

Triển vọng ngành  
& cổ phiếu 2024

**BVS-80**

BVSC RESEARCH | DECEMBER 2023

**Đi lên trong biên độ hẹp**

# Triển vọng ngành

## Danh mục cổ phiếu khuyến nghị



## 2023 nhiều ngành giảm sâu

2.8% Ngân hàng	32.3% Bất động sản	-31.6% Dầu khí
-15.5% Hàng tiêu dùng	-36.2% Phân phối	-72.3% Bán lẻ
19.0% Chứng khoán	16.9% Bảo hiểm	18.6% CNTT
-42.6% Dệt may	-42.2% Thủy sản	-33.7% Gỗ & sản phẩm gỗ
-39.6% Hóa chất	-81.9% Phân bón	86.2% Cảng biển
NA Xây dựng	0.3% Thép	32.4% Ống nhựa
82.9% Bán lẻ xăng dầu	-35.8% Điện	9.6% Dược phẩm
27.9% Khu công nghiệp	NA Hàng không	21.0% Cảng hàng không
-37.2% Cao su tự nhiên	-29.3% Cao su sẫm lớp	0.3% BVS-80

## CÂU CHUYỆN 2024

### MÔI TRƯỜNG KINH DOANH

- Bối cảnh các nền kinh tế lớn còn nhiều khó khăn nhưng dự báo KQKD của các DN niêm yết sẽ khởi sắc trong 2024, những ngành suy giảm 2023 sẽ hồi phục mạnh ở 2024, những ngành không bị suy giảm 2023 tiếp tục duy trì đà tăng trưởng 2024.

### MÔI TRƯỜNG ĐẦU TƯ THUẬN LỢI HƠN 2023

- Dự báo FED sẽ đảo chiều chính sách trong 2024, dù không mạnh mẽ nhưng giảm bớt áp lực cho thị trường tài chính.
- Lạm phát Việt Nam dự báo hạ nhiệt dần trong nửa cuối 2024, nền tảng cho việc duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng.
- Nền định giá thấp là yếu tố giúp thị trường đạt được sự tăng trưởng về điểm số trong bối cảnh lãi suất hạ nhiệt hơn.

### VIỆT NAM ĐỨNG TRƯỚC CHU KỲ PHÁT TRIỂN MỚI

- Việt Nam đang đứng trước cơ hội tiếp nhận sự dịch chuyển nguồn vốn, FDI, công nghệ từ các nước tiên tiến trên thế giới để đi lên chuỗi sản xuất cao hơn.
- Để tận dụng cơ hội này, Việt Nam cần ưu tiên đầu tư mạnh mẽ cơ sở hạ tầng, cải thiện môi trường kinh doanh, môi trường đầu tư, hoàn thiện hệ thống pháp lý theo tiêu chuẩn thế giới.

## 2024 phục hồi & tăng trưởng

18.6% Ngân hàng	-15.6% Bất động sản	-8.9% Dầu khí
22.7% Hàng tiêu dùng	30.3% Phân phối	151.1% Bán lẻ
28.1% Chứng khoán	3.9% Bảo hiểm	22.3% CNTT
29.8% Dệt may	22.0% Thủy sản	39.1% Gỗ & sản phẩm gỗ
10.4% Hóa chất	76.2% Phân bón	-44.8% Cảng biển
NA Xây dựng	55.2% Thép	-12.6% Ống nhựa
12.9% Bán lẻ xăng dầu	32.5% Điện	10.7% Dược phẩm
-1.0% Khu công nghiệp	NA Hàng không	14.3% Cảng hàng không
4.3% Cao su tự nhiên	16.6% Cao su sẫm lớp	15.2% BVS-80

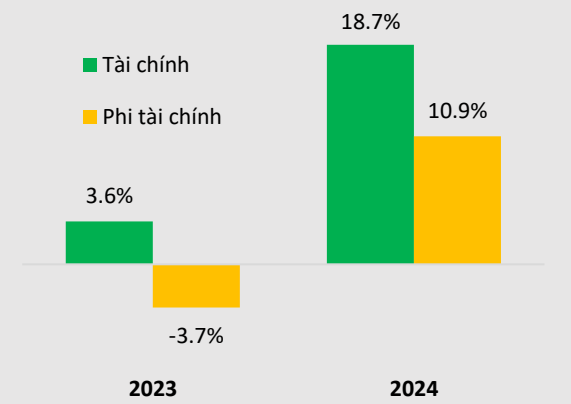
# 2024 các ngành giảm sâu hồi phục, ngành dẫn dắt tăng trưởng tích cực

tỷ VNĐ		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	Trung bình 2016-2022
<b>TÀI CHÍNH</b>	Ngân hàng	33,380	48,154	62,108	78,646	90,112	115,720	139,363	143,334	170,057	81,069
	Chứng khoán	1,850	3,031	3,678	2,632	3,420	8,571	4,958	5,901	7,557	4,020
	Bảo hiểm	2,085	2,477	2,135	2,343	2,912	3,344	3,056	3,519	3,657	2,622
<b>BÁN LẺ, TIÊU DÙNG</b>	Bán lẻ	2,235	3,221	4,187	5,241	5,012	6,372	6,301	1,745	4,383	4,653
	Phân phối	211	210	224	286	404	919	794	507	660	435
	Hàng tiêu dùng	18,189	19,557	20,854	22,806	18,696	24,847	19,333	16,456	20,195	20,612
<b>BDS, XD, VLXD</b>	Bất động sản	2,903	3,198	17,033	24,840	28,843	42,255	30,705	40,610	34,294	21,397
	Xây dựng	1,989	2,512	2,140	1,128	420	127	-1,117	-792	-17	1,028
	Thép	8,874	9,940	8,766	8,064	15,288	41,082	7,291	7,313	11,352	14,186
	Ống nhựa	1,025	958	760	832	970	682	1,174	1,555	1,360	914
<b>KCN &amp; LIÊN QUAN</b>	Khu công nghiệp	992	993	1,192	1,397	1,283	1,873	3,491	4,464	4,418	1,603
	Cao su tự nhiên	373	538	863	633	1,260	909	1,133	712	743	816
<b>DẦU KHÍ</b>	Dầu khí	20,382	22,054	19,218	13,214	12,562	30,810	30,305	20,437	18,622	21,221
	Bán lẻ xăng dầu	5,167	3,896	4,129	4,389	876	3,444	2,101	3,715	4,194	3,429
<b>HÀNG KHÔNG</b>	Hàng không	4,551	7,444	7,670	6,153	-10,858	-12,832	-12,715	-3,381	1,487	-1,512
	Cảng hàng không	5,350	4,445	6,610	8,703	2,111	1,354	7,730	9,352	10,690	5,186
<b>XUẤT KHẨU</b>	Dệt may	295	415	728	894	530	952	910	522	678	675
	Thủy sản	670	717	1,622	1,409	945	1,366	2,284	1,319	1,610	1,288
	Cảng biển	641	745	2,148	751	611	962	1,308	2,435	1,345	1,024
	Cao su sẫm lốp	681	221	147	303	347	333	386	273	318	345
<b>HÓA CHẤT</b>	Hóa chất	418	368	1,122	813	1,086	2,597	5,919	3,578	3,950	1,760
	Phân bón	1,761	1,332	1,356	804	1,352	4,940	9,881	1,791	3,155	3,061
<b>PHÒNG THỦ</b>	Điện	2,289	2,769	2,604	3,839	4,412	1,783	2,691	1,729	2,290	2,912
	Dược phẩm	1,139	1,164	1,111	1,092	1,304	1,397	1,725	1,891	2,093	1,276
	CNTT	2,106	3,105	2,758	3,272	3,709	4,573	5,611	6,665	8,154	3,591
<b>BVS-80</b>		<b>121,447</b>	<b>145,652</b>	<b>177,729</b>	<b>197,243</b>	<b>190,237</b>	<b>290,984</b>	<b>277,465</b>	<b>278,086</b>	<b>320,070</b>	<b>200,108</b>

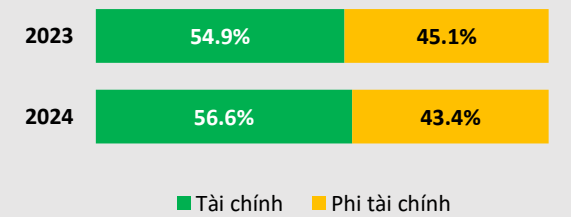


Nền lợi nhuận 2024 sẽ bứt phá lên mặt bằng cao mới, cao hơn đỉnh 2021. Bên cạnh sự phục hồi trên diện rộng của hầu hết các ngành, động lực tăng trưởng có sự đóng góp rất lớn bởi nhóm tài chính.

## TĂNG TRƯỞNG LNST NHÓM TÀI CHÍNH VÀ PHI TÀI CHÍNH



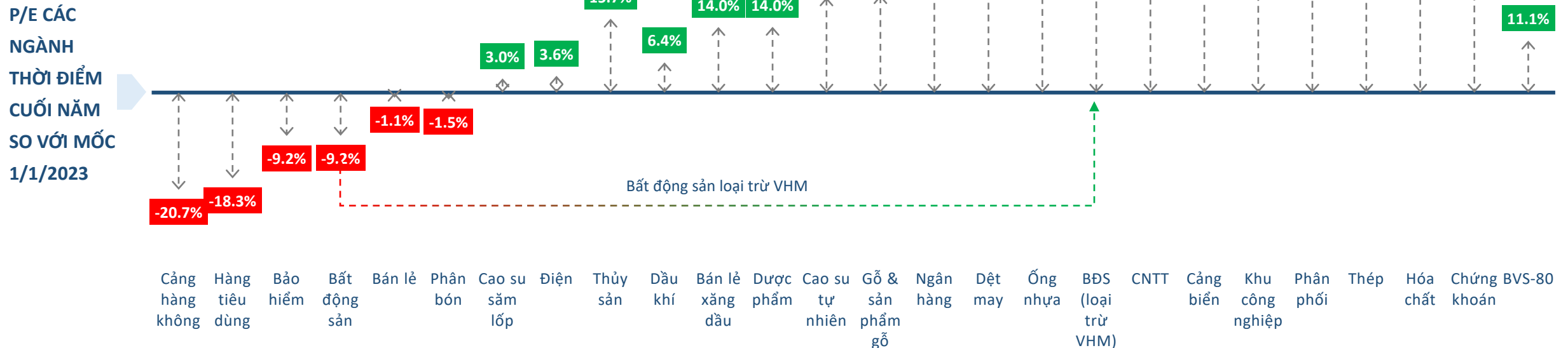
## TỶ TRỌNG ĐÓNG GÓP LỢI NHUẬN



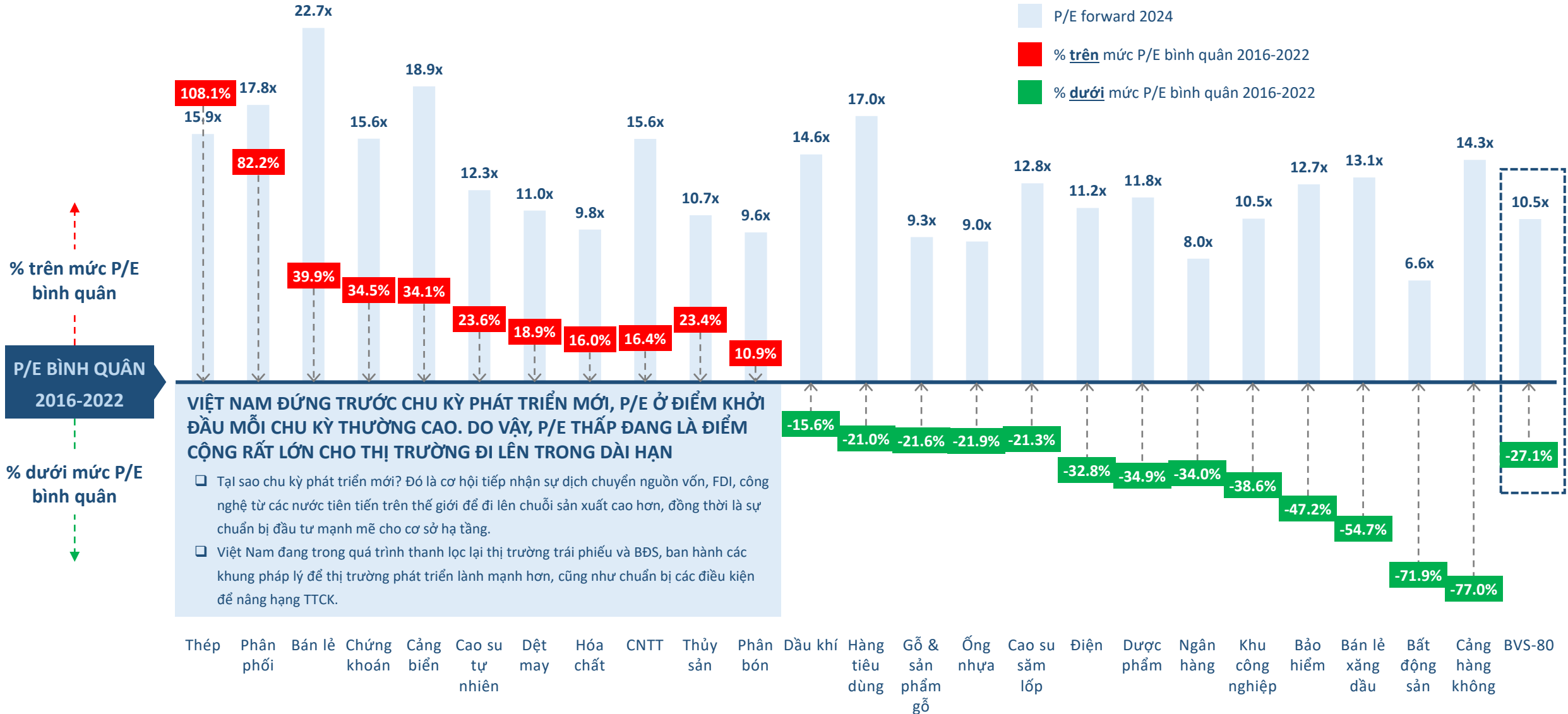
# Chuyển động P/E các ngành tính từ đầu năm 2023 (% Ytd)

Mặc dù lợi nhuận 2023 nhiều ngành suy giảm nhưng định giá P/E của hầu hết các ngành lại tăng so với thời điểm đầu năm (Ytd), phản ánh các yếu tố:

- ❑ Mặt bằng định giá các ngành và của toàn thị trường là rẻ và hấp dẫn ở thời điểm đầu năm 2023, dù bối cảnh lúc đó tương đối u ám;
- ❑ Cộng hưởng với việc Việt Nam là một trong những nước tiên phong trong khu vực hạ nhiệt với lãi suất và linh động hơn với chính sách tiền tệ;
- ❑ Một năm với nhiều chính sách cho thị trường BĐS và trái phiếu doanh nghiệp giúp 2 thị trường này phát triển bền vững hơn trong dài hạn;



# P/E thị trường chứng khoán Việt Nam đang ở mức hấp dẫn trong dài hạn



# Cơ hội chia đều cho các ngành

## NHÓM PHỤC HỒI LỢI NHUẬN

### NHÓM NGÀNH & PHÂN LỚP CỔ PHIẾU

### CỔ PHIẾU ĐẠI DIỆN

→ Thép

HPG, HSG, NKG

→ Bán lẻ, phân phối

MWG, PNJ, DGW, PET

→ Hàng tiêu dùng

SAB, VNM

→ Thủy sản, dệt may, gỗ, sao su sẫm lớp

FMC, TNG, DRC

## NHÓM ĐỊNH GIÁ RẺ

→ Ngân hàng

VCB, CTG, MBB, ACB, STB, VPB

→ BDS, Khu công nghiệp

NLG, KDH, NTL, AGG, KBC

→ Cảng hàng không

ACV

→ Điện

QTP, POW, HDG, REE

## NHIỀU NGUỒN VIỆC, TIỀM NĂNG DÀI HẠN

→ Hạ tầng

VCG, CTR

→ Công nghệ

FPT

→ Dầu khí

PVS

# Cổ phiếu khuyến nghị 2024

Outperform

Neutral

<b><u>VCB</u></b> Target: 101.500   +26,4%	<b><u>STB</u></b> Target: 37.100   + 33%	<b><u>TCB</u></b> Target: 36.900   +16%	<b><u>ACB</u></b> Target: 29.300   + 22,6%	<b><u>MBB</u></b> Target: 22.500   + 21%	<b><u>CTG</u></b> Target: 32.500   + 19,9%	<b><u>VPB</u></b> Target: 22.800   + 18,8%
<b><u>NLG</u></b> Target: 47.600   + 29%	<b><u>KDH</u></b> Target: 39.500   + 26%	<b><u>NTL</u></b> Target: 32.000   + 17%	<b><u>IJC</u></b> Target: 17.900   +28%	<b><u>IDC</u></b> Target: 53.686   + 3%	<b><u>KBC</u></b> Target: 38.046   +20%	<b><u>SZC</u></b> Target: 42.364   -5%
<b><u>VGC</u></b> Target: 54.687   +0%	<b><u>HPG</u></b> Target: 32.802   + 17,3%	<b><u>HSG</u></b> Target: 27.344   + 19,9%	<b><u>NKG</u></b> Target: 27.370   + 11,0%	<b><u>VCG</u></b> Target: 30.025   + 21%	<b><u>CTR</u></b> Target: 108.429   + 17,1%	<b><u>FPT</u></b> Target: 120.000   + 24,9%
<b><u>VNM</u></b> Target: 77.500   + 14,6%	<b><u>QNS</u></b> Target: 54.000   + 17,9%	<b><u>SAB</u></b> Target: 74.500   + 18,3%	<b><u>MSN</u></b> Target: 81.000   + 20,9%	<b><u>FMC</u></b> Target: 54.412   + 12%	<b><u>VHC</u></b> Target: 79.834   + 7%	<b><u>TNG</u></b> Target: 23.462   + 17%
<b><u>QTP</u></b> Target: 21.500   + 46,3%	<b><u>POW</u></b> Target: 14.000   + 24,4%	<b><u>REE</u></b> Target: 74.700   + 31,5%	<b><u>HDG</u></b> Target: 33.000   +19,6%	<b><u>PC1</u></b> Target: 32.250   + 12,0%	<b><u>PLX</u></b> Target: 41.500   + 20,3%	<b><u>PLC</u></b> Target: 35.600   + 14,8%
<b><u>GAS</u></b> Target: 97.000   + 28,5%	<b><u>PVS</u></b> Target: 45.600   + 20,0%	<b><u>PVD</u></b> Target: 32.600   + 15,2%	<b><u>MWG</u></b> Target: 43.382   +1,4%	<b><u>PNJ</u></b> Target: 92.524   +7,6%	<b><u>DGW</u></b> Target: 55.088   +5,3%	<b><u>PET</u></b> Target: 28.354   +2,7%
<b><u>PVT</u></b> Target: 28.700   + 8,7%	<b><u>GMD</u></b> Target: 68.400   - 3,0%	<b><u>PHR</u></b> Target: 48.500   -2,4%	<b><u>BMP</u></b> Target: 98.000   -6,0%	<b><u>DCM</u></b> Target: 37.800   +16,6%	<b><u>DGC</u></b> Target: 94.600   +0,2%	<b><u>ACV</u></b> Target: 85.300   +29,2%



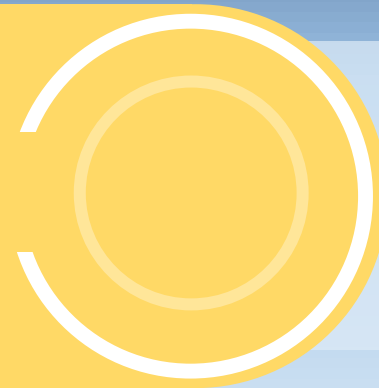
# Chi tiết triển vọng ngành & các mã cổ phiếu

- ▶ Ngân hàng
- ▶ Bất động sản
- ▶ Khu công nghiệp
- ▶ Hàng tiêu dùng, bán lẻ
- ▶ Chứng khoán
- ▶ Dầu khí
- ▶ Hóa chất
- ▶ Thép
- ▶ Thủy sản
- ▶ Dệt may
- ▶ Phân bón
- ▶ Điện
- ▶ Cảng biển & Vận tải biển
- ▶ Xây dựng



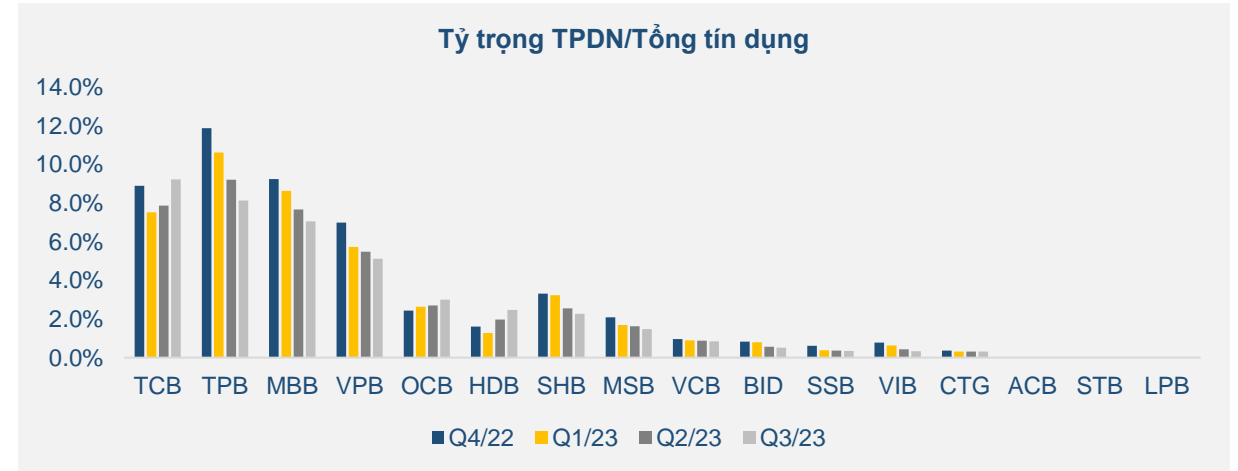
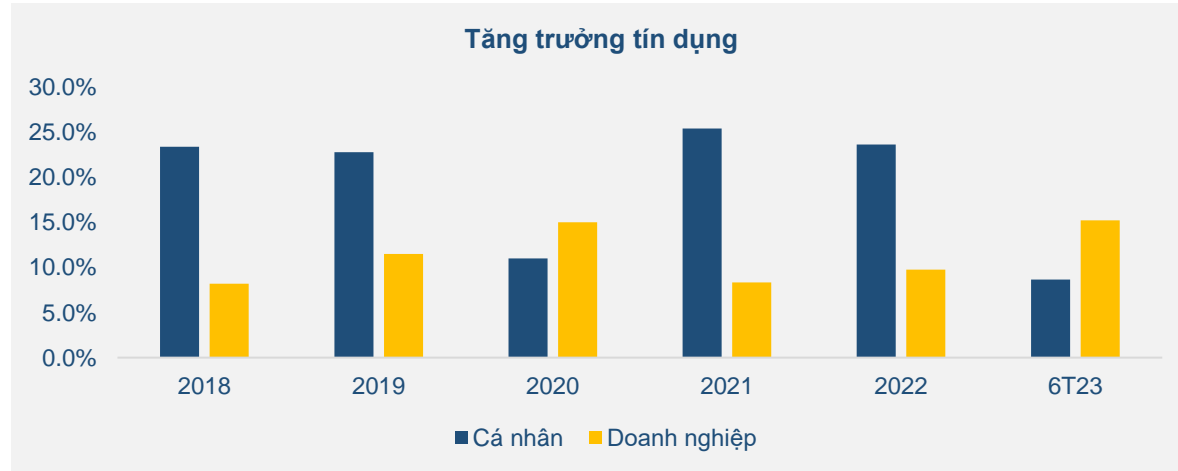
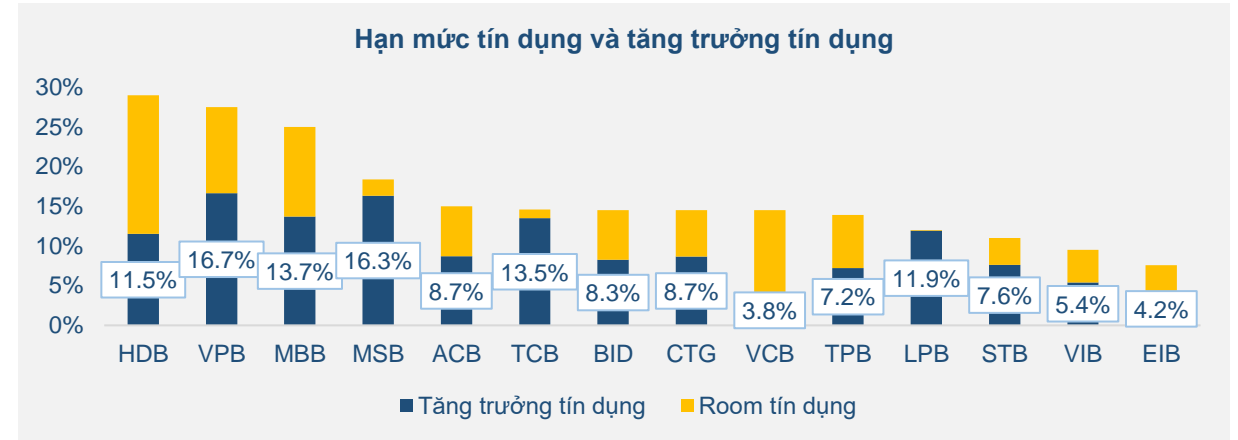
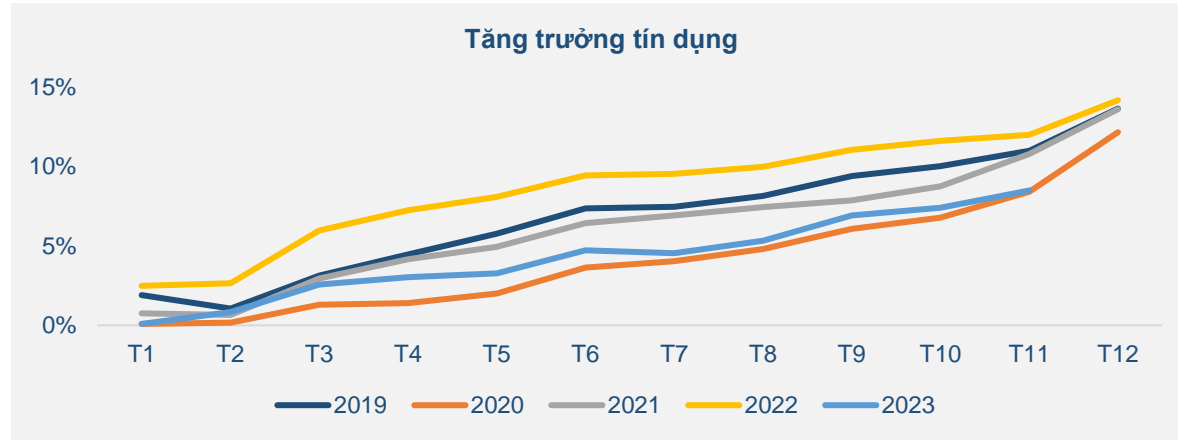
# Ngành Ngân hàng

Rủi ro nợ xấu nhưng kỳ vọng phục hồi và định giá rẻ



# Tín dụng tăng trưởng chậm lại trong năm 2023

Ngành Ngân hàng



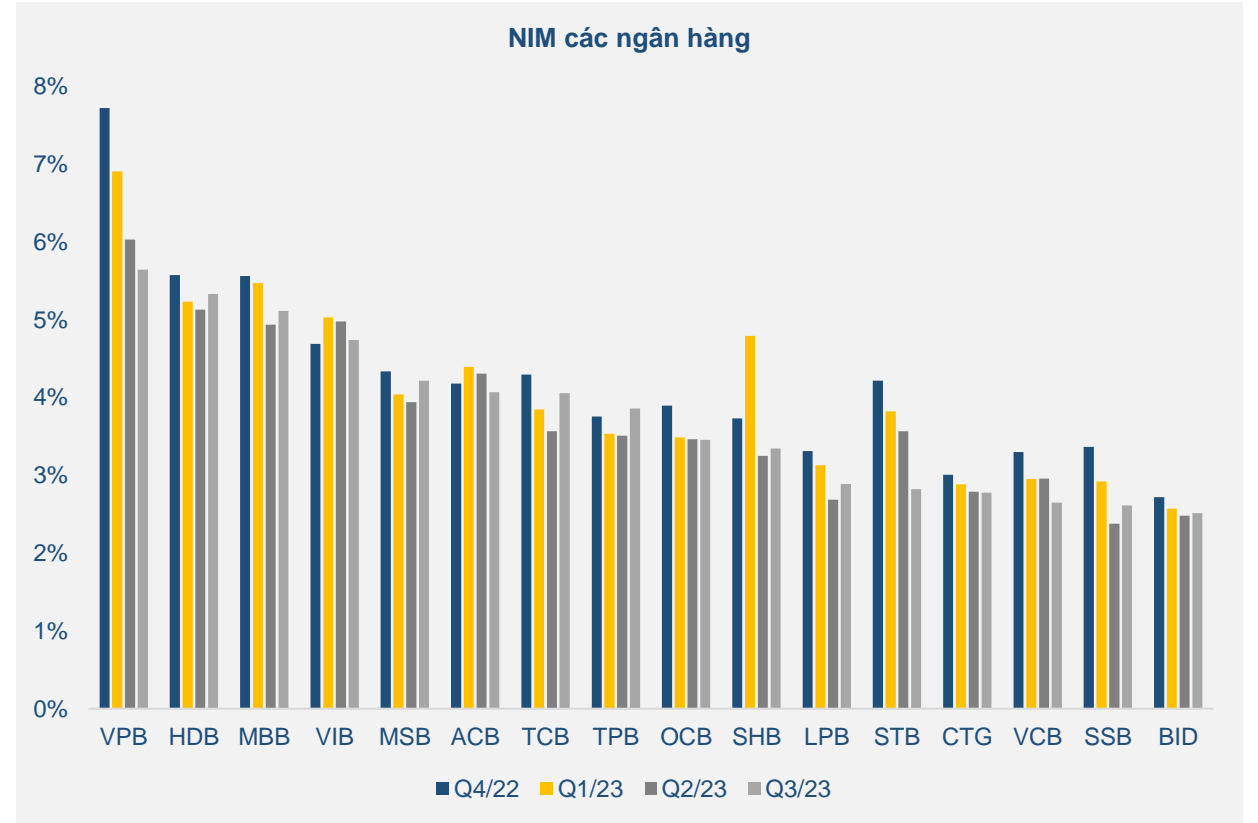
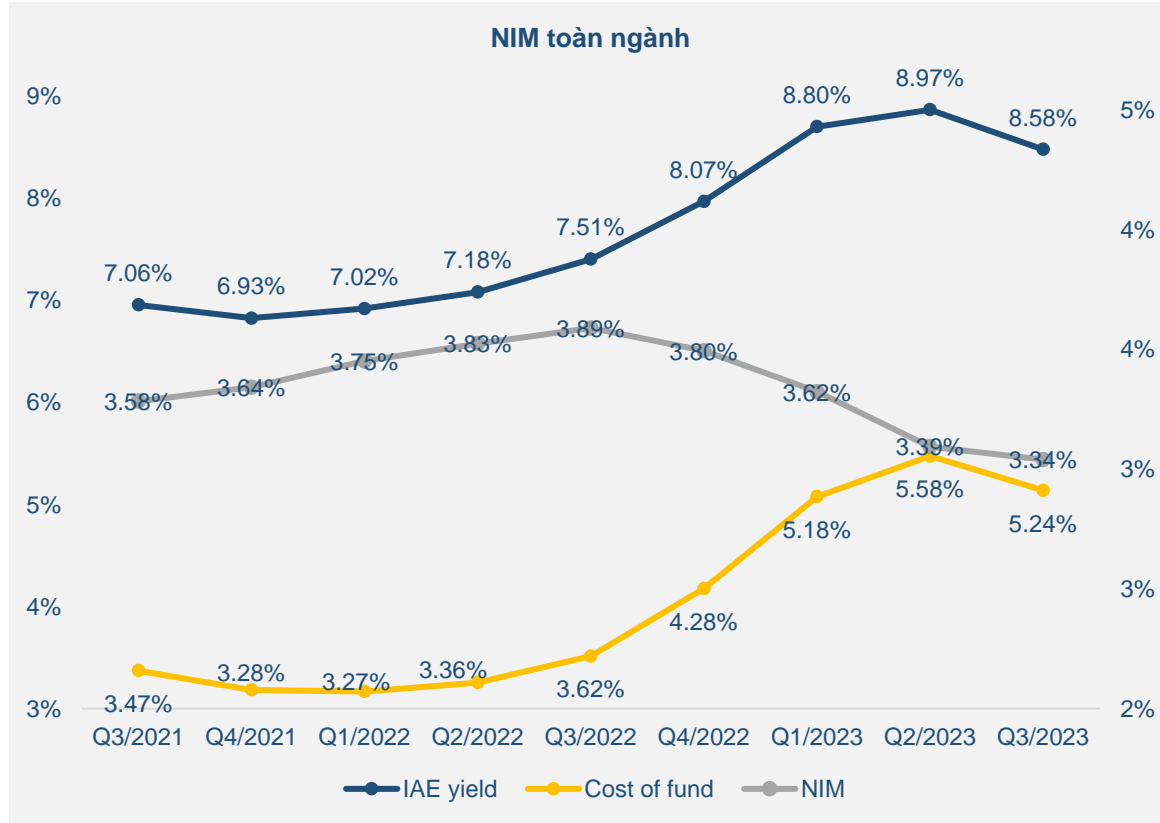
Tín dụng 9T2023 tăng trưởng chậm lại do nền kinh tế tăng trưởng chậm lại, thị trường BĐS suy yếu, hoạt động sản xuất giảm tốc do sự suy yếu từ các thị trường xuất khẩu chính cũng như lãi suất ở mức cao làm giảm nhu cầu tín dụng.

Mặt bằng lãi suất huy động đang giảm rất nhanh và kỳ vọng sẽ tác động làm giảm dần lãi suất cho vay, cùng với đó là nền kinh tế có thể phục hồi tốt hơn trong cuối năm 2023 nên BVSC kỳ vọng mức tăng trưởng tín dụng toàn ngành sẽ vào khoảng 12-13% trong năm 2023 và quanh mức 13% trong năm 2024.

Nguồn: S&P Global, World Bank, Fitch Rating

# NIM thu hẹp nhưng cải thiện dần từ Quý 4/2023

Ngành Ngân hàng

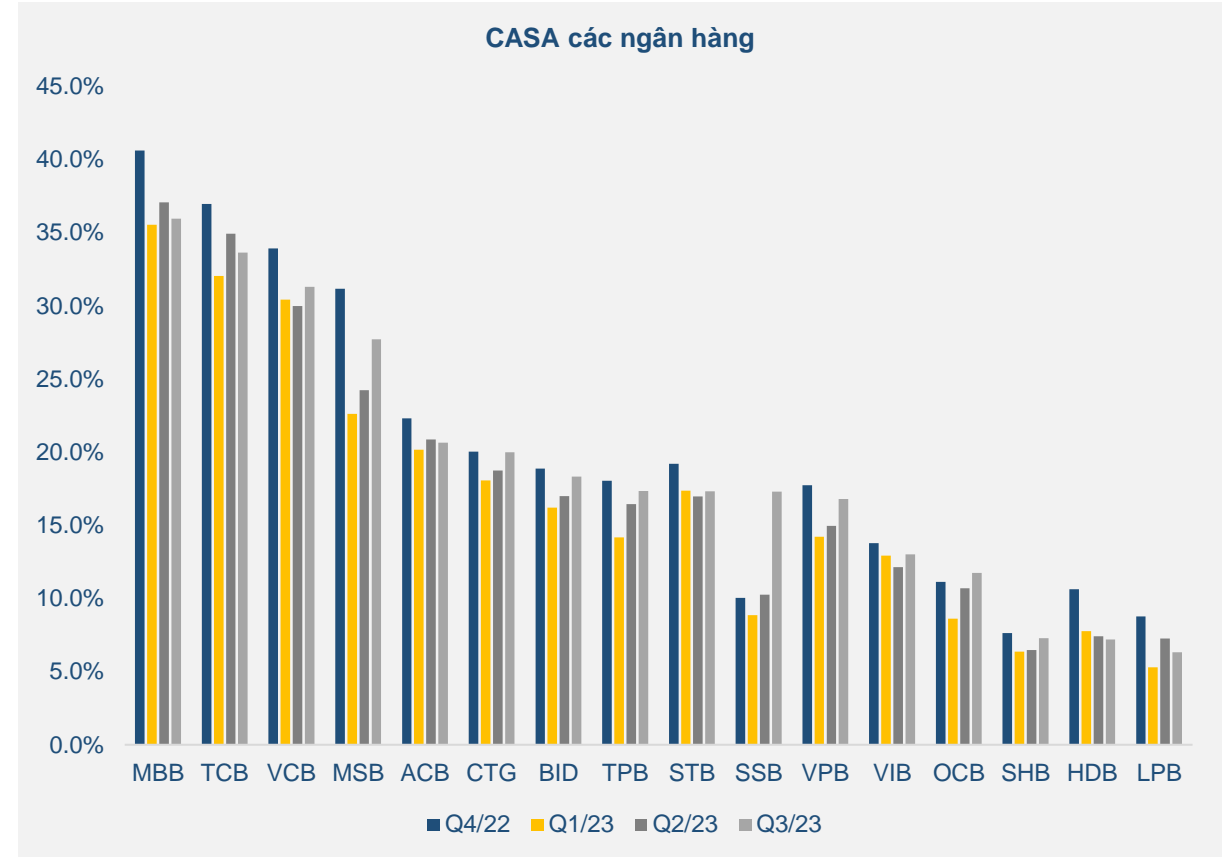
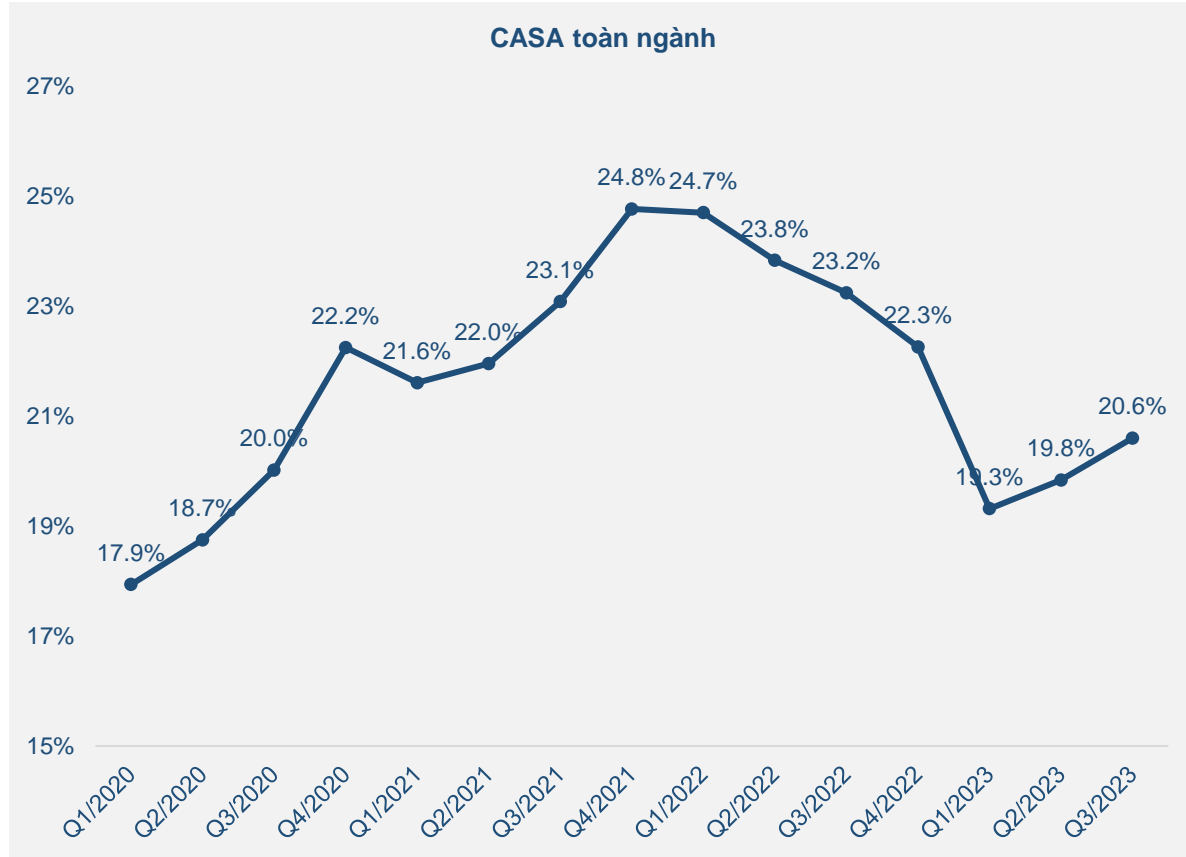


Lãi suất huy động tăng nhanh từ Q4/22 và duy trì ở mức cao trong giai đoạn đầu năm 2023 làm cho chi phí vốn tăng nhanh trong khi lãi suất cho vay điều chỉnh 3-6 tháng một lần dẫn tới chi phí vốn tăng nhanh hơn lãi suất sinh lợi, cùng với đó là cầu tín dụng thấp cũng như ngân hàng thực hiện hỗ trợ giảm lãi suất cho khách hàng làm cho NIM suy giảm.

Trong 1H2023, SBV đã thực giảm lãi suất điều hành 4 lần và lãi suất huy động cũng đã giảm nhanh từ mức đỉnh của đầu năm 2023. Điều này giúp cho NIM của các ngân hàng ổn định lại trong Quý 3 và có thể tăng nhẹ trở lại trong Quý 4/2023 cũng như trong năm 2024.

# Tỷ lệ CASA trên đà phục hồi

Ngành Ngân hàng

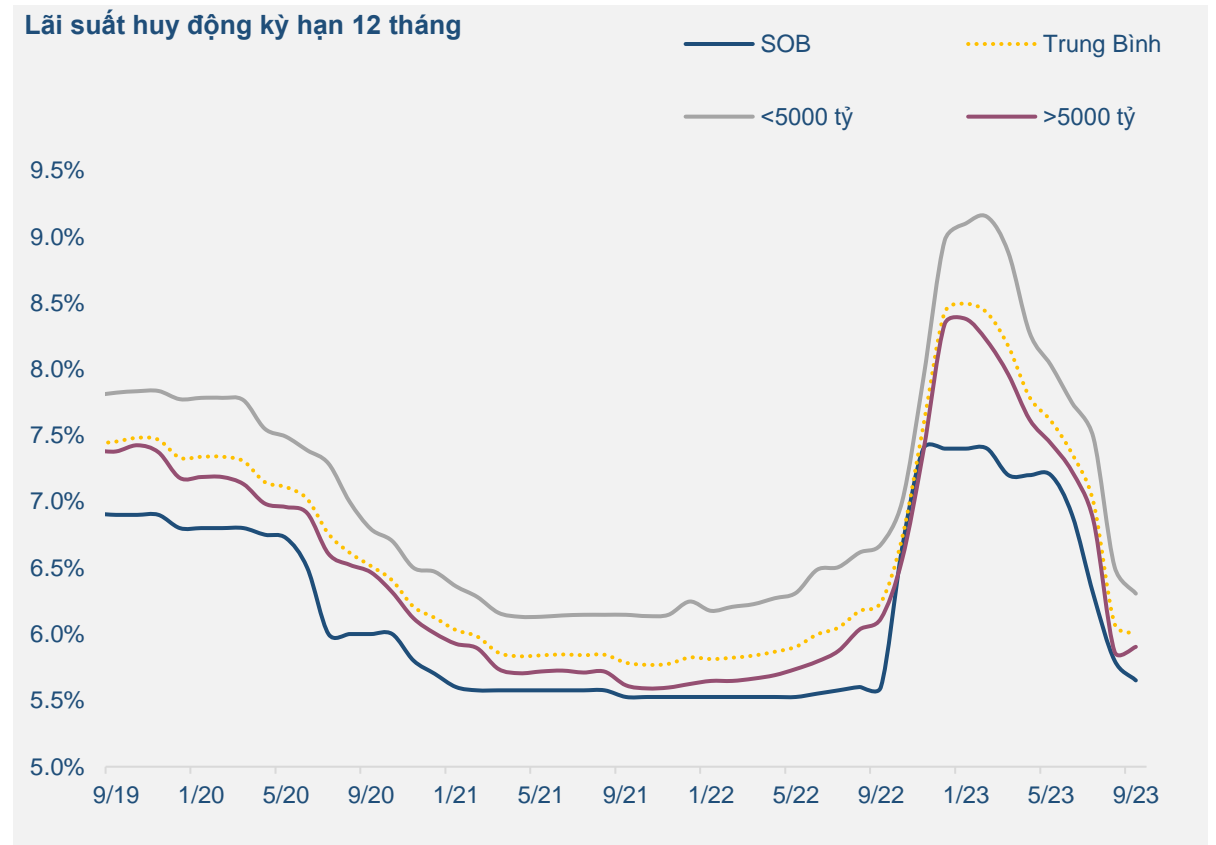
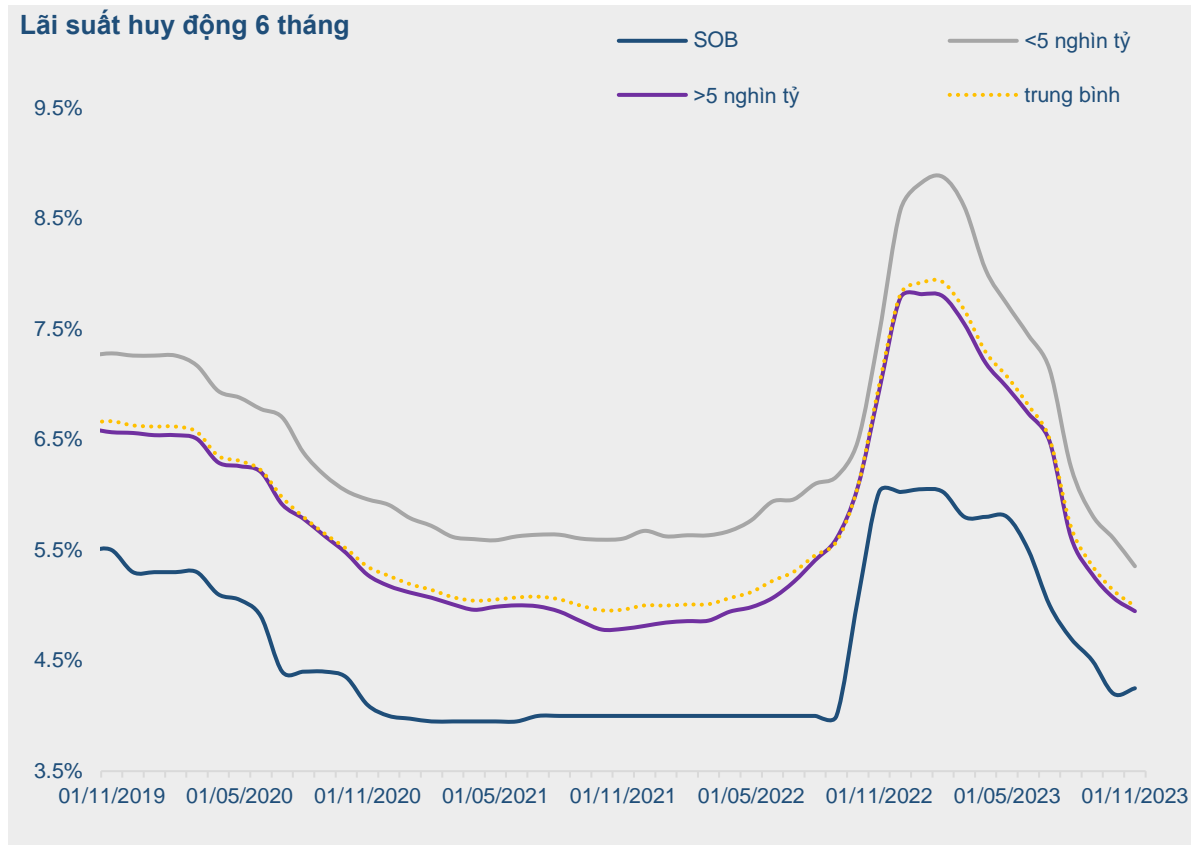


Trong bối cảnh lãi suất tăng cao, người dân cũng như doanh nghiệp tăng quản lý dòng tiền chặt chẽ hơn cũng như gia tăng sử dụng nguồn tiền sẵn có để hạn chế vay vốn đã làm cho tỷ lệ CASA suy giảm, đặc biệt giảm mạnh trong Quý 1/2023.

