

Triển vọng TTCK 2H 2024

Áp lực giảm dần về cuối năm

Chúng tôi hạ mức dự báo chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2024 xuống 1,320 điểm (giảm từ mức 1,360 đưa ra trong báo cáo gần nhất). Trong đó, chúng tôi giảm dự phóng tăng trưởng EPS của chỉ số VNIndex năm 2024 xuống mức 14% (từ mức 19% trong báo cáo trước), sau khi số liệu kết quả kinh doanh 1Q không đạt kỳ vọng ở lĩnh vực Ngân hàng và Bất động sản, đồng thời phản ánh quan điểm thận trọng về xu hướng tăng trở lại của mặt bằng lãi suất, cũng như sự phục hồi chậm của thị trường bất động sản. Đồng thời, chúng tôi giảm mức P/E mục tiêu của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm xuống 15 lần (từ mức 15.3 lần trong báo gần nhất), phản ánh tác động mạnh hơn của yếu tố lãi suất tăng, cũng như các rủi ro liên quan đến kỳ bầu cử Mỹ cuối năm.

Xu hướng thị trường sẽ biến động giằng co trong quý 3, và có thể xuất hiện các nhịp điều chỉnh đáng kể giai đoạn giữa quý, trước khi quay trở lại xu hướng tăng trong quý 4. Chúng tôi cho rằng áp lực tỷ giá, lãi suất vẫn sẽ căng thẳng trong ít nhất nửa đầu quý 3, và sẽ chỉ dần hạ nhiệt khi bước vào quý 4, nhờ dòng ngoại tệ đến từ kiều hối, mùa xuất khẩu cao điểm dịp cuối năm, cũng như việc FED hạ lãi suất. Quý 4 cũng là thời điểm thị trường thường đón nhận các thông tin tích cực liên quan đến hoạt động đầu tư công, số liệu vĩ mô, lợi nhuận doanh nghiệp tích cực hay các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ. Tuy nhiên, kết quả kỳ bầu cử Mỹ diễn ra vào tháng 11, diễn biến cuộc khủng hoảng chính trị ở EU, xung đột địa chính trị toàn cầu, xử lý các vấn đề tham nhũng trong nước... là các yếu tố rủi ro tiềm ẩn cần theo dõi.

Bộ phận phân tích KBSV cho rằng chủ điểm đầu tư nổi bật trong nửa cuối năm 2024 sẽ tập trung vào lĩnh vực **Vận tải biển** và **Đầu tư công**. Trong bối cảnh rủi ro địa – chính trị vẫn đang chi phối dòng chảy thương mại trên biển kể từ cuối năm 2023. Ngoài ra, tốc độ giải ngân vốn Đầu tư công sẽ tăng tốc khi càng về các tháng cuối năm và 2024 cùng là năm thứ 4 của kế hoạch vốn trung hạn 2021-2025.

Đối với triển vọng ngành trong nửa cuối năm, bộ phận phân tích doanh nghiệp của chúng tôi đánh giá tích cực với các ngành Dầu khí, Bất động sản, Ngân hàng, Bán lẻ, Cảng & Vận tải biển, Khu công nghiệp, Thép (xem thêm phần VI. Triển vọng ngành)

Trần Đức Anh
Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường
anhthd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến
Chuyên viên chiến lược đầu tư
anhhttp@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận
Chuyên viên chiến lược đầu tư
thuannd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên
Chuyên viên vĩ mô
uyenvt@kbsec.com.vn

08/07/2024

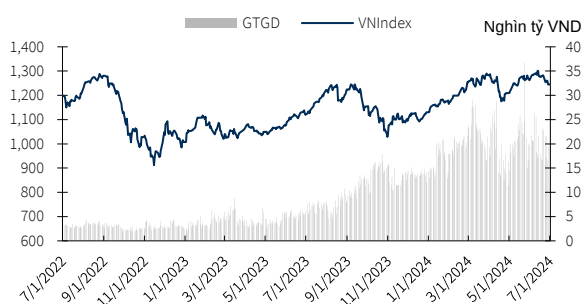
I.	Triển vọng TTCK 2H2024	3
II.	Hoạt động kinh doanh	5
III.	Các yếu tố định hình xu hướng TTCK 2H 2024	7
1.	Xu hướng lãi suất và áp lực tỷ giá	7
2.	Chính sách tiền tệ của FED	12
3.	Bầu cử Tổng thống tại Mỹ	17
IV.	Chủ đề đầu tư	20
1.	Giá cước vận tải tăng	20
2.	Đầu tư công	23
V.	Danh mục đầu tư mẫu	27
VI.	Triển vọng ngành	28
	Dầu khí	29
	Bất động sản	38
	Ngân hàng	52
	Chứng khoán	70
	Bán lẻ	78
	Thủy sản	89
	Cảng & Vận tải biển	95
	Khu công nghiệp	104
	Thép	112

I. Triển vọng TTCK 2H2024

TTCK Việt Nam biến động giằng co với xu hướng hồi phục là chủ đạo trong nửa đầu năm

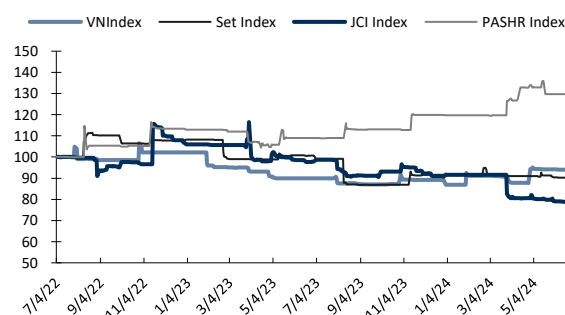
TTCK Việt Nam trong nửa đầu năm có biến động giằng co và được chia làm 2 giai đoạn. Giai đoạn đầu kéo dài đến hết quý I, chỉ số VNIndex tiếp nối xu hướng hồi phục từ cuối 2023 nhờ các động lực đến từ mặt bằng lãi suất thấp và kinh tế phục hồi. Giai đoạn sau, áp lực tỷ giá, xu hướng tăng trở lại của mặt bằng lãi suất huy động, cùng động thái bán ròng của khối ngoại khiến thị trường biến động trời sập và điều chỉnh về cuối quý. Tính cho cả nửa đầu 2024, chỉ số VNIndex tăng 10% về điểm số và giá trị giao dịch 6 tháng đầu năm 2024 tăng 83% so với cùng kỳ.

Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



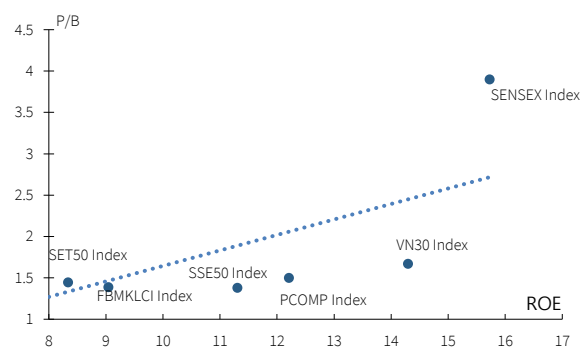
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Biến động P/E nhóm ASEAN4



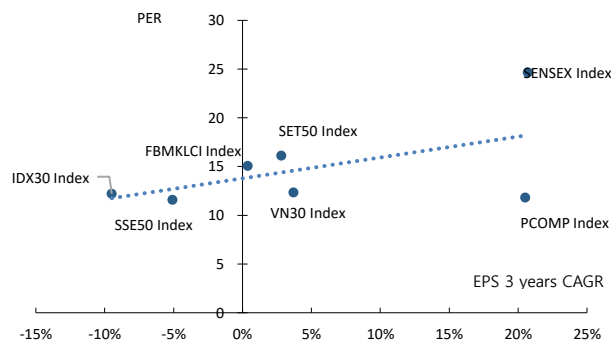
Nguồn: Bloomberg, KBSV

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



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Tương quan P/E, tăng trưởng EPS các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Đối với triển vọng thị trường trong nửa cuối 2024, chúng tôi cho rằng sẽ có 4 yếu tố chính định hình xu hướng TTCK Việt Nam, bao gồm (được phân tích kỹ hơn đối với từng yếu tố này trong các phần sau của báo cáo):

Lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục xu hướng hồi phục

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX xuống 14% (từ mức 19% đưa ra trong báo cáo gần nhất) sau khi số liệu quý 1 công bố không lạc quan như kỳ vọng. Việc giảm dự phóng này cũng phản ánh quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về 2 ngành vốn hoá lớn như ngân hàng, bất động sản trước xu hướng tăng trở lại của mặt bằng lãi suất, và sự phục hồi chậm chạp của thị trường bất động sản. Dù vậy, mức tăng 14% này vẫn được đánh giá là mức tăng cao, hỗ trợ xu hướng của TTCK nói chung.

Xu hướng tăng trở lại của mặt bằng lãi suất trước áp lực tỷ giá

Chúng tôi dự báo mặt bằng lãi suất huy động sẽ tiếp tục xu hướng tăng 0.7%-1% trong nửa cuối năm 2024, gây áp lực lên TTCK. Điều này là hệ quả của các chính sách ổn định tỷ giá của NHNN như hút ròng qua kênh tín phiếu, bán dự trữ ngoại hối (ước tính 6 tỷ USD nửa đầu năm), nâng lãi suất OMO, tín phiếu. Dự báo áp lực tỷ giá sẽ còn căng thẳng trong quý 3, trước khi hạ nhiệt vào quý 4 nhờ việc FED hạ lãi suất cũng như nguồn ngoại tệ gia tăng từ kiều hối, xuất khẩu bước vào mùa cao điểm.

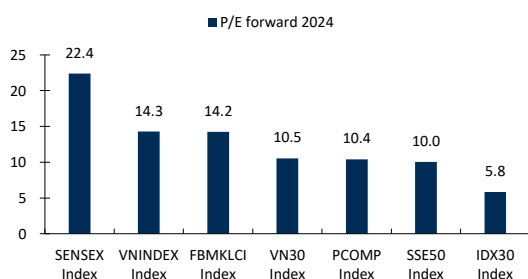
Chính sách tiền tệ của FED

Chúng tôi hạ dự báo số lần hạ lãi suất của FED trong năm nay xuống còn 1 lần, thay vì dự báo 3 lần trong báo cáo gần nhất. Đây là nguyên nhân chính khiến áp lực tỷ giá vẫn sẽ còn căng thẳng trong ít nhất nửa đầu quý 3, trước khi hạ nhiệt trong quý 4, sau khi FED thực hiện hạ lãi suất vào tháng 9 và nguồn cung ngoại tệ được hỗ trợ mạnh nhờ kiều hối và mùa xuất khẩu cao điểm cuối năm.

Bầu cử Tổng thống Mỹ

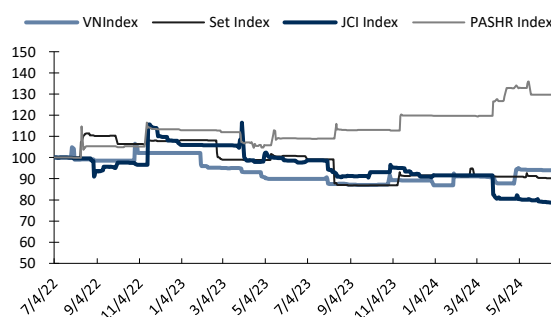
Tác động của cuộc bầu cử Mỹ diễn ra vào cuối năm nay lên TTCK Việt Nam sẽ phụ thuộc vào việc ai là người trúng cử Tổng thống Mỹ. Trong kịch bản tiêu cực, ông Trump tái đắc cử Tổng thống, các căng thẳng thương mại gây áp lực lên TTCK toàn cầu như giai đoạn 2018-2019 có thể lặp lại. Thêm vào đó, chính sách tài khoá mở rộng của ông Trump gây gia tăng rủi ro lạm phát, hay hàng hoá Việt Nam nhập khẩu vào Mỹ bị rơi vào tầm ngắm cũng là những yếu tố có thể ảnh hưởng tiêu cực lên TTCK Việt Nam.

Biểu đồ 5. P/E forward 2024 các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Biến động EPS nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự phóng chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2024 ở 1,320

Đối với triển vọng thị trường trong năm 2024, chúng tôi giảm mức điểm kỳ vọng của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm xuống 1,320 điểm (từ mức 1,360 điểm trong báo cáo gần nhất). Điều này là hệ quả của việc chúng tôi đồng thời hạ mức P/E mục tiêu của chỉ số xuống 15 lần (từ mức 15.3 trong báo cáo gần nhất -

phản ánh dự báo về mức nền lãi suất tăng cao hơn), và hạ dự phóng tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX xuống 14% (từ mức 19% trong báo cáo gần nhất)



II. Hoạt động kinh doanh

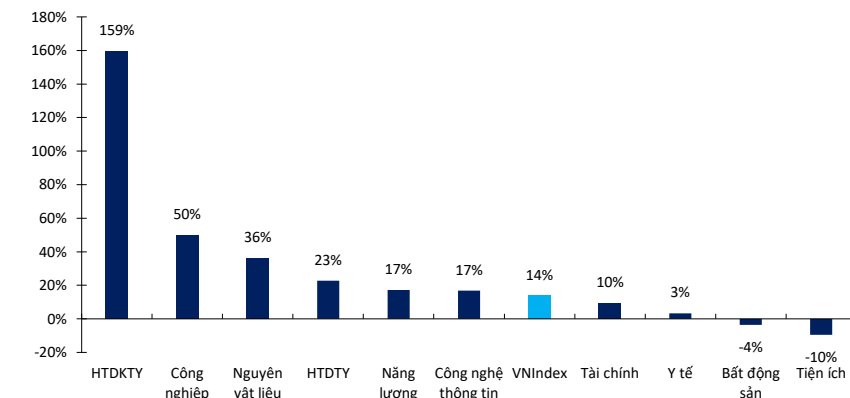
Chúng tôi hạ dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX năm 2024 đạt 14% YoY (giảm 5% so với mức 19% trong báo cáo gần nhất)

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng EPS toàn thị trường từ 19% ở báo cáo chiến lược kỳ trước xuống 14% so với cùng kỳ 2023 (Biểu đồ 7). Đây vẫn được coi là mức tăng trưởng cao, phản ánh quan điểm KBSV về việc hoạt động sản xuất kinh doanh của hầu hết doanh nghiệp niêm yết trên HOSE đã tạo đáy trong năm 2023, và bước sang chu kỳ hồi phục mới trong năm 2024. Các yếu tố đóng vai trò cho hỗ trợ sự tăng trưởng trở lại của các doanh nghiệp bao gồm: (1) Chính sách tiền tệ với xu hướng nới lỏng là chủ đạo và mặt bằng lãi suất mặc dù chịu nhiều áp lực tăng trở lại những vẫn duy trì ở mức nền thấp trong 2024; (2) Chính sách hỗ trợ khác của Chính phủ như thúc đẩy Đầu tư công, miễn giảm thuế, thu hút vốn FDI...; (3) Các đơn hàng xuất nhập khẩu và công suất dây chuyền sản xuất được gia tăng nhanh chóng trong bối cảnh thương mại song phương giữa Mỹ và Việt Nam được thúc đẩy khi kỳ vọng Việt Nam được công nhận là nền kinh tế thị trường.

Dù vậy, việc hạ dự phóng này phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi về triển vọng kinh doanh của 2 ngành chính là ngân hàng và bất động sản sau khi số liệu kinh doanh quý 1 được công bố, cùng các diễn biến mới về mặt bằng lãi suất. Cụ thể, lãi suất huy động tăng từ cuối quý 1 sẽ tác động tiêu cực đến NIM của các ngân hàng, bên cạnh vấn đề về chất lượng tài sản vẫn cần phải theo dõi thêm. Trong khi đó, hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp bất động sản chưa cho thấy tín hiệu khả quan hơn và chi phí lãi vay vẫn đang bào mòn đáng kể lợi nhuận của hầu hết các công ty trên sàn.

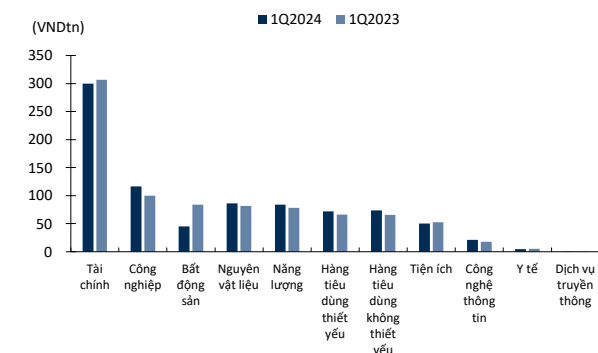
Ở chiều ngược lại, 4 ngành được chúng tôi nâng dự phóng bao gồm: Hàng tiêu dùng không thiết yếu, Công nghiệp, Nguyên vật liệu, Năng lượng, với mức tăng lần lượt là 159%, 50%, 36%, 17% so với dự báo đưa ra trong báo cáo chiến lược quý trước. Cơ sở cho sự điều chỉnh đến từ việc phần lớn lợi nhuận các doanh nghiệp thuộc những lĩnh vực trên hồi phục vượt xa kỳ vọng của thị trường, đặc biệt là các công ty vốn hóa đầu ngành như MWG, FRT, HVN, VJC, HPG, PLX, PVD trong quý đầu tiên của 2024.

Biểu đồ 7. Dự phóng tăng trưởng EPS 2024 so với cùng kỳ



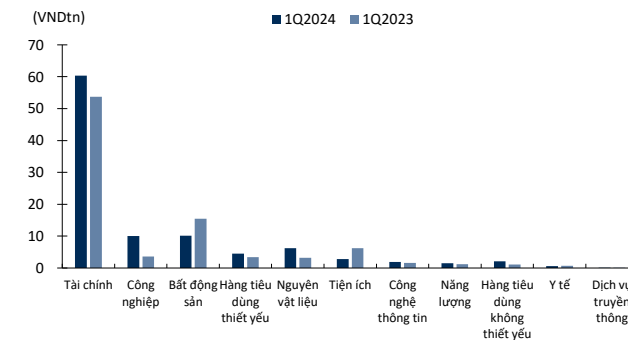
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 8. Doanh thu Q1 2024 so với cùng kỳ



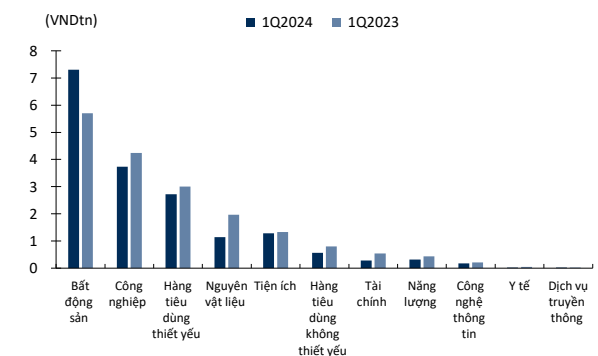
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 9. Lợi nhuận Q1 2024 so với cùng kỳ



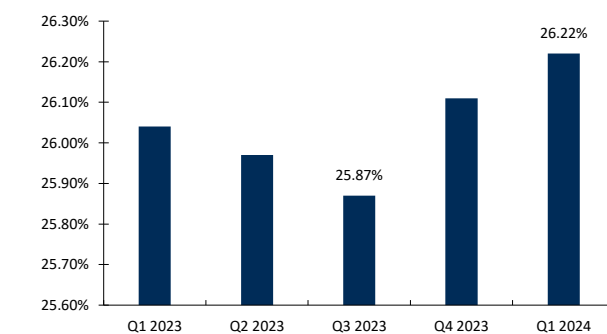
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 10. Chi phí tài chính Q1 2024 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 11. Biên lợi nhuận gộp trung bình trên toàn VNINDEX



Nguồn: Fiinpro

Doanh thu gần như đi ngang trong Quý 1/2024 so với cùng kỳ, tuy nhiên lợi nhuận cho thấy nhiều gam màu sáng

Về doanh thu, tổng doanh thu 1Q/2024 của các doanh nghiệp trên sàn HSX giảm nhẹ ở mức -0.51% YoY. Tác động lớn tới mức suy giảm doanh thu đến từ Nhóm Tài chính (-2% YoY) và nhóm Bất động sản (-46% YoY) khi số liệu tăng trưởng tín dụng ảm đạm trong giai đoạn đầu năm và các ngân hàng quốc doanh cho thấy sự suy yếu về mặt tăng trưởng, đồng thời sự sụt giảm mạnh về KQKD của 2 doanh nghiệp chiếm tỷ trọng lớn là VIC (-44% YoY) và VHM (-72% YoY) đã tác động mạnh đến toàn bộ lĩnh vực Bất động sản. Mặc dù vậy, ngoại trừ nhóm Tài chính, Bất động sản và Tiềm ích thì các nhóm ngành còn

lại đều cho thấy tín hiệu dần khả quan hơn với mức tăng trưởng tốt nhất ở Công nghiệp (+17% YoY) và Hàng tiêu dùng không thiết yếu (+12% YoY), các lĩnh vực khác đều tăng trưởng một chữ số.

Về lợi nhuận, đóng góp lớn nhất vào mức tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường (+11% YoY) là nhóm Tài Chính (+12.4% YoY). Tuy nhiên, xu hướng hồi phục tích cực cũng được thấy rõ ở các lĩnh vực phi tài chính như là Công nghiệp (+178% YoY), Hàng tiêu dùng không thiết yếu (+96% YoY), Nguyên vật liệu (+92% YoY) khi các doanh nghiệp đầu ngành có sự chuyển biến mạnh về lợi nhuận như HVN, VJC, GMD, MWG, HPG.

Ngoại trừ nhóm doanh nghiệp Bất động sản, việc tập trung cơ cấu các khoản nợ và tiết giảm chi phí lãi vay đã giúp cải thiện đáng kể lợi nhuận (Biểu đồ 10). Bên cạnh đó, Biên lợi nhuận gộp toàn bộ các doanh nghiệp trên sàn HSX (ngoại trừ các ngành Tài chính) đã chạm mức cao nhất trong 4 quý gần nhất (Biểu đồ 11), cho thấy các doanh nghiệp sản xuất đã thực hiện chủ động quản trị, tối ưu hàng tồn kho trong giai đoạn thấp điểm.



III. Các yếu tố định hình xu hướng TTCK 2H 2024

1. Xu hướng lãi suất và áp lực tỷ giá

Yếu tố hỗ trợ cho TTCK xét về mặt lãi suất sẽ yếu đi đáng kể

Mặt bằng lãi suất thấp là một yếu tố hỗ trợ quan trọng cho TTCK. Xét trong quý 1 năm 2024, lãi suất huy động đã xuống mức thấp kỷ lục, trong khi lãi suất cho vay cũng đã điều chỉnh tương đối từ mức đỉnh cuối 2022. Theo đó, VNIndex tăng 25% trong 5 tháng liên tiếp, thị trường giao dịch diễn ra sôi động với nhiều phiên đạt giá trị trên 1 tỷ USD. Tuy nhiên, lãi suất huy động tăng trở lại trong quý 2 trước áp lực từ tỷ giá đã gây ảnh hưởng lên tâm lý thị trường. VNIndex theo đó chứng kiến những nhịp điều chỉnh mạnh, thanh khoản giao dịch ở mức thấp, nước ngoài liên tục bán ròng... Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất trong 2H2024 sẽ tiếp tục nhích nhẹ, mặc dù vẫn ở mức thấp và chưa gây ra nhiều tác động tiêu cực nhưng sẽ không còn là yếu tố hỗ trợ mạnh cho TTCK như giai đoạn trước.

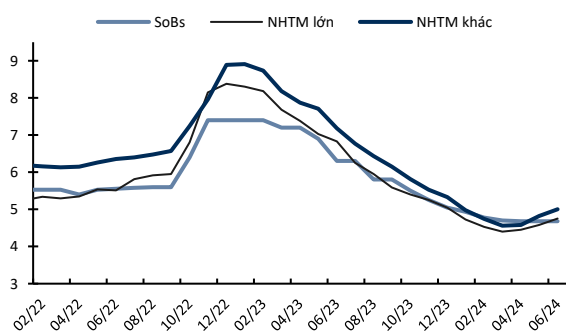
Biểu đồ 12. VNINDEX & Lãi suất huy động bình quân 12 tháng

Nguồn: Bloomberg, WiChart, KBSV

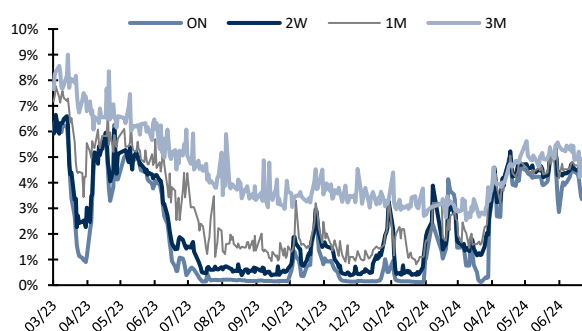
Lãi suất huy động dự báo tiếp tục tăng thêm 70-100bps từ nay cho tới cuối năm

Tính đến cuối tháng 6, lãi suất huy động ở một số ngân hàng đã tăng 10-30bps so với vùng đáy ở các kỳ hạn ngắn 1-12 tháng. Điều này đến từ việc thiếu hụt thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng do những động thái can thiệp ổn định tỷ giá của NHNN. Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ tiếp tục tăng thêm 70-100bps từ nay cho tới cuối năm, lên mức tương đương vùng đáy Covid-19 giai đoạn 2020-2021. Trong đó:

— **Tỷ giá trong ngắn hạn vẫn là áp lực chính khiến lãi suất huy động tiếp tục tăng.** Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo tỷ giá chưa thể sớm hạ nhiệt, thậm chí còn căng thẳng cục bộ ở một vài thời điểm khiến NHNN phải tiếp tục can thiệp bán ngoại tệ (sẽ được phân tích chi tiết ở phần sau của báo cáo), cùng với đó là định hướng giữ nền lãi suất liên ngân hàng ở mức cao vừa đủ để hạn chế carry trade. Những điều này sẽ tác động trực tiếp đến thanh khoản hệ thống và làm tăng lãi suất huy động ở thị trường 1, đặc biệt là ở nhóm NHTM tư nhân vừa và nhỏ có nguồn huy động kém linh hoạt và các ngân hàng ghi nhận tăng trưởng tín dụng tốt.

Biểu đồ 13. Lãi suất huy động bình quân 12 tháng

Nguồn: WiChart, KBSV

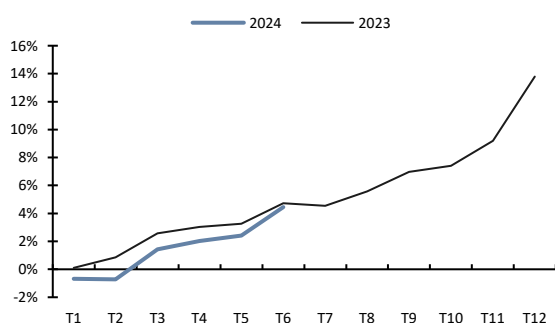
Biểu đồ 14. Lãi suất liên ngân hàng

Nguồn: FiinPro, KBSV

— **Cầu tín dụng kỳ vọng hồi phục kéo theo nhu cầu huy động vốn, từ đó khiến đà tăng của lãi suất huy động tiếp diễn vào cuối năm.** Cụ thể, tăng

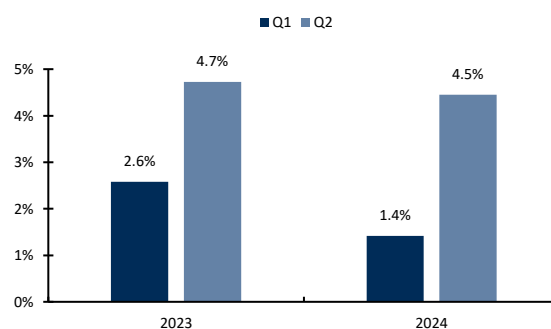
trường tín dụng được dự báo sẽ phục hồi rõ nét hơn theo sự ấm lên của nền kinh tế trong 2H2024 trước những động lực chính bao gồm: (1) Kim ngạch nhập khẩu tăng mạnh trong những tháng gần đây là dấu hiệu cho thấy triển vọng tích cực của ngành sản xuất và hoạt động xuất khẩu trong thời gian tới; (2) Sự thâm thấu của chính sách tiền tệ và tài khóa khiến nhu cầu nội địa cải thiện; và (3) Thị trường BĐS khởi sắc. Trên thực tế, tín dụng trong quý 2 đã ghi nhận sự cải thiện, tính đến ngày 24/6 đạt 4.45% YTD (xét riêng quý 2 tín dụng tăng thêm 4.2 điểm % QoQ, cao hơn hẳn mức tăng của quý 2 cùng kỳ ở 2.1 điểm % QoQ), chủ yếu được dẫn dắt bởi nhóm BĐS và cho vay phát triển cơ sở hạ tầng.

Biểu đồ 15. Tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế (YTD)



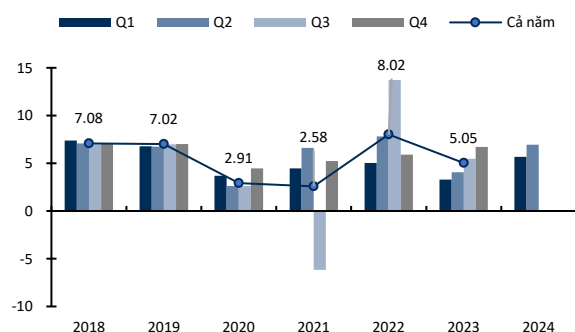
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Tổng cục thống kê, KBSV

Biểu đồ 16. Tăng trưởng tín dụng Q1 & Q2 (YTD)



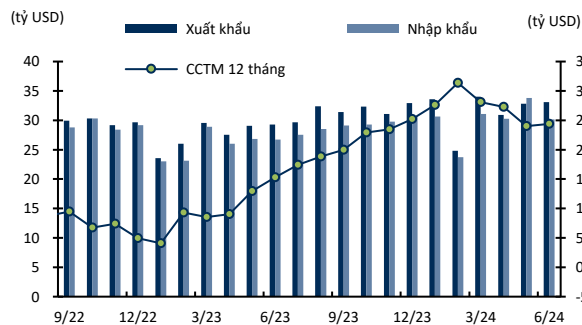
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Tổng cục thống kê, KBSV

Biểu đồ 17. Tăng trưởng GDP (% YoY)



Nguồn: Tổng cục thống kê, KBSV

Biểu đồ 18. Kim ngạch xuất, nhập khẩu và CCTM 12 tháng



Nguồn: Tổng cục thống kê, KBSV

Lãi suất cho vay đã tạo đáy, dự báo sẽ đi ngang hoặc nhích nhẹ vào cuối năm

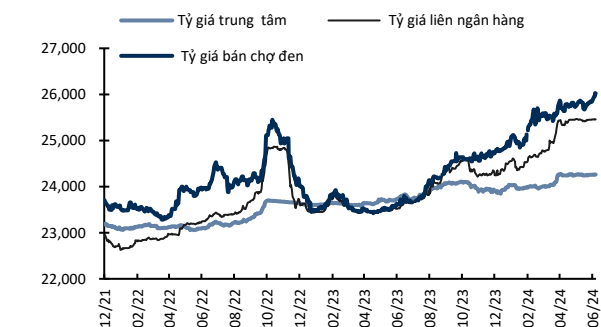
Lãi suất cho vay đã giảm xuống thấp tương đối so với mức đỉnh cuối năm 2022 theo chủ trương hạ lãi suất hỗ trợ phát triển kinh tế của Chính Phủ và NHNN. Tuy nhiên với diễn biến tăng trở lại của chi phí huy động vốn, chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay đã tạo đáy và nhiều khả năng sẽ đi ngang hoặc nhích nhẹ trong thời gian tới. Mức tăng cụ thể sẽ phụ thuộc vào từng ngân hàng. Nhóm ngân hàng quốc doanh do có vai trò hỗ trợ kinh tế sẽ giữ lãi suất cho vay thấp tương đối, trong khi các ngân hàng tư nhân có xu hướng tăng lãi suất để điều chỉnh phù hợp với sự tăng của lãi suất đầu vào.

Tỷ giá USD/VND sẽ tiếp tục chịu nhiều áp lực trong quý 3

Tỷ giá liên ngân hàng USD/VND diễn biến căng thẳng khi liên tục áp sát và vượt ngưỡng bán ra của NHNN tại 25,450 (+4.9% YTD). Dù NHNN đã có động thái can

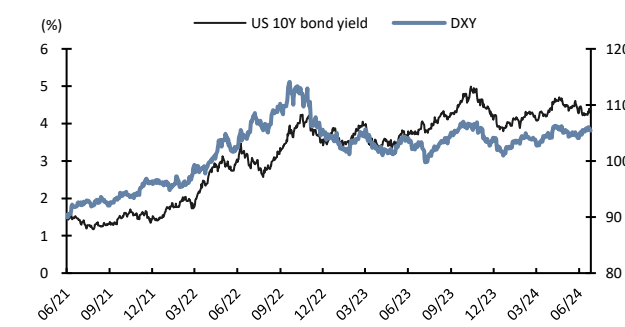
thiệt bằng cách bán thẳng ngoại tệ với khối lượng tương đối lớn (ước tính đã bán ~6 tỷ USD tính đến ngày 26/6), tỷ giá vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt. Chúng tôi cho rằng tỷ giá trong thời gian tới vẫn sẽ chịu nhiều áp lực do: (1) nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào sản xuất dự kiến sẽ tiếp tục tăng cao; (2) xu hướng để USD ở nước ngoài của các doanh nghiệp xuất khẩu và FDI; và (3) DXY neo ở vùng cao trước diễn biến yếu đi của các đồng tiền khác.

Biểu đồ 19. Tỷ giá USD/VND



Nguồn: FiinPro, Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 20. Mỹ - 10Y bond yield & DXY

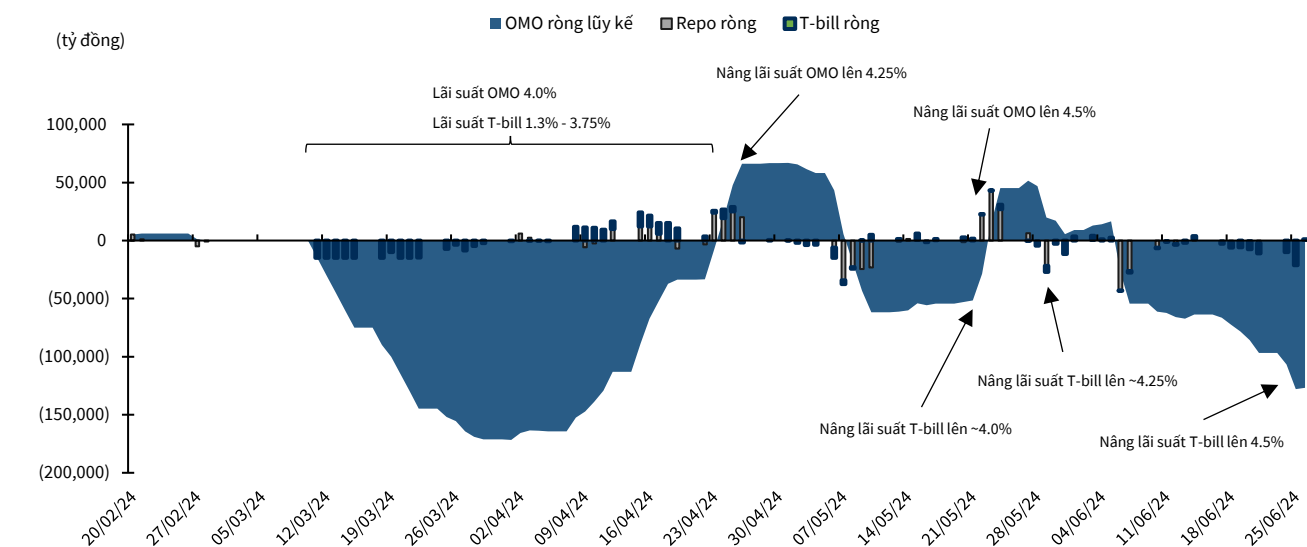


Nguồn: Bloomberg, KBSV

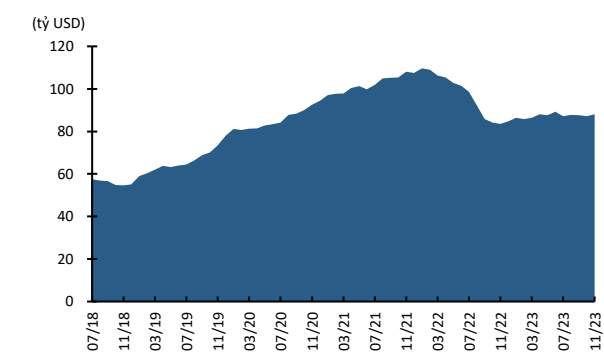
Dự báo về động thái của NHNN

Để đối phó với áp lực tỷ giá, dự kiến duy trì ít nhất đến giữa quý 3 (gần thời điểm FED hạ lãi suất), chúng tôi cho rằng NHNN sẽ thực hiện đồng bộ cả 3 giải pháp:

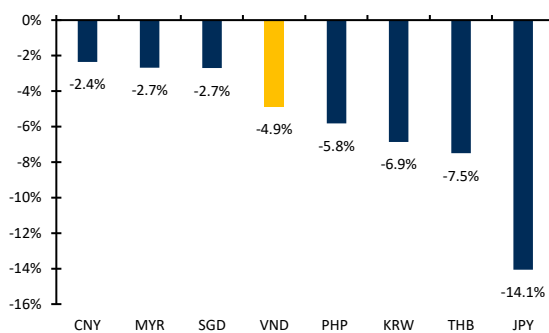
- **Tiếp tục bán ngoại tệ:** Đây là giải pháp đã được NHNN áp dụng trong khoảng 3 tháng trở lại đây. Mặc dù vậy, với ước tính hiện tại, dự trữ ngoại hối đã áp sát mức khuyến cáo của IMF tương đương 3 tháng nhập khẩu. Dự địa để NHNN tiếp tục bán dự trữ ngoại hối là không nhiều nếu không muốn ảnh hưởng đến tín nhiệm quốc gia. Vì vậy NHNN sẽ cần thực hiện đồng bộ thêm 2 giải pháp dưới đây để hạ nhiệt nhu cầu USD của thị trường.
- **Nâng lãi suất tiền đồng:** NHNN đã thực hiện việc nâng lãi suất OMO và tín phiếu với mức nâng lần lượt là 0.5 và 3.1 điểm % so với giai đoạn đầu năm 2024 (biểu đồ 21). Chúng tôi cho rằng động thái này sẽ tiếp tục được thực hiện để duy trì mặt bằng lãi suất thị trường 2 cao tương đối, giảm tối đa các giao dịch đầu cơ tỷ giá, đồng thời tác động làm tăng lãi suất huy động ở mức độ phù hợp, qua đó tăng sự hấp dẫn của việc nắm giữ tiền đồng.
- **Nâng giá bán USD:** Trong bối cảnh mức độ mất giá tiền đồng vẫn đang ở mức trung bình thấp so với các đồng tiền trong khu vực (biểu đồ 23&24), kết hợp với kỳ vọng lạm phát vẫn sẽ trong tầm kiểm soát trong các tháng cuối năm, NHNN vẫn còn có thể, và nhiều khả năng sẽ thực hiện việc nâng giá bán USD (đồng thời nâng tỷ giá trung tâm), chấp nhận để VND mất giá hơn mức 5% hiện tại.

Biểu đồ 21. Bơm hút trên thị trường mở và diễn biến lãi suất

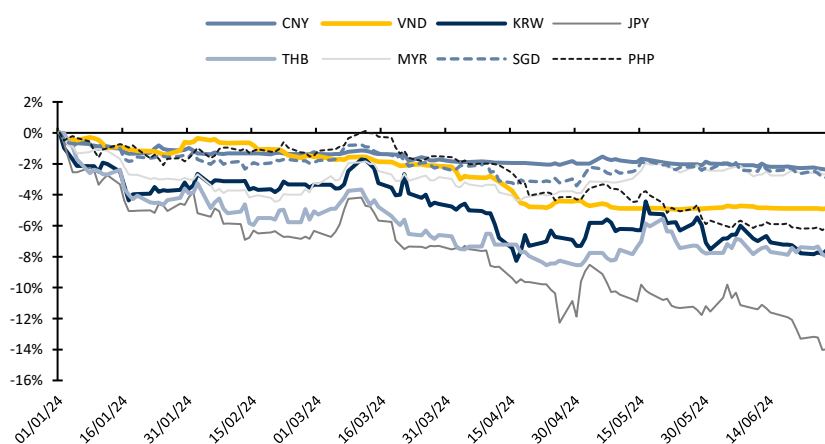
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, KBSV

Biểu đồ 22. Dự trữ ngoại hối Việt Nam

Nguồn: Bloomberg, IMF, KBSV

Biểu đồ 23. Mức độ mất giá so với USD tại 28/06/2024 (% YTD)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 24. Diễn biến mức độ mất giá so với USD của một số đồng tiền (%YTD)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tỷ giá sẽ dần hạ nhiệt trong quý 4,
dự báo mức tăng cả năm là 4.5%
YTD – tương đương đạt 25,360
USD/VND

Điểm tích cực là nguồn ngoại tệ sẽ cải thiện trong quý 4 khi mà xuất khẩu được đẩy mạnh, kiều hối đổ về, và đồng thời kỳ vọng vào việc FED cắt giảm lãi suất sẽ làm dịu bớt áp lực lên tỷ giá. Chúng tôi dự báo FED sẽ hạ lãi suất trong 2H2024 và chỉ hạ 1 lần trong năm nay (phân tích chi tiết xem ở phần sau của báo cáo). Theo đó, KBSV dự báo tỷ giá sẽ ổn định trở lại và mức tăng cả năm chỉ là 4.5% YTD, tương ứng đạt 25,360 USD/VND.

Theo CME, thị trường đang kỳ vọng FED sẽ hạ lãi suất vào tháng 9 với xác suất 56.3%, và có 2 đợt hạ trong năm nay.

Bảng 1. Bảng xác suất cắt giảm lãi suất (01/07/2024)

	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
31/07/2024				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,9%	89,1%
18/09/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,3%	56,3%	37,4%
7/11/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%	24,5%	49,4%	23,8%
18/12/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%	17,8%	42,0%	31,5%	7,1%
29/01/2025	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	10,9%	31,7%	35,9%	17,5%	3,0%
19/03/2025	0,0%	0,0%	0,6%	7,2%	23,9%	34,4%	24,4%	8,4%	1,1%
30/04/2025	0,0%	0,3%	3,5%	14,5%	28,5%	30,0%	17,5%	5,3%	0,6%
18/06/2025	0,1%	2,1%	9,9%	22,7%	29,4%	22,6%	10,3%	2,6%	0,3%
30/07/2025	0,9%	5,0%	14,6%	25,1%	26,9%	18,2%	7,5%	1,7%	0,2%

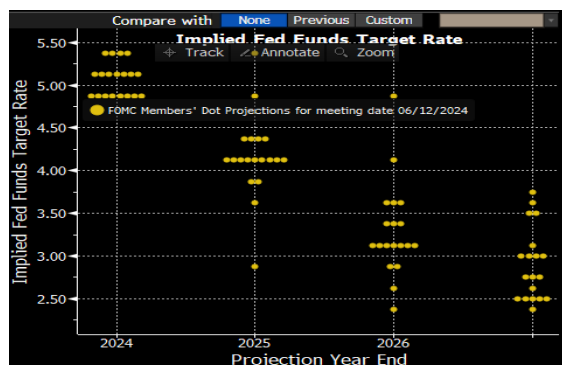
Nguồn: CME Group, KBSV

2. Chính sách tiền tệ của FED

FED sẽ chỉ hạ lãi suất 1 lần trong năm nay

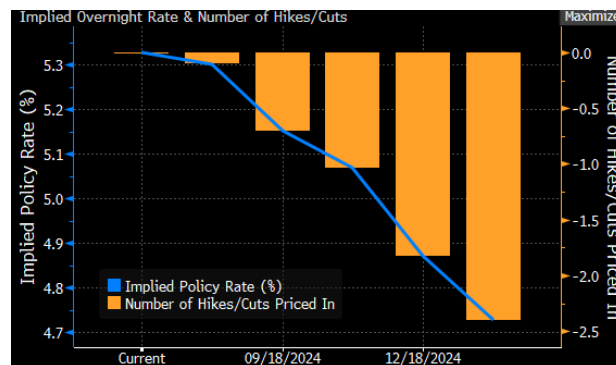
Chúng tôi hạ dự báo FED sẽ hạ lãi suất 1 lần trong năm nay (thay vì 3 trong báo cáo trước đó) do lạm phát dai dẳng hơn dự tính. Trong bối cảnh các NHTW lớn khác như Thụy Sĩ, Thụy Điển, Canada, EU đã cắt giảm lãi suất, trong khi NHTW Nhật duy trì chính sách nới lỏng mạnh mẽ, việc FED trì hoãn việc hạ lãi suất sẽ khiến chỉ số DXY (đo lường sức mạnh đồng USD trong rổ tiền tệ) neo ở mức cao. Kết hợp với mức chênh lệch lớn giữa lãi suất USD-VND, áp lực tỷ giá sẽ còn duy trì trong nửa cuối năm 2024, kéo theo đó là xu hướng tăng của mặt bằng lãi suất và gây áp lực lên TTCK (như đã phân tích ở phần trên).

Biểu đồ 25. FED Dot Plot



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 26. Lãi suất ngụ ý thời điểm hiện tại



Nguồn: Bloomberg, KBSV

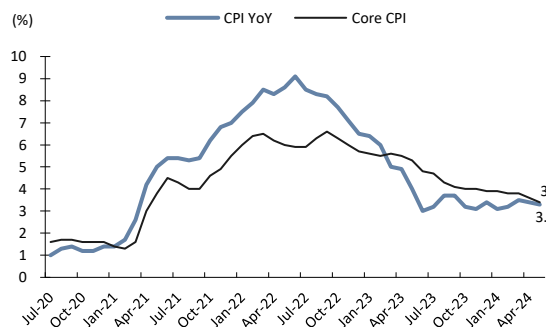
FED điều chỉnh kế hoạch hạ lãi suất trong cuộc họp tháng 5

Sau cuộc họp cuối tháng 5, biểu đồ Dot-plot (Biểu đồ 7) FED thay đổi kế hoạch cắt giảm lãi suất chỉ còn một lần trong năm nay với mức giảm 25bps, thấp hơn so với dự báo (3 lần) được đưa ra trước đó hồi tháng 3. Tại thời điểm đầu tháng 6, công cụ theo dõi lãi suất CME FedWatch thể hiện nhà đầu tư đang đặt cược khả năng Fed giảm lãi lần đầu tiên trong tháng 9 (cao nhất) là hơn 59%.

Số lần hạ lãi suất đã giảm từ 3 xuống 1 so với kỳ vọng cách đây vài tháng của thị trường do:

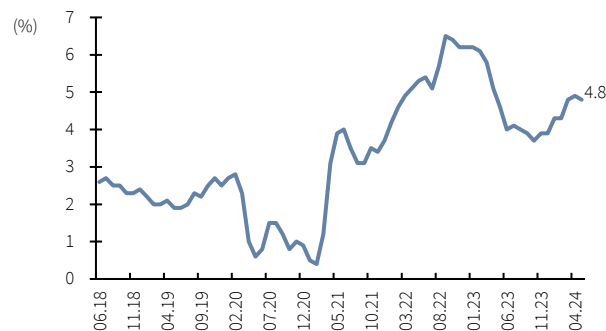
- (i) **Lạm phát hạ nhiệt trong tháng 5 nhưng dai dẳng hơn so với kỳ vọng.** Sau khi tăng ở mức 3.5% YoY trong tháng 3, số liệu CPI (%YoY) của Mỹ 5 về lại tăng 3.3% YoY, giảm 0.1 bps (điểm phần trăm) so với tháng 4 và vượt mức kỳ vọng của thị trường trước đó (3.4%). CPI suy yếu do giá dầu giảm trong suốt tháng 5. Mặt khác, nếu loại bỏ ảnh hưởng của cấu phần lương thực và năng lượng, CPI lõi cho thấy giảm nhẹ về mức 3.4% YoY (kỳ vọng thị trường: 3.5%), mức thấp nhất trong 3 năm trở lại đây. Tuy nhiên, tín hiệu này chưa đủ thuyết phục rằng lạm phát Mỹ sẽ hạ nhiệt tích cực và vẫn còn tương đối xa mức mục tiêu 2% của FED.
- (ii) **Chi phí nhà ở, lưu trú đang làm chậm đà giảm của lạm phát.** Cấu phần này (chiếm hơn 30% trong cơ cấu CPI) đã tăng 0,4% MoM trong **3 tháng liên tiếp**, tương ứng mức tăng 5.4% YoY trong tháng 5. Tuy đây là mức thấp nhất kể từ tháng 4 năm 2022 nhưng số liệu vẫn cho thấy “cứng đầu” hơn kỳ vọng khi chi phí nơi trú đang cao hơn mức trung bình thời điểm trước đại dịch Covid-19 và chưa hạ nhiệt đáng kể.
- (iii) **Năng lượng có thể tiếp tục là yếu tố cần theo dõi có thể gây áp lực lên CPI.** Mặc dù giá dầu cho thấy sự đi xuống đáng kể trong suốt tháng 5, đóng góp tích cực vào sự hạ nhiệt của CPI nhưng tháng 6 đã chứng kiến sự quay trở lại đáng kể của loại hàng hoá này. Giá dầu WTI thời điểm giữa tháng 6 đã tăng gần 6% lên mức 82 USD/thùng từ trung bình 77 USD/thùng trong tháng 5. Giá dầu tiếp tục bị đe dọa bởi câu chuyện xung đột địa chính trị và chính sách cắt giảm sản lượng của OPEC+ tác động đến nguồn cung trên toàn cầu, trong khi nhu cầu tiêu thụ vẫn tương đối cao. Vì vậy, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng giá dầu còn tiếp tục neo cao từ giờ đến cuối năm và phần nào rầy lên lo ngại về áp lực lạm phát.
- (iv) **Thị trường lao động Mỹ vẫn đang mạnh hơn kỳ vọng.** Về tiền lương, tốc độ tăng trưởng tiền lương theo giờ cũng cao hơn so với dự báo, đạt 0,4% MoM và 4,1% YoY. Mức dự báo kỳ vọng trước đó là 0,3% và 3,9%. Đà tăng mạnh của tiền lương được xem là một tín hiệu cho thấy áp lực lạm phát trong nền kinh tế còn dai dẳng. Nếu tính cả những người trong độ tuổi lao động nhưng không có ý định tìm việc làm và những người chỉ làm công việc bán thời gian vì lý do kinh tế, tỷ lệ thất nghiệp tháng 5 của Mỹ giữ ở mức 7,4%, không thay đổi so với tháng trước.

Biểu đồ 27. Chỉ số CPI và CPI lõi của Mỹ (%YoY)



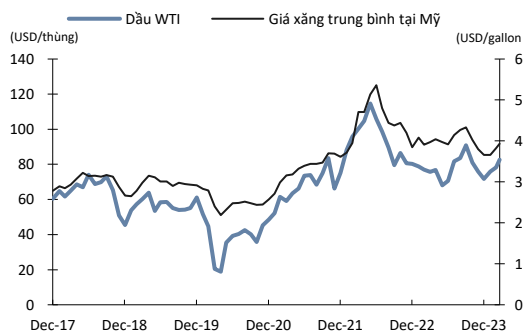
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 28. Lạm phát siêu lõi (%YoY)



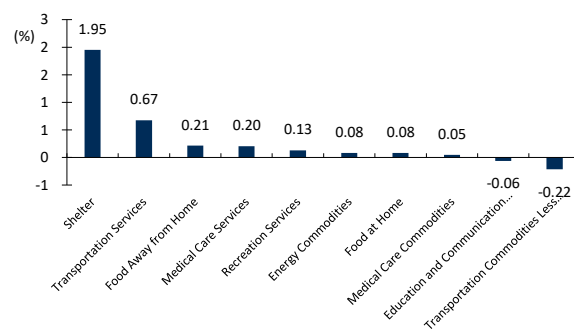
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 29. Giá xăng trung bình tại Mỹ và giá dầu WTI



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 30. Đóng góp của một số cấu phần trong rổ lạm phát Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

FED trì hoãn giảm lãi suất tác động tiêu cực lên TTCK

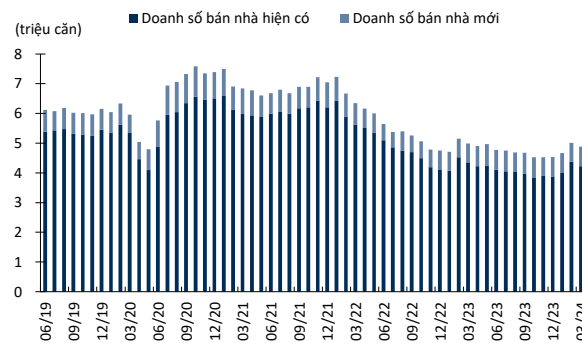
Với dữ liệu kinh tế hiện nay của nền kinh tế Mỹ, FED hoàn toàn có thể trì hoãn giảm lãi suất đến thời điểm sau tháng 9 năm nay. Thêm vào đó, kỳ vọng lần giảm lãi đầu tiên với 25bps (không quá lớn), đồng nghĩa với việc lãi suất vẫn còn ở mức tương đối cao. Theo đó, đồng USD duy trì sức mạnh kết hợp cùng mức chênh lệch lãi suất giữa USD-VND còn gây căng thẳng lên tỷ giá. Mặt bằng lãi suất thấp nhiều khả năng phải tăng lên để giảm bớt áp lực. Điều này sẽ ảnh hưởng tương đối tiêu cực đối với diễn biến của thị trường chứng khoán trong nước. Ngoài ra, tâm lý nhà đầu tư trông chờ vào đợt giảm lãi suất sớm của FED trong năm nay bị ảnh hưởng khi không đạt kỳ vọng có thể gây ra áp lực bán trong ngắn hạn.

Biểu đồ 31. Số giấy phép xây dựng cấp mới của Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 32. Doanh thu số bán nhà tại Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

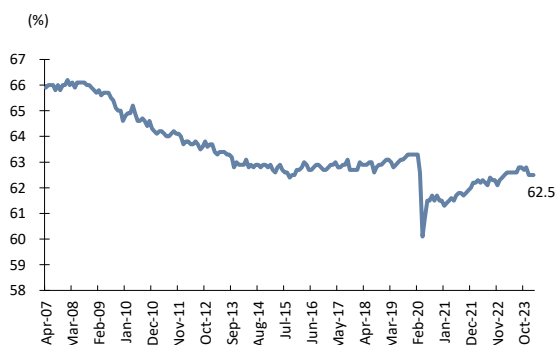
Những yếu tố có thể ảnh hưởng đến quyết định hạ lãi suất của FED

Cấu phần nhà ở hạ nhiệt là yếu tố quan trọng giúp lạm phát về đúng lộ trình mục tiêu 2%. Nhìn vào số liệu thị trường Bất động sản tại Mỹ hiện tại, nhà ở sẵn sàng để bán tăng 9% MoM, đạt 1.21 triệu căn trong tháng 5. Doanh số bán nhà hiện giảm nhẹ và số lượng giấy phép cấp xây dựng trong tháng 5 đạt 1,386,000 giấy phép và ở mức thấp hơn trung bình so với 2023. Tình hình thị trường BĐS không có nhiều dấu hiệu cho thấy sôi động trở lại. Số liệu cấu phần nhà ở lưu trú trong CPI có độ trễ nhất định so với thị trường thực tế. Vì vậy, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng cấu phần Nhà ở, lưu trú sẽ dần được phản ánh và hạ nhiệt trong thời gian tới, giảm áp lực lên lạm phát.

Chờ tín hiệu suy yếu của thị trường việc làm. Theo báo cáo của Bộ Lao động Mỹ, tỷ lệ thất nghiệp lần đầu cán mốc tăng 4% kể từ tháng 1/2022, nhích nhẹ từ mức 3,9% của tháng 4. Tỷ lệ tham gia lực lượng lao động giảm 0,2 điểm phần trăm xuống 62,5% trong tháng trước. Mức lương theo giờ tăng 0,4% theo tháng và tăng 4,1% so với cùng kỳ năm trước. Cả 2 con số này đều cao hơn mức dự báo lần lượt là 0,3% và 3,9%. Trong khi đó, tăng trưởng tiền lương hàng năm cũng tăng từ 4% lên 4,1% và luôn dao động quanh mức 4% kể từ Quý 3/2023. Tuy số liệu cho thấy mạnh hơn kỳ vọng của thị trường nhưng con số tỷ lệ thất nghiệp đã quay trở lại mốc 4% kể từ tháng 2/2022.

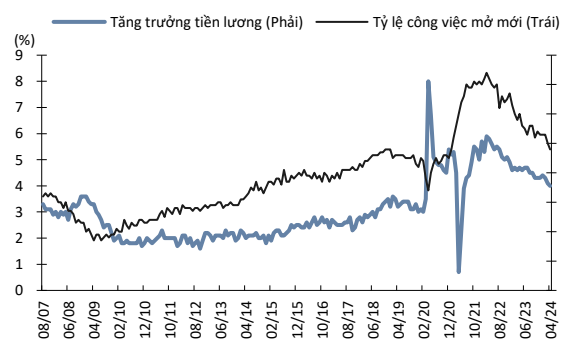
Nhìn chung, thị trường lao động Mỹ vẫn đang mạnh hơn kỳ vọng nhưng thất nghiệp tăng lên là tín hiệu suy yếu của thị trường lao động. Trường hợp chỉ số này tăng mạnh là báo hiệu nền kinh tế Mỹ yếu đi và có nguy cơ suy thoái, điều này gây áp lực cho FED hạ lãi suất để hỗ trợ nền kinh tế.