Tỷ lệ CASA đã có sự phục hồi từ Quý 2/2023 khi thanh khoản hệ thống dư thừa và lãi suất huy động giảm sâu. Bên cạnh đó tốc độ chuyển đổi số của các ngân hàng đang diễn ra mạnh mẽ cũng như sự thúc đẩy không sử dụng tiền mặt từ Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước thì CASA sẽ gia tăng trở lại trong dài hạn.

# Lãi suất huy động đang giảm nhanh

Ngành Ngân hàng

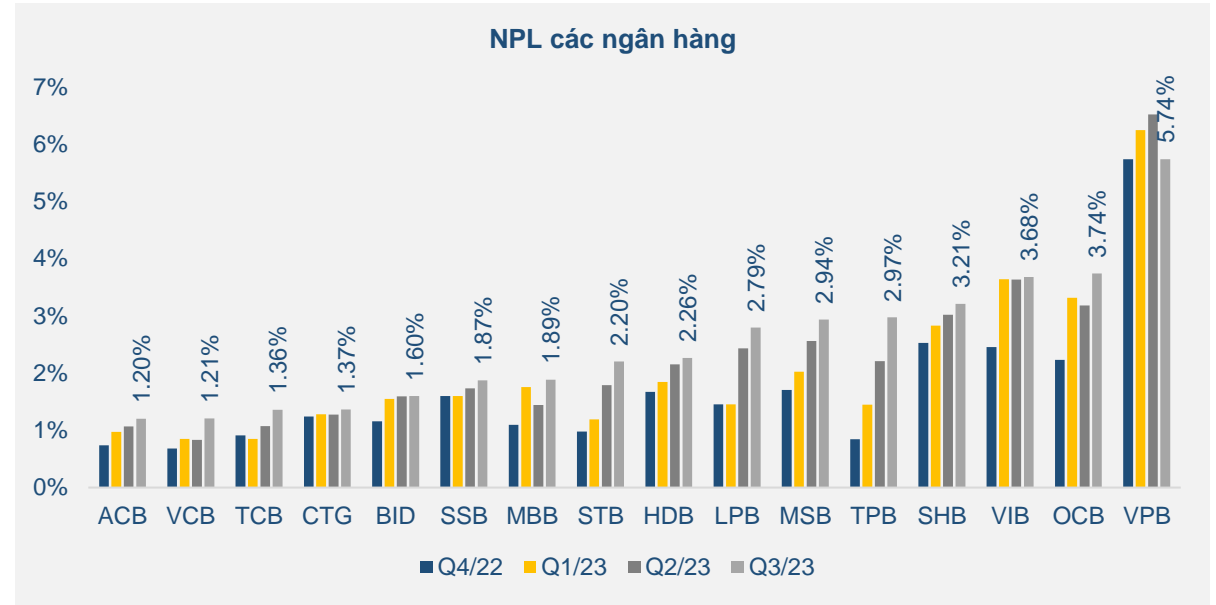
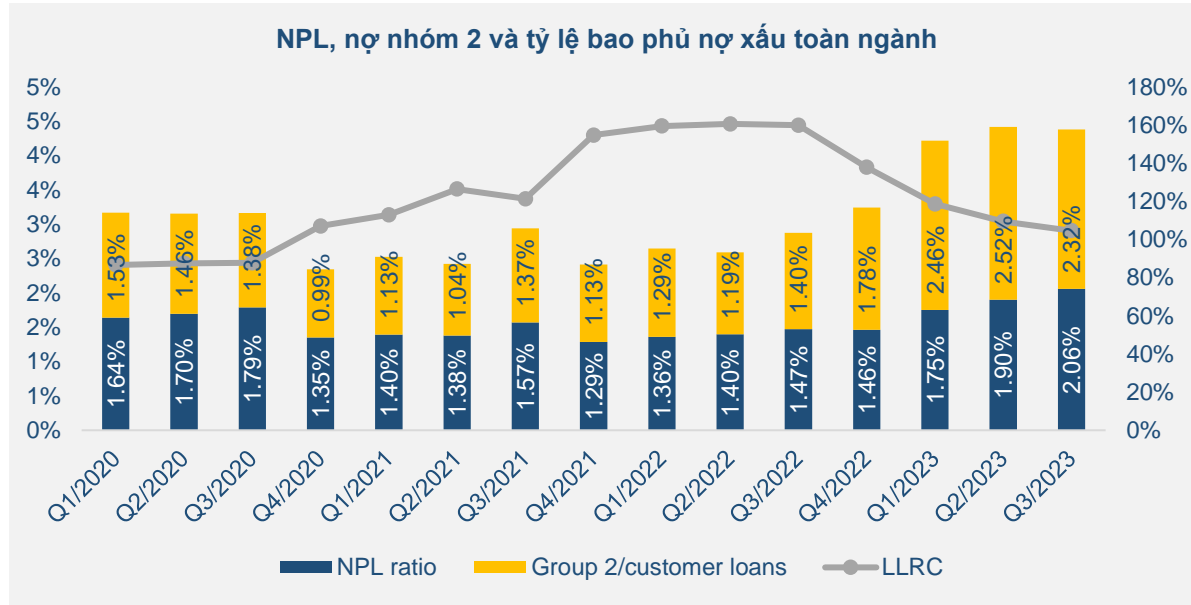


SBV thực hiện 4 lần giảm lãi suất điều hành chỉ trong thời gian ngắn làm cho lãi suất huy động của các ngân hàng hạ nhiệt nhanh chóng. Cùng với đó là tăng trưởng tín dụng chậm lại làm cho nhu cầu huy động cũng chậm lại khi mà các ngân hàng đã tăng trưởng huy động cao trong Quý 4/2022.

Với định hướng của SBV là giảm lãi suất để hỗ trợ nền kinh tế cũng như nhu cầu tín dụng tăng trưởng chậm thì các ngân hàng thương mại có thể sẽ tiếp tục giảm lãi suất cho vay, thúc đẩy hoạt động sản xuất kinh doanh, giảm gánh nặng tài chính cho khách hàng.

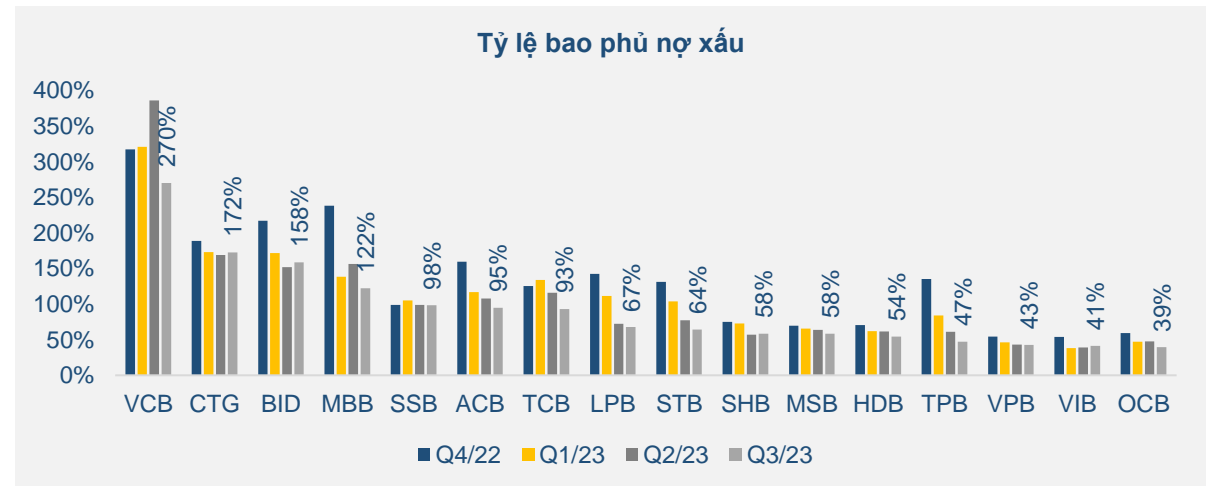
# Tỷ lệ nợ xấu đang ở vùng đỉnh và có khả năng sẽ cải thiện trong thời gian tới

Ngành Ngân hàng



Chất lượng tài sản của ngành Ngân hàng đã có sự sụt giảm trong vài quý vừa qua, đặc biệt suy giảm nhanh hơn trong Quý 4/2022 và Quý 1/2023. Sự suy giảm này là do: (1) nền kinh tế tăng trưởng chậm lại; (2) lãi suất tăng nhanh và ở mức cao làm giảm khả năng thanh toán của bên vay; (3) tác động của suy giảm kinh tế ở các nền kinh tế lớn; (4) thị trường bất động sản suy yếu; và (5) ảnh hưởng từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

BVSC cho rằng nhiều khả năng tỷ lệ nợ xấu đã ở vùng đỉnh và có thể sẽ có sự cải thiện trong thời gian tới nhờ Thông tư 02 cho phép tái cơ cấu các khoản vay. Cùng với đó lãi suất đang hạ nhiệt nhanh và duy trì ở mặt bằng thấp cũng như kỳ vọng nền kinh tế phục hồi lại từ cuối năm 2023.



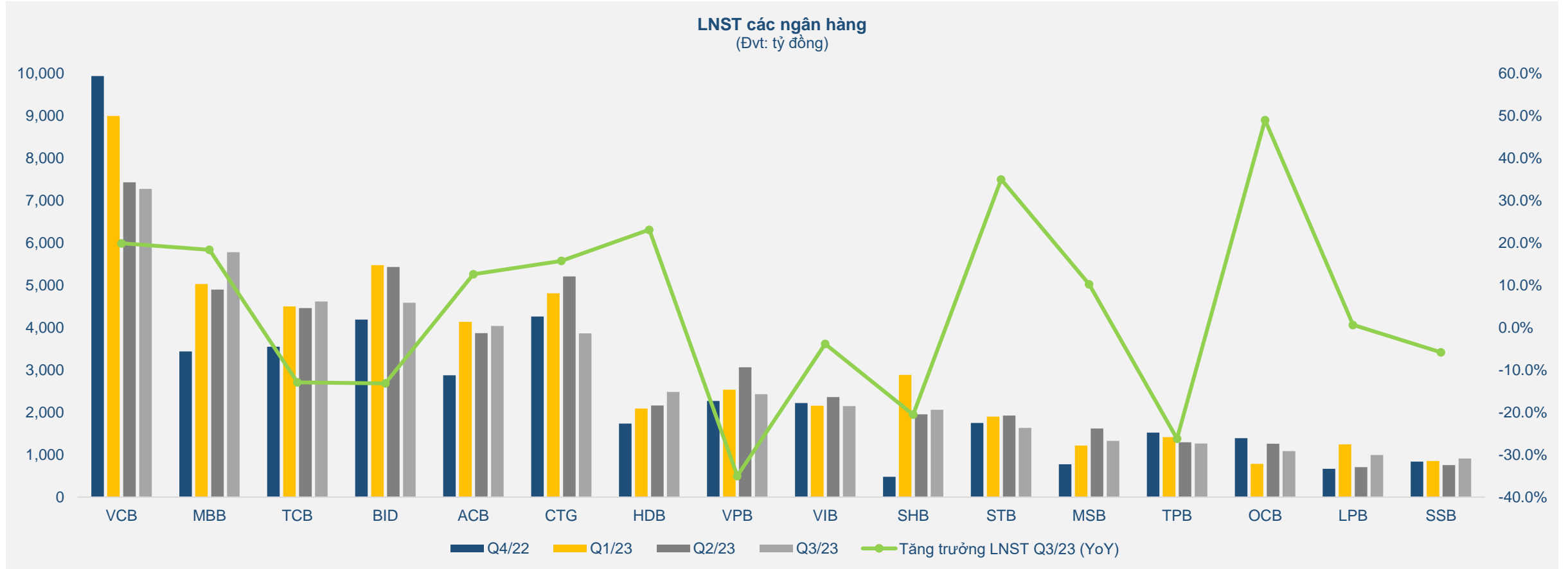
Nguồn: S&P Global, World Bank, Fitch Rating

# Lợi nhuận ngành Ngân hàng giảm nhẹ trong 9T2023 nhưng vẫn tăng trưởng trong 2023

## Ngành Ngân hàng

Lợi nhuận sau thuế nhóm ngân hàng niêm yết giảm 1,6% YoY trong Quý 3/2023 và giảm 1,5% YoY trong 9T2023. Sự suy giảm chủ yếu do tác động từ sự sụt giảm của TCB và VPB còn lại đa số các ngân hàng có quy mô lớn khác đều có sự tăng trưởng.

Dự kiến lợi nhuận của ngành Ngân hàng (ước tính dựa trên nhóm cổ phiếu ngân hàng BVSC phân tích) tăng trưởng lợi nhuận khoảng 11,4% trong Quý 4/2023 và tăng trưởng 3% trong năm 2023 và tăng trưởng khoảng 18% trong năm 2024.





# Chính sách hỗ trợ

## Ngành Ngân hàng

Chính sách	Ngày có hiệu lực	Nội dung chính	Mục đích	Kỳ vọng
Nghị định 08	06/03/2023	Đưa ra khung pháp lý cho việc giãn lịch trả nợ gốc và lãi đến hạn (tối đa 2 năm) hoặc hoán đổi trái phiếu sang tài sản khác.	Hỗ trợ doanh nghiệp gia hạn trái phiếu và giảm áp lực thanh toán.	Doanh nghiệp gặp khó khăn có thể gia hạn trái phiếu.
Hạ lãi suất lần 1	15/03/2023	Hạ lãi suất điều hành 50 - 100 bps.	Nhằm hỗ trợ phục hồi kinh tế.	Tiếp tục hạ lãi suất.
Hạ lãi suất lần 2	03/04/2023	Hạ lãi suất điều hành 50 bps.	Nhằm hỗ trợ phục hồi kinh tế.	Tiếp tục hạ lãi suất.
Thông tư 02	24/04/2023	Cho phép ngân hàng tái cấu trúc nợ đến 30/06/2024, với thời hạn giãn nợ tối đa là 12 tháng. Khách hàng được giữ nguyên nhóm nợ. Chi phí dự phòng được phân bổ trong 2023 và 2024.	- Hỗ trợ khách hàng vay vốn có thêm thời gian để phục hồi. - Ngân hàng có thêm thời gian để xử lý nợ xấu phát sinh.	Sẽ tiếp tục thành công như tái cơ cấu các khoản vay như giai đoạn đại dịch Covid 19.
Thông tư 03	24/04/2023	Cho phép ngân hàng mua lại trái phiếu đã bán trong vòng 12 tháng.	Tăng thanh khoản cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp thứ cấp.	Hỗ trợ thanh khoản và hoạt động repo.
Dự thảo sửa đổi Luật các TCTD		- Đưa nghị quyết 42 vào Luật và đưa ra bộ tiêu chí chặt chẽ về trích lập dự phòng. - Bổ sung thu tín dụng vào hoạt động cấp tín dụng. - Dư nợ cấp tín dụng tối đa đối với một khách hàng giảm xuống 10% vốn tự có của ngân hàng. Tổng dư nợ cấp tín dụng đối với một khách hàng và người có liên quan không được vượt quá 15% vốn tự có. - Hạ tỷ lệ sở hữu tối đa ngân hàng của các cổ đông trong nước.	- Tạo khuôn khổ pháp lý về xử lý nợ xấu của TCTD. - Hạn chế rủi ro từ tập trung tín dụng, sở hữu chéo.	Có thể sẽ có thêm những sửa đổi.
Dự thảo sửa đổi TT41		Giảm hệ số rủi ro cho các khoản vay BĐS KCN và nhà ở xã hội.	Tạo dư địa cho vay đối với phân khúc ít rủi ro hơn của thị trường BĐS.	Thêm dư địa cho ngân hàng.
Hạ lãi suất lần 3	23/05/2023	Hạ lãi suất điều hành 50 bps.	Nhằm hỗ trợ phục hồi kinh tế.	Giảm lãi suất trên thị trường 1.
Hạ lãi suất lần 4	16/06/2023	Hạ lãi suất điều hành 25-50 bps.	Nhằm hỗ trợ phục hồi kinh tế.	Giảm lãi suất trên thị trường 1.
Thông tư 10	23/05/2023	Nới lỏng quy định trong hoạt động cho vay tại Thông tư 10.	Nhằm hỗ trợ phục hồi kinh tế.	Hỗ trợ doanh nghiệp và tăng trưởng tín dụng.

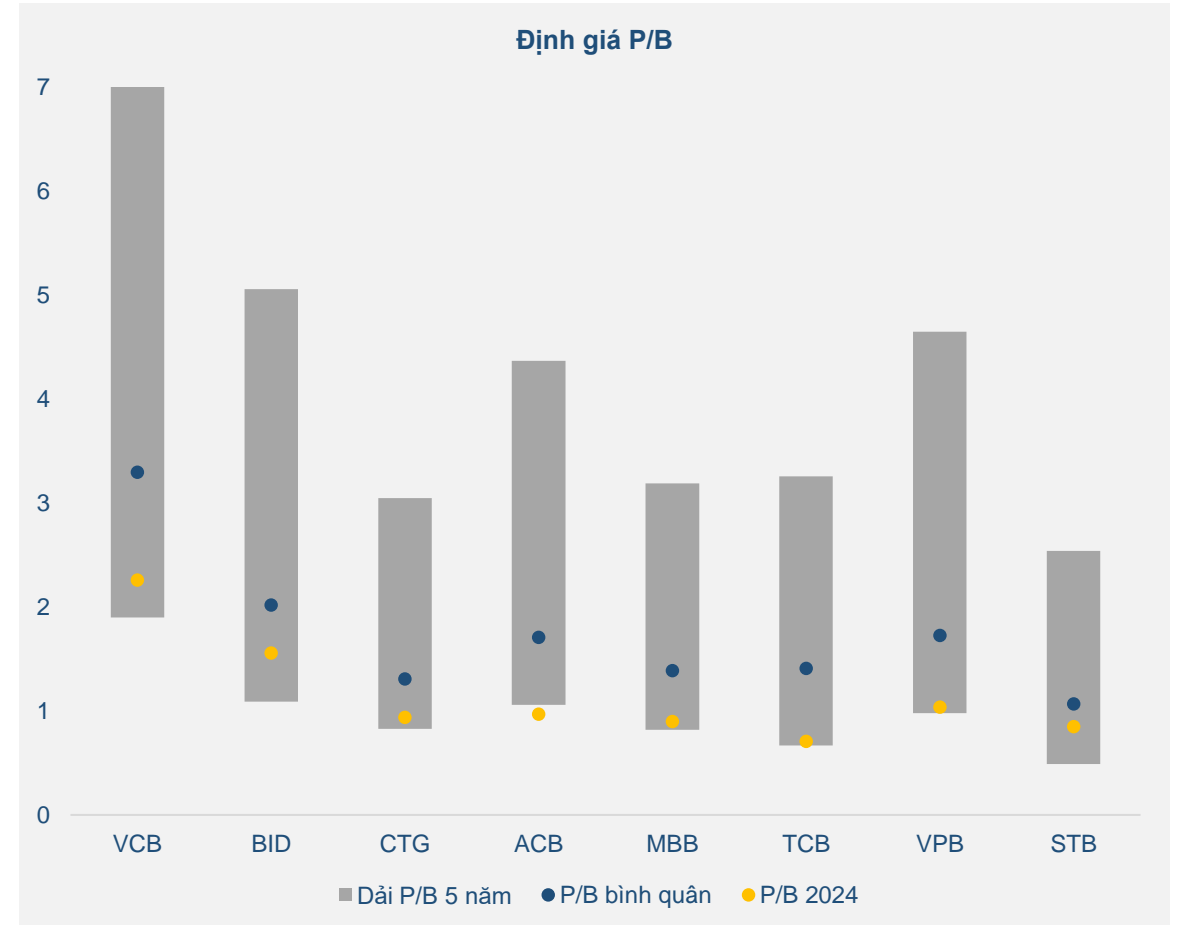
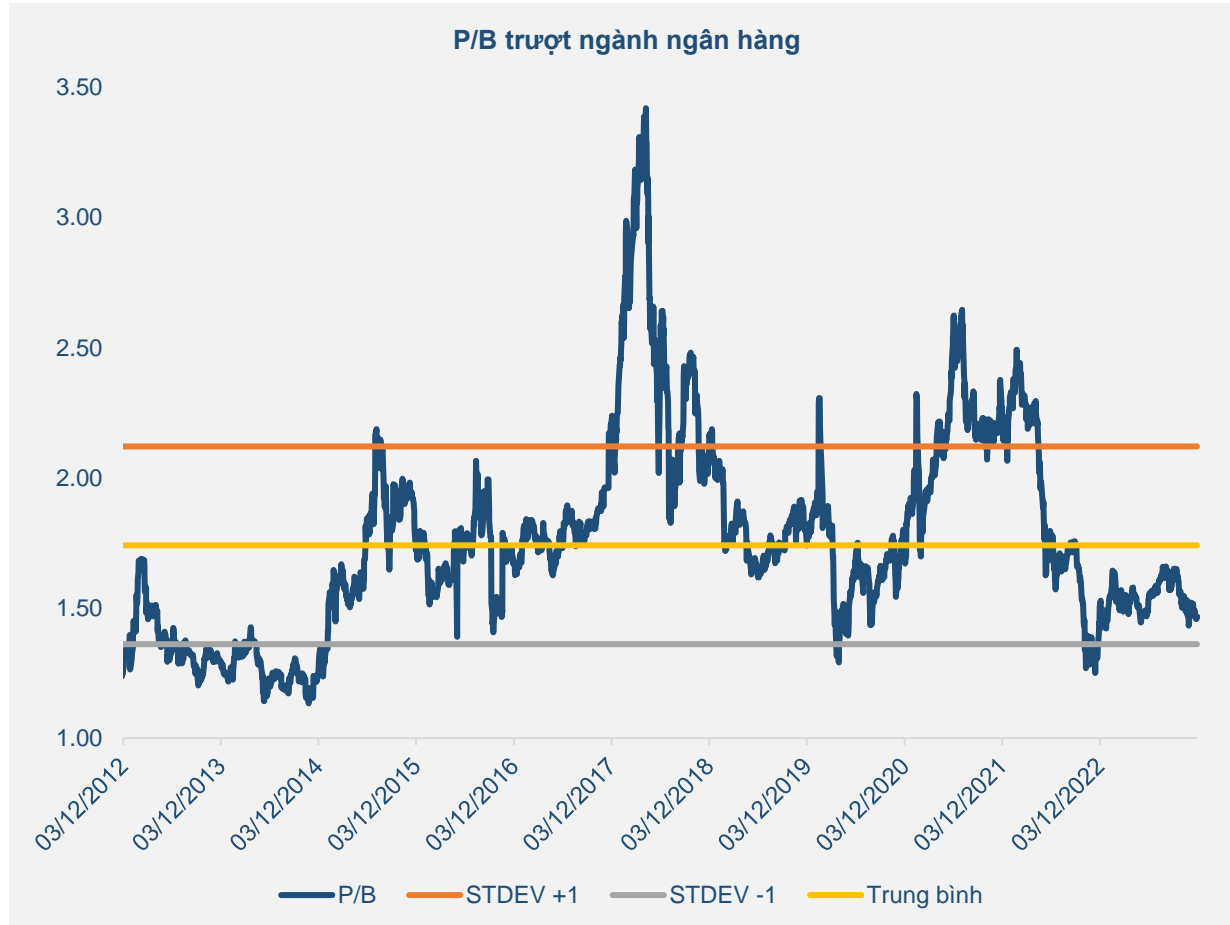
Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước đã đưa ra nhiều chính sách hỗ trợ trong đó có những chính sách mang tính đi đầu tính ở cả bình diện thế giới như hạ mạnh lãi suất điều hành. Điều này thể hiện quyết tâm thúc đẩy nền kinh tế của Chính phủ và SBV. Tuy nhiên, giai đoạn hiện tại, nền kinh tế đối mặt cùng lúc với cả thách thức trong nước và quốc tế và vẫn đang ở trong tình trạng khó khăn đòi hỏi cần thêm nhiều chính sách, nhiều giải pháp mạnh mẽ hơn nữa để hỗ trợ nền kinh tế. Với những nỗ lực mang tính đi trước thế giới như Chính phủ và SBV đã thực hiện, BVSC kỳ vọng Chính phủ và SBV sẽ tiếp tục đưa ra những giải pháp mới, mạnh mẽ hơn hỗ trợ cho nền kinh tế. Và điều này cũng sẽ mang lại thuận lợi cho ngành Ngân hàng như gia tăng tín dụng, giảm áp lực nợ xấu, gia tăng lợi nhuận.

# Định giá ở mức thấp

Ngành Ngân hàng

Cổ phiếu ngành Ngân hàng suy giảm đã kéo mức định giá về mức thấp trong lịch sử.

Mức P/B 2024 của nhiều ngân hàng đang ở quanh mức thấp của P/B từ năm 2016 đến nay.



# Danh mục khuyến nghị

## Ngành Ngân hàng

**Quan điểm ngành:** ngành Ngân hàng đối mặt với những cơn gió ngược nhưng kết quả kinh doanh vẫn tiếp tục tăng trưởng.

**Điểm nhấn của Ngành:** định giá hấp dẫn và kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt hơn trong năm 2024 nhờ nền kinh tế phục hồi.

**Chiến lược tích lũy cổ phiếu ngân hàng:** tích lũy cổ phiếu ngân hàng khi có sự chiết khấu.

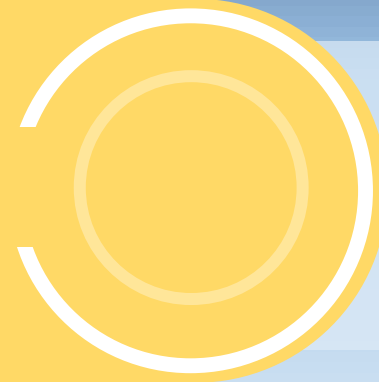
**Mục tiêu đầu tư:** dài hạn.

**Rủi ro:** nền kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến.

MCK	Khuyến nghị	Giá hiện tại (đồng/cp)	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside	Tăng trưởng LNST		P/B	
					2023F	2024F	2023F	2024F
STB	OUTPERFORM	27,900	37,100	33.0%	56,9%	61,1%	1,1	0,9
ACB	OUTPERFORM	23,900	29,300	22.6%	13,4%	7,3%	1,3	1,1
VCB	OUTPERFORM	80,300	101,500	26.4%	11,3%	14,2%	2,8	2,3
CTG	OUTPERFORM	27,100	32,500	19.9%	11,7%	16,6%	1,1	0,9
TCB	OUTPERFORM	31,800	36,900	16.0%	-13,5%	14,4%	0,8	0,7
MBB	OUTPERFORM	18,600	22,500	21.0%	17,6%	19,1%	1,1	0,9
VPB	OUTPERFORM	19,200	22,800	18.8%	-34,8%	32,1%	1,2	1,0

# STB

OUTPERFORM | Target: 37,100 VNĐ/CP | Upside: 33%



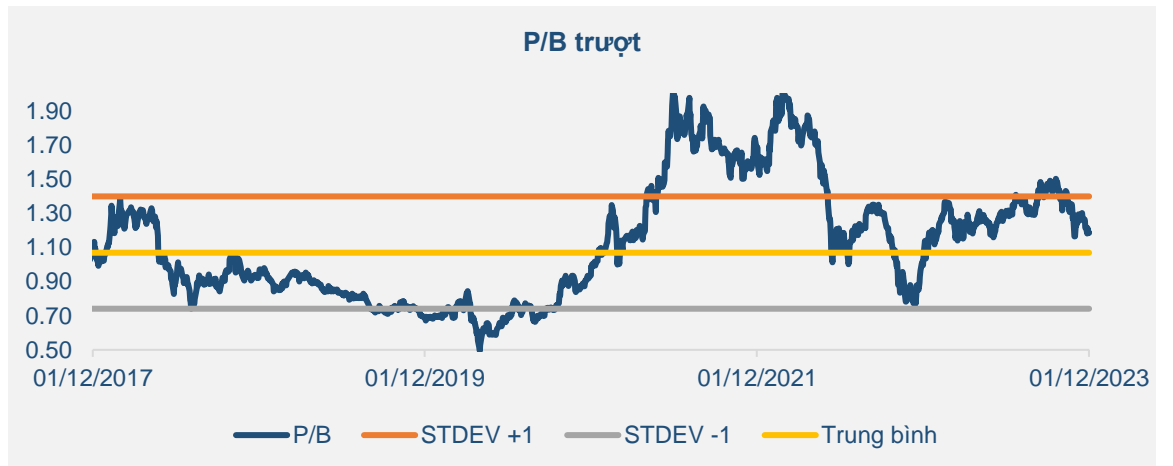
# STB – Tiến tới hoàn thành đề án tái cơ cấu

Current price: 28,900 VND/share - Target price: 37,100 VND/share – Upside: 33% - Recommendation: **Outperform**

## Điểm nhấn đầu tư:

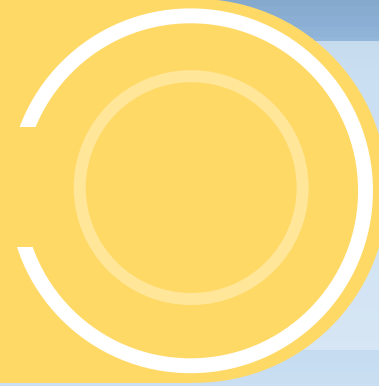
- **Tiến tới hoàn thành đề án tái cơ cấu.** STB dự kiến sẽ hoàn thành đề án tái cơ cấu trong nửa đầu năm 2024. Sau khi hoàn thành đề án tái cơ cấu Sacombank có thể thực hiện đầy đủ các hoạt động, có thể trả cổ tức cũng như tăng vốn điều lệ để gia tốc tăng trưởng.
- **Chi phí dự phòng giảm mạnh** sau khi hoàn thành trích lập 100% cho trái phiếu VAMC. Nếu không trừ ra chi phí dự phòng VAMC thì chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của STB thấp với credit cost dao động quanh mức 0,06-0,8%.
- **Chất lượng tài sản tốt** với khẩu vị tương đối thận trọng cũng như là ngân hàng đang trong giai đoạn tái cơ cấu nên STB không có đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp và có danh mục cho vay chất lượng tốt.
- **Hiệu quả hoạt động được cải thiện mạnh mẽ** khi dự phòng rủi ro giảm sau khi hoàn thành trích lập VAMC. Dự kiến ROE của STB sẽ đạt lần lượt khoảng 18% và 23% trong năm 2023 và 2024.
- **Định giá:** STB Với mức giá hiện tại P/B năm 2024 ở mức 0,9 lần là mức thấp cho một Ngân hàng dự kiến tăng trưởng nhanh trong thời gian tới và có hiệu quả hoạt động cao.

Chi tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
TOI	17.704	26.141	29.874	34.022
POPP	7.954	15.221	16.490	19.223
PAT	3.411	5.041	7.881	12.699
NIM	2,58%	3,17%	4,01%	4,17%
NPL	1,5%	1,0%	1,5%	1,4%
CIR	55,1%	41,8%	44,8%	43,5%
P/B	1,5	1,4	1,1	0,9
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>37.100</b>



# VCB

OUTPERFORM | Target: 101,500 VND/CP | Upside: 26.4%



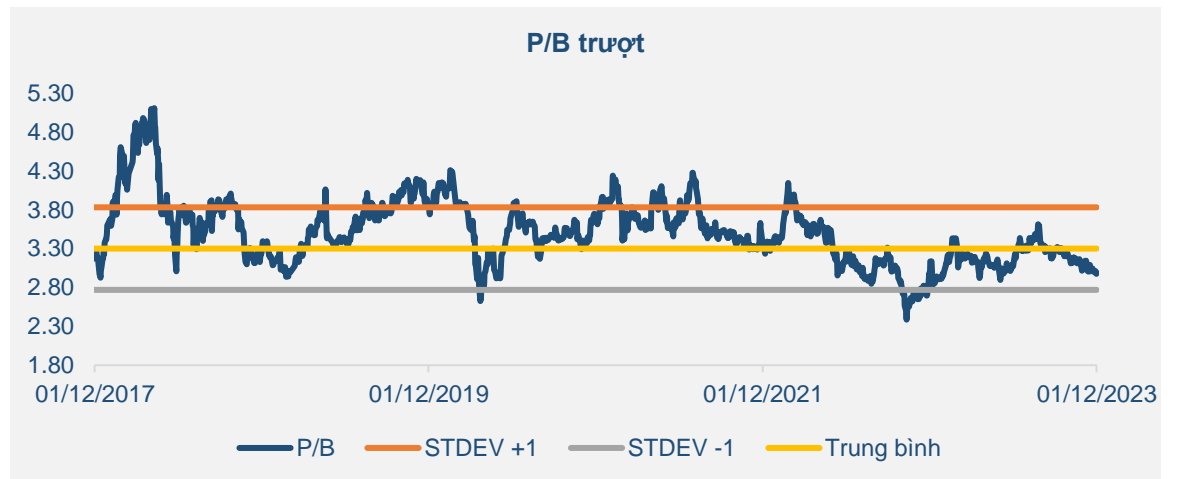
# VCB – Chất lượng tài sản hàng đầu

Current price: **80,300 VND/share** - Target price: **101,500 VND/share** – Upside: **26.4%** - Recommendation: **Outperform**

## Điểm nhấn đầu tư:

- **Hiệu quả hoạt động cao.** Mặc dù là ngân hàng có tổng tài sản lớn thứ tư trong hệ thống nhưng VCB vẫn có ROE ở mức cao. ROE bình quân 5 năm gần đây đạt trên 23% và thường xuyên nằm trong top 3 ngân hàng có ROE cao nhất hệ thống.
- **Chất lượng tài sản hàng đầu hệ thống** với tỷ lệ nợ xấu ở mức thấp và tỷ lệ LLRC cao nhất hệ thống. Trong bối cảnh ngành Ngân hàng gặp những thách thức thì NPL của VCB có thể gia tăng nhưng BVSC cho rằng sẽ không tăng ở mức trọng yếu. Với khẩu vị thận trọng, VCB sẽ tiếp tục duy trì vị trí trong top đầu ngành về chất lượng tài sản và vượt qua những cơn gió ngược.
- **CASA VCB đã bắt đầu phục hồi trở lại** và đã quay trở lại vị trí thứ 2 về CASA khi CASA của TCB suy giảm khá mạnh. BVSC kỳ vọng CASA của VCB sẽ tiếp tục tăng trưởng và duy trì vị trí nhóm đầu khi VCB thành công trở thành hình ảnh ngân hàng an toàn, miễn phí và tiện dụng hàng đầu.
- **VCB là ngân hàng có chi phí vốn thấp nhất hệ thống** và thấp hơn khá nhiều so với ngân hàng đứng thứ 2. Đây là thế mạnh giúp VCB có lợi nhuận cao trong giai đoạn thuận lợi và duy trì lợi nhuận trong giai đoạn khó khăn.
- **VCB dự kiến sẽ nhận chuyển giao bắt buộc ngân hàng 0 đồng** và sẽ nhận được nhiều những lợi ích khác từ đó có thể giúp cho VCB tăng trưởng nhanh hơn.
- **Tăng vốn điều lệ gia tăng bộ đệm vốn thúc đẩy tăng trưởng:** (1) VCB mới hoàn thành tăng vốn điều lệ với tỷ lệ 18,1% từ nguồn lợi nhuận 2019-2020; (2) Tăng vốn từ nguồn lợi nhuận 2021 và lũy kế còn lại trước 2018 với quy mô tăng vốn khoảng 27 ngàn tỷ; và (3) Phát hành riêng lẻ 6,1% vốn điều lệ.
- **Định giá:** VCB đang giao dịch tại mức P/B năm 2024 là 2,3 lần, thấp hơn khá nhiều so với mức P/B bình quân lịch sử là 2,8 lần.

Chi tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
TOI	56.724	68,083	69,650	81,325
POPP	39.149	46,832	49,800	56,927
PAT	21.919	29,899	33,272	37,999
NIM	3,02%	3,22%	2,65%	3,03%
NPL	0,6%	0,7%	1,1%	0,9%
CIR	31,0%	31,2%	28,5%	30,0%
P/B	3,5	3,6	2,7	2,3
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>101.500</b>



# CTG

OUTPERFORM | Target: 32,500 VNĐ/CP | Upside: 19.9%





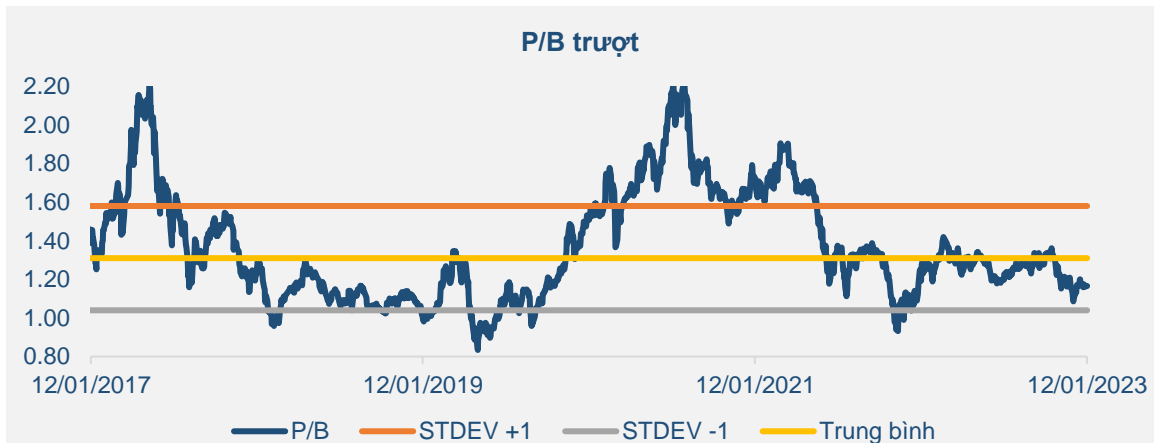
# CTG – Kỳ vọng lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng

Current price: 27,100 VND/share - Target price: 32,500 VND/share – Upside: 19.9% - Recommendation: **Outperform**

## Điểm nhấn đầu tư:

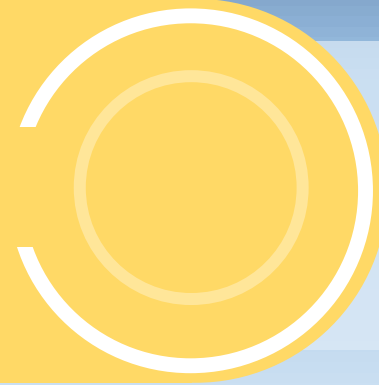
- **Vietinbank là một trong những ngân hàng có sự cải thiện mạnh mẽ nhất trong những năm qua.** Trong giai đoạn từ 2018-2022, CTG tăng trưởng LNST bình quân là 34%, ROE tăng từ mức 8% lên 16,6%.
- **Chất lượng tài sản vẫn đang suy giảm** do nền kinh tế tăng trưởng chậm lại, lãi suất ở mặt bằng cao cũng như thị trường Bất động sản suy yếu. Tuy nhiên, Vietinbank là ngân hàng có tỷ lệ cho vay lĩnh vực kinh doanh Bất động sản khá thấp và cũng ít cho vay mua nhà ở các dự án Bất động sản có rủi ro cao nên giảm thiểu được tác động từ lĩnh vực này. Trong vài năm qua CTG cũng đã đẩy mạnh trích lập dự phòng cũng như sử dụng trích lập dự phòng để xử lý nợ xấu mạnh mẽ, tạo ra bộ đệm tăng trưởng lợi nhuận. Cùng với đó BVSC đánh giá nhiều khả năng NPL tạo đỉnh nhờ lãi suất giảm nhanh và duy trì ở mặt bằng thấp cũng như kỳ vọng nền kinh tế phục hồi.
- **Vietinbank nắm tỷ lệ trái phiếu thấp**, giảm khả năng chịu tác động từ rủi ro trái phiếu doanh nghiệp.
- **NIM 9T2023 giảm nhẹ** nhưng có thể phục hồi trong Quý 4/2023 cũng như trong 2024.
- **Tăng vốn điều lệ tạo bộ đệm vốn thúc đẩy tăng trưởng.** Vietinbank đã thực hiện phát hành cổ phiếu trả cổ tức với tỷ lệ 11,74% từ nguồn lợi nhuận năm 2020. Vietinbank có kế hoạch phát hành tăng vốn: (1) 12.329 tỷ từ nguồn lợi nhuận còn lại của năm 2021 và trước 2016 (25,66%); và (2) chia cổ tức bằng cổ phiếu dự kiến 11.521 tỷ từ nguồn lợi nhuận 2022.
- **Định giá: CTG đang giao dịch tại mức P/B năm 2024 là 0,9 lần**, thấp hơn 35% so với bình quân lịch sử.

Chi tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
TOI	53.157	64.117	70.562	77.710
POPP	35.971	45.109	48.688	53.620
PAT	14.089	16.775	18.734	21.851
NIM	2,9%	3,0%	2,9%	2,9%
NPL	1,3%	1,2%	1,4%	1,4%
CIR	32,3%	29,6%	31,0%	31,0%
P/B	1,5	1,3	1,1	0,9
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>32.500</b>



# TCB

OUTPERFORM | Target: 36,900 VNĐ/CP | Upside: 16%



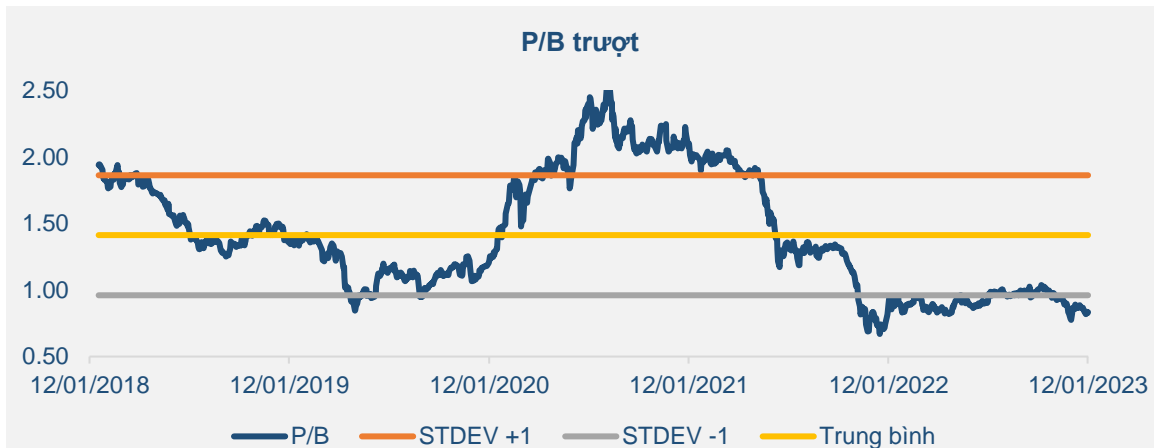
# TCB – Ngân hàng có hiệu quả hoạt động hàng đầu

Current price: **31,800 VND/share** - Target price: **36,900 VND/share** – Upside: **16%** - Recommendation: **Outperform**

## Điểm nhấn đầu tư:

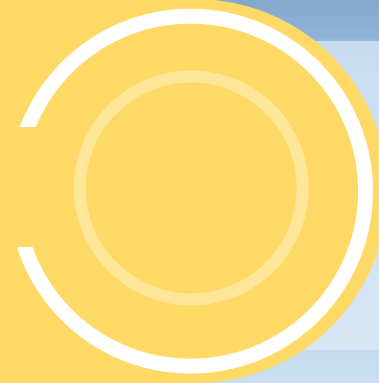
- **TCB là ngân hàng có hiệu quả hoạt động cao** với ROA cao vượt trội so với các ngân hàng khác trong hệ thống và ROE bình quân 5 năm gần đây trên 19%. Với hệ số đòn bẩy tài chính chỉ 6,2, là mức rất thấp so với bình quân hệ thống, TCB có nhiều tiềm năng gia tăng hiệu quả hoạt động.
- **Tín dụng 9T2023 của TCB tăng trưởng mạnh mẽ** với mức tăng 13,5% YTD và nằm trong nhóm những ngân hàng có mức tăng tín dụng cao nhất.
- **Chất lượng tài sản TCB đang có dấu hiệu suy giảm chất lượng tài sản** do tác động từ kinh tế suy yếu, mặt bằng lãi suất cao, thị trường bất động sản suy yếu cũng như tác động từ các nền kinh tế lớn. Tuy nhiên, BVSC đánh giá nhiều khả năng tỷ lệ nợ xấu đã ở vùng đỉnh và sẽ có sự cải thiện trong thời gian tới nhờ lãi suất giảm nhanh và duy trì ở mặt bằng thấp cũng như kỳ vọng nền kinh tế phục hồi.
- **NIM suy giảm trong 1H2023 nhưng có dấu hiệu phục hồi trong Quý 3/2023.** BVSC kỳ vọng NIM của TCB sẽ tiếp tục phục hồi khi lãi suất vẫn duy động đã giảm khá nhiều và sẽ tiếp tục giảm thêm trong thời gian tới làm giảm chi phí vốn của TCB.
- **Định giá:** TCB đang giao dịch ở mức P/B năm 2024 là 0,7, là mức thấp hơn 56% so với P/B bình quân lịch sử.