Biểu đồ 33. Tỷ lệ tham gia lao động tại Mỹ



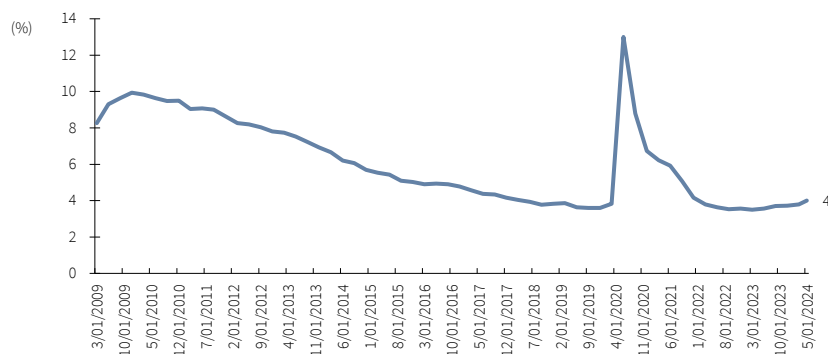
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 34. Tăng trưởng tiền lương và tỷ lệ công việc mở mới tại Mỹ



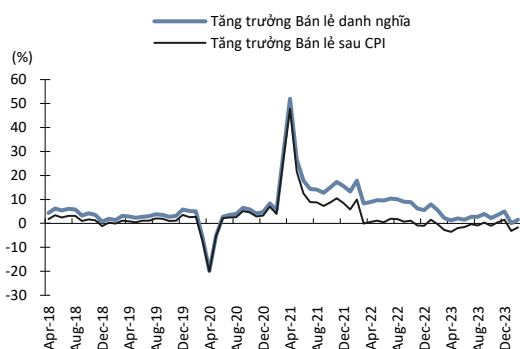
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 35. Tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ



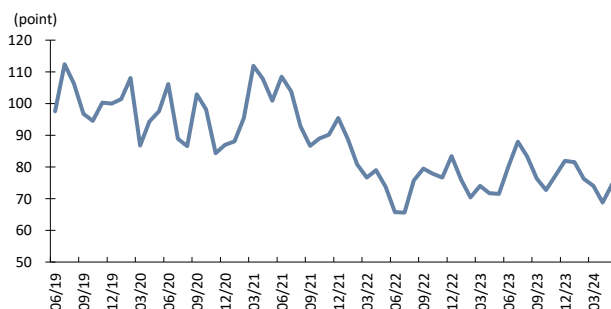
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 36. Tăng trưởng Bán lẻ danh nghĩa



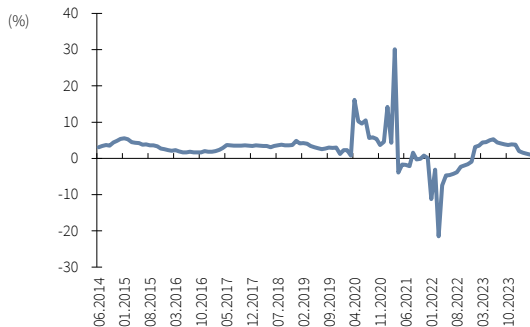
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 37. Chỉ số “kỳ vọng” của người tiêu dùng



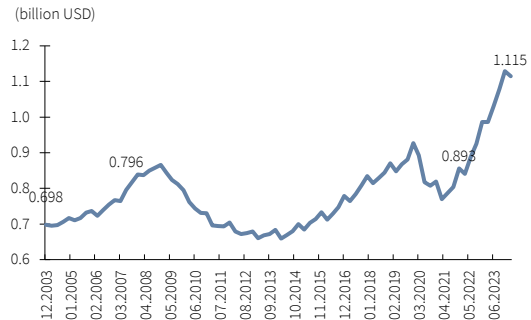
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 38. Tăng trưởng thu nhập khả dụng tại Mỹ (%yoy)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 39. Dư nợ cho vay tiêu dùng



Nguồn: Bloomberg, KBSV

3. Bầu cử Tổng thống tại Mỹ

Thị trường chứng khoán Mỹ thường có diễn biến tích cực vào năm bầu cử

Theo thống kê từ 24 nhiệm kỳ Tổng thống (Bảng 2) với khoảng thời gian từ 1927-2024, chỉ số S&P500 thường có diễn biến tích cực (tăng điểm 19/24 năm) trong năm thứ 4 của nhiệm kỳ (cũng là năm bầu cử), chỉ xếp sau năm thứ 3 (tăng điểm trong 21/24 năm), và vượt trội so với 2 năm đầu của nhiệm kỳ Tổng thống. Điều này được lý giải là do các chính sách của tổng thống mới đặc cử cần có thời gian phát huy hiệu quả và do đó thường rơi vào năm thứ 3, thứ 4. Bên cạnh đó, giả thuyết cũng cho rằng để tạo lợi thế cho kỳ tranh cử kế tiếp, các tổng kỳ thường có xu hướng thực thi các chính sách kích thích kinh tế và thúc đẩy TTCK – vốn thu hút sự quan tâm của công chúng, nhằm tranh thủ sự ủng hộ của cử tri vào 2 năm cuối nhiệm kỳ.

Bảng 2. Diễn biến chỉ số S&P500 giai đoạn 1928-2024

Năm thứ 1	Trung bình 6.6%	Năm thứ 2	Trung bình 3.3%	Năm thứ 3	Trung bình 14%	Năm thứ 4	Trung bình 7.5%				
Chỉ số	Hiệu suất	Chỉ số	Hiệu suất	Chỉ số	Hiệu suất	Chỉ số	Hiệu suất				
2021	4766	27%	2022	3840	-19%	2023	4770	24%	2024 (YTD)	5361	12%
2017	2674	19%	2018	2507	-6%	2019	3231	29%	2020	3756	16%
2013	1848	30%	2014	2059	11%	2015	2044	-1%	2016	2239	10%
2009	1115	23%	2010	1258	13%	2011	1258	0%	2012	1426	13%
2005	1248	3%	2006	1418	14%	2007	1468	4%	2008	903	-38%
2001	1148	-13%	2002	880	-23%	2003	1112	26%	2004	1212	9%
1997	970	31%	1998	1229	27%	1999	1469	20%	2000	1320	-10%
1993	466	7%	1994	459	-2%	1995	616	34%	1996	741	20%
1989	353	27%	1990	330	-7%	1991	417	26%	1992	436	4%
1985	211	26%	1986	242	15%	1987	247	2%	1988	278	12%
1981	123	-10%	1982	141	15%	1983	165	17%	1984	167	1%
1977	95	-12%	1978	96	1%	1979	108	12%	1980	136	26%
1973	98	-17%	1974	69	-30%	1975	90	32%	1976	107	19%
1969	92	-11%	1970	92	0%	1971	102	11%	1972	118	16%
1965	92	9%	1966	80	-13%	1967	96	20%	1968	104	8%
1961	72	23%	1962	63	-12%	1963	75	19%	1964	85	13%
1957	40	-14%	1958	55	38%	1959	60	8%	1960	58	-3%
1953	25	-7%	1954	36	45%	1955	45	26%	1956	47	3%
1949	17	10%	1950	20	22%	1951	24	16%	1952	27	12%
1945	17	31%	1946	15	-12%	1947	15	0%	1948	15	-1%
1941	9	-18%	1942	10	12%	1943	12	19%	1944	13	14%
1937	11	-39%	1938	13	25%	1939	12	-5%	1940	11	-15%
1933	10	44%	1934	10	-5%	1935	13	41%	1936	17	28%
1929	21	-12%	1930	15	-28%	1931	8	-47%	1932	7	-15%
									1928	24	38%

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tác động của kỳ bầu cử năm 2024 vào TTCK Mỹ nửa cuối năm sẽ phụ

Diễn biến tích cực của TTCK Mỹ từ đầu năm đến nay đã 1 lần nữa ủng hộ kịch bản tăng điểm của chỉ số S&P500 cho năm bầu cử 2024. Dù vậy, sau nhịp tăng

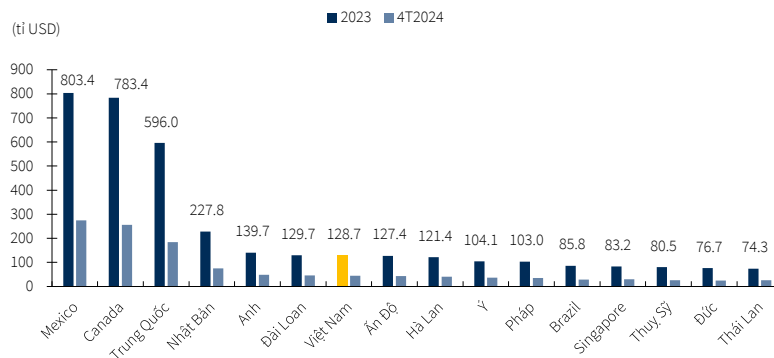
thuộc vào việc ứng viên nào đắc cử Tổng thống Mỹ

điểm mạnh trong nửa đầu năm, chúng tôi cho rằng TTCK Mỹ hoàn toàn có thể điều chỉnh trong các tháng cuối năm do chịu ảnh hưởng bởi kỳ bầu cử, và điều này phụ thuộc vào việc ai sẽ là ứng viên trúng cử Tổng thống tiếp theo:

- Kịch bản ông Joe Biden tái đắc cử Tổng thống 2 nhiệm kỳ liên tiếp được đánh giá là kịch bản tích cực đối với TTCK, khi các lập trường chính sách sẽ không có nhiều sự thay đổi, đi kèm với đó là sự ổn định về mặt chính trị và tranh chấp thương mại giữa các quốc gia sẽ ít có khả năng bùng phát, dù chính quyền ông Biden vẫn đang thực thi các sắc thuế nhập khẩu từ thời ông Trump và gần đây bổ sung thuế với các mặt hàng giá trị gia tăng cao, đặc biệt được nhập khẩu từ Trung Quốc như chip máy tính, y tế (chịu thuế 25-50%). Giữa tháng 5 vừa qua, Mỹ nâng gấp 4 lần thuế với xe điện Trung Quốc, lên hơn 100%. Giới chức Mỹ giải thích việc này nhằm bù đắp "các hoạt động và trợ cấp không công bằng của Trung Quốc" và tạo sân chơi bình đẳng cho các nhà sản xuất ô tô và công nhân Mỹ.
- Ngược lại, kịch bản ông Trump quay trở lại làm Tổng thống là kịch bản có thể khiến TTCK Mỹ lao dốc do: i) ông Trump đã tuyên bố sẽ gia tăng thuế quan với mức thuế 10% với tất cả hàng nhập khẩu và mức thuế 60% với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc nếu ông thắng cử nhiệm kỳ hai. Chiến tranh thương mại vốn làm TTCK toàn cầu lao đao giai đoạn 2018-2019 hoàn toàn có thể quay trở lại; ii) nhiều khả năng thâm hụt ngân sách của Mỹ sẽ càng thêm trầm trọng nếu ông Trump trúng cử, chi tiêu công được đẩy mạnh, việc kiểm soát lạm phát sẽ thêm phần khó khăn và FED sẽ khó có thể hạ lãi suất với lộ trình như thị trường kỳ vọng; iii) Chính trị Mỹ sẽ có nhiều biến động, các chính sách mới khó dự đoán hơn và điều này sẽ làm tăng thêm yếu tố rủi ro cho thị trường.

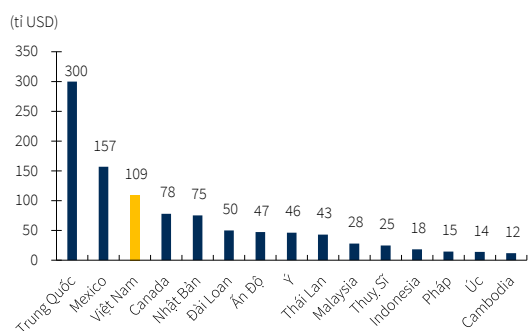
Đối với TTCK Việt nam, bên cạnh mối tương quan cao với TTCK Mỹ và thường có xu hướng điều chỉnh khi S&P500 giảm, việc ông Trump trúng cử có thể gây ra rủi ro tăng trưởng kinh tế khi hoạt động thương mại giữa 2 nước rơi vào tầm ngấm do Việt Nam đã gia tăng thuế dư thương mại tương đối đáng kể với Mỹ kể từ năm 2020-2021 (Mỹ thường xuyên thâm hụt thương mại với Việt Nam ở mức kỷ lục xếp thứ 3 – chart 41). Rủi ro bị đánh giá là quốc gia thao túng tiền tệ, cùng những hàng rào thuế quan có thể bị dựng lên sẽ khiến hàng hoá Việt Nam khó khăn hơn để vào Mỹ.

Biểu đồ 40. Xếp hạng 15 nước có kim ngạch xuất nhập khẩu lớn nhất với Mỹ giai đoạn 2023-2024



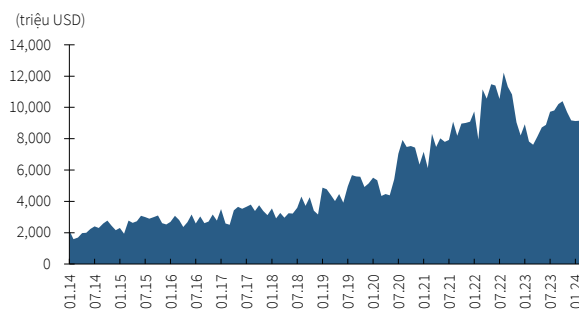
Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 41. 15 quốc gia có thặng dư thương mại lớn nhất đối với Mỹ năm 2023



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 42. Diễn biến thặng dư thương mại của Việt Nam với Mỹ giai đoạn 2014-2024



Nguồn: SBV, KBSV

IV. Chủ đề đầu tư

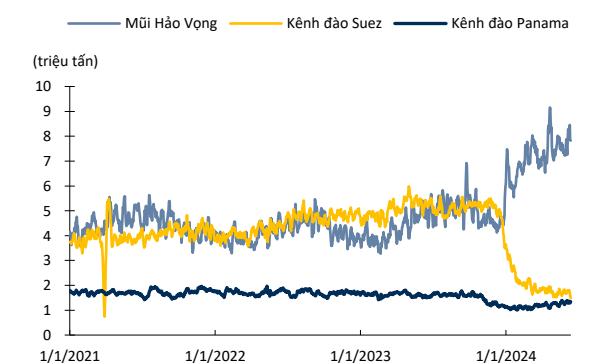
1. Giá cước vận tải tăng

Tình trạng bất ổn tại các nút giao thương trọng yếu

Ước tính lưu lượng hàng hóa vận chuyển qua 2 kênh đào Suez và Panama chiếm khoảng 13 – 18% tổng hàng hóa giao dịch thương mại trên toàn thế giới và lên đến 35% tổng lưu lượng trên tuyến đường biển. Do đó, cuộc khủng hoảng kép liên quan tới kênh 2 kênh đào trên đã xáo trộn nghiêm trọng tới quá trình giao thương liên lục địa.

- Nhằm thể hiện tình đoàn kết với người Palestine và những sự việc tại dải Gaza, tháng 11/2023 lực lượng Houthi đã thực hiện những cuộc tấn công đầu tiên và nhằm mục tiêu vào những tàu chở hàng mà họ cho rằng có sự liên quan đến Israel ở Biển Đỏ và vịnh Aden. Điều này đã làm gián đoạn nghiêm trọng hoạt động vận chuyển qua eo biển, buộc một số hãng vận tải biển lớn nhất trên thế giới ngừng hoạt động qua Biển Đỏ và chuyển hướng tàu sang tuyến đường xa hơn như đi qua Mũi Hảo Vọng.
- Hiện tượng El Niño gây ra tình trạng nóng và khô hạn nhất thế kỷ ở Panama, khiến cho mực nước tại hồ Gatun – phần quan trọng của kênh đào Panama xuống mức gần như thấp nhất trong 20 năm trở lại đây. Mực nước thấp đã buộc nhà quản lý cắt giảm số lượng tàu được phép đi qua kênh đào, từ mức bình thường 36-38 tàu xuống còn 22 vào đầu năm 2024.

Biểu đồ 43. Lưu lượng vận chuyển qua nút giao trọng yếu

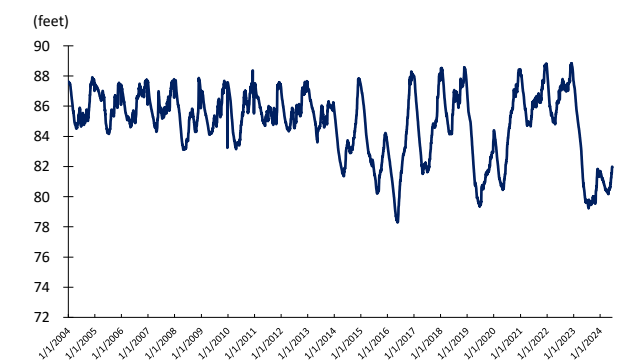


Nguồn: IMF Portwatch

Khủng hoảng kép tại kênh đào Suez và Panama gây áp lực lên tuyến vận tải biển quốc tế

Tác động từ các điểm nghẽn như tại kênh đào Panama và Suez đã khiến cho các doanh nghiệp vận tải chuyển hướng tuyến đường vận chuyển sang các lộ trình xa hơn như đi qua Mũi Hảo Vọng. Theo đó, độ tin cậy lịch trình (biểu đồ 45) bắt đầu sụt giảm từ mức 64.3% (tháng 10/2023) xuống còn 52.1% (tháng 45)

Biểu đồ 44. Mực nước tại hồ Gatun (kênh đào Panama)

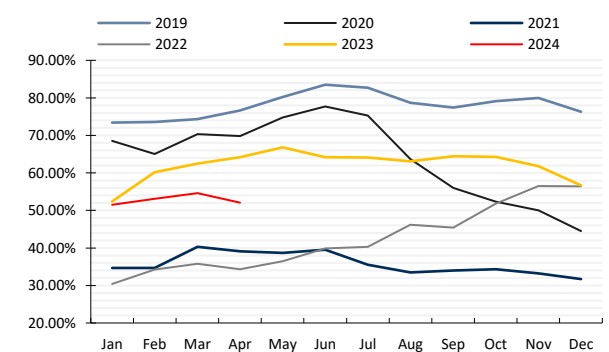


Nguồn: KBSV Tổng hợp

4/2024) do tàu mất nhiều thời gian hơn để di chuyển (biểu đồ 46) và số lượt tàu được thông quan giảm sút tại các kênh đào như Panama.

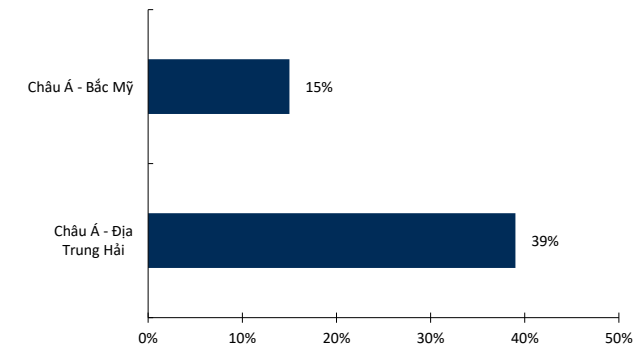
Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) nhận định, thời gian vận chuyển giờ đây đã tăng khoảng 10 ngày so với mức trung bình trong giai đoạn ổn định, ảnh hưởng tiêu cực đến việc quản lý hàng tồn kho của các doanh nghiệp sản xuất. Đồng thời, việc chuyển hướng di chuyển qua tuyến đường xa hơn đã buộc các tàu phải cập cảng một cách thường xuyên và bất thường hơn tại các cảng khu vực Châu Á để tiếp nhiên liệu và bốc dỡ hàng, tạo ra tình trạng tắc nghẽn liên tục tại khu vực này, điển hình là cảng Tanjung Pelepas (Malaysia) và cảng Singapore. Các yếu tố kém khả quan cộng hưởng đã khiến cho giá cước vận tải tăng mạnh ở hầu hết các tuyến vận chuyển (biểu đồ 47).

Biểu đồ 45. Mức độ đáng tin cậy của lịch trình



Nguồn: Sea Intelligence

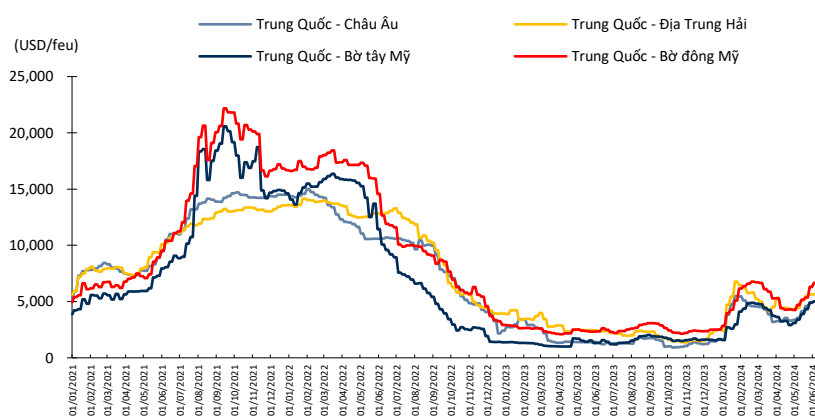
Biểu đồ 46. Thay đổi thời gian di chuyển trung bình giữa các lục địa (Q1/2024 so với 2H2023)



Nguồn: Sea Intelligence

Giá cước container tăng ở mọi tuyến Châu Á tới các khu vực còn lại như là hệ quả của tình trạng gián đoạn chuỗi vận tải biển. Lộ trình đi từ Trung Quốc đến khu vực Châu Âu và Địa Trung Hải hầu hết đều tăng hơn 300%, dao động từ 5,000 – 5,600 USD/feu so với thời điểm tháng 11/2023 – thời điểm khủng hoảng Biển Đỏ bắt đầu nổ ra. Còn lại các tuyến đi từ Trung Quốc đến Bắc Mỹ đều có mức tăng gấp đôi so với cuối năm 2023, dao động từ 5,000 – 6,000 USD/feu

Biểu đồ 47. Giá cước container một số tuyến liên lục địa



Nguồn: Freightos, Bloomberg

Những vấn đề xoay quanh khủng hoảng Biển Đỏ chưa sớm kết thúc và giá cước vẫn sẽ còn neo cao

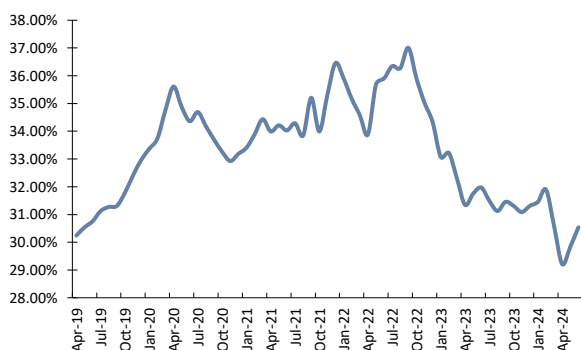
Các vấn đề ở kênh đào Panama chủ yếu là do khí hậu, tuy nhiên những vấn đề ở biển Đỏ lại liên quan tới địa – chính trị. Do đó, diễn biến sẽ khó đoán định hơn trong tương lai. Các lý do mà KBSV cho rằng giá cước vẫn sẽ duy trì đà tăng trong nửa cuối năm 2024, trước khi có phần hạ nhiệt lại trong 2025 bao gồm:

- **Xung đột chưa có dấu hiệu hạ nhiệt**, lực lượng Houthi đã tuyên bố

mở rộng phạm vi tấn công ra khu vực Ấn Độ Dương và Địa Trung Hải. Ngoài ra, xung đột còn có dấu hiệu leo thang đến chiến tranh giữa phong trào Hezbollah (Lebanon) và Israel.

- **Nhu cầu thuê tàu vẫn đang ở mức cao.** Khi quãng đường vận chuyển xa hơn giữa các tuyến, hoạt động xếp dỡ bị quá tải và tình trạng tắc nghẽn dồn ứ ở các cảng (biểu đồ 48), thời gian tàu ở trên biển với đầy hàng sẽ lâu hơn và số lượng tàu “còn trống” sẽ ngày càng giảm sút. Từ đó khiến cho giá cước tiếp tục chịu áp lực. Theo Clarksons Research, tình trạng trên chỉ có thể bắt đầu hạ nhiệt khi sang 2025, thời điểm gián đoạn bắt đầu bớt nóng và nguồn cung tàu đóng mới (biểu đồ 49) khi đó có thể vượt qua nhu cầu vận chuyển thực.
- **Mùa cao điểm thương mại, xuất nhập khẩu đang đến gần.** Theo dự báo của Clarksons Research, lưu lượng giao thương qua container sẽ tăng khoảng 4.7% YoY trong 2024 và 2.9% YoY trong 2025 (biểu đồ 50). Đây là mức tăng tốt nhất (nếu không tính năm Covid-19) kể từ kỳ vọng hoạt động giao thương, tiêu dùng, mua sắm sôi động trở lại ở các nền kinh tế lớn, bên cạnh áp lực lạm phát có phần suy giảm. Ngoài ra, mùa cao điểm xuất nhập khẩu thường rơi vào 2 quý cuối năm (biểu đồ 51), do đó nhiều khả năng hoạt động vận tải biển vẫn sẽ chịu sức ép trong thời gian tới.

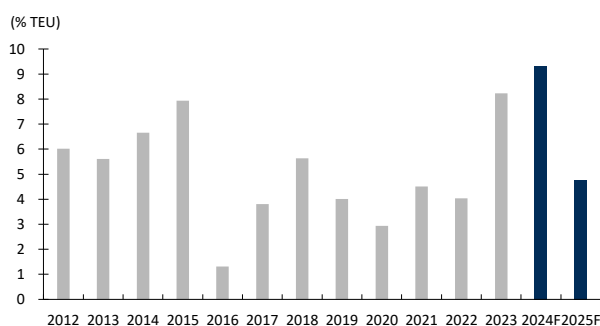
Biểu đồ 48. Chỉ số tắc nghẽn cảng



Nguồn: Clarksons Research

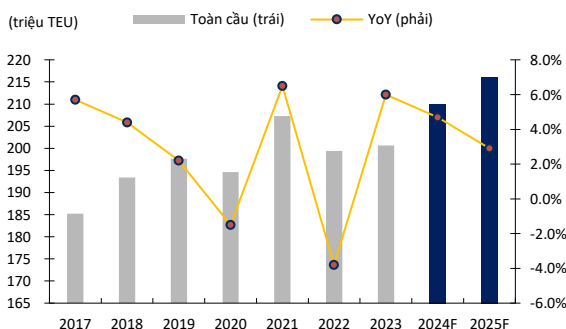
Chú thích: Chỉ số được tính toán từ tỷ lệ tổng TEU ở cảng/Tổng TEU toàn cầu

Biểu đồ 49. Dự báo tăng trưởng cung tàu

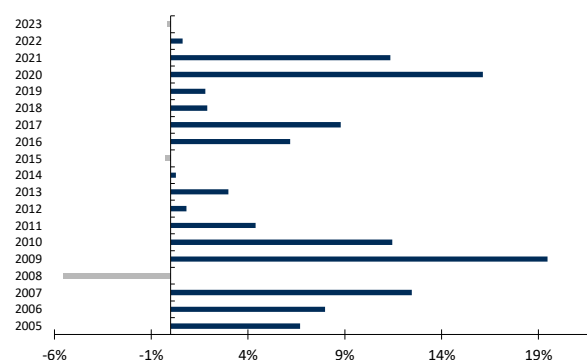


Nguồn: Clarksons Research

Biểu đồ 50. Giao thương toàn cầu bằng Container hàng năm



Biểu đồ 51. Thay đổi giá trị xuất nhập khẩu toàn cầu 2 quý cuối năm so với 2 quý đầu năm.



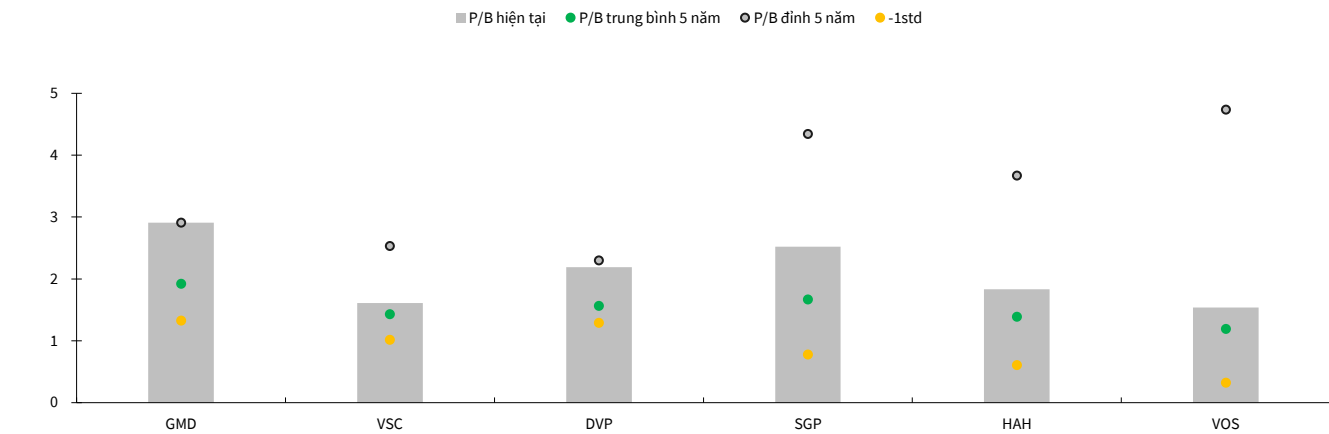
Nguồn: Clarksons Research

Nguồn: WTO, KBSV Tổng hợp

Nhóm ngành vận tải biển kỳ vọng phục hồi trong 2H2024

Việc khủng hoảng biển Đỏ kéo dài hơn dự kiến, cũng như tình trạng ùn tắc tại các cảng lớn không được giải quyết sớm sẽ là các yếu tố tích cực tác động đến giá cổ phiếu trong thời gian tới. Nhà đầu tư nên theo dõi biến động thị trường vận tải trong thời gian này và cân nhắc đầu tư vào các cổ phiếu vận tải có cơ bản tốt, đội tàu lớn như **HAH và VOS** khi cổ phiếu về mức định giá hấp dẫn.

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



Nguồn: Bloomberg, KBSV

2. Đầu tư công

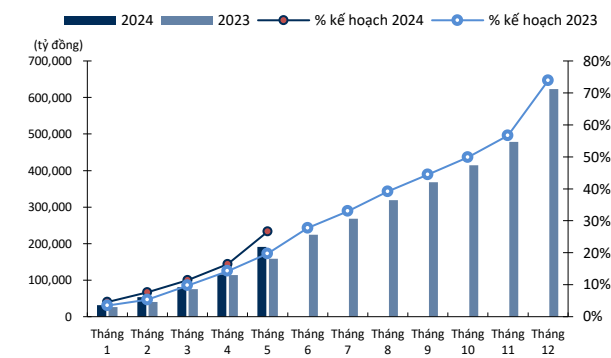
Vốn đầu tư công đang duy trì tốc độ giải ngân tốt so với 2023

Theo Tổng cục Thống kê, 5 tháng đầu năm 2024, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước ước đạt 190,600 tỷ đồng, bằng 26.6% kế hoạch năm 2024 và 28.7% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Đây là mức giải ngân tích cực trong khi cùng kỳ 2023 tỷ lệ chỉ hoàn thành theo kế hoạch năm chỉ đạt 19.7%. Chỉ riêng tháng 5/2024 ước đạt 48,200 tỷ đồng, tăng 3.1% so với cùng kỳ. Tốc độ giải ngân ở các địa phương cũng cho thấy tín hiệu tích cực khi vốn đầu tư thực hiện do địa phương quản lý ước đạt 158,100 tỷ đồng, bằng 26.1% kế hoạch năm (so với mức 19.4% của năm 2023).

Kế hoạch vốn đầu tư tập trung phân bổ chủ yếu cho Bộ Giao thông vận tải

Trong kế hoạch vốn đầu tư công trung hạn 2021 – 2025, Bộ Giao thông vận tải được tập trung phân bổ vốn nhiều nhất so với các Bộ ban ngành còn lại với hơn 300,000 tỷ đồng trong tổng số 2,323,014 tỷ đồng. Điều này cho thấy tầm quan trọng trong việc định hướng đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Trong năm 2024, kế hoạch vốn của Bộ Giao thông vận tải được giao là khoảng 60,000 tỷ đồng, cộng thêm số vốn kéo dài từ 2023 và bổ sung thêm từ nguồn tăng ngân sách trung ương, như vậy tổng kế hoạch của cả năm 2024 có thể được giao lên tới 73,000 tỷ đồng. Tuy vậy, theo kế hoạch vốn trung hạn 2021 – 2025, Bộ GTVT cần phải giải ngân tổng cộng 150,000 tỷ đồng nữa. Nếu năm nay không đạt được chỉ tiêu thì áp lực giải ngân trong năm sau sẽ rất lớn.

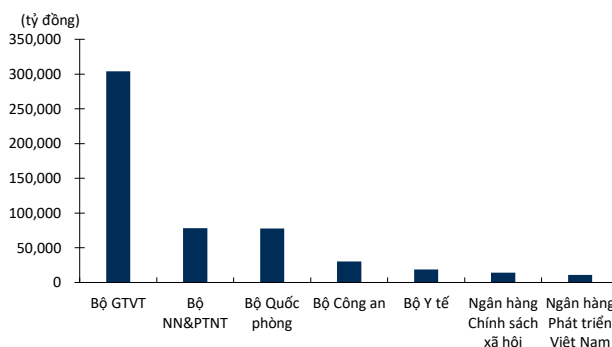
Biểu đồ 52. Giải ngân vốn đầu tư công hàng tháng



Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV Tổng hợp

Chú thích: Thời hạn chốt số giải ngân tính đến hết tháng 1 năm sau.

Biểu đồ 53. Tỷ lệ phân bổ vốn đầu tư công trung hạn 2021-2025 cho các Bộ, Ngành



Nguồn: Nghị quyết 29/2021/QH15, KBSV Tổng hợp

Các dự án trọng điểm đang duy trì tiến độ tích cực

Các dự án đầu tư công trọng điểm đã đạt được những tiến độ tương đối tích cực tính đến nửa đầu năm 2024.

- Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 1 (khởi công 2017-2020) đã chính thức thông xe toàn tuyến trong tháng 5 sau khi 2 dự án cuối cùng là Diễn Châu – Bãi Vọt và Cam Lâm – Vĩnh Hào đưa vào vận hành trước 30/4/2024.
- Dự án Sân bay Long Thành sau 9 tháng kể từ ngày khởi công, có 2 hạng mục đang vượt tiến độ là gói thầu nhà ga hành khách – 5.10 (vượt tiến độ 10 ngày) và đường băng, đường lăn sân đỗ – gói thầu 4.6 (vượt tiến độ 2 tháng). Dự kiến hạng mục đường băng sẽ được đưa vào khai thác kỹ thuật vào cuối tháng 4/2025.

Bảng 3. Cập nhật tiến độ một số dự án trọng điểm

Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Gói thầu thành phần	Khởi công	Hoàn thành (dự kiến)	Tiến độ
Cao tốc Bắc Nam - GĐ 1	103,000	11 dự án	2019	2024	Đã hoàn thành
Cao tốc Bắc Nam - GĐ 2	147,000	12 dự án	2022	2026	Diện tích mặt bằng bàn giao cho dự án đạt 98%. Hầu hết đang tập trung xử lý nền đường
Sân bay Long Thành	336,630	5.1	08/2023	11/2026	Về tổng thể, tiến độ đang vượt 10 ngày so với hợp đồng
		4.6	08/2023	06/2025	Vượt tiến độ tổng thể 2 tháng. Hoàn thành cơ bản nền móng và kết cấu lòng đường cất cánh, hạ cánh
		6.12	06/2023	12/2025	Đã nhận bàn giao mặt bằng khoảng 98% diện tích
Đường Vành đai 3 TP.HCM	75,378	8 dự án	09/2022	2026	Đoạn Bình Dương: trên 20% khối lượng Đoạn Long An: trên 22% khối lượng Đoạn TP.HCM: khoảng 12.5% khối lượng Đoạn Đồng Nai: hơn 2% khối lượng
Đường Vành đai 4 Hà Nội	88,694	7 dự án	06/2023	2026	Tiến độ thi công xây lắp đạt khoảng 8.9% tính đến hết tháng 4/2024

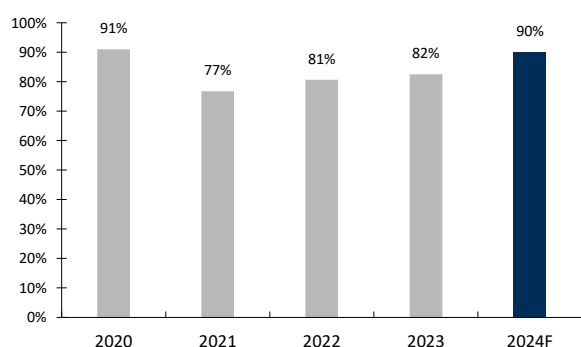
Nguồn: KBSV Tổng hợp

Đầu tư công được kỳ vọng thúc đẩy mạnh mẽ vào nửa cuối năm 2024

Chúng tôi kỳ vọng thực hiện giải ngân vốn đầu tư công có thể đạt tỷ lệ 90% kế hoạch năm (tương đương 635 nghìn tỷ đồng), cao hơn so với tỷ lệ trong 3 năm gần nhất. Cơ sở cho kỳ vọng trên bao gồm:

- (i) Đầu tư công vẫn được định hướng là động lực quan trọng thúc đẩy nền kinh tế, hỗ trợ tăng trưởng trong bối cảnh các yếu tố vĩ mô đang ở giai đoạn đầu của quá trình hồi phục.
- (ii) Năm thứ 4 của kế hoạch đầu tư công trung hạn (2021-2025). Thông thường các năm từ năm thứ 3 trở đi sẽ được thúc đẩy mạnh mẽ hơn để kịp đạt chỉ tiêu chính phủ giao.
- (iii) Chu kỳ giải ngân vốn đầu tư ngân sách nhà nước sẽ chậm ở đầu năm và tăng tốc về cuối năm.
- (iv) Giá nguyên vật liệu duy trì ở mặt bằng thấp sẽ là điều kiện hỗ trợ tiến độ xây dựng nhanh chóng và cải thiện biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp xây dựng

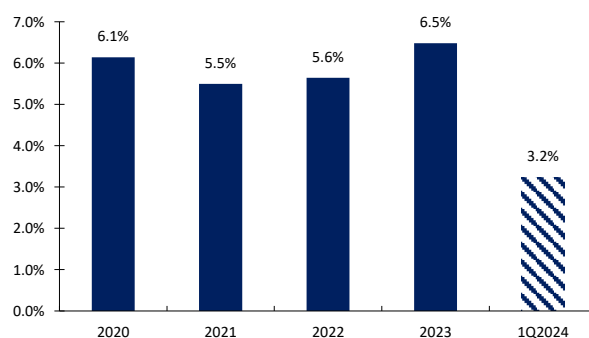
Biểu đồ 54. Tỷ lệ giải ngân theo kế hoạch năm



Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV Tổng hợp

Chú thích: Thời hạn chốt số giải ngân tính đến hết tháng 1 năm sau.

Biểu đồ 55. Tỷ lệ vốn đầu tư công giải ngân trên GDP danh nghĩa



Nguồn: KBSV Tổng hợp

Chúng tôi cho rằng điểm rơi lợi nhuận trong lĩnh vực Đầu tư công sẽ đến từ các doanh nghiệp nhà thầu thi công, xây lắp hạ tầng

Trong năm 2024 và 2025, bộ phận phân tích của KBSV cho rằng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết thuộc lĩnh vực Đầu tư công, đặc biệt là nhóm các doanh nghiệp nhà thầu thi công, xây lắp hạ tầng như **VCG, LCG, C4G, HHV, FCN** sẽ đạt kết quả tích cực. Nếu tiếp tục duy trì theo tiến độ thi công khả quan như hiện nay, dự kiến điểm rơi doanh thu sẽ vào giai đoạn cuối năm 2024 và 2025 – thời điểm chạy nước rút của tiến trình giải ngân vốn đầu tư công trong khi các dự án trọng điểm đều đã khởi công từ 2022-2023. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng rằng biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sẽ có sự cải thiện nhờ mặt bằng giá nguyên vật liệu xây dựng ổn định và đơn giá hợp đồng tốt hơn.

Bảng 4. Danh sách nhà thầu Cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2

Dự án	Chiều dài (km)	Tên gói thầu	TMĐT (tỷ đồng)	Danh sách nhà thầu
Bãi Vọt – Hàm Nghi	35.3	XL01	6,045	Vinaconex (VCG) - TCT 319 Bộ Quốc phòng
Hàm Nghi – Vũng Áng	54.2	11XL	4,456	CTCP Xây dựng Xuân Trường - CTCP 471 - CT TNHH Xây dựng Tự Lập
		12XL	3,034	CTCP Xây dựng Xuân Trường – CTCP 368
Vũng Áng –	56.1	XL01	5,300	Sơn Hải – Vinaconex (VCG) - CTCP 368-484-479

Bùng		XL02	5,400	CTP ĐT XDGT Phương Thành – CTCP Lizen (LCG)
Bùng – Vạn Ninh	50	XL01	3,939	CTCP Tập đoàn Cienco4 (C4G) - Tổng Công ty 36 - CTCP ĐTXD Trường Sơn - CTCP 471
		XL02	3,501	TCT XD Trường Sơn-CT TNHH TMXD Trung Chính - CTCP ĐT XD Trường Sơn
Vạn Ninh – Cam Lộ	65	XL01	3,361	CTCP Tập đoàn Trường Thịnh - CTCT Xây dựng Trường Sơn - CTCP Xây lắp 368
		XL02	3,480	CTCP Tập đoàn Trường Thịnh - CTCP GTXD 1 - CTCP TCT đường sắt
Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	88	XL01	3,800	TĐ Đèo Cả - CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) - CT TNHH Đầu tư xây dựng Dacinco
		XL02	4,500	TĐ Đèo Cả - CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV)
		XL03	6,400	TĐ Đèo Cả - CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) - CTCP Xây dựng Đèo Cả
Hoài Nhơn – Quy Nhơn	70.1	11XL	3,027	TCT XD Trường Sơn
		12XL	6,140	Sơn Hải - Phúc Lộc - Cienco 8 - Trường Thành - CTCP 471
Quy Nhơn – Chí Thạnh	61.7	11XL	3,690	Tổng Công ty Xây dựng Số 1 - CTCP (CC1) - TCT Công trình Đường sắt - SDT - Tân Hoàng Long - Thuận An
		12XL	3,055	Vinaconex (VCG) - Trung Nam 18 E&C - Thuận An - CTCP 68 - CTCP Hải Đăng
		13XL	6,241	Tổng Công ty Thăng Long - Trung Nam 18 E&C - CTCP ĐTXD & XNK 168 Việt Nam - Cường Thịnh Thi - Khang Nguyên
Chí Thạnh – Vân Phong	48	XL01	4,393	Tập đoàn Đèo Cả - Phúc Lộc - Lũng Lô - CTCP XDTM 68
		XL02	4,440	Trung Nam 18 E&C - Tổng Công ty Xây dựng Số 1 - CTCP (CC1) - CT THNN XD Tự Lập - CTCP Hải Đăng
Vân Phong – Nha Trang	83.4	XL01	5,365	Lizen (LCG) - Phương Thành - VNCN E&C - CTCP Hải Đăng
		XL02	3,549	TĐ Sơn Hải - Vinaconex (VCG)
Cần Thơ – Hậu Giang	37.7	XL01	7,966	Trường Sơn - Tổng Công ty 36 - Tổng Công ty Xây dựng Số 1 - CTCP (CC1) - VNCN E&C - Tân Nam
Hậu Giang – Cà Mau	73	XL01	7,256	VNCN E&C - CTCP ĐT & PHTT 620 - CTCP Hải Đăng - CT TNHH Thi Sơn
		XL02	3,835	Trung Nam E&C - Trung Nam 18 E&C - CTCP Tập đoàn Cienco4 (C4G) - Hải Đăng - Thi Sơn
		XL03	3,334	Tổng Công ty Xây dựng Số 1 - CTCP (CC1) - Hải Đăng - Vạn Cường - XD&DT 492 – Trung Nam 18 E&C

V. Danh mục đầu tư mẫu

Bảng 5. Danh mục đầu tư mẫu

Mã	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa 28.6	Lợi nhuận kì vọng	PE 2024 Fw	Tăng trưởng LNST 2024 Est	Luận điểm đầu tư	Link báo cáo
REE	79,100	62,600	26%	12.80	16%	- Mảng điện: Nhiệt điện và năng lượng tái tạo bù đắp sụt giảm doanh thu từ thủy điện - Mảng Bất động sản và cho thuê văn phòng: Kỳ vọng hạch toán doanh thu GĐ1 dự án Light Square trong 2024	REE
GMD	100,600	83,000	21%	17.00	-32%	- Dự kiến tổng sản lượng 2024 ở mức 3.3 – 3.5 triệu Teu (tăng 10 – 12% so với 2023) - Giá cước dịch vụ tại khu vực phía Bắc và phía Nam của GMD dự kiến tăng trưởng lần lượt ở mức 5% và 7-10% trong năm 2024 - Triển vọng dài hạn được đảm bảo nhờ tăng trưởng hoạt động thương mại của Việt Nam	GMD
VCB	105,200	85,200	23%	13.40	12%	- Tín dụng kỳ vọng hồi phục trong nửa sau 2024 - NIM kỳ vọng được duy trì ổn định nhờ chi phí vốn cải thiện, áp lực tăng lãi suất huy động thấp nhất hệ thống - Bộ đệm dự phòng vững chắc, tỷ lệ nợ xấu thấp	VCB
PNJ	109,500	95,500	15%	15.03	16%	- Thị phần mảng bán lẻ duy trì tăng trưởng nhờ xu hướng hợp nhất ngành - Nhu cầu kỳ vọng cải thiện khi kinh tế phục hồi, thị trường vàng sôi động - Mảng vàng miếng tăng trưởng tốt nhờ giá vàng tăng	PNJ
LHG	42,100	37,400	13%	14.86	50%	- Nguồn cung khan hiếm tại các thị trường trọng điểm miền Nam - Khu công nghiệp Long Hậu 3 và An Định sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn cho LHG - Nhu cầu ổn định từ mảng cho thuê nhà xưởng xây sẵn sẽ mang lại dòng tiền đều đặn cho LHG	LHG
ACB	30,200	23,800	27%	9.60	11%	- Cho vay doanh nghiệp dẫn dắt tăng trưởng tín dụng, phân khúc chính KHCN kỳ vọng cải thiện tốt hơn trong 2H2024 - Chất lượng tài sản tương đối tốt trong ngành - Định giá hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng	ACB
GVR	38,800	34,200	13%	45.60	113%	- Kỳ vọng giá cao su tiếp tục duy trì ở mức cao đến cuối năm - Tiềm năng chuyển đổi đất cao su nhờ quy hoạch ở các tỉnh phía Nam được thông qua và quyết định 227 về chỉ tiêu sử dụng đất	GVR
HSG	27,400	23,900	15%	17.50	3099%	- Gia tăng hàng tồn kho ở vùng giá thấp giúp hỗ trợ biên lãi gộp trong các quý tiếp theo - Tiêu thụ nội địa hồi phục - HSG hưởng lợi trong trường hợp AD02 được áp dụng	HSG
PVD	38,100	28,000	36%	19.49	103%	- Hiệu suất hoạt động của giàn tự nâng toàn cầu vẫn đang có xu hướng tăng mạnh - Điều chỉnh kế hoạch mua giàn khoan mới nhưng kỳ vọng vẫn có thể đi vào vận hành từ 1Q2025	PVD
MWG	69,000	62,400	11%	19.30	2092%	- Chuỗi TGDD và ĐMX tăng tốc sau cuộc chiến giá - BHX tiếp tục duy trì tăng trưởng, là động lực tăng trưởng trong tương lai của MWG	MWG



VI. Triển vọng ngành

Ngành Dầu khí

Năm bản lề cho thị trường dầu khí nội địa

Chuyên viên phân tích ngành Phạm Minh Hiếu
hieupm@kbsec.com.vn

28/06/2024

Nguồn cung thâm hụt vẫn sẽ hỗ trợ giá dầu thô tới hết năm 2024

Chúng tôi duy trì giả định giá dầu Brent bình quân cho năm 2024 đạt 83 USD/thùng với kỳ vọng cán cân cung cầu vẫn diễn biến thuận lợi. OPEC, EIA và IEA dự báo mức thâm hụt nguồn cung dầu thô đạt trung bình 0.5 triệu thùng/ngày trong năm 2024. Cho cả năm 2024, chúng tôi cho rằng cán cân cung cầu dầu thô vẫn sẽ diễn biến theo hướng thuận lợi nhờ (1) khu vực sản xuất của Trung Quốc có tiềm năng hồi phục, (2) nhu cầu đầu tư mở rộng sản lượng tại Mỹ là thấp do chi phí vốn cao, (3) OPEC+ duy trì cắt giảm sản lượng và (4) gián đoạn chuỗi cung ứng do chiến sự tại khu vực Biển Đỏ và Biển Đen.

Chuỗi cung ứng xăng dầu toàn cầu bị tác động mạnh bởi điểm nghẽn tại Biển Đỏ

Tổ chức Houthi vẫn tiếp tục tấn công vào các tàu chở xăng dầu tại khu vực Biển Đỏ và vịnh Aden, khiến các hãng tàu phải chuyển lộ trình sang mũi Hảo Vọng. Theo đó, BIMCO dự báo nhu cầu cho mảng tàu dầu thô và xăng dầu thành phẩm có thể đạt lần lượt 8% và 5% yoy. Chúng tôi cho rằng triển vọng nhu cầu vận tải xăng dầu vẫn sẽ duy trì tích cực nếu như các cuộc tranh chấp tại Biển Đỏ không sớm hạ nhiệt.

Điểm nhấn cho ngành Dầu khí nội địa vẫn sẽ là dự án Lô B Ô Môn

Trong 1Q2024, dự án Lô B Ô Môn đã đạt được một số bước tiến khi nhà đầu tư MOECO đã đưa ra FID và PVN cũng đã ký kết được các thỏa thuận nền tảng cho việc mua bán khí thượng và trung nguồn. Tuy nhiên, hợp đồng mua bán điện PPA vẫn gặp vướng mắc do giá khí mỏ Lô B quá cao, khiến giá điện quy đổi lên tới 2,500-3,000 VND/kWh. Vào tháng 4/2024, Bộ Công Thương đã đưa ra Dự thảo đề xuất cơ chế chuyển ngang giá khí sang giá điện cho các dự án trọng điểm trong đó có Lô B Ô Môn. Chúng tôi cho rằng cơ chế này nếu được thông qua sẽ giải quyết được vướng mắc mấu chốt cho dự án, giúp mở đường cho việc ký kết FID chính thức vào cuối năm 2024.

Quan điểm đầu tư với cổ phiếu ngành dầu khí năm 2024

PVD và PVS vẫn là những sự lựa chọn hàng đầu của chúng tôi do triển vọng tăng trưởng tích cực trong khi rủi ro biến động tương quan với giá dầu tương đối hạn chế. PVT vẫn có khả năng tăng trưởng tốt trong năm 2024, nhưng thị giá đang dần phản ánh triển vọng tích cực của doanh nghiệp. GAS và BSR có triển vọng kém khả quan trong năm 2024, nhưng vẫn sẽ là khoản đầu tư tốt trong dài hạn nếu có mức giá chiết khấu đủ sâu.

Tích cực duy trì

Khuyến nghị	
PVD	MUA
Giá mục tiêu	38,100VND
PVS	MUA
Giá mục tiêu	52,600VND
PVT	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	33,100VND
GAS	MUA
Giá mục tiêu	87,100VND
BSR	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	24,400VND

Diễn biến hoạt động kinh doanh

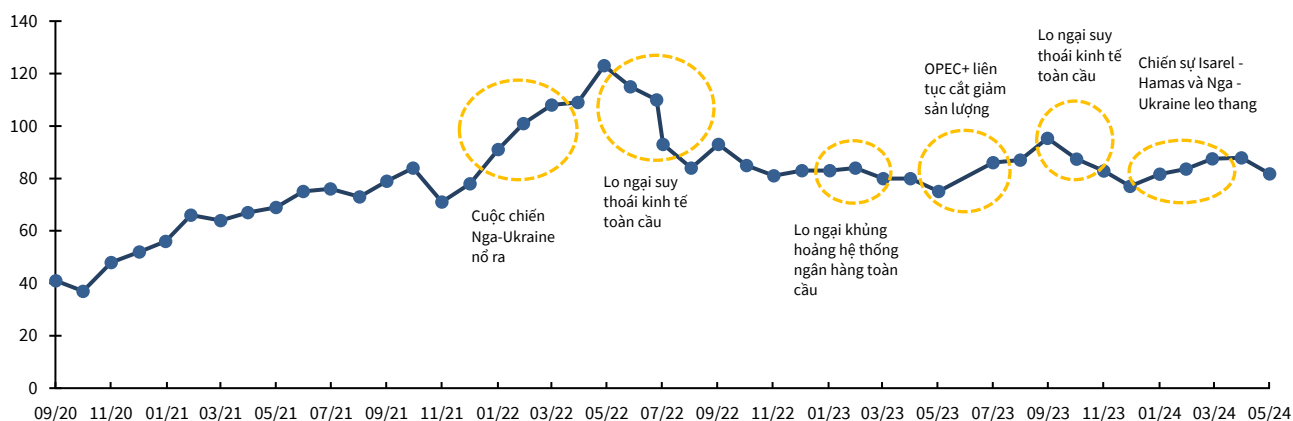
Kết quả kinh doanh vẫn phân hóa giữa các phân khúc trong 1Q2024

Nhóm thượng nguồn (PVD, PVS) tăng trưởng tốt trong 1Q2024. Doanh thu và LNST của PVD tăng mạnh lần lượt 43% và 184% yoy chủ yếu do giá cước cho thuê trung bình và hiệu suất khai thác các giàn khoan tăng mạnh. PVS có doanh thu chỉ tăng 0.2% yoy nhưng LNST tăng mạnh 27% yoy chủ yếu nhờ mảng căn cứ cảng và dịch vụ sửa chữa, bảo dưỡng, vận hành cải thiện BLNG. Nhóm trung nguồn với cổ phiếu tiêu biểu là PVT duy trì mức tăng trưởng tốt, với doanh thu và LNST tăng lần lượt 24% và 27% yoy nhờ giá cước vận tải thuận lợi và ghi nhận KQKD từ các tàu mua từ 2Q2023. KQKD của nhóm hạ nguồn (BSR, GAS) tương đối tiêu cực so với cùng kỳ. BSR ghi nhận doanh thu giảm 10% yoy trong khi LNST giảm tới 30% yoy do ảnh hưởng từ đợt bảo dưỡng lớn 48 ngày và biên lợi nhuận của các sản phẩm chủ lực giảm mạnh. GAS có doanh thu và LNST giảm lần lượt 10% yoy và 25% yoy do suy giảm cả về giá bán và sản lượng tiêu thụ khí khô trong khi chi phí đầu vào tăng mạnh.

Giá dầu duy trì cao trong 1H2024

Giá dầu thô Brent duy trì quanh mốc 84 USD/thùng trong 1Q2024 nhờ diễn biến leo thang tại chiến sự Israel – Hamas và Nga – Ukraine. Sang đến tháng 5/2024, giá Brent giảm xuống mức 81.8 USD/thùng chủ yếu do (1) hoạt động công nghiệp yếu tại châu Âu, (2) tồn kho dầu thô tại Mỹ tăng và (3) tiến độ hạ lãi suất của FED bị chậm trễ do lạm phát dai dẳng. Vào đầu tháng 6/2024, OPEC+ đã nhóm họp và đưa ra quyết định đối với lượng cắt giảm sản lượng tự nguyện 3.86 triệu thùng/ngày hiện tại. Theo đó, phần cắt giảm được chia thành 2 phần: (1) 1.66 triệu thùng/ngày được gia hạn đến cuối năm 2025 và (2) 2.2 triệu thùng/ngày được gia hạn đến hết 3Q2024, sau đó dần được bơm trở lại thị trường trong vòng 12 tháng tiếp theo tùy thuộc vào cán cân cung cầu toàn cầu. Thị trường ban đầu có phản ứng tiêu cực với thông tin này khi đã có lúc giá Brent rơi xuống mức 77 USD/thùng, nhưng sau đó đã nhanh chóng hồi phục trở lại mức 84 USD/thùng trong tháng 6/2024

Biểu đồ 1. Diễn biến giá dầu thô Brent giai đoạn 2020-2024 (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Triển vọng hoạt động 2H2024

Nguồn cung thâm hụt vẫn sẽ hỗ trợ giá dầu thô tới hết năm 2024

Chúng tôi duy trì giả định giá dầu Brent bình quân cho năm 2024 đạt 83 USD/thùng (đi ngang so với cùng kỳ) với kỳ vọng cán cân cung cầu vẫn diễn biến thuận lợi. OPEC, EIA và IEA dự báo mức tăng trưởng thâm hụt nguồn cung dầu thô đạt trung bình 0.5 triệu thùng/ngày trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ dầu thô sẽ tích cực trong 3Q2024 nhờ nhu cầu di chuyển bằng đường bộ và hàng không tăng mạnh trong kỳ nghỉ lễ. Cho cả năm 2024, chúng tôi cho rằng tiêu thụ dầu thô toàn cầu nhìn chung vẫn sẽ tăng trưởng nhờ khu vực sản xuất của Trung Quốc có tiềm năng hồi phục, giúp bù đắp cho tăng trưởng GDP của khối EU dự báo ở mức thấp. Mặt khác, các yếu tố như (1) nhu cầu đầu tư mở rộng sản lượng tại Mỹ là thấp do chi phí vốn cao, (2) OPEC+ duy trì cắt giảm sản lượng và (3) gián đoạn chuỗi cung ứng do chiến sự tại khu vực Biển Đỏ và Biển Đen được kỳ vọng sẽ khiến nguồn cung dầu thô toàn cầu duy trì trạng thái thâm hụt tới hết năm 2024.

Biểu đồ 2. Dự báo tăng trưởng thặng dư/(thâm hụt) nguồn cung dầu thô cho năm 2024 và 2025 (triệu thùng/ngày)

Tổ chức	Dự báo tại tháng 6/2024	
	2024F	2025F
OPEC	(1.1)	(0.8)
EIA	(0.3)	0.7
IEA	(0.3)	0.8
Trung bình	(0.5)	0.3

Tổ chức	Dự báo tại tháng 4/2024	
	2024F	2025F
OPEC	(0.8)	(0.7)
EIA	(0.1)	0.6
IEA	(0.4)	0.5
Trung bình	(0.4)	0.1

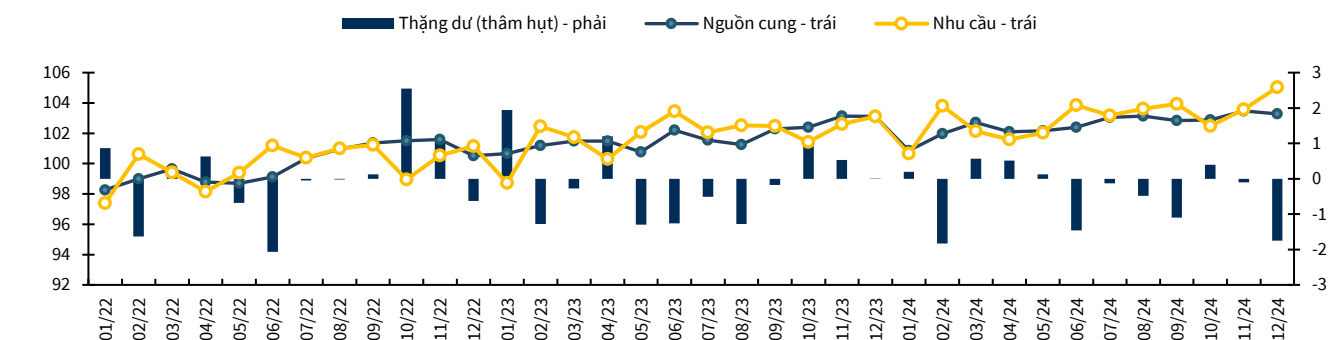
Nguồn: OPEC, EIA, IEA, KBSV

Biểu đồ 3. Dự báo giá dầu thô Brent của các tổ chức cho năm 2024 và 2025 (USD/thùng)

Tổ chức	Ngày dự báo*	2024	2025
HSBC Holdings PLC	18/06/2024	81.7	76.5
Rabobank	18/06/2024	85.3	92.0
BoA Merrill Lynch	14/06/2024	86.0	80.0
Commerzbank AG	07/06/2024	90.0	90.0
Goldman Sachs Group	07/06/2024	85.0	82.0
JPMorgan Chase & Co	06/06/2024	83.0	75.0
Macquarie Group Ltd	06/06/2024	80.3	68.8
EIA	06/06/2024	84.0	85.0
Trung vị		84.5	81.0
Giả định của KBSV		83.0	80.0

Nguồn: EIA, Bloomberg, KBSV *Chỉ tính các dự báo sau cuộc họp OPEC+ gần nhất

Biểu đồ 4. Dự báo thặng dư/(thâm hụt) nguồn cung dầu thô năm 2024 (triệu thùng/ngày)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

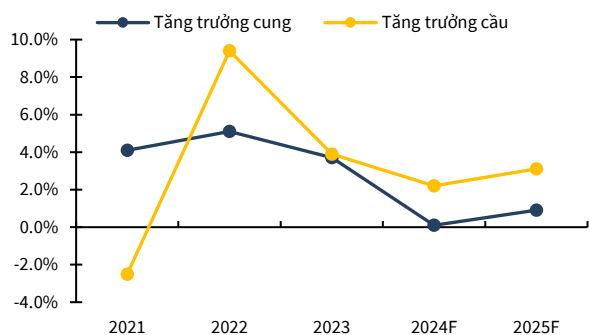
Điểm nghẽn tại Biển Đỏ gia tăng nhu cầu ton-miles đối với vận tải xăng dầu toàn cầu

Tổ chức Houthi vẫn tiếp tục tấn công vào các tàu chở xăng dầu tại khu vực Biển Đỏ và vịnh Aden, khiến các hãng tàu phải chuyển lộ trình sang mũi Hảo Vọng. Theo đó, BIMCO ước tính hải trình bình quân cho các tàu vận tải dầu thô và xăng dầu thành phẩm toàn cầu sẽ tăng lần lượt 7% và 4% yoy trong năm 2024. Về mặt khối lượng vận chuyển, Cơ quan thông tin năng lượng Mỹ (EIA) cho rằng tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu toàn cầu sẽ đạt 1.1 triệu thùng/ngày chủ yếu nhờ kinh tế Trung Quốc và Ấn Độ khởi sắc. BIMCO dự báo tăng trưởng khối lượng vận chuyển dầu thô và xăng dầu thành phẩm sẽ cùng đạt mức 1% yoy trong năm 2024. Theo đó, nhu cầu ton-miles (nhu cầu điều chỉnh theo khối lượng và quãng đường vận chuyển) cho mảng tàu dầu thô và xăng dầu thành phẩm có thể đạt lần lượt 8% và 5% yoy. Như vậy, triển vọng nhu cầu vận tải xăng dầu vẫn sẽ duy trì tích cực nếu như các cuộc tranh chấp tại Biển Đỏ không sớm hạ nhiệt.

Nguồn cung tàu xăng dầu toàn cầu vẫn đang trong trạng thái thắt chặt

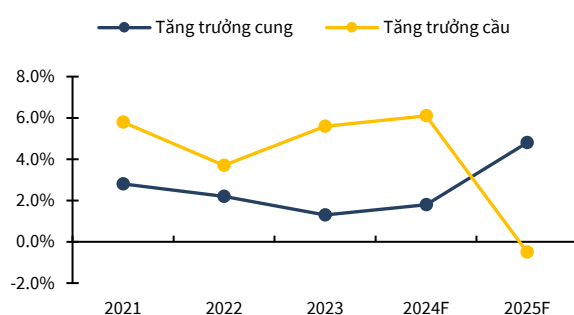
Kể từ năm 2022, tỷ lệ orderbook/fleet (đơn đặt hàng mới/tổng công suất toàn cầu) cho mảng tàu chở dầu thô và xăng dầu thành phẩm luôn duy trì ở mức thấp do không phù hợp với xu hướng “năng lượng xanh” trên thị trường. Clarksons ước tính orderbook/fleet của tàu dầu thô và xăng dầu thành phẩm hiện đang đạt lần lượt 7% và 15%, vẫn ở mức an toàn và chưa gây ra rủi ro thừa cung do phần lớn lượng orderbook này chỉ có thể bắt đầu gia nhập thị trường từ 2H2025. Clarksons dự báo tăng trưởng nguồn cung tàu dầu thô và xăng dầu thành phẩm sẽ đạt lần lượt 0.1% và 1.8% yoy, tức là vẫn thấp hơn nhiều so với dự báo tăng trưởng nhu cầu đối với các loại tàu trên. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng rằng các tiêu chuẩn phát thải được đề ra bởi Tổ chức Hàng hải Quốc tế (IMO) sẽ giới hạn tốc độ di chuyển của đội tàu xăng dầu toàn cầu và đẩy nhanh quá trình đào thải các con tàu cũ (>20 tuổi) ra khỏi thị trường, khiến nguồn cung càng thắt chặt trong giai đoạn 2024-2025.

Biểu đồ 5. Dự báo tăng trưởng cung – cầu tàu chở dầu thô giai đoạn 2024-2025 (%)



Nguồn: Clarksons, KBSV

Biểu đồ 6. Dự báo tăng trưởng cung – cầu tàu chở xăng dầu thành phẩm giai đoạn 2024-2025 (%)



Nguồn: Clarksons, KBSV

Dự án Lô B Ô Môn có một số bước tiến quan trọng giúp thúc đẩy triển vọng của nhóm thượng nguồn ngành dầu khí

Trong 1Q2024, dự án Lô B Ô Môn đã đạt được một số bước tiến khi nhà đầu tư MOECO đã đưa ra FID và PVN cũng đã ký kết được các thỏa thuận nền tảng bao gồm: GSPA (thỏa thuận mua bán khí giữa thượng nguồn và trung nguồn); GTA (thỏa thuận vận chuyển khí); GSA (thỏa thuận bán khí) cho riêng nhà máy Ô Môn 1. Các hợp đồng vẫn còn vướng mắc khiến FID cho dự án đến chậm hơn so với kỳ vọng bao gồm: GSA cho Ô Môn 2,3,4 và PPA (hợp đồng mua bán điện)

cho 4 nhà máy Ô Môn 1,2,3,4. Trong đó, hợp đồng PPA là khó giải quyết nhất do giá khí mỏ Lô B quá cao, khiến giá điện quy đổi lên tới 2,500-3,000 VND/kWh. Vào tháng 4/2024, Bộ Công Thương đã đưa ra Dự thảo đề xuất cơ chế chuyển ngang giá khí sang giá điện cho các dự án trọng điểm gồm LNG Thị Vải, Lô B Ô Môn và Cá Voi Xanh. Chúng tôi cho rằng cơ chế này nếu được thông qua sẽ giải quyết được vướng mắc mấu chốt cho dự án, giúp mở đường cho việc ký kết FID chính thức trong 2H2024. Trong kịch bản tiêu cực nếu FID vẫn bị chậm trễ, PVN sẽ có quyền được đàm phán một thỏa thuận phụ (Side Agreement) trong đó sẽ cho phép PVN được triển khai tiếp dự án và có cơ chế hoàn trả lại PVN phần chi phí đã bỏ ra. Do đó, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm rằng dự án Lô B Ô Môn sẽ có tác động tích cực lên nhóm thượng nguồn dầu khí ngay từ năm 2024.

Dự án tạo ra khối công việc lớn cho phân khúc thượng nguồn và trung nguồn dầu khí Việt Nam

Dự án Lô B Ô Môn có tổng mức đầu tư khoảng 12 tỷ USD, trong đó lượng công việc cho nhóm thượng nguồn chiếm khoảng 7 tỷ USD, trung nguồn chiếm 1.3 tỷ USD và nhóm hạ nguồn (các nhà máy nhiệt điện) chiếm khoảng 3.7 tỷ USD. Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp thượng nguồn gồm PVS, PVD và PVB sẽ có thể ghi nhận khối lượng công việc sớm nhất, ngay từ giai đoạn 2024-2025, với các gói thầu EPCI, dịch vụ giếng khoan và bọc ống.

Biểu đồ 7. Tổng quan các mốc thời gian và các doanh nghiệp dầu khí chính tham gia dự án

Năm	2023	2024	2025	2026	2027	...	2050	DN hưởng lợi
Công việc	EPCI: Giàn trung tâm, giàn đầu giếng, khu vực nhà ở trên giàn							PVS
		Khoan và dịch vụ kỹ thuật giếng						PVD & khác
		EPCI: Đường ống dẫn khí ngoài khơi và đất liền; các trạm tiếp bờ, phân phối khí Kho nổi FSO chứa condensate						PVS
		Dịch vụ bọc ống						PVB, GAS
					Khai thác và mở rộng mỏ			GAS
					EPCI giàn đầu giếng			PVS
					Khoan và dịch vụ kỹ thuật giếng			PVD & khác

Nguồn: PVN, GAS, Mitsui, KBSV

Triển vọng hoạt động 2H2024

Nhóm thượng nguồn có triển vọng KQKD tích cực và vẫn còn dư địa tăng giá cổ phiếu

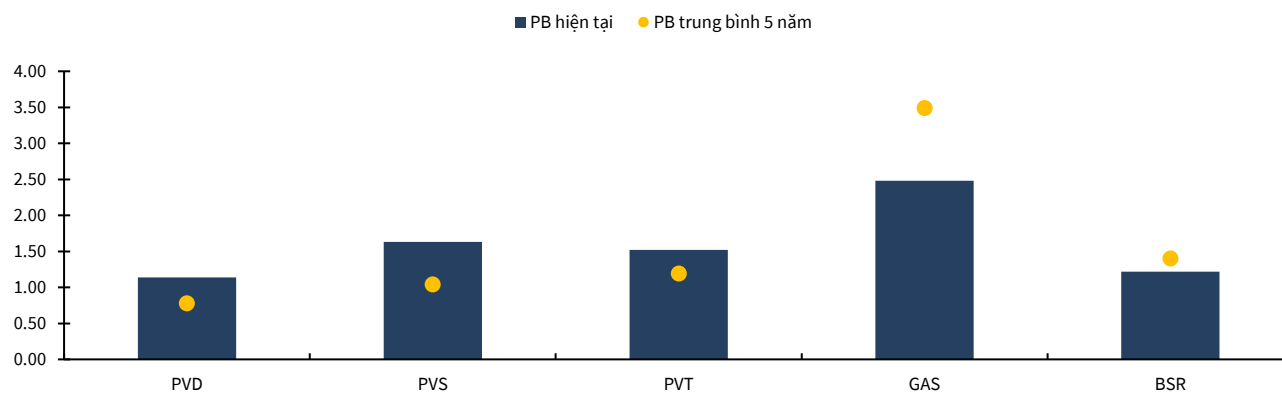
Cổ phiếu PVD có triển vọng tươi sáng nhờ (1) cung cầu giàn khoan toàn cầu thuận lợi giúp hỗ trợ giá cước cho thuê, (2) giàn khoan mới kỳ vọng đi vào hoạt động từ 1Q2025 và (3) thị trường E&P nội địa kỳ vọng sôi động từ 2024 giúp mảng dịch vụ kỹ thuật giếng tăng trưởng mạnh. PVS sẽ là cổ phiếu hưởng lợi từ (1) tăng trưởng mảng M&C nhờ các dự án lớn trong giai đoạn 2024-2028, (2) tiềm năng trúng các gói thầu Fso/FPSO cho các dự án nội địa sắp tới và (3) tiềm năng ghi nhận thêm backlog và cải thiện BLNG cho các dự án điện gió ngoài khơi. PVD và PVS vẫn là những cổ phiếu ưa thích của chúng tôi cho năm 2024 do thị giá hiện tại vẫn chưa phản ánh hết tiềm năng tăng trưởng của các doanh nghiệp. Chúng tôi cũng kỳ vọng các chỉ số định giá của 2 doanh nghiệp sẽ được đánh giá lại do ngành dầu khí thế giới và tại Việt Nam đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mới sau giai đoạn 10 năm trầm lắng.

Nhóm trung nguồn có yếu tố cơ bản thuận lợi, nhưng thị giá đã dần phản ánh triển vọng tăng trưởng

Với nhóm trung nguồn với cổ phiếu tiêu biểu là PVT sẽ có động lực tăng trưởng từ (1) Kế hoạch mở rộng đội tàu tới năm 2025, (2) mảng tàu dầu thô quốc tế có thể bù đắp sự suy giảm sản lượng nội địa do NMLD Dung Quất bảo dưỡng, (3) mảng tàu hóa chất/thành phẩm hưởng lợi từ cảng thẳng tại kênh đào Suez. Chúng tôi vẫn đánh giá cao triển vọng KQKD của PVT cho 2024, tuy nhiên giá cổ phiếu hiện tại đã dần phản ánh triển vọng tăng trưởng dài hạn của cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư chờ các nhịp điều chỉnh để giải ngân với PVT.

Nhóm hạ nguồn có KQKD không khả quan trong năm 2024

KQKD của nhóm hạ nguồn nhìn chung chưa cải thiện trong năm 2024. GAS bị ảnh hưởng bởi triển vọng tiêu thụ khí khô tiêu cực trong khi nguồn thu từ dự án LNG là chưa đáng kể trong năm 2024. Điểm sáng trong triển vọng đầu tư đối với GAS nằm ở mức tỷ suất cổ tức cao đột biến 7.4%, nhưng chúng tôi không kỳ vọng mức cổ tức này có thể duy trì trong dài hạn. BSR bị tác động tiêu cực bởi (1) kỳ bảo dưỡng lớn NMLD Dung Quất khiến sản lượng tiêu thụ giảm khoảng 12% yoy và (2) biên lợi nhuận các sản phẩm chủ lực suy giảm so với cùng kỳ. Tuy nhiên, việc NMLD Dung Quất có thể nâng công suất tối đa lên mức 114% cstk sau kỳ bảo dưỡng và mức nền KQKD thấp trong năm 2024 hứa hẹn có thể tạo ra tăng trưởng lớn cho BSR từ 1Q2025. Chúng tôi cho rằng BSR và GAS sẽ vẫn là các cổ phiếu tốt trong dài hạn nếu có mức giá điều chỉnh đủ sâu.

Biểu đồ 8. Tương quan P/B hiện tại của các doanh nghiệp ngành dầu khí so với mức trung bình 3 năm

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Kỹ thuật Dầu khí (PVS)

Kỳ vọng hồi phục từ năm 2024

14/06/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu
hieupm@kbsec.com.vn

Kết quả kinh doanh 1Q2024 cải thiện mạnh so với cùng kỳ

Doanh thu 1Q2024 chỉ tăng nhẹ 0.2% yoy. Tuy nhiên, tất cả các mảng ngoại trừ vận hành FSO/FPSO và M&C đều ghi nhận mức biên gộp cải thiện mạnh, khiến lợi nhuận gộp tăng 27.0% yoy. Liên doanh khai thác FSP/FPSO cũng ghi nhận tăng trưởng mạnh 25.5% yoy nhờ gia hạn hợp đồng với giá cước thuê cao hơn.

Mảng M&C dầu khí kỳ vọng tăng trưởng mạnh nhờ các dự án lớn trong giai đoạn 2024-2028

Lô B Ô Môn đạt được một số bước tiến quan trọng trong 1Q2024. Nếu FID tiếp tục chậm trễ, chúng tôi vẫn lạc quan về khả năng PVS có thể tiếp tục các gói thầu nhờ vào các thỏa thuận bổ sung có thể được ký kết vào cuối 2Q2024. Trong tháng 5/2024, PVS cũng đã được trao Hợp đồng Tổng thầu EPCIC cho dự án Lạc Đà Vàng.

Tiềm năng ghi nhận thêm backlog từ các dự án điện gió ngoài khơi mới

Chúng tôi nhận thấy nhà phát triển điện gió ngoài khơi Orsted đang đẩy nhanh tiến độ nghiên cứu đầu tư cho các đại dự án Xu Feng 1,2,3 và Wo Neng 1,2 tại Đài Loan với tổng giá trị đầu tư ước tính đạt 10.2 nghìn tỷ USD. Điều này có thể giúp gia tăng khối lượng công việc cho các nhà thầu tiềm năng trong khu vực bao gồm PVS.

Tiềm năng trúng các gói thầu FSO/FPSO cho các dự án nội địa sắp tới

Chúng tôi cho rằng PVS là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi nhất từ nhu cầu thuê FSO/FPSO gia tăng. Trong cuộc họp ĐHCD sắp tới, PVS sẽ trình kế hoạch góp vốn đầu tư vào các FSO/FPSO phục vụ cho dự án Lạc Đà Vàng và Lô B với tổng giá trị phần góp đạt khoảng 10 nghìn tỷ VND trong giai đoạn 2024-2030.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 52,600 VND/cổ phiếu

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho PVS với mức giá mục tiêu là 52,600 VND/cổ phiếu, tương đương với upside 20.4% và tỷ suất cổ tức 1.6% so với giá đóng cửa 43,700 VND/cổ phiếu ngày 14/06/2024.

Mua duy trì

Giá mục tiêu	52,600
Tăng/giảm (%)	20.4%
Giá hiện tại (13/06/2024)	VND 43,700
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 47,500
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	21.5/0.8

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	48.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	302.5/12.0
Sở hữu nước ngoài (%)	20.8%
Cổ đông lớn	PVN (51.4%)

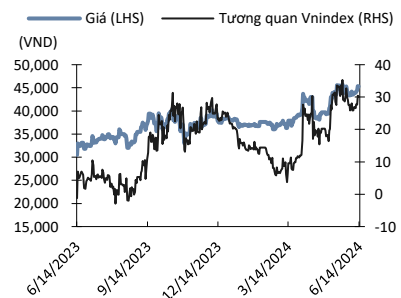
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	4.1	19.5	20.2	48.5
Tương đối	-0.5	16.6	2.9	32.1

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	16,373	19,374	26,894	37,148
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,154	1,428	1,761	2,106
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	884	1,027	1,126	1,343
EPS (VND)	1,575	2,147	2,355	2,809
Tăng trưởng EPS (%)	77.6	36.3	10.0	19.0
P/E (x)	23.4	21.1	19.2	16.1
P/B (x)	1.4	1.6	1.5	1.4
ROE (%)	7.3	7.8	8.1	9.3
Tỷ suất cổ tức (%)	2.4	2.2	1.6	1.6

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Khoan & DV Dầu khí (PVD)

Kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong năm 2024

10/06/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu
hieupm@kbsec.com.vn

Kết quả kinh doanh 1Q2024 cải thiện mạnh so với cùng kỳ

Doanh thu 1Q2024 tăng mạnh 43.1% yoy. Mảng dịch vụ khoan tăng 27% yoy nhờ tăng giá cước 34% yoy và phát sinh thêm doanh thu từ giàn đi thuê. Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 19.4% lên 25.7% chủ yếu nhờ giá cước tăng mạnh trong khi cấu phần chi phí khấu hao trong giá vốn ước giảm 11.0% yoy.

Hiệu suất hoạt động của giàn tự nâng toàn cầu vẫn đang có xu hướng tăng mạnh

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng hiệu suất vẫn sẽ duy trì ở mức cao ít nhất trong 2 năm tới trong bối cảnh số giàn tự nâng trên 30 tuổi đang chiếm tới 32% tổng số giàn, trong khi số lượng đơn đặt hàng đóng mới/tổng số giàn (orderbook/fleet) chỉ chiếm 3.9% (năm 2014 đạt 31.1%). Giá cước thuê giàn tự nâng theo đó cũng được kỳ vọng duy trì ở mức cao trong giai đoạn này.

Điều chỉnh kế hoạch mua giàn khoan mới nhưng kỳ vọng vẫn có thể đi vào vận hành từ 1Q2025

PVD có kế hoạch đầu tư 90 triệu USD cho 1 giàn tự nâng khoảng 10 năm tuổi dự kiến được đưa vào khai thác ngay từ đầu năm 2025. Hiện PVD đã phải chuyển mục tiêu sang một giàn khác do thời gian tái khởi động của mục tiêu ban đầu là quá dài, dẫn đến khó có thể đảm bảo đúng tiến độ cho khách hàng. Chúng tôi vẫn kỳ vọng PVD có thể đưa giàn khoan mới vào hoạt động trong 1Q2025.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 38,100 VND/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF) để đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu PVD với mức giá mục tiêu là 38,100 VND/cổ phiếu, tương đương với upside 19.8% so với giá đóng cửa ngày 10/06/2024.

Mua duy trì

Giá mục tiêu	38,100
Tăng/giảm (%)	19.8%
Giá hiện tại (10/06/2024)	VND 31,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 36,100
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	17.7/0.7

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	46.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	200.3/8.0
Sở hữu nước ngoài (%)	16.9%
Cổ đông lớn	PVN (50.5%)

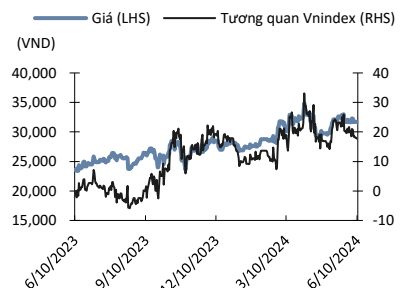
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.4	2.9	11.2	34.3
Tương đối	-4.8	-0.3	-3.3	18.1

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,432	5,812	7,069	8,402
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	30	907	1,421	2,089
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	-103	579	908	1,454
EPS (VND)	-250	803	1,632	2,614
Tăng trưởng EPS (%)	594	-421	103	60
P/E (x)	-127.20	39.60	19.49	12.17
P/B (x)	1.27	1.20	1.15	1.08
ROE (%)	-1.1	3.6	5.8	8.8
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ngành Bất động sản

Kỳ vọng hồi phục vào cuối năm

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga
(+84) 24-7303-5333 ngaphb@kbsec.com.vn

DD/06/2024

Doanh thu và LNST của các DN BĐS trong 1Q2024 có sự sụt giảm mạnh so với cùng kỳ

Doanh thu Quý 1 toàn ngành giảm 49%YoY đạt 38,361 tỷ VND và Lợi nhuận sau thuế giảm mạnh 86%YoY đạt 12,970 tỷ VND; chủ yếu do tác động của Vinhomes. KQKD của Vinhomes giảm mạnh so với cùng kỳ với doanh thu giảm 72%YoY và LNST giảm 92%YoY do rơi vào giai đoạn thấp điểm bàn giao các dự án.

Nguồn cung căn hộ tại cả thị trường HN và TP HCM trong Quý 1/2024 đều ở mức hạn chế

Tại thị trường HN, số lượng căn mở bán trong Quý 1 đạt hơn 2,300 căn (-31%QoQ, +17%YoY); số căn bán được đạt gần 2,000 căn (-39%QoQ) và bằng số lượng căn hộ bán cùng kỳ. Tại thị trường Tp. HCM, nguồn cung căn hộ trong Quý 1/2024 đạt 500 căn (-48%QoQ, -83%YoY), số căn hộ bán đạt 600 căn (-74%QoQ, -38%YoY). Điểm đáng chú ý tại thị trường HN là giá bán sơ cấp tiếp tục tăng cao với mức tăng 5%QoQ và 19%YoY lên 2,275 USD/m² do tỷ trọng cao của sản phẩm cao cấp và nguồn cung căn hộ hạn chế. Đây là mức tăng giá theo năm cao nhất từ trước đến nay.

Thị trường đã sôi động hơn từ cuối Quý 1, kỳ vọng nguồn cung mở bán mới hồi phục vào nửa cuối năm

Sau năm 2023 và 2 tháng đầu năm 2024 trầm lắng bởi Tết, kể từ tháng 3/2024, thị trường đã sôi động hơn với nhiều dự án được mở bán với kết quả bán hàng tốt. Các dự án mở bán ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao do (1) nguồn cung mới khan hiếm, các dự án mở bán có vị trí thuận lợi, đến từ các CĐT uy tín (2) các CĐT đưa ra nhiều chính sách bán hàng ưu đãi và chiết khấu cao. Chúng tôi nhận thấy niềm tin thị trường có dấu hiệu cải thiện tích cực hơn và cho rằng các CĐT sẽ mạnh dạn mở bán các dự án trong các quý tới.

Định giá hấp dẫn trong dài hạn

15 DN BĐS mà chúng tôi quan sát hiện đang có P/B trung bình ở mức 1.6x – ở trên đường -1 std trung bình 5 năm. KBSV kỳ vọng hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS trong nửa cuối năm 2024 sẽ có sự hồi phục rõ rệt hơn nhờ (1) Tâm lý người mua nhà được cải thiện và (2) Nguồn cung gia tăng từ mở bán các dự án mới và giai đoạn tiếp theo của các dự án cũ. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý đến rủi ro vĩ mô khi sức ép từ tỷ giá và lạm phát đang gây tác động khiến lãi suất tăng. NĐT có thể xem xét và lựa chọn những doanh nghiệp có triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn, đầy đủ pháp lý, khả năng triển khai dự án mạnh và cơ cấu tài chính an toàn. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý là các cổ phiếu VHM, KDH và NLG.

Tích cực

Khuyến nghị	
VHM	MUA
Giá mục tiêu	60,900VND
NLG	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	46,100VND
KDH	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	40,800VND
DXG	MUA
Giá mục tiêu	20,100VND

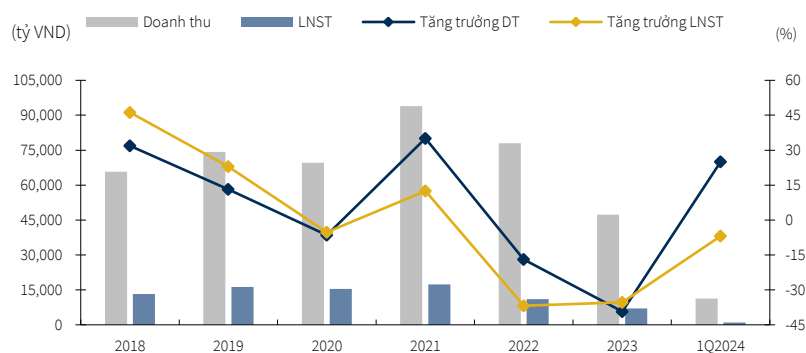
Diễn biến hoạt động kinh doanh

Kết quả kinh doanh Quý 1 toàn ngành giảm so với cùng kỳ

Doanh thu Quý 1 toàn ngành giảm 49%YoY đạt 38,361 tỷ VND và Lợi nhuận sau thuế giảm mạnh 86%YoY đạt 12,970 tỷ VND; chủ yếu do tác động của Vinhomes. KQKD của Vinhomes giảm mạnh so với cùng kỳ với doanh thu giảm 72%YoY và LNST giảm 92%YoY chủ yếu do rơi vào giai đoạn thấp điểm bàn giao các dự án.

Nếu không tính Vinhomes, doanh thu đạt 11,326 tỷ VND (+25%YoY), tuy nhiên lợi nhuận giảm nhẹ 7% so với cùng kỳ đạt 975 tỷ VND.

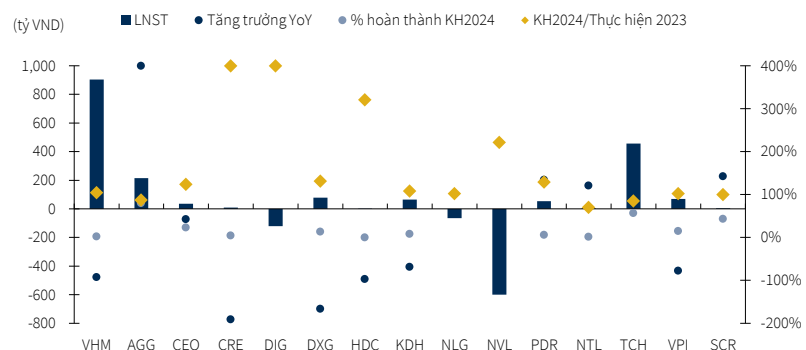
Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của các DN BĐS niêm yết



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

*Số liệu không bao gồm VHM

Biểu đồ 2. Lợi nhuận của một số DN BĐS



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

*Lợi nhuận KH/Thực hiện của CRE là 4400%, DIG là 680%

Tăng trưởng LNST Quý 1/2024 của AGG là 1636%YoY

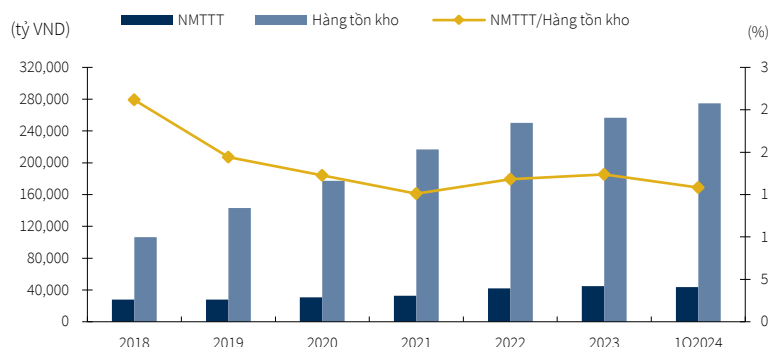
Trong 15 doanh nghiệp BĐS mà KBSV quan sát, có 6/15 DN có LNST Quý 1/2024 tăng trưởng dương so với cùng kỳ. Các doanh nghiệp còn lại ghi nhận lỗ trong Quý 1 (DIG, NVL, NLG) hoặc ghi nhận KQKD sụt giảm mạnh (VHM, KDH, CRE, HDC, VPI)

Hầu hết các DN đều đặt kế hoạch lợi nhuận năm 2024 hồi phục so với mức nền thấp của năm 2023. LN Quý 1 của các DN BĐS thấp hơn nhiều so với kế hoạch cả năm do (1) Khó khăn của thị trường BĐS từ cuối năm 2022 khiến nhiều doanh nghiệp không có dự án mở bán để bàn giao (2) Đặc thù của ngành BĐS thường bàn giao và ghi nhận doanh thu vào các quý cuối năm

Khoản Người mua trả tiền trước (NMTT) của các doanh nghiệp BĐS niêm yết tính tới cuối Quý 1/2024 là 43,507 tỷ VND, giảm nhẹ 3% so với đầu năm

Trong khi đó, hàng tồn kho tăng 7% so với đầu kỳ do nhiều doanh nghiệp đẩy mạnh đầu tư các dự án để sẵn sàng mở bán trong giai đoạn tới

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

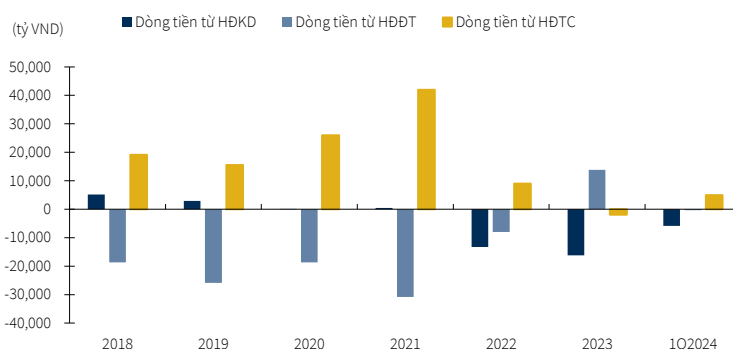


Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

Dòng tiền từ HĐKD của các doanh nghiệp BĐS tiếp tục âm do bị ảnh hưởng bởi sự trầm lắng của thị trường BĐS

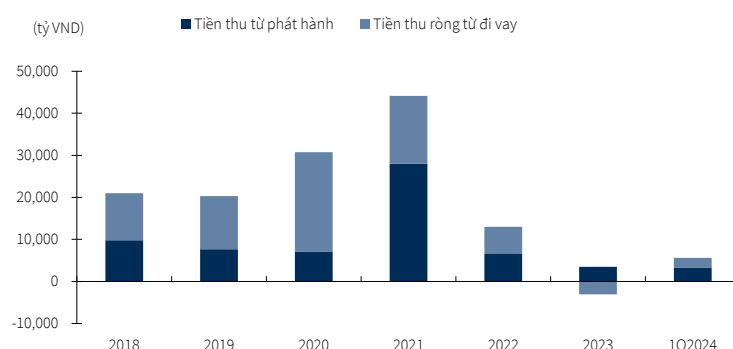
Dòng tiền của DN đến từ phát hành cổ phiếu để tăng vốn, trong bối cảnh tiếp cận nguồn vốn tín dụng và trái phiếu khó khăn

Biểu đồ 4. Dòng tiền của các DN BĐS



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 5. Dòng tiền từ Hoạt động tài chính của các DN BĐS



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

Kết quả bán hàng Quý 1 hồi phục so với cùng kỳ

Với 4 doanh nghiệp mà chúng tôi đang theo dõi bao gồm VHM, KDH, NLG và DXG, kết quả bán hàng Quý 1 cho thấy sự hồi phục so với cùng kỳ (trừ DXG không có hoạt động mở bán mới):

- **VHM:** Tổng giá trị hợp đồng đã bán đạt 16.2 nghìn tỷ VND (+3%YoY) nhờ mở bán dự án mới Vinhomes Vũ Yên
- **NLG:** Doanh số bán hàng hồi phục mạnh mẽ đạt 1,168 tỷ VND (+5xYoY), nhờ phân khúc căn hộ của hai dự án Akari City và Mizuki.
- **KDH:** Doanh số bán hàng ước tính khoảng 350 tỷ VND từ mở bán các căn hộ

còn lại tại dự án The Privia

Chúng tôi nhận thấy, các dự án căn hộ nội đô như The Privia của Khang Điền, Akari City và Mizuki Park (Nam Long) ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao nhờ phân khúc sản phẩm phù hợp và đáp ứng như cầu ở thực.

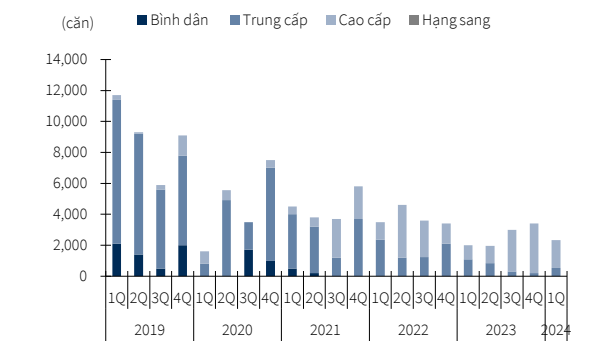
Nguồn cung căn hộ tại cả thị trường HN và TP HCM trong Quý 1/2024 đều ở mức hạn chế

Tại thị trường HN, số lượng căn mở bán trong Quý 1 đạt hơn 2,300 căn (-31%QoQ, +17%YoY). Số lượng căn hộ bán được đạt gần 2,000 căn (-39%QoQ) và bằng số lượng căn hộ bán cùng kỳ. Điểm đáng chú ý tại thị trường HN là giá bán sơ cấp tiếp tục tăng cao với mức tăng 5%QoQ và 19%YoY lên 2,275 USD/m² do tỷ trọng cao của sản phẩm cao cấp và nguồn cung căn hộ hạn chế. Đây là mức tăng giá theo năm cao nhất từ trước đến nay.

Tại thị trường Tp. HCM, nguồn cung căn hộ trong Quý 1/2024 đạt 500 căn (-48%QoQ, -83%YoY), phần lớn đến từ giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu. Số căn hộ bán đạt 600 căn (-74%QoQ, -38%YoY). Giá sơ cấp trong quý không có sự thay đổi đáng kể trong quý đạt hơn 2,500USD/m² (+2%YoY).

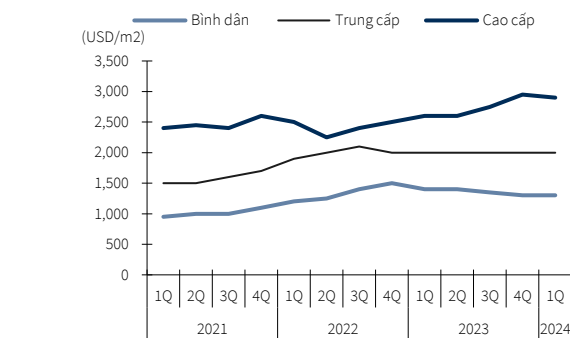
Nguồn cung căn hộ tại cả hai thị trường tiếp tục duy trì ở mức thấp do những khó khăn liên quan đến (1) Các vướng mắc liên quan đến quy hoạch, tính tiền sử dụng đất, GPMB khiến thời gian triển khai dự án bị kéo dài (2) Khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp hạn chế khiến DN thiếu hụt dòng tiền. Nguồn cung hạn chế, phần lớn các căn hộ mở bán thuộc phân khúc cao cấp dẫn tới tình trạng mất cân đối cung – cầu, giá bán tiếp tục duy trì ở mức cao.

Biểu đồ 7. Nguồn cung căn hộ tại HN



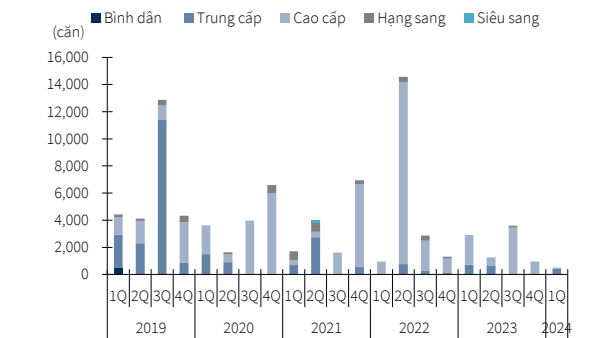
Nguồn: CBRE

Biểu đồ 8. Giá bán căn hộ tại HN



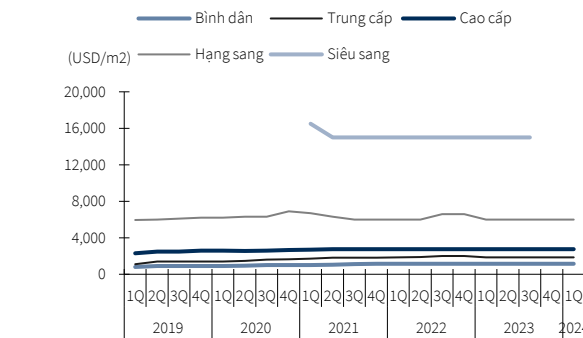
Nguồn: CBRE

Biểu đồ 9. Nguồn cung căn hộ tại HCM



Nguồn: CBRE

Biểu đồ 10. Giá bán căn hộ tại HCM

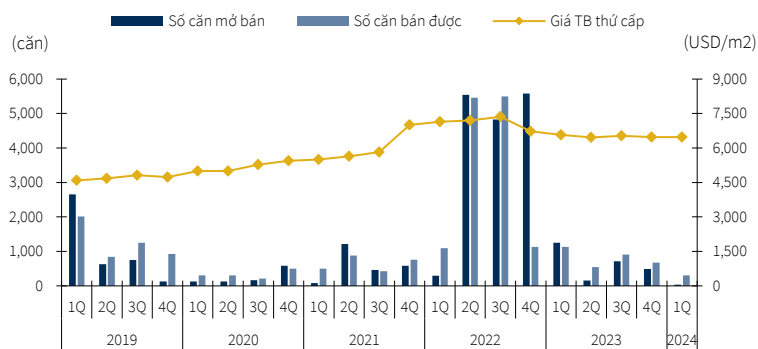


Nguồn: CBRE

Phân khúc nhà phố/biệt thự tiếp tục trầm lắng

Tại thị trường Hà Nội, số căn mở bán trong quý 1/2024 là 30 căn (-94%QoQ, -98%YoY), số căn bán được đạt 300 căn (-56%QoQ, -73%YoY). Giá bán sơ cấp trung bình tại thị trường HN đạt gần 7,850 USD/m² (+4%QoQ).

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



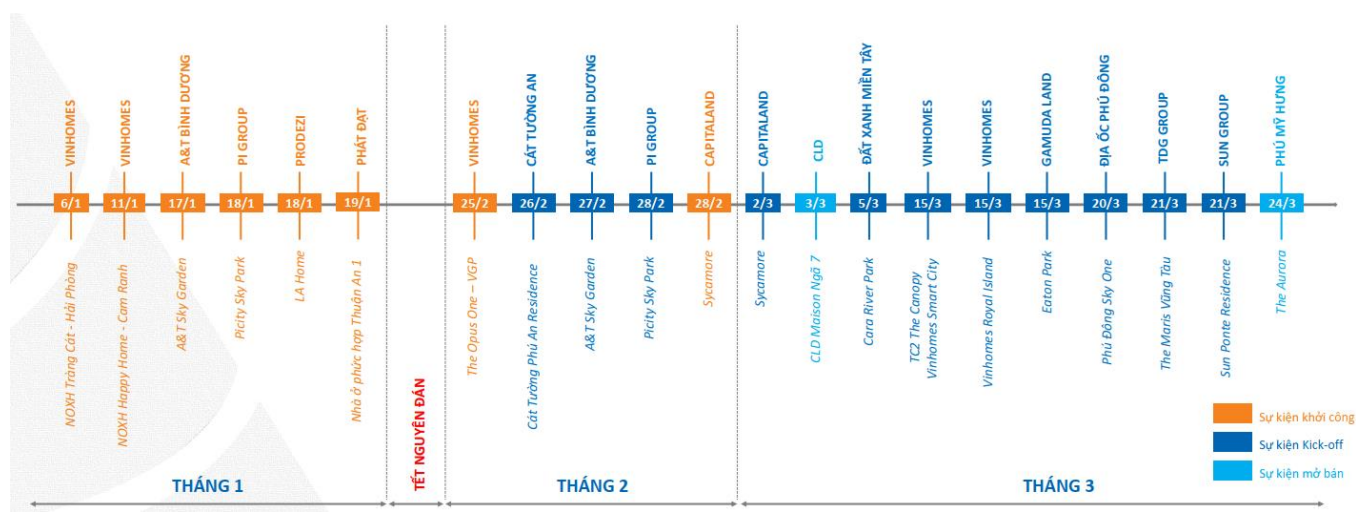
Nguồn: CBRE

Triển vọng hoạt động 2H2024

Thị trường đã sôi động hơn từ cuối Quý 1, nhiều dự án ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao

Sau năm 2023 và 2 tháng đầu năm 2024 trầm lắng bởi Tết, kể từ tháng 3/2024, thị trường đã sôi động hơn với nhiều dự án được khởi công, giới thiệu và mở bán. Chúng tôi quan sát thấy, một số dự án được giới thiệu ra thị trường trong tháng 4 và tháng 5 đều ghi nhận tỷ lệ hấp thụ rất tốt có thể kể đến như: Lumi Hà Nội của CapitaLand (mở bán ~2,000 căn – tỷ lệ hấp thụ 100%); dự án The Canopy – TC2 của Vinhomes và GIC Singapore (mở bán ~390 căn – tỷ lệ hấp thụ 90%); The Zurich 3 của CapitaLand (mở bán ~2,000 căn – tỷ lệ hấp thụ 100%); dự án The Canopy – TC2 của Vinhomes và Mitsubishi (mở bán ~425 căn – tỷ lệ hấp thụ 95%) và Eaton Park của Gamuda Land (mở bán ~840 căn – tỷ lệ hấp thụ 70%). Các dự án mở bán ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tốt do (1) nguồn cung mới khan hiếm, các dự án mở bán có vị trí thuận lợi, đến từ các CĐT uy tín (2) các CĐT đưa ra nhiều chính sách bán hàng ưu đãi và chiết khấu cao. Kết quả bán hàng tích cực cho thấy niềm tin thị trường có dấu hiệu cải thiện tích cực hơn.

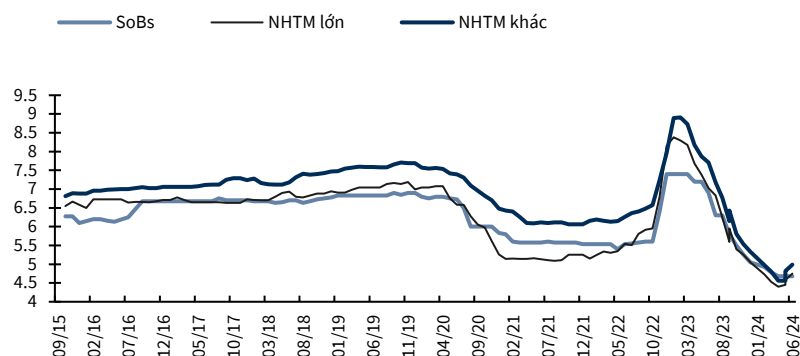
Hình 12. Các dự án triển khai trong Quý 1/2024



Nguồn: DXS-FERI

Kỳ vọng lãi suất cho vay duy trì ở mức thấp, kích thích nhu cầu mua nhà

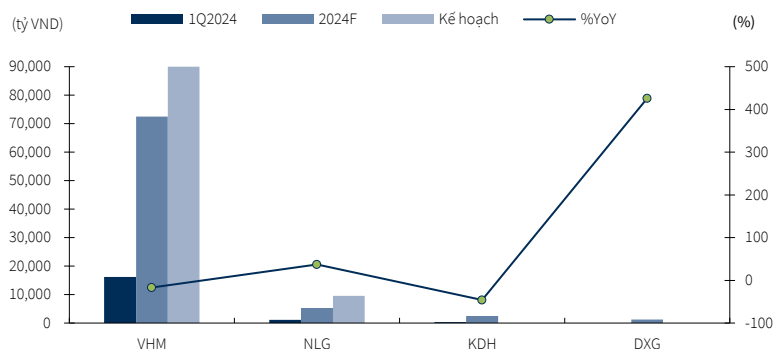
Theo như quan sát, lãi suất huy động ở một số ngân hàng đã tăng 10-30bps so với vùng đáy ở các kỳ hạn ngắn 1-12 tháng. KBSV cho rằng lãi suất cho vay trong thời gian tới khó có thể giảm thêm và có thể tăng nhẹ trong 2H2024, tuy nhiên, sẽ không tác động đáng kể đến nhu cầu vay mua nhà vì (1) Lãi suất cho vay hiện tại vẫn thấp hơn so với giai đoạn 2021-2022 và (2) NHNN vẫn giữ chủ trương duy trì mặt bằng lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ nền kinh tế.

Biểu đồ 16. Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng

Nguồn: Wichart, KBSV tổng hợp

Hoạt động bán hàng của các DN hồi phục vào nửa cuối năm

Niềm tin thị trường cải thiện cùng với lãi suất cho vay kỳ vọng duy trì ở mức thấp tạo động lực cho các CĐT tiến hành mở bán các dự án trong các quý tới. Các doanh nghiệp niêm yết trong danh mục theo dõi đều có kế hoạch mở bán dự án mới hoặc tiếp tục mở bán các giai đoạn tiếp theo của dự án cũ tập trung vào nửa cuối năm 2024 như Wonder Park và Cổ Loa (Vinhomes), Clarita và Emeria (Khang Điền), Gem Sky World và Gem Riverside (Đất Xanh), Akari City, Mizuki Park, Southgate và Central Lake (Nam Long). Các DN đặt kế hoạch doanh số bán hàng tương đối cao cho năm 2024, tuy nhiên, ước tính của chúng tôi thận trọng hơn do nhận định rằng bên cạnh phân khúc chung cư sẽ có sự hồi phục rõ rệt, các phân khúc còn lại cần thêm thời gian để phục hồi.

Biểu đồ 15. Doanh số ước tính của KBSV và kế hoạch của DN

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Đẩy mạnh huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu

KBSV cho rằng, trong bối cảnh huy động vốn tín dụng và trái phiếu gặp nhiều khó khăn, các DN BĐS đẩy mạnh huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu để tái cơ cấu các khoản nợ vay và bổ sung vốn để phát triển các dự án.

Bảng 17. Kế hoạch phát hành của các DN BĐS

Doanh nghiệp	Kế hoạch phát hành	Số tiền thu được	Mục đích
DXG	Chào bán hơn 150.1 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, với giá chào bán tối thiểu là 12,000 đồng/cp. Tỷ lệ chào bán là 24:5	3,500 tỷ VND	Góp vốn vào công ty con và trả các khoản nợ vay đến hạn
	Chào bán 93.5 triệu cổ phiếu cho NĐT chứng khoán chuyên nghiệp với giá tối thiểu 18,600 đồng/cp		
KDH	Chào bán 110.1 triệu cổ phiếu riêng lẻ cho 20 nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp với giá 27,250 đồng/cp	3,000 tỷ VND	Góp vốn vào công ty con để thanh toán các khoản nợ vay ngân hàng
PDR	Phát hành cổ phiếu để hoán đổi khoản nợ giá trị 30 triệu USD	2000 tỷ VND*	Hoán đổi nợ
	Phát hành 134 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu giá 10,000 đồng/cp		Bổ sung vốn thực hiện dự án
DIG	Chào bán 200 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu giá 15,000 đồng/cp	6,000 tỷ VND	Bổ sung vốn thực hiện dự án
	Chào bán 150 triệu cổ phiếu cho NĐT chứng khoán chuyên nghiệp với giá tối thiểu 20,000 đồng/cp		
NVL	Phát hành 34 triệu cổ phiếu giá 20,000 đồng/cp để hoán đổi khoản nợ trị giá 30 triệu USD	11,700 tỷ VND	Hoán đổi nợ
	Phát hành 1.17 tỷ cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, giá 10,000 đồng/cp		Tái cơ cấu nợ, thanh toán lương cho nhân viên, bổ sung vốn thực hiện dự án
SCR	Phát hành 34.9 triệu cổ phiếu để hoán đổi khoản nợ giá trị 349 tỷ VND		Hoán đổi nợ

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

*Đã chào bán

Hành lang pháp lý hoàn thiện, đảm bảo tăng trưởng của ngành trong trung và dài hạn

Tại kỳ họp thứ 6 và kỳ họp bất thường lần thứ 5, Quốc hội khóa XV đã chính thức thông qua Luật Kinh doanh Bất động sản (sửa đổi), Luật Nhà ở (sửa đổi) và Luật Đất đai (sửa đổi), có hiệu lực thi hành từ ngày 1/1/2025. Tuy nhiên, Chính phủ đã đề xuất Ủy ban Thường vụ Quốc hội cho phép 3 Luật này có hiệu lực thi hành từ ngày 1/8/2024. Chúng tôi cho rằng việc dời thời điểm có hiệu lực của Luật sớm hơn đã cho thấy nỗ lực của Chính phủ trong việc tháo gỡ những khó khăn và vướng mắc của thị trường BĐS, tạo điều kiện để thị trường phát triển bền vững hơn trong dài hạn.

Ba bộ luật mới có nhiều quy định mới, góp phần cải thiện tâm lý của người mua nhà và rút ngắn thời gian hoàn thiện pháp lý của CĐT, giúp cải thiện nguồn cung. Chúng tôi cho rằng đây là cơ hội cho các CĐT có sức khỏe tài chính và khả năng triển khai dự án tốt; tuy nhiên cần có thời gian để các chính sách thực sự phát huy tác động và một số vướng mắc về pháp lý vẫn cần hướng dẫn cụ thể hơn.

Bảng 18. Một số điểm chính của Luật sửa đổi

	Một số thay đổi	Nhận định
Luật Đất đai (sửa đổi)	- Bỏ khung giá đất - UBND tỉnh trình HĐND cùng cấp quyết định Bảng giá đất lần đầu để công bố và thực hiện từ ngày 01 tháng 01 năm 2026. Hằng năm, Ủy ban nhân dân cấp tỉnh có trách nhiệm trình Hội đồng nhân dân cấp tỉnh quyết định điều chỉnh, sửa đổi, bổ sung bảng giá đất để áp dụng từ ngày 01 tháng 01 của năm tiếp theo.	Cập nhật giá đất sát với giá thị trường hơn, giúp đẩy nhanh khâu GPMB tuy nhiên tăng chi phí cho DN BĐS
	Có 4 phương pháp định giá đất gồm: (i) so sánh, (ii) thu nhập, (iii) hệ số điều chỉnh giá đất, và (iv) thặng dư. Bỏ phương pháp chiết trừ	
	Giao đất, cho thuê đất chủ yếu thông qua đấu giá quyền sử dụng đất, đấu thầu dự án có sử dụng đất.	Tăng cường tính công khai, minh bạch, tránh lãng phí đất do CĐT yếu kém, không thực hiện được dự án
Luật Nhà ở (sửa đổi)	Điều kiện phân lô bán nền Đối với các khu vực không thuộc đô thị loại đặc biệt, loại I, loại II và loại III, UBND cấp tỉnh căn cứ điều kiện của địa phương để xác định các khu vực CĐT dự án đầu tư xây dựng nhà ở phải xây dựng nhà ở để bán, cho thuê hoặc được chuyển nhượng quyền sử dụng đất theo hình thức phân lô bán nền	Thống nhất với Luật Kinh doanh BĐS, siết chặt hình thức Phân lô bán nền, hạn chế tình trạng đầu cơ
	Đất để phát triển NOXH - UBND cấp tỉnh phải bố trí đủ quỹ đất để phát triển NOXH theo chương trình, kế hoạch phát triển nhà ở, gồm (1) Quỹ đất NOXH hoặc (2) Quỹ đất NOXH trong phạm vi dự án thương mại - Tại đô thị loại đặc biệt, loại I, II, III, theo quy định của CP, UBND cấp tỉnh quyết định việc dành một phần diện tích đất ở để xây dựng NOXH hoặc bố trí quỹ đất NOXH ở vị trí khác hoặc đóng tiền tương đương giá trị quỹ đất	Các CĐT linh hoạt hơn trong việc bố trí đất NOXH thay vì tỷ lệ cố định 20% như ND 100/2015/ND-CP, đẩy mạnh phát triển NOXH
	Ưu đãi CĐT dự án NOXH - Được miễn tiền sử dụng đất, tiền thuê đất đối với toàn bộ diện tích đất của dự án; chủ đầu tư không phải thực hiện thủ tục xác định giá đất, tính tiền sử dụng đất, tiền thuê đất được miễn - Được dành tối đa 20% tổng diện tích đất để XH công trình kinh doanh DVTM, NOTM (phần này được hạch toán riêng, không tính chi phí xây dựng phần TM vào giá NOXH, được hưởng toàn bộ lợi nhuận, nộp tiền SDD cho phần XD NOTM) - Được hưởng lợi nhuận định mức tối đa 10% tổng chi phí đầu tư xây dựng đối với phần diện tích xây dựng nhà ở xã hội	Rút ngắn thời gian thực hiện dự án, gia tăng lợi nhuận cho CĐT nhằm khuyến khích các CĐT đầu tư xây dựng dự án NOXH
Luật Kinh doanh BĐS (sửa đổi)	Chuyển nhượng dự án - Quy định chặt chẽ hơn về chuyển nhượng dự án BĐS (1) làm rõ nguyên tắc chuyển nhượng dự án; (2) làm rõ điều kiện chuyển nhượng dự án và (3) hướng dẫn chi tiết hơn về thẩm quyền chuyển nhượng dự án - Với bên nhận chuyển nhượng là Tổ chức kinh tế nước ngoài, sau khi có quyết định cho phép chuyển nhượng và hai bên đã ký hợp đồng chuyển nhượng thì thực hiện thủ tục về đất đai theo quy định của pháp luật về đất đai - Thủ tướng CP ủy quyền cho UBND quyết định việc chuyển nhượng một phần dự án	Rút ngắn thời gian thực hiện chuyển nhượng dự án
	Điều kiện đối với tổ chức, cá nhân kinh doanh BĐS - Doanh nghiệp kinh doanh bất động sản thông qua dự án bất động sản phải có vốn chủ sở hữu không thấp hơn 20% tổng vốn đầu tư đối với dự án có quy mô sử dụng đất dưới 20 ha, không thấp hơn 15% tổng vốn đầu tư đối với dự án có quy mô sử dụng đất từ 20 ha trở lên và phải bảo đảm khả năng huy động vốn để thực hiện dự án đầu tư; trường hợp doanh nghiệp kinh doanh bất động sản đồng thời thực hiện nhiều dự án thì phải có vốn chủ sở hữu đủ phân bổ để bảo đảm tỷ lệ nêu trên của từng dự án để thực hiện toàn bộ các dự án.	Hạn chế rủi ro một DN thực hiện nhiều dự án mà không đủ năng lực tài chính và đảm bảo nghĩa vụ tài chính đối với Nhà nước khi kinh doanh BĐS
	Đặt cọc và Bảo lãnh - CĐT dự án chỉ được thu tiền đặt cọc không quá 5% giá bán, cho thuê mua nhà ở, công trình xây dựng, phần diện tích sàn xây dựng trong công trình xây dựng từ bên đặt cọc để mua, thuê mua khi nhà ở, công trình xây dựng đã có đủ các điều kiện đưa vào kinh doanh - Chủ đầu tư dự án bất động sản trước khi bán, cho thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai phải được ngân hàng thương mại trong nước, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đang hoạt động hợp pháp tại Việt Nam chấp thuận cấp bảo lãnh cho nghĩa vụ tài chính của chủ đầu tư đối với bên mua, thuê mua nhà ở khi chủ đầu tư không bàn giao nhà ở theo cam kết trong hợp đồng mua bán, thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai - Khi ký kết hợp đồng mua bán, thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai, bên mua, thuê mua được lựa chọn việc có hoặc không có bảo lãnh cho nghĩa vụ tài chính của chủ đầu tư đối với mình	Bảo vệ quyền lợi cho người mua nhà
Luật Kinh doanh BĐS (sửa đổi)	Điều kiện phân lô bán nền - Đất không thuộc khu vực phường, quận, thành phố của đô thị loại đặc biệt, loại I, loại II và loại III; không thuộc trường hợp đấu giá quyền sử dụng đất để đầu tư dự án xây dựng nhà ở. Đối với các khu vực còn lại, Ủy ban nhân dân cấp tỉnh căn cứ điều kiện của địa phương để xác định các khu vực chủ đầu tư dự án được phân lô bán nền	Thống nhất với Luật Nhà ở sửa đổi, siết chặt hình thức Phân lô bán nền, hạn chế tình trạng đầu cơ

Nguồn: KBSV tổng hợp

Định giá hấp dẫn trong dài hạn

15 DN BĐS mà chúng tôi quan sát hiện đang có P/B trung bình ở mức 1.57x – thấp hơn P/B trung bình 10 năm. KBSV kỳ vọng hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS trong nửa cuối năm 2024 sẽ có sự hồi phục rõ rệt hơn nhờ (1) Tâm lý người mua nhà được cải thiện và (2) Nguồn cung gia tăng từ mở bán các dự án mới và giai đoạn tiếp theo của các dự án cũ. NĐT có thể xem xét và lựa chọn những doanh nghiệp có triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn, đầy đủ pháp lý, khả năng triển khai dự án mạnh và cơ cấu tài chính an toàn. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý là các cổ phiếu VHM, KDH và NLG.