Chi tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
TOI	37.076	40.902	39.063	45.514
POPP	25.903	27.504	25.547	29.812
PAT	18.052	20.150	17.434	19.948
NIM	5,61%	5,15%	3,90%	4,13%
NPL	0,7%	0,7%	1,5%	1,4%
CIR	30,1%	32,8%	34,6%	34,5%
P/B	1,2	1,0	0,8	0,7
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>36.900</b>



# MBB

OUTPERFORM | Target: 22,500 VNĐ/CP | Upside: 21%



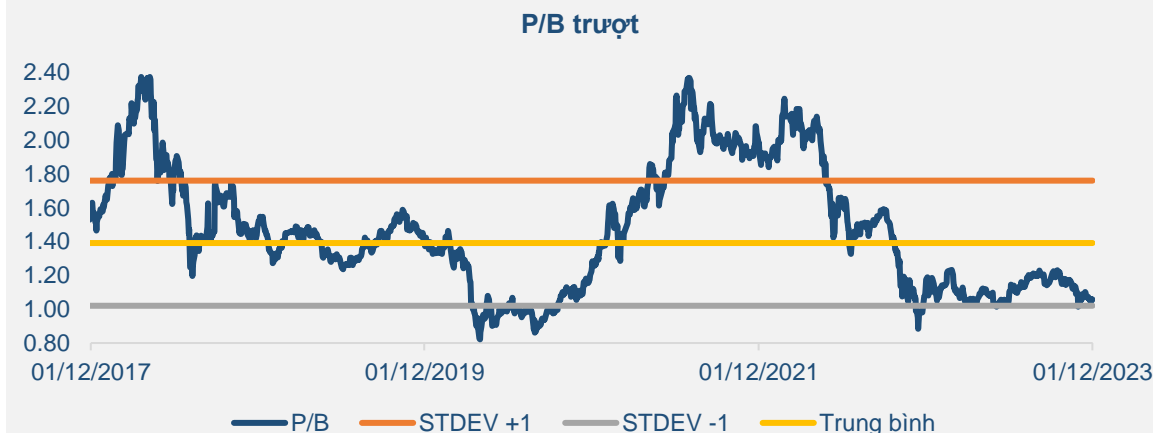
# MBB – Ngân hàng có hệ sinh thái toàn diện

Current price: 18,600 VND/share - Target price: 22,500 VND/share – Upside: 21% - Recommendation: **Outperform**

## Điểm nhấn đầu tư:

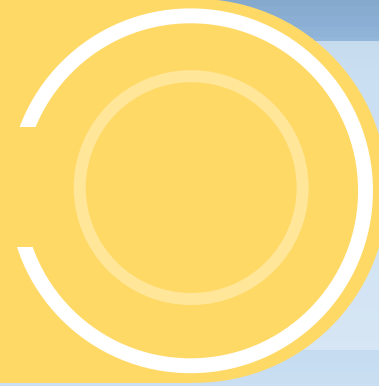
- **MBBank là ngân hàng cung cấp sản phẩm và giải pháp tài chính toàn diện** từ sản phẩm ngân hàng truyền thống tới các sản phẩm tài chính khác như quản lý tài sản, môi giới chứng khoán, bảo hiểm...
- **Doanh thu phí có nhiều tiềm năng tăng trưởng** nhờ hoạt động bảo hiểm.
- **CASA đạt 36% cao nhất trong hệ thống** giúp cho chi phí vốn của MBB nằm trong top 2 hệ thống và NIM của MBB cũng nằm trong top 3 toàn hệ thống.
- **Nền tảng công nghệ mạnh mẽ** với các nền tảng lõi và ứng dụng đều được xây dựng bởi đội ngũ công nghệ nội bộ.
- **Tiếp nhận tổ chức tín dụng bắt buộc** và nhận lại được một số lợi ích giúp cho MBB có thể tăng trưởng nhanh hơn.
- **NIM suy giảm trong 1H2023 nhưng có dấu hiệu phục hồi trong Quý 3/2023.** BVSC kỳ vọng NIM của MBB sẽ tiếp tục phục hồi khi lãi suất vẫn duy động đã giảm khá nhiều và sẽ tiếp tục giảm thêm trong thời gian tới làm giảm chi phí vốn của MBB.
- **Chất lượng tài sản của MBB có dấu hiệu suy giảm** do tác động từ kinh tế suy yếu, mặt bằng lãi suất cao, thị trường bất động sản suy yếu cũng như tác động từ các nền kinh tế lớn. Tuy nhiên, BVSC đánh giá nhiều khả năng tỷ lệ nợ xấu đã ở vùng đỉnh và sẽ có sự cải thiện trong thời gian tới nhờ lãi suất giảm nhanh và duy trì ở mặt bằng thấp cũng như kỳ vọng nền kinh tế phục hồi.
- **Định giá:** MBB đang giao dịch ở mức P/B 0,9, là mức thấp hơn 26% so với P/B bình quân lịch sử của MBB.

Chi tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
TOI	36.934	45.593	49.932	61.702
POPP	24.557	30.777	33.305	41.155
PAT	12.697	17.483	20.558	24.479
NIM	4,91%	5,53%	5,15%	5,39%
NPL	0,9%	1,1%	1,7%	1,6%
CIR	33,5%	32,5%	33,3%	33,3%
P/B	1,3	1,2	1,1	0,9
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>22.500</b>



# VPB

OUTPERFORM | Target: 22.800 VNĐ/CP | Upside: 18.8%



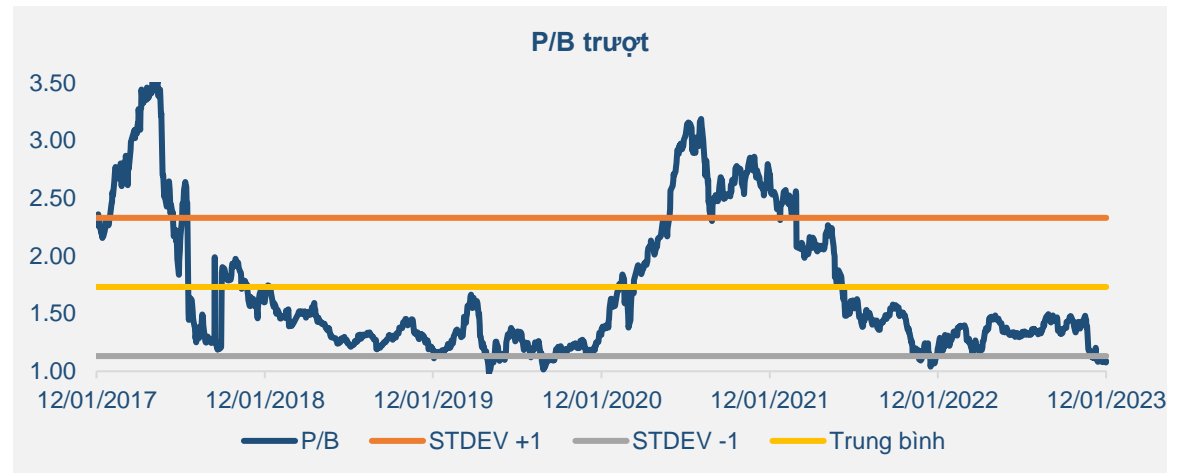
# VPB – Ngân hàng có vốn điều lệ lớn nhất hệ thống

Current price: **19,200 VND/share** - Target price: **22,800 VND/share** – Upside: **18.8%** - Recommendation: **Outperform**

## Điểm nhấn đầu tư:

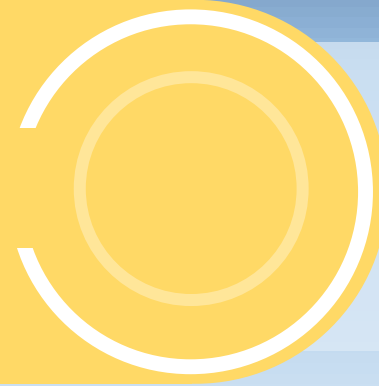
- **Vốn điều lệ tăng mạnh** và trở thành ngân hàng có vốn điều lệ lớn nhất. VPB cũng đã hoàn thành phát hành riêng lẻ cho cổ đông SMBC và trở thành ngân hàng có CAR cao nhất toàn hệ thống.
- **Hoàn thiện hệ sinh thái** với việc mua lại Công ty chứng khoán ASC và công ty bảo hiểm OPES.
- **Chất lượng tài sản của VPB suy giảm** do tác động từ kinh tế suy yếu, mặt bằng lãi suất cao, thị trường bất động sản suy yếu cũng như tác động từ các nền kinh tế lớn. Tuy nhiên, BVSC đánh giá nhiều khả năng tỷ lệ nợ xấu đã ở vùng đỉnh và sẽ có sự cải thiện trong thời gian tới nhờ lãi suất giảm nhanh và duy trì ở mặt bằng thấp cũng như kỳ vọng nền kinh tế phục hồi.
- **NIM suy giảm mạnh trong 9T2023 do chi phí vốn tăng nhanh cũng như tác động từ chất lượng tài sản suy giảm.** Tuy nhiên, BVSC kỳ vọng NIM của VPB sẽ bắt đầu phục hồi lại trong 2024 nhờ lãi suất huy động giảm nhanh và duy trì ở mức thấp giúp VPB giảm chi phí vốn.
- **Tiếp nhận tổ chức tín dụng bắt buộc** và nhận lại được một số lợi ích giúp cho VPB có thể tăng trưởng nhanh hơn. Ngoài ra dự thảo về việc nới room nước ngoài lên 49% cho 2 ngân hàng tham gia tiếp nhận tổ chức tín dụng bắt buộc thì VPB là ứng viên sáng giá có thể được nới room.
- **Định giá: VPB đang giao dịch tại mức P/B là 1 lần, là mức thấp hơn so với mức P/B bình quân lịch sử là 1,6 lần.**

Chi tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
TOI	44.301	57.797	50.485	65.039
POPP	33.583	43.681	38.217	48.974
PAT	11.721	18.168	11.846	15.653
NIM	8,06%	8,05%	5,94%	6,45%
NPL	4,6%	5,7%	5,9%	5,8%
CIR	24,2%	24,4%	24,3%	24,7%
P/B	1,13	1,37	1,19	1,04
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>22.800</b>



# ACB

OUTPERFORM | Target: 29.300 VNĐ/CP | Upside: 22,6%





# ACB – Tăng trưởng bền vững trước nhiều tác động tiêu cực

Current price: **22,400 VND/share** - Target price: **29,300 VND/share** – Upside: **22,6%** - Recommendation: **Outperform**

## Điểm nhấn đầu tư:

- Tín dụng dự kiến sẽ cải thiện trở lại trong năm 2024 khi nền kinh tế hồi phục.
- NIM kỳ vọng cải thiện trong Q4.2023 và năm 2024 khi lãi suất huy động giảm mạnh và phản ánh vào chi phí vốn của ACB.
- Chất lượng tài sản vẫn duy trì tốt (NPL nội bảng vẫn dưới 1,0%, NPL báo cáo tăng chủ yếu do khách hàng phát sinh dự nợ CIC từ ngân hàng khác).
- Bộ đệm dự phòng cao giúp ngân hàng không gặp nhiều khó khăn trong xử lý nợ xấu.
- Kỳ vọng CASA cải thiện khi lãi suất huy động xuống thấp và nhu cầu tiêu dùng, đầu tư hồi phục trở lại.
- Rủi ro: Tình hình vĩ mô trong và ngoài nước diễn biến tiêu cực khiến cầu tín dụng phục hồi chậm hơn dự kiến. Điều kiện thị trường không thuận lợi ảnh hưởng đến các hoạt động kinh doanh ngoại hối, chứng khoán. Thu nhập mảng banca giảm trước những động thái chấn chỉnh của Chính phủ.

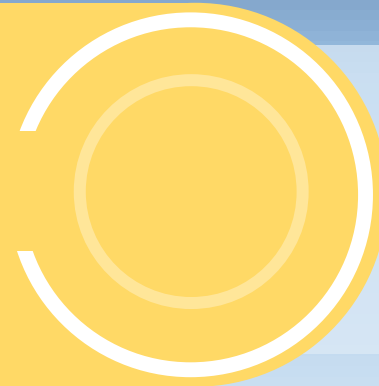


Một số giả định chính	2021	2022	2023F	2024F
Tăng trưởng tín dụng (%)	16,2	14,3	12,5	13,5
Tăng trưởng huy động (%)	9,4	11,6	11,6	13,5
NIM (%)	4,02	4,26	4,12	4,24
NPL (%)	0,77	0,74	1,25	0,95
CIR (%)	34,9	40,3	34,5	35,3

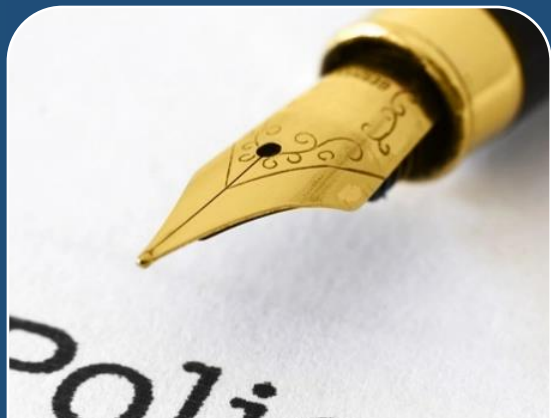
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Tổng DT hoạt động (TOI)</b>	<b>23.564</b>	<b>28.790</b>	<b>32.969</b>	<b>35.618</b>
<i>T.Trưởng</i>	29,7%	22,2%	14,5%	8,0%
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>(8.230)</b>	<b>(11.605)</b>	<b>(11.375)</b>	<b>(12.572)</b>
<i>T.Trưởng</i>	7,9%	41,0%	-2,0%	10,5%
<b>Chi phí dự phòng</b>	<b>(3.336)</b>	<b>(71)</b>	<b>(2.198)</b>	<b>(2.236)</b>
<i>T.Trưởng</i>	254,5%	-97,9%	3.004%	1,7%
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>9.603</b>	<b>13.688</b>	<b>15.517</b>	<b>16.648</b>
<i>T.Trưởng</i>	25,0%	42,5%	13,4%	7,3%
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>3.498</b>	<b>4.008</b>	<b>3.957</b>	<b>4.235</b>

# Ngành Bất động sản 2024

Sự phân hóa sẽ rõ nét hơn giữa các nhóm



## Nhóm cổ phiếu BĐS tiếp tục phục hồi nhưng sẽ có các nhịp điều chỉnh trong năm



### Quan điểm trung hạn

- Lãi suất tiền gửi.
- Chính sách tiền tệ.
- Đầu tư công.
- Điểm nhấn về NOXH.



### Các cơ gió ngược

- Đáo hạn trái phiếu cao trong 2024.
- Các quy định hỗ trợ như sẽ đến hạn trong năm 2024.
- Luật đất đai thông qua theo hướng chặt chẽ.



### Quan điểm về doanh nghiệp và định giá

- Lựa chọn doanh nghiệp tài chính an toàn.
- Quỹ đất lớn là nền tảng cho sự phục hồi.
- Định giá chiết khấu với Ngành nên được lựa chọn.
- Danh mục khuyến nghị

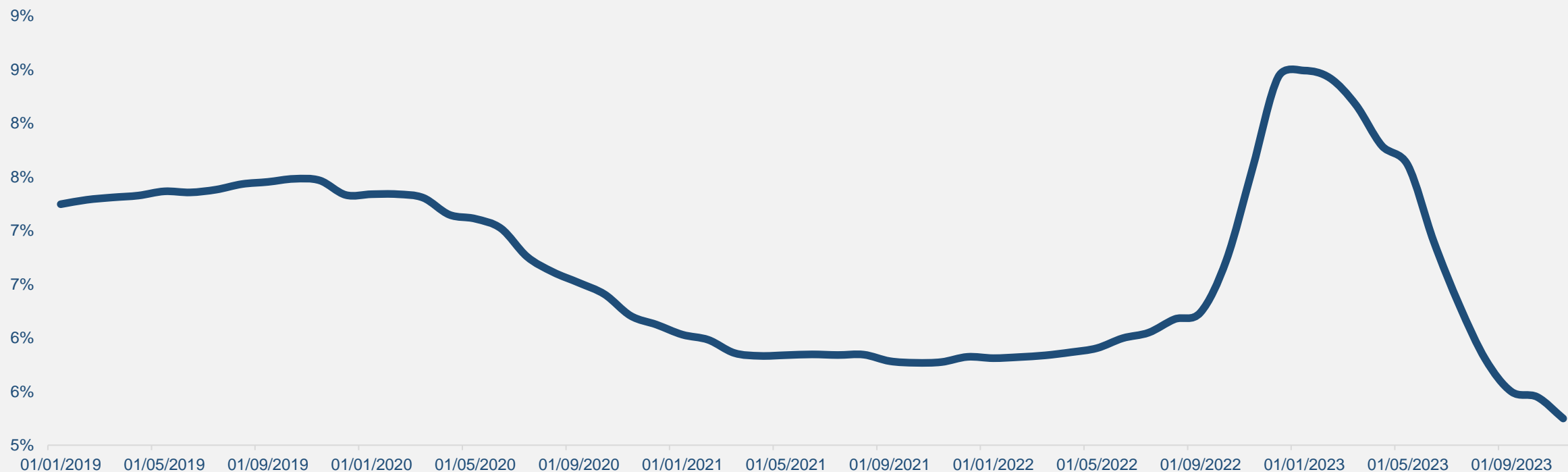
# Lãi suất huy động giảm giúp chuyển dịch dòng vốn và tạo dư địa cho lãi suất cho vay

Triển vọng Ngành trong trung hạn

- **Mặt bằng lãi suất:** lãi suất huy động giảm nhanh về mức 5-6%/12 tháng ở phần lớn các ngân hàng.
- **Mặt bằng lãi suất cho vay:** hạ nhiệt so với mức cao vào cuối 2022 và có nhiều dư địa giảm tiếp vào năm 2024.
- **Xu hướng lãi suất cho vay:** chi phí huy động giảm sẽ dần tạo dư địa giảm lãi suất cho vay. BVSC kỳ vọng mặt bằng lãi suất cho vay giảm 1-1,5% năm 2024, tức tương đương 9-11% tùy ngân hàng.

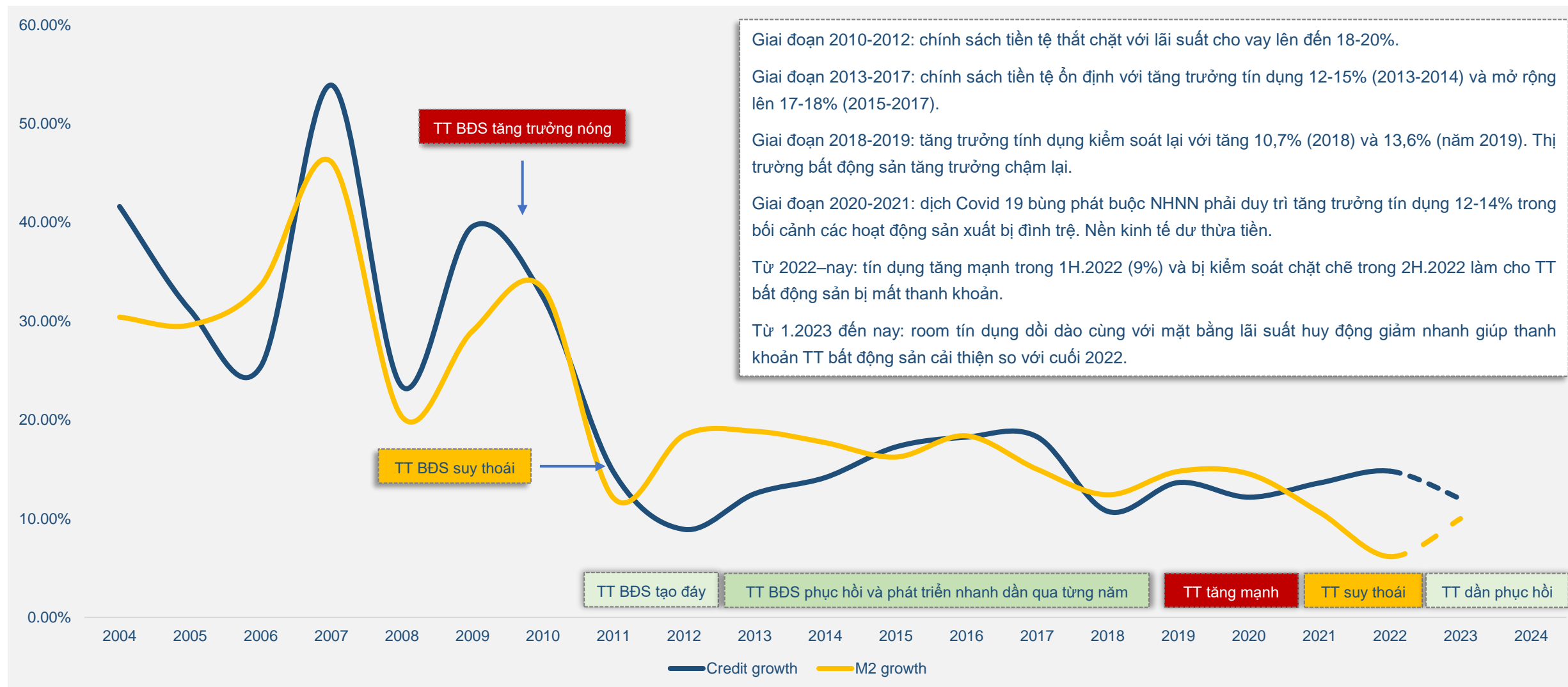
## Lãi suất huy động bình quân 12 tháng

Nguồn: Fiin, BVSC tổng hợp



# Chính sách tiền tệ: duy trì ổn định sẽ là động lực cho trung hạn

## Triển vọng Ngành trong trung hạn

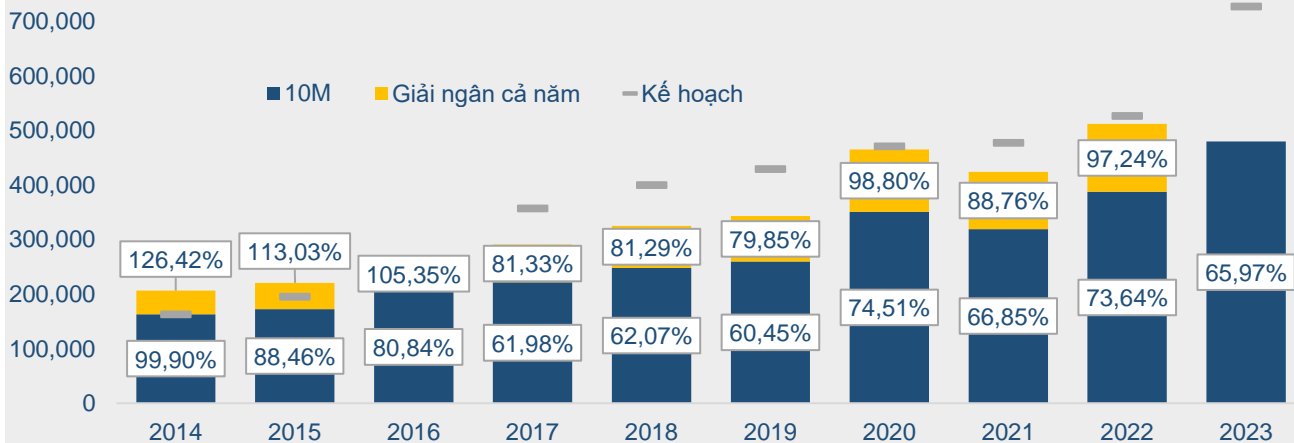


# Đầu tư công sẽ tạo động lực cho các thị trường ngoài trung tâm

## Triển vọng Ngành trong trung hạn

- Theo Tổng cục Thống kê, vốn đầu tư từ NSNN trong tháng 10/2023 đạt 65.661 tỷ đồng, tăng 23% YoY và 5,74% MoM. Như vậy, lũy kế 10 tháng đầu năm, giải ngân vốn NSNN đạt 479.424 tỷ đồng, tăng 23,74% YoY và hoàn thành xấp xỉ 66% kế hoạch cả năm.
- Mặc dù lượng giải ngân năm nay vẫn đang tăng cao so với cùng kỳ nhưng so với kế hoạch cả năm vẫn diễn ra tương đối chậm (trung bình 10 tháng giai đoạn 2014-2022 đạt 74,3%). Theo báo cáo mới đây của Bộ Giao thông vận tải, 12 dự án thành phần cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2 đang diễn ra chậm hơn khoảng 1,29% so với kế hoạch đặt ra, với nguyên nhân chủ yếu tới từ việc thiếu hụt nguyên vật liệu cát và đất đắp. Việc thiếu hụt nguyên vật liệu có thể ảnh hưởng tới giá nguyên vật liệu đầu vào, qua đó có thể gây cản trở đối với việc giải ngân đầu tư công trong các tháng cuối năm.
- So sánh với các năm có tỷ lệ giải ngân 10 tháng đầu năm dưới 70%, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng giải ngân trong cả năm nay sẽ đạt 85-90% kế hoạch đầu năm đặt ra. Điều này tương ứng với mức giải ngân trung bình mỗi tháng còn lại là khoảng 69-87 nghìn tỷ.

Lượng giải ngân 10 tháng đầu năm trong các năm gần đây (Tỷ đồng)



# NOXH sẽ là “làn gió” mới cho thị trường với sự hỗ trợ từ hạ tầng ngày càng hoàn thiện

Triển vọng Ngành trong trung hạn

## Luật Nhà ở mới

### Quy định mới cho Đối tượng mua nhà:

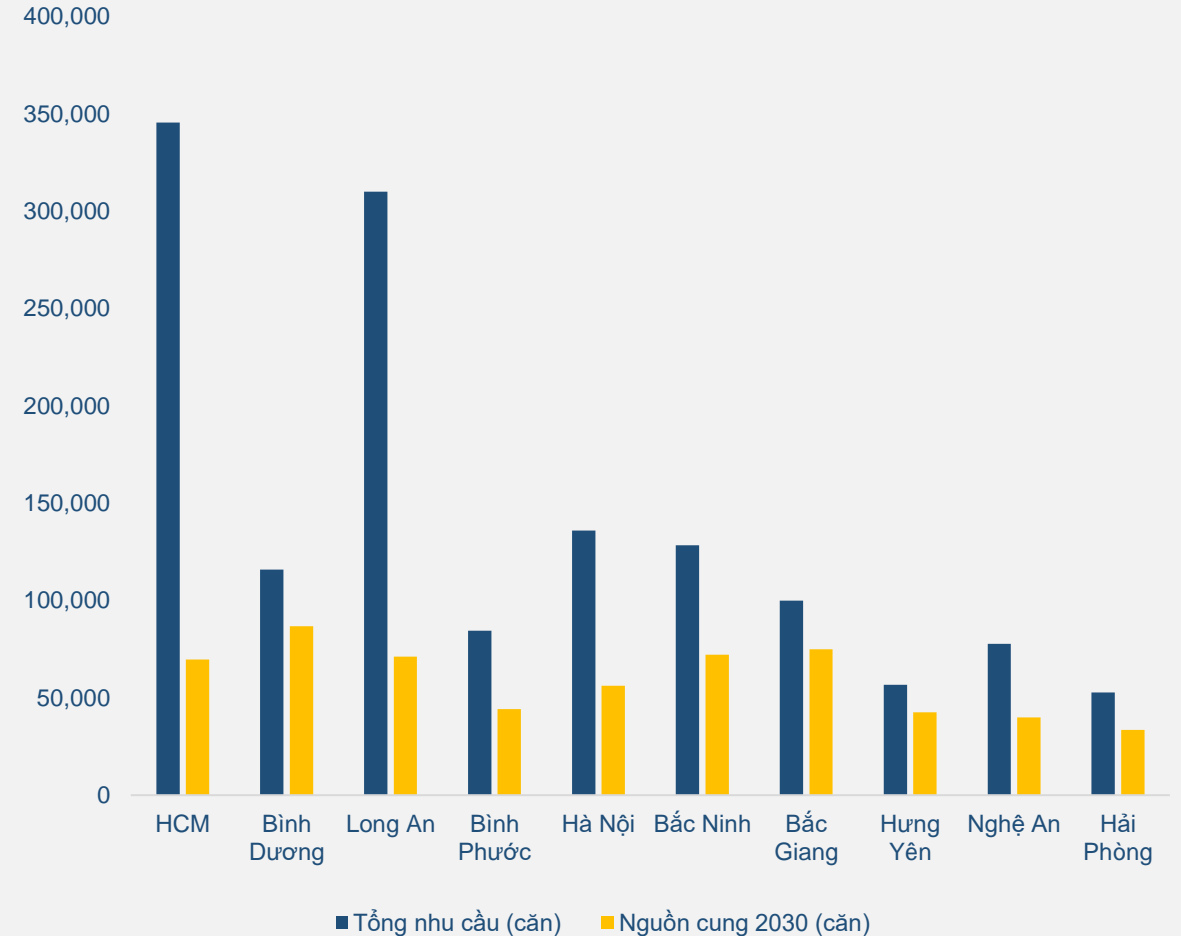
- **Tổ chức tín dụng được chỉ định** hỗ trợ vay vốn ưu đãi để mua, thuê NOXH (khoản 5, Điều 77 Luật Nhà ở).
- **Bãi bỏ điều kiện cư trú & giao Chính Phủ** quy định điều kiện về thu nhập (Điều 78, Luật Nhà ở).

### Quy định mới cho đơn vị phát triển NOXH:

- UBND cấp tỉnh quy định cụ thể về diện tích mà CĐT NOTM dành cho NOXH ở các đô thị đặc biệt, loại I, II, III.
- Các đô thị ở cấp thấp hơn thì UBND xem xét tiêu chí quy định bố trí quỹ đất NOXH hoặc chưa, phù thuộc nhu cầu của địa phương. (Các điểm trên thuộc khoản 2, 3 Điều 83 của Luật Nhà ở).
- Quỹ đất NOXH được phát triển **trong dự án NOTM hoặc bố trí ở khu vực khác hoặc thanh toán bằng tiền với giá trị tương đương**. (Thay cho quy định yêu cầu 20% quỹ đất tại dự án NOTM trước đây).
- CĐT dự án NOXH từ vốn doanh nghiệp được: i) hưởng tối đa 10% lợi nhuận từ tổng chi phí xây dựng; ii) miễn tiền đất, thuê đất cho diện tích NOXH; và iii) **được dành tối đa 20% quỹ đất, diện tích sàn xây dựng để kinh doanh thương mại (phải nộp TSDĐ)**.

## Nhu cầu và nguồn cung kế hoạch NOXH đến 2023

Nguồn: MOC; Cushman & Wakefield

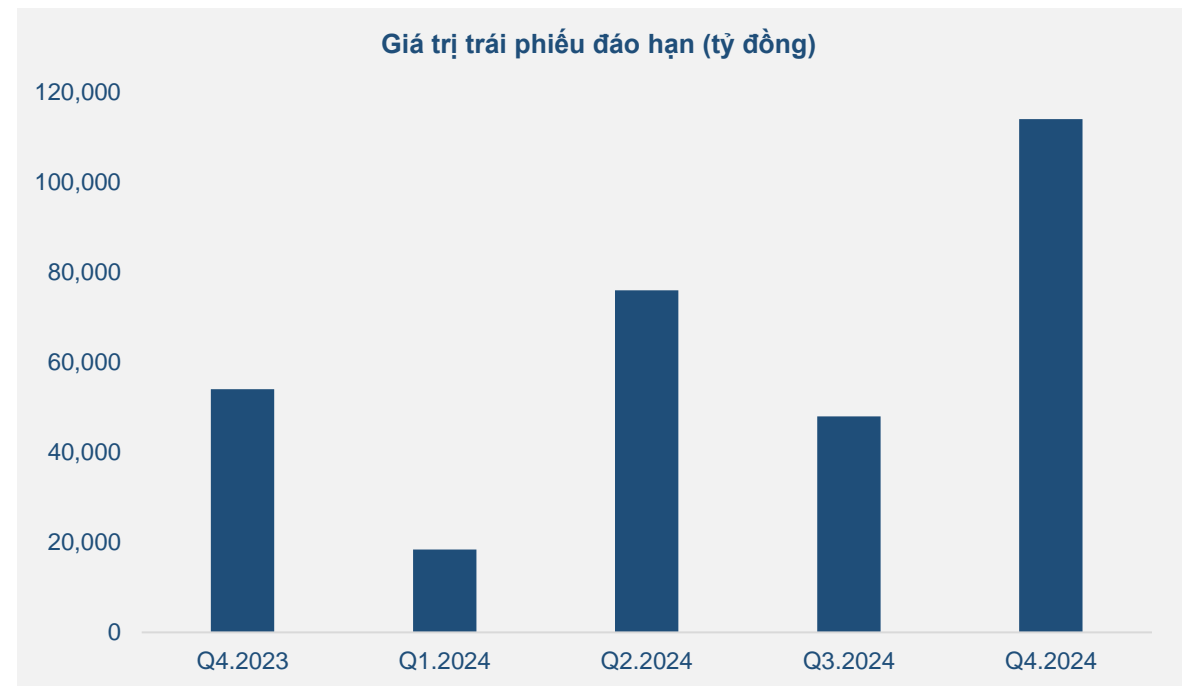


# Các chính sách hỗ trợ sẽ đến hạn trong năm 2024

## Những cơn gió ngược có thể xuất hiện trong 2024

- **Nghị định 08 sửa đổi Nghị định 65:** tạo cơ chế để doanh nghiệp bất động sản giảm áp lực thanh toán trái phiếu hoặc thanh toán bằng bất động sản. Áp lực đáo hạn trái phiếu trong 2023-2024 được chuyển sang năm 2024-2025.
- **Thông tư 02 về cơ cấu nợ:** tạo cơ chế để Ngân hàng xem xét cơ cấu nợ cho các lĩnh vực khó khăn (BDS thuộc trong danh sách các ngành nghề được cơ cấu). Thời hạn cơ cấu tối đa 12 tháng. Thông tư giúp các khoản nợ đáo hạn từ 2023 đến 6.2024 chuyển sang 2024-2025.
- **Tổng thể chính sách:** trì hoãn/kéo giãn các khoản nợ đến hạn sang thời điểm khác. Áp lực sẽ quay trở lại trong 2024 và năm 2025.
- **Quan điểm BVSC:** chính sách nhiều khả năng sẽ tiếp tục được gia hạn, tuy nhiên, dòng vốn của nền kinh tế sẽ tiếp tục bị đọng lại.

Chính sách	Thời điểm trước	Điểm rơi
<b>Nghị định 08 sửa đổi 65:</b>		
▪ DN kéo dài kỳ hạn trái phiếu tối đa 2 năm	2023-2024	2024-2025
▪ Điều kiện áp dụng NDT chuyên nghiệp	2023	2024
▪ Xếp hạng tín nhiệm	2023	2024
<b>Thông tư 02 về cơ cấu nợ:</b>		
▪ DN khó khăn thanh toán lãi/nợ gốc đến 30.6.2024. Thời gian cơ cấu tối đa 12 tháng.	2023-2024	2024-2025





# Luật đất đai thông qua theo hướng chặt chẽ hơn so với đề xuất của Chính phủ

Những cơn gió ngược có thể xuất hiện trong 2024

Chính sách	Quan điểm Quốc Hội (theo BC-UBTVQH 10/2023)	Quan điểm Chính Phủ
1. Cá nhân không trực tiếp sản xuất nông nghiệp nhận chuyển nhượng đất trồng lúa (khoản 7 Điều 45).	Thành lập tổ chức kinh tế và có phương án sử dụng đất trồng lúa.	Mở rộng đối tượng, hạn mức nhận chuyển quyền sử dụng đất nông nghiệp phù hợp với đặc điểm, điều kiện của từng vùng, địa phương, với việc chuyển đổi nghề, việc làm, lao động ở nông thôn.
2. Thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất.	Dự án có loại đất là i) đất ở; và ii) đất ở và đất khác.	Dự án có loại đất: i) đất ở; ii) đất ở và đất khác; và iii) đất khác.
3. Về thu hồi đất thực hiện dự án nhà ở thương mại, dự án hỗn hợp nhà ở và kinh doanh thương mại, dịch vụ (khoản 27, Điều 79).	Quy định dự án nhà ở thương mại, dự án hỗn hợp nhà ở và kinh doanh thương mại, dịch vụ gắn với tiêu chí, điều kiện cụ thể thuộc trường hợp Nhà nước thu hồi đất.	Giao cho HDND quyết định các tiêu chí về dự án thực hiện đấu giá quyền sử dụng đất, đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư.
4. Phương pháp định giá đất	Quy định phương pháp và các điều kiện áp dụng cụ thể trong Luật.	Quy định các phương pháp và giao Chính phủ quy định trường hợp, điều kiện áp dụng từng phương pháp.

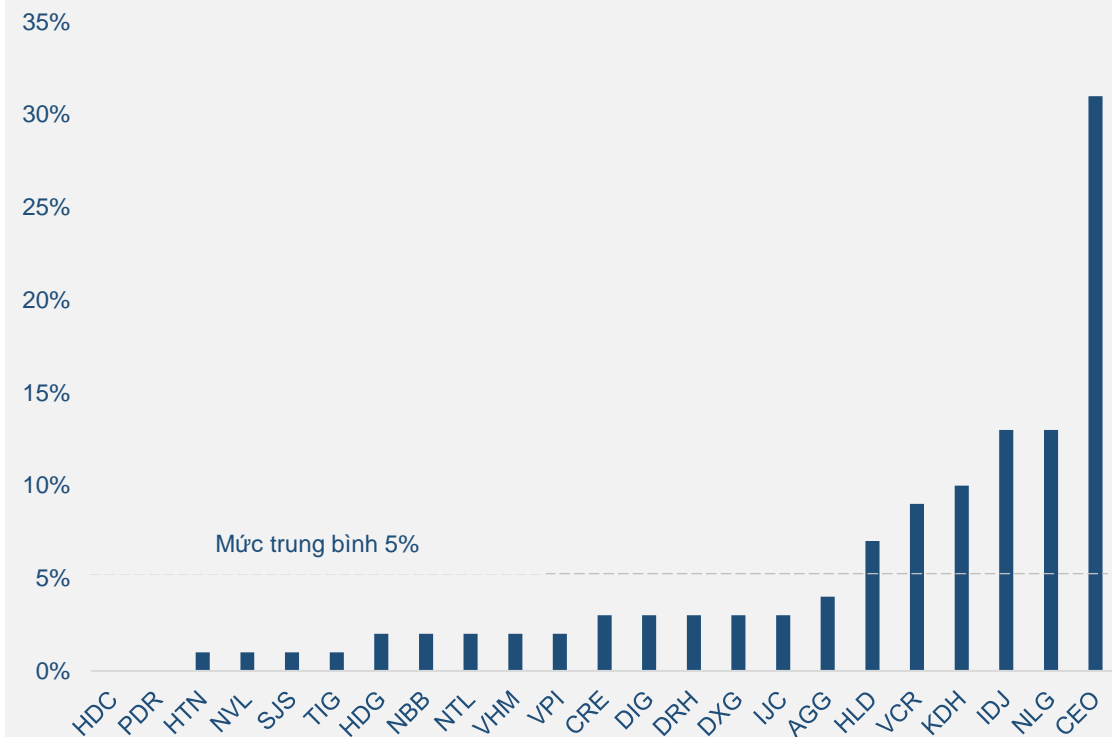
# Tình hình tài chính tốt sẽ tiếp tục là điểm tựa cho các doanh nghiệp bất động sản

## Quan điểm về lựa chọn doanh nghiệp

- **Triển vọng thị trường 2024:** doanh số bán hàng sơ cấp dần phục hồi nhưng chủ yếu ở thành phố lớn với các sản phẩm trung bình-khá.
- **Năng lực tài chính lành mạnh:** là điều kiện để DN hạn chế rủi ro tài chính và trì hoãn tiến độ bán hàng vào thời điểm thị trường thuận lợi hơn.
- **Một số cổ phiếu tỷ lệ tiền mặt cao và nợ vay trên Tổng tài sản hợp lý:** NLG, NTL, HLD, AGG, KDH, DIG, CEO, HDG, CRE.

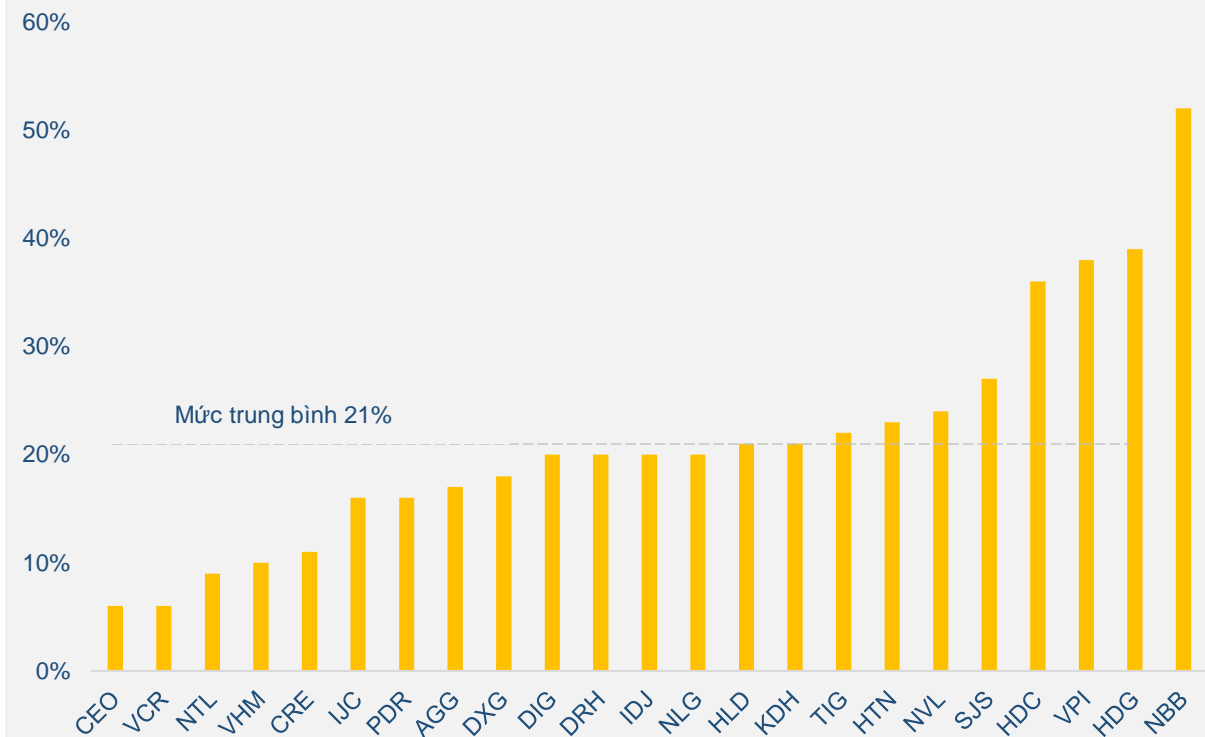
### Tỷ lệ Tiền/TTS

Nguồn: Fiin, BVSC tổng hợp



### Tỷ lệ Nợ vay/TTS

Nguồn: Fiin, BVSC tổng hợp



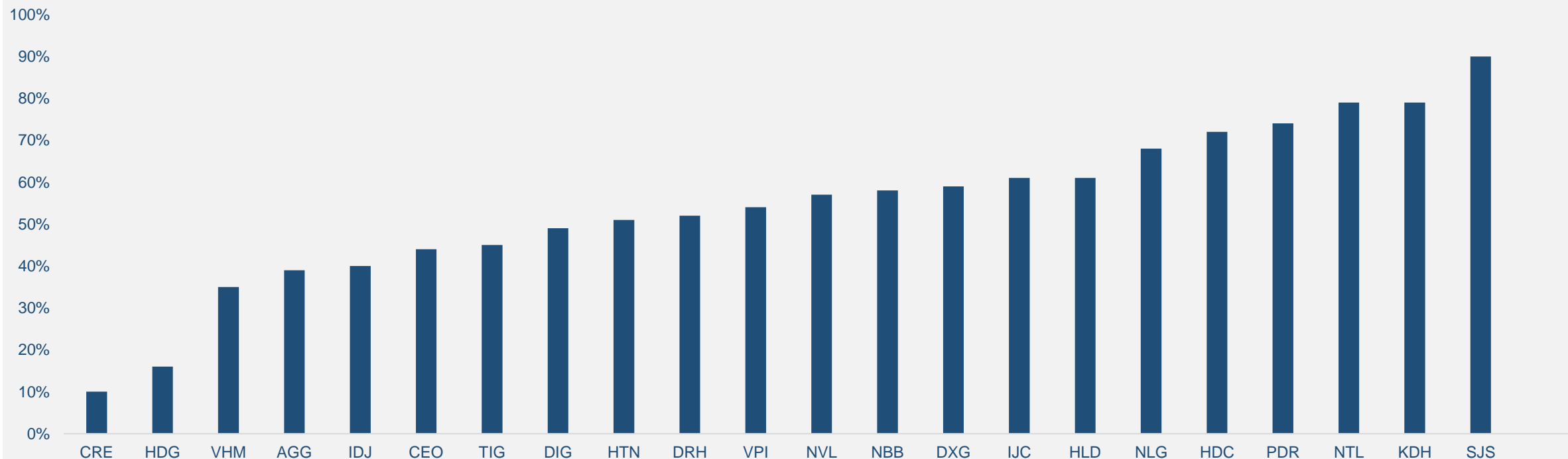
# Quỹ đất lớn có thể tạo ra cơ hội chuyển mình

## Quan điểm về lựa chọn doanh nghiệp

- **Triển vọng thị trường 2024:** doanh số bán hàng sơ cấp dần phục hồi nhưng chủ yếu ở thành phố lớn với các sản phẩm trung bình-khá.
- **Quỹ đất lớn:** là điều kiện để doanh nghiệp có thể vực dậy khó khăn khi dòng vốn đi tìm cơ hội M&A mạnh mẽ hơn trong năm 2024.
- **Ước lượng giá trị liên quan quỹ đất tương đối:** là tổng của phải thu người bán; hàng tồn kho; tài sản dở dang, khoản đầu tư liên kết.
- **Một số cổ phiếu tỷ lệ giá trị liên quan quỹ đất/TTS cao:** SJS, KDH, NTL, PDR, HDC, NLG, HLD, IJC, DXG...