Biểu đồ 19. P/B 15 DN BĐS

Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

*15 DN đã đề cập trong Biểu đồ số 2

Vinhomes (VHM)

Mở bán dự án Vinhomes Vũ Yên

18/06/2024

Kết quả kinh doanh Quý 1/2024 giảm so với cùng kỳ chủ yếu do thời điểm bàn giao

Doanh số bán hàng trong Quý 1/2024 chủ yếu đến từ dự án mới Vũ Yên (Hải Phòng)

Doanh số bán hàng năm 2024 dự báo đạt 72.5 nghìn tỷ VND (-17%YoY)

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 60,900VND/cp

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga
 ngaphb@kbsec.com.vn
 (+84) 24-7303-5333

Doanh thu Quý 1/2024 của Vinhomes đạt 8.2 nghìn tỷ VND (-72%YoY), nếu tính cả các dự án BCC, doanh thu Quý 1/2024 đạt 8.6 nghìn tỷ VND (-80%YoY). Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 885 tỷ VND (-93%YoY).

Trong quý 1/2024, Vinhomes đã bán được 2,700 sản phẩm (+17%YoY), tổng giá trị hợp đồng đã bán trong quý đạt 16.2 nghìn tỷ VND (+3%YoY). Doanh số bán hàng trong quý đều đến từ các giao dịch bán lẻ, trong đó 86% đến từ dự án Vũ Yên (Hải Phòng). Dự án này được giới thiệu vào 15/3/2024 với 1,800 giao dịch đặt chỗ, tương đương 82% số lượng căn mở bán đợt đầu.

KBSV dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng năm 2024 đạt 72.5 nghìn tỷ VND (-17%YoY), đến từ các dự án đang phát triển Ocean Park, Smart City, Grand Park, Ocean Park 2,3 và hai dự án mới được mở bán mới trong năm 2024 là **Vũ Yên** (đã mở bán trong Quý 1) và **Cổ Loa** (kỳ vọng mở bán vào nửa cuối năm 2024).

Vinhomes duy trì vị thế hàng đầu nhờ quỹ đất rộng lớn và khả năng triển khai dự án mạnh. Định giá hấp dẫn với P/B 2024fw là 0.8x, dưới đường -1std của trung bình P/B 5 năm của VHM. Dựa trên triển vọng kinh doanh và định giá, chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu Vinhomes với giá mục tiêu là 60,900/cp, cao hơn 59% so với giá đóng cửa ngày 18/06/2024.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	60,900VND
Tăng/giảm (%)	59%
Giá hiện tại (18/06/2024)	38,300VND
Giá mục tiêu đồng thuận	47,500VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	21.5/0.8

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	48.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	302.5/12.0
Sở hữu nước ngoài (%)	20.8%
Cổ đông lớn	Vingroup (66.66%)

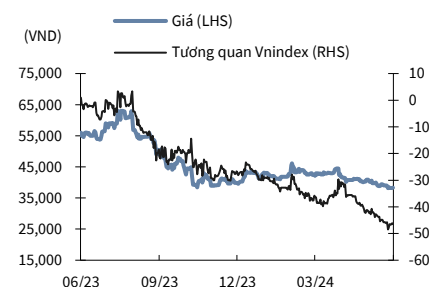
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	4.1	19.5	20.2	48.5
Tương đối	-0.5	16.6	2.9	32.1

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	62,393	103,557	118,259	122,059
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	37,973	44,045	36,900	42,864
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	28,831	33,371	29,172	32,244
EPS (VND)	6,621	7,664	6,700	7,405
Tăng trưởng EPS (%)	-26	16	-13	11
P/E (x)	6.34	4.99	5.72	5.17
P/B (x)	1.26	0.93	0.79	0.69
ROE (%)	19	18	14	13
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

COMPANY REPORT



NAM LONG (NLG)

Doanh số hồi phục mạnh mẽ

22/05/2024

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

Doanh số bán hàng hồi phục mạnh mẽ so với cùng kỳ

Doanh số bán hàng trong Quý 1/2024 hồi phục mạnh mẽ đạt 1,168 tỷ VND (+5xYoY), nhờ phân khúc căn hộ của hai dự án Akari City và Mizuki. Hai dự án này ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tốt với doanh số đạt lần lượt là 542 tỷ VND và 246 tỷ VND.

Doanh số ước tính năm 2024 đạt 5,264 tỷ VND (+37%YoY)

Chúng tôi dự báo doanh số bán hàng năm 2024 đạt 5,264 tỷ VND (+37%YoY) đến từ các dự án Akari City, Mizuki Park, Southgate và EhomeS Cần Thơ. Dự báo của KBSV thấp hơn 45% so với kế hoạch của doanh nghiệp đã đặt ra là 9,554 tỷ VND

Dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2024 đạt 576 tỷ VND (+19%YoY)

Chúng tôi dự báo LNST của NLG năm 2024 đạt 576 tỷ VND (+19%YoY) từ bàn giao dự án Southgate, Izumi City, Mizuki Park và bắt đầu bàn giao dự án Akari City và Cần Thơ. KBSV kỳ vọng NLG sẽ hoàn thiện thủ tục pháp lý để ghi nhận khoản lãi từ thoái vốn 25% dự án Paragon trong năm 2024.

Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu: 46,100VND/cổ phiếu

Chúng tôi duy trì đánh giá tích cực đối với cổ phiếu Nam Long nhờ (1) Nền tảng cơ bản vững chắc với cơ cấu tài chính an toàn và (2) Các dự án căn hộ trung cấp/vừa túi tiền vẫn thu hút được người mua có nhu cầu ở thực. Tuy nhiên, giá cổ phiếu Nam Long có mức tăng khoảng 20% so với thời điểm đầu năm, hiện đang giao dịch ở mức P/B 2024fw là 1.8x, tương đương +1std của trung bình P/B 5 năm của NLG. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu NLG với mức giá mục tiêu là 46,100 VND/cp, cao hơn 5% so với giá đóng cửa ngày 21/05/2024.

TRUNG LẬP thay đổi

Giá mục tiêu 46,100 VND

Tăng/giảm (%)	5%
Giá hiện tại (21/05/2024)	44,100 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	46,300 VND
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/ triệu USD)	17.4/0.7

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	4,339	3,181	5,462	6,901
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,041	942	1,217	1,456
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	556	484	576	621
EPS (VND)	1,448	1,257	1,496	1,613
Tăng trưởng EPS (%)	-48	-13	19	8
P/E (x)	27.31	36.72	30.14	27.96
P/B (x)	1.69	1.80	1.77	1.69
ROE (%)	4.2	3.6	4.0	4.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0	1	1	1

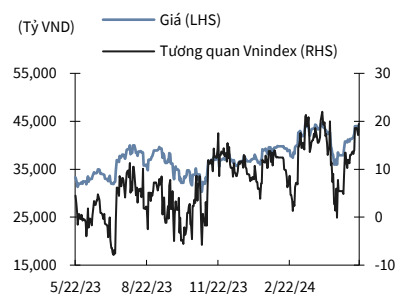
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	56.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	161.4/6.5
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Cổ đông lớn	Chủ tịch HĐQT Nguyễn Xuân Quang (12%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	18.9	13.1	15.6	32.4
Tương đối	11.6	9.0	0.9	13.1



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

KHANG ĐIỀN (KDH)

Tiếp tục hoàn thiện pháp lý các dự án lớn

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga

ngaphb@kbsec.com.vn

(+84) 24-7303-5333

04/06/2024

Dự án The Privia ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tốt, dự kiến bàn giao từ quý 4/2024

Cuối tháng 11/2023, Khang Điền đã mở bán chính thức dự án The Privia, nằm tại đường An Dương Vương, quận Bình Tân, Tp HCM. Dự án có diện tích 1.8ha với quy mô 3 block 1,043 căn hộ. Tính đến cuối Quý 1/2024, dự án đã cất nóc cả 3 tòa và bán được 100% số căn hộ. Khang Điền sẽ tiếp tục hoàn thiện và bắt đầu giao căn hộ cho khách hàng từ Quý 4/2024. KBSV ước tính doanh thu và LNST của KDH năm 2024 đạt lần lượt là 3,227 tỷ VND (+54%YoY) và 804 tỷ VND (+12%YoY) nhờ bắt đầu bàn giao dự án The Privia

Mở bán hai dự án Clarita và Emeria trong năm 2024

KBSV kỳ vọng trong năm 2024, KDH sẽ mở bán hai dự án hợp tác với Keppel là Clarita và Emeria. Hai dự án này có tổng diện tích 11.8ha tại đường Võ Chí Công, phường Bình Trưng Đông, Tp. Thủ Đức. Hai dự án này đã khởi công từ Quý 4/2023, kỳ vọng có thể đóng góp vào doanh số bán hàng của KDH từ nửa cuối năm 2024. KBSV ước tính doanh số bán hàng 2024F-2025F đạt 2,468 tỷ VND (-46%YoY) và 4,217 tỷ VND (+71%YoY).

Các dự án lớn có tiến triển trong tiến độ pháp lý

Trong Quý 1/2024, các dự án lớn trong kế hoạch trung và dài hạn của KDH cũng ghi nhận những tiến triển đáng kể trong quá trình hoàn thiện pháp lý. Cụ thể, KDH đã đóng 50% tiền sử dụng đất cho dự án 11A (The Solina), dự án Phong Phú 2 và Bình Trưng mới đã gần đền bù xong, đang đợi phê duyệt đầu tư, dự án KCN Lê Minh Xuân đang đợi GPXD hạ tầng trong năm nay.

Khuyến nghị: TRUNG LẬP – Giá mục tiêu: 40,800VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu KDH với mức giá mục tiêu là 40,800VND/cp, cao hơn 7% so với giá đóng cửa ngày 03/06/2024.

TRUNG LẬP duy trì

Giá mục tiêu	40,800VND
Tăng/giảm (%)	7%
Giá hiện tại (03/06/2024)	38,000VND
Giá mục tiêu đồng thuận	43,100VND
Vốn hóa thị trường	30.1/1.2
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	58.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	132.7/5.3
Sở hữu nước ngoài (%)	39.6%
Cổ đông lớn	Nhóm quỹ Dragon Capital 7%

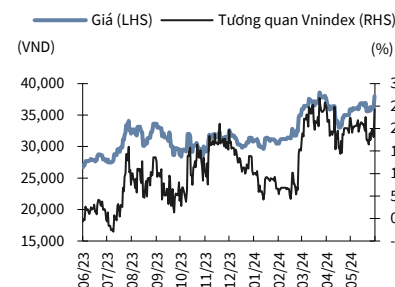
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	5.8	5.7	16.6	42.2
Tương đối	1.0	4.2	2.3	24.8

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	2,912	2,088	3,215	5,667
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	992	1,122	1,056	2,218
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	1,103	716	797	1,070
EPS (VND)	1,539	895	876	1,177
Tăng trưởng EPS (%)	-18	-42	-2	34
P/E (x)	20.24	38.63	43.38	32.29
P/B (x)	1.93	2.06	2.00	1.89
ROE (%)	9.4	4.6	4.1	5.1
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Đất Xanh(DXG)

Kỳ vọng những thay đổi rõ nét hơn

11/06/2024

Kết quả kinh doanh Quý 1/2024 hồi phục so với cùng kỳ

Tiếp tục hoàn thiện pháp lý các dự án

LNST năm 2024 đạt 204 tỷ VND (+18%YoY)

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 20,100VND/cp

MUA duy trì

Giá mục tiêu	20,100VND
Tăng/giảm (%)	22%
Giá hiện tại (11/06/2024)	16,500VND
Giá mục tiêu đồng thuận	16,600VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	11.9/0.5

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,512	3,725	5,306	4,516
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	775	437	577	718
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	215	172	204	331
EPS (VND)	351	281	286	464
Tăng trưởng EPS (%)	-82	-20	2	63
P/E (x)	53.39	61.61	57.77	35.53
P/B (x)	1.09	1.07	1.09	1.06
ROE (%)	1.5	1.2	1.3	2.1
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV

Doanh thu Quý 1/2024 đạt 1.065 tỷ VND (+182%YoY), LNST ghi nhận 31 tỷ VND (so với mức -91 tỷ VND của Quý 1/2023). KQKD ghi nhận sự hồi phục nhờ (1) Bàn giao khoảng 600 căn hộ tại dự án Opal Skyline và (2) sự hồi phục của mảng môi giới với số lượng giao dịch tăng khoảng 30% so với cùng kỳ.

Trong năm 2024, Đất Xanh đặt mục tiêu sẽ hoàn thiện pháp lý các dự án tại khu vực phía Nam như Gem Riverside (Tp. HCM), Gem Sky World (Đồng Nai), Opal Luxury, Park View, Park City, Opal Cityview (Bình Dương) để đảm bảo doanh số bán hàng trong giai đoạn 2024-2026. Trên cơ sở thận trọng do quan sát thấy tiến độ phê duyệt pháp lý cho các dự án vẫn diễn ra tương đối chậm, chúng tôi ước tính doanh số bán hàng năm 2024 của đạt khoảng 1,200 tỷ VND (+5xYoY), chủ yếu đến từ dự án Gem Sky World. Doanh số bán hàng năm 2025 sẽ có sự cải thiện rõ rệt hơn khi dự án Gem Riverside mở bán, đạt 5,650 tỷ VND (+5xYoY).

KBSV ước tính doanh thu năm 2024 đạt 5,306 tỷ VND (+42%YoY) và LNST đạt 204 tỷ VND (+18%YoY) nhờ bàn giao dự án Opal Skyline và hoạt động môi giới hồi phục từ mức nền thấp của năm 2023.

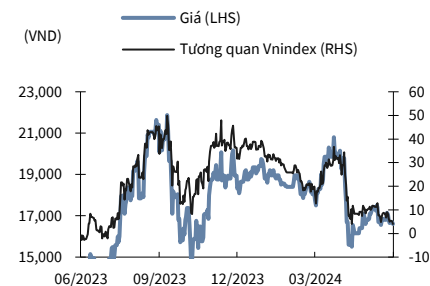
Cổ phiếu DXG hiện đang giao dịch ở mức P/B 2024fw là 1.1x, thấp hơn so với P/B trung bình 5 năm là 1.3x. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 20,100VND/cp, cao hơn 22% so với giá đóng cửa ngày 11/06/2024.

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	80.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	251.1/10.0
Sở hữu nước ngoài (%)	19.7%
Cổ đông lớn	

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.2	-6.5	-9.4	20.9
Tương đối	-4.9	-10.9	-24.1	4.4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ngành Ngân hàng

Triển vọng tích cực hơn trong 2H2024

Diễn biến ảm đạm trong những tháng đầu năm

NHNN cho biết tính đến ngày 14/6, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt 3.79% YTD, đã có sự cải thiện tích cực trong 2 tháng trở lại đây (tăng thêm khoảng 2.5% trong quý 2). Dù vậy, tình hình giải ngân trong đầu năm nay vẫn tương đối chậm so với 2022 và 2023. NIM vẫn tiếp tục suy giảm tại nhiều ngân hàng dù tốc độ giảm đã chậm lại so với những quý trước nhờ mặt bằng lãi suất huy động được duy trì ở mức thấp. Về chất lượng tài sản, NPL của toàn ngành đã tăng thêm 24bps lên mức 2.2% cuối năm 2023. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tiếp tục xu hướng giảm ở hầu hết các ngân hàng, trong đó nhóm NHQD (SoBs) có sự sụt giảm mạnh nhất do trích lập dự phòng giảm mạnh so với cùng kỳ và so với quý trước.

Kỳ vọng kết quả kinh doanh hồi phục tốt hơn trong 2H2024

Chúng tôi kỳ vọng KQKD trong 2H2024 sẽ được cải thiện tốt hơn nhờ tăng tốc tín dụng khi (1) thị trường BĐS tiếp đà hồi phục; (2) mặt bằng lãi suất duy trì mức thấp để hỗ trợ nền kinh tế. Về diễn biến lãi suất, lãi suất huy động (LSHĐ) có thể tăng thêm 70-100 bps từ nay cho đến cuối năm, trong khi lãi suất cho vay đã tạo đáy trong quý 1/2024 và sẽ hồi phục trong các quý tới. Sau khi điều chỉnh các giả định, chúng tôi hạ kỳ vọng về tốc độ hồi phục của NIM xuống còn +10-20bps so với 2023 (dự phóng cũ +20-30bps YoY). Ngoài ra, chất lượng tài sản vẫn được theo dõi thêm khi tiềm ẩn về nợ xấu vẫn hiện hữu.

Các yếu tố hồi phục của nền kinh tế sẽ hỗ trợ cho việc tái định giá cổ phiếu ngành ngân hàng

Với triển vọng cho nửa sau năm 2024, KBSV kỳ vọng lợi nhuận của ngành sẽ được thúc đẩy bởi cầu tín dụng lĩnh vực BĐS, sự hồi phục của các hoạt động SX-KD, chất lượng tài sản được cải thiện; qua đó hỗ trợ tái định giá P/B cho ngành ngân hàng về mức hợp lý hơn. Trong ngắn hạn các cổ phiếu có thể sẽ có nhịp điều chỉnh nếu kết quả kinh doanh quý 2 và quý 3 chưa thực sự khởi sắc, nhưng sẽ là thời điểm thích hợp để mua vào những cổ phiếu tiềm năng cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Các cổ phiếu được chúng tôi khuyến nghị bao gồm: VCB, ACB, STB, TCB, VPB.

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

28/06/2024

Tích cực duy trì

Khuyến nghị

VCB	Mua
Giá mục tiêu	109,100
Tiềm năng tăng giá	+24%

BID	Trung lập
Giá mục tiêu	51,700
Tiềm năng tăng giá	+8%

CTG	Mua
Giá mục tiêu	46,200
Tiềm năng tăng giá	+38%

ACB	Mua
Giá mục tiêu	33,400
Tiềm năng tăng giá	+37%

TCB	Trung lập
Giá mục tiêu	54,500
Tiềm năng tăng giá	+11%

MBB	Mua
Giá mục tiêu	28,100
Tiềm năng tăng giá	+24%

STB	Mua
Giá mục tiêu	40,000
Tiềm năng tăng giá	+29%

VPB	Mua
Giá mục tiêu	26,000
Tiềm năng tăng giá	+44%

TPB	Mua
Giá mục tiêu	22,400
Tiềm năng tăng giá	+22%

MSB	Mua
Giá mục tiêu	17,900
Tiềm năng tăng giá	+20%

Diễn biến hoạt động kinh doanh

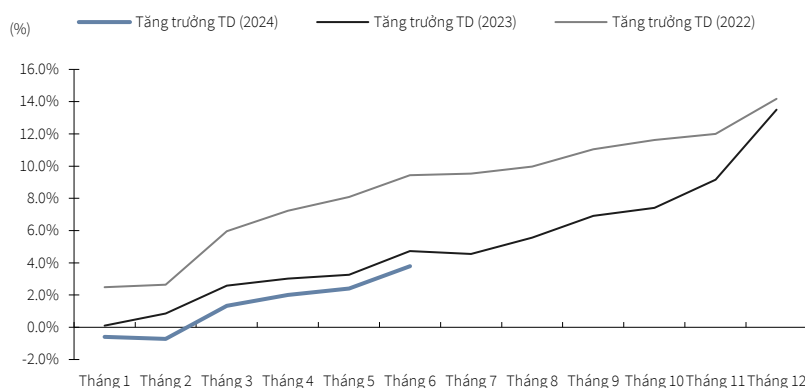
Tăng trưởng tín dụng 6 tháng đầu năm

NHNN cho biết tính đến ngày 14/6, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt 3.79% YTD, đã có sự cải thiện tích cực trong 2 tháng trở lại đây (tăng thêm khoảng 2.5% trong quý 2). Dù vậy, tình hình giải ngân trong đầu năm nay vẫn tương đối chậm so với 2022 và 2023 do (1) động thái “xử lý kỹ thuật” tín dụng cuối năm trước tạo nền so sánh cao cho năm nay; (2) tổng thể nền kinh tế hồi phục chậm; (3) ảnh hưởng của yếu tố mùa vụ - thường tăng trưởng thấp giai đoạn đầu năm.

Tăng trưởng tín dụng không đồng đều giữa các lĩnh vực của nền kinh tế tạo ra sự phân hoá về tốc độ tăng trưởng giữa các ngân hàng. Cho vay lĩnh vực BĐS (bao gồm cho vay phát triển dự án BĐS, vay mua nhà) dẫn dắt tăng trưởng tín dụng cho nhiều ngân hàng như TCB, HDB, VPB – có mức tăng trưởng tín dụng vượt trội so với trung bình ngành. Trong khi đó, nhóm ngân hàng cho vay phân khúc bán lẻ, hộ kinh doanh- sản xuất tín dụng chững hơn do cầu tiêu dùng tại phân khúc này hồi phục chưa đáng kể.

Mức độ giải ngân tương đối chậm trong quý 1 với những lí do đã đề cập phía trên. Bước sang quý 2, tín dụng toàn ngành có sự chuyển biến tích cực hơn. Tính đến cuối tháng 6, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt 3.79% YTD – tăng thêm 2.5% so với cuối tháng 3/2024.

Biểu đồ 1. Tăng trưởng tín dụng qua từng năm của toàn hệ thống

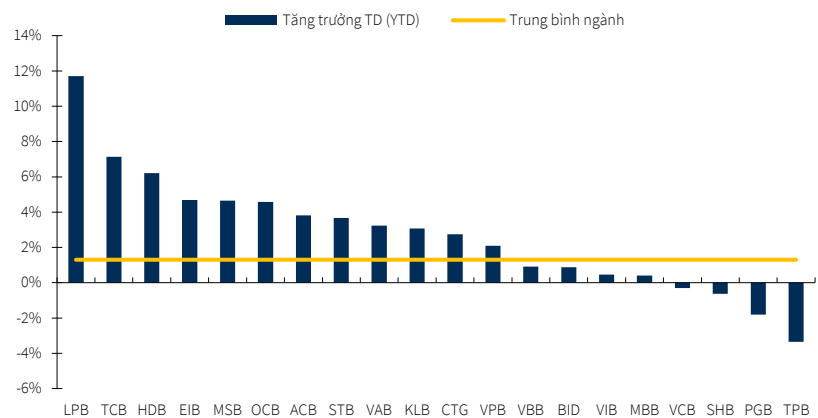


Nguồn: NHNN, KBSV

Tăng trưởng tín dụng có sự phân hoá giữa các nhóm ngân hàng:

- Nhóm NHTM có tỷ trọng cho vay BĐS lớn (TCB, HDB, MSB, VPB) có mức tăng trưởng cao hơn mức trung bình ngành, trong đó cho vay mua nhà ghi nhận tăng trưởng tích cực ở nhiều ngân hàng khi thị trường BĐS ấm dần lên, các dự án mở bán trong quý 1 giúp tăng nguồn cung trên thị trường sơ cấp.
- Nhóm NHQD (SoBs) có mức tăng trưởng khiêm tốn hơn, thậm chí VCB tăng trưởng âm, do chiến lược giải ngân thận trọng của các ngân hàng này.

Biểu đồ 2. Tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng tính tới cuối quý 1/2024



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Đà giảm của NIM chậm lại nhờ sự cải thiện của CoF

Nhìn chung NIM trong quý 1 của toàn ngành có sự cải thiện khi mức độ giảm chậm lại so với quý trước, thậm chí ghi nhận mức tăng trở lại ở một số ngân hàng. 6/11 ngân hàng nằm trong danh mục theo dõi của chúng tôi có mức NIM cải thiện từ 5-30bps so với quý trước, còn tính chung toàn ngành NIM giảm 6bps so với cuối năm 2023 (giảm chậm hơn so với quý 3 và quý 4 năm trước). Các ngân hàng có tín dụng được dẫn dắt bởi nhóm KHDN như TCB, HDB, LPB có mức NIM cải thiện tương đối tích cực, trong khi các NHQD với vai trò đi đầu hạ lãi suất để hỗ trợ kinh tế, các ngân hàng tập trung cho vay bán lẻ bị ảnh hưởng tăng trưởng trong quý 1 có NIM cải thiện với tốc độ chậm hơn.

Chi phí vốn (CoF) của các ngân hàng được cải thiện đáng kể, từ 20-90 bps QoQ nhờ mặt bằng lãi suất duy trì mức thấp, bên cạnh CASA của các ngân hàng được duy trì ở mức cao hơn trong 2 quý gần đây (biểu đồ 5). Tuy nhiên, lợi suất trên tài sản sinh lời (IEA) giảm mạnh hơn (70-200bps) khi (1) các ngân hàng đưa ra nhiều chính sách ưu đãi hơn về lãi suất để tăng khả năng cạnh tranh và thúc đẩy tín dụng; (2) cơ cấu tín dụng dịch chuyển sang phân khúc KHDN đã khiến NIM toàn ngành chưa thể tăng trở lại như kỳ vọng.

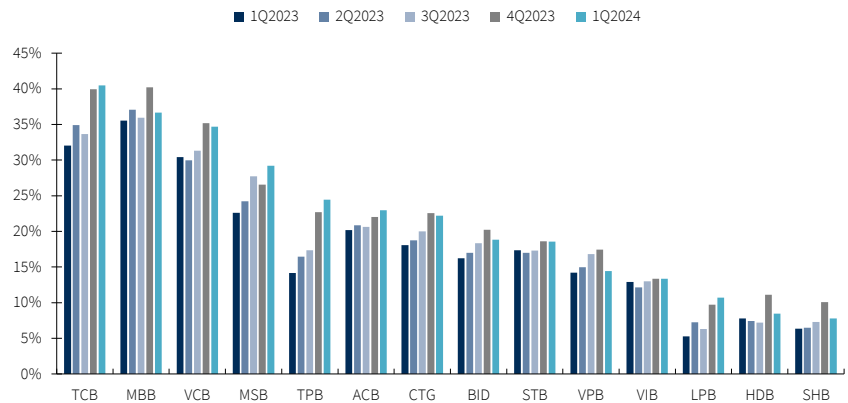
Biểu đồ 4. NIM, IEA và COF của các ngân hàng

	IEA			COF			NIM (LTM)		
	4Q2023	1Q2024	-/- bps (QoQ)	4Q2023	1Q2024	-/- bps (QoQ)	4Q2023	1Q2024	-/- bps (QoQ)
BID	7.00%	5.89%	-111	4.74%	4.37%	-37	2.57%	2.55%	-2.48
VCB	6.07%	5.39%	-68	3.41%	3.20%	-21	3.01%	2.99%	-2.20
CTG	7.14%	6.18%	-96	4.52%	3.99%	-53	2.86%	2.93%	6.53
MBB	8.57%	7.26%	-131	4.35%	3.96%	-39	4.80%	4.68%	-12.04
TCB	8.23%	7.43%	-80	4.63%	3.92%	-71	4.02%	4.09%	7.66
VPB	11.24%	9.93%	-131	6.62%	5.80%	-82	5.60%	5.65%	4.47
ACB	8.11%	6.79%	-132	4.76%	4.08%	-68	3.86%	3.90%	3.98
STB	9.60%	7.87%	-173	6.17%	5.46%	-71	3.79%	3.67%	-11.38
SHB	10.61%	8.84%	-177	7.30%	6.62%	-68	3.61%	3.45%	-16.21
HDB	11.46%	10.59%	-86	6.79%	5.91%	-88	4.83%	5.11%	28.23
VIB	9.64%	7.55%	-209	5.50%	4.72%	-78	4.71%	4.50%	-20.70
LPB	9.33%	8.35%	-98	6.72%	6.01%	-71	3.23%	3.26%	2.74
TPB	9.03%	7.88%	-114	5.32%	4.83%	-50	3.93%	4.05%	12.46
MSB	8.46%	6.66%	-180	4.78%	3.98%	-80	4.10%	3.90%	-20.64
EIB	7.89%	6.50%	-138	6.02%	5.38%	-64	2.47%	2.54%	6.87
OCB	9.11%	7.58%	-152	6.33%	5.55%	-78	3.59%	3.60%	1.14
VBB	8.11%	6.65%	-146	6.72%	6.01%	-71	1.66%	1.65%	-1.16
VAB	9.09%	7.58%	-151	7.16%	6.82%	-34	1.86%	2.12%	26.19
KLB	9.90%	8.49%	-141	7.32%	6.86%	-46	2.59%	2.60%	0.89
PGB	7.04%	6.10%	-94	4.66%	4.03%	-63	2.66%	2.67%	0.99

Nguồn: NHNN, KBSV

Các ngân hàng có tín dụng được dẫn dắt bởi nhóm KHDN như TCB, HDB, LPB có mức NIM cải thiện tương đối tích cực, trong khi các NHQD với vai trò đi đầu hạ lãi suất để hỗ trợ kinh tế, các ngân hàng tập trung cho vay bán lẻ bị ảnh hưởng tăng trưởng trong quý 1 sẽ có NIM cải thiện với tốc độ chậm hơn.

Biểu đồ 5. Tỷ lệ CASA của một số ngân hàng



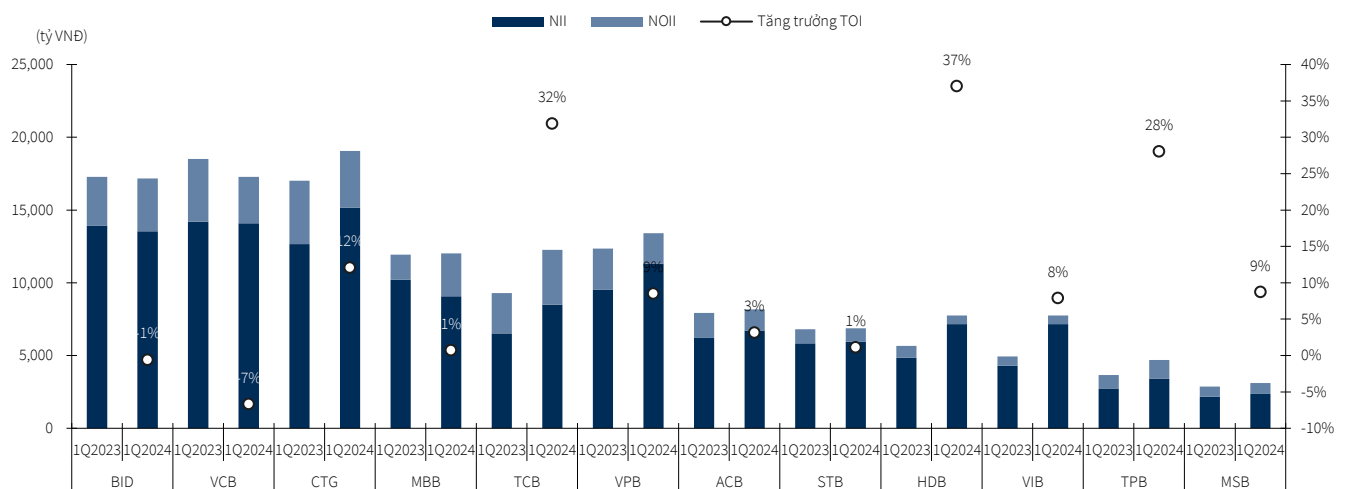
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Tăng trưởng của các nguồn thu ngoài lãi (NOII) bù đắp cho thu nhập lãi thuần (NII)

Những ngân hàng có mức tăng trưởng tín dụng tích cực, đi kèm với NIM cải thiện đồng thời cũng ghi nhận sự tăng trưởng thu lãi thuần (NII) tương đối cao trong quý 1 (HDB +48% YoY, TCB +30% YoY, CTG +20% YoY), ngoài ra VPB đã ghi nhận tăng trưởng dương trở lại (+19% YoY) sau 5 quý tăng trưởng âm YoY, nhờ tín dụng trong quý 1 tương đối khả quan so với cùng kỳ. Các ngân hàng còn lại trong danh mục theo dõi đều có NII cải thiện nhẹ, phù hợp với diễn biến tín dụng trong 3 tháng đầu năm.

Thu nhập từ hoạt động dịch vụ tăng nhẹ 2% YoY nhưng giảm 20% so với quý trước liên quan đến nhu cầu thanh toán tăng cao trong thời điểm cuối năm. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy hoạt động bancassurance tại các ngân hàng vẫn chưa có sự hồi phục đáng kể, nhất là sau luật các TCTD sửa đổi, kiểm soát hoạt động này chặt chẽ hơn. Nguồn thu từ hoạt động Chứng khoán kinh doanh, Chứng khoán đầu tư cũng giúp một số ngân hàng cải thiện thu nhập ngoài lãi (NOII) như MBB tăng trưởng 6 lần svck, TCB lãi hơn 1000 tỷ trong khi Q1/2023 lỗ, TPB tăng 14 lần...

Biểu đồ 3. NII, NOII và tăng trưởng TOI của các nhóm ngân hàng



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Chất lượng tài sản giảm nhẹ trong quý 1/2024

Chất lượng tài sản của các ngân hàng quý 1/2024 suy giảm nhẹ, NPL của toàn ngành đã tăng thêm 24bps lên mức 2.2% so với cuối năm 2023, NPL điều chỉnh (bao gồm cả nhóm 2) tăng 44bps QoQ do nợ nhóm 2 tăng 12% so với quý trước. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tiếp tục xu hướng giảm ở hầu hết các ngân hàng khi bộ đệm tiếp tục được sử dụng để xử lý nợ xấu. Nhóm NHQD (SoBs) có sự sụt giảm mạnh nhất do trích lập dự phòng giảm mạnh so với cùng kỳ và so với quý trước, dù vậy tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) của nhóm này vẫn được duy trì ở mức tương đối cao và an toàn (150-200%). Nhóm NHTMCP quy mô lớn chỉ còn TCB duy trì LLCR trên 100%, MBB sụt giảm đang kể so với quý trước do nguyên nhân suy giảm chất lượng tài sản đã đề cập bên trên.

Để giảm bớt áp lực nợ xấu trong quý 1, các ngân hàng vẫn đẩy mạnh sử dụng nguồn trích lập trước đó để xử lý nợ xấu khỏi bảng cân đối. Trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi, phần dùng để xử lý nợ xấu trong quý 1 thấp hơn quý 4/2023 nhưng vẫn ở mức cao ngang so với quý 3/2023 (biểu đồ 7). Chúng tôi cho rằng các ngân hàng vẫn đang sử dụng nguồn trích lập lớn trong giai đoạn trước để cải thiện chất lượng tài sản trong giai đoạn này, nhưng cũng là thách thức cho các ngân hàng khi bộ đệm dự phòng mỏng đi, đồng nghĩa với việc các ngân hàng sẽ phải trích lập nhiều hơn trong tương lai.

Tỷ lệ nợ xấu tăng so với cuối năm 2023 ở hầu hết các ngân hàng trong bối cảnh kinh tế ảm đạm và do tác động một phần từ việc phân loại CIC. TCB và VPB là 2 ngân hàng duy nhất ghi nhận NPL giảm, trong đó TCB dùng gần 1,000 tỷ đồng để xử lý nợ xấu trong quý 1; NPL của VPB được hỗ trợ nhờ sự cải thiện chất lượng các khoản vay tại FE Credit (-98bps) bên cạnh đẩy mạnh xử lý nợ xấu, song nợ nhóm 2 lại tăng mạnh chủ yếu từ hoạt động cho vay kinh doanh BDS.

Biểu đồ 6. Chất lượng tài sản của các ngân hàng

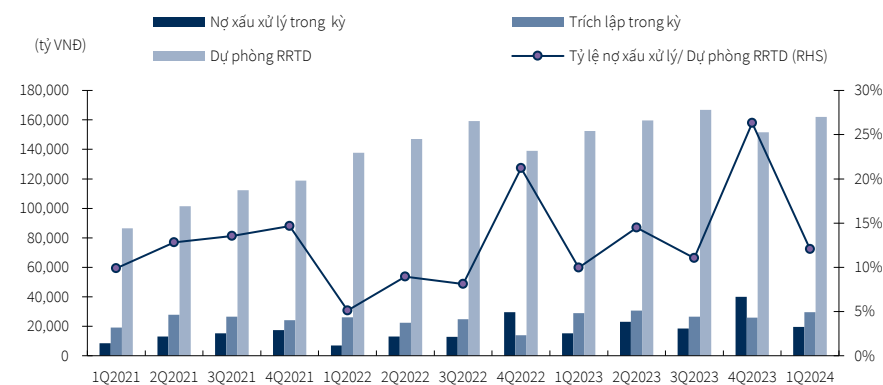
1Q2024	NPL			NPL điều chỉnh G2			LLCR		
	4Q2023	1Q2024	+/-bps (QoQ)	4Q2023	1Q2024	+/-bps (QoQ)	4Q2023	1Q2024	QoQ
BID	1.3%	1.5%	25	2.8%	3.6%	73	182%	153%	-29%
VCB	1.0%	1.2%	24	1.4%	1.8%	36	230%	200%	-30%
CTG	1.1%	1.3%	22	2.7%	2.9%	26	167%	151%	-16%
MBB	1.6%	2.5%	88	3.9%	4.8%	90	117%	80%	-37%
TCB	1.2%	1.1%	-3	2.0%	2.2%	21	102%	106%	4%
VPB	5.0%	4.8%	-17	11.9%	13.1%	124	52%	53%	2%
ACB	1.2%	1.5%	24	1.9%	2.2%	37	91%	79%	-13%
STB	2.3%	2.3%	0	3.0%	3.1%	13	69%	73%	4%
SHB	2.8%	3.0%	17	4.1%	4.5%	41	78%	69%	-9%
HDB	1.8%	2.2%	45	7.0%	7.0%	-7	66%	57%	-9%
VIB	3.1%	3.6%	45	8.7%	9.2%	53	51%	50%	-1%
LBP	1.3%	1.4%	5	2.5%	2.2%	-28	94%	89%	-5%
TPB	2.0%	2.2%	19	4.9%	4.9%	6	64%	60%	-5%
MSB	2.9%	3.2%	31	4.6%	4.9%	29	55%	54%	-2%
EIB	2.7%	2.9%	21	4.0%	4.1%	10	41%	37%	-4%
OCB	2.8%	2.9%	12	4.8%	5.5%	67	50%	55%	5%
VAB	2.6%	3.1%	53	4.5%	5.4%	85	38%	34%	-5%
KLB	1.6%	2.4%	76	2.1%	2.4%	32	67%	52%	-15%
PGB	1.9%	2.5%	52	3.1%	3.7%	58	62%	50%	-12%
	2.6%	2.9%	37	4.0%	4.3%	29	39%	32%	-7%

Nguồn: Báo cáo ngân hàng, KBSV

Chú thích: NPL điều chỉnh được tính bằng tổng nợ nhóm 2-5/ tổng dư nợ tín dụng

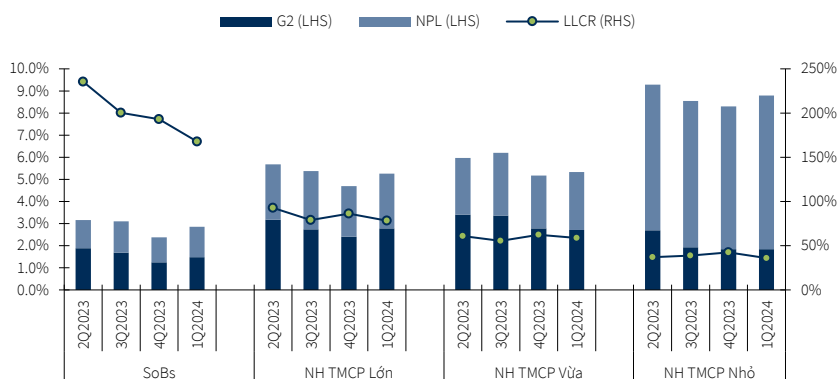
Phần nợ xấu xử lý trong quý 1 của các ngân hàng nằm trong danh mục theo dõi của chúng tôi thấp hơn 51% so với quý trước, nhưng vẫn ngang mức quý 3/2023. Để duy trì bộ đệm an toàn, các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi cũng đã tăng thêm phần trích lập (+15% YoY, +3% YoY). Dù vậy áp lực trích lập sẽ vẫn còn lớn do chúng tôi dự kiến các ngân hàng sẽ tiếp tục xử lý nợ xấu trong thời gian tới.

Biểu đồ 7. Tỷ lệ nợ xấu xử lý/dự phòng cuối kỳ của các ngân hàng trong danh mục



Nguồn: Báo cáo ngân hàng, KBSV

Biểu đồ 8. Tỷ trọng nợ nhóm 2-5 và LLCR của các nhóm ngân hàng



Nguồn: Báo cáo ngân hàng, KBSV

Triển vọng hoạt động 2H2024

Giữ nguyên kỳ vọng tăng trưởng tín dụng 15% YoY

Tốc độ giải ngân tương đối ảm đạm trong những tháng đầu năm, nhưng chúng tôi vẫn cho rằng tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế sẽ hoàn thành kế hoạch 15% dựa trên những kỳ vọng bao gồm: (1) động lực tăng trưởng tín dụng trong 2H2024 kỳ vọng được đóng góp nhiều hơn từ phân khúc KHCN, (2) thị trường BĐS tiếp tục đà hồi phục sau những nỗ lực tháo gỡ vấn đề pháp lý của Chính phủ. Ngoài ra với tình hình tỷ giá căng thẳng ở hiện tại cùng với chi phí đầu vào tăng khi LSHĐ được dự báo sẽ tăng thêm 70-100bps, sẽ tạo áp lực tăng lên lãi suất cho vay. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay sẽ vẫn duy trì ở mức hợp lý hơn mức đỉnh của năm 2023, từ đó góp phần thúc đẩy nhu cầu tín dụng của nền kinh tế.

Lãi suất huy động có thể tăng thêm 70-100bps từ nay đến cuối năm

Theo như quan sát, lãi suất huy động ở một số ngân hàng đã tăng 10-40bps so với vùng đáy ở các kỳ hạn ngắn 1-12 tháng. KBSV nghiêng về kịch bản lãi suất huy động có thể tăng thêm từ 70-100 bps từ nay đến cuối năm trong bối cảnh áp lực tỷ giá vẫn hiện hữu cùng với nhu cầu huy động của các ngân hàng tăng phục vụ cho tăng trưởng tín dụng giai đoạn cao điểm cuối năm. Với mức tăng kỳ vọng như trên chúng tôi cho rằng đây là nhịp điều chỉnh lên mức nền hợp lý hơn (hiện tại lãi suất huy động vẫn thấp hơn vùng đáy Covid- biểu đồ 9) nhưng chưa xác lập xu hướng tăng lãi suất mạnh trở lại như giai đoạn 2022-2023.

Hạ mức kỳ vọng hồi phục của NIM, dự kiến cải thiện 10-20bps cho các ngân hàng trong danh mục theo dõi (dự phóng cũ 20-30bps)

Chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay trong thời gian tới khó có thể giảm thêm hạn chế mức giảm của IEA, thậm chí cải thiện nhẹ bởi (1) lãi suất cho vay hiện tại tương đối thấp so với mức đỉnh năm 2023; (2) ngân hàng yêu cầu mức lãi suất cho vay hợp lý để cân đối với rủi ro của khách hàng; (3) tín dụng hệ thống đã có tín hiệu tốt hơn trong tháng 4 và tháng 5; (4) kỳ vọng cho vay bán lẻ tốt hơn trong 2H2024.

Trong khi đó, với kịch bản dự phóng lãi suất huy động có thể tăng thêm 70-100bps có thể tác động đến CoF, nhưng dự kiến CoF của năm 2024 vẫn sẽ duy trì ở mức nền thấp do sự thay đổi của LSHĐ cần thời gian phản ánh vào chi phí vốn. Chúng tôi hạ dự phóng về mức độ hồi phục NIM năm 2024 của các ngân hàng trong danh mục theo dõi, kỳ vọng mới NIM cải thiện 10-20bps từ mức thấp của năm 2023.

Gia tăng trích lập để củng cố bộ đệm dự phòng

Chúng tôi thận trọng với chất lượng tài sản của toàn ngành khi kinh tế vẫn cần thêm thời gian hồi phục, cũng như các chính sách cần thêm thời gian để phát huy hết vai trò. Dù vậy, tính hình nợ xấu sẽ được cải thiện hơn so với năm 2023 nhờ (1) thông tư 02 dự kiến sẽ được gia hạn đến hết năm 2024 (với tác động chúng tôi đã đề cập trong [báo cáo trước](#)), (2) chính sách hỗ trợ của các ngân hàng thông qua lãi suất, (3) tháo gỡ những vấn đề pháp lý để các doanh nghiệp tiếp tục triển khai mở rộng hoạt động kinh doanh - sản xuất.

Dù vậy, sau giai đoạn đẩy mạnh xử lý nợ xấu kể từ Q3/2023 đến nay, chúng tôi nhận thấy bộ đệm dự phòng của toàn ngành đã suy giảm đáng kể (biểu đồ 8). Trong thời gian tới, áp lực trích lập sẽ tăng lên nhằm củng cố lại bộ đệm, chuẩn bị cho công cuộc xử lý nợ giai đoạn 2025-2026. Nhìn chung, tiềm ẩn nợ xấu vẫn còn hiện hữu khi mức độ hồi phục của thị trường BĐS/TPDN chưa thực sự như kỳ vọng.

Gia hạn thời gian áp dụng Thông tư 02 đến hết năm 2024

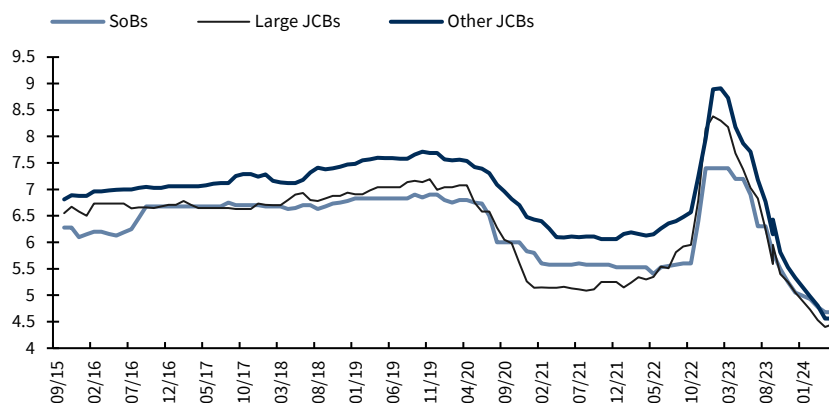
Chúng tôi đã cập nhật những thay đổi mới nhất trong việc gia hạn Thông tư 02 về thời gian áp dụng kéo dài đến hết năm 2024 tại [báo cáo triển vọng ngành](#). KBSV nhận định sự thay đổi này sẽ giải quyết quyết 2 vấn đề trước mắt (1) hỗ trợ cho khách hàng và nền kinh tế nói chung, (2) tác động tích cực đến các ngân hàng trong việc ghi nhận nợ xấu. Áp dụng tái cơ cấu các khoản nợ tạo điều kiện cho khách hàng có thêm thời gian sắp xếp tài chính, hạn chế ảnh hưởng đến xếp hạng tín dụng, từ đó tác động tổng thể đến nền kinh tế. Mặt khác việc giữ nguyên nhóm nợ sẽ giúp các ngân hàng giảm bớt áp lực gia tăng nợ xấu (trên báo cáo) trong khi vẫn thực hiện trích lập đầy đủ với những khoản nợ này.

Các yếu tố hồi phục của nền kinh tế sẽ hỗ trợ cho việc tái định giá cổ phiếu ngành ngân hàng

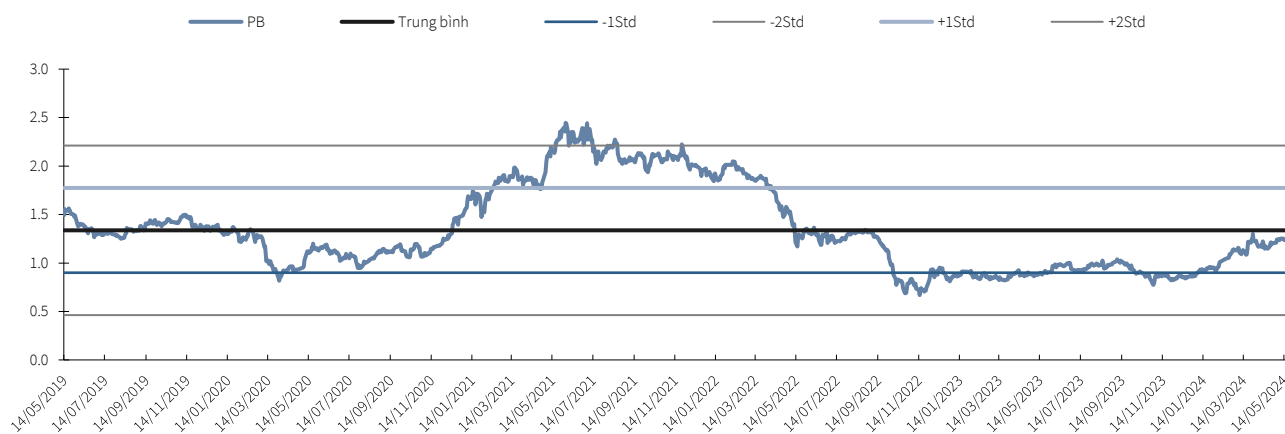
Các cổ phiếu ngành ngân hàng hầu như đã có 1 nhịp điều chỉnh sau khi tăng 15-20% trong những tháng đầu năm đưa P/B toàn ngành quay trở lại vùng 1.4x - phản ánh mức chiết khấu của thị trường cho nợ xấu tiềm ẩn, ROE suy giảm. Với triển vọng cho nửa sau năm 2024, KBSV kỳ vọng lợi nhuận của ngành sẽ được thúc đẩy bởi cầu tín dụng lĩnh vực BĐS, sự hồi phục của các hoạt động SX-KD; qua đó hỗ trợ tái định giá P/B cho ngành ngân hàng về mức hợp lý hơn. Trong ngắn hạn các cổ phiếu có thể sẽ có nhịp điều chỉnh nếu kết quả kinh doanh quý 2 và quý 3 chưa thực sự khởi sắc, nhưng sẽ là thời điểm thích hợp để mua vào những cổ phiếu tiềm năng cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Các cổ phiếu được chúng tôi khuyến nghị bao gồm: VCB, ACB, STB, TCB, VPB.

Biểu đồ 9. Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các nhóm ngân hàng

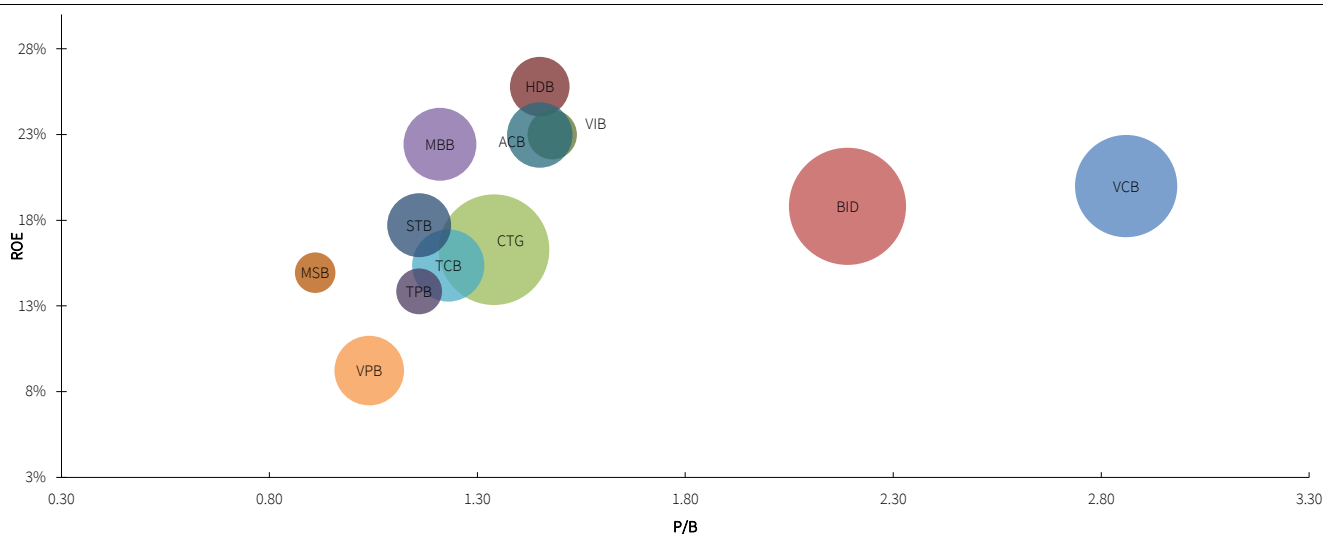
Lãi suất huy động của các ngân hàng đã rục rịch tăng trở lại, mức tăng 10-20bps ở nhóm ngân hàng lớn, NHTM khác có mức tăng mạnh hơn do nhu cầu thanh khoản của các ngân hàng này lớn hơn.



Nguồn: Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 10. P/B ngành ngân hàng

Nguồn: Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 11. ROE và P/B của một số ngân hàng trong danh mục theo dõi

Nguồn: Fiinpro, KBSV

Chú thích: độ lớn bong bóng đại diện cho quy mô tổng tài sản

Vietcombank (VCB)

Thận trọng trong việc giải ngân

14/06/2024

KQKD 1Q2024: LNTT giảm 4.5% YoY còn 10,718 tỷ đồng, hoàn thành 25.5% mục tiêu được giao

Tín dụng tăng trưởng chậm do sự thận trọng trong việc giải ngân

NIM cải thiện và dự báo sẽ đi ngang trong những quý còn lại

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 105,200 VND/cp

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 105,200
Tăng/giảm (%)	19.0%
Giá hiện tại (13/06/2024)	VND 88,400
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 110,000
Vốn hóa thị trường	487.9/19.2
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	53,246	53,621	60,804	71,918
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	46,832	45,809	52,058	60,339
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	29,899	33,033	35,667	42,414
EPS (VND)	6,318	5,910	6,381	7,126
Tăng trưởng EPS (%)	7%	-6%	8%	12%
P/E (x)	14.0	15.0	13.9	12.4
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	28,663	29,524	35,906	46,120
P/B (x)	3.09	3.00	2.47	1.92
ROE (%)	24.4	22.0	19.5	17.9
Tỷ suất cổ tức (%)	0.00	0.00	0.00	0.68

Nguồn: Fiinpro, KBSV

1Q2024, tổng thu nhập hoạt động (TOI) giảm 6.7% YoY do kết quả kém khả quan ở cả thu nhập lãi thuần (-0.9% YoY) và thu nhập ngoài lãi (-25.8% YoY). Chi phí hoạt động và chi phí tín dụng đều được kiểm soát tốt trong quý 1. Theo đó, LNTT giảm 4.5% YoY xuống còn 10,718 tỷ đồng, đạt 25.5% mục tiêu lợi nhuận được giao.

Tăng trưởng tín dụng kém khả quan trong 1Q2024, ngoài yếu tố mùa vụ và việc tín dụng đã tăng mạnh vào Q4/2023, nguyên nhân còn đến từ sự thận trọng của ngân hàng trong việc giải ngân. VCB cho biết chỉ tập trung vào nhóm khách hàng có năng lực tài chính và khả năng chống đỡ rủi ro. Do đó, KBSV điều chỉnh dự phóng tăng trưởng tín dụng 2024 của VCB từ 14% xuống 12.5% - vượt nhẹ mức kế hoạch mà ngân hàng đề ra và cao hơn kết quả của năm 2023 (10.7%).

NIM trong 1Q2024 cải thiện lên 3.15% và dự báo sẽ đi ngang ở vùng này trong 3 quý còn lại. Trong đó, lãi suất bình quân đầu ra khó tăng trở lại do VCB vẫn sẽ duy trì mức lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ doanh nghiệp theo định hướng của Chính phủ. Trong khi đó, lãi suất huy động chịu áp lực tăng trở lại vào cuối năm nhưng cần có độ trễ để phản ánh vào chi phí vốn (COF).

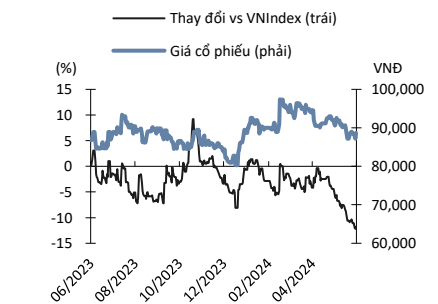
Sử dụng 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho năm 2024 của cổ phiếu VCB là 105,200 VND/cp, cao hơn 19.0% so với giá tại ngày 13/06/2024. Khuyến nghị MUA với cổ phiếu VCB.

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	25.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	131.0/5.2
Sở hữu nước ngoài (%)	23.4%
Cổ đông lớn	Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (63.34%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.5	-7.6	6.0	2.2
Tương đối	-7.4	-9.9	-10.7	-13.6



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)

Tín dụng khả quan trong bối cảnh khó khăn

13/06/2024

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

Cho vay doanh nghiệp dẫn dắt tăng trưởng tín dụng, phân khúc chính KHCN kỳ vọng cải thiện tốt hơn trong 2H2024

Chúng tôi kỳ vọng ACB có thể hoàn thành hạn mức tín dụng được giao 16%, trong đó, cho vay KHDN lớn dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng quy mô và tỷ trọng đóng góp. Về dài hạn, KBSV đánh giá ACB sẽ vẫn tập trung vào hoạt động cho vay bán lẻ nhờ những lợi thế, kinh nghiệm vốn có của ngân hàng với nhóm khách hàng này. Mức độ hồi phục cầu tín dụng KHCN được kỳ vọng sẽ tốt hơn trong nửa sau của năm 2024 ở các lĩnh vực cho vay tiêu dùng, cho vay hộ kinh doanh và cho vay mua nhà.

Hạ dự phóng NIM 4bps do dịch chuyển cơ cấu cho vay sang nhóm KHDN

KBSV cho rằng lãi suất cho vay đã tạo đáy và có thể hồi phục nhẹ từ Q3/2024. Mặt khác, lãi suất huy động đang có dấu hiệu tăng trở lại song sẽ cần thời gian để phản ánh vào CoF. Mức độ tác động làm tăng CoF sẽ ít hơn sự cải thiện của IEA khi chúng tôi cho rằng lãi suất khó có thể tăng mạnh như giai đoạn nửa đầu năm 2023. Kỳ vọng NIM của ngân hàng trong năm 2024 có thể đạt 3.95% - giảm 4bps so với dự phóng cũ do sự dịch chuyển cho vay sang KHDN có NIM thấp hơn cho vay KHCN.

Chất lượng tài sản sụt giảm nhưng với mức độ thấp hơn các ngân hàng khác

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tiếp diễn xu hướng giảm và đã giảm về mức 78.6% cuối Q1/2024, tạo áp lực trích lập nhiều hơn cho ngân hàng ngay từ quý 1 và dự kiến cả trong các quý sau để củng cố lại bộ đệm dự phòng. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy chất lượng tài sản suy giảm là kịch bản diễn ra ở tất cả các ngân hàng, không riêng ACB và thậm chí mức suy giảm tại ACB vẫn tích cực so với toàn ngành. KBSV vẫn đánh giá cao chất lượng tài sản của ACB thuộc top đầu ngành nhờ sở hữu tệp khách hàng tốt và khẩu vị rủi ro tương đối thận trọng.

Định giá – Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 30,200 VNĐ/CP

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng cho thu nhập ngoài lãi (NOII), NIM và nợ xấu phản ánh diễn biến hiện tại. Giá mục tiêu mới sau khi điều chỉnh chia cổ tức là 30,200 VNĐ/cp. Khuyến nghị MUA với tiềm năng tăng giá 23% so với ngày 12/06/2024.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	30,200VNĐ
Tăng/giảm (%)	23.0%
Giá hiện tại (//20)	VND 24,550
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 30,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	109.7/4.3

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	90%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	156/6.4
Sở hữu nước ngoài (%)	30%
Cổ đông lớn	5.48%
Vietnam Enterprise Investments Limited	

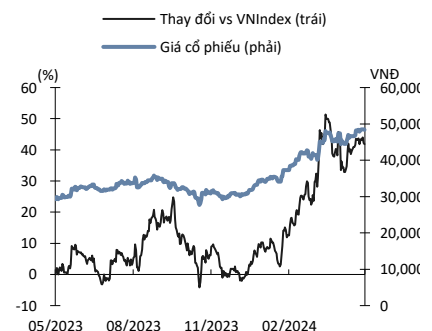
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.9	2.1	26.6	30.7
Tương đối	-2.9	-0.2	9.9	14.9

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	23,534	24,960	29,559	34,662
LN trước CF DPRSTD (tỷ VNĐ)	17,185	21,872	24,425	28,626
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	13,688	16,045	17,740	20,779
EPS	4,053	4,131	4,567	5,350
Tăng trưởng EPS (%)	14%	2%	11%	17%
PER (x)	10.9	10.7	9.6	8.2
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	17,303	18,269	21,740	25,594
PBR (x)	2.54	2.41	2.02	1.72

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB)

Khó khăn đã được phản ánh vào giá

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh

linhpp@kbsec.com.vn

19/06/2024

LNTT quý 1 đạt 5,795 tỷ đồng - giảm 11% YoY trong bối cảnh tín dụng tăng trưởng yếu

Hạ dự phóng NIM 2024 do diễn biến không đạt kỳ vọng trong quý 1

Chất lượng tài sản sụt giảm mạnh chỉ là yếu tố mang tính tạm thời

Định giá – Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 27,000 VNĐ/CP

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 27,000
Tăng/giảm (%)	16.1%
Giá hiện tại (18/06/2024)	VND 23,250
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 28,500
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	123.4/4.8

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	36,023	38,684	46,592	57,607
LN trước CF DPRRTD (tỷ VND)	30,777	32,393	38,751	46,705
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	18,155	21,054	23,571	28,157
EPS	3,856	3,966	4,427	5,278
Tăng trưởng EPS (%)	15%	3%	12%	19%
PER (x)	11.4	11.1	9.9	8.3
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	17,559	18,548	22,323	27,001
PBR (x)	2.51	2.37	1.97	1.63
ROE (%)	25.6%	23.9%	22.1%	21.9%

Nguồn: Fiinpro, KBSV

Tăng trưởng tín dụng chậm lại, cùng với NIM suy giảm đã ảnh hưởng đến thu lãi thuần (giảm 11% YoY). Chất lượng tài sản suy giảm đáng kể trong quý 1 với nợ xấu tăng mạnh, bộ đệm dự phòng sụt giảm tương đối (từ 117% năm 2023 còn 80% đến cuối quý 1/2024). Chi phí dự phòng ở mức cao cũng ảnh hưởng đến LNTT - đạt 5,795 tỷ đồng (-11% YoY), hoàn thành 19% dự phóng của chúng tôi.

KBSV kỳ vọng mức cải thiện của CoF sẽ đáng kể hơn từ quý 2, được hỗ trợ bởi Tiền gửi lãi suất thấp. Hiệu ứng của các “khoản vay tạm thời” (cho lợi suất thấp) đã kết thúc trong quý 1, bên cạnh lãi suất cho vay của ngân hàng khó giảm thêm sẽ là động lực giúp IEA giảm chậm hơn. Nhìn chung, NIM của ngân hàng dự kiến sẽ tăng trở lại từ quý 2 hoặc quý 3/2024, song chúng tôi hạ dự phóng cho NIM 2024 của ngân hàng về mức 4.75% (giảm 12 bps so với dự phóng cũ) do triển vọng quý 1 không đạt kỳ vọng.

Mặc dù diễn biến chất lượng tài sản trong quý 1/2024 ở dưới mức kỳ vọng trước đó, song chúng tôi cho rằng đây là yếu tố mang tính tạm thời và nợ xấu đã tạo đỉnh trong quý 1. Cơ sở cho việc chất lượng tài sản sẽ dần được cải thiện tích cực từ quý 2/2024 đến từ: (1) Ngân hàng chủ động giảm tỷ trọng cho vay các lĩnh vực rủi ro (BDS, TPDN) trong nhiều quý liên tiếp (từ 19% tổng tín dụng quý 1/2022 còn 16% trong quý 1/2024); (2) kỳ vọng KH lớn chuyển nhóm nợ trong quý 2/2024; (3) triển vọng kinh tế hồi phục tốt hơn trong 2H2024.

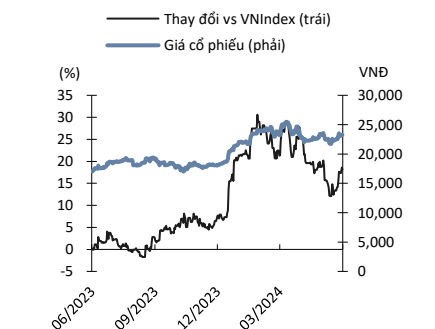
Chúng tôi cho rằng giai đoạn khó khăn với những thông tin tiêu cực đã được phản ánh vào giá cổ phiếu trong thời gian vừa qua. Giá mục tiêu mới sau khi điều chỉnh dự phóng là 27,000 VNĐ/cp.

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	467.2/18.5
Sở hữu nước ngoài (%)	23.23%
Cổ đông lớn	14.14%
Tập đoàn CN-VT quân đội	

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.0	0.2	29.2	36.8
Tương đối	-0.5	-2.6	10.2	18.2



Nguồn: Bloomberg, KBSV

COMPANY REPORT



Techcombank (TCB)

Khởi đầu thuận lợi

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

15/05/2024

Cho vay lĩnh vực BĐS dẫn dắt tăng trưởng tín dụng trong quý tới

Chúng tôi dự báo tín dụng của TCB sẽ tiếp tục được dẫn dắt nhờ sự phục hồi của thị trường BĐS: (1) niềm tin của người mua nhà tiếp tục được cải thiện; (2) nguồn cung tăng thêm từ các dự án mới/giai đoạn tiếp sau của dự án hiện hữu gia nhập vào thị trường; (3) Mặt bằng lãi suất được duy trì ở mức hợp lý. Chúng tôi giữ nguyên kỳ vọng cho tăng trưởng tín dụng năm 2024 ở kịch bản cơ sở là 21% YoY.

CASA tạo thêm dư địa để tiếp tục kiểm soát chi phí vốn, NIM hồi phục trước khi lãi suất huy động tăng trở lại

KQKD tương đối tích cực trong quý 1, chúng tôi điều chỉnh nâng mức kỳ vọng NIM năm 2024 cho TCB từ 4.07% (dự phóng cũ) lên 4.34% (+33 bps YoY). Mức NIM kỳ vọng cho năm 2025 là 4.64% được thúc đẩy bởi việc tích cực thu hồi phần hỗ trợ KH từ chính sách Flexible Price.

Cần thêm thời gian để đưa chất lượng tài sản ổn định trở lại

Mặc dù ngân hàng đã tích cực trích lập dự phòng rủi ro tín dụng, song phần xử lý nợ xấu cũng tương đối lớn khiến bộ đệm dự phòng của ngân hàng chưa thực sự ghi nhận sự cải thiện đáng kể. Chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ cần thêm thời gian để cân bằng lại chất lượng tài sản về mức như trước đây khi bối cảnh kinh tế chung hồi phục tốt hơn.

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu 54,500 VNĐ/cp

Sau khi điều chỉnh kỳ vọng về KQKD, chúng tôi nâng mức giá mục tiêu của TCB từ 45,200 VNĐ/cp lên 54,500 VNĐ/cp. Với tiềm năng tăng giá 14% so với giá đóng cửa ngày 14/5/2024, KBSV duy trì quan điểm TRUNG LẬP với cổ phiếu TCB.

TRUNG LẬP duy trì

Giá mục tiêu VND 54,500

Tăng/giảm (%)	7.8%
Giá hiện tại (14/5/2024)	VND 47,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 51,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	169.6/6.7

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	30,290	27,691	32,101	39,509
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	27,504	26,809	29,715	35,188
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	20,436	18,191	20,859	26,018
EPS (đồng/cổ phiếu)	5,729	5,111	5,853	7,296
Tăng trưởng EPS (%YoY)	11%	-11%	15%	25%
PER (x)	7.7	8.6	7.5	6.0
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	32,248	37,368	42,620	49,317
PBR (x)	1.36	1.18	1.03	0.89
ROE (%)	19.8%	14.8%	14.8%	16.1%

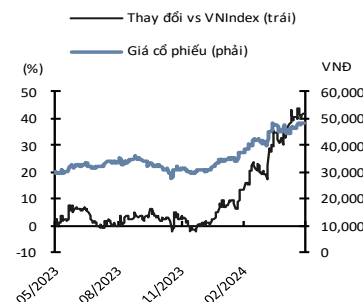
Nguồn: KB Securities Vietnam

Dữ liệu giao dịch

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

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	2.3	30.0	57.0	65.5
Tương đối	4.8	26.2	43.8	48.9



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

BIDV (BID)

Kì vọng cải thiện NIM trong 2H2024

13/06/2024

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

1Q2024, LNTT đạt 7,390 tỷ VND, tăng 6.8% YoY

1Q2024, BID có thu nhập lãi thuần đạt 13,541 tỷ VND (-8.9% QoQ, -2.8% YoY); thu nhập ngoài lãi đạt 3,630 tỷ VND (-36.7% QoQ, +8.6% YoY) khiến TOI đạt 17,171 tỷ VND (-16.7% QoQ, -0.6% YoY). Chi phí trích lập dự phòng đạt 4,389 tỷ VND (-10.2% QoQ, +6.8% YoY) khiến LNTT tăng nhẹ, đạt 7,390 tỷ VND (-6.3% QoQ, +6.8% YoY).

Kì vọng NIM cải thiện trong nửa cuối năm nhờ động lực từ chi phí vốn thấp

NIM 1Q2024 đạt 2.55%, giảm 2bps QoQ, chủ yếu đến từ việc BID đẩy mạnh hạ lãi suất cho vay để hỗ trợ sự phục hồi của nền kinh tế. KBSV kì vọng NIM sẽ hồi phục trong nửa cuối năm 2024 với động lực từ chi phí vốn giảm tuy nhiên sẽ không quá mạnh do BID vẫn sẽ duy trì mặt bằng lãi suất cho vay thấp, đi đầu ngành ngân hàng trong hoạt động hỗ trợ nền kinh tế hồi phục.

Đặt kế hoạch tăng trưởng tín dụng 14.04% năm 2024. Phát hành riêng lẻ dự kiến tỷ lệ 2.89%

BID đặt kế hoạch tăng trưởng tín dụng 2024 đạt 14.04% YoY; Tỷ lệ nợ xấu nhỏ hơn hoặc bằng 1.4%; Bên cạnh đó, ĐHCĐ thông qua phương án tăng vốn điều lệ trong năm 2024 thêm 13,619 tỷ VND (+23.9% YTD) từ 2 nguồn: (1) Nguồn chi trả cổ tức năm 2022 bằng cổ phiếu 11,970 tỷ VND; (2) Phát hành cổ phiếu cho nhà đầu tư thông qua chào bán riêng lẻ, dự kiến tỷ lệ 2,89% vốn điều lệ tại ngày 31/12/2023.

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu 52,200 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu BID. Giá mục tiêu cho năm 2024 là 52,200VND/cp, cao hơn 9.0% so với giá tại ngày 12/06/2024.

Trung lập duy trì

Giá mục tiêu	52,200
Tăng/giảm (%)	9.0%
Giá hiện tại (//20)	VND 47,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 51,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	273.9/10.8

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	4.01%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	83.8/3.3
Sở hữu nước ngoài (%)	17.1%
Cổ đông lớn	SBV (80.99%)

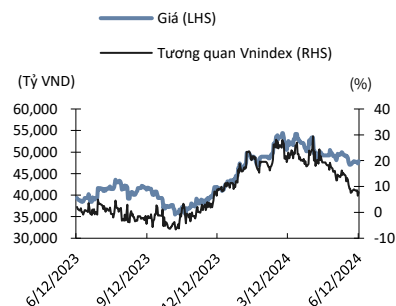
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.4	-8.9	15.1	21.7
Tương đối	-6.3	-11.3	-1.5	5.9

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	56,070	56,136	67,219	79,561
LN thuần trước CF DPRSTD (tỷ VNĐ)	47,025	47,932	55,852	65,512
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	18,159	21,505	23,810	29,038
EPS (VNĐ)	3,590	3,773	3,371	4,112
Tăng trưởng EPS (%)	72%	5%	-11%	22%
PER (x)	13.3	12.7	14.2	11.6
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	20,597	21,554	22,169	26,281
PBR (x)	2.33	2.22	2.16	1.82
ROE (%)	19.3	19.4	17.4	17.3
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

VietinBank (CTG)

Đặt kế hoạch tăng trưởng tín dụng 14-15%

18/06/2024

 Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn
1Q2024, LNTT đạt 6,210 tỷ VND, tăng 6.8% YoY

1Q2024, CTG có thu nhập lãi thuần đạt 15,174 tỷ VND (+4.1% QoQ, +19.8% YoY); thu nhập ngoài lãi đạt 3,893 tỷ VND (-0.3% QoQ, -10.6% YoY) khiến TOI đạt 19,067 tỷ VND (+3.2% QoQ, +12.0% YoY). Trong kì, CTG đẩy mạnh trích lập dự phòng 8,049 tỷ VND (+80% QoQ, +19.7% YoY) khiến LNTT đạt 6,210 tỷ VND, tăng nhẹ 3.8% YoY.

Đặt kế hoạch tăng trưởng tín dụng 14-15% năm 2024, chi phí tín dụng ở mức 1.3%

Tại ĐHCĐ thường niên 2024, CTG đặt kế hoạch tăng trưởng tín dụng đạt 14 - 15%; NIM duy trì ~ 3%; Tỷ lệ nợ xấu <1.8%, Chi phí tín dụng ở mức 1.3% tương đương chi phí trích lập dự kiến ~ 20 nghìn tỷ VND; Thu hồi nợ xấu đạt khoảng 4.7 - 5 nghìn tỷ VND cho cả năm.

Kì vọng duy trì mức NIM tốt trong 2H2024

Theo quan điểm của KBSV, CTG sẽ duy trì mức NIM tốt ~ 2.95% dựa trên: (1) Chi phí vốn tiếp tục được cải thiện khi nền lãi suất huy động vẫn ở mức thấp so với giai đoạn 2021-2022 cùng với các khoản huy động lãi suất cao giai đoạn 4Q2022 - 1Q2023 đáo hạn; (2) Lãi suất cho vay hiện đã ở mức thấp và ngân hàng không có áp lực lớn để giảm lãi suất cho vay do tăng trưởng tín dụng vẫn đang diễn ra đúng kế hoạch.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 40,200 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CTG. Giá mục tiêu cho năm 2024 là 40.200VND/cp, cao hơn 22.9% so với giá tại ngày 17/06/2024.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 52,200
Tăng/giảm (%)	22.7%
Giá hiện tại (17/06/2024)	VND 32,750
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 37,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	174.0/6.8

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	319.4/12.6
Sở hữu nước ngoài (%)	26.3%
Cổ đông lớn	SBV (64.46%)

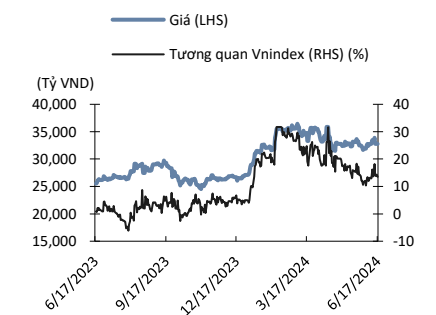
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.1	-1.7	25.7	28.4
Tương đối	-1.2	-4.2	9.0	14.1

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	47,792	52,957	62,294	70,425
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	44,922	50,105	55,729	62,389
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	16,924	19,904	23,172	27,075
EPS (VND)	3,522	3,706	4,315	5,042
Tăng trưởng EPS (%)	20%	5%	16%	17%
PER (x)	9.3	8.8	7.6	6.5
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	22,539	23,440	27,755	32,797
PBR (x)	1.45	1.40	1.18	1.00
ROE (%)	16.8	17.1	17.0	16.8
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Sacombank (STB)

Kế hoạch LNTT 2024 tăng 10.47%

31/05/2024

1Q2024, LNTT đạt 2,654 tỷ VND, tăng 11.4% YoY

STB đã bán thành công khoản nợ liên quan đến khu công nghiệp Phong Phú

Đặt kế hoạch LNTT 2024 thận trọng, tăng 10.47% YoY

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 40,000 VND/cp

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 40,000
Tăng/giảm (%)	41.6%
Giá hiện tại (30-05-2024)	VND 28,250
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 39,100
Vốn hóa (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	52.5/2.1

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	17,147	22,072	25,368	27,871
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	15,221	13,283	16,159	19,871
LNST của ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	5,041	7,719	10,238	12,413
EPS (VNĐ)	2,674	4,094	5,430	6,584
Tăng trưởng EPS (%)	48%	53%	33%	21%
PER (x)	10.5	6.9	5.2	4.3
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	20,489	24,259	29,690	36,274
PBR (x)	1.38	1.16	0.95	0.78
ROE (%)	13.8	18.3	20.1	20.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng

tungna@kbsec.com.vn

(84) 24-7303-5333

1Q2024, STB có thu nhập lãi thuần đạt 5,951 tỷ VND (+5.6% QoQ, +2.0% YoY); TOI đạt 6,875 tỷ VND (+2.5% QoQ, +1.1% YoY). Chi phí trích lập dự phòng duy trì mức thấp tương đương 4Q2023, đạt 678 tỷ VND (+24.6% QoQ, -32.3% YoY) khiến LNTT cải thiện tốt, đạt 2,654 tỷ VND, tăng 11.4% YoY.

Theo thông tin từ ĐHCĐ thường niên 2024, STB đã bán thành công khoản nợ liên quan đến khu công nghiệp Phong Phú. Đến thời điểm hiện tại STB đã thực thu 20% tổng giá trị bán, dự thu tiếp 40% trong năm 2024 và 40% còn lại trong năm 2025. KBSV kì vọng STB sẽ ghi nhận thu nhập khác từ thương vụ khoảng 1,336 tỷ VND trong năm 2024 sau khi trích lập toàn bộ phần nợ trái phiếu VAMC.

Tại ĐHCĐ thường niên 2024, STB đặt kế hoạch dư nợ tín dụng đạt 535,800 tỷ VND, tương đương mức tăng trưởng 11% YoY, NPL<2%, LNTT đạt 10,600 tỷ VND, tăng 10.47% YoY. Theo quan điểm của KBSV, STB sẽ có kết quả kinh doanh khả quan hơn kế hoạch đã đề ra dựa trên: (1) NIM duy trì ở mức tốt nhờ chi phí vốn được cải thiện; (2) Chất lượng tài sản vẫn đang được kiểm soát tốt; (3) Nguồn thu từ thương vụ bán khu công nghiệp Phong Phú.

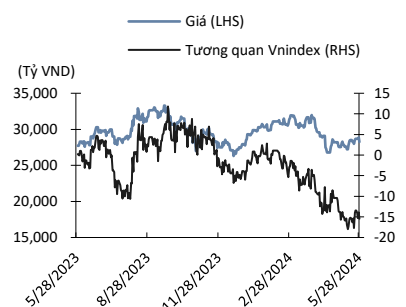
Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu STB. Giá mục tiêu cho năm 2024 là 40,000VND/cp, cao hơn 41.6% so với giá tại ngày 30/05/2024.

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	94.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	546.1/21.9
Sở hữu nước ngoài (%)	23.2%
Cơ cấu cổ đông	Dương Công Minh (3.32%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.2	-10.5	2.7	2.0
Tương đối	-5.0	-12.0	-13.6	-16.1



Nguồn: Bloomberg, KBSV

TienphongBank (TPB)

Lợi nhuận sẽ hồi phục trong năm 2024

21/06/2024

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

KQKD 1Q2024: LNTT cải thiện nhẹ, đạt 1,829 tỷ đồng (+3.6% YoY) – hoàn thành 24.4% kế hoạch năm

1Q2024, tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt 4,685 tỷ đồng (+5.4% QoQ và 28.0% YoY) nhờ sự cải thiện đến từ cả thu nhập lãi thuần (+25.2% YoY) và thu nhập ngoài lãi (+36.4% YoY). Tuy nhiên, áp lực trích lập dự phòng tăng cao (+274.9% YoY) đã khiến LNTT chỉ tăng nhẹ 3.6% YoY, đạt 1,829 tỷ đồng – hoàn thành 24.4% kế hoạch lợi nhuận của năm.

Tín dụng tăng trưởng theo kỳ vọng thị trường BĐS và nhu cầu tiêu dùng hồi phục

Dù kết quả quý 1 không được như kỳ vọng, KBSV giữ nguyên dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2024 của TPB là 15.75% - hoàn thành mức room được giao. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ nhu cầu tiêu dùng kỳ vọng gia tăng vào cuối năm sẽ cải thiện kết quả kinh doanh ở phân khúc bán lẻ. Đặc biệt là thị trường BĐS đang có dấu hiệu hồi phục tích cực sẽ là một yếu tố có lợi đối với mảng cho vay phát triển dự án BĐS và cho vay mua nhà của TPB.

NIM dự kiến thu hẹp nhẹ nhưng vẫn ở mức cao giúp hỗ trợ cho thu nhập lãi thuần

Dự báo NIM của TPB sẽ thu hẹp nhẹ xuống còn ~4% trong 3 quý còn lại chủ yếu do áp lực hạ lãi suất do vay, trong khi chi phí vốn sẽ được duy trì ở mức thấp nhờ tận dụng tốt lợi thế từ CASA. Dù vậy, chúng tôi đánh giá mức NIM này vẫn tích cực và là một yếu tố hỗ trợ cho thu nhập lãi thuần của TPB.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 22,700 VND/cp

Sử dụng 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho năm 2024 của cổ phiếu TPB là 22,700 VND/cp, cao hơn 24.4% so với giá tại ngày 20/06/2024. Khuyến nghị MUA với cổ phiếu TPB.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 22,700
Tăng/giảm (%)	24.4%
Giá hiện tại (20/06/2024)	VND 18,250
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 22,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	40.18/1.6

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	62.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	162.42
Sở hữu nước ngoài (%)	28.3%
Cổ đông lớn	CTCP FPT (6.77%)

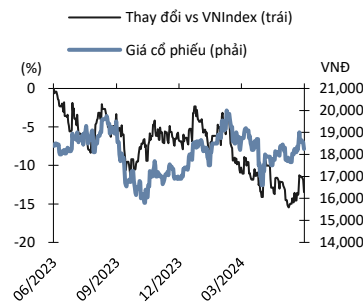
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.1	-1.9	8.0	-0.8
Tương đối	-1.4	-3.6	-7.3	-13.5

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	11,387	12,425	14,400	16,957
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	9,672	9,535	11,466	13,498
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	6,261	4,463	5,926	7,805
EPS (VND)	3,958	2,027	2,692	3,545
Tăng trưởng EPS (%)	30%	-49%	33%	32%
P/E (x)	4.6	9.0	6.8	5.1
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	20,382	14,872	17,064	20,609
P/B (x)	0.90	1.23	1.07	0.89
ROE (%)	21.5	13.7	16.9	18.8
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	13.7	2.7	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ngân hàng TMCP Quốc tế (VIB)

Tập trung xử lý chất lượng tài sản

21/06/2024

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

LNTT quý 1 đạt 2,502 tỷ VNĐ (-7% YoY), hoàn thành 21% dự phóng của KBSV

Tăng trưởng tín dụng đạt 0.5% YTD phản ánh diễn biến ảm đạm của nền kinh tế trong mùa thấp điểm 3 tháng đầu năm. Thu nhập ngoài lãi (NOII) có kết quả tích cực bù đắp cho sự sụt giảm của thu lãi thuần (NII), tựu chung Tổng thu nhập hoạt động (TOI) vẫn có mức tăng trưởng 8% YoY. Tuy nhiên, chi phí hoạt động và chi phí tín dụng đều tăng (+19% YoY và 41% YoY) nên LNTT của ngân hàng giảm nhẹ 7% YoY, đạt hơn 2,500 tỷ VNĐ - hoàn thành 20% dự phóng của năm của KBSV.

Triển vọng tín dụng dự kiến tốt hơn trong nửa sau năm 2024

Chúng tôi quan sát thấy tín dụng của VIB thường có mức tăng tốt hơn từ quý 2 trở đi, do vậy KBSV vẫn giữ kỳ vọng ngân hàng có thể đạt mức tăng trưởng 16% trong năm nay. Động lực hoàn thành hạn mức đến từ (1) Cho vay mua nhà sẽ động lực tăng trưởng chính (tăng trưởng 20% YoY); (2) cho vay mua xe hơi phục 15% YoY từ nền thấp; (3) cho vay bán buôn sẽ có mức tăng trưởng tốt hơn so với các năm trước.

Đẩy mạnh xử lý tài sản và thu hồi nợ đã xoá gia tăng nguồn thu nhập khác

KBSV đánh giá cao chất lượng khách hàng và tài sản thế chấp cho những khoản vay của VIB và chiến lược quản trị rủi ro của ngân hàng giúp tăng khả năng thu hồi những khoản nợ đã xoá. BLĐ cho biết dự kiến nợ thu hồi trong năm 2024 khoảng 1,000-1,500 tỷ VNĐ, đến năm 2025 có thể khôi phục 70% các khoản vay đã xoá. Ngoài ra, VIB cũng đang tích cực triển khai các giải pháp quản trị rủi ro để kiểm soát NPL tăng thêm. NPL dự phóng cho năm 2024 sẽ giảm về 3.3% từ mức 3.6% cuối quý 1.

Định giá – Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 28,800 VNĐ/CP

Sau khi điều chỉnh dự phóng với một số nguồn thu và chi phí dự phòng, chúng tôi nâng định giá cổ phiếu VIB lên mức 28,800 VNĐ/CP. Khuyến nghị MUA với tiềm năng tăng giá là 31% so với giá đóng cửa ngày 20/06/2024.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 28,800
Tăng/giảm (%)	30.9%
Giá hiện tại (18/06/2024)	VND 22,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 26,900
Vốn hóa thị trường	55.7/2.2
(nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	14,963	17,361	19,716	23,367
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	11,861	15,550	17,511	20,309
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	8,469	8,563	10,742	12,472
EPS	4,018	3,376	4,235	4,916
Tăng trưởng EPS (%)	-3%	-16%	25%	16%
PER (x)	11.0	13.0	10.4	8.9
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	15,492	14,956	17,920	22,077
PBR (x)	2.84	2.94	2.46	1.99
ROE (%)	29.7%	24.3%	25.8%	24.6%

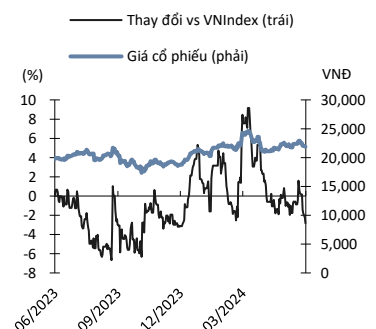
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	76.5%
Sở hữu nước ngoài (%)	133.3/5.3
Cổ đông lớn	20%
Commonwealth Bank of Australia	

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.1	-9.9	16.8	10.9
Tương đối	-3.6	-10.4	0.3	-2.8



VPBank (VPB)

Kế hoạch tăng trưởng LNTT 114.4% năm 2024

16/05/2024

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

1Q2024, LNTT đạt 4,182 tỷ VND, tăng 64.0% YoY

1Q2024, VPB có thu nhập lãi thuần đạt 11,323 tỷ VND (+2.5% QoQ, +18.8% YoY); TOI đạt 13,411 tỷ VND (+0.5% QoQ, +8.5% YoY). Chi phí trích lập dự phòng đạt 5,762 tỷ VND (-17.9% QoQ, -9.8% YoY) khiến LNTT cải thiện mạnh mẽ, đạt 4,182 tỷ VND (+54.4% QoQ, +64.0% YoY).

VPB đặt kế hoạch LNTT đạt 23,165 tỷ VND, tăng 114.4% YoY

Tại ĐHCĐ thường niên 2024, VPB đặt kế hoạch kết quả kinh doanh 2024 khá tham vọng với tăng trưởng tín dụng 25% YoY; Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất <5%; LNTT đạt 23,165 tỷ VND, tăng 114.4% YoY. Ngoài ra, VPB sẽ chi trả cổ tức tiền mặt 10% với thời gian thực hiện trong 2Q hoặc 3Q2024.

Bộ đệm dự phòng mỏng tạo áp lực trích lập lớn trong năm 2024

Áp lực trích lập dự phòng của VPB trong năm 2024 vẫn sẽ ở mức cao dựa trên: (1) Tỷ lệ bao phủ nợ xấu hiện chỉ đạt 34.45% nếu tính cả phần nợ tái cơ cấu theo thông tư 02 và nợ trái phiếu VAMC; (2) Đẩy nhanh quy mô tín dụng trong bối cảnh nền kinh tế còn yếu tiềm ẩn rủi ro gia tăng nợ xấu; (3) Tỷ lệ nợ nhóm 2 trong 1Q2024 tăng mạnh, cho thấy chất lượng tài sản đang có những bất ổn sau 2 quý hồi phục tương đối tốt.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 26,000 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VPB. Giá mục tiêu cho năm 2024 là 26,000VND/cp, cao hơn 34.0% so với giá tại ngày 16/05/2024.

MUA duy trì

Giá mục tiêu VND26,000

Tăng/giảm (%)	34.0%
Giá hiện tại (16-05-2024)	VND 19,400
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 22,600
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	152.7/6.0

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	41,021	38,175	51,835	71,370
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	43,681	35,798	47,746	64,327
LNST (tỷ VND)	18,168	9,974	14,261	19,280
EPS (VND)	2,694	1,257	1,798	2,430
Tăng trưởng EPS (%)	4%	-53%	43%	35%
PER (x)	7.2	15.4	10.8	8.0
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	15,349	17,620	19,291	21,596
PBR (x)	1.26	1.10	1.01	0.90
ROE (%)	17.8	7.0	9.9	12.5
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	5.2	5.2

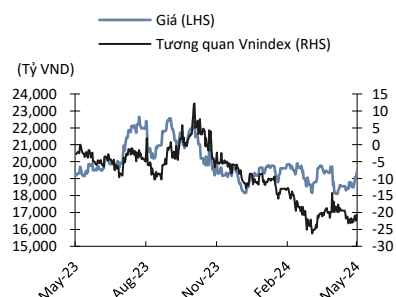
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	89.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	289.9/11.6
Sở hữu nước ngoài (%)	27.6%
Cơ cấu đồng	SMBC (15.01%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	6.9	-2.3	0.5	1.0
Tương đối	0.5	-7.2	-14.7	-18.6



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Ngành chứng khoán

Kì vọng nâng hạng thị trường trong năm 2025

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng
(+84) 24-7303-5333 tungna@kbsec.com.vn

28/06/2024

Lợi nhuận hoạt động và lợi nhuận sau thuế của nhóm công ty chứng khoán theo dõi trong 3 tháng đầu năm có sự cải thiện mạnh mẽ so với cùng kì

Quý 1/2024 (1Q2024), tổng lợi nhuận hoạt động của nhóm 21 Công ty chứng khoán có quy mô lớn nhất đạt 9,148 tỷ VND (+14.0% QoQ, +66.9% YoY); LNST đạt 5,309 tỷ VND, tăng 34.6% QoQ và 114.3% YoY. Lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ trong 1Q2024 nhờ đà tăng giá kéo theo sự hồi phục thanh khoản của thị trường tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh của các công ty chứng khoán.

Đà hồi phục đến từ tất cả các mảng kinh doanh, đặc biệt ở mảng môi giới chứng khoán và mảng đầu tư

1Q2024, lợi nhuận gộp mảng môi giới nhóm CTCK theo dõi đạt 881 tỷ VND, tăng 314% YoY; Mảng đầu tư đạt 4,395 tỷ VND tăng 120.3% YoY; Mảng cho vay ký quỹ đạt 3,844 tỷ VND, tăng 57.3% YoY với lợi suất trung bình đạt 9.5%. ROE lũy kế 12 tháng đạt 10.3%, tăng nhẹ so với năm 2023 đạt 8.9% tuy nhiên vẫn ở mức thấp so với các năm trước do các CTCK đẩy mạnh tăng vốn.

KBSV kì vọng thị trường vẫn duy trì tích cực về giá và thanh khoản trong 2H2024

KBSV duy trì quan điểm tích cực về giá và thanh khoản đối với thị trường chứng khoán Việt Nam trong 2H2024 dựa trên: (1) Định giá thị trường ở ngưỡng hợp lý; (2) Thanh khoản thị trường sẽ duy trì ở mức cao trong 2H2024 nhờ nền lãi suất thấp.

Nâng hạng thị trường sẽ là động lực cho ngành chứng khoán Việt Nam trong trung – dài hạn

Theo quan điểm của KBSV, khả năng để thị trường Việt Nam có thể được quyết định nâng hạng trong kì tháng 9/2024 là không cao do vướng mắc về mặt cơ chế và hệ thống cần nhiều thời gian xử lý. Tuy nhiên, với quyết tâm từ phía chính phủ, KBSV kì vọng Thị trường Việt Nam sẽ được quyết định nâng hạng theo đánh giá của FTSE Russell trong năm 2025.

Định giá hiện tại đã phần nào phản ánh triển vọng tích cực, dư địa tăng ngắn hạn không còn nhiều

KBSV cho rằng, mức giá hiện tại đã phần nào phản ánh triển vọng tích cực trong 2H2024. Nhà đầu tư có thể xem xét và lựa chọn đầu tư vào các nhịp điều chỉnh đối với nhóm cổ phiếu đầu ngành nguồn lực mạnh mẽ cũng như đang ở vùng giá tương đối hợp lý như SSI, HCM, VCI.

Trung lập

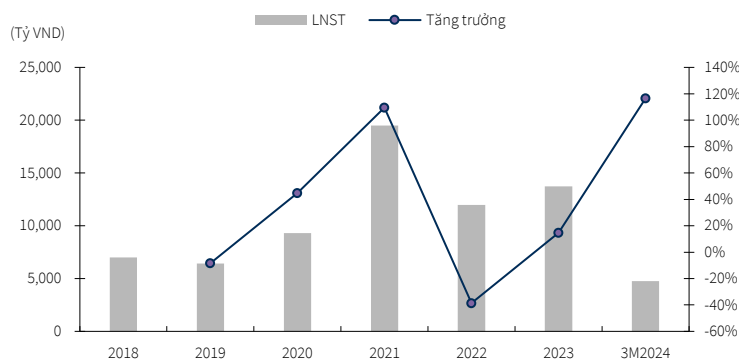
 thay đổi

Diễn biến hoạt động kinh doanh

1Q2024, LNST toàn ngành tăng 114% YoY

1Q2024, tổng lợi nhuận hoạt động của nhóm 21 Công ty chứng khoán có quy mô lớn nhất (số liệu của 21 công ty này được sử dụng đại diện cho toàn ngành chứng khoán trong báo cáo này) đạt 9,148 tỷ VND (+14% QoQ, +67% YoY); LNST đạt 5,309 tỷ VND, tăng 35% QoQ và 114% YoY. Lợi nhuận toàn ngành phục hồi mạnh mẽ trong 1Q2024 nhờ đà tăng giá kéo theo sự hồi phục thanh khoản của thị trường tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh của các công ty chứng khoán.

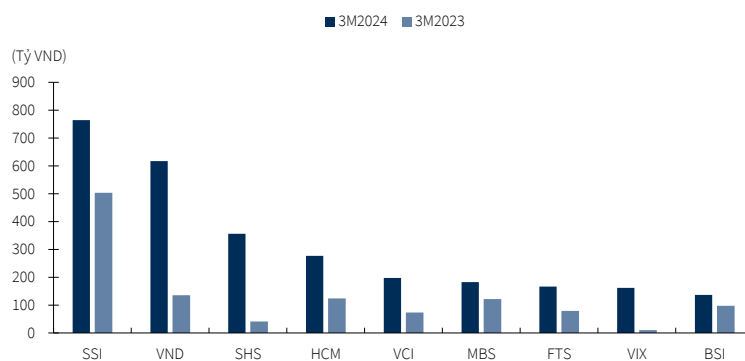
Biểu đồ 1. Tăng trưởng LNST các công ty Chứng khoán giai đoạn 2018 – 3M2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Nhóm các CTCK đều có mức tăng trưởng cao trong 1Q2024 nhờ mức nền thấp trong 1Q2023, điển hình có SHS tăng 771% YoY, VND tăng 355% YoY hay VCI tăng 171% YoY. SSI với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành với LNST đạt 764 tỷ VND (+52% YoY), cao thứ 2 toàn ngành sau TCBS.

Biểu đồ 2. LNST các công ty chứng khoán niêm yết 3M2024



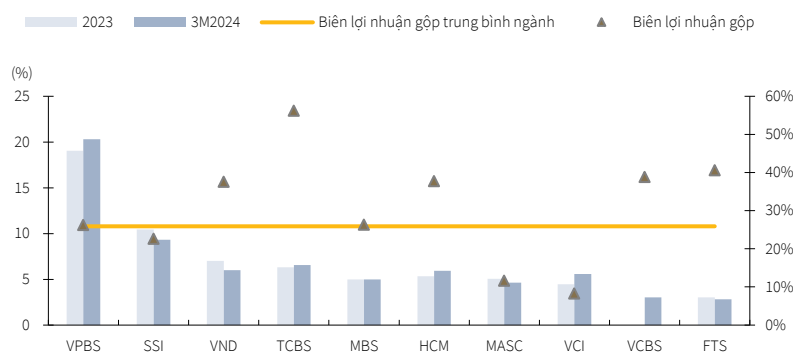
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Lợi nhuận mảng môi giới chứng khoán tăng 314% YoY

1Q2024, lợi nhuận gộp mảng môi giới nhóm CTCK theo dõi đạt 881 tỷ VND, tăng 314% YoY; biên lợi nhuận gộp đạt 25.9%, tăng 5.6 ppts YTD. Về thị phần, VPS vẫn tiếp tục dẫn đầu và nới rộng khoảng cách với nhóm đứng sau, đạt 20.3% thị phần môi giới sàn HSX (+1.2ppts YTD). Trong khi đó HCM và VCI có sự phục hồi tốt về thị phần, lần lượt đạt 5.9% và 5.6%, tăng lần lượt +0.6ppts YTD và 1.1ppts YTD. Ở chiều ngược lại, SSI và VND đang có dấu hiệu đuối sức khi thị phần suy giảm lần lượt 1.1ppts và 1.0ppts YTD.

Biểu đồ 3. Thị phần và biên Lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán của top 10 thị phần môi giới chứng khoán sàn HSX

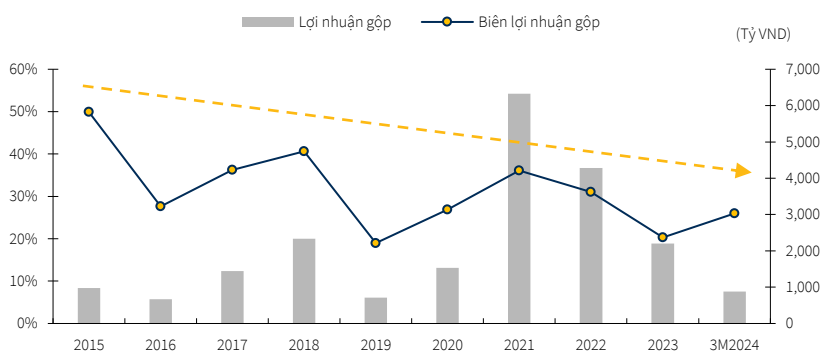
Các công ty chứng khoán có thị phần dẫn đầu như VPBS, SSI đều duy trì biên lợi nhuận gộp thấp hơn trung bình ngành.



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Lợi nhuận gộp cải thiện mạnh mẽ nhờ:
(1) Thanh khoản thị trường tăng mạnh so với cùng kỳ. Tổng giá trị giao dịch toàn thị trường 3 tháng đầu năm tăng 10.9% YoY; (2) Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ tăng quy mô doanh thu.

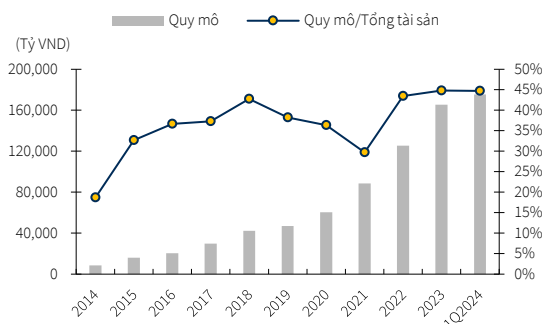
Biểu đồ 4. Quy mô lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán giai đoạn 2015 – 3M2024



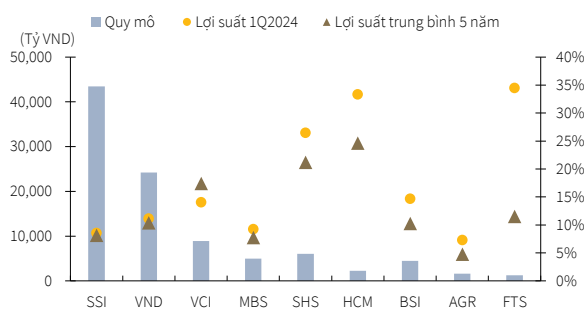
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Lợi nhuận mảng đầu tư tăng 120% YoY nhờ đà tăng giá tốt của thị trường

1Q2024, lợi nhuận gộp mảng đầu tư của nhóm CTCK theo dõi đạt 4,395 tỷ VND, tăng 120% YoY nhờ: (1) Mức nền thấp trong 1Q2023 cùng với đà tăng tốt của thị trường với chỉ số VNIndex tăng 13.6% YTD; lợi suất trung bình 3 tháng đầu năm đạt 11.1%/năm, cao vượt trội so với cùng kỳ 2023 chỉ đạt 6.0%/năm; (2) Năm giữ các khoản đầu tư cho lợi suất cao giai đoạn đầu 2023. Về quy mô đầu tư, tính đến 1Q2024, tổng số dư đầu tư bao gồm các khoản FVTPL, HTM và AFS đạt 175,488 tỷ VND, tăng 6.0% YTD. Quy mô đầu tư/tổng tài sản 1Q2024 duy trì mức cao nhất trong nhiều năm, đạt 45% (biểu đồ 5) do các công ty đẩy mạnh tăng vốn giai đoạn vừa qua trong khi giải ngân cho vay ký quỹ vẫn còn khá hạn chế.

Biểu đồ 5. Quy mô tài sản đầu tư các CTCK giai đoạn 2014 – 1Q2024

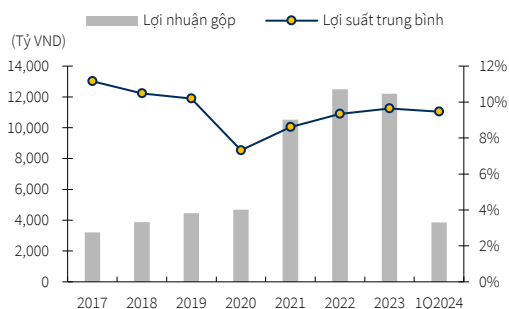
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 6. Quy mô tài sản đầu tư và lợi suất đầu tư 3M2024 một số CTCK niêm yết

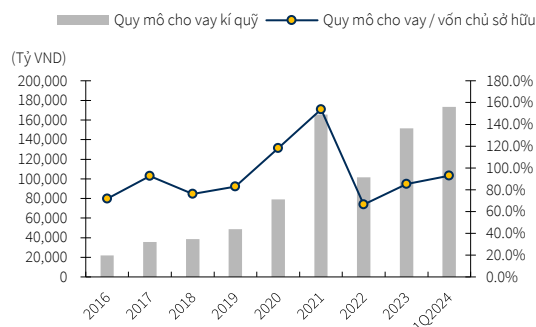
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Mảng cho vay ký quỹ tăng 57.3% nhờ thanh khoản thị trường cải thiện

3M2024, lợi nhuận gộp mảng cho vay ký quỹ của nhóm CTCK theo dõi đạt 3,844 tỷ VND, tăng 57% YoY với lợi suất trung bình đạt 9.5%, thấp hơn lợi suất trung bình cả năm 2023 là 9.7% (biểu đồ 7). Nguyên nhân chính khiến lợi nhuận gộp cải thiện nhờ thanh khoản thị trường hồi phục kéo theo nhu cầu về vay ký quỹ. Dư nợ cho vay ký quỹ trong 1Q2024 đạt 173,390 tỷ VND, là mức cao nhất từ trước đến nay. Tuy vậy, Quy mô cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu vẫn ở mức tương đối thấp, đạt 93% (biểu đồ 8) cho thấy mảng cho vay ký quỹ còn nhiều dư địa để phát triển khi thanh khoản thị trường được cải thiện.

Biểu đồ 7. Lợi nhuận gộp và lợi suất trung bình mảng cho vay ký quỹ toàn ngành 2016 – 1Q2024

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 8. Quy mô dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành giai đoạn 2015 – 1Q2024

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

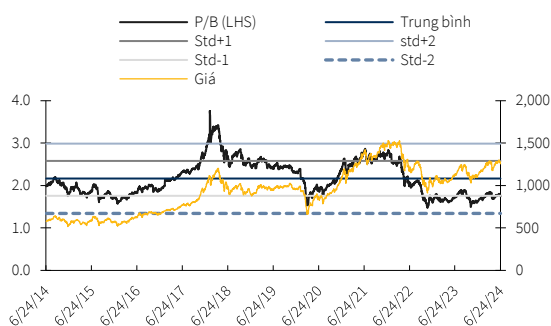
Triển vọng hoạt động 2H2024

Kì vọng thị trường vẫn duy trì tích cực về giá và thanh khoản trong 2H2024

KBSV duy trì quan điểm tích cực về giá và thanh khoản đối với thị trường chứng khoán Việt Nam trong 2H2024 dựa trên:

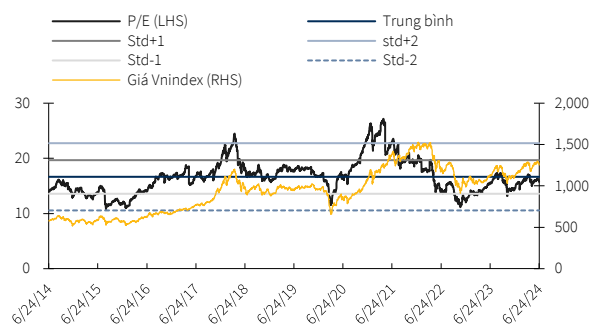
- (1) **Định giá thị trường vẫn đang ở ngưỡng hợp lý.** KBSV hạ dự phóng tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường xuống 10% trong năm 2024 dựa trên mức tăng khá khiêm tốn trong 1Q2024 (tăng 7% YoY). PE forward 2024 dự kiến đạt 14.6x, thấp hơn 12% so với trung bình PE 10 năm của VNIndex là 16.6x (biểu đồ 9). Trong khi đó, chỉ số P/B của VNIndex tại ngày 24/06/2024 đạt 1.74x, thấp hơn độ lệch chuẩn -1 của trung bình P/B 10 năm là 1.78x (biểu đồ 10).
- (2) **Thanh khoản thị trường sẽ duy trì ở mức cao trong 2H2024 nhờ nền lãi suất thấp.** Mặc dù áp lực tỷ giá tại thời điểm hiện tại khiến các Ngân hàng đều đánh giá cao khả năng lãi suất huy động sẽ tăng khoảng 100-150bps từ mức thấp đầu năm, mức nền lãi suất sau khi tăng chỉ cao hơn giai đoạn 2021 – 2022 khoảng 30-50bps (biểu đồ 11), qua đó kích thích nhu cầu đầu tư chứng khoán khi kênh tiền gửi không đem lại lợi nhuận đủ hấp dẫn. Bên cạnh đó, các động thái kì vọng giảm lãi suất từ các NHTW lớn như ECB, FED, BOJ... trong 2H2024 và 2025 sẽ thu hẹp khoảng cách lãi suất với Việt Nam, qua đó có thể tác động làm thay đổi động thái bán ròng của khối ngoại đã diễn ra trong 1H2024.

Biểu đồ 9. Lịch sử PB của VN-Index giai đoạn 2014 - 2024



Nguồn: Bloomberg, KBSV

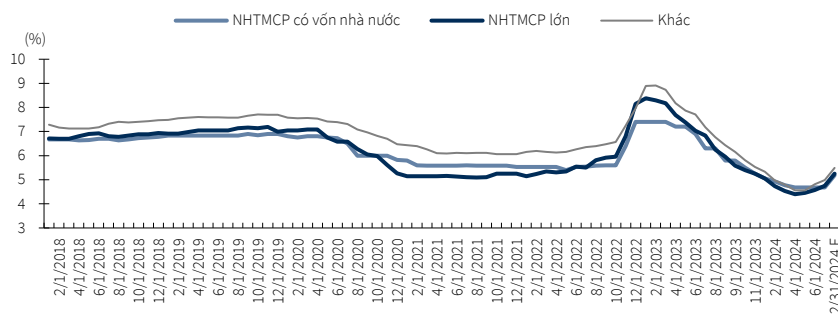
Biểu đồ 10. Lịch sử PE của VN-Index giai đoạn 2014 - 2024



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Lãi suất huy động thị trường 1 có dấu hiệu tăng trở lại sau khi tạo đáy vào 3Q2023. Với mức tăng khoảng 50-100bps từ giờ đến cuối năm thì lãi suất huy động sẽ tương đương với mức lãi suất thấp trong giai đoạn 2021 – 2022.

Biểu đồ 11. Diễn biến lãi suất huy động thị trường 1 giai đoạn 2018 - 2024



Nguồn: Wichart

Nâng hạng thị trường sẽ là động lực cho ngành chứng khoán Việt Nam trong trung – dài hạn

Tháng 3/2024, Việt Nam tiếp tục nằm trong danh sách xem xét nâng hạng của FTSE Russell, tuy nhiên vẫn chưa đáp ứng đủ điều kiện để chính thức trở thành thị trường mới nổi. Theo báo cáo từ FTSE, Việt Nam hiện còn 2/9 điều kiện để được nâng hạng bao gồm: (1) Chuyển giao đối ứng thanh toán chấm dứt “Hạn chế” do hiện tại, nhà đầu tư cần có tiền khi đặt lệnh giao dịch thay vì chỉ cần có tiền khi thực hiện giao dịch; (2) Tiêu chí Chi phí xử lý giao dịch thất bại không được chấm điểm do nhà đầu tư hiện cần có đủ 100% tiền mặt khi đặt lệnh giao dịch nên không xảy ra giao dịch thất bại. Ngày 28/02/2024, Thủ tướng Phạm Minh Chính đã cam kết bằng cách sửa đổi các quy định pháp luật liên quan và xóa bỏ rào cản đối với nhà đầu tư nước ngoài để Việt Nam được nâng hạng thị trường. Theo quan điểm của KBSV, khả năng để thị trường Việt Nam có thể được quyết định nâng hạng trong kì tháng 9/2024 là không cao do để thay đổi quy trình giao dịch không yêu cầu ký quỹ trước (pre-funding) cần thời gian để các cơ quan chức năng xây dựng cơ chế cũng như các công ty chứng khoán cần chuẩn bị về nguồn lực, hệ thống và các phương án quản trị rủi ro phù hợp. Tuy nhiên, với quyết tâm từ phía chính phủ, KBSV kì vọng Thị trường Việt Nam sẽ được quyết định nâng hạng theo đánh giá của FTSE Russell trong năm 2025 và chính thức được thêm vào sổ chỉ số thị trường mới nổi của FTSE trong năm 2025 – 2026.