### Tỷ trọng khoản mục liên quan quỹ đất/Tổng tài sản

Nguồn: Fiin, BVSC tổng hợp

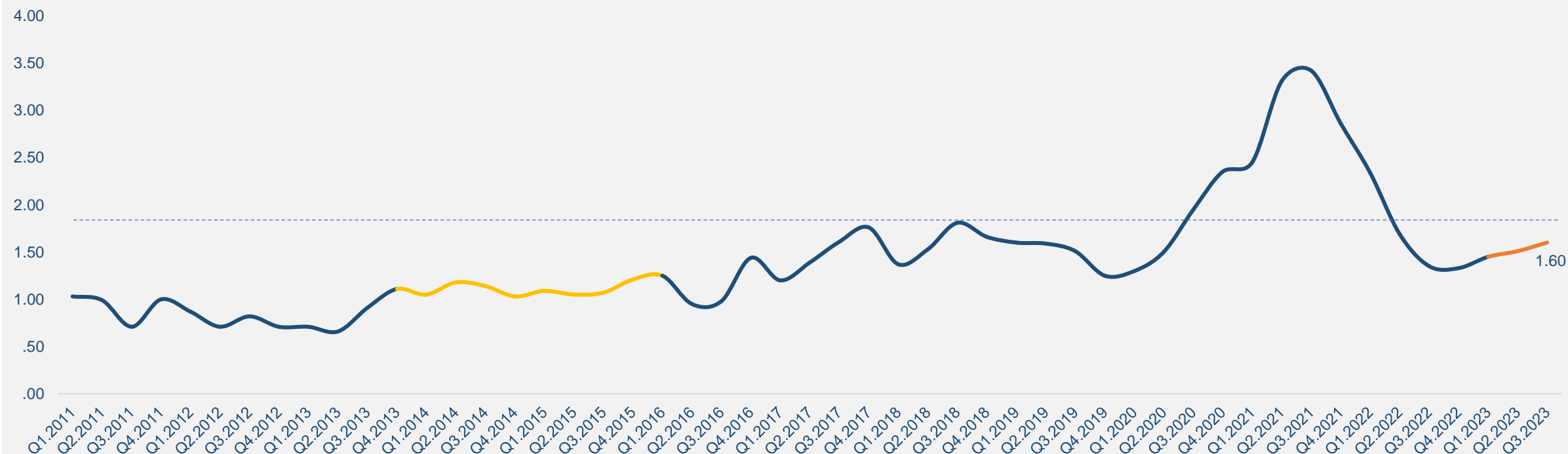


# Định giá còn dư địa với trung bình Ngành nên được ưu tiên lựa chọn

## Quan điểm về lựa chọn doanh nghiệp

- **P/B trung bình 20 doanh nghiệp có vốn điều lệ lớn trong ngành:** quay trở lại mức đỉnh giá lịch sử của năm 2018 với P/B 1,6-1,8 lần.
- P/B trung bình vượt 2 lần duy nhất giai đoạn Covid với tăng trưởng tín dụng cao, và cung tiền dồi dào.
- **Kịch bản trung lập:** các chính sách tiền tệ phát huy tác dụng và thị trường phục hồi vào năm 2024.
- Vận động về xu hướng P/B nhóm bất động sản dự báo tương đồng giai đoạn 2014-2015 (giai đoạn phục hồi của TT BĐS).
- Mức định giá hợp lý nay đến hết 2024: **từ 1,6-1,8 (một số doanh nghiệp quỹ đất sạch lớn sẽ có mức định giá quanh 2 lần).**

## PB nhóm DN lớn trong ngành từ 2011-nay

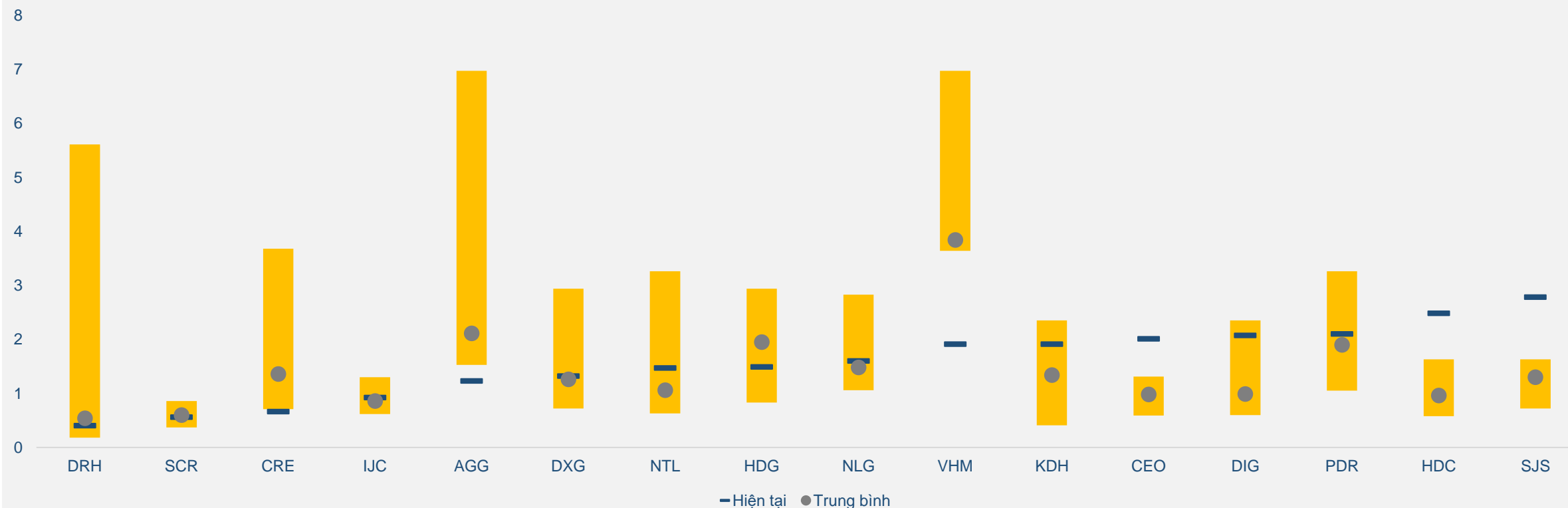


# Định giá còn dư địa với trung bình Ngành nên được ưu tiên lựa chọn

## Quan điểm về lựa chọn doanh nghiệp

- **Kịch bản trung lập:** các chính sách tiền tệ phát huy tác dụng và thị trường phục hồi vào năm 2024.
- Vận động trong định giá P/B nhóm bất động sản dự báo sẽ tương đồng giai đoạn 2014-2015.
- Mức định giá hợp lý nay đến hết 2024: **từ 1,6-1,8 (một số doanh nghiệp quỹ đất sạch lớn sẽ có mức định giá quanh 2 lần).**
- **Các doanh nghiệp còn dư địa về định giá PB so với Ngành và trung bình:** NLG, HDG, NTL, DXG, AGG, IJC, SCR, CRE...

Dãi P/B các DN BDS từ 2011-2019 (loại trừ năm 2021 do đột biến)



# Doanh nghiệp tài chính ổn định, có quỹ đất tốt

## Doanh nghiệp khuyến nghị trong 2024

- **Quan điểm đầu tư:** lựa chọn các doanh nghiệp đầu ngành, định giá hợp lý, quỹ đất lớn với vị trí địa lý thuận lợi.
- **Phân khúc sản phẩm lựa chọn:** căn hộ ở thành phố lớn phân khúc trung bình khá; nhà phố đất nền ở khu vực trung tâm ở các thành phố lớn.
- **Dữ liệu PB tham chiếu:** từ 2011-2020 của trung bình nhóm doanh nghiệp và từng doanh nghiệp; loại trừ giai đoạn đột biến ở cuối năm 2021.

MCK	Giá mục tiêu (đồng/cp)	% upside	PB hiện tại	PB trung bình	% tiền/TTS	% nợ vay/TTS	% tồn kho/TTS	Điểm nhấn
NTL	32.000	17%	1,47	1,1	2%	9%	79%	- Lợi nhuận tiếp tục ở mức cao trong 2024 từ dự án KDT Bãi Muối. - Cổ tức tiền mặt duy trì 25% mỗi năm. - Hoàn thành pháp lý dự án No11 Cầu Giấy.
PDR	22.726	-19%	2,1	1,9	0%	16%	74%	- Quỹ đất pháp lý tốt nhưng tập trung phân khúc cao cấp. - Thị trường căn hộ khá – cao cấp ở Bình Dương sẽ chưa phục hồi trong 2024. - Định giá ở mức gần hợp lý với Ngành do đó phù hợp giao dịch ngắn chờ các tín hiệu rõ nét hơn ở Bình Dương vào cuối 2024.
NLG	47.563	29%	1,60	1,5	13%	20%	68%	- Quỹ đất lớn, tài chính lành mạnh, và còn nhiều dư địa trong trung hạn. - Pháp lý dự án Izumi và Paragon được tháo gỡ trong 1H.2024. - Mở bán đất nền dự án Central Lake.
KDH	39.500	26%	1,91	1,94	10%	21%	79%	- Quỹ đất lớn ở khu Nam là động lực lớn nếu đi vào triển khai. - Tài chính rất dồi dào, tạo cơ hội cho M&A thêm quỹ đất. - Hoàn thành pháp lý và khởi công KCN Lê Minh Xuân và KDT 11A.

# Doanh nghiệp có quỹ đất và chờ đợi chính sách nới lỏng từ Luật đất đai

Doanh nghiệp khuyến nghị trong 2024

- **Quan điểm đầu tư:** lựa chọn doanh nghiệp có quỹ đất nhưng gặp pháp lý, định giá rẻ so với P/B trung bình và Ngành, rủi ro tài chính trong kiểm soát.
- **Điểm nhấn đầu tư:** Luật đất đai sửa đổi theo hướng cởi mở, cũng như các chính sách tháo gỡ pháp lý tiếp tục cải thiện.
- **Dữ liệu PB tham chiếu:** từ 2011-2020 của trung bình nhóm doanh nghiệp và từng doanh nghiệp; loại trừ giai đoạn đột biến ở cuối năm 2021.

MCK	Giá mục tiêu (đồng/cp)	% upside	PB hiện tại	PB trung bình	% tiền/TTS	% nợ vay/TTS	% tồn kho/TTS	Điểm nhấn
SCR	9.800	32%	0,59	0,6	1%	27%	81%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tình hình tài chính ít rủi ro với sự hỗ trợ từ TTC Group.</li> <li>- Luật đất đai thông qua theo hướng nới lỏng hỗ trợ các quỹ đất nguồn gốc nhà xưởng.</li> <li>- Định giá ở vùng đáy nhiều năm.</li> </ul>
CRE	10.800	26%	0,66	1,36	3%	11%	10%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thị trường phục hồi sẽ giúp các khoản đầu tư thứ cấp được cải thiện.</li> <li>- Luật Đất đai thông qua theo hướng nới lỏng sẽ giúp khởi thông các dự án trở lại.</li> <li>- Rủi ro tài chính được kiểm soát; định giá ở mức thấp so với trung bình.</li> </ul>
DXG	21.400	10%	1,32	1,3	3%	18%	59%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tình hình tài chính vẫn còn áp lực trong ngắn hạn.</li> <li>- Luật đất đai thông qua theo hướng thuận lợi hỗ trợ quỹ đất Opal Premium; Opal City.</li> <li>- Mở bán sớm Gem Riverside, Gem Sky World trở lại giúp định giá về trung bình Ngành.</li> </ul>
AGG	30.500	15%	1,23	1,9	4%	17%	39%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tình hình tài chính ở mức ổn định do bàn giao toàn bộ West Gate trong 2023.</li> <li>- Luật Đất đai thông qua theo hướng nới lỏng sẽ giúp khởi thông dự án BC27.</li> <li>- Định giá có chiết khấu với trung bình và Ngành.</li> </ul>
IJC	17.900	28%	0,92	0,86	3%	16%	61%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Định giá còn dư địa, nguồn thu phí ổn định và quỹ đất sạch còn hơn 30ha.</li> <li>- Thị trường BĐS Bình Dương kỳ vọng khởi sắc hơn với QL13 mở rộng, Vành đai 3.</li> <li>- Kế hoạch tăng vốn chuyển sang năm 2024.</li> </ul>

# NLG – Động lực từ tháo gỡ pháp lý và chính sách tiền tệ

Current price: 36.500 VND/share – Target price: 47.500 VND/share

## Quỹ đất thương phẩm lớn với pháp lý hoàn thiện để kinh doanh là lợi thế.

BVSC ước tính quỹ đất sạch của NLG là 528ha (NLG sở hữu theo tỷ lệ là 400ha). Quỹ đất này đền bù sạch 100%; đóng tiền sử dụng đất và có thể triển khai kinh doanh. Năm 2022-2023, công ty tập trung triển khai dự án ở HCM, Cần Thơ và Long An. Quỹ đất ở Đồng Nai gồm Izumi và Pagaron hiện thay đổi quy hoạch theo quy hoạch chung mới ở Tỉnh Đồng Nai nên cần thêm thời gian. Với xu hướng phát triển quỹ đất ngày càng tốn kém, NLG sở hữu quỹ đất sạch quy mô lớn sẽ là nền tảng đảm bảo tăng trưởng trong dài hạn.

## Các tháo gỡ pháp lý và các dự án kết nối hạ tầng sẽ tạo câu chuyện cho Nam Long.

BVSC cho rằng với áp lực từ Chính Phủ, các quỹ đất của Nam Long ở Đồng Nai, Hải Phòng sẽ có tiến triển hơn về pháp lý trong cuối 2023 và đầu năm 2024. Thêm vào đó, các dự án như Vành đai 3, sự đốc thúc trở lại tiến độ cao tốc Bến Lức – Long Thành được triển khai và tái khởi động sẽ tạo thêm động lực cho các quỹ đất của Nam Long. Pháp lý hoàn thiện sẽ giúp NLG có thêm cơ sở để cấu trúc lại chiến lược quỹ đất và tài chính.

## Doanh số bán hàng phục hồi mạnh mẽ vào năm 2024

Ước cả năm 2023, doanh số bán hàng của NLG đạt khoảng 4.000 tỷ. So với kế hoạch đầu năm, kết quả này hoàn thành 40%. Tuy nhiên, bối cảnh thị trường khó khăn, hoạt động bán hàng chỉ phục hồi từ cuối quý 2.2023. Do đó, kết quả này cũng được xem là tích cực. Nhìn sang năm 2024, bên cạnh các dự án hiện hữu như Mizuki, Akari, Southgate, NLG sẽ mở bán dự án Central Lake Cần Thơ. Với vị trí tốt của dự án, BVSC kỳ vọng kết quả bán hàng sẽ khả quan. Theo đó, doanh số bán hàng cả năm 2024 của NLG ước đạt 8.000 tỷ.

## Khuyến nghị

Tính đến giá ngày 1.12.2023, cổ phiếu NLG giao dịch tại mức PB forward 2023 là 1,5. Như vậy, trong ngắn hạn, BVSC cho rằng giá cổ phiếu Nam Long đang dần quay trở lại mức hợp lý theo trung bình Ngành. Động lực tiếp theo cổ phiếu Nam Long là tiến độ tháo gỡ pháp lý cho dự án lớn Izumi, kế hoạch phát triển mới cho Waterpoint GD2; và kết quả bán hàng của Central Lake. Xét trong trung hạn, chúng tôi vẫn đánh giá cao với triển vọng của Nam Long. Về định giá, BVSC ước tính giá trị hợp lý của NLG theo 2 phương pháp (NAV, PB) là **47.500 đồng/cp**, tương đương với P/B mục tiêu là 1,8 lần trong 2024. Khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu Nam Long trong thời gian 12 tháng.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	5.205	4.338	4.813	6.485
Tăng trưởng	135%	-17%	11%	34%
NPAT MI	1.070	556	699	705
Tăng trưởng	28%	-48%	26%	1%
P/E (x)	13	25	20	20
P/B (x)	1,97	1,4	1,5	1,4
EPS (đồng/cp)	2.796	1.453	1.821	1.836
Giá mục tiêu (đồng/cp)				47.500



# KDH – Doanh nghiệp sở hữu quỹ đất có quy mô lớn hàng đầu tại TP.HCM

Current price: 31.400 VND/share – Target price: 39.500 VND/share

## Quỹ đất thương phẩm lớn với giá vốn thấp sẽ tạo ra biên lợi nhuận lớn trong tương lai.

BVSC ước tính quỹ đất sạch thuộc sở hữu của Khang Điền lên đến 430ha (loại trừ quỹ đất KCN Lê Minh Xuân). Các quỹ đất này tập trung ở Bình Tân, Bình Chánh và sẽ phát triển thành các khu đô thị. Mặc dù, công ty vẫn cần thời gian để hoàn tất công tác đền bù & hoàn thiện pháp lý. Chúng tôi cho rằng là rất khó để có thể tích lũy được quỹ đất quy mô lớn trong bối cảnh hiện tại. Do đó, bất cứ sự chuyển động liên quan đến tiến độ các dự án KDC Tân Tạo, KDC Phong Phú 2... đều sẽ tạo những điểm thay đổi lớn cho KDH trong tương lai.

## Các quỹ đất lớn dần được kích hoạt, và dự kiến dự án KCN Lê Minh Xuân sẽ triển khai vào năm 2024.

Như trình bày, sự thay đổi về tiến độ các dự án lớn được tích lũy sớm của KDH sẽ tạo nên những đóng góp vượt bậc cho KDH. Theo kế hoạch, KDH hiện đang đặt mục tiêu hoàn thiện pháp lý và đóng tiền thuê đất cho KCN Lê Minh Xuân. Công ty sẽ triển khai hạ tầng trong năm 2024 và sẽ cho thuê vào năm 2024. Với giá thuê ước tính thận trọng trung bình 260-270 USD/m<sup>2</sup>, BVSC ước tính dự án mang lại 2.000-2.300 tỷ LNST cho KDH. Doanh thu từ cho thuê sẽ bắt đầu ghi nhận vào năm 2024.

## Hợp tác với Tập đoàn Keppel giúp mang lại nguồn vốn lớn hỗ trợ đền bù giai đoạn cuối các dự án trọng điểm.

BVSC cho rằng thương vụ hợp tác với Keppel Land để phát triển The Clarita và Đoàn Nguyên mang lại nhiều lợi ích cho KDH. Công ty thu về sớm nguồn vốn lớn khoảng 3.200 tỷ đồng để sử dụng cho đền bù phần đất còn lại ở KCN Tân Tạo, KDC PP2. Nhìn trong dài hạn hơn, BVSC cho rằng sự tham gia của Tập đoàn Keppel có thể mở ra các hợp tác sâu sắc hơn với KDH khi mà quỹ đất ở phía Nam là rất tiềm năng. KDH có thể sẽ cần đối tác có thương hiệu và tiềm lực tài chính mạnh để cùng phát triển.

## Kết quả kinh doanh 2024 có thể sẽ giảm do tỷ lệ lợi ích tại Clarita còn 51% và dự án Privia sẽ chỉ bàn giao từ Q4.2024.

**Khuyến nghị.** Xét trong trung hạn, chúng tôi vẫn thấy được tiềm năng tăng trưởng cho KDH trong 2024-2025 với sự đóng góp từ KCN Lê Minh Xuân, Privia, và Corona 11A. Do đó, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho mục tiêu đầu tư trung hạn với giá mục tiêu là **39.500 đồng/cp**, tương ứng mức lợi nhuận kỳ vọng 25% so với giá thị trường ngày 7.12.2023.

**Rủi ro:** sửa đổi Luật Đất đai kéo dài ảnh hưởng đến tiến độ dự án KDC Tân Tạo, Phong Phú 2.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	3.737	2.991	2.313	3.526
Tăng trưởng	-18%	-39%	-20%	52%
NPAT MI	1.202	1.102	910	703
Tăng trưởng	4%	-8%	-18%	-22%
P/E (x)	17	20	27	35
P/B (x)	3,02	1,98	1,8	1,7
EPS (đồng/cp)	1.790	1.539	1.193	880
Giá mục tiêu (đồng/cp)				39.500

# NTL – Mở bán dự án 23ha Bãi Muối kết thúc hai năm tăng trưởng âm của doanh nghiệp

Current price: 27.300 VND/share – Target price: 32.000 VND/share

## ▪ Dự án 23ha Bãi Muối được mở bán đảm bảo KQKD cho 2023-2025

- ✓ Ngày 28/11 vừa qua, NTL vừa công bố thông tin về việc Quyết định đưa dự án KĐT 23ha Bãi Muối ra kinh doanh. Theo đó: NTL sẽ bán 1/3 số thương phẩm của dự án (khoảng hơn 300 nền) trong Q4.2023 và Q1.2024. Còn lại sẽ bán trong 2024-2025. Theo như trao đổi với người dân, đất nền xung quanh dự án đang được bán khoảng 40tr/m<sup>2</sup>. Giá bán đợt 1 của NTL có thể sẽ hấp dẫn hơn so với giá thị trường rơi vào khoảng 30-35tr/m<sup>2</sup>, do mở bán với số lượng lớn và NTL đang cần dòng tiền để trả cổ tức cho 2023.
- ✓ Trong Quý 3.2023, NTL ghi nhận doanh thu thuần 47 tỷ đồng (-59% yoy); và LNST 1 tỷ đồng (-92% yoy). Trong đó, 44 tỷ đồng tới từ doanh thu từ hoạt động kinh doanh BĐS do ghi nhận doanh thu từ dự án BQL 32. Kết thúc 9T.2023, NTL ghi nhận DTT đạt 167 tỷ đồng (-48% yoy) và LNST đạt 4 tỷ đồng (-96% yoy). Trong kỳ, phần vay ngắn hạn của NTL cũng tăng từ 0 lên 150 tỷ đồng, khoản vay tại VCB với lãi suất 11,4%/năm. NTL đã giải ngân thêm 97 tỷ đồng để hoàn thành nghĩa vụ đền bù, GPMB cho dự án chung cư No11.
- ✓ BVSC dự báo doanh thu và LNST của 2023 lần lượt là 706 tỷ đồng (+80% yoy) và 274 tỷ đồng (+157% yoy). Doanh thu và lợi nhuận từ dự án Bãi Muối sẽ tiếp tục đảm bảo cho sự tăng trưởng trong 2024-2025. Doanh thu và LNST trong 2024 được dự báo lần lượt là 842 tỷ đồng (+19% sv 2023F) và 347 tỷ đồng (+27% sv 2023F).

## ▪ Hoàn thành GPMB dự án Dịch Vọng

- ✓ Diện tích đất 4.641m<sup>2</sup>, bao gồm 1 chung cư 32 tầng với 2 tầng hầm; tổng cộng diện tích thương phẩm là 40.000m<sup>2</sup> sàn. Dự án đã vướng GPMB nhiều năm nay, hiện tại đã hoàn thành giải phóng nốt các hộ dân còn lại.

## ▪ Duy trì cổ tức tiền mặt đều 25% mỗi năm

### Khuyến nghị và định giá

Như vậy, mở bán dự án 23ha Bãi Muối trong năm nay đem lại doanh thu đột biến cho NTL, kết thúc 2 năm liên tục tăng trưởng âm của doanh nghiệp, tiếp tục đảm bảo KQKD cho 2024-2025. BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với NTL với giá mục tiêu **32.000 đồng/cp**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>577</b>	<b>391</b>	<b>706</b>	<b>842</b>
Tăng trưởng	-12%	-32%	80%	19%
<b>NPAT MI</b>	<b>238</b>	<b>107</b>	<b>274</b>	<b>347</b>
Tăng trưởng	-19%	-55%	157%	27%
P/E (x)	9,9	8,9	6,4	5,0
P/B (x)	1,9	0,8	1,4	1,2
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>3.628</b>	<b>1.624</b>	<b>4.486</b>	<b>5.692</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>32.000</b>

# IJC – Quỹ đất chưa triển khai còn lớn, đảm bảo tăng trưởng trong tương lai

Current price: 13.950 VND/share – Target price: 17.900 VND/share

## Hoạt động thu phí hiệu quả, mang lại nguồn lợi nhuận lớn cho IJC

Chúng tôi đánh giá cao đóng góp của hoạt động thu phí cho hoạt động kinh doanh chung của IJC trong thời gian qua. Bên cạnh đóng góp về lợi nhuận, nguồn thu phí giúp trang trải cho chi phí hoạt động, chi phí tài chính và đảm bảo chi trả cổ tức cho cổ đông. Điều này giúp IJC đảm bảo sự an toàn về tài chính, thanh khoản nếu thị trường bất động sản bị suy giảm. Đây là điểm quan trọng hiện tại khi bối cảnh thị trường bất động sản đang gặp nhiều khó khăn.

## Danh mục quỹ đất tốt nhưng năng lực triển khai vẫn hạn chế

Hiện tại, các quỹ đất của IJC cũng đa dạng hơn về vị trí với sản phẩm bình dân, trung bình lẫn cao cấp. Điều này giúp hoạt động bất động sản của IJC được ổn định và nắm bắt cơ hội tốt hơn. Theo thống kê của BVSC, quỹ đất sạch của IJC khoảng 49ha trong đó khoảng 30ha tập trung ở TPM.Bình Dương. Tuy nhiên, năng lực bán hàng và phát triển dự án của IJC chưa thật sự tốt. Điều này thể hiện ở i) quỹ đất không chủ động phát triển mà phụ thuộc BCM; ii) cấu trúc sản phẩm chưa phù hợp; và iii) chưa có đội ngũ bán hàng chuyên nghiệp.

## Triển vọng dài hạn dự báo sẽ khả quan hơn vào cuối 2024-2025

Với chính sách tiền tệ đang hỗ trợ, BVSC cho rằng các doanh nghiệp bất động sản sẽ từng bước phục hồi. Sự phục hồi mỗi doanh nghiệp sẽ phụ thuộc nhiều vào phân khúc sản phẩm, và thị trường chính mà các doanh nghiệp đang hoạt động. Với thị trường bất động sản Bình Dương, BVSC cho rằng các sản phẩm đất nền bình dân sẽ dần phục hồi vào nửa sau 2024 với sự hỗ trợ i) các dự án mở rộng QL13, vành đai 3 và các tuyến đường tạo lực; và ii) mặt bằng giá ở các TP lớn hồi phục sẽ thúc đẩy chuyển dịch dòng vốn sáng các phân khúc giá trị thấp hơn. Theo đó, các dự án của IJC như KDC Bàu Bàng, TDC Hòa Lợi... sẽ sớm phục hồi trở lại.

## Giá cổ phiếu vẫn còn chiết khấu với giá thị trường hiện tại

BVSC sử dụng phương pháp NAV và so sánh (PE, PB) để xác định giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần IJC. Kết quả, giá trị hợp lý xác định là **17.900 đồng/cp**, tương ứng với mức thặng dư 28% so với giá thị trường hiện tại.

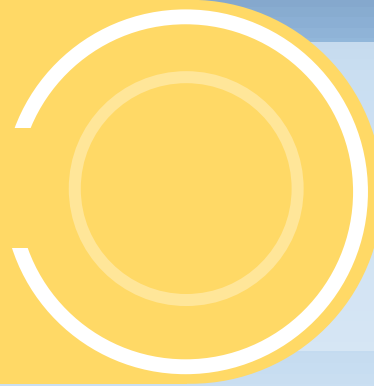
## Khuyến nghị

Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu IJC vẫn đang định giá thấp so với giá trị hợp lý của Công ty. Theo ước tính thận trọng của BVSC, giá hợp lý mỗi cổ phần IJC là **17.900 đồng/cp**, cao hơn 28% giá thị trường. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu IJC cho mục tiêu đầu tư trung hạn. **Rủi ro:** thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn kỳ vọng trước các rủi ro kinh tế thế giới.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	2.631	1.968	1.609	1.509
Tăng trưởng	21%	-25%	-18%	-6%
NPAT MI	621	511	414	372
Tăng trưởng	68%	-18%	-19%	-10%
P/E (x)	5,3	6,5	8,7	9,7
P/B (x)	0,99	0,86	0,86	0,84
EPS (đồng/cp)	2.466	2.029	1.647	1.479
Giá mục tiêu (đồng/cp)				17.900

# Khu công nghiệp

Địa chính trị cải thiện giúp Việt Nam có cơ hội trong thu hút mạnh dòng vốn FDI



## Tình hình địa chính trị cải thiện giúp Việt Nam có cơ hội trong thu hút mạnh dòng vốn FDI

1

Việt Nam có cơ hội trở thành trung tâm kết nối sản xuất một số ngành hàng do lợi thế ổn định về chính trị, có sự kết nối với nhiều nền kinh tế lớn

2

Giải ngân đầu tư công trên quy mô lớn giúp cải thiện cơ sở hạ tầng, tác động gián tiếp tới ngành trong trung và dài hạn.

3

Giá chào thuê vẫn tiếp tục tăng; Hấp thụ tốt nhờ sự mở rộng của các nhà sản xuất Trung Quốc.

4

Khu vực phía Bắc được ưu tiên lựa chọn do có nhiều tuyến giao thông thuận tiện giữa hai nước nên việc vận chuyển hàng hóa, NVL phục vụ sản xuất dễ dàng và tiết kiệm chi phí.

5

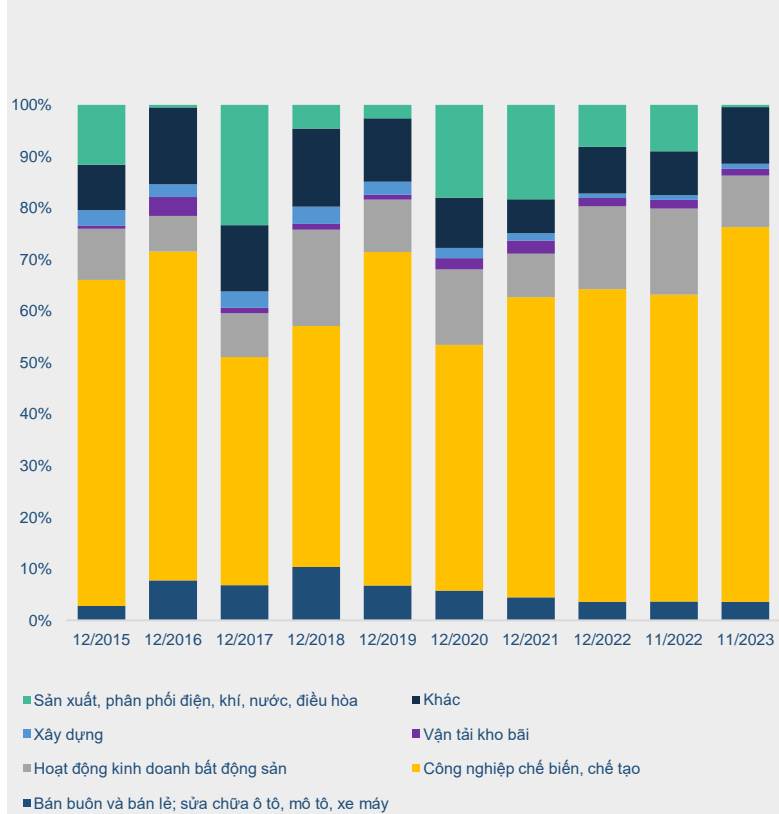
Lựa chọn doanh nghiệp



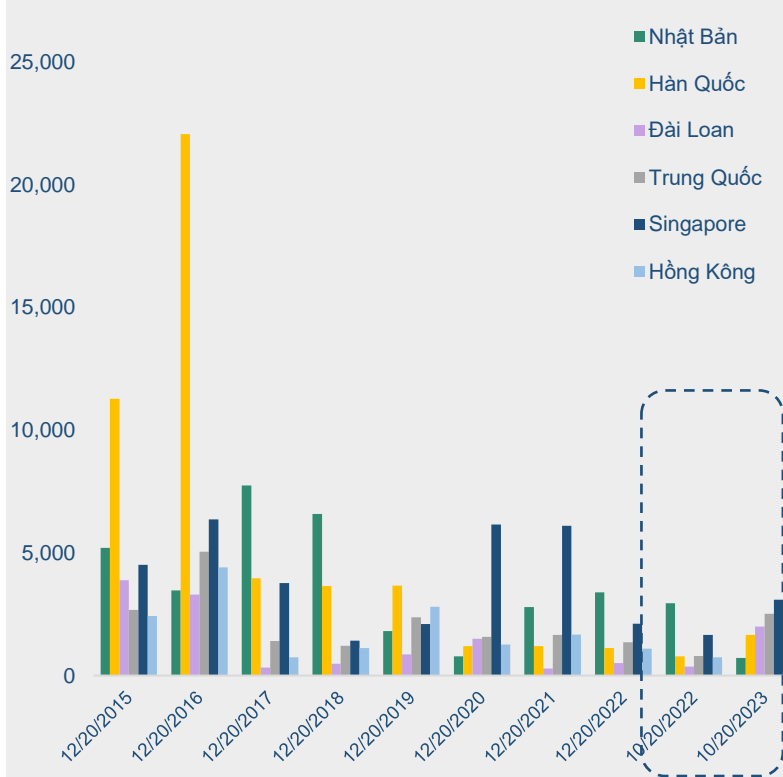
## Việt Nam có cơ hội trở thành trung tâm kết nối sản xuất một số ngành hàng do lợi thế ổn định về chính trị, có sự kết nối với nhiều nền kinh tế lớn

- Rủi ro địa chính trị đã ảnh hưởng đến sự vận động của dòng vốn FDI toàn cầu.** Với việc tham gia vào nhiều hiệp định thương mại, là đối tác chiến lược của nhiều nước lớn, đẩy mạnh đầu tư hạ tầng sẽ giúp Việt Nam duy trì môi trường kinh doanh ổn định để thu hút thêm vốn FDI. Việt Nam trở thành đối tác chiến lược toàn diện với Mỹ và Nhật Bản kỳ vọng sẽ giúp Việt Nam có thêm cơ hội thu hút được các dự án FDI mới. Theo Tổng cục thống kê, vốn FDI thực hiện tại Việt Nam 11T.2023 ước đạt 20,3 tỷ USD (+2,9% yoy) và cao nhất so với 11 tháng giai đoạn 2018-2023. Các doanh nghiệp thận trọng hơn về chuỗi cung ứng và tìm cách giảm rủi ro phụ thuộc vào Trung Quốc cũng như đa dạng hóa chuỗi cung ứng, Việt Nam có cơ hội trở thành trung tâm kết nối sản xuất một số ngành hàng do lợi thế ổn định về chính trị, có sự kết nối với nhiều nền kinh tế lớn.

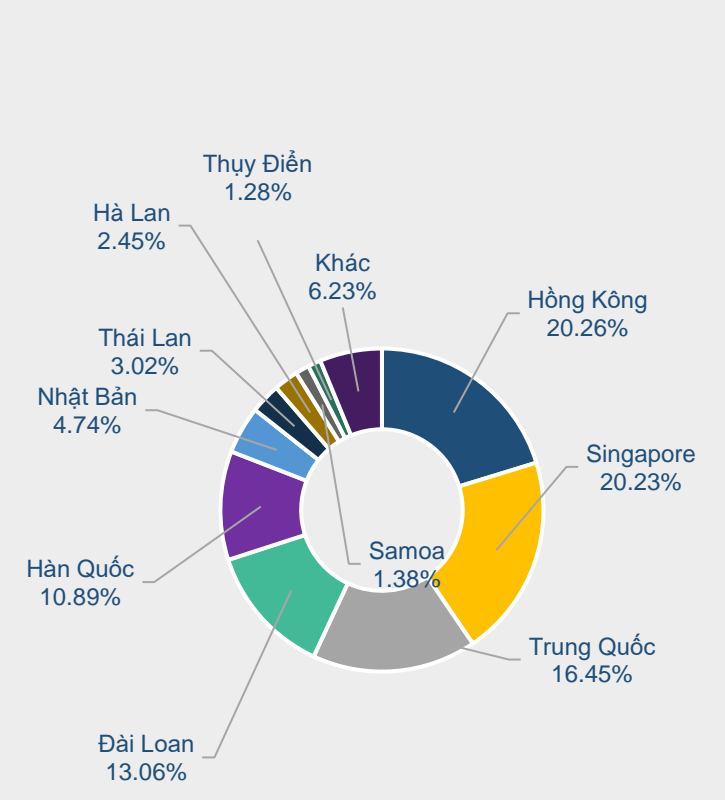
Tỷ trọng vốn FDI đăng ký vào các ngành



Các đối tác FDI lớn của Việt Nam (Triệu USD)

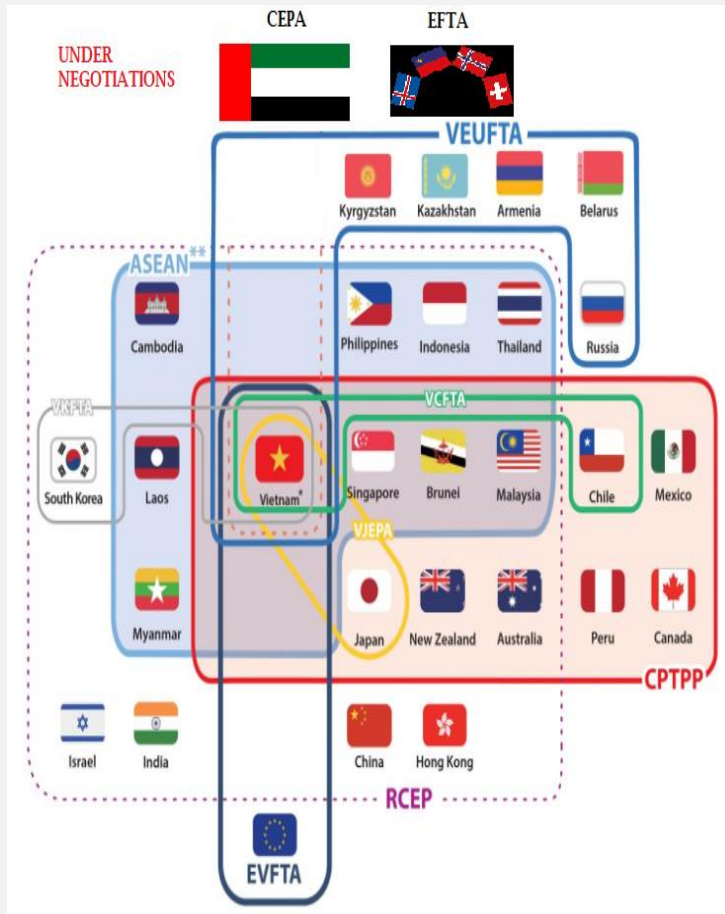


Tỷ trọng đầu tư FDI theo đối tác



# Việt Nam có cơ hội trở thành trung tâm kết nối sản xuất một số ngành hàng do lợi thế ổn định về chính trị, có sự kết nối với nhiều nền kinh tế lớn

Việt Nam có lợi thế là nền kinh tế mở với nhiều Hiệp định thương mại FTA

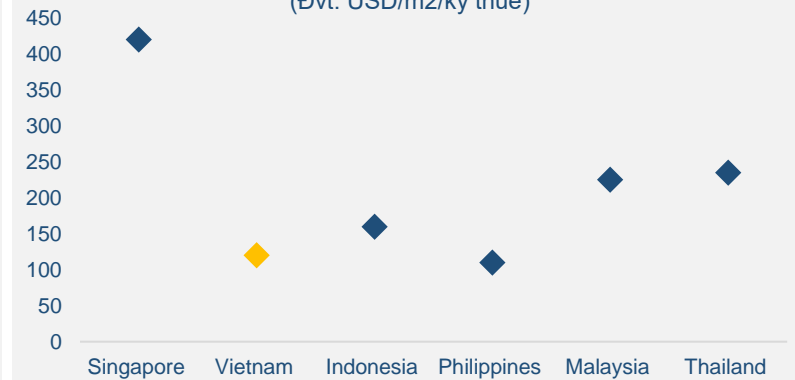


Chi phí nhân công, chi phí cho thuê nhà xưởng, cũng như giá chào thuê của Việt Nam vẫn ở mức thấp so với các nước trong khu vực tạo điều kiện cạnh tranh với các nước khác.