Bảng 12. Chấm điểm TTCK Việt Nam theo tiêu chí nâng hạng thị trường của FTSE

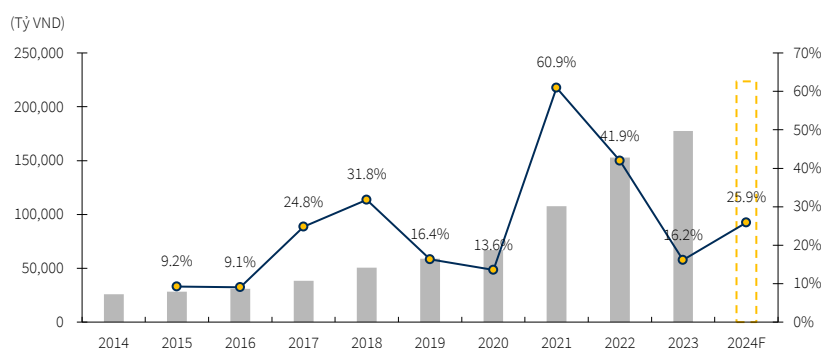
Tiêu chí đánh giá	Mức độ đáp ứng của TTCK Việt Nam
Môi trường pháp lý và thị trường	
Có Cơ quan quản lý thị trường chứng khoán chính thức	Đạt
Không phân đối hoặc hạn chế hoặc hình phạt đáng kể áp dụng cho việc đầu tư vốn hoặc chuyển vốn/thu nhập về nước	Đạt
Thị trường ngoại hối phát triển	
Thị trường vốn	
Thị trường môi giới đủ cạnh tranh để đảm bảo chất lượng cao	Đạt
Chi phí giao dịch: chi phí tiềm ẩn và rõ ràng phải hợp lý và cạnh tranh	Đạt
Tính minh bạch: thông tin chuyên sâu về thị trường và quy trình báo cáo giao dịch kịp thời	Đạt
Thanh toán bù trừ, thanh toán và lưu ký	
Thanh toán theo phương thức "Chuyển giao đối ứng và thanh toán-DvP"	Hạn chế
Chi phí xử lý giao dịch thất bại	Không chấm điểm
Trung tâm lưu ký chứng khoán	Đạt
Thị trường lưu ký đủ cạnh tranh để đảm bảo dịch vụ chất lượng cao	Đạt

Nguồn: FTSE Russell, KBSV tổng hợp

Tiếp tục đẩy mạnh tăng vốn trong nửa cuối năm

Các CTCK sẽ tiếp tục đẩy mạnh tăng vốn trong phần còn lại của năm 2024. Theo tổng hợp của KBSV, nhóm công ty chứng khoán quan sát dự kiến tăng tổng cộng hơn 26 nghìn tỷ VND vốn điều lệ tương đương mức tăng ~ 23% so với 1Q2024 thông qua phát hành cho cổ đông hiện hữu, phát hành riêng lẻ và ESOP. Một số trường hợp đáng chú ý như VND dự kiến phát hành mới 511.5 triệu cổ phiếu, SHS phát hành 818.2 triệu cổ phiếu hay VIX phát hành mới 655.97 triệu cổ phiếu. Nguồn vốn mới tăng thêm sẽ thúc đẩy hoạt động kinh doanh của các công ty chứng khoán, cụ thể: (1) tăng nguồn lực cho vay ký quỹ; (2) Tăng nguồn lực cho mảng đầu tư; (3) Đầu tư cho hệ thống, công nghệ, nhân sự.

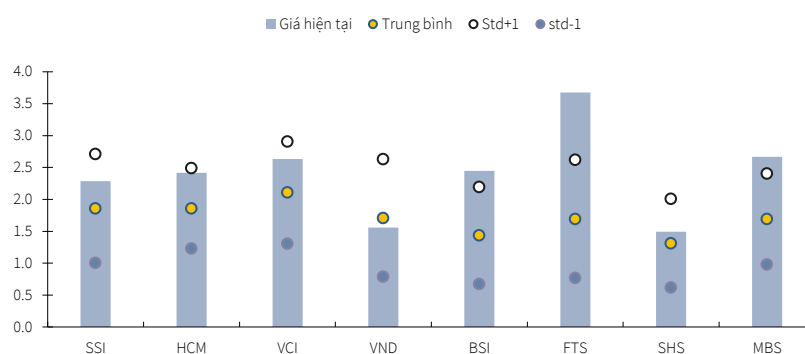
Biểu đồ 13. Quy mô vốn chủ sở hữu giai đoạn 2014 – 2024F



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Định giá hiện tại đã phần nào phản ánh triển vọng tích cực, dư địa tăng ngắn hạn không còn nhiều

Trong 4 tháng đầu năm 2024, nhóm cổ phiếu chứng khoán đã có những nhịp tăng giá mạnh mẽ so với thị trường chung, phản ánh kì vọng của thị trường vào đà tăng của VNindex cũng như việc vận hành hệ thống KRX vào cuối năm. Hiện tại, các cổ phiếu trong ngành đều đang giao dịch ở mức trên hoặc tiệm cận vùng std+1 của trung bình P/B 5 năm. Chúng tôi cho rằng, mức giá hiện tại đã phần nào phản ánh triển vọng tích cực trong 2H2024 cùng với khoảng trống thông tin liên quan đến tiến độ thực hiện KRX có thể sẽ đưa nhóm cổ phiếu chứng khoán vào các nhịp điều chỉnh – tích lũy ngắn hạn. Nhà đầu tư có thể xem xét và lựa chọn đầu tư vào các nhịp điều chỉnh đối với nhóm cổ phiếu đầu ngành, đa dạng hóa hoạt động kinh doanh, nguồn lực mạnh mẽ cũng như đang ở vùng giá tương đối hợp lý như SSI, HCM, VCI. Đối với nhóm cổ phiếu của các CTCK cỡ trung và đã có nhịp tăng mạnh như FTS, MBS và BSI, nhà đầu tư ưu tiên giải ngân tại các nhịp điều chỉnh sâu và cần theo dõi chặt chẽ hiệu quả danh mục đầu tư của các công ty chứng khoán này.

Biểu đồ 14. Tương quan định giá P/B các công ty chứng khoán niêm yết

Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Ngành Bán lẻ

Tiếp đà hồi phục

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

26/06/2024

Bán lẻ trên đà hồi phục nhưng tốc độ tương đối chậm

Tổng mức bán lẻ hàng hoá trong nửa đầu năm tiếp tục duy trì mức tăng trưởng dương, lũy kế 5 tháng đầu năm tổng mức bán lẻ hàng hoá dịch vụ tăng 8.7% YoY, mức độ tăng trưởng có xu hướng tăng theo từng tháng. Sức mua trong nền kinh tế tương tự với tăng trưởng bán lẻ hàng hoá, có sự hồi phục tuy nhiên tốc độ tương đối chậm. PMI trong 5 tháng đầu năm có sự tích cực, nhiều tháng liền đạt trên 50 cho thấy sự hồi phục sản xuất, sản xuất hồi phục sẽ giúp việc làm gia tăng từ đó gia tăng thu nhập cho người dân.

Kết quả kinh doanh doanh nghiệp bán lẻ tương đối khởi sắc

KQKD các doanh nghiệp bán lẻ đều đã có sự phục hồi so với mức nền thấp cùng kỳ. Các doanh nghiệp bán lẻ hàng tiêu dùng thiết yếu như chuỗi Winmart của MSN, chuỗi Long Châu của FRT, chuỗi Bách Hoá Xanh của MWG đều giữ được đà tăng trưởng doanh thu tích cực. Các công ty liên quan đến mặt hàng ICT như MWG, FRT, DGW nhìn chung đều đã cải thiện kết quả kinh doanh sau khi kết thúc cuộc chiến giá và nhu cầu cũng đã bắt đầu hồi phục trở lại. Với ngành bán lẻ trang sức, PNJ nhờ thị trường vàng sôi động cũng ghi nhận tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ và duy trì lợi nhuận so với cùng kỳ.

Sức mua hồi phục chậm tuy nhiên mỗi doanh nghiệp bán lẻ lại có những câu chuyện kỳ vọng khác nhau

Triển vọng hồi phục của sức mua nhờ những yếu tố tích cực như cải thiện sản xuất, xuất khẩu. Tuy nhiên chúng tôi vẫn duy trì quan điểm sức mua toàn thị trường vẫn sẽ tăng trưởng với tốc độ chậm. Với mức nền thấp từ năm 2023, dự báo các doanh nghiệp bán lẻ sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng ở nửa cuối năm 2024. Mỗi doanh nghiệp bán lẻ lại có những câu chuyện riêng để kỳ vọng vào tăng trưởng. Với kỳ vọng hồi phục, nhiều cổ phiếu đã có nhịp tăng giá khá đáng kể trong thời gian vừa qua tuy nhiên chúng tôi cho rằng triển vọng hồi phục kết quả kinh doanh sẽ còn kéo dài đến năm 2025, do vậy vẫn có thể mở mua cổ phiếu ngành bán lẻ trong những nhịp điều chỉnh của thị trường.

TÍCH CỰC

Khuyến nghị	
MWG	MUA
Giá mục tiêu	69,000VND
MSN	MUA
Giá mục tiêu	88,400VND
VNM	MUA
Giá mục tiêu	76,000VND
PNJ	MUA
Giá mục tiêu	109,500VND
FRT	MUA
Giá mục tiêu	207,000VND

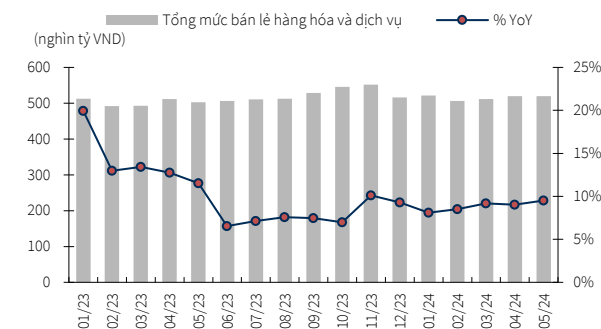
Diễn biến hoạt động kinh doanh

Tổng mức bán lẻ 5T2024 tăng trưởng 8.7% YoY

Tổng mức bán lẻ hàng hoá các tháng nửa đầu năm 2024 vẫn giữ mức tăng trưởng dương với mức độ tăng trưởng cải thiện theo từng tháng. Tính riêng tháng 5, tổng mức bán lẻ theo tháng đạt 519,8 nghìn tỷ đồng (+9.5% YoY) trong đó bán lẻ hàng hoá tăng 8.2%, dịch vụ lưu trú ăn uống tăng 17%, dịch vụ lễ hành tăng 34.3%. Lũy kế 5 tháng năm 2024, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành ước đạt 2,580 nghìn tỷ đồng, tăng 8.7% YoY. Dù ghi nhận tăng trưởng tuy nhiên mức độ tăng trưởng vẫn thấp hơn những năm thời kỳ trước Covid (10-11%).

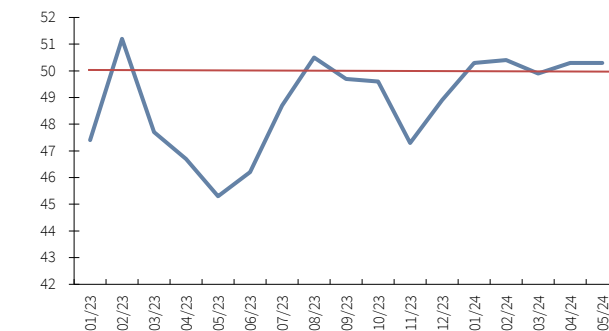
Chỉ số PMI trong nửa đầu năm nhiều tháng liền đạt trên mốc 50 cho thấy các điều kiện kinh doanh của ngành sản xuất đã cải thiện, lượng đơn đặt hàng mới của các doanh nghiệp sản xuất liên tục gia tăng. Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp IIP cũng cho thấy những tín hiệu tích cực, 5 tháng đầu năm 2024 tăng 6,8% YoY, chỉ số này cũng cho thấy ngành sản xuất công nghiệp đang có sự cải thiện, có tác động tích cực đến việc làm và thu nhập.

Biểu đồ 1. Tổng mức bán lẻ HH&DV



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 2. Chỉ số PMI



Nguồn: GSO, KBSV

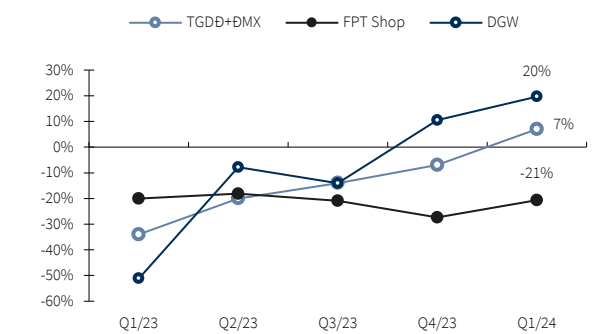
Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp bán lẻ hồi phục nhưng có sự phân hoá

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp bán lẻ đa số đều ghi nhận sự hồi phục và tăng trưởng khởi sắc, tuy nhiên mức độ tăng trưởng phụ thuộc vào chiến lược và năng lực cạnh tranh của từng công ty.

Đối với các chuỗi liên quan đến bán lẻ bách hoá như Bách Hoá Xanh, Winmart doanh thu đều ghi nhận tăng trưởng, mức lỗ của các chuỗi cũng đã thu hẹp sau giai đoạn tái cấu trúc. Đối với các doanh nghiệp ICT sau năm 2023 nhu cầu sụt giảm làm cho kết quả kinh doanh giảm sút mạnh mẽ thì đến nửa đầu năm 2024 đã phần nào có sự phục hồi trở lại, MWG và DGW ghi nhận tăng trưởng với mảng ICT tuy nhiên FRT lại tiếp tục ghi nhận sụt giảm. Đối với ngành bán lẻ dược phẩm, Long Châu tiếp tục ghi nhận những tăng trưởng mạnh mẽ trong

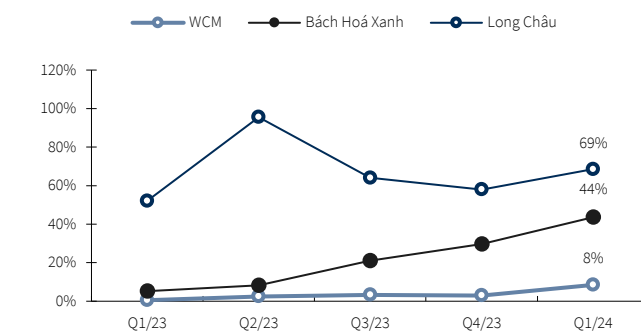
khi các chuỗi còn lại như An Khang và Pharmacy tiếp tục loay hoay tìm kiếm điểm hoà vốn. Với ngành bán lẻ trang sức, nhờ thị trường vàng sôi động trong thời điểm đầu năm giúp PNJ ghi nhận doanh thu kỷ lục, tuy nhiên do gia tăng chi phí đầu vào nên lợi nhuận chỉ đi ngang so với cùng kỳ.

Biểu đồ 3. Tăng trưởng doanh thu các chuỗi bán lẻ ICT



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 4. Tăng trưởng doanh thu các chuỗi bán lẻ hàng tiêu dùng thiết yếu



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

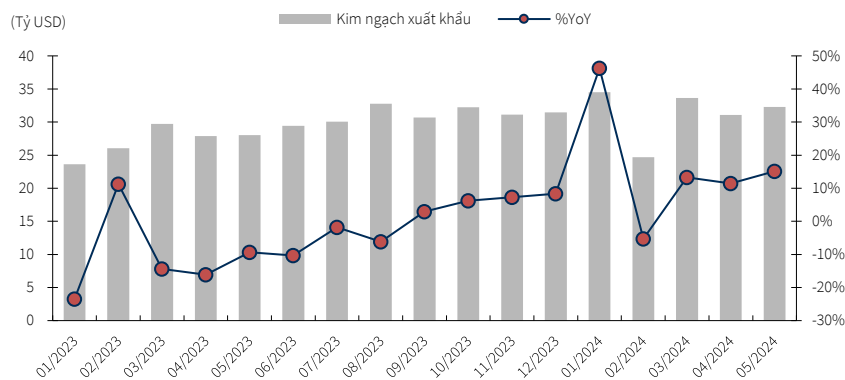
Triển vọng hoạt động 2H2024

Tiếp đà phục hồi nửa cuối năm 2024 nhưng chưa thể quay lại mức tăng trưởng cao

Ngành bán lẻ nửa cuối năm 2024 kỳ vọng sẽ tiếp tục hồi phục nhờ những tín hiệu tích cực từ vĩ mô và mức nền thấp từ năm trước, tuy nhiên tốc độ hồi phục sẽ chậm:

(1) Xuất khẩu hồi phục, 5T2024 kim ngạch xuất khẩu hàng hóa ước đạt 156.7 tỷ USD, tăng 15,2% YoY. Các thị trường chính của Việt Nam phục hồi sẽ có tác động tích cực đến xuất khẩu. Nửa cuối năm 2024 kỳ vọng nhiều NHTW lớn sẽ hạ lãi suất điều hành sẽ tác động tích cực đến tiêu dùng. Tuy nhiên lạm phát dai dẳng cũng là một vấn đề đáng quan ngại khiến lộ trình giảm lãi suất gặp nhiều trở ngại và sức mua tiêu dùng hồi phục chậm hơn dự kiến.

Biểu đồ 5. Kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam 2023-2024



Nguồn: GSO, KBSV

(2) Các chính sách hỗ trợ của Chính phủ như tăng lương cơ sở, tiếp tục giảm thuế VAT 2% đến hết 2024. Kỳ vọng khi nền kinh tế hồi phục cũng tác động đến tâm lý tiêu dùng của người dân, tâm lý tiêu dùng lạc quan sẽ giúp kích thích chi tiêu.

Ngành bán lẻ Việt Nam cũng cho thấy nhiều triển vọng trong tương lai thu hút dòng tiền lớn, nửa đầu năm 2024 liên tục có những thương vụ nhà đầu tư nước ngoài rót tiền vào thị trường trong nước có thể kể đến như thương vụ Bain Capital đầu tư vào MSN, CDH Investments đầu tư vào MWG, nhiều thương hiệu bán lẻ lớn trên thế giới cũng mở rộng cửa hàng tại Việt Nam như UNIQLO, MUJI, Starbucks. Thị trường cũng đang đón chờ những thương vụ IPO lớn của các công ty bán lẻ lớn trong nước như MSN IPO The CrownX, FRT IPO Long Châu.

Bán lẻ ICT kỳ vọng phục hồi với tốc độ chậm, các cổ phiếu trong ngành đều đi tìm những hướng đi riêng

Ngành hàng bán lẻ ICT có những kỳ vọng giúp tăng trưởng vào nửa cuối năm 2024 có thể kể đến như (1) Chu kỳ thay thế điện thoại, laptop; (2) Dừng phát sóng 2G, 3G. Tuy nhiên, ngành hàng này hiện tại đã khá bão hoà, cạnh tranh gay gắt nên nhiều chuỗi bán lẻ cũng chỉ đặt mục tiêu tăng trưởng 1 chữ số trong năm nay.

Đối với MWG với 2 chuỗi TGDĐ và ĐMX, sau khi kết thúc cuộc chiến giá đã chiếm thêm thị phần từ các đối thủ, kết quả kinh doanh hồi phục mạnh mẽ nửa đầu năm 2024 dự báo sẽ tiếp đà tăng trưởng trong nửa cuối năm khi sức mua phục hồi, ngành ICT được hưởng lợi từ các yếu tố đã nêu bên trên, ngành CE cũng được hưởng lợi khi năm nay mùa hè đến sớm và khắc nghiệt hơn giúp doanh số máy lạnh tăng mạnh.

Đối với FRT, chuỗi FPT Shop hiện đang chậm chân trong quá trình phục hồi của ngành khi vấp phải cạnh tranh quyết liệt với các đối thủ khác, chuỗi tiếp tục ghi nhận tăng trưởng doanh thu âm và báo lỗ trong quý 1. Tuy nhiên kết quả kinh doanh kém tích cực của FPT Shop không ảnh hưởng nhiều tới triển vọng của FRT khi hiện tại FPT Long Châu mới là động lực tăng trưởng chính chúng tôi sẽ đề cập ở dưới đây.

Đối với DGW, mặc dù không phải doanh nghiệp bán lẻ nhưng vì là nhà phân phối trực tiếp tới các nhà bán lẻ, DGW cũng hưởng lợi khi ngành bán lẻ hồi phục trong thời gian tới. Ngoài hưởng lợi từ sự phục hồi của ngành ICT, công ty cũng liên tục mở rộng các ngành hàng khác như thiết bị văn phòng, gia dụng, FMCG để giảm bớt sự phụ thuộc vào ngành ICT.

Bán lẻ tạp hoá hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch bán lẻ truyền thống sang hiện đại

Ngành hàng bán lẻ tạp hoá ít biến động hơn với sức mua của thị trường, các chuỗi bán lẻ hưởng lợi từ xu hướng chuyển đổi thói quen mua sắm từ kênh truyền thống sang kênh hiện đại, các chuỗi sẽ ngày càng chiếm thị phần của cửa hàng truyền thống với những lợi thế về chất lượng, dịch vụ.

Đối với Bách Hoá Xanh của MWG, chuỗi tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa đầu năm (lũy kế 5T2024, doanh thu +42% YoY), chuỗi cũng đã rất gần điểm

hoà vốn tại quý 1, theo dự báo của chúng tôi sẽ chính thức hoà vốn vào quý 2/2024 và tiến tới thu về lợi nhuận trong những quý tiếp theo. Bách Hoá Xanh sẽ là động lực tăng trưởng chính của MWG trong thời gian tới nên cần theo dõi sát sao tình hình kinh doanh của chuỗi để đưa ra quyết định đầu tư cho cổ phiếu MWG.

Đối với MSN, hệ sinh thái bán lẻ tiêu dùng với MCH và WCM tiếp tục ghi nhận tín hiệu tăng trưởng doanh thu trong bối cảnh sức mua đi ngang. MCH dự báo sẽ tiếp tục giữ đà tăng trưởng nhờ liên tục phát triển sản phẩm ở các ngành hàng mới và đẩy mạnh xuất khẩu, đóng góp lợi nhuận chính cho toàn công ty. Động lực tăng trưởng trong tương lai là WCM sau giai đoạn tái cơ cấu đã đem lại những tín hiệu tích cực, ban lãnh đạo cho biết mục tiêu chuỗi sẽ có lãi sau thuế vào quý 1/2025. Tuy nhiên cổ phiếu MSN còn bị tác động bởi những thông tin khác như thoái vốn và IPO các công ty con, các thương vụ đầu tư của khối ngoại,... Cần theo dõi để đưa ra quyết định đầu tư cho cổ phiếu này.

Bán lẻ dược phẩm liên tục mở rộng dẫn đầu bởi Long Châu

Nhóm bán lẻ dược phẩm với chuỗi Long Châu của FRT dẫn đầu thị trường và liên tục mở rộng chiếm lĩnh thị phần trong khi các đối thủ còn lại là An Khang (MWG) và Pharmacity vẫn đang loay hoay tìm điểm hoà vốn. Chúng tôi cho rằng xu hướng trong tương lai các chuỗi bán lẻ dược phẩm sẽ vượt trội so với các cửa hàng nhỏ lẻ nhờ lợi thế quy mô, dịch vụ, chất lượng sản phẩm đảm bảo.

Chuỗi Long Châu của FRT tiếp tục ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ về cả doanh thu (+68% YoY) và lợi nhuận sau thuế (+63% YoY). Tại ĐHCĐ vừa qua, ban lãnh đạo cũng cho biết sẽ phát triển Long Châu thành hệ sinh thái chăm sóc sức khoẻ toàn diện bước đầu đẩy mạnh phát triển trung tâm tiêm chủng. Chúng tôi cho rằng trong thời gian tới Long Châu sẽ là động lực tăng trưởng chính, đóng góp phần lớn doanh thu và lợi nhuận cho FRT nên những thông tin về chuỗi này sẽ có tác động lớn tới cổ phiếu FRT.

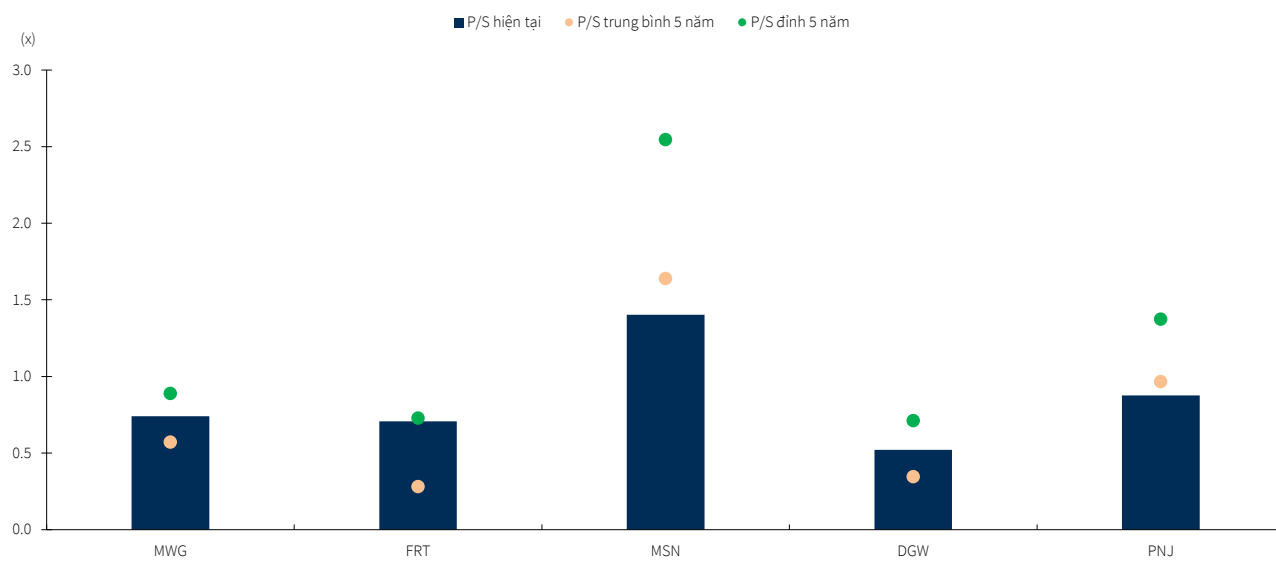
Bán lẻ trang sức chờ thị trường vàng hạ nhiệt

Ngành hàng bán lẻ trang sức: Kỳ vọng với những quyết tâm hạ nhiệt thị trường vàng của Chính phủ và NHNN sẽ giúp giá vàng giảm và ổn định trong thời gian tới. Đối với PNJ, thị trường vàng bùng nổ trong những tháng đầu năm giúp công ty ghi nhận doanh thu kỷ lục, tuy nhiên thị trường vàng tăng nóng cũng ảnh hưởng phần nào đến tình hình kinh doanh của PNJ như tồn kho giá cao, khách hàng ưu tiên mua vàng 24K hơn vàng trang sức (mảng đóng góp trên 90% lợi nhuận). Trong thời gian tới, kỳ vọng những động thái bình ổn giá vàng của NHNN giúp thị trường vàng hạ nhiệt và ổn định hơn, từ đó giúp tình hình kinh doanh của PNJ khởi sắc hơn.

Kỳ vọng hồi phục kéo dài đến 2025, chú ý những câu chuyện riêng của từng cổ phiếu

Về định giá, nhiều công ty đã vượt hoặc đang tiệm cận P/S trung bình 5 năm phản ánh những kỳ vọng hồi phục của ngành bán lẻ. Chúng tôi cho rằng câu chuyện kỳ vọng hồi phục của ngành bán lẻ sẽ còn kéo dài đến năm 2025 nên vẫn sẽ có thể mở mua cổ phiếu ngành bán lẻ trong những nhịp điều chỉnh chung của toàn thị trường. Tuy nhiên mỗi công ty lại có những câu chuyện kỳ vọng riêng như chúng tôi đã đề cập bên trên, nhà đầu tư cần phải theo dõi sát sao để đưa ra quyết định đầu tư.

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



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Đầu tư Thế giới di động (MWG) Tăng tốc sau khó khăn

21/05/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
giangnt1@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Kết quả kinh doanh khởi sắc sau tái cấu trúc

Kết thúc 1Q2024, MWG đạt doanh thu thuần 31,486 tỷ đồng tăng 16.2% YoY. Cuộc chiến giá cơ bản đã kết thúc giúp biên LNG tăng mạnh trở lại ở mức 21.3% tăng 2.1ppts YoY và 1.6ppts QoQ. Sau các nỗ lực tái cấu trúc, tối ưu chi phí công ty ghi nhận LNST đạt 902 tỷ đồng, tăng mạnh trên mức nền thấp cùng kỳ.

Chuỗi TGDD và ĐMX tăng tốc sau cuộc chiến giá

Ngành hàng ICT&CE với chuỗi TGDD và ĐMX sau khi kết thúc cuộc chiến giá đã đem lại nhiều tín hiệu tích cực. Tăng trưởng doanh thu của cả 2 chuỗi đạt 7% YoY, tăng nhanh hơn so với toàn ngành dù đã đóng bớt cửa hàng. Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh mẽ đạt 19% tăng 3ppts YoY. Sau khi tái cấu trúc, tối ưu nhiều chi phí, chuỗi đã ghi nhận lợi nhuận ổn định trở lại.

BHX tiếp tục duy trì tăng trưởng, là động lực tăng trưởng trong tương lai của MWG

BHX tiếp tục duy trì tăng trưởng doanh thu bất chấp bối cảnh sức mua đi ngang và không mở thêm cửa hàng mới. Trong Q1/2024, doanh thu toàn chuỗi tăng trưởng 44% YoY, doanh thu trên cửa hàng tiếp tục duy trì mức 1.8 tỷ đồng tăng lên tiệm cận 1.9 tỷ đồng trong tháng 4, mức lỗ cả quý 1 chỉ còn hơn 100 tỷ đồng giảm mạnh so với mức lỗ hơn 300 tỷ cùng kỳ.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 69,000 VND

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2024 của MWG với doanh thu thuần đạt 132,866 tỷ đồng (+11.4% yoy), LNST đạt 3,679 tỷ đồng (+2,095% yoy). Với triển vọng tích cực khi chuỗi TGDD&ĐMX tiếp tục tăng tốc và chuỗi BHX bắt đầu sinh lời. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MWG với giá mục tiêu 69,000 VND/cổ phiếu.

MUA DUY TRÌ

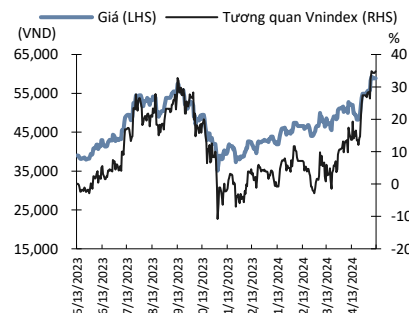
Giá mục tiêu	VND69,000
Tăng/giảm (%)	15%
Giá hiện tại (20/05/2024)	VND60,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND61,800
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	87/3.5

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	25.2%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	107.6/4.5
Sở hữu nước ngoài	46%
Cổ đông lớn	CT TNHH Thế giới bán lẻ (10.49%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	YTD	3M	6M	12M
Tuyệt đối	13.3	26.4	47.3	51.0
Tương đối	15.8	22.5	34.1	34.4

Dự phóng KQKD & định giá

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	134,722	119,234	132,866	147,959
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	6,575	1,018	4,652	5,901
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	4,102	168	3,679	4,703
EPS (VNĐ)	2,802	115	2,517	3,228
Tăng trưởng EPS (%)	-16%	-96%	2095%	28%
P/E (x)	17.3	423.0	19.3	15.0
P/B (x)	3.0	3.0	2.6	2.3
ROE (%)	18%	1%	14%	16%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	2.4%	1.2%	2.1%	2.1%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

Kỳ vọng vào trụ cột bán lẻ - tiêu dùng

29/05/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
giangnt1@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

LNST tăng 9% YoY nhờ đóng góp tích cực từ mảng kinh doanh cốt lõi

Nền tảng bán lẻ - tiêu dùng The CrownX tăng trưởng doanh thu 6% YoY, là trụ cột toàn tập đoàn

Các mảng kinh doanh còn lại ghi nhận kết quả trái ngược

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 88,400 VND/cổ phiếu

Kết thúc 1Q2024, MSN đạt doanh thu thuần 18,855 tỷ đồng đi ngang so với cùng kỳ. Biên LNG đạt 27.9% tăng 0.7ppts YoY. Chi phí lãi vay ghi nhận 1,622 tỷ đồng, mặc dù giảm nhẹ so với các quý trước tuy nhiên vẫn duy trì mức độ khá cao. NPAT Pre-MI đạt 479 tỷ đồng (+9% YoY), NPATMI đạt 104 tỷ đồng (-51% YoY).

Hệ sinh thái bán lẻ tiêu dùng với MCH và WCM tiếp tục ghi nhận tín hiệu tăng trưởng doanh thu trong bối cảnh sức mua đi ngang. MCH tiếp tục giữ đà tăng trưởng nhờ liên tục ra mắt các dòng sản phẩm mới, thúc đẩy xuất khẩu. WCM tiếp tục mở mới cửa hàng đồng thời đã lấy lại đà tăng trưởng doanh thu trên các cửa hàng cũ. MML nhờ giá lợn tăng cao cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực.

MHT tiếp tục bị ảnh hưởng bởi nhu cầu khách hàng toàn cầu suy yếu. PLH cũng gặp khó khăn do tiêu dùng yếu cùng với cạnh tranh gay gắt với nhiều đối thủ trên thị trường F&B. Công ty liên kết TCB lại đóng góp tăng trưởng tích cực nhờ tăng trưởng tín dụng vượt trội.

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2024 của MSN với doanh thu thuần đạt 87,927 tỷ đồng (+12.4% YoY), NPATMI tăng trưởng trên mức nền thấp đạt 1,258 tỷ đồng (+200% YoY). Với kỳ vọng tăng trưởng tích cực từ các công ty thuộc hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng cùng với sự phục hồi qua đáy của MHT, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MSN với giá mục tiêu 88,400 VND/cổ phiếu.

MUA DUY TRÌ

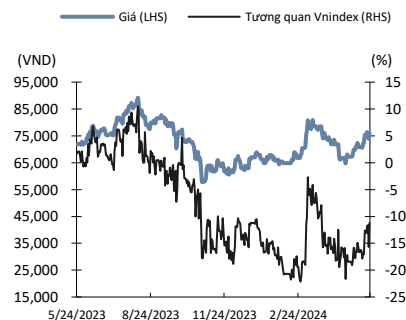
Giá mục tiêu	VND88,400
Tăng/giảm (%)	18%
Giá hiện tại (29/05/2024)	VND 75,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 88,000
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	110/4.1

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	43.6%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	425.0/17.0
Sở hữu nước ngoài	30.1%
Cổ đông lớn	CTCP Masan (31%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	YTD	3M	6M	12M
Tuyệt đối	13.3	13.6	22.7	5.6
Tương đối	7.0	7.9	5.7	-15.1

Dự phóng KQKD & định giá

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	76,189	78,252	87,927	97,660
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	5,223	2,350	3,908	7,189
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	3,567	419	1,258	3,500
EPS (VND)	2505	293	831	2314
Tăng trưởng EPS (%)	-65%	-88%	184%	178%
P/E (x)	31.1	265.1	88.3	31.7
P/B (x)	3.0	2.9	2.4	2.1
ROE (%)	12%	5%	7%	12%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	1.1%	1.4%	0.0%	0.0%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

Duy trì tăng trưởng trên mức nền thấp

03/06/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
giangnt1@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Duy trì tăng trưởng LNST trên mức nền thấp cùng kỳ

Kết thúc 1Q2024, VNM ghi nhận doanh thu thuần đạt 14,125 tỷ đồng (+1.2% YoY), biên lợi nhuận gộp tiếp tục duy trì ở mức cao đạt 41.9% (+3.1ppts YoY) do giá nguyên vật liệu tiếp tục neo ở mức thấp. LNST đạt 2,207 tỷ đồng (+15.8% YoY), tiếp tục duy trì tăng trưởng cao trên mức nền thấp cùng kỳ.

Doanh thu nội địa đi ngang trong bối cảnh toàn ngành sụt giảm

Ngành FMCG nói chung và ngành sữa nói riêng tiếp tục gặp khó với tăng trưởng âm. Trong bối cảnh đó VNM vẫn duy trì tăng trưởng doanh thu tốt hơn toàn ngành sữa, cho thấy tín hiệu tiếp tục chiếm được thị phần. Động lực tăng trưởng đến từ các ngành hàng sữa đặc, sữa chua uống và sữa hạt.

Thị trường nước ngoài tăng trưởng tích cực 8% YoY

Thị trường nước ngoài tiếp tục tăng trưởng ấn tượng so với cùng kỳ. Xuất khẩu đi các thị trường truyền thống đóng góp tăng trưởng chính, các thị trường tiềm năng Châu Phi, Nam Mỹ đang nghiên cứu đẩy mạnh xâm nhập thị trường. Các chi nhánh nước ngoài ở Campuchia và Mỹ đều ghi nhận tăng trưởng tích cực nhờ cải thiện vị thế thương hiệu.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 76,000 VND/cổ phiếu

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2024 của VNM ghi nhận doanh thu thuần 62,516 tỷ đồng (+3.6% YoY). Lợi nhuận gộp đạt 25,936 tỷ đồng tương ứng biên LNG đạt 41.5% tăng nhẹ 0.8ppts. LNST công ty mẹ dự báo đạt 9,343 tỷ đồng (+5.3% YoY). Nhận thấy ngành sữa nội địa đang bắt đầu có tín hiệu tạo đáy, thị trường nước ngoài khởi sắc cùng với mức định giá hiện tại đang khá rẻ so với lịch sử, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu VNM với giá mục tiêu 76,000 VND/cổ phiếu.

MUA THAY ĐỔI

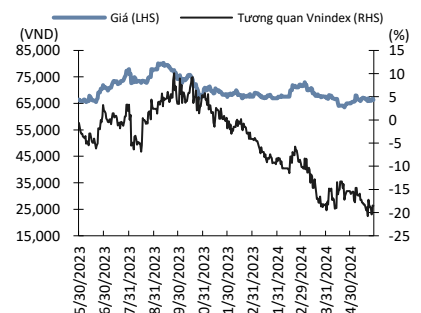
Giá mục tiêu	VND76,000
Tăng/giảm (%)	15%
Giá hiện tại (03/06/2024)	VND 66,100
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 80,200
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	138.1/5.4

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.3%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	269.4/10.8
Sở hữu nước ngoài	50.8%
Cổ đông lớn	SCIC (36%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	YTD	3M	6M	12M
Tuyệt đối	2.0	-7.9	-1.6	-0.3
Tương đối	-3.2	-9.5	-17.9	-18.4

Dự phóng KQKD & định giá

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	59,956	60,369	62,516	65,675
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	10,491	10,904	11,462	12,277
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	8,516	8,874	9,348	10,018
EPS (VNĐ)	3,632	4,246	4,473	4,793
Tăng trưởng EPS (%)	-20%	17%	5%	7%
P/E (x)	17.1	16.3	15.5	14.5
P/B (x)	4.5	4.2	4.1	3.9
ROE (%)	25%	27%	27%	27%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	7.1%	5.7%	5.3%	5.3%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

FPT Retail (FRT)

Dồn toàn lực cho Long Châu

10/06/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
giangnt1@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

KQKD tích cực trở lại, LNST ghi nhận lãi sau 3 quý liên báo lỗ

Kết thúc Q1/2024, FRT ghi nhận doanh thu thuần đạt 9,042 tỷ đồng (+17% YoY), trong đó doanh thu online đạt 1,555 tỷ đồng, tăng 10%. Lợi nhuận gộp đạt 1,807 tỷ đồng tương ứng biên LNG đạt 20% (+4.7ppts YoY, +2.5ppts QoQ). LNST đạt 60.7 tỷ đồng tăng mạnh so với mức 2 tỷ cùng kỳ, lần đầu tiên ghi nhận lãi sau 3 quý lỗ.

Long Châu giữ đà tăng trưởng, đóng góp chính cho toàn công ty

Chuỗi nhà thuốc Long Châu mang về doanh thu 5,534 tỷ đồng (đóng góp 61%), tăng trưởng 68% YoY, doanh thu trên cửa hàng đạt 1.2 tỷ đồng/nhà thuốc/tháng. Trong Q1, Long Châu tiếp tục mở mới 90 cửa hàng trên mục tiêu mở mới 400 cửa hàng cả năm. LNST của chuỗi ước đạt 110 tỷ đồng, tăng gấp đôi so với cùng kỳ.

FPT Shop tiếp tục ghi nhận kết quả kém khả quan

Chuỗi FPT Shop tiếp tục ghi nhận những tín hiệu kém tích cực, doanh thu thuần đạt 3,583 tỷ đồng (-20.6% YoY), ghi nhận quý thứ 6 liên tiếp tăng trưởng doanh thu âm. Chuỗi tiếp tục phải đóng cửa 12 cửa hàng tối ưu chi phí. Một vài điểm sáng là nhờ dịch chuyển cơ cấu sản phẩm, biên lợi nhuận gộp đã cải thiện 3.9ppts YoY, chi phí tài chính cũng đã giảm khoảng 50%. Tuy vậy LNST của FPT Shop vẫn ghi nhận lỗ hơn 50 tỷ đồng.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 207,000VND/cổ phiếu

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2024 của FRT ghi nhận doanh thu thuần 38,066 tỷ đồng (+19.5% YoY). Lợi nhuận gộp đạt 7,302 tỷ đồng tương ứng biên LNG đạt 19.2% tăng mạnh 3ppts YoY. LNST công ty mẹ dự báo đạt 120 tỷ đồng. Với triển vọng tăng trưởng tích cực của chuỗi nhà thuốc Long Châu cùng với tham vọng mở rộng hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe với trung tâm tiêm chủng, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu FRT với giá mục tiêu 207,000VND/cổ phiếu.

MUA THAY ĐỔI

Giá mục tiêu	VND 207,000
Tăng/giảm (%)	20%
Giá hiện tại (10/06/2024)	VND 172,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 163,500
Vốn hóa thị trường	23.0/0.9
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	47.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	133.8/5.3
Sở hữu nước ngoài (%)	35.4%
Cổ đông lớn	CTCP FPT (46.5%)

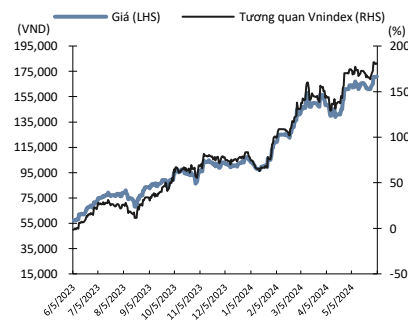
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	4.3	17.9	68.0	199.8
Tương đối	-0.8	16.9	53.0	182.9

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	30,166	31,850	38,066	45,381
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	474	(297)	857	1,470
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	390	(346)	120	403
EPS (VND)	336	(242)	151	391
Tăng trưởng EPS (%)	-40%	N/A	N/A	158%
P/E (x)	58.7	(71.0)	113.4	43.9
P/B (x)	11.4	13.6	12.6	10.1
ROE (%)	21%	-17%	12%	25%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.2%	0.3%	0.0%	0.3%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Kỳ vọng thị trường vàng ổn định trở lại

11/06/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
giangnt1@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Thị trường vàng sôi động, PNJ lập kỷ lục doanh thu

Kết thúc Q1/2024, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt kỷ lục 12,594 tỷ đồng (+28.6% YoY) nhờ thị trường vàng sôi động. Lợi nhuận gộp đạt 2,149 tỷ đồng tương ứng biên LNG đạt 17.1%, giảm 2.3ppts YoY do mảng vàng miếng có biên lợi nhuận rất nhỏ nhưng lại gia tăng tỷ trọng lớn trong kỳ này. LNST đạt 738 tỷ giảm nhẹ 1.4% YoY, đạt 35% kế hoạch cả năm.

Vàng 24K tăng mạnh nhờ thị trường sôi động trong bối cảnh giá vàng liên tục lập đỉnh

Doanh thu vàng 24K đạt hơn 5,100 tỷ đồng, tăng 68% YoY do giá vàng liên tục lập đỉnh, thị trường vàng sôi động đồng thời PNJ cũng ra mắt nhiều bộ sản phẩm 24K mang tính thẩm mỹ cao cho ngày Vía Thần Tài, thu hút nhiều lượt khách hàng mới.

Bán lẻ trang sức duy trì tăng trưởng, kỳ vọng giá vàng bình ổn giúp bán lẻ trang sức hưởng lợi

Doanh thu bán lẻ trang sức đạt hơn 6,300 tỷ đồng, tăng 13% YoY. Mặc dù không mở mới nhiều cửa hàng trong quý 1, bán lẻ trang sức vẫn tiếp tục duy trì tăng trưởng nhờ PNJ liên tục nghiên cứu sản phẩm, triển khai các chương trình marketing và chương trình bán hàng hiệu quả. Kỳ vọng thời gian tới giá vàng bình ổn sẽ có tác động tích cực tới bán lẻ trang sức. Doanh thu bán sỉ cũng tăng nhẹ do thị trường vàng ấm trở lại giúp lượng đơn đặt hàng cũng gia tăng.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 109,500 VND/cổ phiếu

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2024 của PNJ với doanh thu thuần đạt 37,914 tỷ đồng (+14.4% yoy), LNST đạt 2,238 tỷ đồng (+13.5% yoy). Với kỳ vọng thị trường vàng bình ổn hơn giúp giá vàng hạ nhiệt cùng với duy trì tăng trưởng tích cực của mảng bán lẻ trang sức, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu 109,500 VND/cổ phiếu.

MUA DUY TRÌ

Giá mục tiêu	VND 109,500
Tăng/giảm (%)	16%
Giá hiện tại (10/06/2024)	VND 94,700
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 107,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	32.0/1.3

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	86.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	159.2/6.3
Số hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	VIETFUND (9.16%)

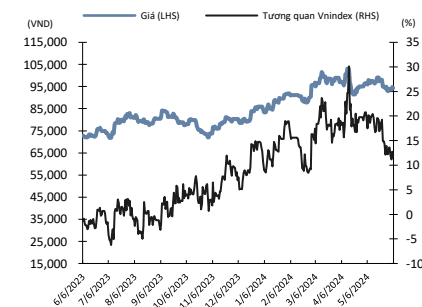
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.6	-0.6	17.9	29.7
Tương đối	-5.0	-2.3	3.8	13.8

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	33,876	33,137	40,411	41,707
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,338	2,485	2,685	3,117
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	1,811	1,971	2,118	2,461
EPS (VND)	7,358	8,008	8,604	9,996
Tăng trưởng EPS (%)	76.8%	8.8%	7.4%	16.2%
P/E (x)	17.4	16.0	14.9	12.8
P/B (x)	3.7	3.2	2.8	2.5
ROE (%)	25%	22%	20%	21%
Tỷ suất cổ tức (%)	2.5%	2.3%	1.9%	1.9%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ngành Thủy sản

Hồi phục nhưng còn nhiều yếu tố bất định

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

26/06/2024

Xuất khẩu hồi phục trên mức nền thấp

Nửa đầu năm 2024, ngành xuất khẩu thủy sản bước đầu đã ghi nhận những tín hiệu hồi phục trên mức nền thấp của năm trước, lạm phát tại các thị trường có dấu hiệu hạ nhiệt. Dù chưa có tăng trưởng mạnh mẽ, nhưng nhìn chung các thị trường lớn đã có tín hiệu hồi phục dần dần về cả nhu cầu. Thị trường lớn nhất là Mỹ có tăng trưởng tích cực trong khi các thị trường còn lại là Trung Quốc, Nhật Bản và EU chỉ tăng trưởng nhẹ. Các mặt hàng chủ lực là tôm và cá tra vẫn duy trì tăng trưởng dương trước áp lực cạnh tranh từ nhiều thị trường khác.

Kết quả kinh doanh doanh nghiệp thủy sản phục hồi

Các doanh nghiệp thủy sản cũng đã phản ánh phần nào sự phục hồi của ngành, tuy nhiên mức độ hồi phục phụ thuộc vào sản phẩm và thị trường chính của từng doanh nghiệp. Sản lượng xuất khẩu đã có sự hồi phục tích cực tuy nhiên giá xuất khẩu chưa có sự cải thiện nên dù doanh thu tăng trưởng mạnh nhưng lợi nhuận không tăng trưởng tương ứng. Các doanh nghiệp xuất khẩu tôm có kết quả tích cực hơn xuất khẩu cá tra, nhiều doanh nghiệp cũng đã báo lãi tăng trưởng so với cùng kỳ.

Triển vọng phục hồi nửa cuối năm nhưng còn nhiều yếu tố bất định

Về triển vọng ngành nửa cuối năm 2024, mục tiêu của ngành thủy sản là đạt kim ngạch xuất khẩu 10 tỷ USD (+8% YoY). Các thị trường chính kỳ vọng sẽ phục hồi khi nhiều NHTW phát tín hiệu giảm lãi suất vào nửa cuối năm. Tuy nhiên còn nhiều yếu tố ngoại cảnh có thể tác động như mức thuế chống bán phá giá, căng thẳng chính trị làm giá cước phi mã, thẻ vàng IUU, cạnh tranh với thủy sản từ nhiều nước khác đòi hỏi nâng cao năng lực của doanh nghiệp trong nước. Mặt bằng định giá của các cổ phiếu thủy sản đang ở mức trung bình 5 năm phản ánh kỳ vọng trung lập của thị trường với ngành này, chúng tôi khuyến nghị theo dõi những cổ phiếu đầu ngành, có lợi thế cạnh tranh vững chắc như VHC, FMC để có thể mua vào trong những nhịp điều chỉnh của thị trường.

TRUNG LẬP

Khuyến nghị

Diễn biến hoạt động kinh doanh

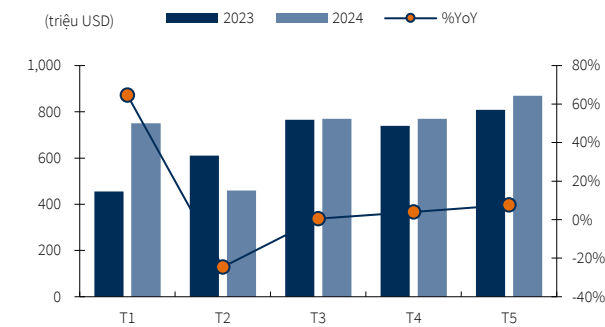
Xuất khẩu hồi phục trên mức nền thấp, lũy kế 5T2024 xuất khẩu thủy sản tăng 6.5% YoY

Xuất khẩu thủy sản nửa đầu năm 2024 đã ghi nhận những tín hiệu phục hồi trên mức nền thấp cùng kỳ. Trong tháng 5/2024, xuất khẩu thủy sản cả nước đạt 870 triệu USD tăng 7% YoY. Lũy kế 5 tháng đầu năm xuất khẩu thủy sản đạt 3,6 tỷ USD, tăng 6,5% so với cùng kỳ năm 2023. Xuất khẩu thủy sản chưa thể phục hồi đáng kể do tình hình kinh tế các nước đang hồi phục khá chậm, căng thẳng địa chính trị, cạnh tranh với thủy sản từ nhiều nước, nguồn cung trong nước cũng không dồi dào do các yếu tố khí hậu, trình độ nuôi trồng chưa cao.

Trong 5 tháng đầu năm không có nhiều biến động trong cơ cấu xuất khẩu giữa các thị trường. Chiếm tỷ trọng lớn nhất vẫn là 2 thị trường Mỹ và Nhật Bản với tỷ trọng lần lượt là 17.1% và 16.2%, một vài thị trường mới nổi có sự tăng trưởng tuy nhiên đóng góp là không đáng kể. Đa số các thị trường đều có sự phục hồi so với cùng kỳ (xem biểu đồ 3), thị trường Mỹ giảm mạnh trong năm ngoái đã hồi phục giúp kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xuất khẩu tới thị trường này có diễn biến tích cực.

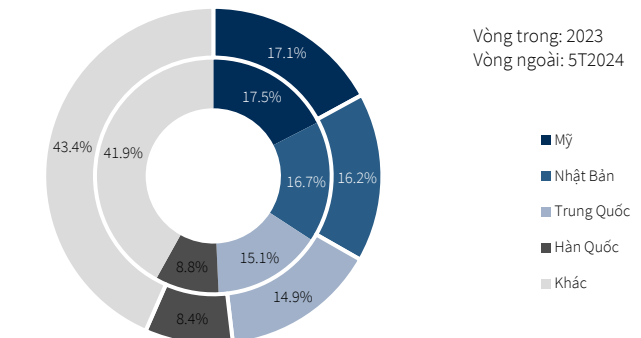
Về sản phẩm, các sản phẩm xuất khẩu chính đều ghi nhận sự tăng trưởng từ mức nền thấp cùng kỳ. Lũy kế 5T2024, xuất khẩu tôm đạt 1.3 tỷ USD (+7% YoY), xuất khẩu cá tra đạt 755 triệu USD (+2% YoY), xuất khẩu cá ngừ đạt 397 triệu USD (+25% YoY), xuất khẩu cua ghẹ đạt 101 triệu USD (+84% YoY).

Biểu đồ 1. Xuất khẩu thủy sản 5T2024

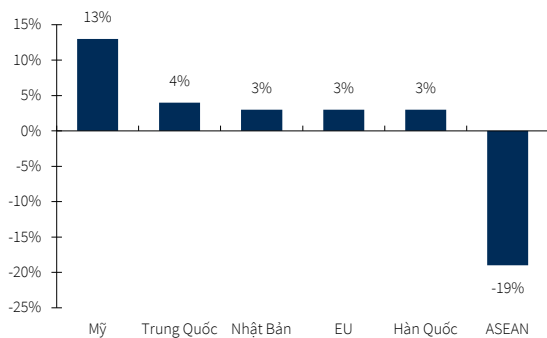


Nguồn: VASEP, KBSV

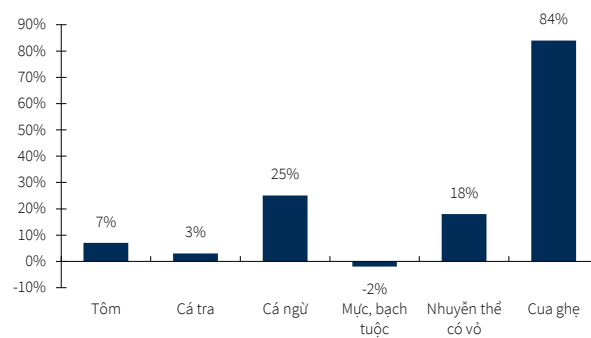
Biểu đồ 2. Cơ cấu thị trường xuất khẩu thủy sản



Nguồn: FiinProX, KBSV

Biểu đồ 3. Tăng trưởng xuất khẩu theo thị trường 5T2024

Nguồn: VASEP, KBSV

Biểu đồ 4. Tăng trưởng xuất khẩu theo sản phẩm 5T2024

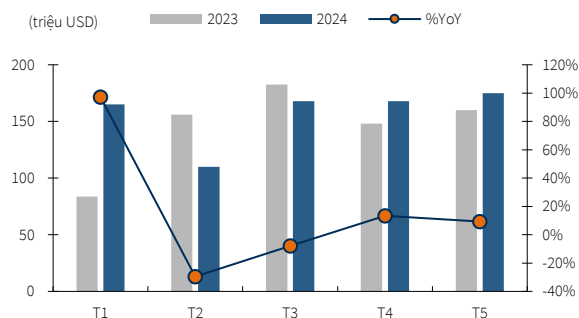
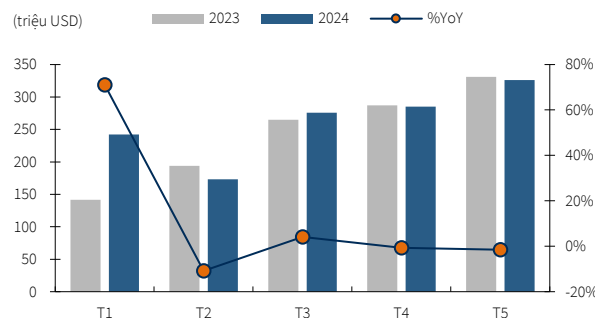
Nguồn: VASEP, KBSV

Xuất khẩu cá tra hồi phục nhờ thị trường Mỹ hồi phục nhu cầu

Các nhóm ngành xuất khẩu chính cũng đã hồi phục chung theo đà hồi phục toàn ngành. Đối với xuất khẩu cá tra, theo VASEP lũy kế 5T2024, xuất khẩu cá tra mang về gần 755 triệu USD, tăng nhẹ 2% YoY. Thị trường xuất khẩu cá tra chính là Mỹ hồi phục, theo VASEP cho biết người tiêu dùng tại Hoa Kỳ đang tăng nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm cá thịt trắng, đặc biệt là cá tra từ Việt Nam, bên cạnh đó nguồn cung một vài cá thịt trắng khác như cá rô phi khan hiếm cũng giúp cá tra Việt Nam hưởng lợi. Thị trường EU do ảnh hưởng từ căng thẳng chính trị cùng với yêu cầu tiêu chuẩn khắt khe với các sản phẩm nên vẫn chưa có diễn biến tích cực. Các thị trường còn lại gần như đi ngang và giảm nhẹ do kinh tế phục hồi chậm và cạnh tranh với cá tra và cá thịt trắng nói chung từ nhiều thị trường khác.

Xuất khẩu tôm hồi phục tuy nhiên cạnh tranh ngày càng gay gắt

Xuất khẩu tôm cũng mang lại những tín hiệu tích cực trong bối cảnh kinh tế phục hồi chậm và cạnh tranh ngày càng gia tăng. Theo VASEP lũy kế 5T2024, xuất khẩu tôm mang về gần 1.3 tỷ USD, tăng 7% YoY. Thị trường Trung Quốc chứng kiến mức tăng mạnh nhất với mức tăng 21% YoY do nước này hạn chế nguồn cung tôm từ Ecuador vì phát hiện dư lượng chất sulfite và giá cước tăng, tuy nhiên trong tháng gần đây ghi nhận sụt giảm do nguồn cung dồi dào trở lại, cạnh tranh giá với các đối thủ nước khác. Các thị trường còn lại không mấy khả quan, thị trường Mỹ đi ngang còn thị trường Nhật Bản và Hàn Quốc thậm chí ghi nhận giảm so với cùng kỳ.

Biểu đồ 5. Kim ngạch xuất khẩu cá tra**Biểu đồ 6. Kim ngạch xuất khẩu tôm**

Nguồn: VASEP, KBSV

Nguồn: VASEP, KBSV

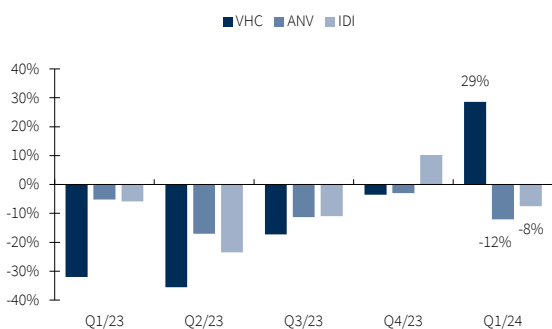
Doanh nghiệp xuất khẩu tôm hồi phục tích cực trong khi cá tra ghi nhận kết quả chưa khả quan

Các doanh nghiệp thủy sản nhìn chung đều có sự phục hồi theo sự phục hồi của toàn ngành, tuy nhiên mức độ phục hồi phụ thuộc vào các yếu tố như sản phẩm chủ lực, thị trường chính hay chất lượng sản phẩm, khả năng mở rộng thị trường.

Các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra ghi nhận những kết quả trái ngược trong quý 1, VHC quay lại đà tăng trưởng doanh thu trên mức nền thấp cùng kỳ nhờ hưởng lợi từ thị trường xuất khẩu chính là Mỹ hồi phục, trong khi đó ANV và IDI vẫn gặp khó trong quý đầu năm do thị trường Trung Quốc hồi phục chậm cùng với cạnh tranh gay gắt với thủy sản từ các quốc gia khác. Bên cạnh đó, do giá cá xuất khẩu vẫn chưa hồi phục cùng với giá cước vận tải leo thang nên lợi nhuận của các doanh nghiệp cá tra tiếp tục đi lùi trong quý này.

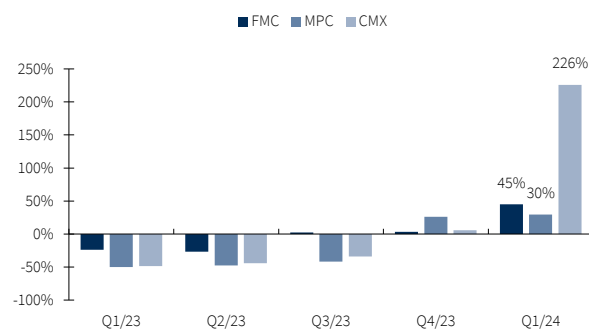
Các doanh nghiệp xuất khẩu tôm ghi nhận tín hiệu tích cực hơn cá tra trong quý 1 nhờ tăng trưởng tích cực của xuất khẩu tôm trong quý 1/2024. Các doanh nghiệp xuất khẩu tôm như FMC, MPC, CMX đều ghi nhận tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ, đặc biệt tại thị trường Trung Quốc với sản lượng tăng mạnh nhưng lại ít ảnh hưởng bởi gia tăng giá cước. Kết thúc quý 1/2024, các doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn đều ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tích cực so với cùng kỳ.

Biểu đồ 7. Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 8. Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp xuất khẩu tôm



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Triển vọng hoạt động 2H2024

Triển vọng hồi phục nhu cầu nhưng còn nhiều yếu tố ngoại cảnh khó đoán

Năm 2024, mục tiêu của ngành thủy sản là đạt kim ngạch xuất khẩu 10 tỷ USD. 5 tháng đầu năm mới chỉ đạt 36% kế hoạch tuy nhiên kỳ vọng xuất khẩu sẽ đẩy mạnh vào dịp cuối năm khi nhu cầu tăng cao tại các ngày lễ, tết. Về triển vọng ngành nửa cuối năm 2024, chúng tôi đánh giá các thị trường lớn đều bắt đầu có những tín hiệu phục hồi tuy nhiên tốc độ hồi phục chậm và còn nhiều yếu tố khó đoán. Các NHTW lớn đã bắt đầu cho thấy động thái cắt giảm lãi suất, điển hình như ECB đã cắt giảm lãi suất vào đầu tháng 6, FED cũng kỳ vọng sẽ có đợt hạ lãi suất vào nửa cuối năm nay là những yếu tố tích cực hơn cho sức mua tiêu dùng. Việc Mỹ công nhận Việt Nam là nền kinh tế thị trường cũng có tác động tích cực cho các doanh nghiệp xuất khẩu từ Việt Nam.

Tuy nhiên ngành thủy sản còn nhiều yếu tố ngoại cảnh khó dự đoán có ảnh hưởng đến ngành như (1) mức thuế chống bán phá; (2) căng thẳng chính trị làm giá cước vận tải tăng phi mã; (3) thẻ vàng IUU ảnh hưởng tới xuất khẩu sang EU. Bên cạnh đó, thủy sản Việt Nam ngày càng phải cạnh tranh với thủy sản giá rẻ từ các nước khác, đòi hỏi các doanh nghiệp phải nâng cao năng lực chế biến sâu.

Xuất khẩu tôm kỳ vọng hồi phục nhưng cũng vấp phải cạnh tranh quyết liệt

Đối với thị trường Mỹ, toàn ngành đang chờ những quyết định chính thức về mức thuế chống trợ cấp và chống bán phá giá, ngoài ra thị trường này đang phải cạnh tranh quyết liệt với tôm Ecuador với lợi thế gần hơn và giá thành rẻ hơn so với tôm Việt Nam. Xuất khẩu sang Trung Quốc lại hưởng lợi nhờ lợi thế địa lý và nước này đang hạn chế nguồn tôm từ Ecuador và Ấn Độ do có dư lượng sulfite. Thị trường Nhật Bản dù nhu cầu phục hồi chậm nhưng lại ưa chuộng các sản phẩm chế biến sâu, đây là lợi thế của tôm Việt Nam so với tôm từ các nước khác, doanh nghiệp nào có khả năng chế biến sâu tập trung vào thị trường này sẽ hưởng lợi.

Các doanh nghiệp tôm đều tìm những hướng đi riêng cho mình trong bối cảnh xuất khẩu hồi phục chậm và gặp nhiều cạnh tranh với tôm từ Ecuador và Ấn Độ. FMC tập trung vào tôm chế biến sâu, đánh mạnh vào thị trường Nhật Bản. MPC gặp khó tại thị trường Mỹ nên đã có ý định quay về thị trường nội địa khi hợp tác chiến lược với chuỗi Bách Hoá Xanh. CMX lại có ý định mở thêm mảng chế biến cá và xuất khẩu sang thị trường Hàn Quốc khi hợp tác với chuỗi siêu thị lớn nhất nước này là Emart.

Xuất khẩu cá tra đặt kỳ vọng vào thị trường Mỹ

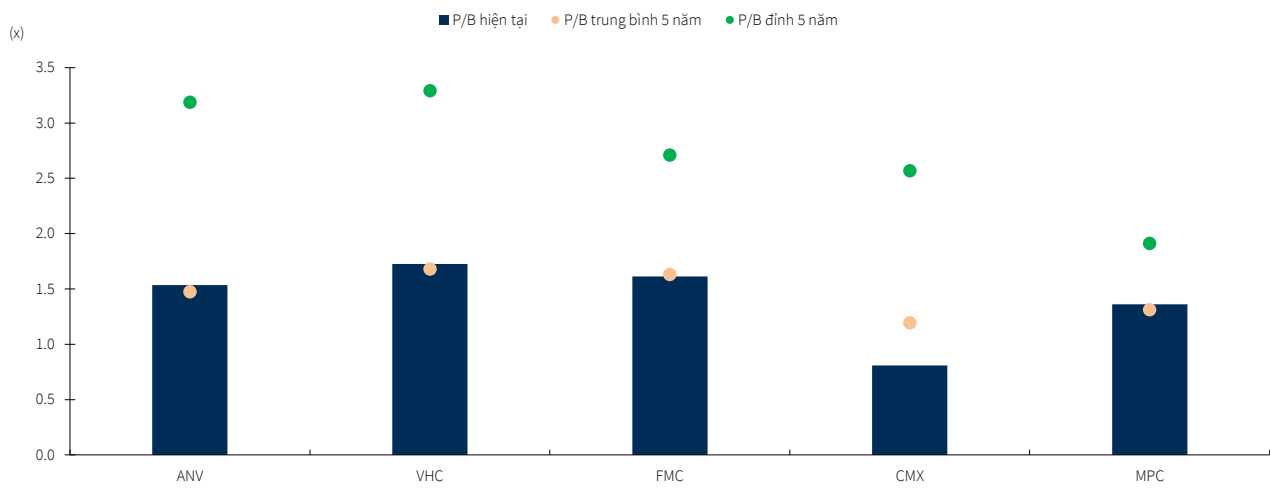
Đối với ngành xuất khẩu cá tra, sự phục hồi của thị trường chính là Mỹ giúp xuất khẩu cá tra có nhiều kỳ vọng trong nửa cuối năm, bên cạnh đó Mỹ và phương Tây cũng ban sắc lệnh cấm cá minh thái từ Nga giúp cá tra Việt Nam hưởng lợi. Giá cá tra xuất khẩu dự báo cũng sẽ có khả năng hồi phục nhẹ trong nửa cuối năm do thiếu hụt nguồn cung nguyên nhân do giá thấp cùng với thời tiết bất lợi khiến nhiều hộ nông dân hạn chế thả nuôi mới. Tuy nhiên xuất khẩu tới các thị trường Mỹ, EU bị ảnh hưởng khá nhiều khi giá cước tăng cao, ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận các công ty.

Các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra đều kỳ vọng hồi phục vào nửa cuối năm khi các nền kinh tế lớn hồi phục nhu cầu. Chúng tôi nhận thấy VHC là doanh nghiệp đầu ngành, có khả năng mở rộng thị trường và quản lý chi phí tốt, đặc biệt hưởng thuế chống bán phá giá bằng 0 tại thị trường Mỹ nên sẽ có triển vọng kinh doanh tích cực nhất trong các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra. Các doanh nghiệp như IDI, ANV cũng được kỳ vọng sẽ hồi phục xuất khẩu tuy nhiên triển vọng sẽ kém hơn so với VHC.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với ngành thủy sản, theo dõi các cổ phiếu đầu ngành, có lợi thế cạnh tranh vững chắc

Về mặt bảng định giá, đa số các cổ phiếu thủy sản đang ở gần mức P/B trung bình 5 năm phản ánh kỳ vọng trung lập của thị trường đối với các cổ phiếu này trong thời gian tới. Với triển vọng phục hồi chậm cùng với nhiều yếu tố ngoại cảnh bất định, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với các cổ phiếu ngành thủy sản. Tuy nhiên, trong những nhịp điều chỉnh có thể tập trung vào các cổ phiếu đầu ngành, có lợi thế cạnh tranh vững chắc như VHC, FMC, bên cạnh đó cũng có thể mở mua khi những yếu tố ngoại cảnh như thuế chống bán phá giá, thẻ vàng IUU, giá cước vận chuyển có những thông tin tích cực hơn.

Biểu đồ 9. P/B của các cổ phiếu thủy sản



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cảng & Vận tải biển

Sản lượng 2H2024 tăng trưởng tích cực

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Ngọc Anh
(+84) 24-7303-5333 anhntn@kbsec.com.vn

27/06/2024

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cảng biển tích cực hơn các doanh nghiệp vận tải biển trong 1Q2024

Doanh thu của các doanh nghiệp cảng biển và vận tải biển đều chứng kiến sự tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ do sự phục hồi mạnh của sản lượng hàng. Tuy nhiên trái với biên gộp cải thiện của khối ngành cảng biển (chủ yếu do đột điều chỉnh tăng giá dịch vụ vào đầu năm và chi phí được tối ưu nhờ các dự án nâng cấp cảng), biên gộp của các doanh nghiệp vận tải biển giảm mạnh do giá cước giao ngay 1Q2024 cũng như giá hợp đồng cho thuê tàu tái ký đều ở mức thấp.

Sản lượng hàng qua cảng biển cả nước về cuối năm tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ

Sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển cả nước dự kiến có thể đạt mức tăng trưởng 7-9% so với 2023 trong năm nay do: (1) triển vọng XNK tiếp tục khả quan về cuối năm, (2) vốn FDI duy trì ở mức cao và (3) các dự án nâng cấp cảng và cơ sở hạ tầng liên quan đang lần lượt được hoàn thiện.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp vận tải biển kì vọng phục hồi tích cực về cuối năm

Chúng tôi điều chỉnh nhận định với các doanh nghiệp vận tải biển từ trung lập sang tích cực trong 2H2024 do: (1) giá cước vận tải biển dự kiến vẫn neo ở mức cao trong thời gian tới do nhu cầu về tàu biển tăng cũng như nguy cơ về thiếu container rỗng dần hiện hữu và (2) sản lượng vận tải tăng đến từ xu hướng tăng tích trữ hàng do lo ngại giá vận tải biển tiếp tục tăng phi mã sẽ còn kéo dài, cũng như đứt gãy chuỗi cung ứng trở nên nghiêm trọng hơn.

Tích cực

Khuyến nghị

GMD	MUA
Giá mục tiêu	100,600VND

HAH	MUA
Giá mục tiêu	51,700VND

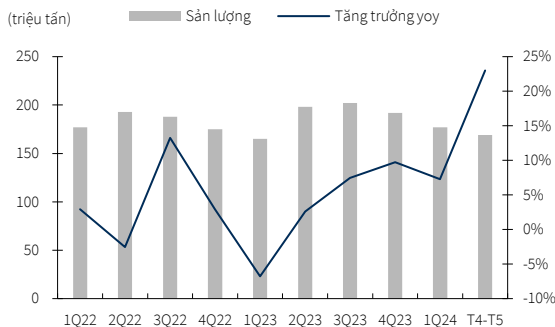
Diễn biến hoạt động kinh doanh

Tổng sản lượng hàng container thông qua cảng phục hồi mạnh trong nửa đầu năm trên mức nền thấp của 2023

Theo thống kê của Cục Hàng hải Việt Nam, lũy kế 5 tháng đầu năm 2024, tổng sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam đạt hơn 346 triệu tấn (+17% yoy). Trong đó sản lượng hàng nhập khẩu ghi nhận 107 triệu tấn (+27% yoy), sản lượng hàng xuất khẩu đạt 84 triệu tấn (+17% yoy) và sản lượng vận tải nội địa đạt 154 triệu tấn (+11% yoy). Sản lượng hàng container thông qua toàn hệ thống cảng Việt Nam đạt 11.6 triệu Teu, tăng 20% so với cùng kỳ 2023 và cao hơn 10% so với 5T2022.

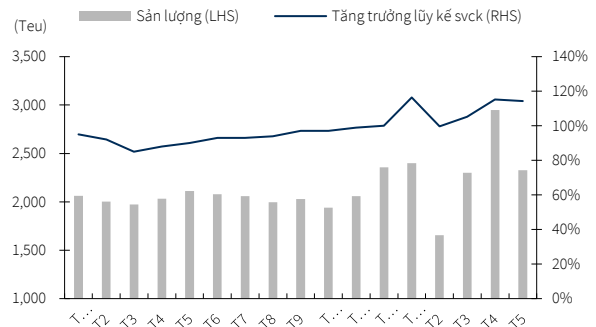
Sự hồi phục mạnh của sản lượng hàng qua cảng nửa đầu năm nay đến từ (1) mức nền thấp ở nửa đầu 2023 và (2) kim ngạch xuất nhập khẩu tăng liên tục từ tháng 4/2023 đến nay, tổng kim ngạch XNK 5 tháng đầu 2024 tăng hơn 16% yoy chủ yếu đến từ hoạt động tăng tồn kho tại hai thị trường lớn Mỹ và EU.

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



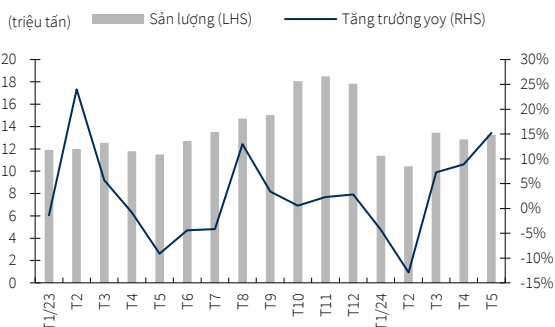
Nguồn: Ước tính từ số liệu của VPA

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



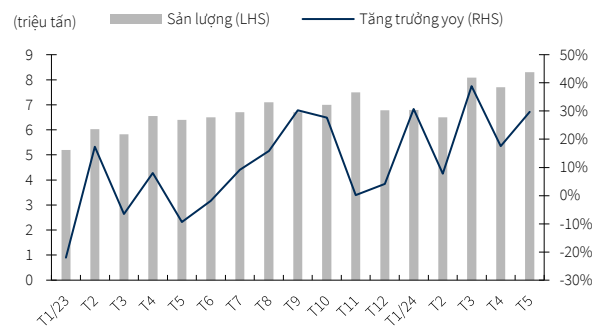
Nguồn: VPA, KBSV

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



Nguồn: Tổng cục thống kê Hải Phòng, KBSV

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



Nguồn: Tổng cục thống kê BR-VT, KBSV

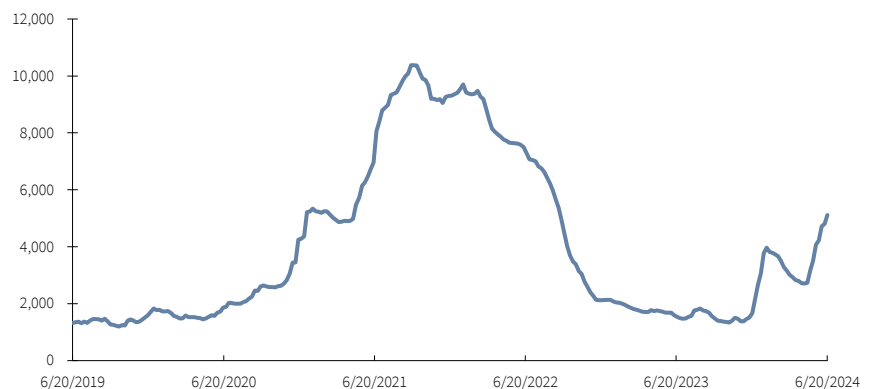
Sau khi hạ nhiệt vào hồi đầu năm, giá cước vận tải đã đảo chiều tăng mạnh từ cuối tháng 4

Sau khi tăng mạnh vào cuối 2023 do 2 tuyến vận tải quan trọng trong giao thương quốc tế qua kênh đào Suez và Panama gặp sự cố, giá cước hạ nhiệt từ cuối tháng 1 khi các hãng vận tải đã thích nghi với bình thường mới của ngành, chỉ số Drewry quay về mức 2,706 vào tháng 4, thấp hơn mức 3,964 USD/40ft hồi đầu năm, tuy nhiên vẫn ở mức cao hơn trước đại dịch COVID (1,800 – 2,000 USD/40ft).

Giá cước thế giới đảo chiều từ cuối tháng 4 và tăng mạnh cho đến nay, chỉ số Drewry đã tăng lên mức 5,117 USD/ft, gấp đôi hồi đầu năm dù vẫn ở mức thấp hơn nhiều so với đỉnh Covid (10,378 USD/40ft).

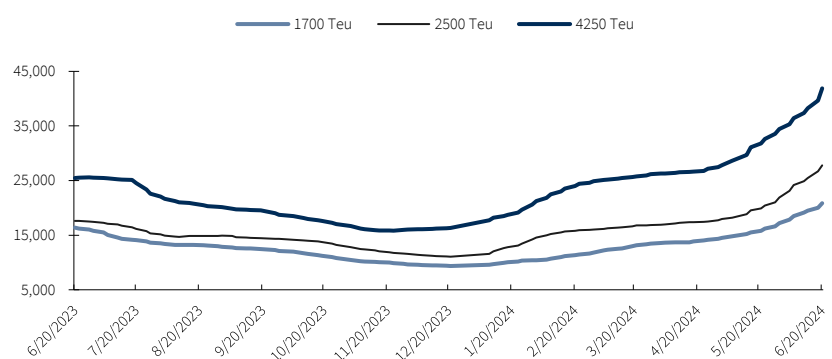
Theo chỉ số giá cước vận tải Drewry, giá cước vận tải giao ngay sau đợt tăng mạnh vào cuối 2023 đã hạ nhiệt, chỉ số giảm về mức trung bình 2,706 USD/40ft vào tháng 4/2024, ngang với mức trung bình 10 năm. Giá cước vận tải thế giới bắt đầu đảo chiều tăng mạnh trở lại từ cuối tháng 4 đến nay do chịu tác động đồng thời của nhiều yếu tố: (1) khủng hoảng biển Đỏ sau một thời gian kéo dài đã bắt đầu gây tắc nghẽn tại nhiều cảng lớn, tắc nghẽn tại các cảng châu Á đang ở mức cao nhất sau đại dịch, nguy cơ về đứt gãy chuỗi cung ứng và thiếu hụt container dần trở nên rõ ràng hơn, (2) Mỹ tăng mạnh thuế quan đối với một loạt hàng hóa Trung Quốc có kim ngạch nhập khẩu hàng năm vào Mỹ đạt 18 tỷ USD từ tháng 8 tới và (3) nhiều hãng tàu bắt đầu áp dụng phụ phí cước vận chuyển (GRI) cho mùa cao điểm đến sớm hơn mọi năm.

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



Nguồn: Drewry

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



Nguồn: Bloomberg

1Q2024 kết quả kinh doanh các doanh nghiệp cảng và vận tải biển có sự phân hóa

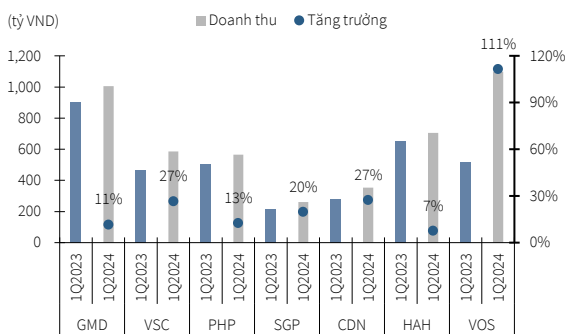
Hầu hết các doanh nghiệp Cảng và Vận tải biển đều có kết quả kinh doanh tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ 2023, chủ yếu đến từ sự phục hồi mạnh của sản lượng so với mức nền thấp 2023. Tuy nhiên lợi nhuận các doanh nghiệp có sự phân hóa.

- Về các doanh nghiệp cảng biển, hầu hết các doanh nghiệp cảng đều đã có sự điều chỉnh tăng giá dịch vụ cảng biển hồi đầu năm nay từ 5-10% tùy dịch vụ và tùy khu vực, dẫn đến biên gộp cải thiện và LNST tăng

trường tích cực, ngoại trừ PHP do 1Q2023 ghi nhận thu nhập khác từ đền bù va chạm tàu (tăng trưởng LNST loại trừ thu nhập từ đền bù đạt hơn 60% yoy).

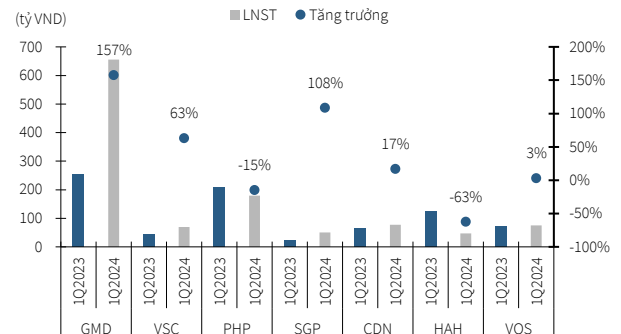
- LNST của nhóm ngành vận tải không có sự tăng trưởng tích cực như doanh thu. Dù sản lượng vận tải cải thiện đáng kể so với cùng kỳ 2023, giá cước vận tải sụt giảm so với cùng kỳ cũng như việc nhiều tàu cho thuê giá cao đã hết hợp đồng trong 2023 dẫn đến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp này sụt giảm đáng kể so với cùng kỳ (từ mức trên dưới 15% 1Q2023 xuống còn hơn 6% vào 1Q2024).

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



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

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



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Triển vọng hoạt động 2H2024

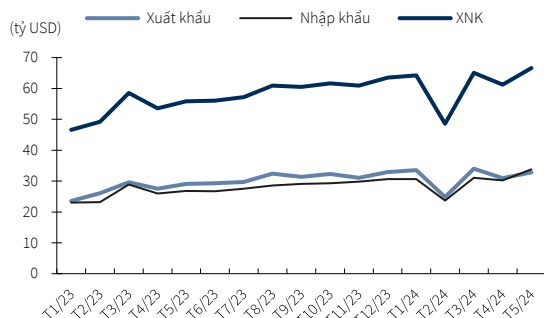
Sản lượng hàng qua cảng biển Việt Nam kì vọng tiếp tục giữ đà phục hồi tích cực đến cuối năm

Sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển cả nước kì vọng duy trì ở mức tích cực từ nay đến cuối năm, dự kiến có thể đạt mức tăng trưởng 7-9% so với 2023 dựa trên các yếu tố:

- Kim ngạch XNK dự kiến sẽ vẫn ở mức cao đến cuối năm do, chủ yếu do nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường lớn như Mỹ, EU và Trung Quốc phục hồi, có thể thấy qua: (1) chỉ số hàng tồn kho tại Mỹ đang có xu hướng tăng cho thấy nhu cầu tăng tồn kho tại quốc gia này, cùng với việc mùa cao điểm tích trữ hàng hóa cho dịp cuối năm đã bắt đầu sẽ thúc đẩy giao thương quốc tế và (2) nhập khẩu nguyên vật liệu 5T2024 tăng 5.1% yoy phần nào phản ánh lượng đơn đặt hàng tăng lên, hứa hẹn các đơn hàng xuất khẩu về cuối năm.
- Vốn FDI cũng đang trên đà tăng trở lại, cùng với việc Việt Nam tham gia nhiều hiệp định thương mại, kí kết các văn bản hợp tác song phương với Hàn Quốc, Mỹ và Trung Quốc trong thời gian gần đây cho thấy tiềm năng lớn hơn của giao thương quốc tế trong thời gian tới.
- Sự hỗ trợ tích cực của nhà nước trong việc giải ngân đầu tư, mở rộng các cảng lớn trên cả nước. Hiện các dự án nâng cấp cơ sở hạ tầng, luồng hàng hải tại các khu vực trọng yếu như cảng Hải Phòng, Cái Mép – Thị Vải đang được tiến hành, sau khi hoàn thành sẽ giúp doanh nghiệp tăng lợi thế cạnh tranh, thu hút được nhiều đối tác cũng như tối ưu hóa năng lực hoạt động doanh nghiệp.

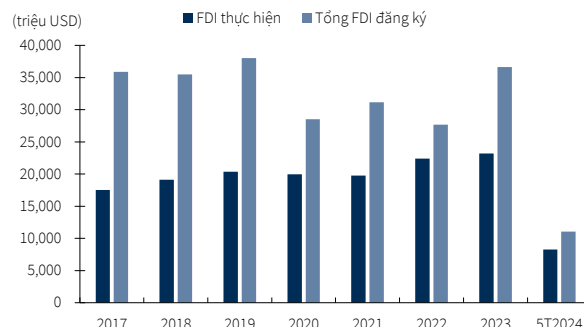
- Tình trạng tắc nghẽn tại các cảng lớn như cảng Singapore hiện nay khiến nhiều hãng tàu đã thay đổi hải trình, vào các cảng lân cận thay vì phải chờ 4-7 ngày để vào cảng Singapore. Việc tắc nghẽn nếu không được giải quyết sớm sẽ kéo thêm nhiều hãng tàu mới vào cảng biển nước ta, đặc biệt là khu vực cảng trung chuyển Cái Mép – Thị Vải, tác động tích cực đến ngành cảng biển Việt Nam.

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



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

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



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Giá cước vận tải biển sẽ vẫn neo ở mức cao ít nhất đến 3Q2024

Giá cước vận tải biển kì vọng sẽ vẫn neo cao trong năm nay dù vẫn ở mức thấp hơn đỉnh điểm trong đại dịch Covid, đà tăng kéo dài ít nhất đến 3Q2024 do chịu tác động tổng hợp của nhiều yếu tố, bắt nguồn từ khủng hoảng tại biển Đỏ:

- Khủng hoảng biển Đỏ kéo dài hơn dự kiến và chưa thấy được điểm kết thúc tác động trực tiếp đến thị trường vận tải thế giới, khi mà tới 10% lượng hàng hóa giao thương quốc tế (trong đó hàng container chiếm 20%) đi qua đây.
- Tình trạng ùn tắc tại nhiều cảng lớn đến từ: (1) Mỹ tăng cường nhập khẩu hàng hóa từ Trung Quốc trước khi hàng hóa Trung Quốc bị áp thêm thuế nhập khẩu từ tháng 8 tới và (2) lo ngại giá cước vận tải biển tiếp tục đà tăng phi mã kéo dài, mùa cao điểm chuẩn bị hàng hóa cho dịp cuối năm đã bắt đầu sớm hơn mọi năm, tăng lưu lượng hàng hóa giao thương từ nay đến cuối năm.

Hải trình kéo dài, ùn tắc tại các cảng và nhu cầu tăng dồn dập khiến nguy cơ về đứt gãy chuỗi cung ứng, thiếu hụt container rỗng tăng cao, tiếp tục đẩy giá cước vận tải container lên cao cho đến khi các tình trạng trên được giải quyết.

Nhóm ngành vận tải biển kì vọng phục hồi trong 2H2024

Chúng tôi kì vọng lợi nhuận ngành vận tải đã tạo đáy giai đoạn cuối 2023 và quý 1 năm nay, triển vọng tăng trưởng sẽ tích cực hơn về cuối năm.

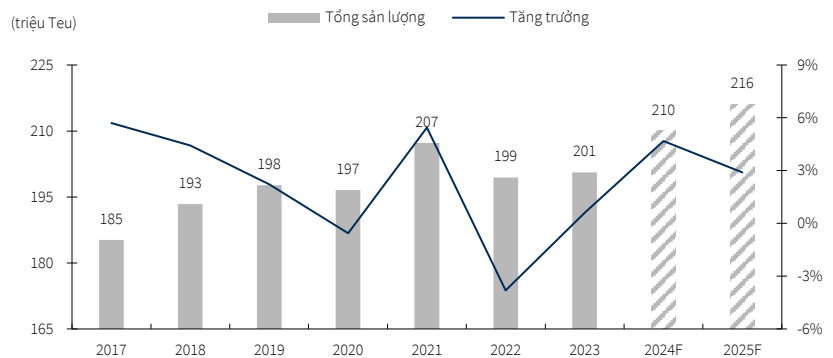
- Sản lượng hàng vận tải sẽ duy trì ở mức cao do (1) nhu cầu tiêu dùng trên thế giới hồi phục và (2) hoạt động chuẩn bị hàng chuẩn bị cho mùa cao điểm năm nay diễn ra sớm hơn mọi năm.
- Về giá vận tải giao ngay, đà tăng từ cuối tháng 4 dự kiến sẽ tiếp tục do nhu cầu về tàu biển tăng đến từ lo ngại về khủng hoảng chuỗi cung ứng, kéo theo giá trên thị trường cho thuê tàu cũng diễn biến theo xu hướng tăng. Các tuyến vận tải vốn đi qua biển Đỏ sẽ có mức tăng đáng kể do chịu ảnh hưởng trực tiếp, mức tăng sẽ nhỏ hơn ở các tuyến nội địa và các tuyến không đi qua biển Đỏ do chỉ chịu tác động gián tiếp từ

việc nhu cầu về tàu biển tăng.

Về dài hạn, thị trường vận tải biển dự kiến sẽ hạ nhiệt ngay khi khủng hoảng biển Đỏ kết thúc do tác động cộng hưởng từ việc: (1) hàng tồn kho tại các thị trường lớn tăng nhanh trong giai đoạn khủng hoảng chuỗi cung ứng xảy ra và (2) lo ngại về dư cung tàu rõ ràng trở lại khi nhu cầu suy giảm trong khi lượng tàu đã đặt đóng mới liên tục được đưa vào khai thác.

Việc khủng hoảng biển Đỏ kéo dài hơn dự kiến, cũng như tình trạng ùn tắc tại các cảng lớn không được giải quyết sớm sẽ là các yếu tố tích cực tác động đến giá cổ phiếu trong thời gian tới, tuy nhiên chúng tôi đánh giá các tác động tích cực này chỉ có tính ngắn hạn. Nhà đầu tư nên theo dõi biến động thị trường vận tải trong thời gian này và cân nhắc đầu tư vào các cổ phiếu vận tải có cơ bản tốt, đội tàu lớn như HAH và VOS khi cổ phiếu về mức định giá hấp dẫn.

Biểu đồ 21. Sản lượng vận tải container toàn thế giới

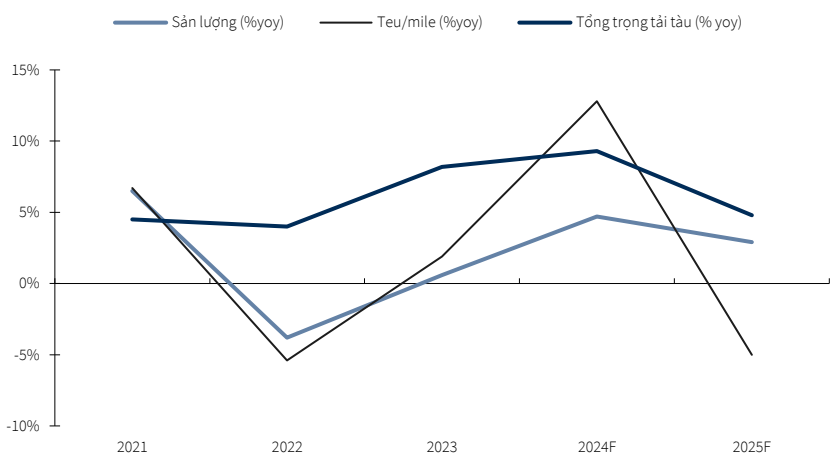


Nguồn: Clarksons Research

Biểu đồ 32. Cung - cầu tàu container trên thế giới

Tổng trọng tải tàu đóng mới trong 2024 và 2025 lần lượt ở mức 2.7 triệu Teu (+9%) và 1.9 triệu Teu (+5%). Lượng tàu đóng mới dự kiến giao vào 2026 hiện nay tổng trọng tải cũng đã lên đến 2.1 triệu Teu.

Với mức dự báo tăng trưởng sản lượng trên dậm hàng vận tải container năm 2024 là 12.8% yoy, mức tăng trưởng trọng tải tàu 9.3% yoy đã phần nào đáp ứng được nhu cầu vận tải biển tăng mạnh trong năm nay. Tuy nhiên, thị trường vận tải biển dự kiến sẽ chứng kiến tình trạng dư tàu nghiêm trọng kể từ năm 2025 khi mà tăng trưởng Teu/mile giảm xuống mức -5%yoy, tăng trưởng trọng tải tàu vẫn ở mức 4.8% yoy.



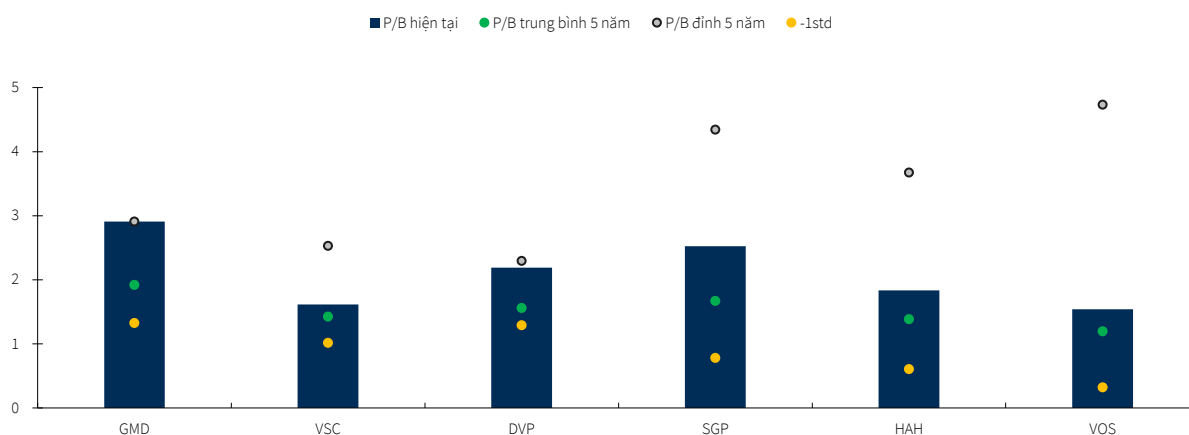
Nguồn: Clarksons Research

Chúng tôi duy trì khuyến nghị tích cực với nhóm cổ phiếu cảng biển

Về nhóm doanh nghiệp cảng biển, chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh thời gian tới sẽ tiếp tục duy trì ở mức tích cực như nửa đầu năm do sự phục hồi đến

từ cả giá và sản lượng. Tuy nhiên sau đà tăng bền vững vừa qua, chúng tôi đánh giá giá cổ phiếu cảng đã phản ánh khá đầy đủ triển vọng doanh nghiệp trong tương lai và đều đang được giao dịch ở mức P/B lớn hơn P/B trung bình 5 năm. Các nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư dài hạn với các cổ phiếu doanh nghiệp cảng có tiềm năng tăng trưởng tốt như GMD, VSC, SGP, PHP khi giá cổ phiếu điều chỉnh về mức định giá tốt hơn.

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



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Gemadept (GMD)

Khối cảng phía Nam phục hồi mạnh mẽ

10/06/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh

anhntn@kbsec.com.vn

(+84) 24-7303-5333

1Q2024, doanh thu thuần của GMD ghi nhận 1,006 tỷ VND (+11% yoy), LNST đạt 656 tỷ VND (+157% yoy).

1Q2024, doanh thu thuần của GMD đạt 1,006 tỷ VND (+11% yoy), hoàn thành hơn 25% doanh thu kế hoạch đề ra. Trong đó, hoạt động cốt lõi khai thác cảng đóng góp 843 tỷ VND (+29% yoy). LNST 1Q2024 của GMD tăng đến 157% yoy đạt 656 tỷ VND do GMD đã ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường hơn 335 tỷ VND từ thương vụ thoái vốn Cảng Nam Hải trong 1Q2024.

Sản lượng GMD tiếp tục đà phục hồi đến cuối năm, dự kiến tổng sản lượng 2024 ở mức 3.3 – 3.5 triệu Teu (tăng 10 – 12% so với 2023)

Sản lượng qua toàn hệ thống cảng GMD 2024 dự kiến sẽ đạt mức tăng trưởng 10 – 12% so với 2023 do (1) triển vọng tích cực của hoạt động xuất nhập khẩu từ nay đến cuối năm, (2) các tuyến dịch vụ mới liên tục được triển và (3) năng lực khai thác các cảng của GMD liên tục được cải thiện.

Giá cước dịch vụ tại khu vực phía Bắc và phía Nam của GMD dự kiến tăng trưởng lần lượt ở mức 5% và 7-10% so với mức trung bình của 2023

Trong 1Q2024, GMD đã có sự điều chỉnh tăng giá cước dịch vụ trên toàn hệ thống cảng ở mức từ 3 – 10% tùy loại dịch vụ. Cùng với việc Thông tư 39/2023/TT-BGTVT về việc điều chỉnh khung giá dịch vụ cảng biển có hiệu lực từ 15/2/2014, dự địa tăng giá cước cảng biển của GMD đã được nới rộng hơn. Giá cước dịch vụ tại phía Bắc và phía Nam của GMD dự kiến tăng trưởng lần lượt ở mức 5% và 7-10% so với mức trung bình của 2023.

Khuyến nghị MUA – Giá mục tiêu 100,600 VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng doanh nghiệp và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GMD với mức giá mục tiêu là 100,600 VND/cổ phiếu, cao hơn 15.8% so với giá đóng cửa ngày 10/06/2024.

Mua duy trì

Giá mục tiêu	VND 100,600
Tăng/giảm (%)	15.8%
Giá hiện tại (10/06/2024)	VND 86,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 88,600
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	27.0/1.1

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	3,898	3,846	4,132	4,511
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,309	3,160	1,969	1,914
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	994	2,222	1,490	1,513
EPS (VND)	3,034	7,119	4,869	4,872
Tăng trưởng EPS (%)	62%	135%	-32%	0%
P/E (x)	28.6	12.2	17.8	17.8
P/B (x)	3.3	2.7	2.6	1.9
ROE (%)	15%	26%	16%	12%
Tỷ suất cổ tức (%)	2%	3%	2%	2%

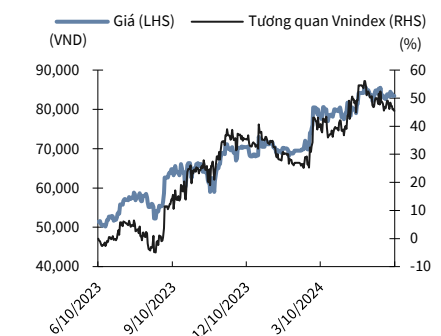
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	97.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	148.6/5.9
Sở hữu nước ngoài (%)	47.5%
Cổ đông lớn	SSJ Consulting (9.6%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2	4	18	67
Tương đối	-5	3	3	43



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An(HAH)

Phục hồi mạnh về cuối năm

19/06/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh
anhntn@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

1Q2024, HAH ghi nhận doanh thu 704 tỷ VND (+7% yoy), LNST 47 tỷ VND (-63% yoy)

1Q2024, HAH đạt doanh thu thuần 704 tỷ VND (+7% yoy). Tăng trưởng doanh thu ghi nhận ở cả mảng khai thác cảng và khai thác tàu. Tuy nhiên do 1Q2024, giá cước vận tải biển giảm mạnh cũng như các hợp đồng thuê tàu ký mới ở mức giá thấp hơn nhiều, biên gộp giảm xuống chỉ còn 5%. LNST của HAH 1Q2024 đạt 47 tỷ VND (-63% yoy), hoàn thành 16% LNST kế hoạch 2024.

Giá cước vận tải HAH kì vọng tăng 15% yoy theo diễn biến tăng chung của cước vận tải thế giới

Giá cước nội địa và nội Á của HAH hiện đã được điều chỉnh tăng 10% yoy. Dự kiến giá cước vận tải của Hải An sẽ tiếp tục tăng về cuối năm, giá trung bình năm 2024 cao hơn 15% mức trung bình 2023 do chịu tác động từ lo ngại nguy cơ thiếu hụt container rỗng và nhu cầu về tàu biển cao trên thế giới.

Tổng sản lượng khai thác tàu của HAH năm 2024 dự kiến tăng 15-20% yoy đạt 525,000 Teu

Sản lượng khai thác tàu của HAH kì vọng hồi phục mạnh so với 2023, chúng tôi dự kiến tổng sản lượng vận tải 2024 đạt hơn 525,000 Teu (+20%yoy) do: (1) nhu cầu vận tải hồi phục, (2) tuyến tàu mới liên tục được bổ sung, mở rộng và (3) HAH tiếp nhận 3 tàu đóng mới trong 2024.

Khuyến nghị MUA – giá mục tiêu 51,700 VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và định giá, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HAH – giá mục tiêu 51,700 VND/cổ phiếu, tương đương với mức sinh lời 20% so với giá đóng cửa ngày 19/06/2024.

Mua duy trì

Giá mục tiêu	VND 51,700
Tăng/giảm (%)	20%
Giá hiện tại (19/06/2024)	VND 43,100
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 40,400
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	5.1/0.2

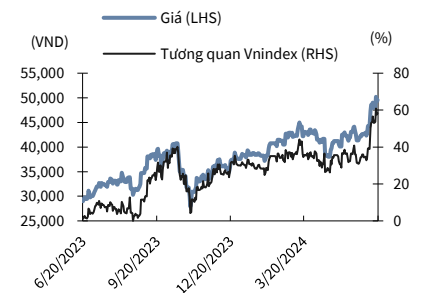
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	50.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	167.6/6.6
Sở hữu nước ngoài (%)	10.4%
Cổ đông lớn	CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà (15.22%)

Biến động giá cổ phiếu (%)				
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	12.6	15.5	33.2	70.9
Tương đối	12.4	13.9	16.9	55.7

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	3,206	2,613	3,199	3,841
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,300	447	562	684
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	822	385	375	461
EPS (VND)	11,306	3,315	3,093	3,799
Tăng trưởng EPS (%)	82%	-71%	-7%	23%
P/E (x)	2.9	13.0	13.9	11.3
P/B (x)	1.7	1.1	1.7	1.5
ROE (%)	36%	11%	12%	13%
Tỷ suất cổ tức (%)	1.3%	0.2%	2.1%	1.0%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Khu công nghiệp

Pháp lý từng bước được tháo gỡ

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Ngọc Anh
(+84) 24-7303-5333 anhntn@kbsec.com.vn

28/06/2024

Mặt bằng giá thuê KCN tiếp tục đà tăng trưởng, tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao
Vào quý 1/2024, tỷ lệ lấp đầy trung bình của các KCN tại các tỉnh cấp 1 phía Bắc và phía Nam lần lượt ghi nhận ở mức 83% và 92%. Giá thuê đất khu công nghiệp tiếp tục tăng ở cả miền Bắc và miền Nam trong 1Q2024 do nhu cầu khả quan. Giá cho thuê trung bình cho thị trường Cấp 1 ở miền Bắc đạt 133 USD/m²/kỳ hạn còn lại (+7.8% yoy) và ở miền Nam đạt 189 USD/m²/kỳ hạn còn lại (+2.4% yoy).

KQKD của các doanh nghiệp KCN có sự phân hóa

Trong khi nhiều doanh nghiệp ghi nhận doanh thu tăng ở mức cao, nhiều doanh nghiệp có mức tăng trưởng đi ngang, thậm chí là âm so với cùng kỳ do (1) các dự án mới chậm tiến độ đưa vào khai thác do chậm hoàn thành nhiều thủ tục pháp lý dẫn đến quỹ đất nhiều doanh nghiệp cạn kiệt và (2) tốc độ bàn giao đất sẵn có chậm hơn dự kiến do vướng mắc từ phía thuê hoặc do tỉnh đã hết chỉ tiêu đất KCN.

Giá đất KCN dự kiến tiếp tục duy trì đà tăng 3-9%/năm trong 3 năm tới

Giá thuê đất công nghiệp dự kiến sẽ tăng ở ngưỡng 5-9%/năm ở khu vực phía Bắc, 3-7%/năm ở khu vực phía Nam do (1) nhu cầu khả quan tới từ nhiều nhóm ngành và quốc tịch thuê khi dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam vẫn tăng trưởng tích cực và (2) nguồn cung tăng chậm đặc biệt tại các tỉnh cấp 1 trong khi tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao.

Nguồn cung KCN mới trong thời gian tới kỳ vọng sẽ được hỗ trợ bởi các điều chỉnh về mặt pháp lý

Việc nguồn cung đất KCN hiện nay đang ở mức thấp và tốc độ tăng trưởng chậm do các vướng mắc pháp lý kỳ vọng có thể khắc phục trong thời gian tới nhờ tác động tích cực từ: (1) quy hoạch nhiều tỉnh thành đã và đang được thông qua, (2) quyết định 227/QĐ-TTg về chỉ tiêu sử dụng đất và (3) nghị định 12/2024/ND-CP về phương pháp định giá đất.

Tích cực

Khuyến nghị	
GVR	MUA
Giá mục tiêu	38,800VND
KBC	MUA
Giá mục tiêu	42,000VND

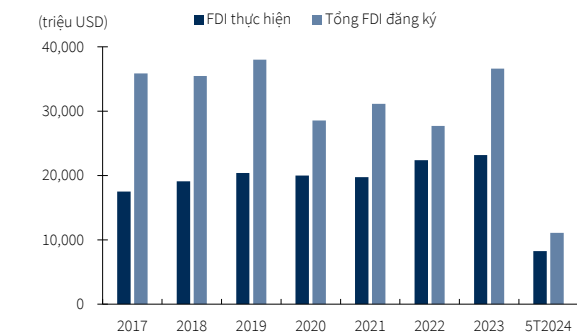
Diễn biến hoạt động kinh doanh

Tình hình thu hút vốn FDI vào Việt Nam 5 tháng đầu năm vẫn diễn biến tích cực

5 tháng đầu năm 2024, tổng vốn đầu tư đăng ký cấp mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần, vốn góp của nhà đầu tư nước ngoài đạt gần 11.07 tỷ USD (+2% yoy). Trong đó vốn đầu tư đăng ký mới với 1,227 dự án được cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư (+27.5% yoy), tổng vốn đăng ký đạt gần 7.94 tỷ USD (+50.8% yoy). Vốn thực hiện của dự án đầu tư nước ngoài ước đạt 8.25 tỷ USD (+7.8% yoy).

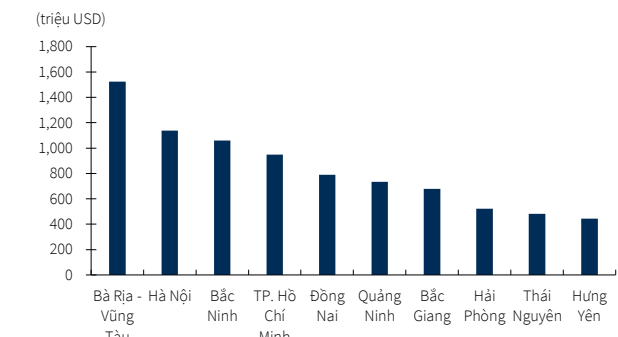
- Đối tác đầu tư với số dự án lớn nhất là Singapore, Hongkong, Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc (chiếm 73% số dự án đầu tư mới) với tổng vốn tương đương 73.5% vốn đầu tư đăng ký của cả nước.
- Các địa phương thu hút vốn đầu tư lớn nhất bao gồm Bà Rịa – Vũng Tàu, Hà Nội, Bắc Ninh, TP Hồ Chí Minh, Đồng Nai, Quảng Ninh, Bắc Giang, Hải Phòng, Thái Nguyên, Hưng Yên, chiếm 74.7% số dự án mới, đóng góp 75.2% số vốn đầu tư của cả nước trong 5 tháng.

Biểu đồ 1. FDI đăng kí và thực hiện từ 2017



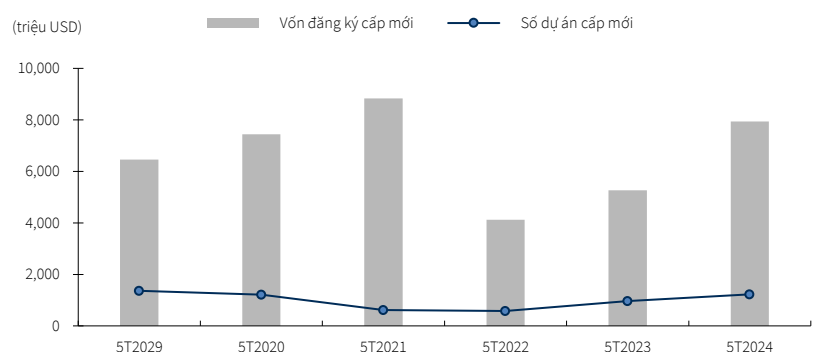
Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 2. Top 10 tỉnh thành thu hút FDI 5T2024



Nguồn: FiinPro

Biểu đồ 3. Quy mô dự án FDI cấp mới 5 tháng đầu năm (tỷ USD)



Nguồn: FiinPro, KB Securities Vietnam tổng hợp

Về số dự án FDI cấp mới, 5T2024 chứng kiến sự phục hồi so với cùng kỳ năm trước đáng kể nhất từ đại dịch Covid đến nay. Số dự án liên tục tăng lên qua các năm trong giai đoạn 2022 – 2024, số dự án mới 5 tháng đầu năm nay đã vượt hơn 11% so với 5T2019 – thời điểm trước đại dịch. Về tổng vốn đầu tư mới, số liệu 5T2024 ghi nhận tổng vốn cao nhất trong 6 năm trở lại đây. Sự tăng lên cả về số lượng dự án và tổng vốn đầu tư cho thấy Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn với nhà đầu tư.

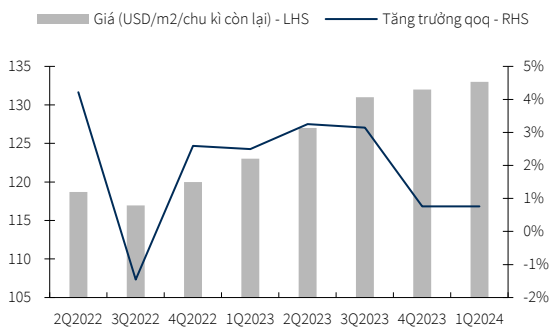
Mặt bằng giá thuê KCN tiếp tục đà tăng trưởng, tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao

Theo báo cáo của CBRE, giá thuê đất công nghiệp tiếp tục tăng ở cả miền Bắc và miền Nam do nhu cầu khả quan. Trong 1Q2024, giá cho thuê trung bình đất tại thị trường Cấp 1 ở miền Bắc đạt 133 USD/m²/kỳ hạn còn lại (+7.8% yoy) và ở miền Nam đạt 189 USD/m²/kỳ hạn còn lại (đà tăng giá chậm lại đạt +2.4% yoy).

Tỷ lệ lấp đầy trung bình của các KCN trên cả nước đạt 80%, trong đó:

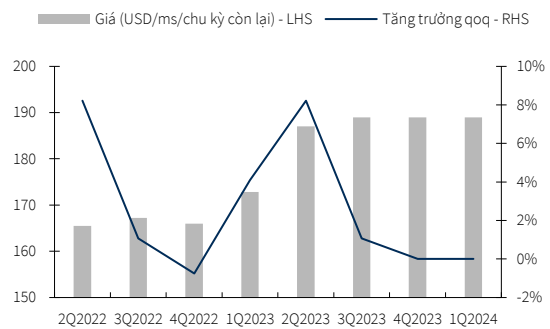
- Tại phía Bắc: tỷ lệ lấp đầy tăng lên 83% (với diện tích hấp thụ trong quý đạt 110 ha) do sự thiếu hụt các KCN mới đi vào hoạt động, trong khi các KCN hiện hữu vẫn thu hút thêm được nhiều khách thuê mới. Tỉnh có tỷ lệ lấp đầy cao nhất là Hải Phòng (92%), theo sau là Bắc Ninh (89%) và Vĩnh Phúc (88%).
- Tại phía Nam: do nguồn cung hạn chế, tỷ lệ lấp đầy KCN ở các tỉnh phía Nam duy trì ở mức 92%, với tổng diện tích hấp thụ chỉ đạt 20 ha.

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



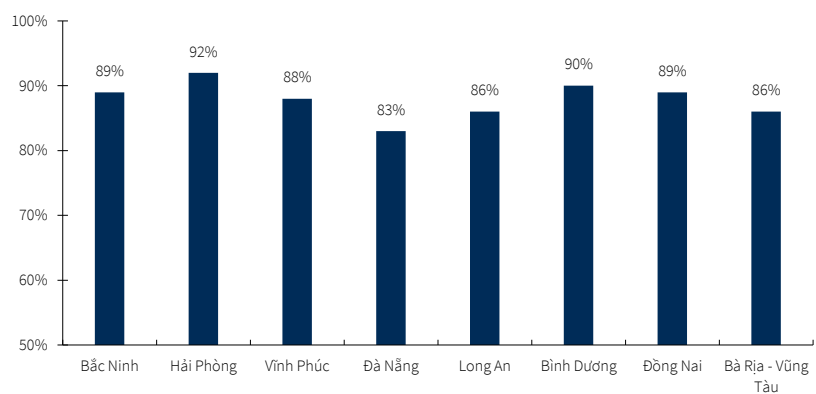
Nguồn: CBRE, KBSV

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



Nguồn: CBRE, KBSV

Biểu đồ 6. Tỷ lệ lấp đầy tại một số tỉnh thành trọng yếu



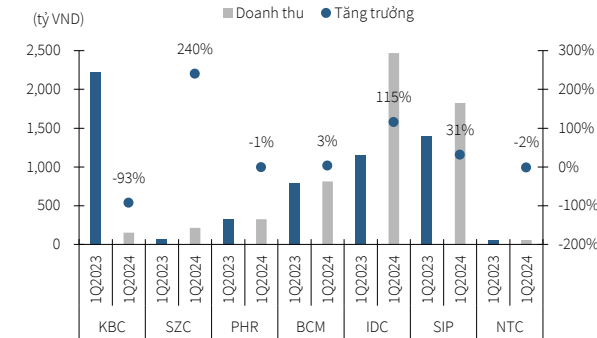
Nguồn: Savills

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp khu công nghiệp 1Q2024 có sự phân hóa

1Q2024, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp khu công nghiệp có sự phân hóa rõ rệt. Các doanh nghiệp có sự tăng trưởng doanh thu mạnh so với cùng kỳ 2023 là các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn, sở hữu KCN tại các địa phương còn chỉ tiêu đất KCN như IDC (bàn giao được khoảng 40 ha KCN và 1.45 ha tại Aeon trong 1Q2024), SZC (diện tích đất bàn giao trong quý tăng), SIP (bàn giao được 16 ha đất KCN Lộc An Bình Sơn) cho SLP. Bên cạnh đó, nhiều

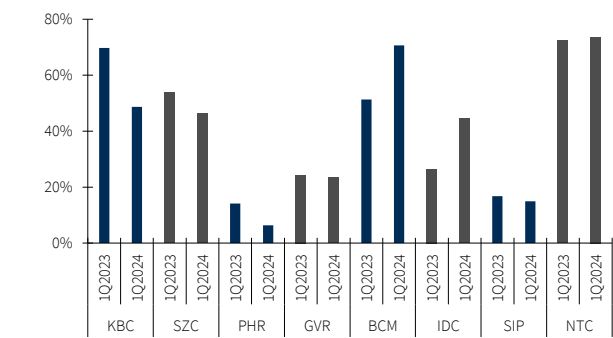
KCN ghi nhận KQKD đi xuống so với cùng kỳ chủ yếu do không còn quỹ đất sẵn sàng cho thuê (PHR, NTC) hoặc đất đã sẵn sàng nhưng vẫn còn vướng mắc pháp lý chưa thể bàn giao (KBC).