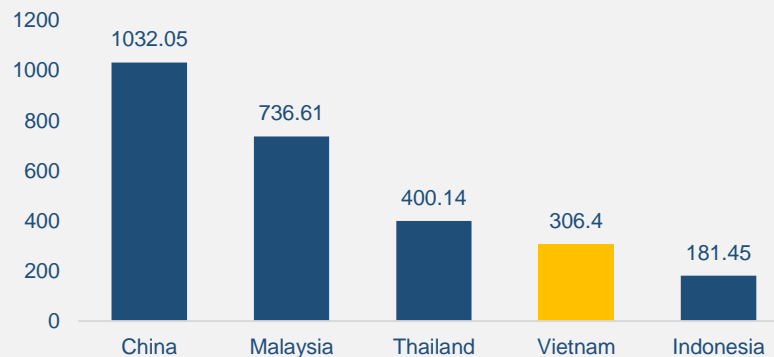
Các yếu tố mà doanh nghiệp quan tâm khi dịch chuyển chuỗi cung ứng



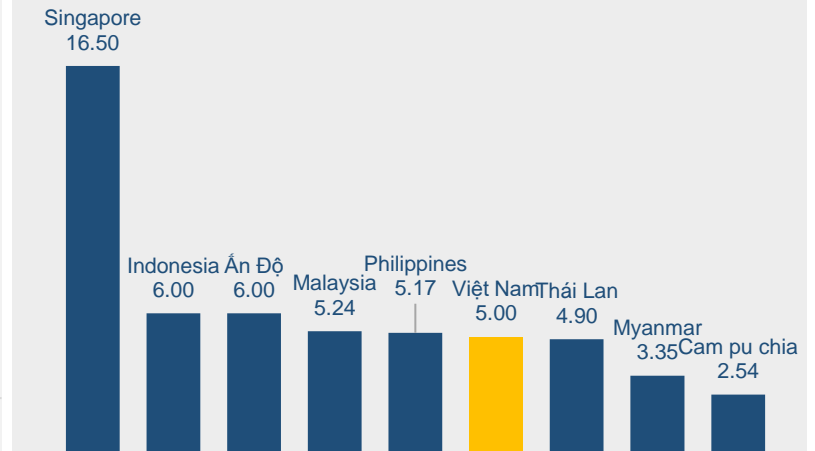
Giá chào thuê tại các nước trong khu vực ASEAN 3Q/2022 (Đvt: USD/m2/kỳ thuê)



Chi phí nhân công của Việt Nam vẫn ở mức thấp so với các nước trong khu vực Lương tháng bình quân (USD/tháng)



Chi phí thuê nhà xưởng (USD/m2/tháng)

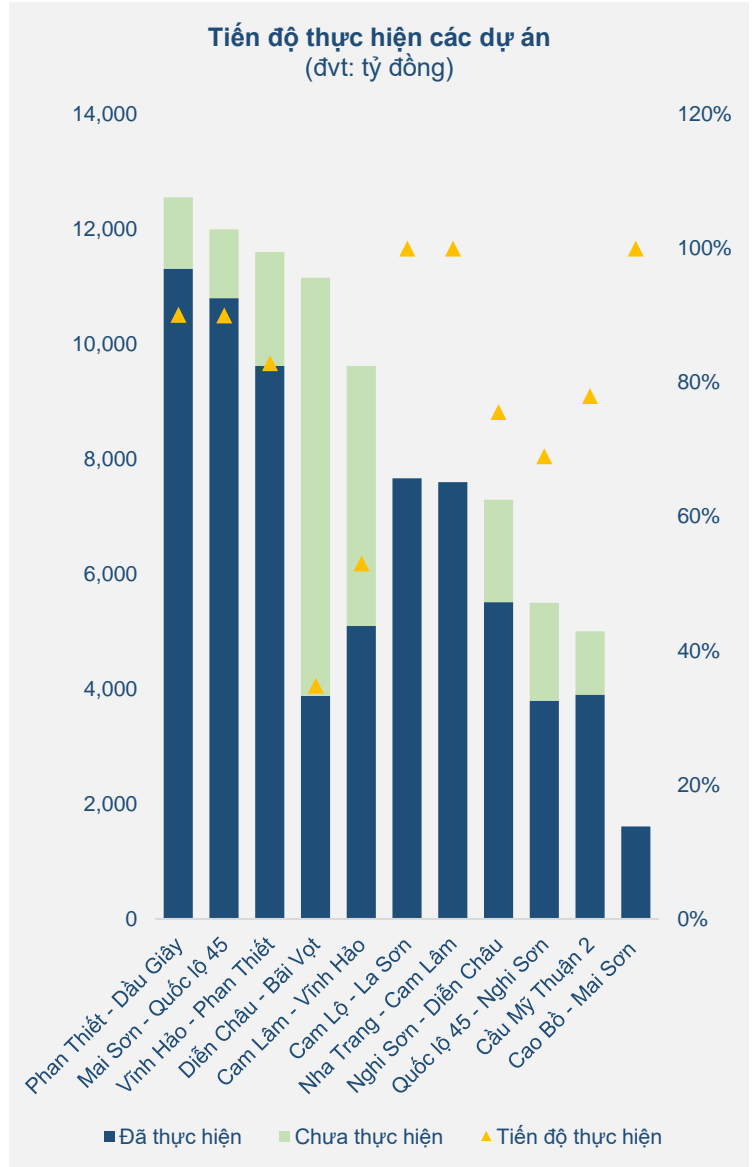
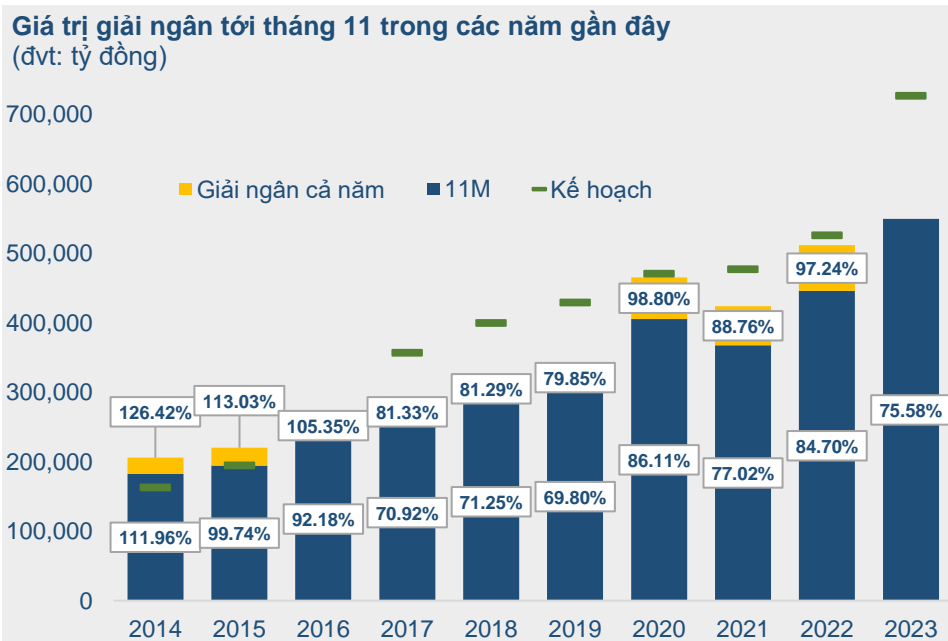
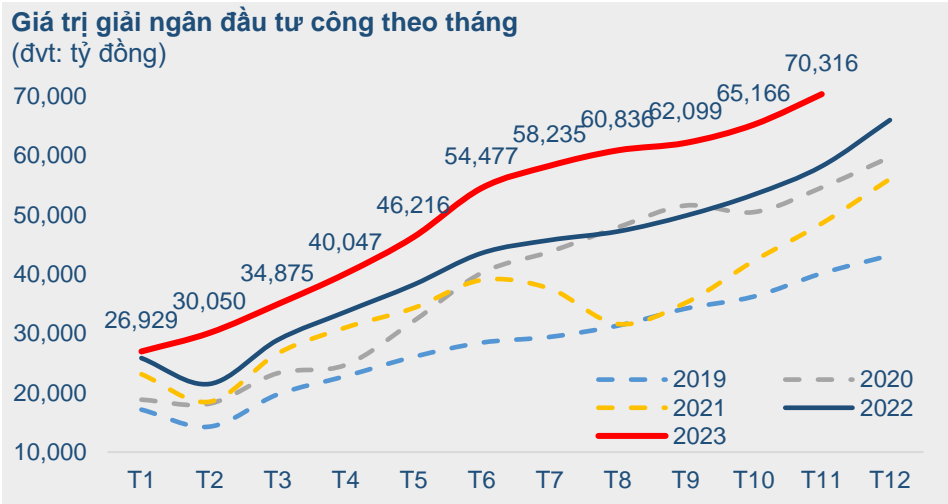


Nguồn: TMX

# Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công cuối năm, tác động gián tiếp tới ngành trong trung và dài hạn

## Ngành Khu công nghiệp

- Số liệu từ Bộ Kế hoạch và Đầu tư cho biết, giải ngân 11 tháng của cả nước khoảng 461 nghìn tỷ đồng (+58% yoy), đạt 65,1% kế hoạch và số tuyệt đối cao hơn cùng kỳ gần 123 nghìn tỷ đồng).
- Giải ngân đầu tư công được chú trọng là **động lực gián tiếp cho các KCN khi tăng tính hấp dẫn do việc cải thiện hạ tầng** dẫn tới sự thuận lợi về logistics. Đặc biệt là các KCN trong các tỉnh thành được phân bổ vốn lớn, các dự án trọng điểm:
  - ✓ KCN Châu Đức, KCN Phú Mỹ 2 (gần cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu);
  - ✓ KCN Hữu Thạnh, KCN Nam Tân Uyên, KCN Tân Phú Trung (gần Vành đai 3 Tp. HCM);
  - ✓ các KCN tại Bắc Ninh (đường vành đai 4 Hà Nội);
  - ✓ các KCN tại Hải Phòng (cao tốc HN-HP, đã hoàn thành).
- Một số dự án hạ tầng đáng chú ý ở khu vực miền Nam bao gồm:
  - ✓ cao tốc Dầu Giây - Phan Thiết (hoàn thành vào tháng 4 năm 2023);
  - ✓ cao tốc Bến Lức - Long Thành (hoàn thành vào năm 2025);
  - ✓ cao tốc TP HCM - Mộc Bài (dự kiến hoàn thành vào năm 2027);
  - ✓ cao tốc Vân Đồn – Móng Cái gần đây;
  - ✓ quy hoạch tương lai cho dự án đường vành đai 4, cao tốc Bắc - Nam được kỳ vọng sẽ hỗ trợ thêm.



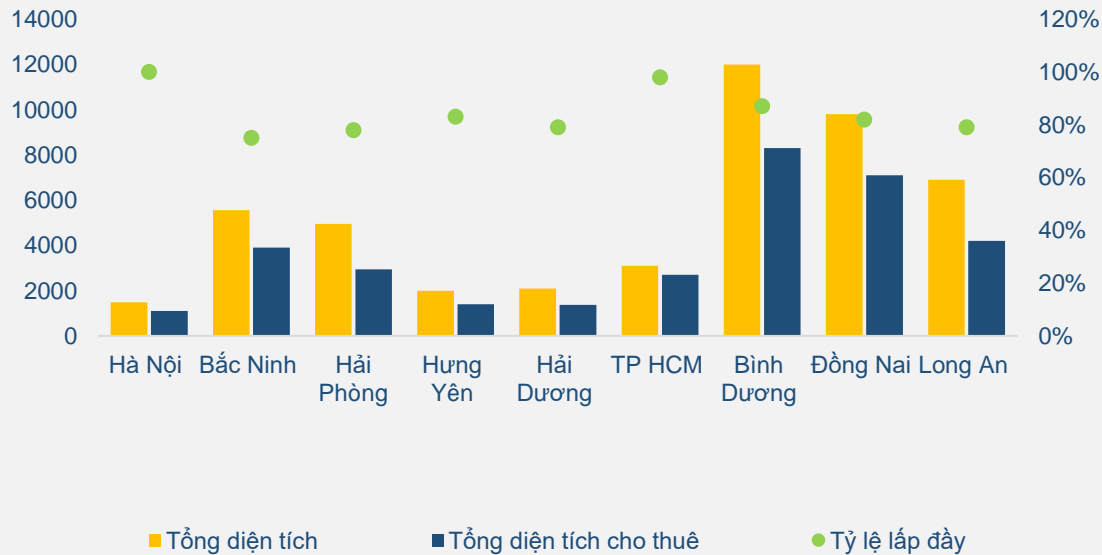


# Giá chào thuê vẫn tiếp tục tăng; Hấp thụ tốt nhờ sự mở rộng của các nhà sản xuất Trung Quốc

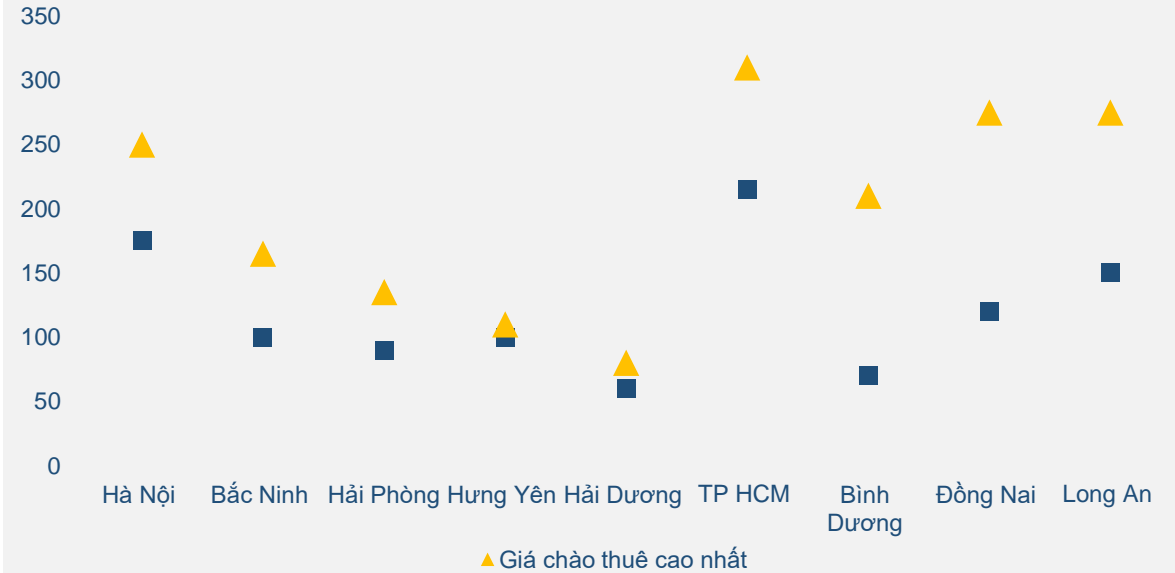
## Ngành Khu công nghiệp

- Thị trường BĐS KCN vẫn tiếp tục là điểm sáng với tỷ lệ hấp thụ tốt và giá chào thuê tiếp tục ở mức cao. Theo CBRE, giá thuê trung bình cho thị trường cấp 1 ở miền Bắc và miền Nam trong Quý 3.2023 lần lượt ở ngưỡng 131 USD/m2/kỳ (+12% yoy) và 189 USD/m2/kỳ (+13% yoy) hạn còn lại. Do quỹ đất sẵn sàng bàn giao hạn chế, nhu cầu cao khiến giá chào thuê các KCN đặc biệt ở miền Bắc vẫn tăng trưởng mạnh.
- Theo CBRE, đối với thị trường đất công nghiệp, diện tích hấp thụ trong 6 tháng đầu năm 2023 của các thị trường cấp 1 miền Bắc và miền Nam lần lượt đạt 701 ha và 480 ha. Mức hấp thụ ở miền Bắc cuối 2023 dự kiến đạt 150% so với 2022; đối với miền Nam, sẽ đạt khoảng 90%-100% của 2022.
- Trong nửa đầu năm 2023, thị trường ghi nhận sự mở rộng của các nhà sản xuất lớn như Foxconn và Goertek tại các KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và Quang Châu MR (của KBC). Trong khi đó, nhu cầu thị trường phía Nam rất đa dạng.

**Diện tích cho thuê và tỷ lệ lấp đầy**  
(Đvt: ha)



**Giá chào thuê tại các tỉnh**  
(Đvt: USD/m2/kỳ thuê)



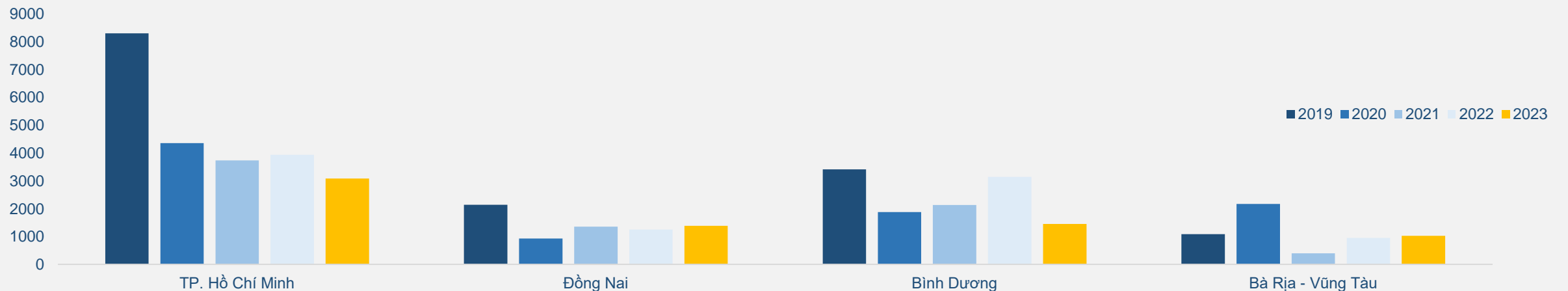
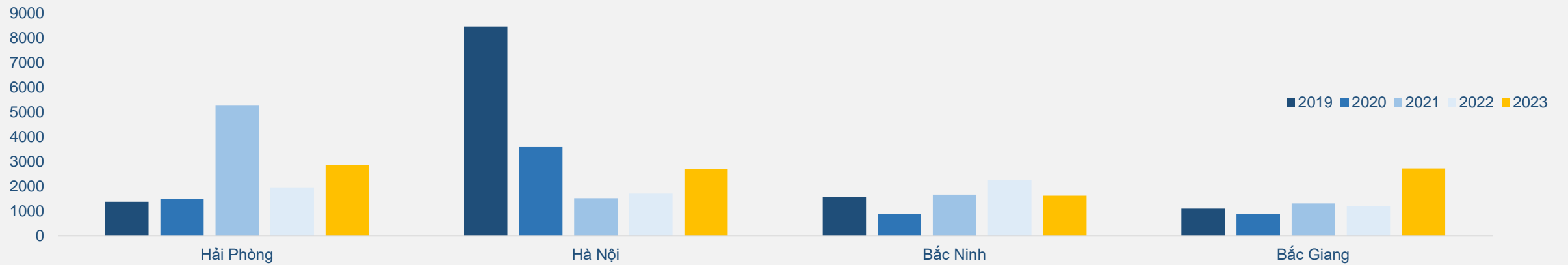
Nguồn: CBRE, BVSC tổng hợp

## Khu vực phía bắc được ưu tiên lựa chọn trong

Ngành Khu công nghiệp

Việt Nam, đặc biệt là phía Bắc có nhiều tuyến giao thông thuận tiện giữa hai nước nên việc vận chuyển hàng hóa, NVL phục vụ sản xuất dễ dàng và tiết kiệm chi phí. Trong đó, Bắc Ninh, Bắc Giang và Hải Phòng vẫn là các tỉnh được lựa chọn ưu tiên đầu tư nhiều nhất khi mà vị trí địa lý thuận lợi, giao thông phát triển và có giá thuê đất KCN cạnh tranh hơn phía Nam.

Vốn FDI đăng ký vào các tỉnh theo năm (Đvt: Triệu USD)



# Thống kê quỹ đất của các KCN

## Ngành Khu công nghiệp

Doanh nghiệp	Dự án KCN	Diện tích thương phẩm chưa kinh doanh (ha) (*)	Miêu tả KCN
KBC	Tân Phú Trung (47); Nam Sơn Hạp Lĩnh (66); Trảng Duệ 3 (470).	584	Phần lớn tập trung tại Hải Phòng, Bắc Ninh đều có thuận lợi về giao thông, tại các thành phố trọng điểm công nghiệp, nguồn vốn FDI dồi dào, tiềm năng về cầu lớn; giá cho thuê cao.
VGC	Yên Phong MR; Yên Phong IIC; Hải Yên; Đông Mai; Phú Hà; Phong Điền; Tiền Hải; Đồng Văn IV; Thuận Thành I. (Tổng diện tích thương phẩm theo quy hoạch là 1.704 ha).	904	Ngoài Yên Phong MR và Yên Phong IIC (tổng diện tích 458ha) có diện tích lớn, ở vị trí thuận lợi ở tại Bắc Ninh, thành phố công nghiệp có nhiều nhu cầu từ các nhà đầu tư; các KCN còn lại của VGC ở Quảng Ninh, Phú Thọ, Thừa Thiên Huế, Thái Bình và Hà Nam có tốc độ cho thuê và lấp đầy không nhanh, giá chào thuê cũng không cao như Yên Phong.
IDC	Phú Mỹ 2 mở rộng: 128,1; Hựu Thạnh: (315.5); Phú Mỹ 2: (105.5); Quế Võ 2: (92,2); Cầu Ngbin: (41,6). Trong 9T đầu năm, IDC đã ký hợp đồng 27ha cho thuê; và 95ha MOU.	629	Đều là các KCN còn diện tích liền thửa lớn, tại các vị trí trọng điểm công nghiệp, thuận lợi về giao thông, nhiều tiềm năng về cầu; giá cho thuê các KCN của IDC không ngừng tăng trong thời gian qua.
SZC	KCN Châu Đức: 339.	250	Vị trí tại BR-VT, xa cảng hơn các KCN của IDC nhưng giá thuê cạnh tranh, có tiềm năng tăng giá trong tương lai.
LHG	Long Hậu 3 - GD1 (123,93ha total, tỷ lệ lấp đầy 60%) - đã bồi thường 91%. Long Hậu MR (90ha); An Định (200ha): đang thực hiện thủ tục xin chủ trương đầu tư.	45	Vị trí thuận lợi, cách cảng SPCT, cụm cảng Tân Cảng - Hiệp Phước 3km, thuận tiện cho việc di chuyển, giao thương.
SZL	Long Thành: lấp đầy 100%; Cụm CN Long Phước 1: đền bù 62,7ha/75ha; Châu Đức: 50ha (thuê lại để phát triển).	50	KCN Châu Đức: Vị trí tại BR-VT, xa cảng hơn các KCN của IDC nhưng giá thuê cạnh tranh, có tiềm năng tăng giá trong tương lai.
BCM	Mỹ Phước 1,2,3 (113,7ha); Bàu Bàng (73.5ha); Bàu Bàng MR (241,5ha); Thới Hòa (22,9ha).	451,6	Các KCN nằm ở khu vực Bàu Bàng, Bến Cát, Phú Hòa với quy mô lớn nên giá thuê cạnh tranh.
NTC	Nam Tân Uyên 1 và 2 cho thuê 100%; Nam Tân Uyên 2 mở rộng vừa chấp thuận chủ trương.	345	Vị trí tốt liền kề khu KCN Nam Tân Uyên hiện tại. Chất lượng KCN chưa tốt, hạ tầng nhanh xuống cấp và thiếu mảng xanh. Doanh thu cho thuê phân bổ 50 năm nên không tạo đột biến trong lợi nhuận.
D2D	Nhơn Trạch - D2D (332ha – cho thuê 100%); Châu Đức (thuê lại để phát triển) - 53,92ha; Tài sản của D2D chủ yếu ở dự án KDC Lộc An, KDC Thống Nhất.	53.92	KCN Châu Đức: Vị trí tại BR-VT, xa cảng hơn các KCN của IDC nhưng giá thuê cạnh tranh, có tiềm năng tăng giá trong tương lai.

(\*) Chỉ tính diện tích đã GPMB, trừ đi phần đã kinh doanh trong 2023

# Lựa chọn doanh nghiệp trong bối cảnh hiện tại

Ngành Khu công nghiệp 2024

- **Triển vọng ngành:**
  - ✓ Xu hướng dịch chuyển từ TQ vẫn tiếp tục, đặc biệt là các KCN ở phía Bắc được ưu tiên lựa chọn;
  - ✓ Giá chào thuê vẫn dao động ở mức cao và tiếp tục tăng;
  - ✓ Giải ngân đầu tư công gián tiếp tác động tích cực tới ngành.
- **Quan điểm đầu tư:** lựa chọn các doanh nghiệp đầu ngành, quỹ đất lớn, định giá còn dư địa.
- **Phương pháp định giá:** trung bình NAV, PB.
- **Rủi ro:** tình hình kinh tế vĩ mô thế giới nói chung kém thuận lợi; dẫn tới FDI vào Việt Nam chậm hơn.

MCK	Giá mục tiêu (đồng/cp)	% upside	P/B trung bình 2020-2022	P/B 2023	P/B 2024	Điểm nhấn
IDC	53.686	3%	2,7	3,0	2,5	- Quỹ đất lớn, chi phí giá vốn thấp, lợi thế rõ ràng so với các doanh nghiệp khác trong ngành khi mà thủ tục pháp lý ngày càng phức tạp cũng như công tác đền bù đất đỏ và kéo dài.
KBC	38.046	20%	1,4	1,2	0,9	- Giải quyết hết dư nợ trái phiếu trong nửa đầu 2023 nhờ vào dòng tiền dồi dào từ các hợp đồng lớn. Dự kiến giải quyết xong thủ tục pháp lý cho dự án KĐT Phúc Ninh và Trảng Cát trong 2024.
SZC	42.364	-5%	2,7	2,9	2,5	- Quỹ đất thương phẩm lớn, giá chào thuê đang cải thiện lên mức cao. Quỹ đất đô thị chờ triển khai rất lớn sẽ là động lực trong dài hạn.
VGC	54.687	+0%	2,1	2,7	2,1	- Diện tích khu công nghiệp rất lớn ở miền Bắc với nhiều tiềm năng, đặc biệt với các doanh nghiệp trong lĩnh vực điện tử, chế biến, chế tạo.

# IDC – Quỹ đất thương phẩm lớn, vị trí thuận lợi, chi phí giá vốn thấp

Current price: 52.100 VND/share – Target price: 56.996 VND/share

## Quỹ đất thương phẩm lớn là điểm nhấn cho dài hạn

Với 5 Khu công nghiệp (KCN) đang triển khai là Phú Mỹ 2, Phú Mỹ 2 mở rộng, Hựu Thạnh, Quế Võ 2 và Cầu Nghìn, IDC sở hữu diện tích đất thương phẩm sẵn sàng kinh doanh đạt 751,2 ha (tính tới hết 2022). Với quỹ đất sạch lớn và chi phí vốn thấp, IDC đang có lợi thế rõ ràng so với các doanh nghiệp khác trong ngành, khi mà thủ tục pháp lý ngày càng phức tạp cũng như công tác đền bù đất đỏ và kéo dài.

Trong 9T đầu năm, IDC đã ký hợp đồng 27ha cho thuê (Hựu Thạnh - 23,9ha, 144USD/m<sup>2</sup>/kỳ; Mỹ Xuân A - 3ha, 120USD/m<sup>2</sup>/kỳ); và 95ha MOU (Hựu Thạnh- 23,6ha, 144USD/m<sup>2</sup>/kỳ; Cầu Nghìn-18,2ha, 74USD/m<sup>2</sup>/kỳ; Phú Mỹ II-24,9ha, 125USD/m<sup>2</sup>/kỳ; Phú Mỹ II MR - 10,1ha, 125USD/m<sup>2</sup>/kỳ; Quế Võ II - 18ha, 125USD/m<sup>2</sup>/kỳ). Trừ đi diện tích đã ký, IDC còn khoảng 629ha đã khai thác trong tương lai.

## Tổng giá trị hợp đồng ước tính khoảng 21.950 tỷ cho giai đoạn 2023-2027

Theo như tình hình khan hiếm đất thương phẩm sẵn sàng cho thuê, cũng với vị trí địa lý thuận lợi của các KCN của IDC, giá chào thuê sẽ còn tiếp tục tăng hoặc duy trì so với mức hiện tại. BVSC ước tính giá trị hợp đồng thận trọng với tỉ lệ tăng giá chào thuê trung bình tại các KCN khoảng 5% mỗi năm. Sau 2025, mảng kinh doanh KCN sẽ chủ yếu phụ thuộc vào việc mở rộng quỹ đất của IDC.

## Khuyến nghị

BVSC đánh giá khả quan về triển vọng dài hạn của IDC. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng của IDC nằm ở quỹ đất khu công nghiệp thương phẩm sẵn sàng kinh doanh lớn, tại các vị trí thuận lợi với nhu cầu từ khách hàng cao. Điều này sẽ mang đến dòng tiền rất lớn cho IDC. Nguồn tiền này sẽ là động lực để IDC đảm bảo cho sự phát triển dài hạn hơn thông qua: mở rộng quỹ đất; M&A dự án...

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	4.301	7.485	6.286	6.686
Tăng trưởng	-19,7%	74,0%	-16,0%	6,4%
NPAT MI	454	1,768	1,451	1,937
Tăng trưởng	-48,0%	289,1%	-17,9%	33,5%
P/E (x)	43,7	5,9	10,1	8,3
P/B (x)	5,1	2,0	3,0	2,5
EPS (đồng/cp)	1.514	5.605	4.397	5.869
Giá mục tiêu (đồng/cp)				56.996

# SZC – Quỹ đất KCN còn lớn, giá chào thuê cạnh tranh; Quỹ đất KĐT hỗ trợ tăng trưởng trung hạn

Current price: 44.600 VND/share – Target price: 42.364 VND/share

## Quỹ đất thương phẩm KCN còn lớn, giá cho thuê đang cải thiện lên mức cao, tuy nhiên chi phí GPMB quỹ đất còn lại gia tăng mạnh

SZC đang sở hữu KCN Châu Đức với diện tích thương phẩm lớn 1.145 ha và diện tích liền thửa chưa lấp đầy còn nhiều. Quy mô này tại BR-VT có thể so sánh với IDC với các KCN Phú Mỹ và Mỹ Xuân. Mặc dù, vị trí không gần cảng Cái Mép như các KCN của IDC, tuy nhiên, giá cho thuê tại KCN Châu Đức đang thấp hơn khoảng 50% so với mặt bằng chung các KCN tại BR-VT. Trừ đi phần diện tích dự kiến sẽ cho thuê trong 2023, diện tích thương phẩm đã đền bù GPMB chưa kinh doanh còn lại của SZC ước tính khoảng 250ha.

## Bất động sản khu đô thị là động lực tăng trưởng trung hạn

SZC hiện tại đang sở hữu dự án KDC Sonadezi Hữu Phước và KĐT Châu Đức. Trong đó, tổng quỹ đất đã đền bù vào khoảng 673ha với chi phí đền bù thấp, có tiềm năng mang lại giá trị lớn cho SZC. Trong 2-3 năm tới, doanh thu và lợi nhuận từ mảng BĐS nhà ở sẽ chỉ đến từ KDC Sonadezi Hữu Phước. KDC Hữu Phước có diện tích 40ha, diện tích thương phẩm 12,9ha; với tổng số nhà liền kề là 657 căn và 1.213 căn chung cư. Quý 3 vừa qua, Sonadezi Châu Đức đạt doanh thu 208 tỷ đồng (+69% yoy), trong đó doanh thu bán nhà liền kề tuyến phố thương mại khu dân cư Hữu Phước bắt đầu được ghi nhận với giá trị 21,5 tỷ (cùng kỳ không ghi nhận). Ngày 6/11, Sở Xây dựng tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu đã có thông báo về việc đủ điều kiện bán, thuê, thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai (đợt 4) đối với 128 căn shophouse thuộc GĐ2 dự án khu dân cư Sonadezi Hữu Phước.

## Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng dài hạn của SZC:

- khi triển vọng chung ở BR-VT vẫn còn rất lớn với nhiều dự án trọng điểm quốc gia đang và chuẩn bị triển khai;
- quỹ đất lớn để phát triển KCN với giá cho thuê ngày càng gia tăng;
- quỹ đất KĐT lớn với giá vốn thấp. Mặc dù, hoạt động của SZC vẫn còn tồn tại những rủi ro trong công tác điều hành.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>713</b>	<b>858</b>	<b>845</b>	<b>1.005</b>
Tăng trưởng	64,7%	20,4%	-1,6%	18,9%
<b>NPAT MI</b>	<b>323</b>	<b>197</b>	<b>244</b>	<b>300</b>
Tăng trưởng	74,0%	-39,0%	23,6%	23,3%
P/E (x)	18,6	20,0	18,0	17,3
P/B (x)	2,5	3,4	2,1	2,5
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>3.236</b>	<b>1.973</b>	<b>2.033</b>	<b>2.506</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>42.364</b>

# KBC – Tiềm năng trung và dài hạn tới từ quỹ đất lớn; KĐT Tràng Cát dẫn dắt KQKD trung hạn

Current price: 31.750 VND/share – Target price: 38.046 VND/share

## Tiềm năng ngành Khu công nghiệp (KCN) duy trì ổn định nhờ nguồn vốn FDI dịch chuyển từ Trung Quốc

Các vấn đề về địa chính trị ảnh hưởng nhiều tới đến sự vận động của dòng vốn FDI toàn cầu. Việc dịch chuyển dòng vốn từ Trung Quốc bắt đầu từ những quyết định mang tính chiến lược nhằm phòng ngừa rủi ro chính trị hiện hữu đang ngày càng gia tăng giữa Trung Quốc và các nước phương Tây. Phần lớn dòng vốn FDI từ Trung Quốc dịch chuyển vào ngành Công nghiệp điện tử, CNTT và Truyền thông và các ngành Công nghệ cao.

## Các dự án mở rộng KCN và xin cấp phép mới hỗ trợ câu chuyện dài hạn

KBC rất tích cực trong việc đi phát triển thêm quỹ đất, nhiều dự án mới như CCN Phước Vĩnh Đông 1,2,4 với 149ha (Long An), Tân Tập 654ha và Lộc Giang 466ha (Long An), Kim Động Ân Thi 375ha (Hưng Yên), Bình Giang 860 (Hải Dương) sẽ là các dự án gối đầu, động lực tăng trưởng dài hạn cho KBC.

## Tích cực giải quyết thủ tục pháp lý tại KĐT Phúc Ninh và KĐT Tràng Cát, tạo động lực phát triển dài hạn; ngắn hạn áp lực nhu cầu vốn gia tăng

- KĐT Phúc Ninh: Tổng diện tích 45ha, KBC vẫn đang vướng phần tiền sử dụng đất của 22ha còn lại. Dự kiến trong quý 4, UBND tỉnh Bắc Ninh sẽ có quyết định về số tiền sử dụng đất KBC cần nộp bổ sung; ước tính khoảng 3.000 tỷ đồng.
- KĐT Tràng Cát: Dự án đang trong quá trình điều chỉnh quy hoạch 1/500 và tổng diện tích thương phẩm của cả dự án sẽ tăng thêm khoảng 100ha (như quy hoạch điều chỉnh tăng diện tích lên 800ha từ 585ha). KBC cho biết có kế hoạch sẽ bán buôn 50ha tại Tràng Cát trong 2024, sau khi được phê duyệt quy hoạch điều chỉnh, để tất toán một số khoản vay cho KĐT Tràng Cát. Giá bán dự kiến khoảng 15 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Tuy nhiên, việc xin điều chỉnh lại quy hoạch của dự án thường sẽ kéo dài và không nằm trong sự chủ động của công ty, BVSC cho rằng doanh thu Tràng Cát sẽ có thể được ghi nhận vào 2025.

## Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi nhận thấy tiềm năng trung và dài hạn của KBC đến từ quỹ đất lớn còn lại từ các khu công nghiệp và các khu đô thị vẫn còn rất nhiều dư địa và với việc hưởng lợi từ dòng vốn FDI dịch chuyển từ Trung Quốc cũng như tích cực giải quyết thủ tục pháp lý tại KĐT Phúc Ninh và KĐT Tràng Cát. BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá hợp lý cho năm 2024 là **38.046 đồng/cp**.

## Rủi ro:

- Tiền sử dụng đất nộp thêm cho KĐT Tràng Cát và Phúc Ninh sẽ gia tăng áp lực tài chính.
- Sự kéo dài pháp lý dẫn đến ghi nhận Tràng Cát và Phúc Ninh trì hoãn sang 2026 sẽ làm lợi nhuận 2025 ở mức rất thấp.
- Quỹ đất KCN sẵn sàng cho thuê tiếp tục giảm trong 2025, phụ thuộc nhiều vào tiến độ GPMB cũng như xin mở rộng các KCN.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	4.246	950	7.182	6.913
Tăng trưởng	97%	-78%	656%	-4%
NPAT MI	1.352	1.577	2.769	2.180
Tăng trưởng	323%	17%	76%	-21%
P/E (x)	28,5	12,1	7,7	13,4
P/B (x)	2,4	1,2	1,2	0,9
EPS (đồng/cp)	2.841	3.314	3.394	2.673
Giá mục tiêu (đồng/cp)				38.046

# VGC – Dòng vốn FDI tích cực, KCN tiếp tục là điểm nhấn

VGC - Target: 54.687 VNĐ/CP | Upside: +0%

## Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	<b>NEUTRAL</b>
Giá mục tiêu:	54.687 đồng/cp
Giá thị trường:	54.900 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	<b>+0%</b>

## Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2021	2022	2023F	2024F	4YR CAGR
<b>Doanh thu</b>	<b>11.194</b>	<b>14.592</b>	<b>14.369</b>	<b>17.885</b>	
Tăng trưởng	18,67%	30,36%	-1,53%	24,46%	16,90%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.873</b>	<b>4.238</b>	<b>3.816</b>	<b>6.294</b>	
Tăng trưởng	-3,82%	23,41%	47,54%	-9,97%	29,88%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.224</b>	<b>1.728</b>	<b>1.458</b>	<b>2.992</b>	
Tăng trưởng	103,69%	41,23%	-15,65%	105,24%	34,72%
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>2.729</b>	<b>3.855</b>	<b>3.251</b>	<b>6.673</b>	
<b>P/E</b>	<b>15,7</b>	<b>11,1</b>	<b>13,1</b>	<b>6,4</b>	

## Điểm nhấn đầu tư:

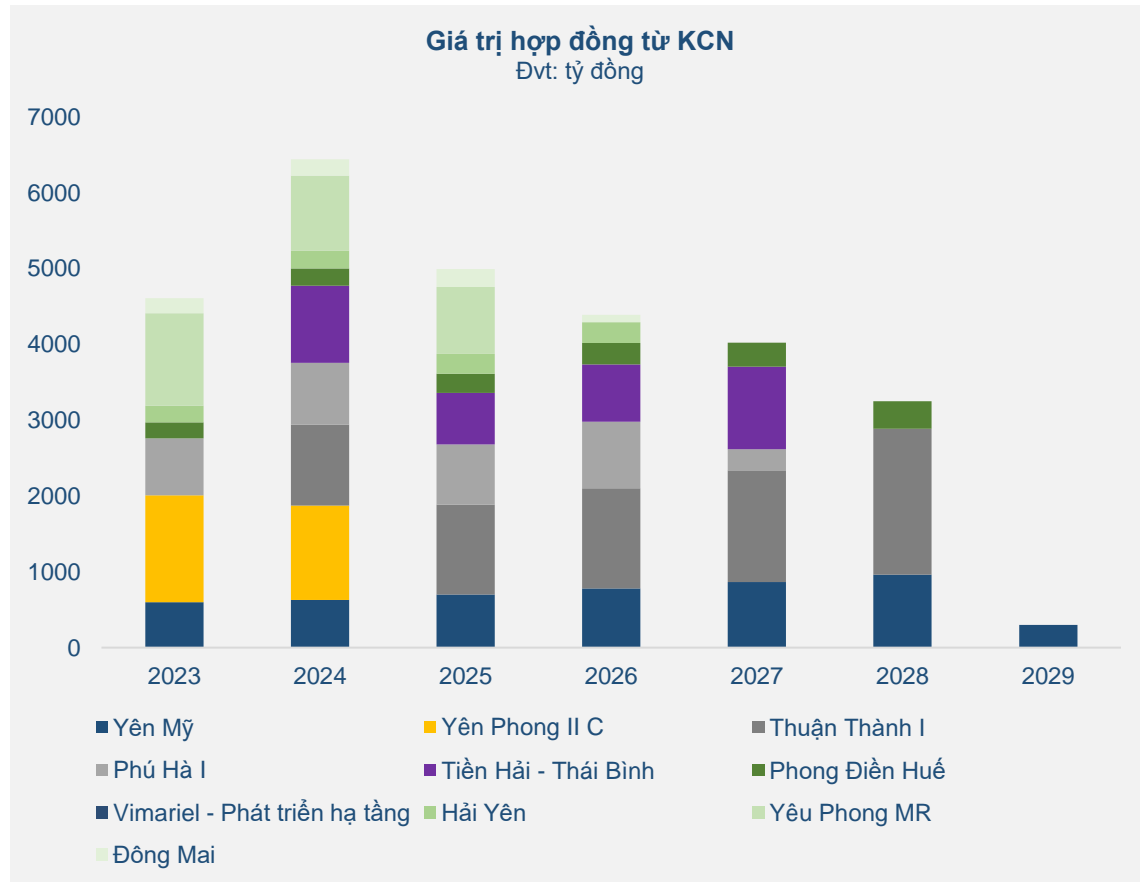
- Mảng BĐS KCN:
  - ✓ VGC là một trong những doanh nghiệp có quỹ đất KCN lớn nhất ở miền Bắc, với diện tích thương phẩm còn lại ước tính khoảng 904ha (1.139ha nếu tính cả phần diện tích chưa hoàn thành đền bù, GPMB; đã trừ đi phần diện tích ước tính cho thuê trong 2023).
  - ✓ Trong 6T đầu năm VGC đã ghi nhận doanh thu được 65ha đất KCN cho thuê. Ngoài ra, còn 35ha tại KCN Yên Mỹ khả năng cao sẽ ghi nhận được trong quý 2 do đã được ký hợp đồng và khách hàng đã trả tiền, hiện tại đang hoàn thành thủ tục pháp lý. Hợp đồng 35ha tại KCN Yên Mỹ có giá trị tương đương khoảng 700 tỷ - giá bán 85USD/m2/kỳ thuê; (LNTT 200 tỷ đồng). BVSC dự báo, VGC có thể ký hợp đồng và MOU được 235ha, đến từ Yên Mỹ, Yên Phong IIC, Phú Hà, Phong Điền, Hải Yên và Yên Phong MR.
  - ✓ Với dòng vốn FDI tích cực và diện tích đất thương phẩm dồi dào, đồng thời việc đưa vào kinh doanh KCN Thuận Thành I và KCN Tiên Hải, mảng KCN sẽ tiếp tục là điểm nhấn của VGC trong 2024.
- KQKD mảng VLXD dự báo hồi phục trong nửa cuối năm 2023 và 2024. Biên lợi nhuận của các mảng VLXD sẽ cải thiện dù tiêu thụ vẫn gặp khó khăn. Cả 4 lĩnh vực gạch ốp, gạch ngói, kính và sứ, sen vòi đều có KQKD hồi phục nhờ thị trường BĐS và các hoạt động xây dựng dân dụng hồi phục; giá các NVL dự báo hạ nhiệt và giá bán các sản phẩm VLXD tăng trở lại.
- Mảng kính và gạch ốp lát của VGC có nhiều tiềm năng tăng trưởng công suất trong tương lai. VGC đang có kế hoạch triển khai giai đoạn 2 nhà máy Kính nổi siêu trắng Phú Mỹ với công suất khoảng 56,8 triệu m2/năm. Nếu nhà máy này đi vào hoạt động sẽ giúp quy mô sản xuất kính của VGC tăng 60% so với công suất hiện tại.



# VGC – Quỹ đất KCN lớn, dự kiến KQKD tăng trưởng trong 2024

VGC - Target: 54.687 VNĐ/CP | Upside: +0%

- Tập đoàn BYD tiếp tục đầu tư mở rộng sản xuất, kinh doanh tăng vốn đầu tư tại dự án BYD Việt Nam thêm 183,7 triệu USD để đầu tư sản xuất linh kiện điện tử tại KCN Phú Hà; đi vào hoạt động từ năm 2024. Dự kiến, diện tích ký tại Phú Hà với BYD vào khoảng 40ha.
- Geleximco ký MOU xây dựng nhà máy sản xuất, lắp ráp ô tô tại KCN Tiền Hải với quy mô 50ha tổng mức đầu tư 800 triệu USD. Hiện tại vẫn đang trong giai đoạn đàm phán về giá. Hạ tầng đường cao tốc ven biển và giao thông đường bộ tại Thái Bình đã tốt hơn, giá thị trường đang chào thuê rơi vào 80USD/m2/kỳ thuê.