Biểu đồ 7. Tăng trưởng doanh thu các DN BĐS KCN



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 8. Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp BĐS KCN



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Triển vọng hoạt động 2H2024

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

Thuế tối thiểu toàn cầu được áp dụng từ đầu năm nay phần nào ảnh hưởng tới sức hấp dẫn của các chính sách ưu đãi thuế trong việc thu hút FDI của Việt Nam, tuy nhiên ngành BĐS KCN vẫn đang sở hữu tiềm năng tăng trưởng lớn đến từ:

- Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn của nguồn vốn FDI do: (1) xu hướng dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc vẫn đang tiếp tục, (2) hàng loạt các hiệp định thương mại tự do Việt Nam tham gia cũng như việc nâng cấp mối quan hệ với Mỹ, Úc lên đối tác chiến lược toàn diện, các văn bản hợp tác chiến lược với các quốc gia Hàn Quốc, Trung Quốc ký kết trong nửa cuối 2023 hứa hẹn về nguồn vốn FDI công nghệ cao đổ về Việt Nam trong thời gian tới và (3) Việt Nam sở hữu lợi thế về nhân công giá rẻ, chi phí điện nước thấp hơn so với nhiều nước trong khu vực.
- Việt Nam là quốc gia cam kết chi đầu tư cho cơ sở hạ tầng mạnh nhất trong khu vực. Các dự án xây dựng hạ tầng giao thông đang được Chính phủ đẩy mạnh triển khai như cao tốc Bắc Nam, vành đai 4 ở Hà Nội, các dự án cảng biển, cảng hàng không sẽ tăng sự hấp dẫn của các KCN, thu hút được nhiều nhà đầu tư, tác động đến tăng trưởng của doanh nghiệp BĐS KCN trong dài hạn.

Giá cho thuê đất KCN dự kiến tiếp tục duy trì đà tăng từ 3 – 9%/năm

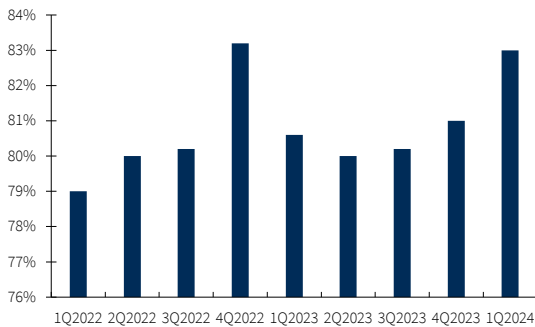
KBSV dự phóng trong 3 năm tới giá thuê đất công nghiệp dự kiến sẽ tăng ở ngưỡng 5-9%/năm ở khu vực phía Bắc, 3-7%/năm ở khu vực phía Nam do (1) nhu cầu khả quan tới từ nhiều nhóm ngành và quốc tịch thuê và (2) nguồn cung tăng chậm đặc biệt tại các tỉnh cấp 1 trong khi tỷ lệ lấp đầy ở mức cao.

- Với mức giá cho thuê tăng cao như hiện nay ở khu vực phía Nam, các tỉnh phía Bắc dự kiến sẽ thu hút nhiều khách thuê hơn trong thời gian tới, đặc biệt là khách thuê từ Trung Quốc và Hàn Quốc – 2 quốc gia có tổng vốn đầu tư FDI lớn nhất - khi mà quỹ đất sẵn sàng cho thuê tại

phía Bắc cao hơn, giá cho thuê rẻ hơn.

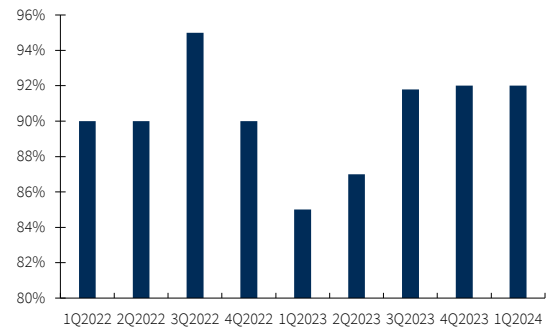
- Tại phía Nam – khu vực nguồn cung ít và giá cho thuê cao hơn, các nhà sản xuất trong và ngoài nước đang có xu hướng chuyển qua thuê đất tại thị trường cấp 2 như các tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu và Tây Ninh – các tỉnh có quỹ đất lớn và giá thuê cạnh tranh hơn đất thị trường cấp 1.

Biểu đồ 9. Tỷ lệ lấp đầy ở các tỉnh phía Nam



Nguồn: CBRE, KBSV

Biểu đồ 10. Tỷ lệ lấp đầy ở các tỉnh phía Bắc



Nguồn: CBRE, KBSV

Nguồn cung KCN mới trong thời gian tới kỳ vọng sẽ được hỗ trợ bởi các điều chỉnh về mặt pháp lý

Việc nguồn cung đất KCN hiện nay đang ở mức thấp và tốc độ tăng trưởng chậm do các vướng mắc pháp lý kỳ vọng có thể khắc phục trong thời gian tới nhờ tác động tích cực từ (1) quy hoạch nhiều tỉnh thành đã và đang được thông qua, (2) quyết định 227/QĐ-TTg về chỉ tiêu sử dụng đất và (3) nghị định 12/2024/ND-CP về phương pháp định giá đất. Cụ thể:

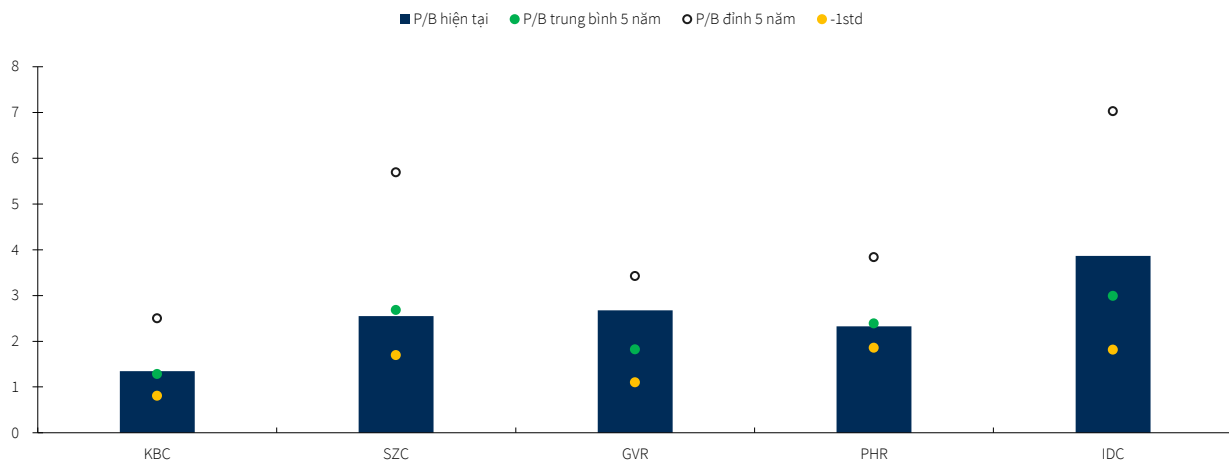
- Tính đến tháng 6/2024, 56 quy hoạch cấp tỉnh đã được thông qua. Đặc biệt, quy hoạch của các tỉnh sở hữu quỹ đất KCN lớn như Bình Phước, Bà Rịa Vũng Tàu, Tây Ninh, Hưng Yên được phê duyệt là cơ sở để các dự án tại đây được tiếp tục quá trình đầu tư. Quy hoạch của các tỉnh thành còn lại dự kiến sẽ sớm được phê duyệt nốt trong năm nay, bao gồm cả Bình Dương và Đồng Nai, hai khu vực trọng điểm của các dự án KCN.
- Nghị định 12/2024/ND-CP ngày 5/2/2024 sửa đổi, bổ sung cho nghị định 44/2014 về quy định định giá đất đã khắc phục mặt hạn chế về phương pháp định giá đất trước đây (phần lớn dựa trên giả định, chưa có hướng dẫn rõ ràng). Nghị định 12 kỳ vọng sẽ tháo gỡ được vướng mắc về tính tiền sử dụng đất, đẩy nhanh tiến độ khâu nộp tiền sử dụng đất cho các dự án KCN.
- Quyết định 227/QĐ-TTg điều chỉnh chỉ tiêu sử dụng đất ban hành tháng 3 vừa qua đã bổ sung chỉ tiêu sử dụng đất cho nhiều tỉnh thành, đặc biệt tại các tỉnh Bắc Ninh, Thái Bình và Bình Phước, với diện tích đất được bổ sung ở mỗi tỉnh lên đến 600 – 700ha. Sự điều chỉnh này kỳ vọng sẽ tác động tích cực tới tiến độ của các dự án tại địa phương được tăng chỉ tiêu sử dụng đất, khắc phục tình trạng chưa thể triển khai/bàn giao do vướng mắc chỉ tiêu sử dụng đất của tỉnh.

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

Chúng tôi đánh giá triển vọng của ngành KCN là tích cực trong 2024 do đà tăng trưởng tích cực từ vốn FDI, nhu cầu thuê duy trì ở mức cao trong khi giá cho thuê vẫn đang tiếp tục tăng.

Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu mà doanh nghiệp có KCN hiện hữu với diện tích sẵn sàng cho thuê lớn như KBC, IDC, SZC, đặc biệt trong bối cảnh tình trạng thiếu hụt nguồn cung vẫn đang kéo dài: KBC ngoài quỹ đất hiện hữu lớn dự kiến sẽ sớm đưa Trảng Duệ 3 (687 ha) vào khai thác, SZC sở hữu lợi thế với quỹ đất tới hơn 540 ha chưa cho thuê, IDC hiện còn tới 554 ha đất cho thuê còn lại cùng chính sách cổ tức hấp dẫn. Trong dài hạn, nhà đầu tư có thể tham khảo thêm mã cổ phiếu từ các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất cao su chuyển đổi lớn đã được đưa vào quy hoạch như GVR, PHR – triển vọng tích cực đến từ dòng tiền đền bù và cho thuê đất KCN đều đặn trong nhiều năm. Hiện hầu hết các cổ phiếu nhóm BĐS KCN đều có mức tăng tính bằng lần so với đáy hồi cuối 2022, tuy nhiên một số cổ phiếu vẫn đang ở mức thấp hơn 15 – 40% so với mức đỉnh hồi 2021 như KBC, SZC, PHR. Ngoài các cổ phiếu này, nhà đầu tư chỉ nên mở vị thế khi doanh nghiệp xuất hiện thêm câu chuyện hấp dẫn và giá cổ phiếu điều chỉnh về mức sâu hơn.

Biểu đồ 11. P/B 3 năm của các cổ phiếu Khu công nghiệp



Nguồn: Bloomberg, KBSV

TCT phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC)

Kì vọng phục hồi nửa cuối năm

14/06/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh
anhntn@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

1Q2024, KBC ghi nhận doanh thu 152 tỷ VND (-93% yoy), LNST lỗ 77 tỷ VND sau 4 quý lãi liên tiếp

1Q2024, KBC đạt doanh thu 152 tỷ VND, giảm mạnh 93% so với cùng kỳ năm trước do không bàn giao được đất KCN cho thuê, chỉ hoàn thành được 2% doanh thu kế hoạch 2024. LNST ghi nhận lỗ 77 tỷ VND (-107% yoy).

Dự kiến năm 2024 KBC sẽ bàn giao cho thuê được 111 ha đất KCN

Chúng tôi dự kiến KBC có thể ghi nhận doanh thu cho thuê mới cho 111 ha đất KCN trong 2024, bao gồm 16 ha KCN Quang Châu, 30 ha KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, 25 ha KCN Tân Phú Trung, 30 ha KCN Trảng Dục 3 và 10 ha CCN Hưng Yên với kì vọng Trảng Dục 3 và CCN Hưng Yên bắt đầu cho thuê trong nửa cuối năm nay.

KBC đang đề xuất triển khai thêm 2 KCN tại Cần Thơ, bổ sung vào quỹ đất gối đầu của doanh nghiệp trong nhiều năm sắp tới

Đầu tháng 6/2024, KBC đã làm việc với ban lãnh đạo tỉnh Cần Thơ về đề xuất đầu tư KCN Ô Môn và Cờ Đỏ với tổng quy mô lên đến 1,320 ha, cùng với các dự án đang được KBC triển khai trên cả nước sẽ đảm bảo được quỹ đất KCN cho doanh nghiệp trong dài hạn.

KBC có kế hoạch phát hành 250 triệu cổ phiếu riêng lẻ, nâng vốn điều lệ lên 10,176 tỷ VND

KBC trình ĐHCĐ diễn ra vào tháng 6 này kế hoạch phát hành 250 triệu cổ phiếu riêng lẻ. Nếu phát hành thành công, vốn điều lệ sẽ tăng từ 7,676 tỷ VND lên 10,176 tỷ VND. Số tiền thu được từ đợt chào bán sẽ được dùng để tái cơ cấu nợ vay, tăng vốn góp vào công ty con, công ty liên kết.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 42,000 VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu KBC, mức giá mục tiêu là 42,000 VND/cổ phiếu, cao hơn 38.6% so với mức giá đóng cửa 30,300 VND ngày 14/06/2024.

Mua duy trì

Giá mục tiêu	VND 42,000
Tăng/giảm (%)	38.6%
Giá hiện tại (14/06/2024)	VND 30,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 38,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	23.3/0.9

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55.3%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	251.6/10.0
Sở hữu nước ngoài (%)	21.2%
Cổ đông lớn	Ông Đặng Thành Tâm – Chủ tịch HĐQT (18.1%)

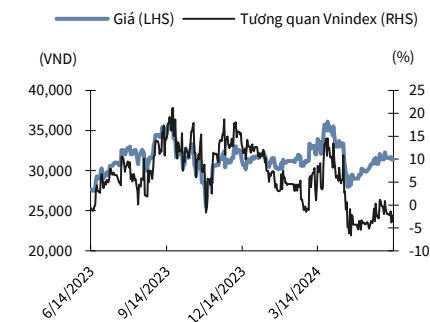
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	4.0	-7.7	1.1	13.2
Tương đối	-0.7	-10.6	-16.1	-3.3

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	950	5,645	4,967	6,446
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,577	2,218	1,949	1,804
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	1,526	1,996	1,754	1,623
EPS (VND)	1,993	2,600	2,285	2,114
Tăng trưởng EPS (%)	20%	30%	-12%	-7%
P/E (x)	15	12	13	14
P/B (x)	1.0	1.2	1.1	1.0
ROE (%)	9%	11%	9%	8%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR)

Tiềm năng từ quỹ đất cao su chuyển đổi lớn

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh

anhntn@kbsec.com.vn

(+84) 24-7303-5333

17/06/2024

1Q2024, GVR ghi nhận doanh thu 4,590 tỷ VND (+11% yoy), hoàn thành 18% doanh thu kế hoạch 2024

1Q2024, doanh thu thuần của GVR đạt 4,590 tỷ VND (+11% yoy). Đóng góp chính vào tăng trưởng doanh thu của GVR là mảng kinh doanh cốt lõi – mủ cao su tự nhiên - với doanh thu đạt 3,391 tỷ VND (+16% yoy), tăng đáng kể do giá cao su trung bình 1Q2024 đạt hơn 36.7 triệu VND/tấn (+13% yoy). Hết 1Q2024, GVR đã hoàn thành 18% mức doanh thu kế hoạch đặt ra cho 2024.

Giá cao su trung bình của GVR tháng 6 đã đạt hơn 38 triệu/tấn, kì vọng tiếp tục duy trì mức giá cao đến cuối năm

Hiện giá cao su trung bình của GVR đã đạt mức 38.4 triệu VND/tấn, tăng 6 triệu VND/tấn so với giá cao su trung bình của GVR năm 2023. Chúng tôi kì vọng giá cao su trung bình của GVR 2024 sẽ đạt mức tăng trưởng 8% so với cùng kỳ do (1) nhu cầu sẫm lớp ô tô trên thế giới vẫn đang có xu hướng phục hồi, (2) giá dầu vẫn neo ở mức cao và (3) thời tiết không thuận lợi tại các quốc gia cung cấp cao su chính.

Tiềm năng từ đất cao su chuyển đổi của GVR trở nên rõ ràng hơn nhờ (1) quy hoạch nhiều tỉnh phía Nam được thông qua và (2) quyết định 227/QĐ-TTg về điều chỉnh chỉ tiêu sử dụng đất

Chúng tôi kì vọng tốc độ chuyển đổi đất và triển khai các dự án KCN của GVR sẽ được đẩy nhanh hơn trước nhờ tác động của: (1) quy hoạch của các tỉnh Bình Phước, Ninh Thuận, Bà Rịa – Vũng Tàu được thông qua với 25,000 ha đất cao su chuyển đổi của GVR và (2) quyết định 227/QĐ-TTg ban hành tháng 3/2024 tăng chỉ tiêu sử dụng đất tại Bình Phước, gỡ vướng mắc pháp lý liên quan đến dư địa đất có hạn của tỉnh.

Khuyến nghị MUA – giá mục tiêu 38,800 VND/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GVR, mức giá mục tiêu 38,800 VND/cp, tương ứng với mức sinh lời 16.3% so với mức giá đóng cửa ngày 17/06/2024.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 38,800
Tăng/giảm (%)	16.3%
Giá hiện tại (17/06/2024)	VND 33,350
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 29,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	135.8/5.3

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	3.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	154.2/6.1
Sở hữu nước ngoài (%)	0.5%
Cổ đông lớn	Ủy ban quản lý vốn nhà nước tại DN (96.8%)

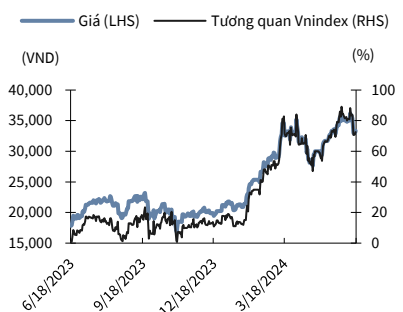
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.0	2.5	71.5	87.4
Tương đối	-0.1	-0.1	54.7	73.1

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	25,426	22,080	24,831	26,581
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	4,381	2,744	3,747	4,839
Lợi nhuận của CP công ty mẹ (tỷ VND)	3,839	2,585	2,927	3,818
EPS (VND)	807	646	732	954
Tăng trưởng EPS (%)	-22%	-20%	13%	30%
P/E (x)	41.3	51.6	45.6	34.9
P/B (x)	2.5	2.4	2.3	2.1
ROE (%)	9%	6%	7%	8%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Thép

Tiêu thụ nội địa trở lại

Doanh thu 1Q2024 tăng 3% so với cùng kỳ, biên lãi gộp tiếp tục cải thiện
Sản lượng tiêu thụ 1Q2024 tăng 1.5% YoY, trong đó, động lực tăng trưởng chính tới từ kênh nước ngoài với sản lượng xuất khẩu tôn mạ, HRC tăng 74%/21% YoY. Biên lãi gộp toàn ngành tiếp tục cải thiện trong kỳ, đáng chú ý, biên lãi gộp của nhóm thương mại thép đã tăng 3 quý liên tiếp, hỗ trợ triển vọng tiêu thụ nội địa hồi phục sau giai đoạn biên gộp chịu ảnh hưởng bởi tồn kho giá cao.

Tiêu thụ nội địa hồi phục mạnh mẽ hơn trong 2H2024

KBSV kỳ vọng tiêu thụ nội địa gia tăng mạnh mẽ hơn trong nửa cuối 2024 nhờ sự hồi phục của ngành Bất động sản nội địa, với số lượng dự án mới được cấp phép gia tăng và Luật Bất động sản sửa đổi bắt đầu có hiệu lực từ 01/08/2024. Bên cạnh đó, giá trị tồn kho nguyên vật liệu của các doanh nghiệp thép niêm yết có xu hướng tăng từ 3Q2023 tới nay phản ánh sự tự tin về triển vọng sản lượng tiêu thụ hồi phục trong thời gian tới.

Kỳ vọng giá thép nội địa cải thiện nhẹ trong 2H2024 nhờ nhu cầu nội địa

Giá thép Trung Quốc có xu hướng giảm từ đầu năm tới nay do triển vọng tiêu thụ thấp, chịu áp lực từ thị trường Bất động sản ảm đạm. Đối với giá thép nội địa tại Việt Nam, KBSV cho rằng nhu cầu hồi phục sẽ giúp giá thép cân bằng và kỳ vọng có thể cải thiện nhẹ trong 2H2024. Bên cạnh đó, chi phí đầu vào giảm sẽ giúp các doanh nghiệp thép cải thiện biên lãi gộp trong thời gian tới.

Doanh nghiệp sản xuất thép mạ được hưởng lợi nếu AD19 được áp dụng

Tính tới cuối T5/2024, tỷ trọng thép mạ từ Trung Quốc, Hàn Quốc chiếm 80% tổng sản lượng nhập khẩu vào Việt Nam. KBSV cho rằng HSG, GDA, NKG sẽ là các doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất trong trường hợp AD19 được áp dụng nhờ thị phần tôn mạ lớn nhất toàn ngành, đạt 28%/18%/17% tại cuối 2023.

Định giá phù với triển vọng

3 doanh nghiệp thép mà chúng tôi quan sát định kỳ đang được giao dịch với P/B trung bình ở sát đường P/B trung bình 5 năm, chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại đã phản ánh triển vọng KQKD toàn ngành hồi phục trong 2024. KBSV đánh giá triển vọng tăng trưởng của ngành thép trong giai đoạn 2025-2027 ở mức TÍCH CỰC nhờ (1) nhu cầu nội địa hồi phục từ 2H2024 trở đi, (2) nhà máy mới đi vào hoạt động, (3) bắt đầu chu kỳ giá thép mới khi thị trường Bất động sản Trung Quốc dần hồi phục chậm từ 2025 trở đi. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý bao gồm HPG, HSG, NKG.

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên
nguyennnd1@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

DD/MM/YYYY

Tích cực duy trì

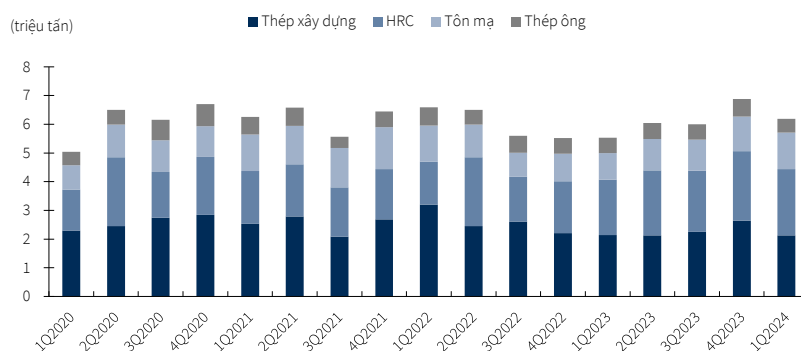
Khuyến nghị	
HPG	Mua
Giá khuyến nghị	VND 34,300
HSG	Mua
Giá khuyến nghị	VND 27,400
NKG	Mua
Giá khuyến nghị	VND 31,000

Diễn biến hoạt động kinh doanh

Tiêu thụ thép toàn ngành trong 1Q2024 tăng 1.5% YoY

Tổng sản lượng tiêu thụ thép trong 1Q2024 đạt gần 4 triệu tấn (+1.5% YoY), trong đó, kênh xuất khẩu vẫn là động lực thúc đẩy tiêu thụ chính khi sản lượng xuất khẩu tôn mạ, HRC tăng 74%/21% YoY. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ HRC nội địa hồi phục cũng giúp sản lượng trong nước trong kỳ đạt 1.4 triệu tấn (+6% QoQ, +20% YoY).

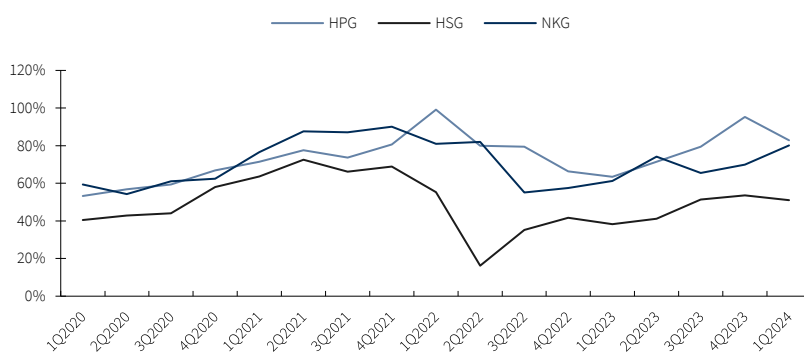
Biểu đồ 1. Tiêu thụ thép toàn ngành



Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

Các nhà sản xuất đều ghi nhận công suất hồi phục trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ trong nước và quốc tế gia tăng. Tới 1Q2024, chúng tôi ước tính công suất của HPG, HSG, NKG đạt lần lượt 83%/53%/85% so với 64%/35%/62% cùng kỳ.

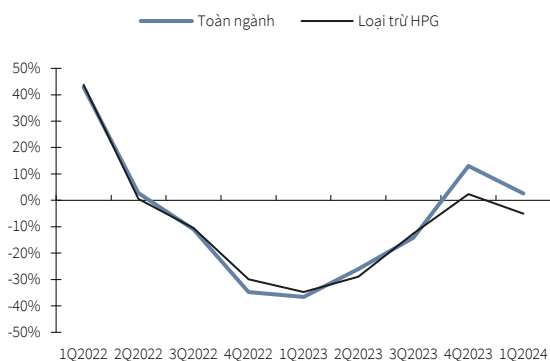
Biểu đồ 2. Công suất sản xuất của HPG, HSG và NKG



Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

KQKD tích cực, phù hợp với kỳ vọng

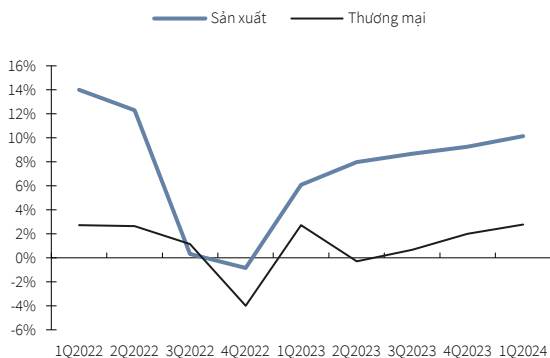
Doanh thu toàn ngành thép trong 1Q2024 tăng 3% so với cùng kỳ, tuy nhiên, nếu loại trừ doanh thu của HPG, doanh thu ngành giảm 5% YoY, phản ánh tốc độ hồi phục chậm hơn ở nhóm doanh nghiệp quy mô trung bình. Trong 1Q2024, nhìn chung, biên lãi gộp toàn ngành tiếp tục có sự cải thiện khi so với nền thấp trong cùng kỳ khi KQKD còn chịu tác động bởi hàng tồn kho giá cao. Đáng chú ý, mặc dù giá thép trung bình giảm trong quý đầu tiên của năm, biên lãi gộp của các doanh nghiệp thương mại thép đã tăng 3 quý liên tiếp (đạt 2.8% trong kỳ, tăng 76 bps QoQ) cho thấy tiềm năng hồi phục hoạt động kinh doanh cốt lõi trong thời gian tới.

Biểu đồ 3. Tăng trưởng doanh thu ngành thép

Nguồn: FiinProX, KBSV

- Doanh thu toàn ngành tăng 3% YoY, doanh thu khi loại trừ HPG giảm 5% so với cùng kỳ.

- Phân tách theo ICB-5, doanh thu của nhóm sản xuất và thương mại tăng lần lượt 6%/-26% so với cùng kỳ. Tăng trưởng âm của lĩnh vực thương mại thép phản ánh khó khăn của doanh nghiệp khi (1) giá thép có xu hướng giảm trong 1Q2024, (2) cạnh tranh giữa các doanh nghiệp thương mại khi nhu cầu thép xây dựng, thép ống nội địa giảm lần lượt 8%/9% so với cùng kỳ (lưu ý: quý 1 thường là giai đoạn thấp điểm trong năm). Trong khi đó, nhóm sản xuất có thể duy trì doanh thu nhờ nhu cầu từ kênh xuất khẩu gia tăng.

Biểu đồ 4. Biên lãi gộp nhóm sản xuất và thương mại

Nguồn: FiinProX, KBSV

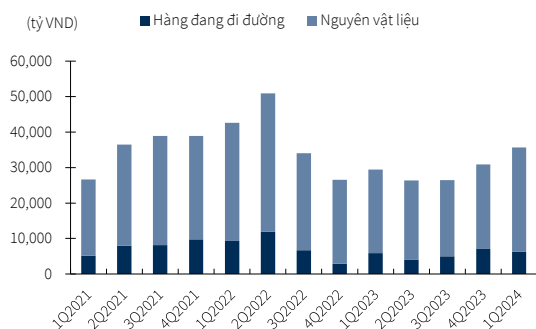
- Biên lãi gộp toàn ngành duy trì xu hướng tăng nhờ (1) công suất sản xuất phục hồi, (2) phần hàng tồn kho giá cao đã được xử lý hết trong 1H2023
- Đối với nhóm doanh nghiệp thuộc nhóm thương mại, biên lãi gộp trong 1Q2024 đạt 2.8% (+76bps QoQ) cho thấy điều kiện kinh doanh đã có sự cải thiện đáng kể. Chúng tôi cho rằng đây là yếu tố hỗ trợ tích cực cho triển vọng tiêu thụ toàn ngành trong thời gian tới.

Triển vọng hoạt động 2H2024

Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ trong 2H2024 tiếp tục gia tăng, được thúc đẩy bởi nhu cầu nội địa

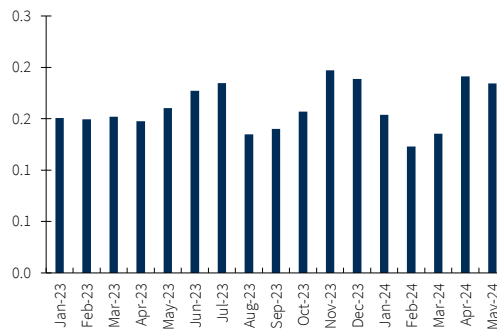
Tính tới cuối 1Q2024, tổng giá trị nguyên vật liệu toàn ngành đạt 36 nghìn tỷ (+15% QoQ, +21% YoY sau giai đoạn tập trung xử lý hàng tồn kho giá cao), cho thấy sự tự tin của các doanh nghiệp về triển vọng nhu cầu tiêu thụ phục hồi trong 2024. Chúng tôi duy trì quan điểm rằng sản lượng tiêu thụ nội địa sẽ bắt đầu hồi phục từ 2H2024 trở đi nhờ lĩnh vực Bất động sản nhà ở dần hồi phục, số lượng dự án mới được cấp phép gia tăng. Trong trung và dài hạn, luật Bất động sản sửa đổi có hiệu lực từ 01/08/2024 (biểu đồ 7) được kỳ vọng sẽ gián tiếp kích thích nhu cầu tiêu thụ thép trong nước. Tính tới thời điểm hiện tại, xu hướng hồi phục tại thị trường nội địa đã và đang diễn ra khi sản lượng tiêu thụ thép ống T4-05/2024 đạt 191/184 nghìn tấn, tăng 26%/14% so với cùng kỳ (90% sản lượng thép ống được tiêu thụ từ thị trường trong nước). KBSV kỳ vọng sản lượng tiêu thụ toàn ngành thép trong 2024/2025 tăng 15%/8% so với cùng kỳ.

Biểu đồ 5. Hàng đang đi đường, nguyên vật liệu toàn ngành



Nguồn: FiinProX, KBSV

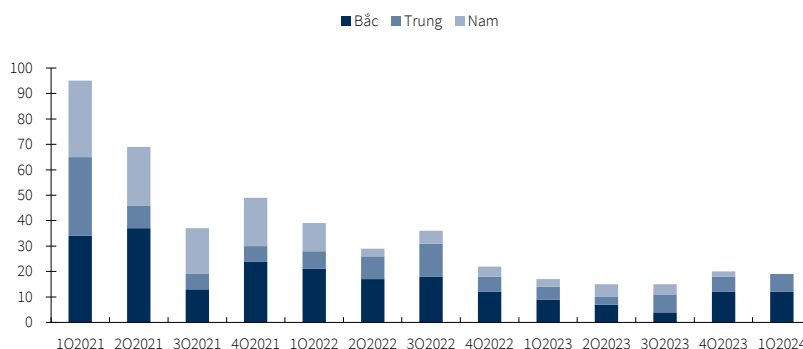
Biểu đồ 6. Tiêu thụ thép ống nội địa (triệu tấn)



Nguồn: FiinProX, KBSV

Luật Bất động sản có hiệu lực từ 01/08/2024 với các thay đổi chính bao gồm (1) bỏ khung giá đất, (2) xác định 4 phương pháp định giá đất, (3) giao đất, quyền sử dụng đất thông qua phương pháp đấu giá, đấu thầu. Việc áp dụng Luật Đất đai sửa đổi sẽ giúp giá đất được cập nhật sát với thị trường hơn, đẩy nhanh quá trình GPMB và tăng tính minh bạch, công khai, tránh lãng phí đất do CĐT yếu kém, không thực hiện được dự án.

Biểu đồ 7. Số lượng dự án được cấp phép xây dựng mới

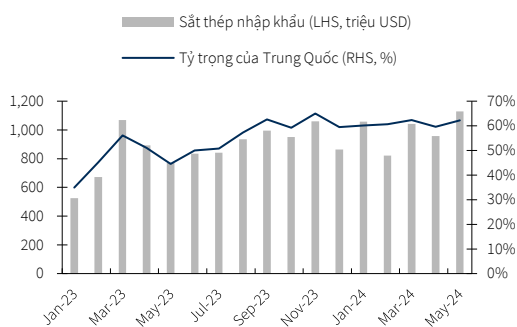


Nguồn: Bộ Xây dựng, KBSV

Các nhà sản xuất trong nước có dư địa để cạnh tranh với thép nhập khẩu

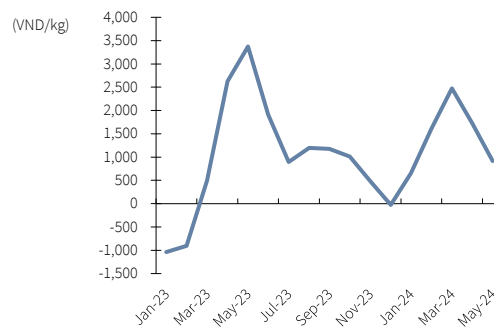
Tính tới cuối T5/2024, giá trị nhập khẩu sắt thép các loại từ Trung Quốc đạt hơn 3 tỷ USD (+62% YoY). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khả năng cạnh tranh của các nhà sản xuất thép nội địa sẽ được cải thiện so với cùng kỳ nhờ (1) chênh lệch giá bán thép xây dựng trong nước so với thép nhập khẩu đã giảm đáng kể so với 2023 và vẫn đang tiếp diễn xu hướng giảm. Bên cạnh đó, (2) chi phí đầu vào suy giảm trong 1H2024 sẽ tạo dư địa để các nhà sản xuất điều chỉnh giá bán để đảm bảo sản lượng tiêu thụ.

Biểu đồ 8. Kim ngạch nhập khẩu sắt thép các loại



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 9. Chênh lệch giá thép xây dựng giữa VN và TQ

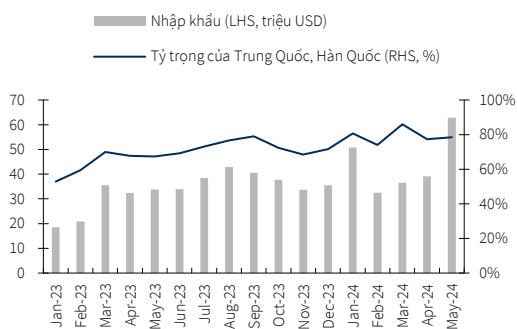


Nguồn: Bloomberg, KBSV

HSG, GDA, NKG sẽ được hưởng lợi trong trường hợp thuế chống bán phá giá tôn mạ (AD19) được áp dụng

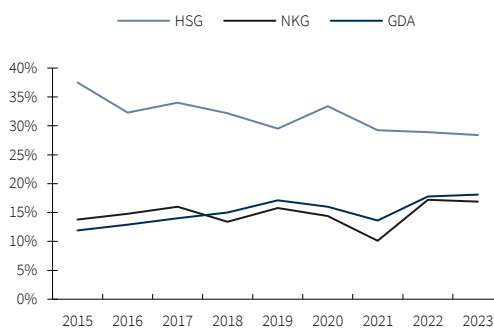
Ngày 14/06/2024, Bộ Công Thương đã ban hành quyết định điều tra áp dụng biện pháp chống bán phá giá đối với một số sản phẩm tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc (AD19). Dựa trên số liệu tổng hợp, chúng tôi nhận thấy tỷ trọng tôn mạ (theo danh sách HSCode của AD19) nhập khẩu vào Việt Nam tăng mạnh từ 2023 tới nay (cuối T5/2024 tỷ trọng đóng góp của Trung Quốc và Hàn Quốc chiếm 80% tổng sản lượng, so với chỉ 53% tại T1/2023). KBSV cho rằng, trong trường hợp AD19 được thông qua, HSG, GDA, NKG sẽ là các doanh nghiệp được hưởng lợi nhờ thị phần tôn mạ lớn, đạt 28%/18%/17% tại thời điểm cuối 2023.

Biểu đồ 10. Sản lượng nhập khẩu tôn mạ theo danh sách HSCode của AD19



Nguồn: KBSV

Biểu đồ 11. Thị phần tôn mạ của HSG, NKG, GDA

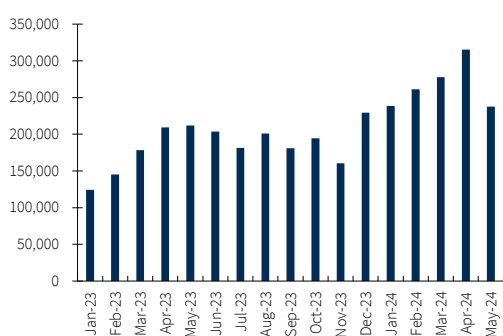


Nguồn: VSA, KBSV

Kỳ vọng sản lượng xuất khẩu tôn mạ có thể được duy trì nhờ chênh lệch giá

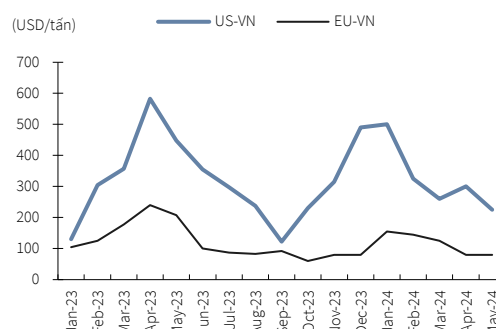
Sản lượng xuất khẩu tôn mạ 5M2024 đạt 1.3 triệu tấn (+53% YoY), trong đó, sản lượng T5/2024 tăng 12% YoY nhưng giảm 25% MoM. Mặc dù phải chịu cạnh tranh với các sản phẩm tôn mạ có xuất xứ từ Trung Quốc, KBSV kỳ vọng sản lượng xuất khẩu tôn mạ của Việt Nam sẽ được duy trì trong 2024 nhờ yếu tố chênh lệch giá giữa các thị trường với Việt Nam. Bên cạnh đó, ngày 24/06/2024, Ủy ban Châu Âu đã thông qua quyết định kéo dài hiệu lực của các biện pháp phòng vệ đối với một vài sản phẩm thép tới cuối T6/2026, một vài quốc gia sẽ chịu mức trần 15% cho sản lượng HRC nhập khẩu vào EU. Chúng tôi cho rằng chính sách này sẽ giúp sản lượng tiêu thụ HRC nội địa tại EU gia tăng và giúp mặt bằng giá tại đây cải thiện. Khi đó, chênh lệch giá tôn mạ giữa EU và Việt Nam sẽ được duy trì ổn định, kênh xuất khẩu của các doanh nghiệp tôn mạ (HSG, NKG, GDA) được hưởng lợi.

Biểu đồ 12. Sản lượng xuất khẩu tôn mạ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 13. Chênh lệch giá HRC VN so với US và EU

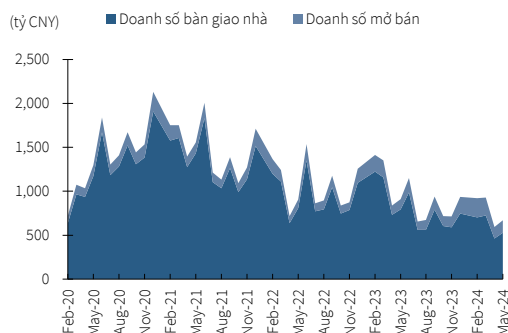


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Thị trường Bất động sản Trung Quốc ảm đạm, kỳ vọng hồi phục từ 2025

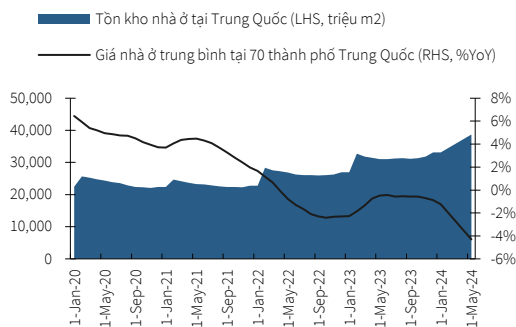
Doanh số bán nhà tại Trung Quốc lũy kế 5 tháng đầu năm giảm 31% YoY, trong đó, doanh số T5/2024 giảm 26% so với cùng kỳ. Giá nhà trung bình tiếp tục xu hướng giảm trong bối cảnh thị trường Bất động sản dân cư tại Trung Quốc tiếp tục duy trì tâm lý ảm đạm khi tồn kho nhà cuối T5/2024 đạt 38 tỷ m2, tăng 44%/17% so với thời điểm đầu năm 2023/2024. Hiện tại, một số phương án để hỗ trợ sự hồi phục của lĩnh vực Bất động sản đang được nghiên cứu, bao gồm (1) hạ lãi suất cho vay mua nhà, hạ tỷ lệ đặt cọc mua nhà và (2) gói cứu trợ 300 tỷ NDT tài trợ cho việc mua lại các căn hộ trong tồn kho và chuyển đổi thành nhà ở xã hội. Tuy nhiên, theo nghiên cứu của Goldman Sachs, tổng giá trị tồn kho bất động sản tại Trung Quốc hiện tại đang ở mức 30 nghìn tỷ NDT, cho thấy tác động của gói cứu trợ lên thị trường là khá giới hạn. Chúng tôi cho rằng thị trường Bất động sản Trung Quốc còn tồn tại nhiều khó khăn và cần nhiều thời gian hơn để khắc phục. So với báo cáo gần nhất, KBSV thay đổi quan điểm và kỳ vọng lĩnh vực bất động sản dân dụng tại Trung Quốc sẽ có sự cải thiện nhẹ từ cuối 2024 và chỉ bắt đầu hồi phục chậm từ 2025 trở đi.

Biểu đồ 14. Doanh số bán nhà tại Trung Quốc



Nguồn: NBS, Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 15. Tồn kho nhà ở và giá nhà tại Trung Quốc

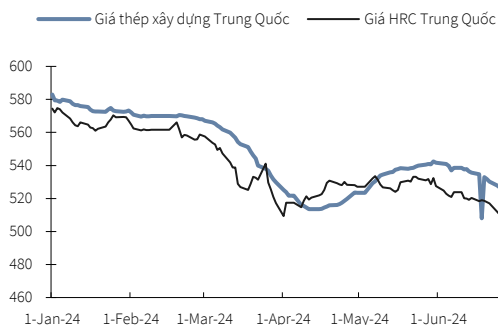


Nguồn: NBS, Bloomberg, KBSV

Kỳ vọng giá thép tại thị trường Việt Nam cải thiện nhẹ trong 2H2024

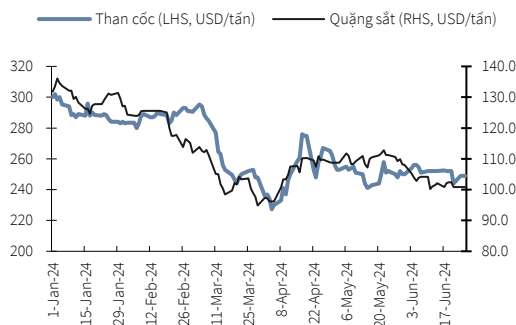
Dưới tác động của thị trường Bất động sản, giá thép Trung Quốc có xu hướng giảm từ đầu năm do triển vọng tiêu thụ thấp. Chúng tôi cho rằng giá thép Trung Quốc sẽ tiếp tục chịu áp lực giảm trong 2H2024 do (1) tồn kho tới T5/2024 tăng 27% từ đầu năm, (2) công suất toàn ngành có xu hướng cải thiện, (3) Bất động sản Trung Quốc ảm đạm, hồi phục chậm. Tuy nhiên, đối với thị trường trong nước, KBSV cho rằng giá thép sẽ được hỗ trợ nhờ nhu cầu nội địa gia tăng, làm giảm áp lực điều chỉnh, cạnh tranh với giá thép Trung Quốc. Thêm vào đó, giá nguyên vật liệu đầu vào có xu hướng giảm từ đầu năm tới, điều này sẽ giúp biên lãi gộp của các doanh nghiệp sản xuất thép được cải thiện trong các quý tới.

Biểu đồ 16. Giá thép Trung Quốc (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 17. Giá than cốc, quặng sắt

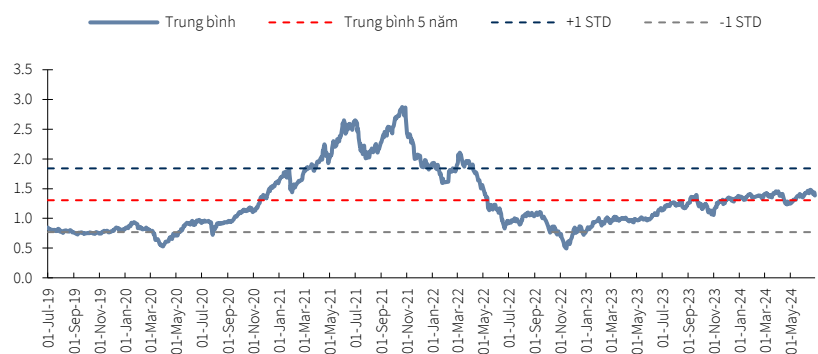


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ngành thép có triển vọng tăng trưởng TÍCH CỰC với định giá P/B trượt ở vùng hợp lý

3 doanh nghiệp thép mà chúng tôi quan sát định kỳ đang được giao dịch với P/B trung bình ở sát đường P/B trung bình 5 năm, chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại đã phản ánh triển vọng KQKD toàn ngành hồi phục trong 2024. KBSV đánh giá triển vọng tăng trưởng của ngành thép trong giai đoạn 2025-2027 ở mức TÍCH CỰC nhờ (1) nhu cầu nội địa hồi phục từ 2H2024 trở đi, (2) triển vọng sản lượng tiêu thụ gia tăng khi các nhà máy mới đi vào hoạt động, (3) ngành thép bắt đầu chu kỳ giá mới khi thị trường Bất động sản Trung Quốc bắt đầu hồi phục chậm từ 2025 trở đi. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý bao gồm HPG, HSG, NKG.

Biểu đồ 18. Định giá P/B trung bình của HPG, HSG, NKG



Nguồn: FiinProX, KBSV

Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

Vững vàng tăng trưởng

11/06/2024

LNST 1Q2024 vượt kỳ vọng nhờ biên lãi gộp duy trì ở vùng cao

Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ nội địa hồi phục mạnh mẽ hơn từ 2H2024

Kỳ vọng giá thép quay trở lại xu hướng tăng trong 2H2024

Dung Quất 2 đi vào hoạt động từ 1Q2025

Khuyến nghị MUA với HPG, giá mục tiêu 34,300 VND/cổ phiếu

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên
nguyenn1@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

HPG ghi nhận 2,869 tỷ VND LNST trong 1Q2024 (-3% QoQ, +622% YoY) nhờ (1) sản lượng tiêu thụ tăng 29% YoY, với động lực chính trong kỳ từ kênh xuất khẩu, (2) biên lãi gộp tăng 716bps so với nền thấp cùng kỳ nhờ quản trị hàng tồn kho hiệu quả, vòng quay tồn kho trong 1Q2024 đạt 120 ngày (so với 134 ngày trong 1Q2023).

Số liệu tiêu thụ T4/2024 cho thấy nhu cầu tiêu thụ nội địa đang có dấu hiệu hồi phục tốt khi tiêu thụ thép xây dựng, thép ống tăng lần lượt 51%/78% MoM. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu nội địa dần gia tăng sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính của HPG khi lĩnh vực Bất động sản Dân cư dần quay trở lại từ 2H2024 trở đi. KBSV kỳ vọng tiêu thụ thép của HPG tăng 18%/12% trong 2024/2025.

KBSV duy trì quan điểm ngành thép đang ở giai đoạn đầu của chu kỳ mới và kỳ vọng giá thép sẽ quay trở lại tăng từ 2H2024 nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ nội địa hồi phục, (2) Bất động sản Trung Quốc vượt qua giai đoạn khó khăn nhất, nhu cầu tiêu thụ thép gia tăng trở lại.

Tiến độ xây dựng của Dung Quất 2 hiện tại vẫn đang theo kế hoạch và dự kiến sẽ bắt đầu cho ra sản phẩm từ 1Q2025, lò cao đầu tiên đi vào hoạt động với công suất thiết kế 2.3 triệu tấn/năm.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với HPG, giá mục tiêu 34,300 VND/cổ phiếu, P/B forward 2025 là 1.6x (thấp hơn trung bình 5 năm) với triển vọng tăng trưởng trung, dài hạn vững vàng, CAGR LSNT 2024-2026 ước tính đạt 21%/năm.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 34,300
Tăng/giảm (%)	17%
Giá hiện tại (10/06/2024)	VND 29,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 34,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	525.6/206.8

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	20.3/0.8
Sở hữu nước ngoài (%)	25.2%
Cổ đông lớn	
Trần Đình Long	25.8%

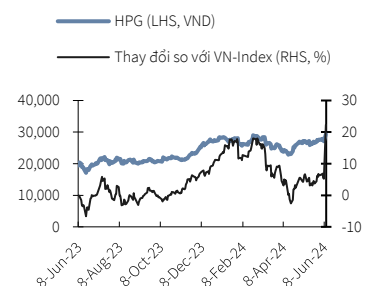
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	5.8	6.4	16.4	40.7
Tương đối	2.2	2.9	1.6	24.2

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
Doanh số thuần (tỷ VND)	141,409	118,953	133,374	153,377
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	9,794	7,651	11,618	16,358
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	8,484	6,835	10,218	13,904
EPS (VND)	1,459	1,175	1,598	2,174
Tăng trưởng EPS (%)	-81%	-19%	36%	36%
P/E (x)	12.3	25.7	18.3	13.5
P/B (x)	1.1	1.7	1.7	1.6
ROE (%)	9%	7%	10%	12%
Tỷ suất cổ tức (%)	3.9%	0.0%	9.1%	0.0%

Nguồn: FiinProX, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Tập đoàn Hoa Sen

Tồn kho giá rẻ

04/06/2024

 Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên
nguyennnd1@kbsec.com.vn

KQKD tiếp tục xu hướng hồi phục trong Q2 FY24

HSG ghi nhận doanh thu 9,248 tỷ VND (+2% QoQ, +32% YoY) và LNST 319 tỷ VND (+209% QoQ, +27% YoY) nhờ (1) sản lượng tiêu thụ tăng 52% YoY và (2) HSG ghi nhận 124 tỷ VND lãi tỷ giá trong kỳ (+126% YoY)

Gia tăng hàng tồn kho ở vùng giá thấp giúp hỗ trợ biên lãi gộp trong các quý tiếp theo

Trong Q2 FY24, hàng tồn kho của HSG tăng 49% QoQ, trong đó, nguyên vật liệu tăng 79%. Chúng tôi nhận thấy HSG đã rất tích cực tích trữ hàng tồn kho khi giá HRC duy trì ở vùng thấp (530-550 USD/tấn) trong nhiều tháng qua. KBSV ước tính biên lãi gộp của HSG đạt 11.6%/12.5% trong FY24/FY25.

Tiêu thụ nội địa hồi phục

Sản lượng tiêu thụ nội địa đang có dấu hiệu hồi phục khi tiêu thụ tôn mạ, thép ống trong T4/2024 tăng lần lượt 29%/28% MoM. Chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ nội địa sẽ hồi phục mạnh mẽ hơn trong 2H2024 nhờ lĩnh vực Bất động sản Dân dụng dần hồi phục, các dự án mới được triển khai giúp kích thích nhu cầu thép trong nước.

HSG hưởng lợi trong trường hợp AD02 được áp dụng

Chúng tôi cho rằng HSG sẽ được hưởng lợi nhiều nhất trong trường hợp biện pháp chống bán phá giá thép mạ nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc (AD02) được áp dụng nhờ thị phần số 1 và số 2 trong mảng tôn mạ và thép ống, chiếm lần lượt 28.4%/12.4%.

Khuyến nghị MUA với HSG, giá mục tiêu 27,400 VND/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu HSG, giá mục tiêu 27,400 VND/cổ phiếu, tương ứng với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng 23% so với giá đóng cửa ngày 03/06/2024.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 27,400
Tăng/giảm (%)	23%
Giá hiện tại (03/06/2024)	VND 22,350
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 24,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	1.37/0.54

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	82%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	237.07/9.46
Sở hữu nước ngoài (%)	43.2%
Cổ đông lớn	
Daiwa Securities Group	15.46%
Công ty TNHH Đầu tư NDH	6.29%

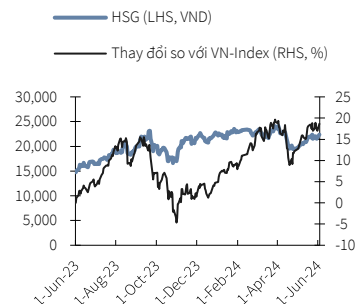
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	12.9	-3.0	2.8	48.5
Tương đối	7.6	-4.8	-13.4	31.2

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
Doanh số thuần (tỷ VND)	49,711	31,651	38,917	40,435
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	331	74	832	1,216
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	251	25	786	1,034
EPS (VND)	419	40	1,275	1,679
Tăng trưởng EPS (%)	-95%	-90%	3099%	32%
P/E (x)	27.6	571.9	17.5	13.3
P/B (x)	0.6	1.3	1.2	1.1
ROE (%)	2%	0%	7%	9%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Nguồn: FiinProX, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

COMPANY REPORT



CTCP Thép Nam Kim (NKG)

Động lực tăng trưởng dài hạn từ Nam Kim Phú Mỹ

28/05/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên
nguyennnd1@kbsec.com.vn

Lợi nhuận 1Q2024 hoàn thành 45% kế hoạch năm

NKG ghi nhận LNST 150 tỷ VND (so với -40 tỷ trong cùng kỳ năm trước) nhờ (1) sản lượng tiêu thụ tăng 31% so với cùng kỳ, đáng chú ý, tiêu thụ từ kênh xuất khẩu tăng 65% YoY và (2) biên lãi gộp tăng 757bps so với mức nền thấp sau khi đã xử lý hết hàng tồn kho giá cao trong 2023

Tiêu thụ được thúc đẩy nhờ động lực chính từ kênh xuất khẩu và nhu cầu nội địa dần hồi phục

Sản lượng tiêu thụ 2Q2024 có thể tăng 10% QoQ, ước tính đạt 280,000 tấn. KBSV ước tính sản lượng tiêu thụ cả năm 2024 đạt 1.03 triệu tấn (xấp xỉ 103% kế hoạch) với động lực tăng trưởng chính từ kênh xuất khẩu, đồng thời, tiêu thụ nội địa sẽ hồi phục mạnh mẽ hơn từ 2H2024

Giá thép chuẩn bị bước vào chu kỳ tăng mới

KBSV kỳ vọng giá thép sẽ bước vào chu kỳ tăng mới bắt đầu từ 2H2024 với các luận điểm như (1) giá HRC đã tạo đáy trung hạn tại vùng 530-550 USD/tấn, (2) thị trường Bất động sản Trung Quốc dần phục hồi sau nhờ những chính sách hỗ trợ của chính phủ, (3) nhu cầu tiêu thụ nội địa gia tăng mạnh mẽ hơn trong nửa sau của 2024 nhờ nhu cầu xây dựng, sản xuất máy móc gia tăng

Nhà máy Nam Kim Phú Mỹ bắt đầu cho ra sản phẩm từ 1Q2026

Nhà máy Nam Kim Phú Mỹ (vốn đầu tư 4,500 tỷ VND) được bắt đầu xây dựng từ T4/2024 và dự kiến bắt đầu sản xuất ra sản phẩm từ 1Q2026, ban lãnh đạo kỳ vọng tới 2027 nhà máy sẽ hoạt động 100% công suất, tổng công suất 2 triệu tấn/năm.

Khuyến nghị MUA với NKG, giá mục tiêu 31,000 VND/cổ phiếu

KBSV khuyến nghị MUA với NKG, giá mục tiêu 31,000 VND/cổ phiếu, tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng là 24% so với giá đóng cửa ngày 28/05/2024

MUA thay đổi

Giá mục tiêu	VND 31,000
Tăng/giảm	24%
Giá hiện tại (28/05/2024)	VND 25,050
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 24,700
Vốn hóa (nghìn tỉ VND/tỉ USD)	0.67/0.26

Dữ liệu giao dịch

Tỉ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)	76%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VND/triệu USD)	213.63/8.55
Sở hữu nước ngoài	14.8%
Cổ đông lớn (Hồ Minh Quang)	14.2%

Biến động giá cổ phiếu

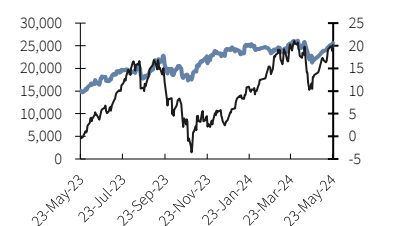
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	20	6	13	73
Tương đối	11	2	-2	52

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	23,071	18,596	22,340	24,200
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	-46	177	496	547
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	-67	117	413	465
EPS (VND)	-253	446	917	1,034
Tăng trưởng EPS (%)	-102%	-276%	106%	13%
P/E (x)	-48.3	56.2	27.3	24.2
P/B (x)	0.6	1.3	1.7	1.6
ROE (%)	-1%	2%	7%	7%
Tỉ suất cổ tức (%)	8.4%	0.0%	5.8%	0.0%

NKG (LHS, VND)

Thay đổi so với VN-Index (RHS, %)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

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

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

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

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

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khoí phân tích
research@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

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

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienns@kbsec.com.vn

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

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.