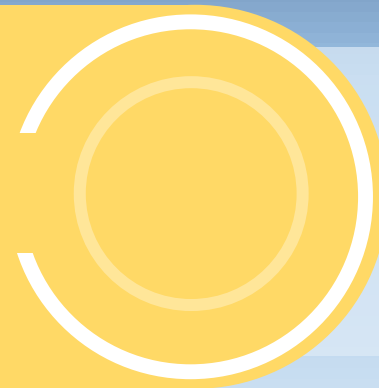


Tên	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm hiện tại quy hoạch	Diện tích đã đền bù	Tỉ lệ đền bù	Diện tích còn lại (*)	Giá chào thuê (USD/m2/kỳ)	Occupancy (%)
Yên Mỹ	280,0	204	280,00	100%	106	130	33,5%
Yên Phong II C	219,2	148	192,00	88%	49	100	26,4%
Thuận Thành I	262,7	181	89,00	34%	181	120	0,0%
Phú Hà I	350,3	273	307,00	88%	120	80	41,4%
Tiền Hải - Thái Bình	466,0	191	134,00	29%	149	80	22,0%
Phong Điền - Huế	284,0	217	284,00	100%	151	30	16,6%
Hải Yên	182,0	137	105,00	58%	59	46	42,3%
Yêu Phong MR	313,9	227	310,00	99%	54	130	58,6%
Đông Mai	313,0	126	167,00	53%	35	56	60,0%

(\*) Chỉ tính diện tích đã đền bù; trừ đi phần diện tích dự kiến sẽ kinh doanh trong 2023

# Ngành Tiêu dùng

Triển vọng 2024

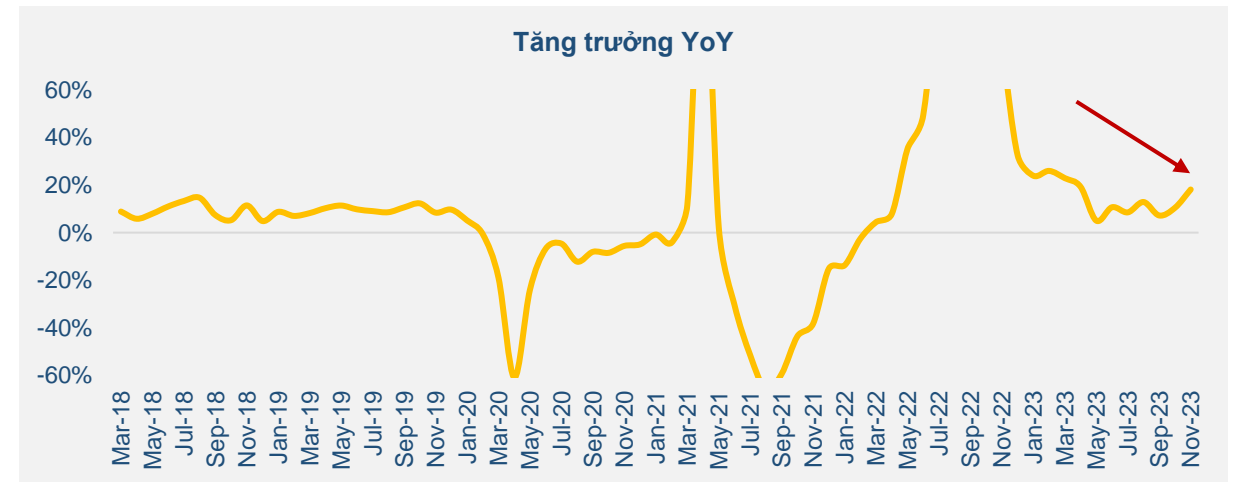
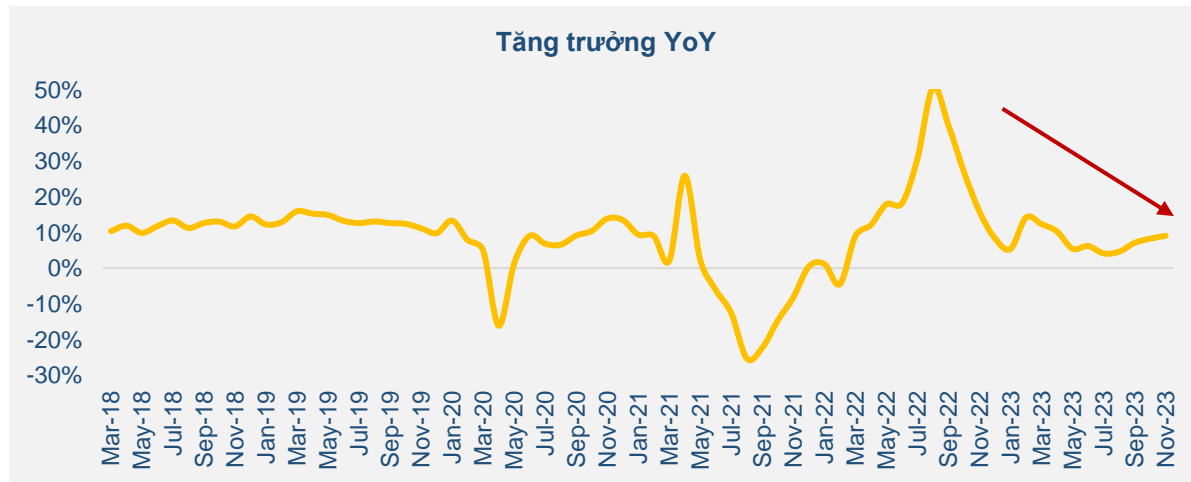
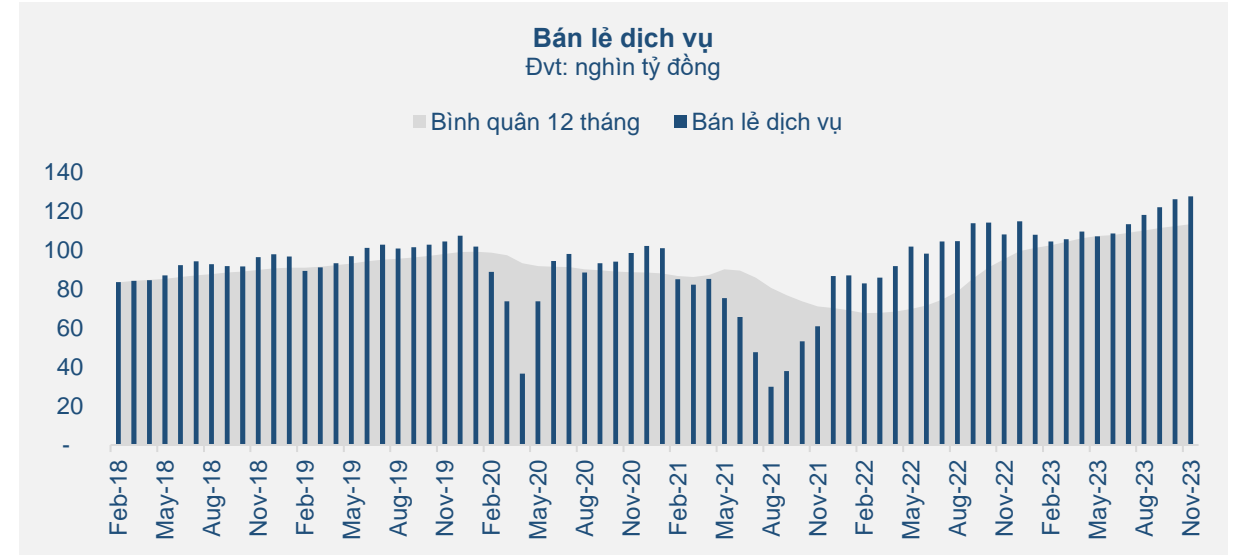
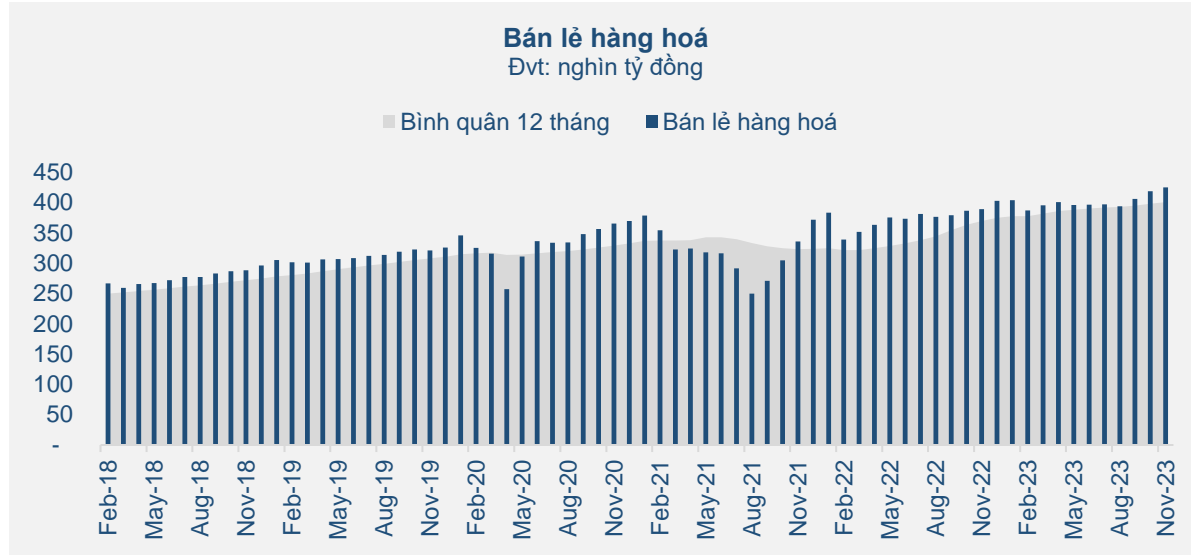




**Nhìn lại năm 2023**

# Tiêu dùng giảm tốc về cuối năm

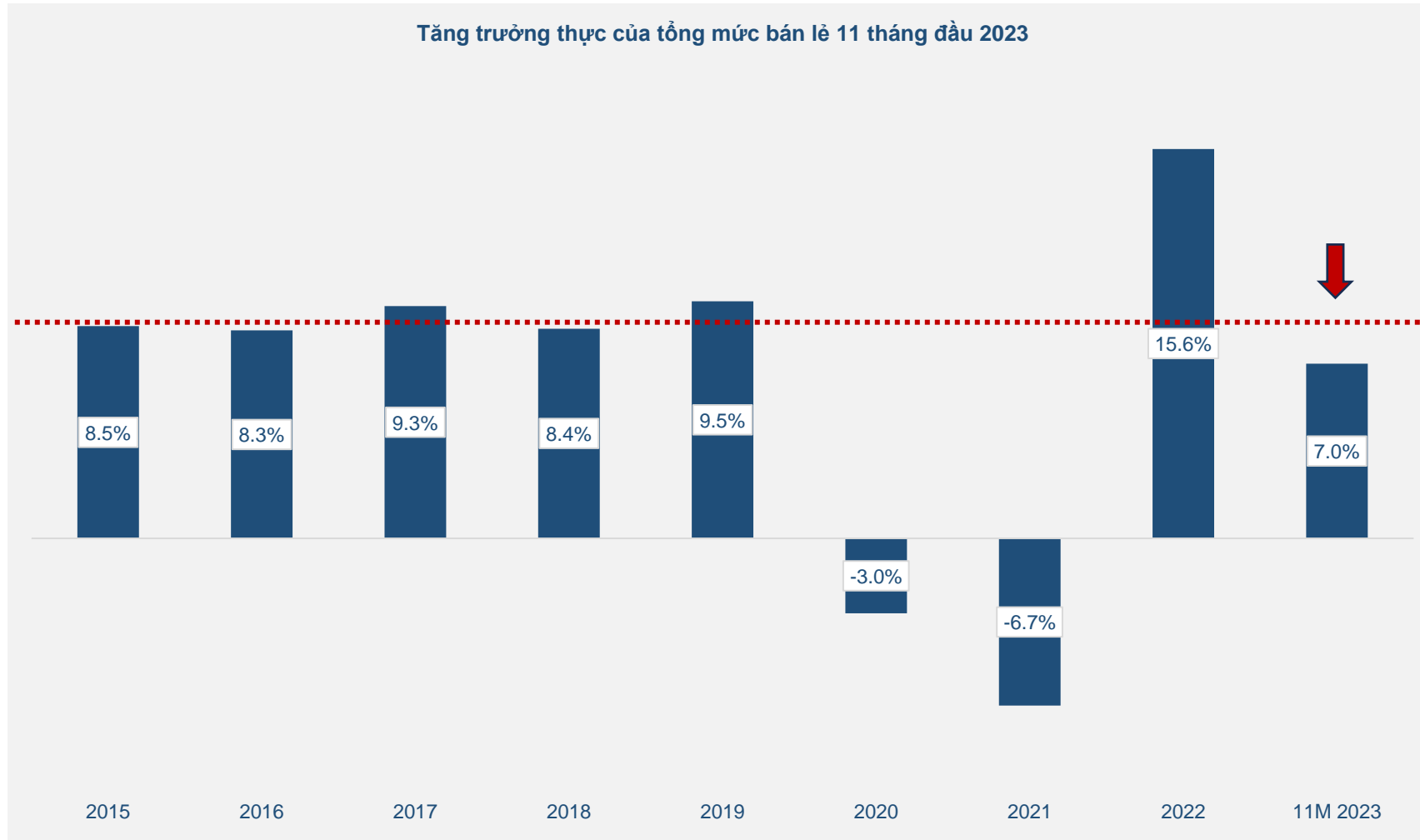
Nhìn lại năm 2023



Nguồn: GSO

# Tăng trưởng thực thấp nhất so với 5 năm trước COVID-19

Nhìn lại năm 2023



## Tăng trưởng thực của tiêu dùng yếu như thế nào?

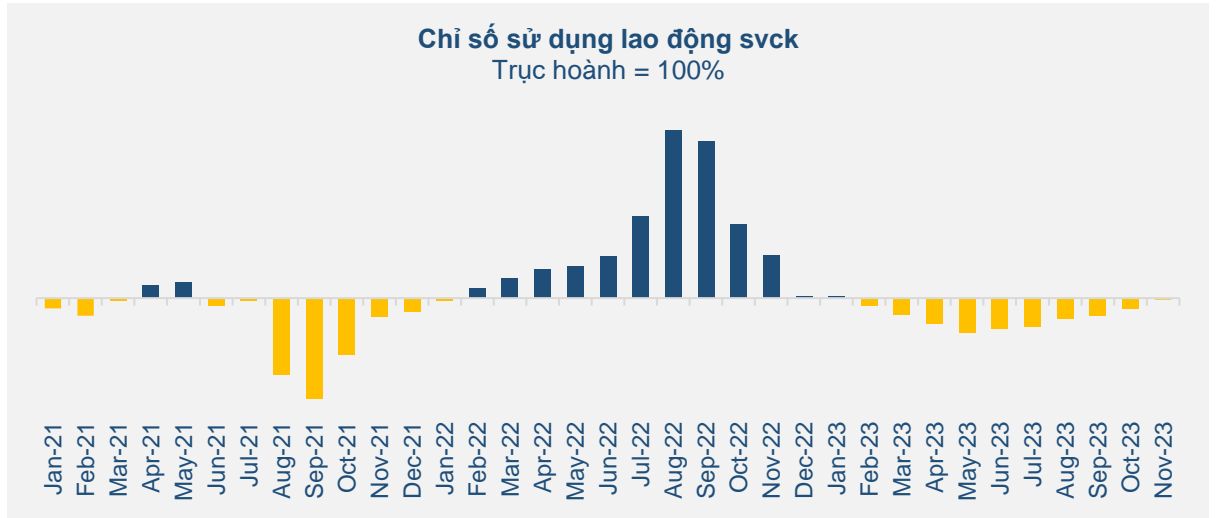
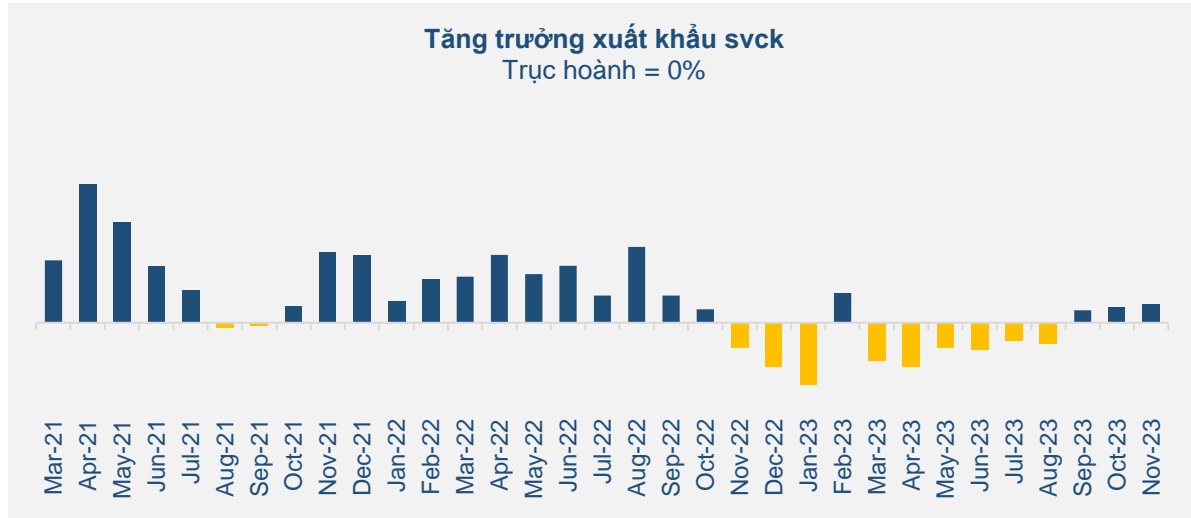
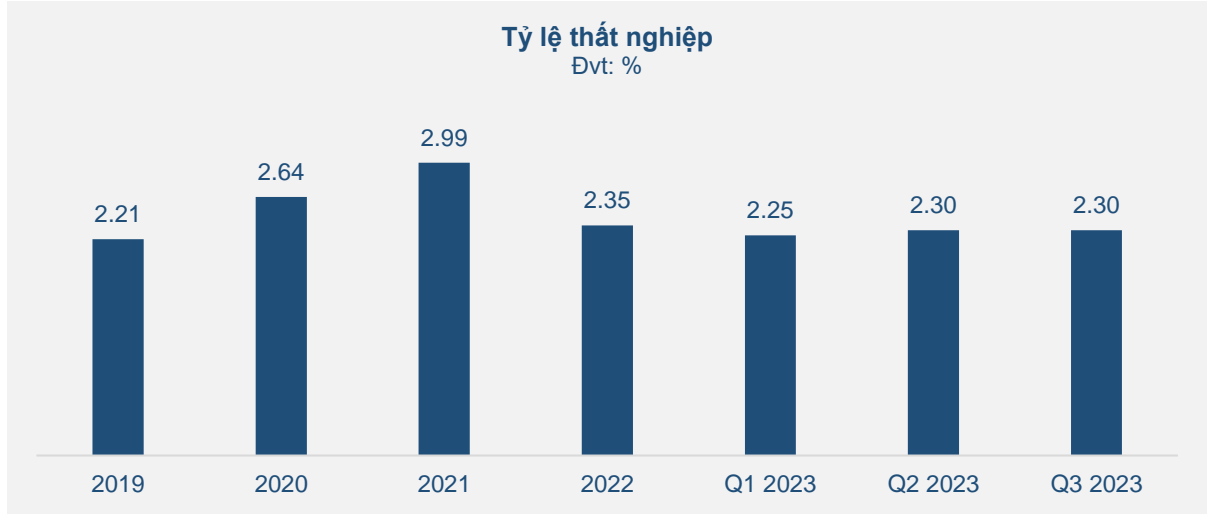
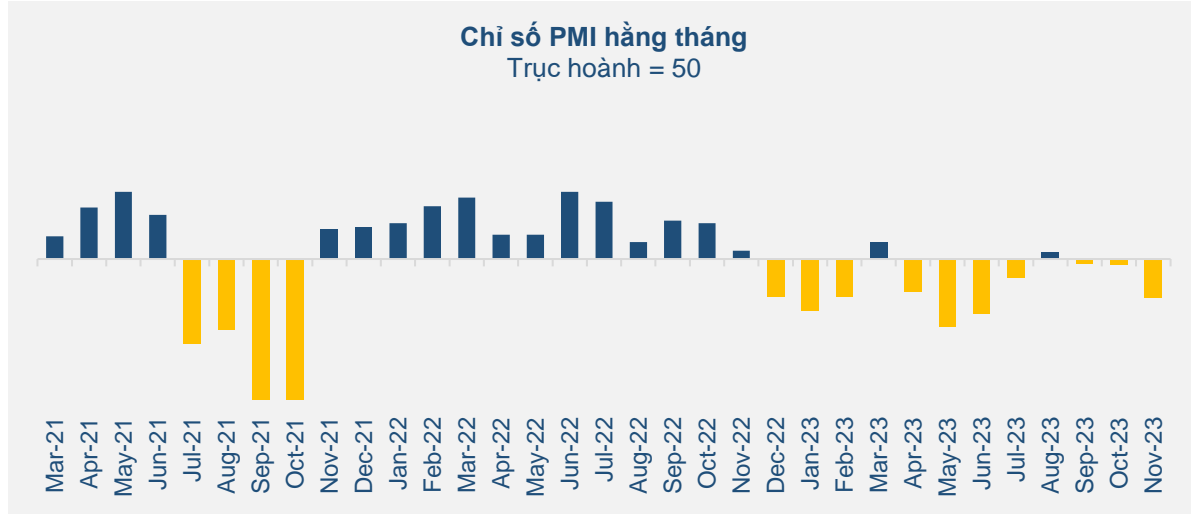
- Tăng trưởng thực 7% trong 11T2023 là yếu hơn nhiều so với mức bình quân trước COVID-19, chưa kể đến là tăng trưởng cao trong Q1.2023 một phần đến từ yếu tố nền thấp.
- Các nhóm hàng thiết yếu như giáo dục, thực phẩm tăng trưởng tốt hơn các nhóm khác như quần áo, đồ gia dụng, ô tô, v.v.

**=> Người tiêu dùng trở nên thận trọng hơn trong chi tiêu.**

Nguồn: GSO

# Việc làm và thu nhập bị ảnh hưởng do điều kiện kinh tế khó khăn

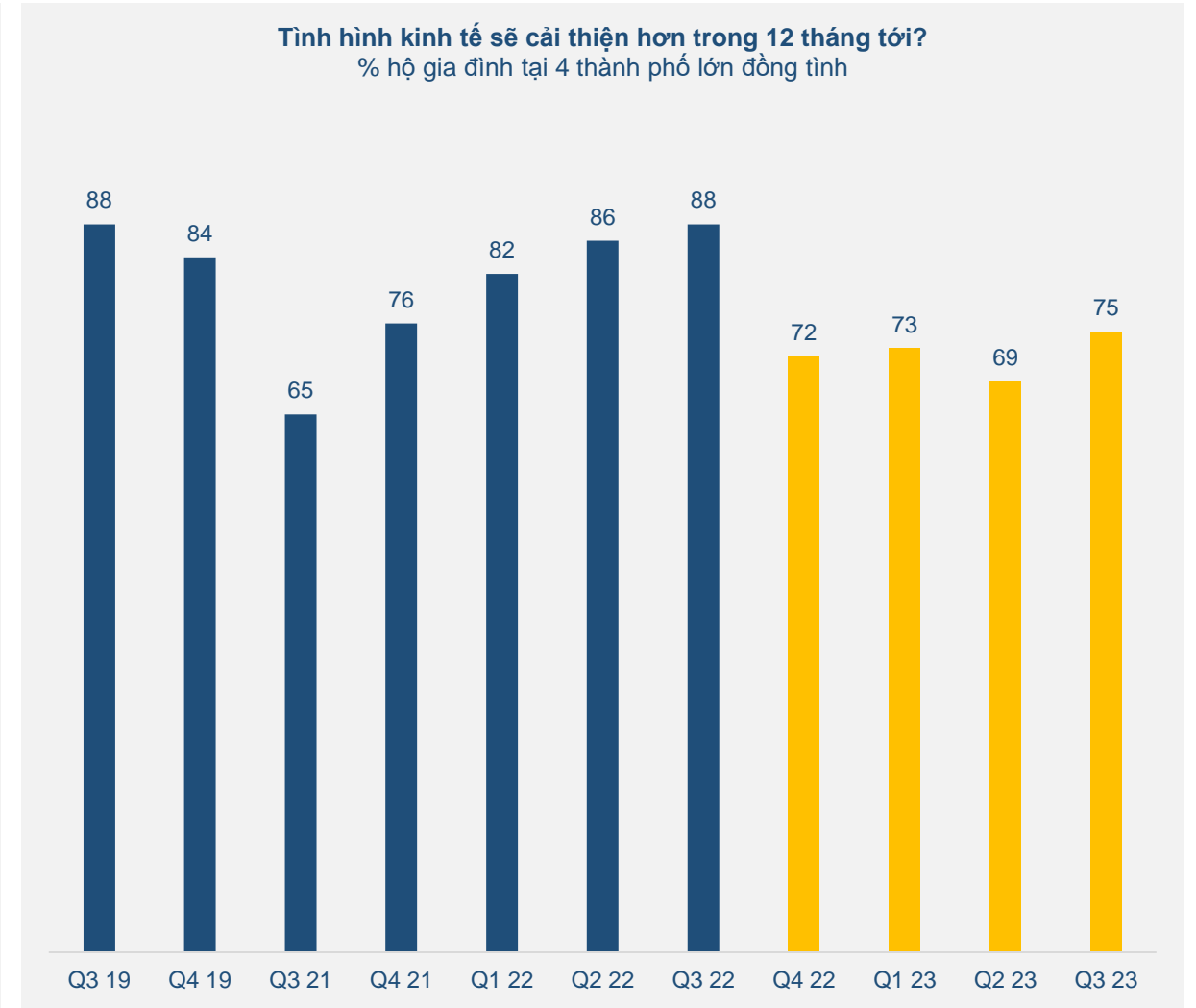
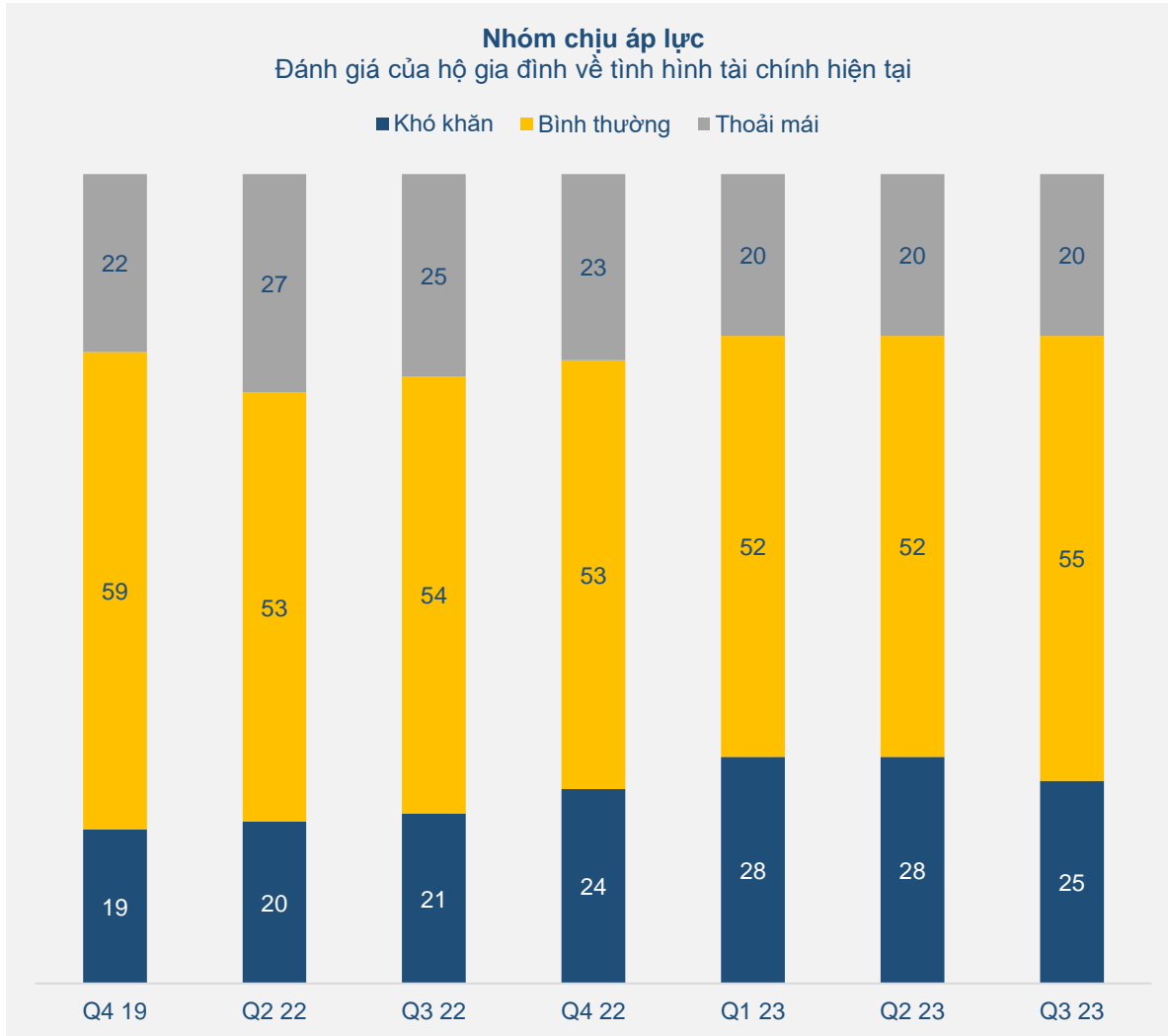
Nhìn lại năm 2023



Nguồn: S&P, GSO

# Niềm tin tiêu dùng cải thiện nhưng vẫn thận trọng

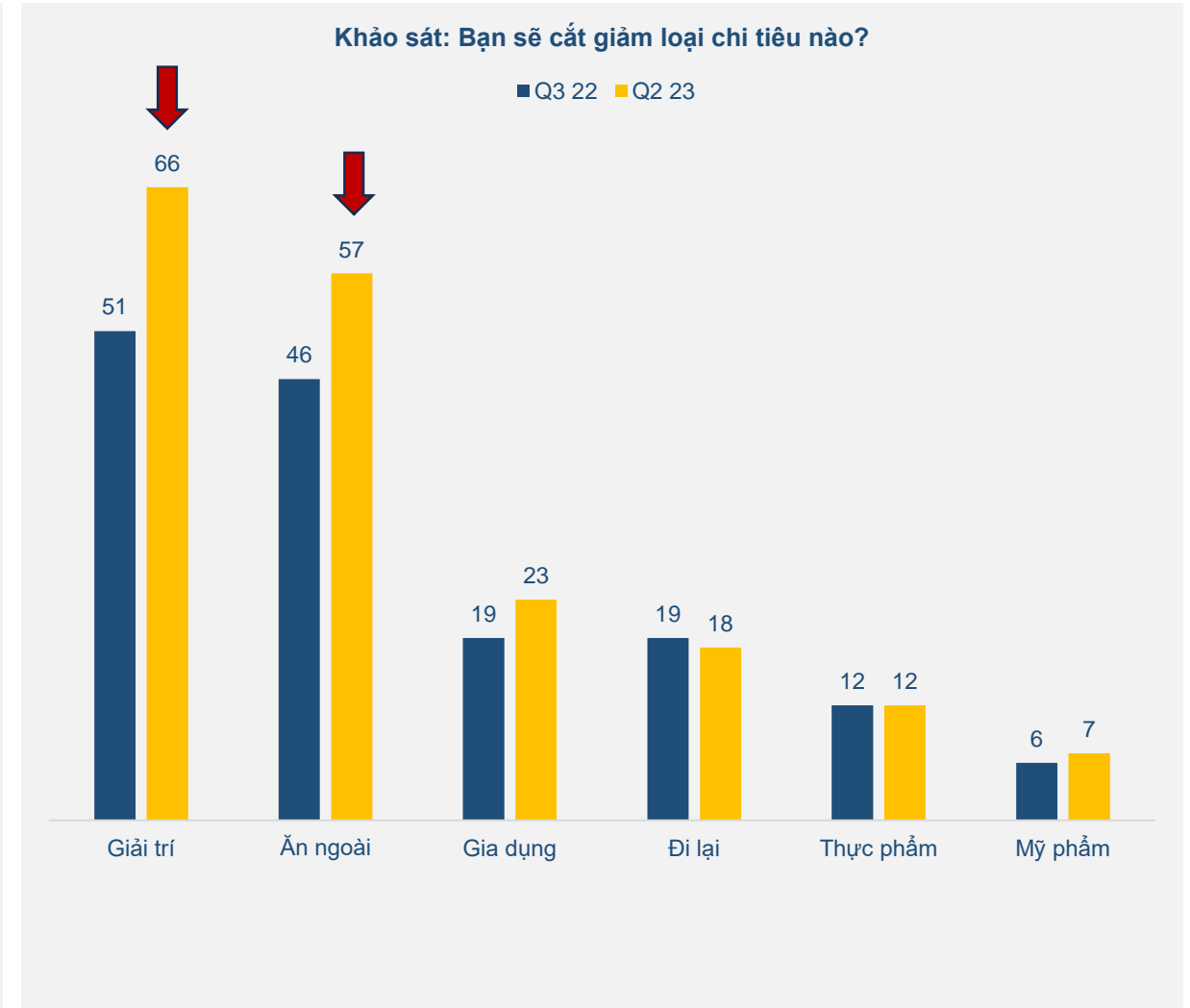
Nhìn lại năm 2023



Nguồn: Kantar

# Xu hướng cắt giảm chi tiêu không thiết yếu

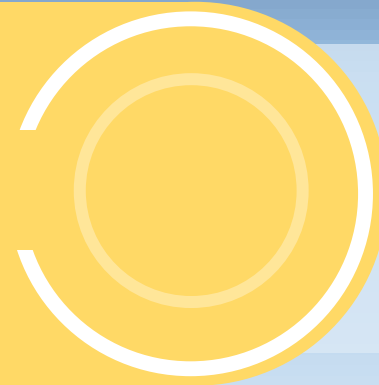
Nhìn lại năm 2023



Nguồn: Kantar

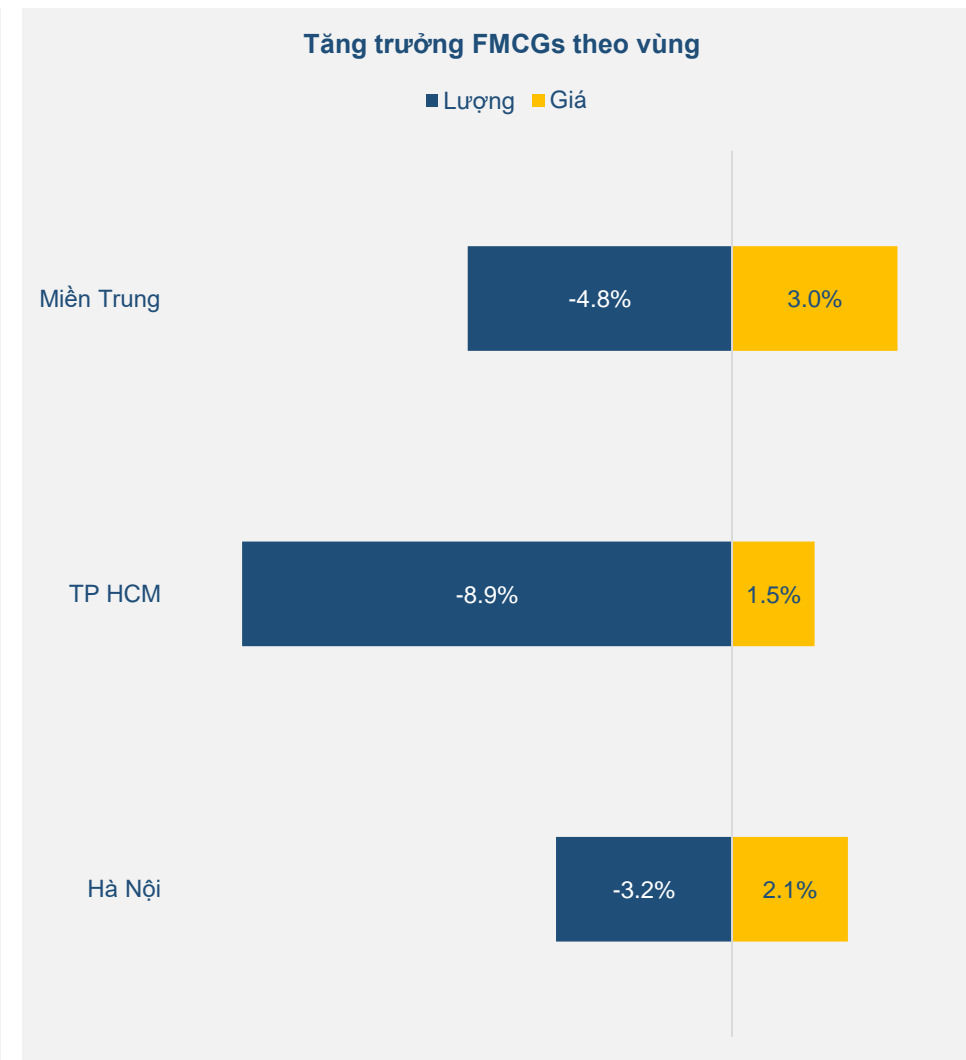
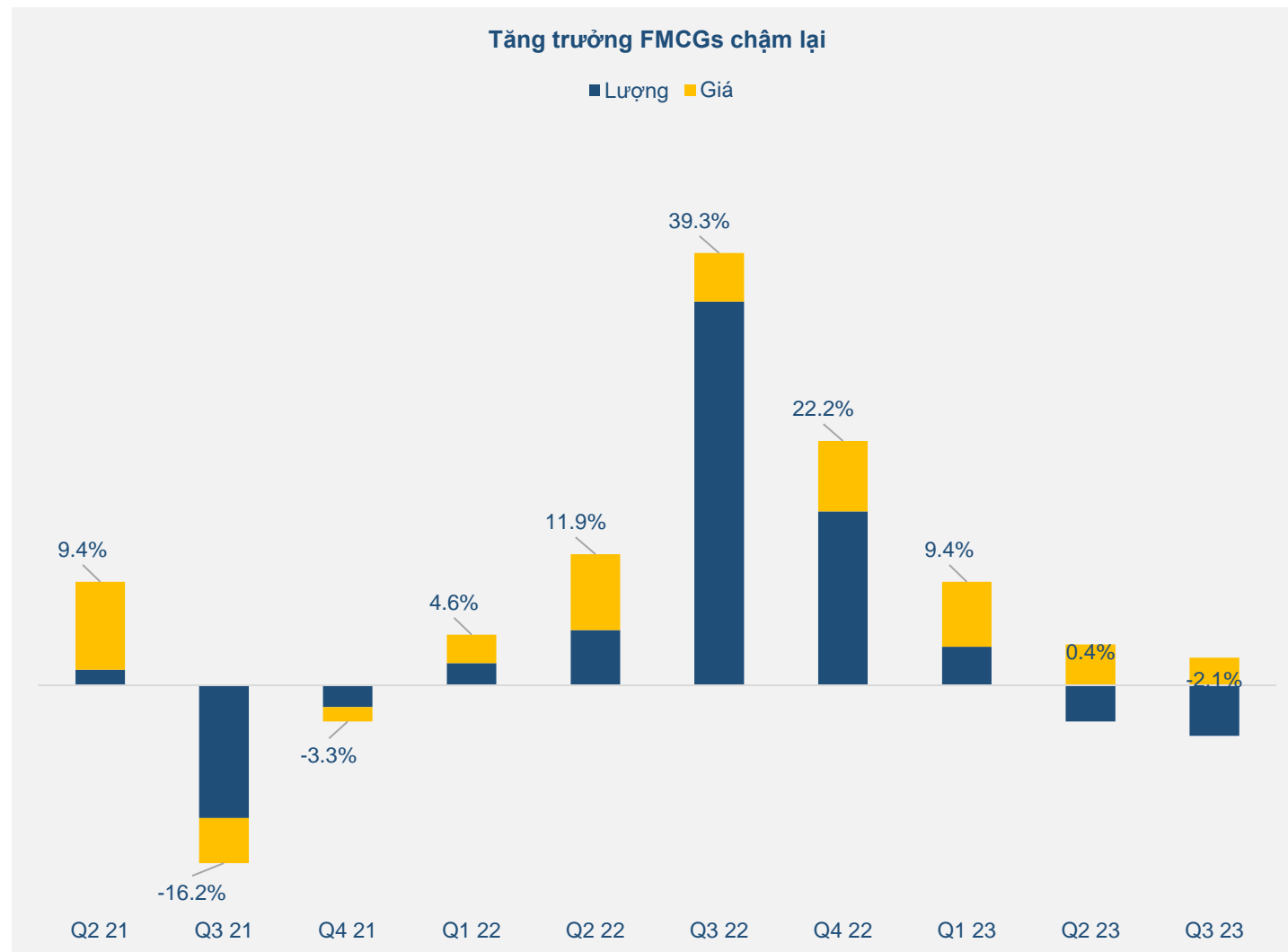


**Ngành Hàng tiêu dùng nhanh**



# Tiêu thụ FMCGs giảm tốc từ Q2.2023

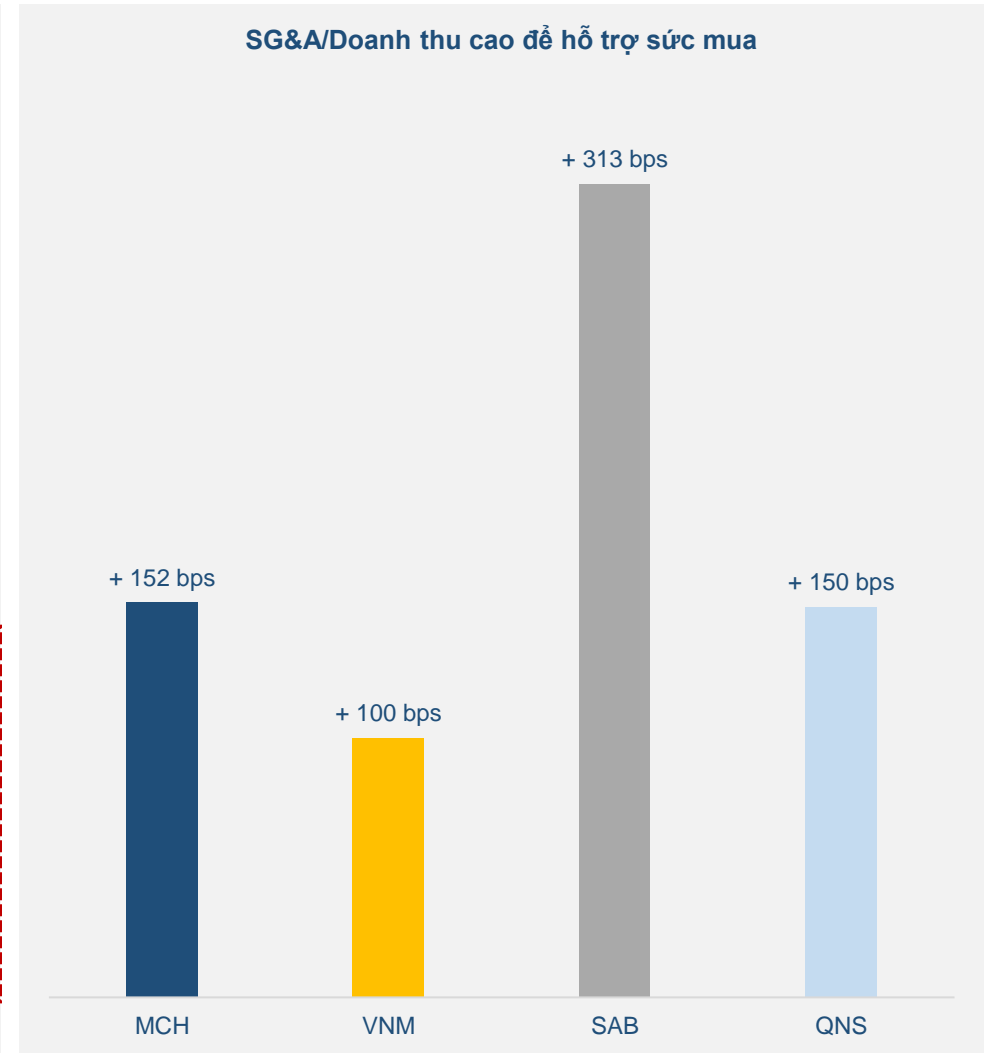
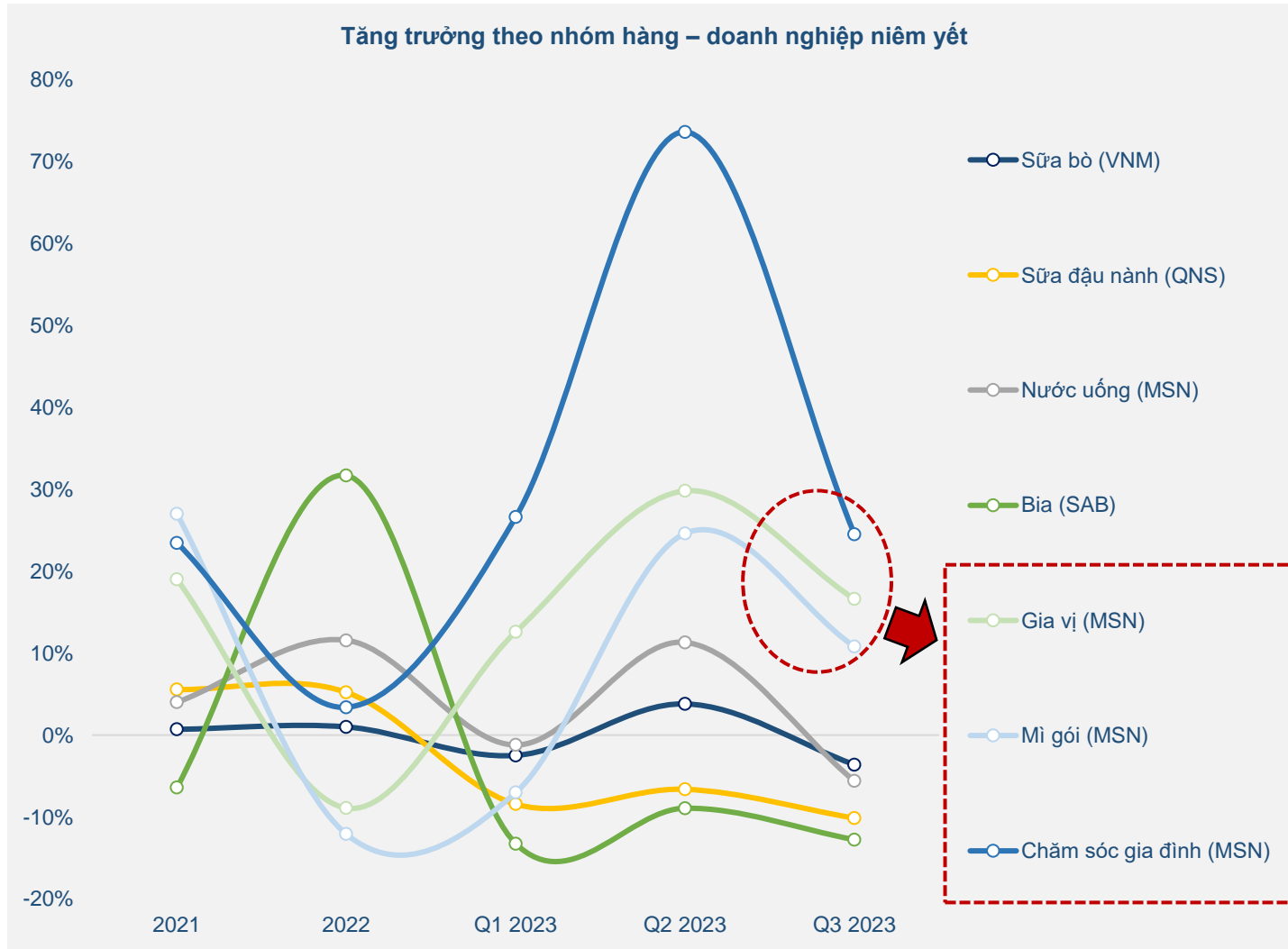
Nhìn lại năm 2023



Nguồn: AC Nielsen

# Tăng trưởng phân hoá theo nhóm hàng, tiêu dùng tại nhà lên ngôi

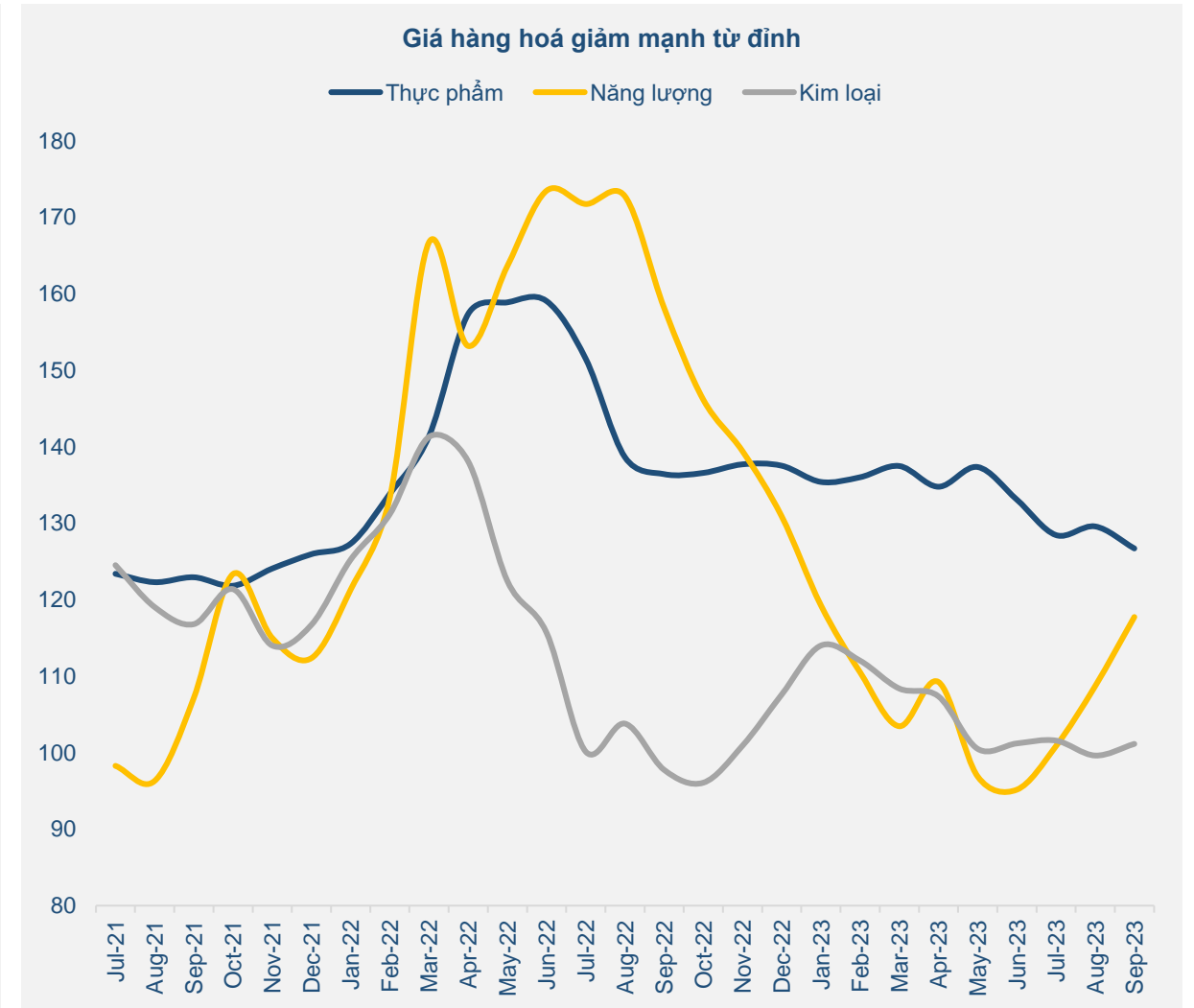
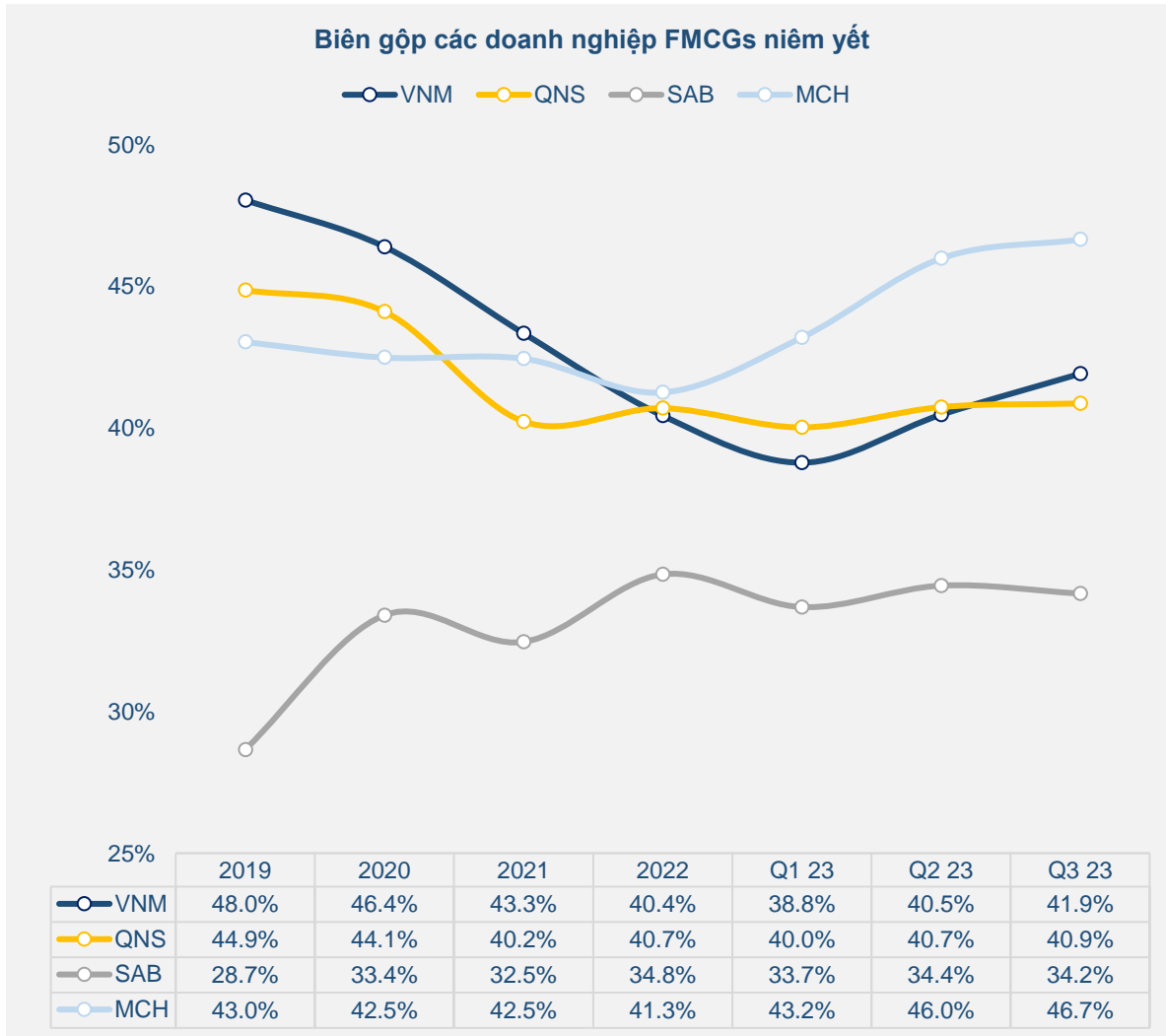
Nhìn lại năm 2023



Nguồn: BVSC tổng hợp

# Biên lợi nhuận nhóm FMCGs đang phục hồi mạnh mẽ nhờ giá đầu vào giảm

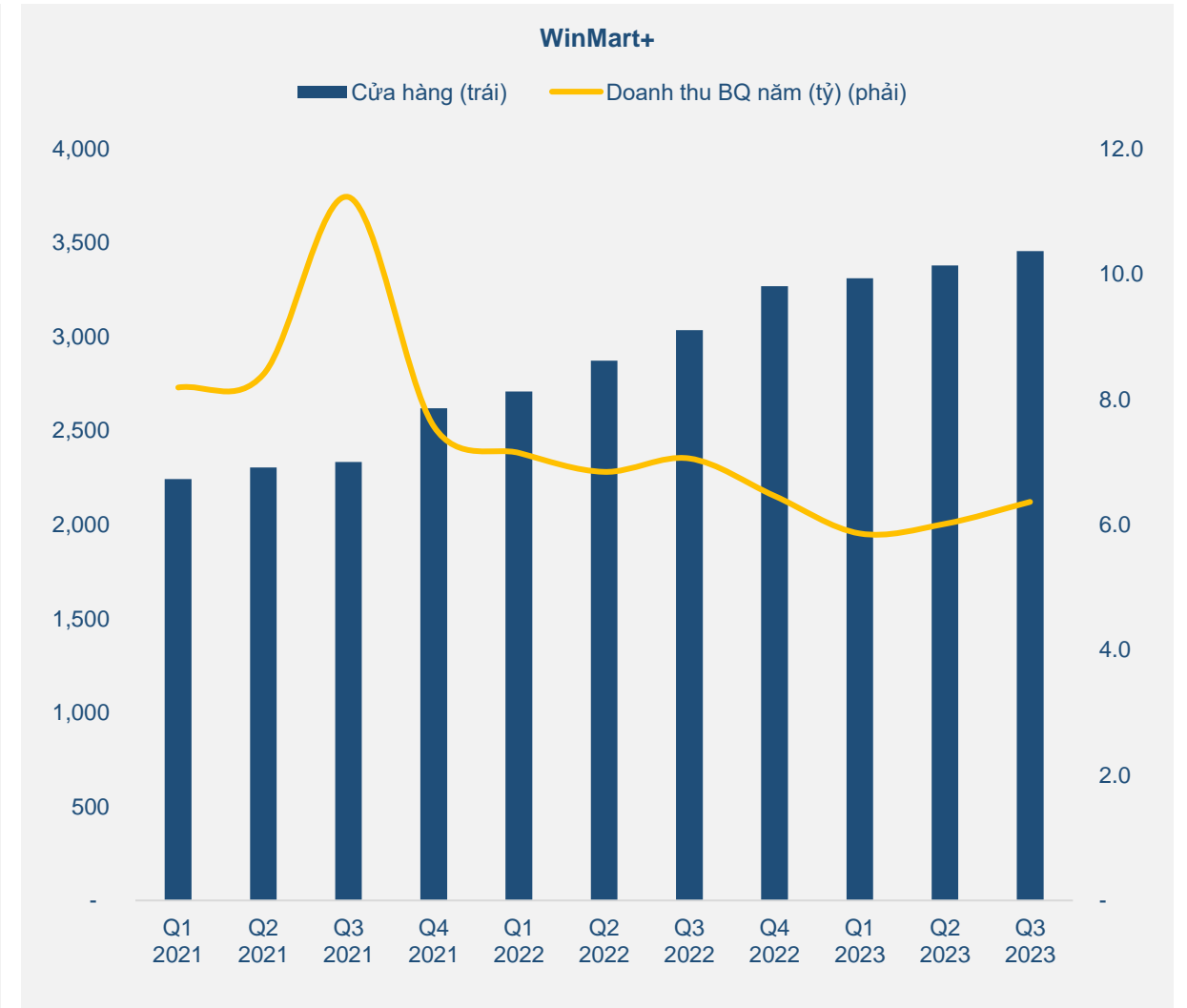
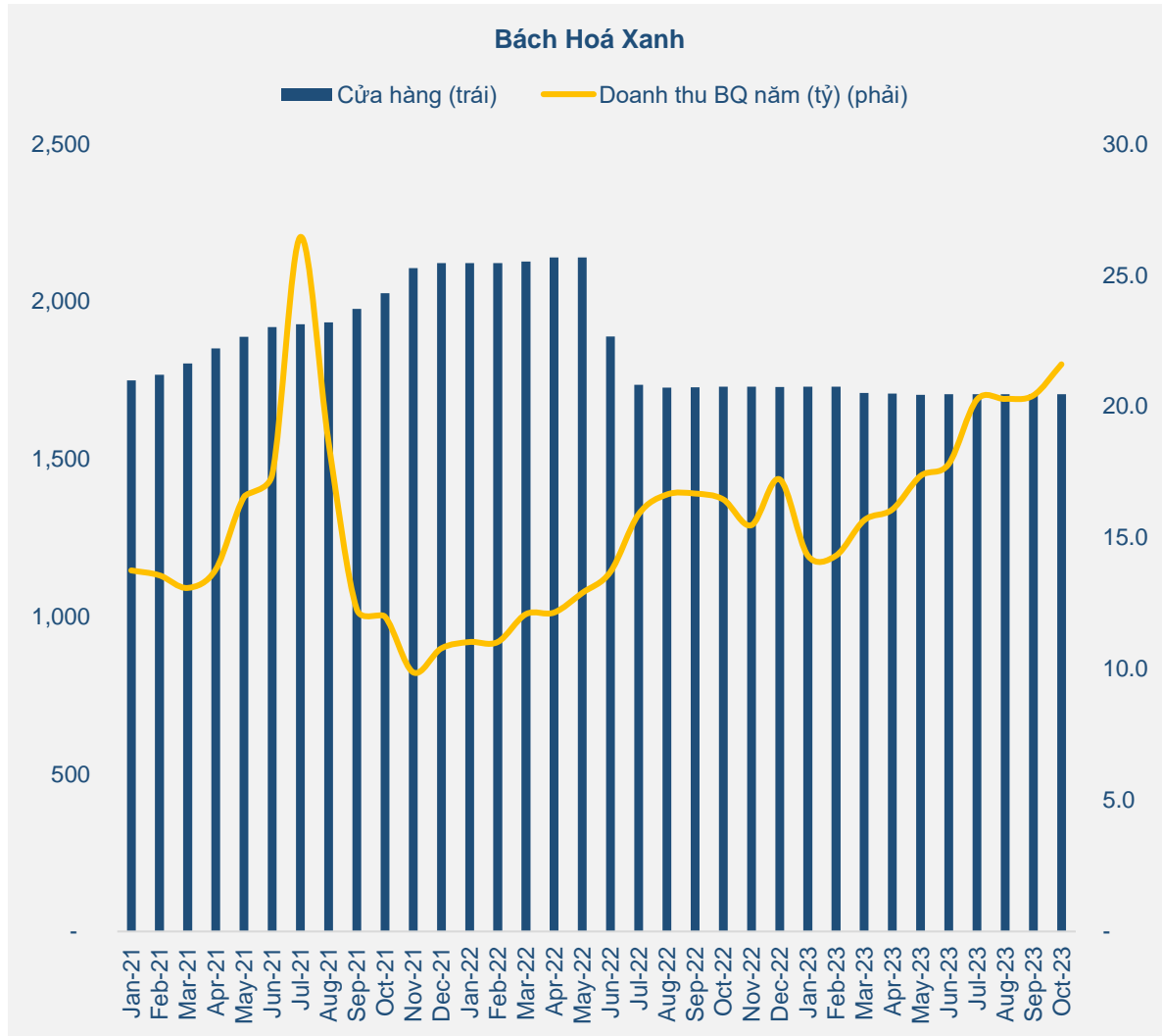
Nhìn lại năm 2023



Nguồn: BVSC tổng hợp

# Các nhà bán lẻ tạp hoá thận trọng hơn trong mở rộng hệ thống ...

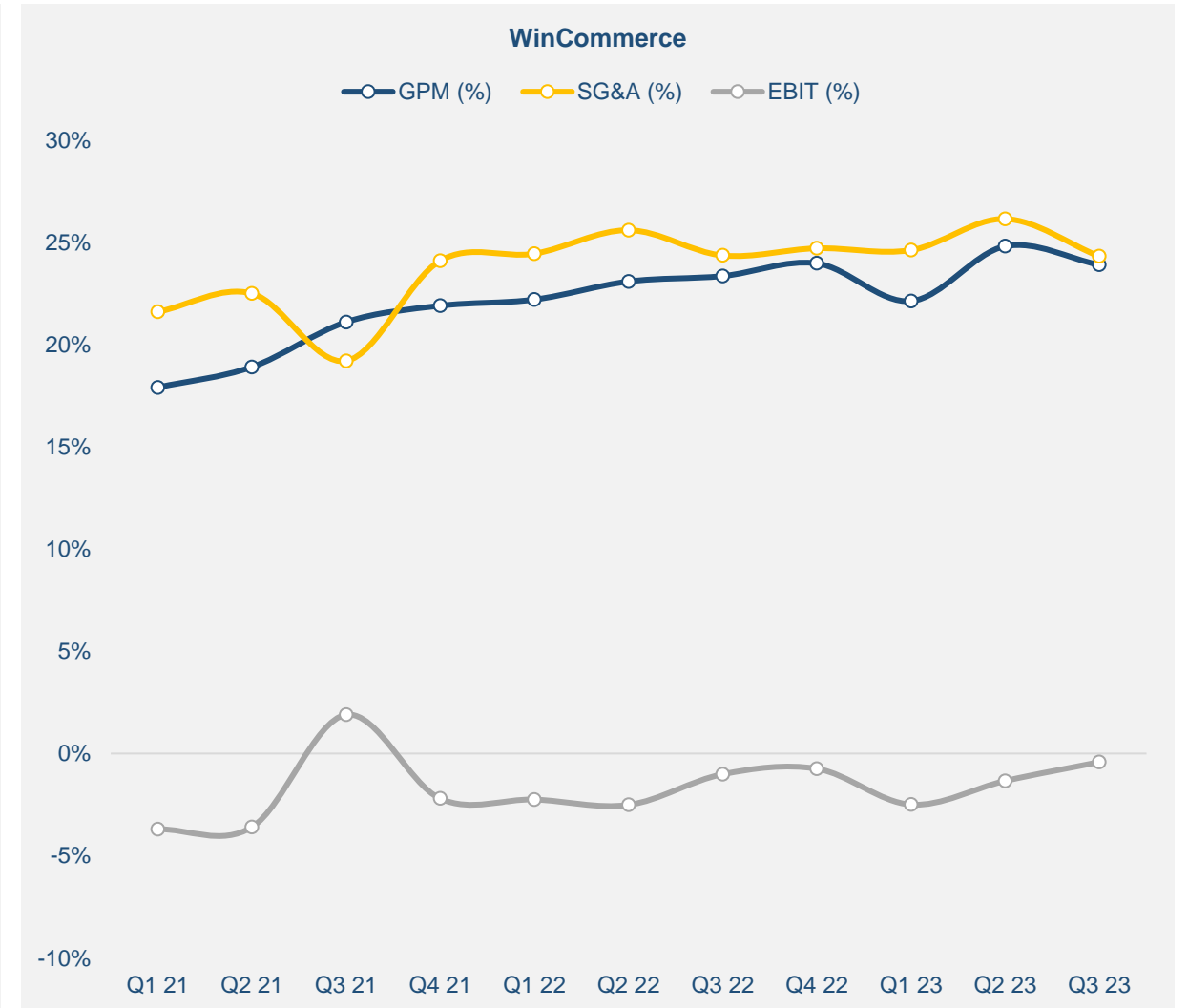
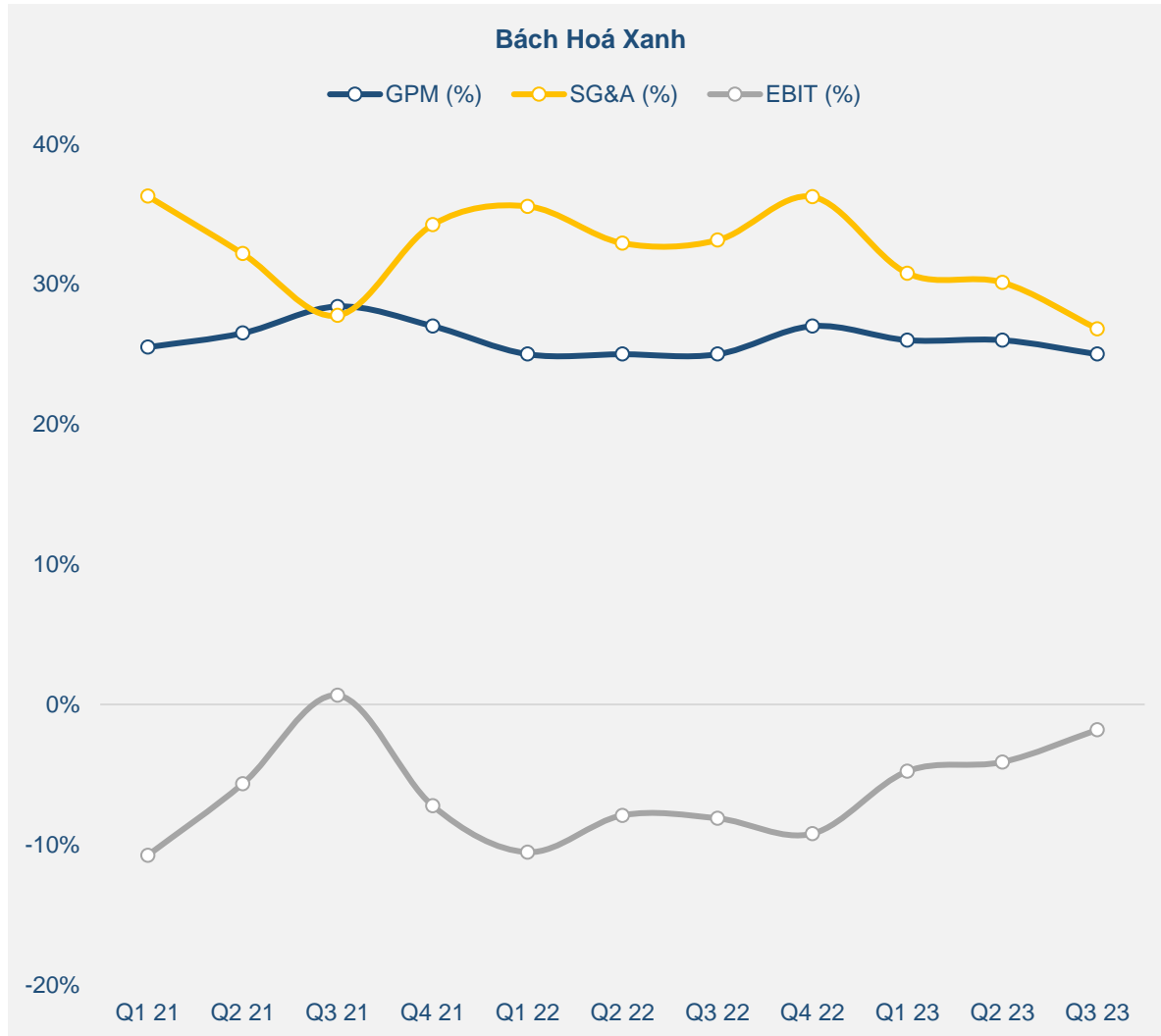
Nhìn lại năm 2023



Nguồn: BVSC tổng hợp

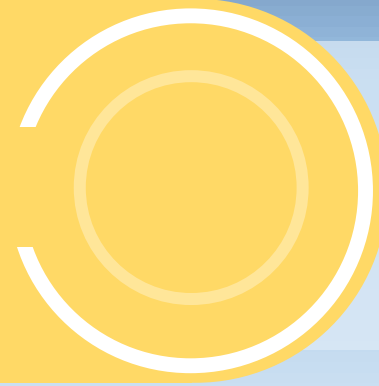
## ... và hướng đến ngưỡng hoà vốn nhờ tối ưu hoá chi phí vận hành

Nhìn lại năm 2023



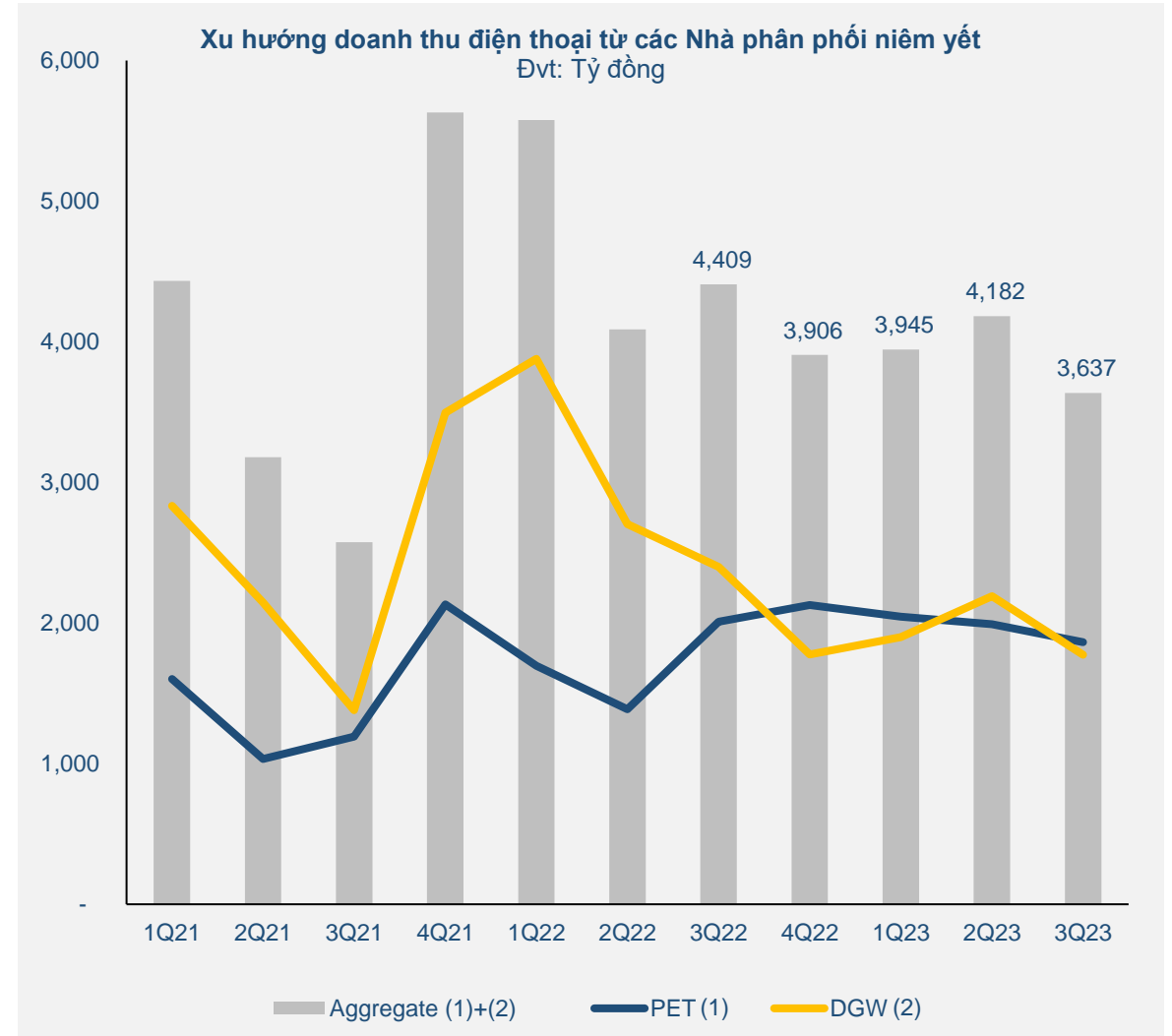
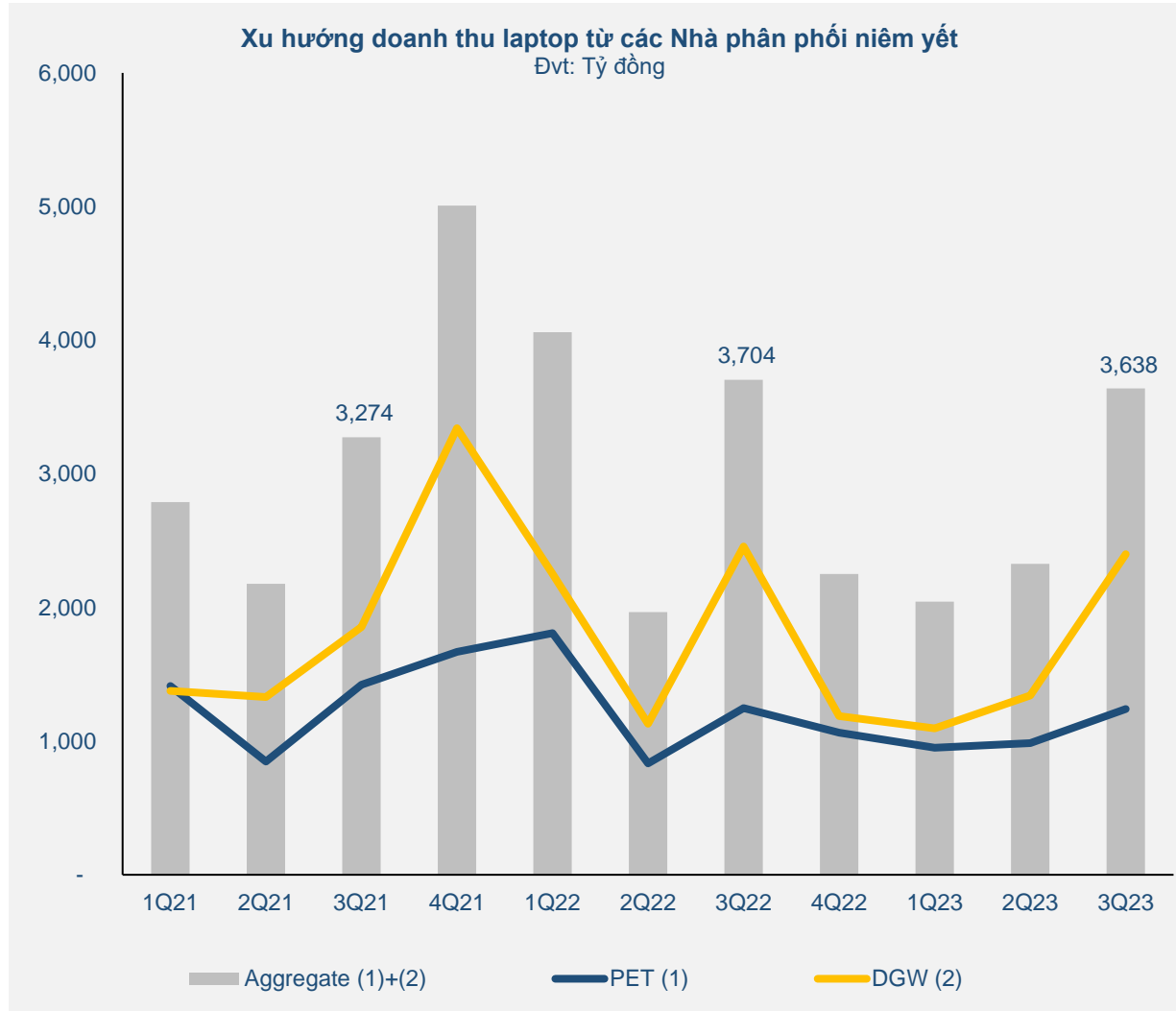
Nguồn: BVSC tổng hợp

**Ngành Hàng không thiết yếu**



## Xu hướng tiêu dùng không thiết yếu: Góc nhìn từ DN phân phối

Nhu cầu điện thoại tiếp tục giảm tốc, đạt mức thấp nhất nhiều năm trong Q3/2023. Nhu cầu laptop phục hồi tốt hơn do thay đổi xu hướng học tập và làm việc sau dịch

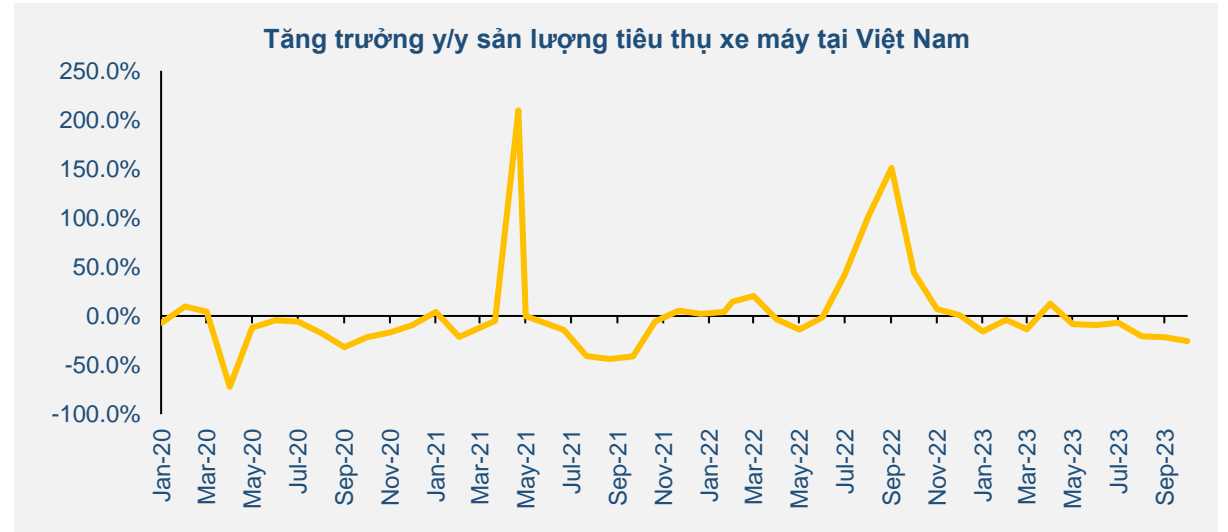
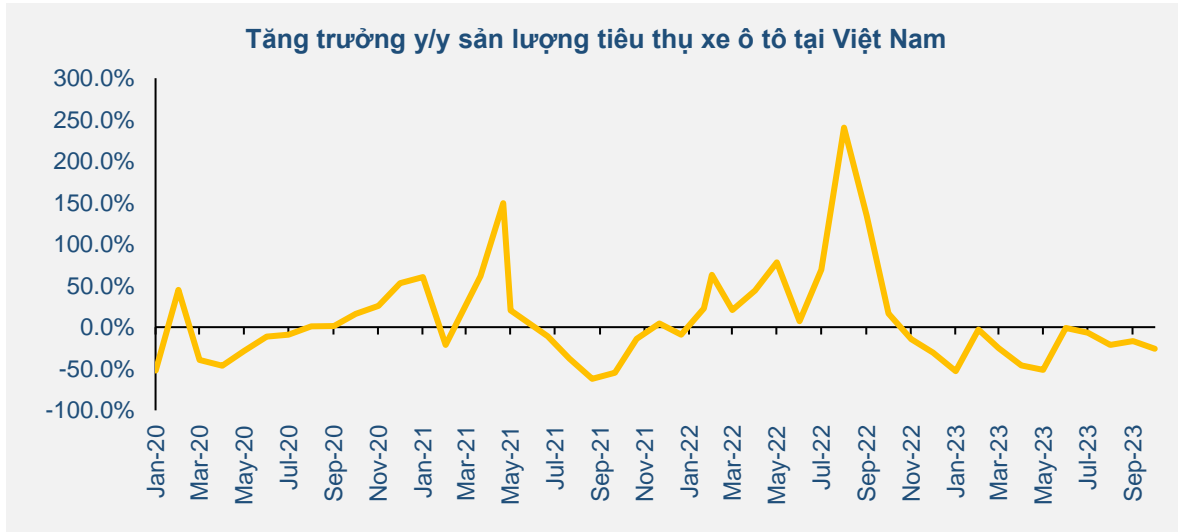
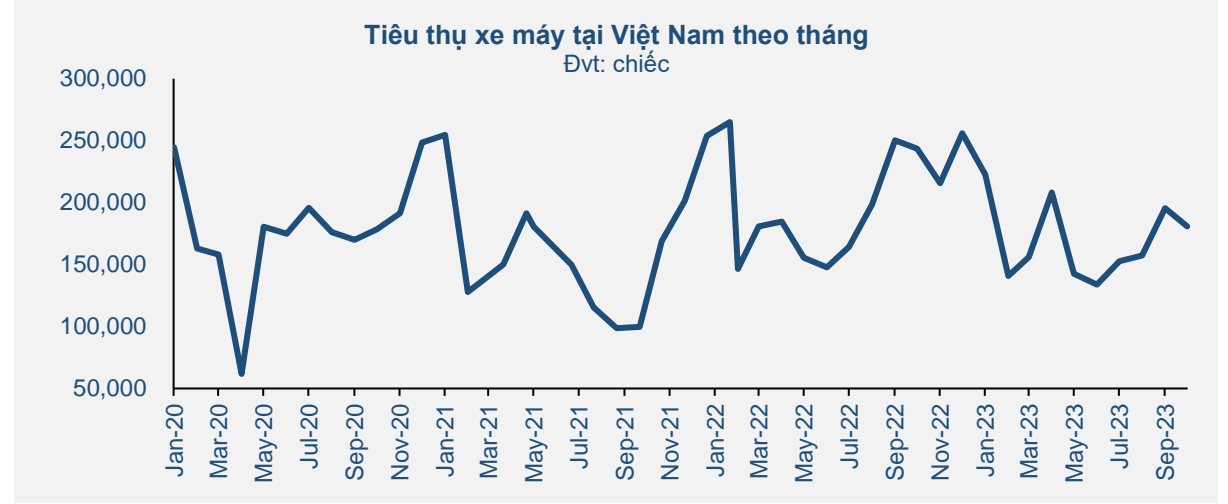
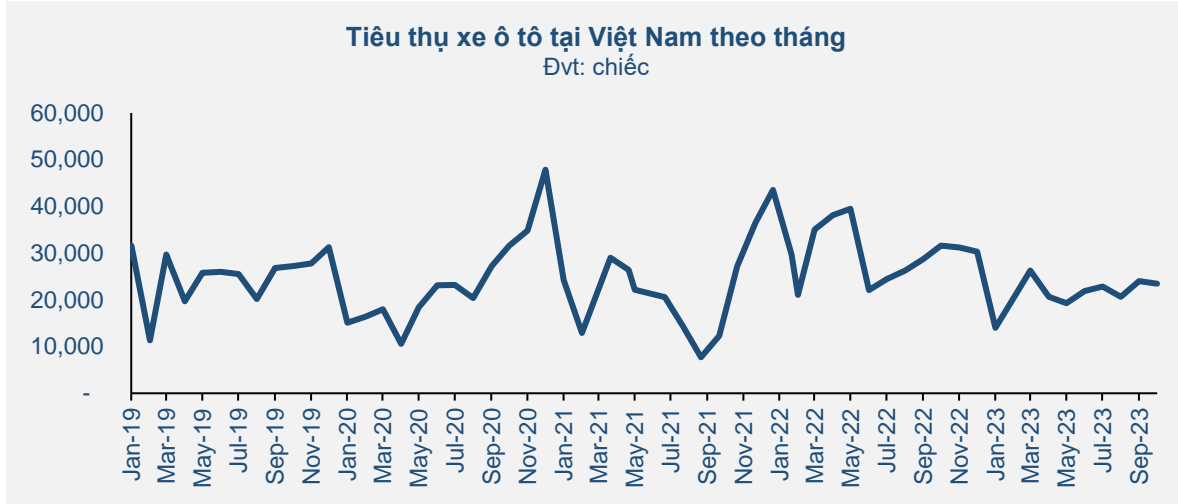


Nguồn: BVSC tổng hợp



# Xu hướng tiêu dùng không thiết yếu: Các sản phẩm khác

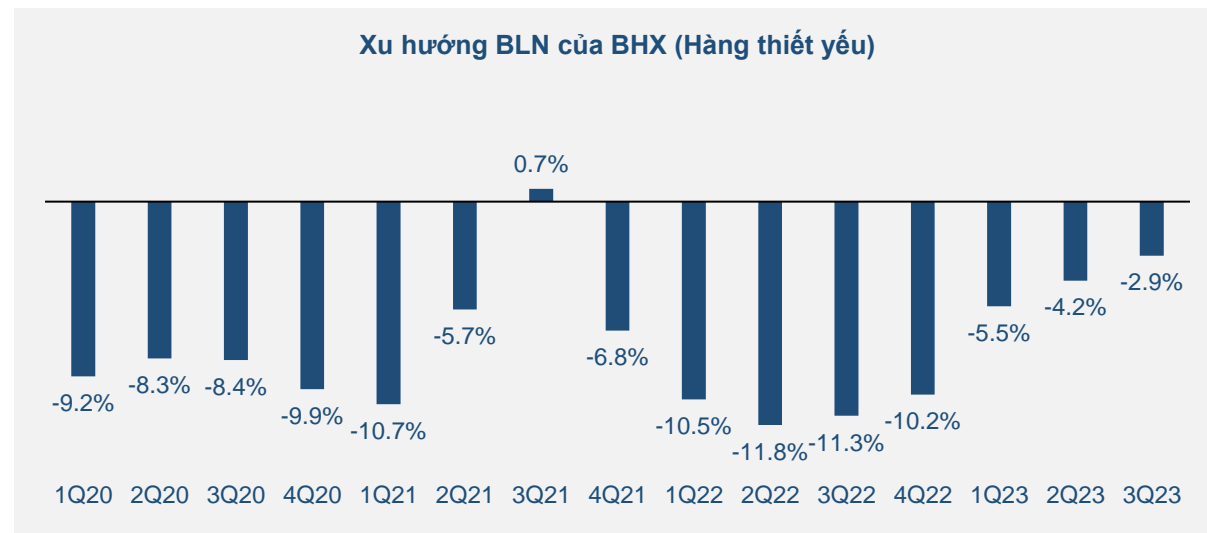
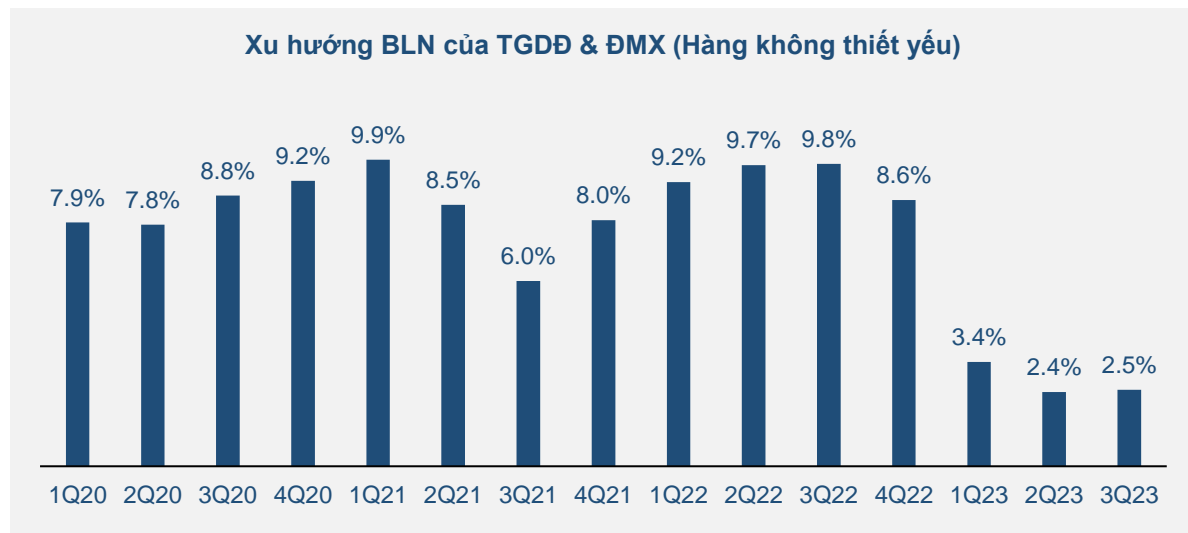
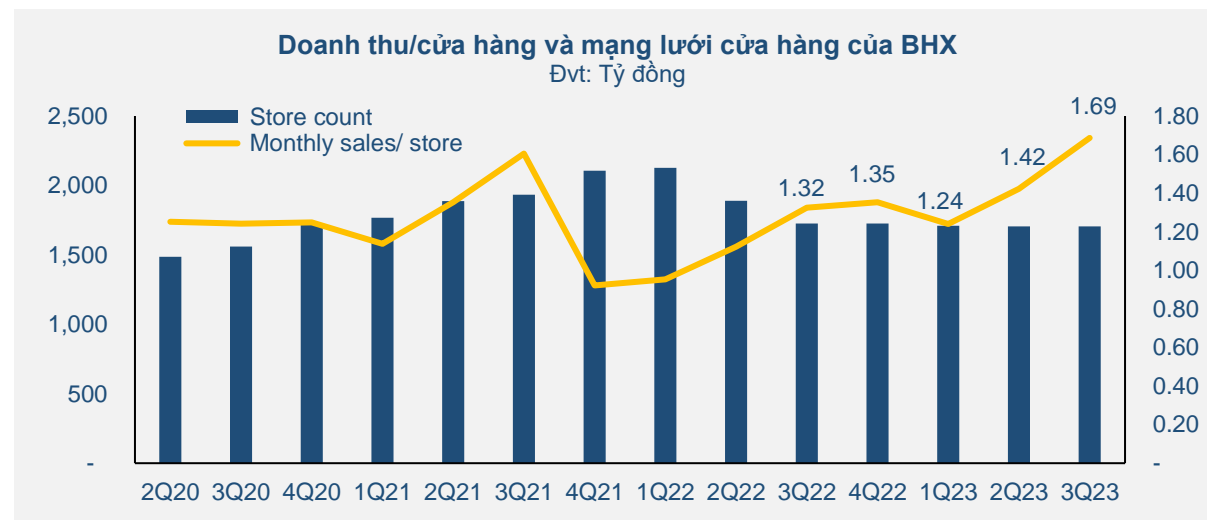
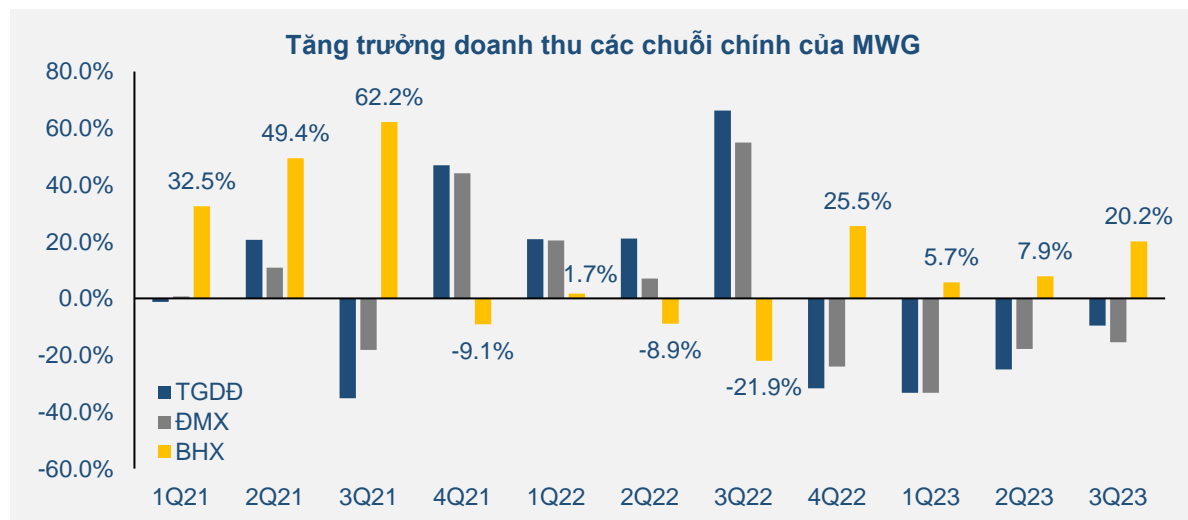
Nhu cầu xe ô tô và xe máy có phục hồi so với mức thấp đầu năm, nhưng vẫn duy trì ở mức thấp y/y



Nguồn: BVSC tổng hợp

## Xu hướng doanh thu và hiệu quả hoạt động: Góc nhìn từ các Nhà bán lẻ

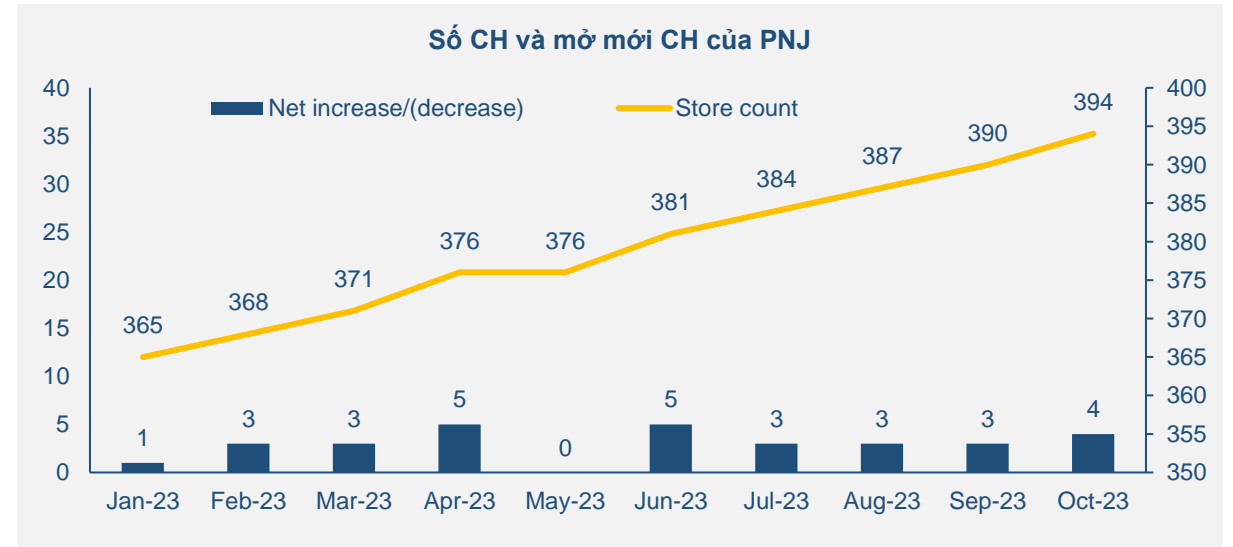
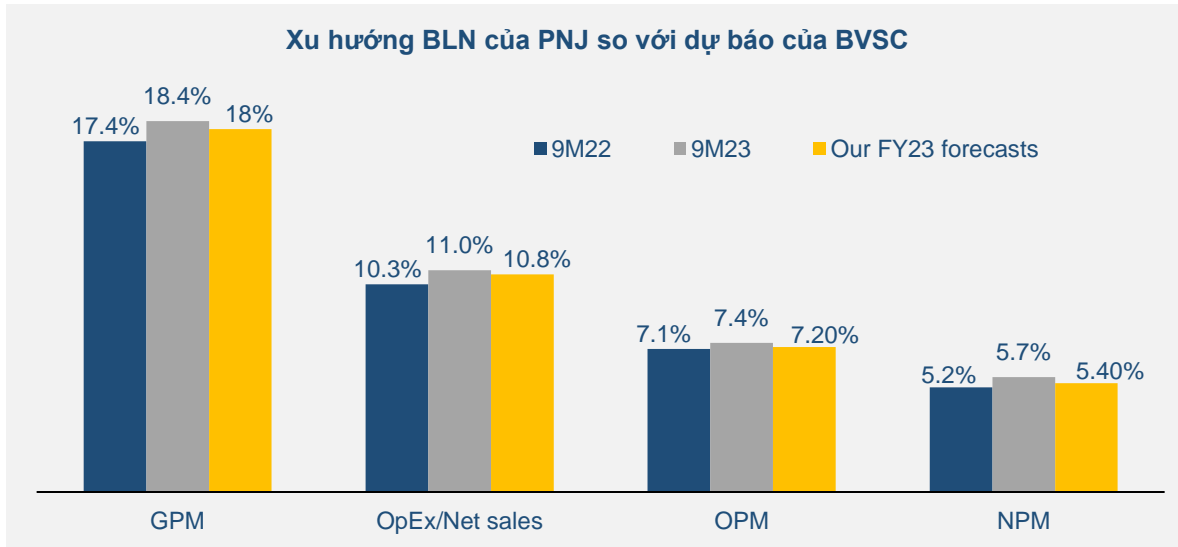
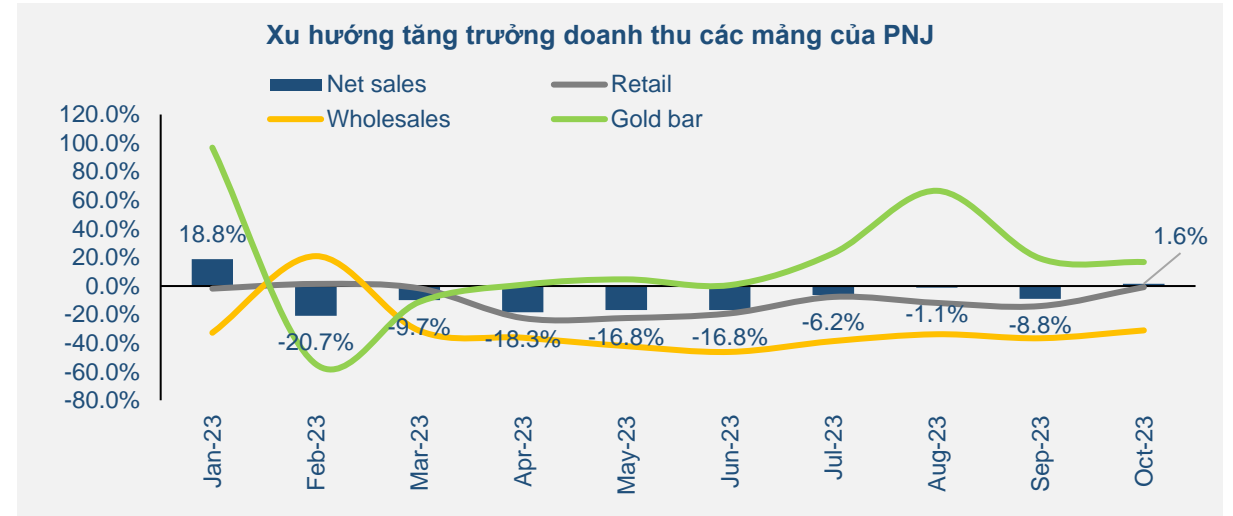
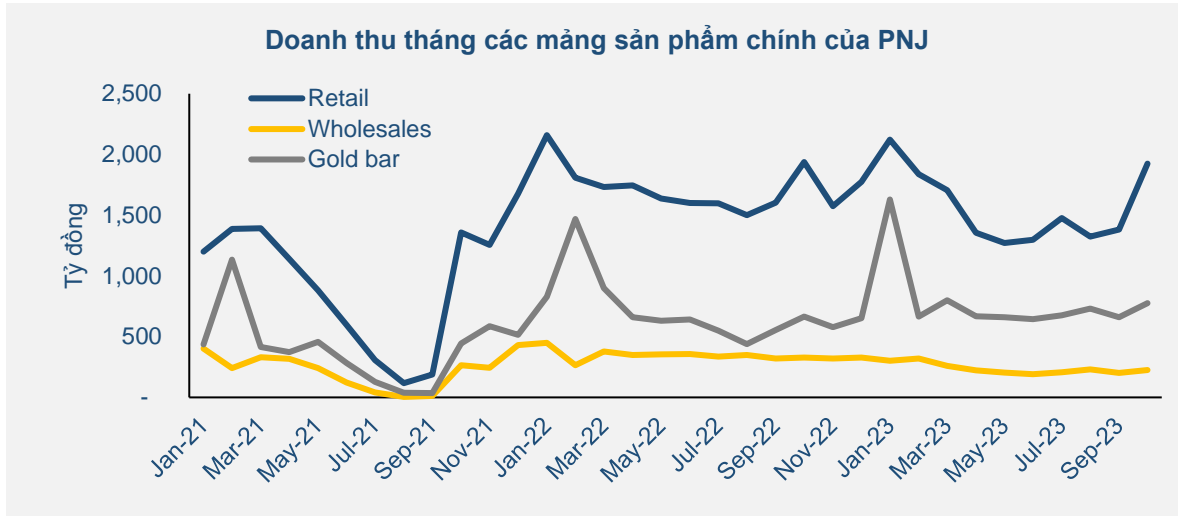
MWG: Doanh thu và lợi nhuận MCE sụt giảm mạnh do nhu cầu yếu, phần nào bù đắp bởi mở rộng thị phần, có lợi cho dài hạn. BHX (hàng thiết yếu) tiến triển tích cực



Nguồn: BVSC tổng hợp

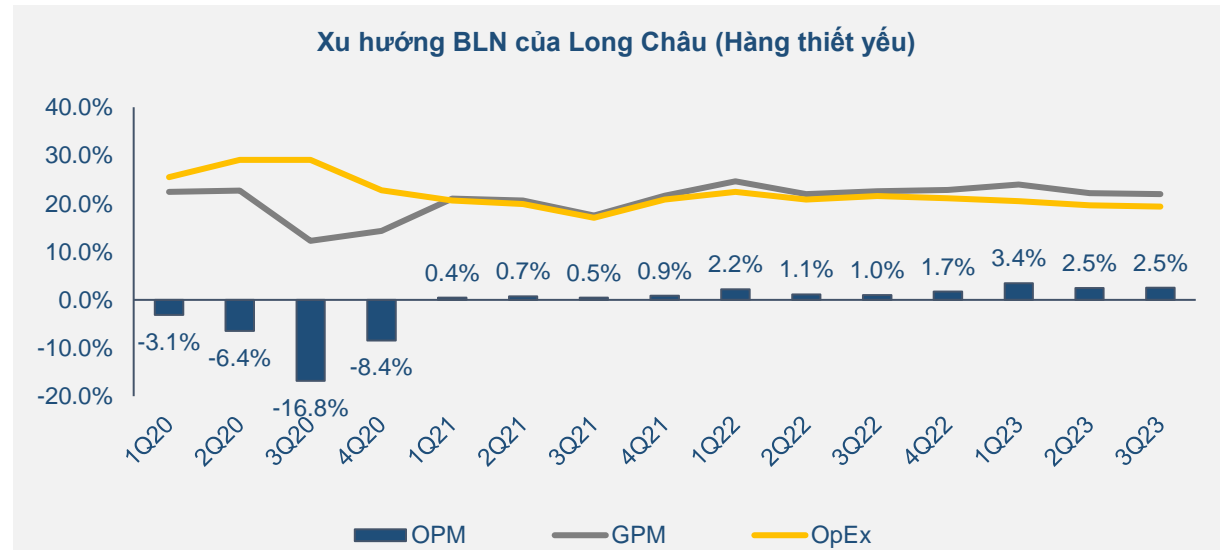
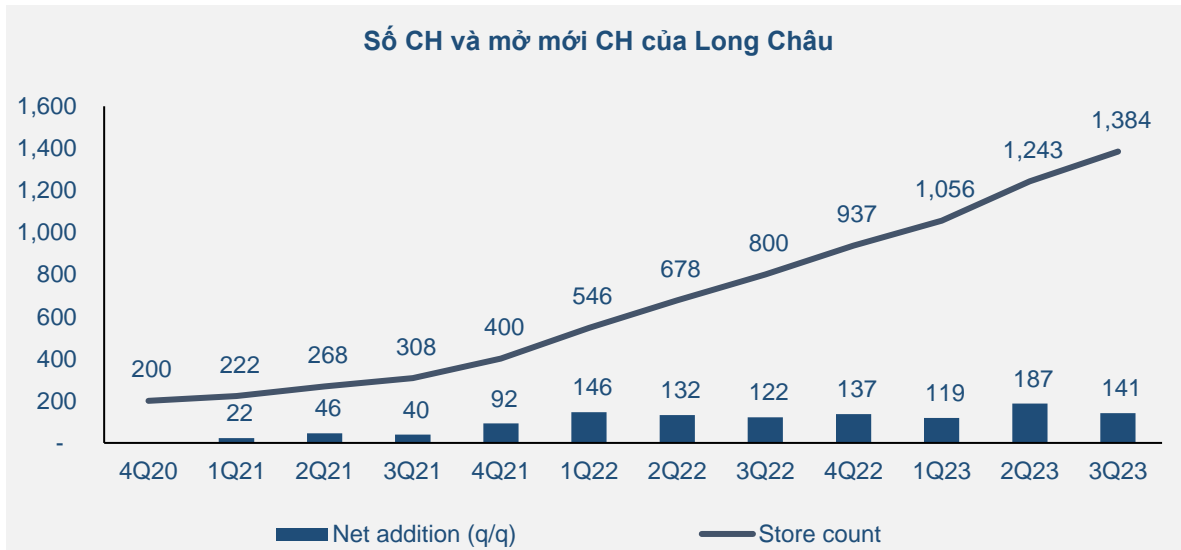
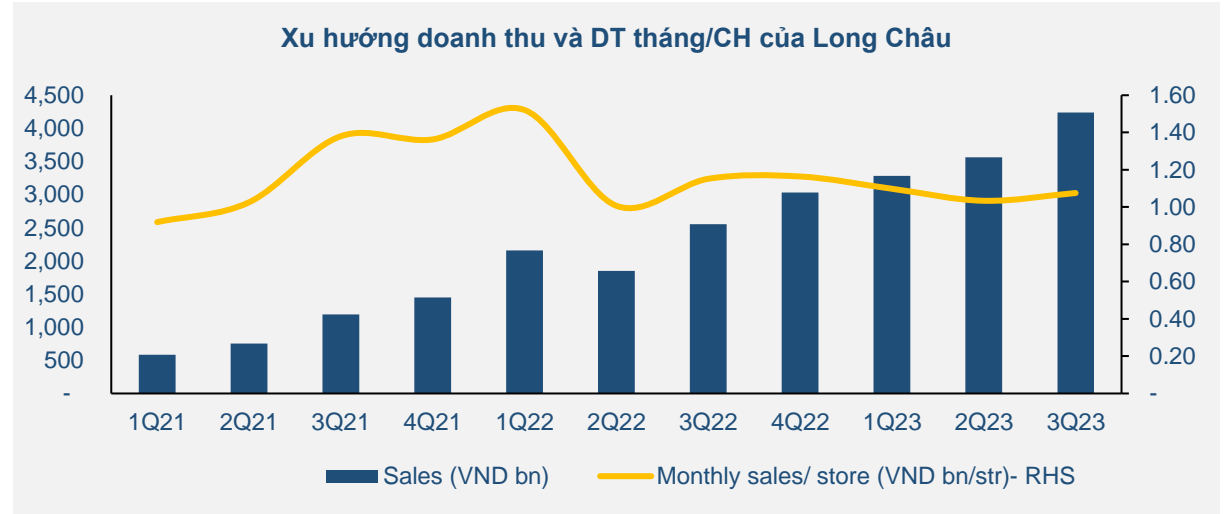
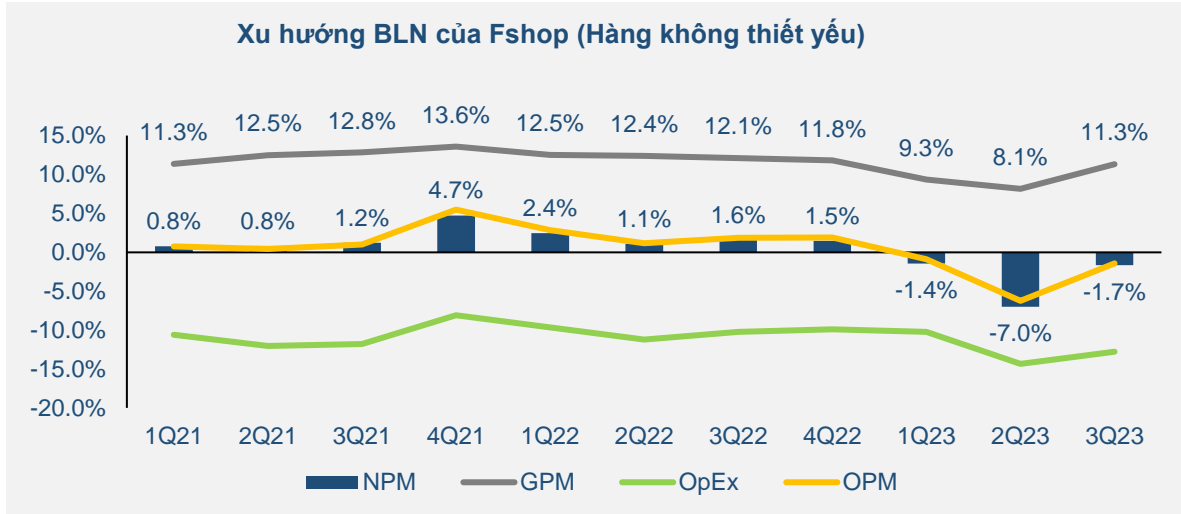
# Xu hướng doanh thu và hiệu quả hoạt động: Góc nhìn từ các Nhà bán lẻ

PNJ: Mở rộng thị phần trong bối cảnh khó khăn nhờ lợi thế vận hành và tài chính. Thực thi đúng chiến lược giúp duy trì lợi nhuận lành mạnh



# Xu hướng doanh thu và hiệu quả hoạt động: Góc nhìn từ các Nhà bán lẻ

FRT: Long Châu tiếp tục duy trì doanh thu và LN vững chắc, bất chấp việc mở cửa hàng tích cực; Mạng ICT – Lỗ thu hẹp đáng kể





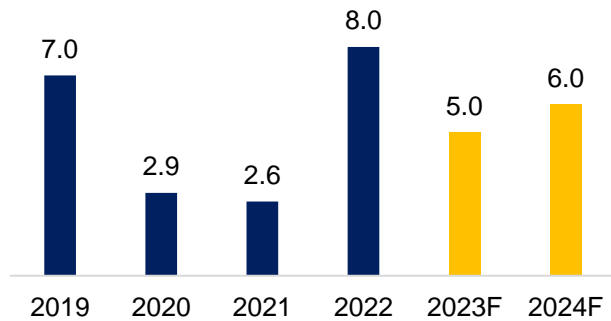
# Triển vọng 2024

# Kỳ vọng tiêu dùng khởi sắc hơn, đặc biệt là từ nửa sau 2024

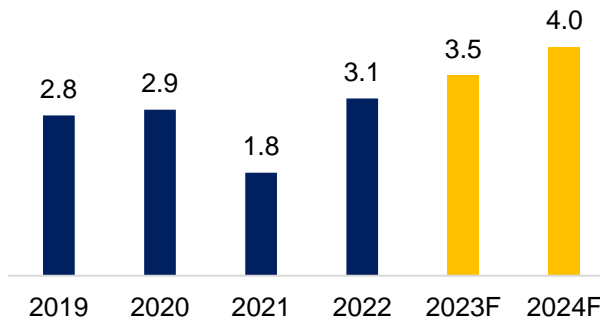
Dự báo vĩ mô



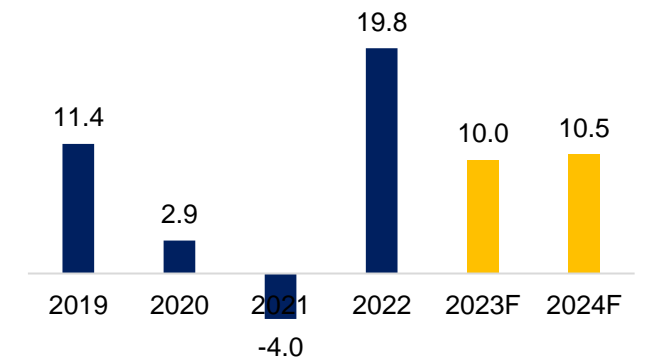
GDP



Lạm phát



Tổng mức bán lẻ

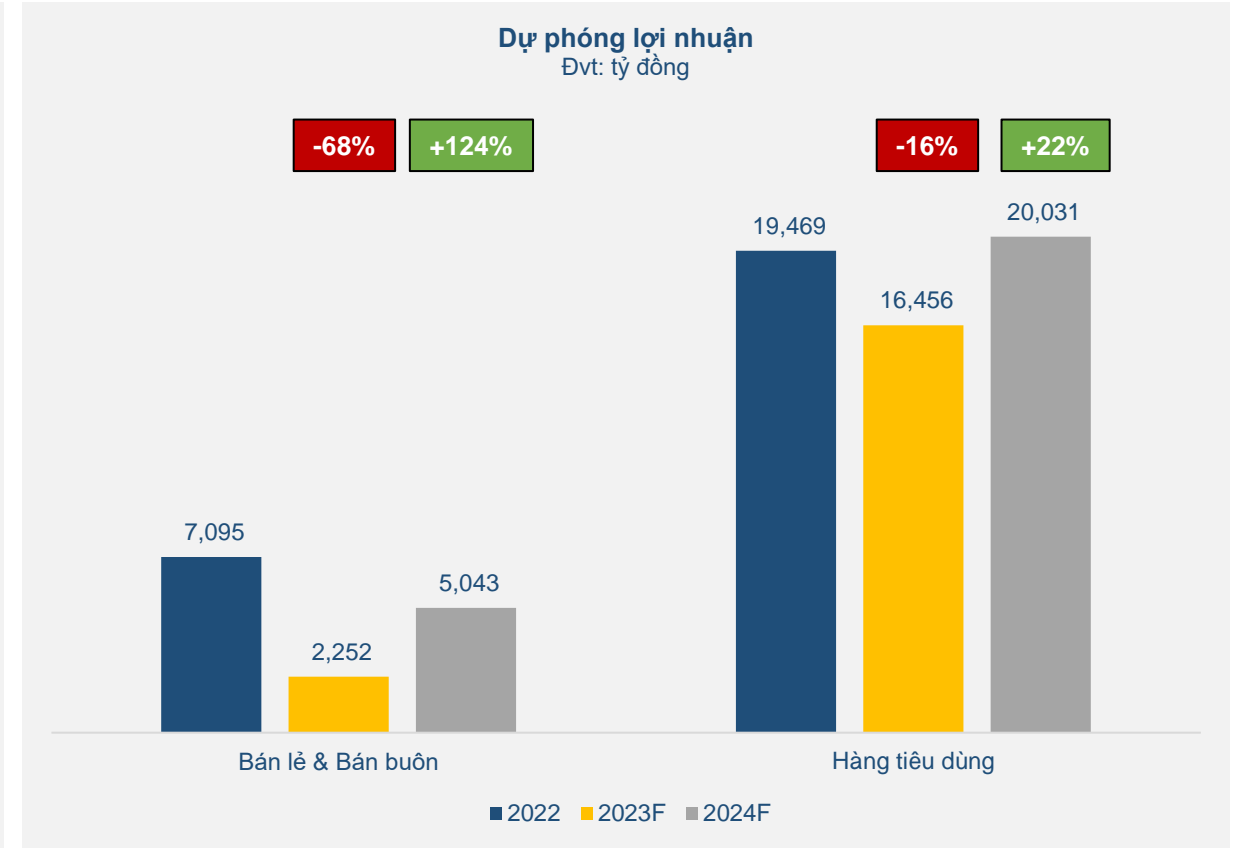
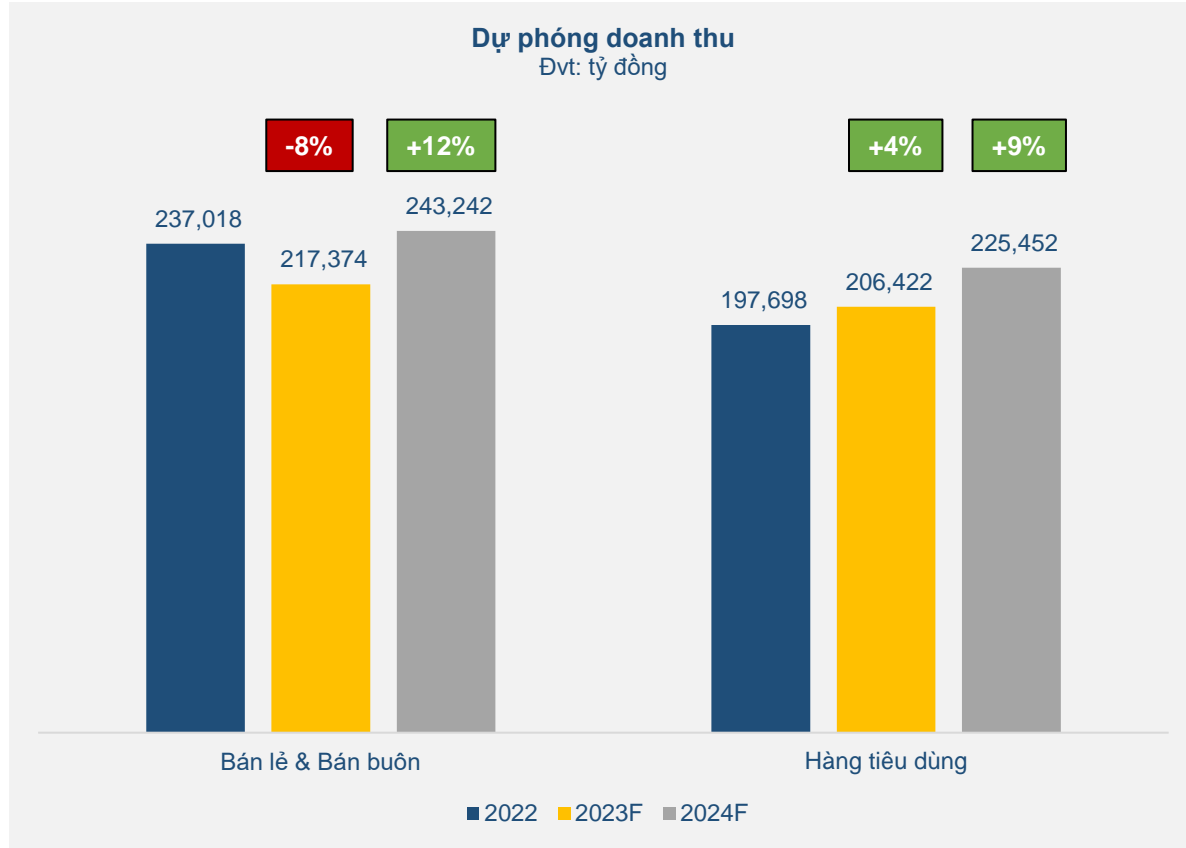


## Quan điểm chung của Ban lãnh đạo các doanh nghiệp niêm yết:

- Người tiêu dùng thận trọng trong chi tiêu, hàng thiết yếu vững vàng, hàng không thiết yếu cần thêm thời gian để phục hồi.
- Kỳ vọng tiêu dùng cải thiện từ nửa sau 2024 với động lực từ nhu cầu xuất khẩu quay trở lại, công ăn việc làm cải thiện, môi trường lãi suất thấp, tăng chi tiêu đầu tư công, v.v.

# Lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024

Triển vọng Q4 2023 và 2024



#### Quan điểm của BVSC:

- Bán lẻ & Bán buôn: doanh thu tăng trưởng từ nền thấp, biên lợi nhuận phục hồi sau các đợt giải phóng tồn kho.
- Hàng tiêu dùng: biên lợi nhuận mở rộng nhờ giá đầu vào giảm, hàng ít thiết yếu hơn phục hồi từ nửa sau 2024.

Nguồn: BVSC dự báo

## Nhóm Hàng tiêu dùng nhanh: Giá đầu vào giảm, biên lợi nhuận tăng

Triển vọng Q4 2023 và 2024

(Tỷ đồng)	Doanh thu thuần (DTT)			Lợi nhuận sau thuế (LNST)			Tăng trưởng DTT			Tăng trưởng LNST		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
MCK	80.852	93.016	102.023	643	3.031	4.675	6,1%	15,0%	9,7%	-82,0%	371,5%	54,2%
MSN	59.930	61.689	64.290	8.943	9.742	10.609	0,0%	2,9%	4,2%	5,0%	8,9%	8,9%
VNM	10.227	11.145	11.273	2.117	2.152	2.029	23,9%	9,0%	1,1%	64,5%	1,6%	-5,7%
SAB	30.666	32.080	35.036	4.216	4.436	5.221	-12,3%	4,6%	9,2%	-19,3%	5,2%	17,7%

MCK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside (%)	Điểm nhấn đầu tư
MSN	OUTPERFORM	81.000	20,9%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cơ cấu tài chính cải thiện, chi phí tài chính giảm.</li> <li>MCH dẫn dắt tăng trưởng; WCM, MML, MHT giảm lỗ so với 2023.</li> </ul>
VNM	OUTPERFORM	77.500	14,6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ngành Sữa quay lại quỹ đạo tăng trưởng nhẹ.</li> <li>Biên gộp mở rộng 110 bps so với 2023 nhờ giá sữa bột giảm.</li> </ul>
QNS	OUTPERFORM	54.000	17,9%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cung – cầu thế giới hỗ trợ giá đường ở mức cao. Ngành Đường tiếp tục đóng góp lợi nhuận đáng kể.</li> <li>Biên lợi nhuận sữa đậu nành cải thiện nhẹ nhờ giá đậu giảm.</li> </ul>
SAB	OUTPERFORM	74.500	18,3%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tiêu thụ bia hồi phục từ nửa sau 2024.</li> <li>Biên lợi nhuận bắt đầu vào chu kỳ hồi phục nhờ giá nhôm và lúa mạch giảm.</li> </ul>

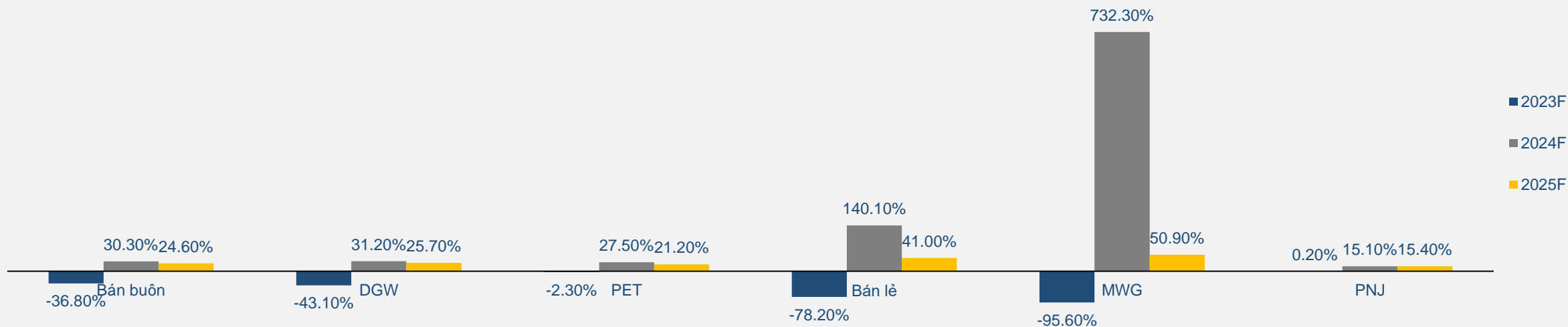


# Hàng không thiết yếu - Dự báo 2023-25 – Câu chuyện phục hồi

Triển vọng 2023-25

(Tỷ đồng)	Doanh thu thuần (DTT)			Lợi nhuận sau thuế (LNST)			Tăng trưởng DTT			Tăng trưởng LNST		
MCK	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
<b>Bán buôn</b>	<b>36.283</b>	<b>42.616</b>	<b>48.981</b>	<b>511</b>	<b>666</b>	<b>830</b>	<b>-7,4%</b>	<b>17,5%</b>	<b>14,9%</b>	<b>-36,8%</b>	<b>30,3%</b>	<b>24,6%</b>
DGW	19.513	22.185	25.160	389	510	641	-9,2%	13,7%	13,4%	-43,1%	31,2%	25,7%
PET	16.770	20.431	23.821	122	156	189	-5,1%	21,8%	16,6%	-2,3%	27,5%	21,2%
<b>Bán lẻ</b>	<b>180.580</b>	<b>202.555</b>	<b>223.131</b>	<b>1.826</b>	<b>4.383</b>	<b>6.180</b>	<b>-8,5%</b>	<b>12,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>-78,2%</b>	<b>140,1%</b>	<b>41,0%</b>
MWG	117.671	129.795	142.491	270	2.248	3.393	-11,8%	13,7%	9,8%	-95,6%	732,3%	50,9%
PNJ	31.214	34.799	38.650	1.815	2.089	2.410	-7,9%	11,5%	11,1%	0,2%	15,1%	15,4%
FRT	31.695	37.960	41.990	(260)	46	377	5,1%	19,8%	10,6%	N/M	N/M	723,8%

Dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng 2023-25

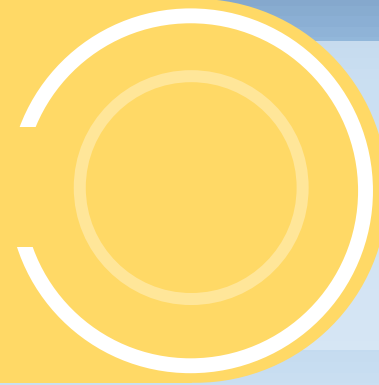


## Nhóm Hàng không thiết yếu - Khuyến nghị

MCK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside (%)	Điểm nhấn đầu tư
PNJ	NEUTRAL	92.524	7,6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>PNJ ở vị thế cạnh tranh, dẫn đầu thị trường trang sức có thương hiệu ở Việt Nam và hưởng lợi trực tiếp từ việc gia tăng tầng lớp trung lưu và giàu có.</li> </ul>
DGW	NEUTRAL	55.088	5,3%	<ul style="list-style-type: none"> <li>BVSC tiếp tục ưa thích DGW, với: (1) mô hình kinh doanh (MHKD) năng động; (2) danh mục SP vượt trội; và (3) Ban lãnh đạo tâm huyết với những nỗ lực mở rộng MHKD cả chiều dọc và chiều ngang.</li> </ul>
PET	NEUTRAL	28.354	2,7%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện nhờ các hợp đồng ICT mới và công việc liên quan đến mảng dầu khí gia tăng.</li> </ul>
MWG	NEUTRAL	43.382	1,4%	<ul style="list-style-type: none"> <li>BHX tiếp tục cải thiện, giảm lỗ và có khả năng đạt lợi nhuận là câu chuyện chính của MWG.</li> <li>Thống trị thị phần điện thoại điện máy giúp gia tăng vị thế cạnh tranh và BLN trong dài hạn.</li> <li>Động lực tăng giá: BHX đạt điểm hòa vốn trước kỳ vọng và bán vốn thành công.</li> </ul>

# MSN

OUTPERFORM | Target: 81.000 VNĐ/CP | Upside: 20,9%



# MSN: Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ từ nền thấp

MSN - Target: 81.000 VNĐ/CP | Upside: +20,9%

## Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	<b>OUTPERFORM</b>
Giá mục tiêu:	81.000 đồng/cp
Giá thị trường:	67.000 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	<b>+20,9%</b>

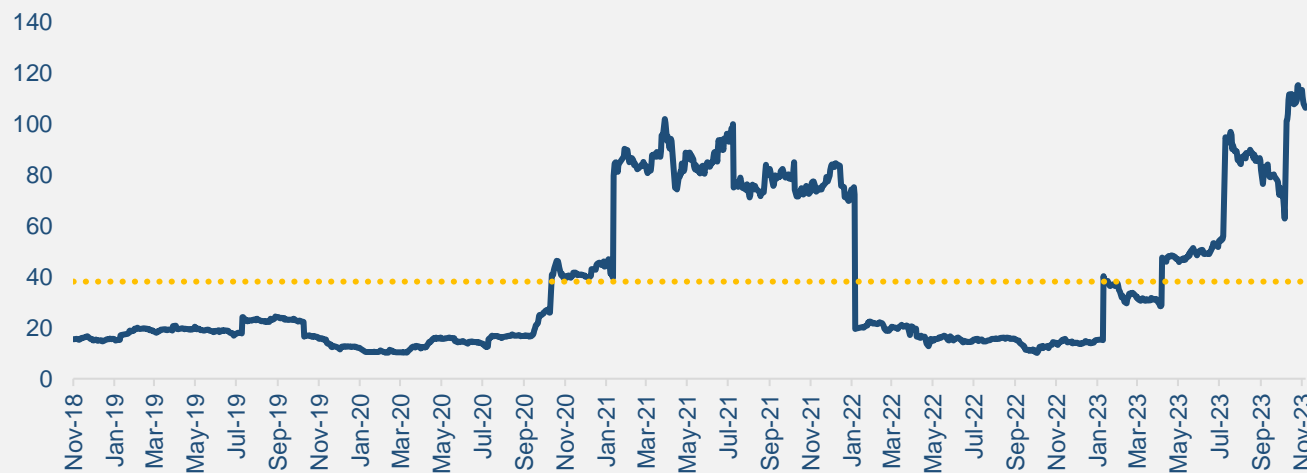
## Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2021	2022	2023F	2024F	4YR CAGR
Doanh thu	88.629	76.198	80.852	93.016	1,6%
% T.Trưởng	14,8%	-14,0%	6,1%	15,0%	
Lợi nhuận gộp	22.135	21.035	23.723	27.490	7,5%
% T.Trưởng	23,7%	-5,0%	12,8%	15,9%	
Lợi nhuận ròng	8.563	3.567	643	3.031	-29,3%
% T.Trưởng	593,9%	-58,3%	-82,0%	371,5%	
EPS (đồng/cp)	6.014	2.505	452	2.129	
<b>P/E</b>	<b>11,1</b>	<b>26,8</b>	<b>148,2</b>	<b>31,5</b>	

## Điểm nhấn đầu tư:

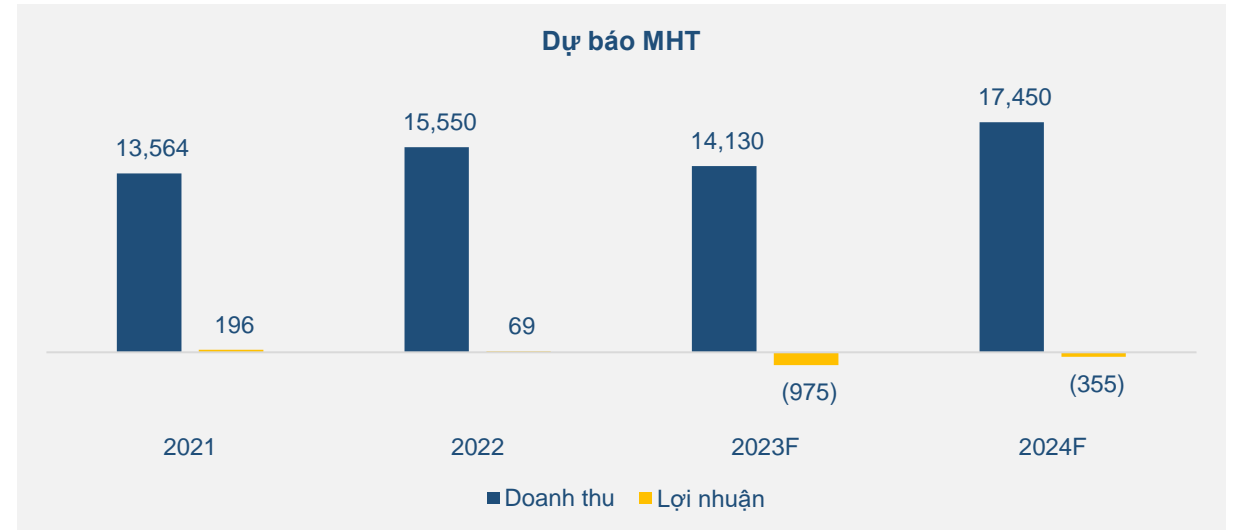
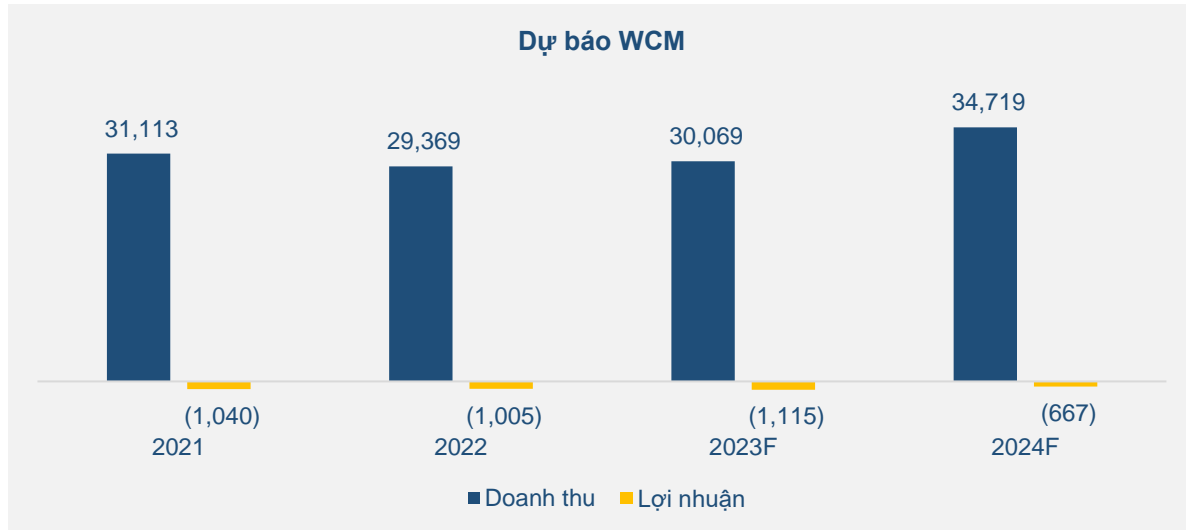
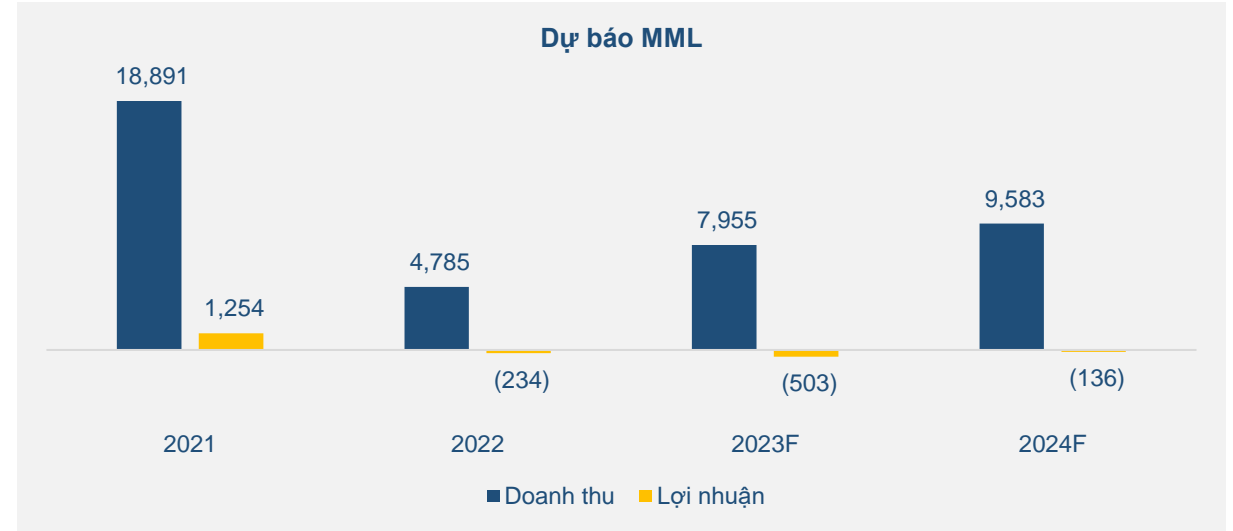
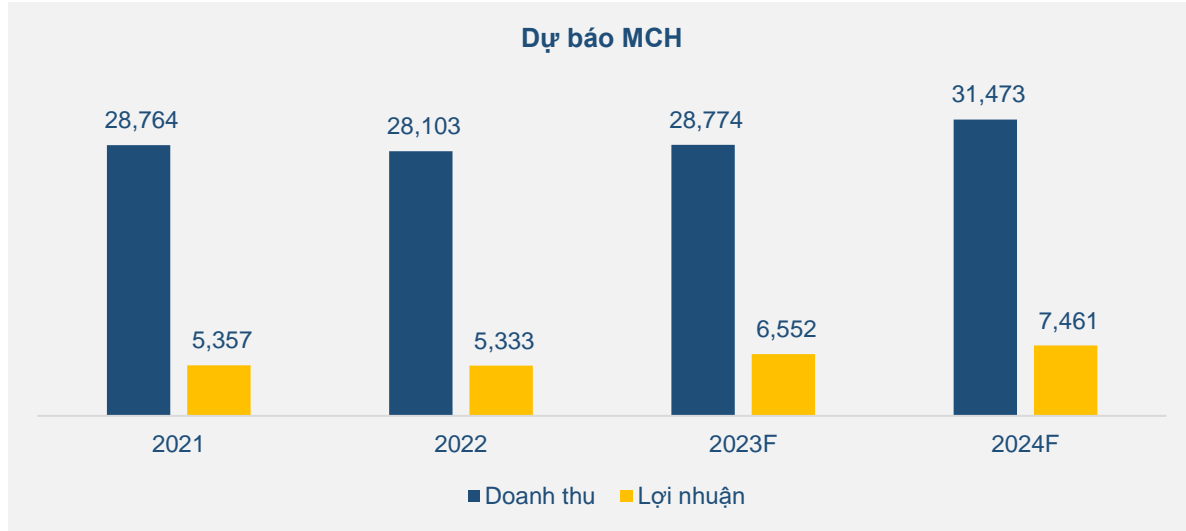
- MCH duy trì tăng trưởng ổn định, tập trung vào cao cấp hoá và xây dựng thương hiệu, biên lợi nhuận mở rộng nhờ giá đầu vào giảm.
- WCM giảm lỗ so với 2023 nhờ doanh thu mỗi cửa hàng cải thiện, tối ưu hoá chi phí vận hành, tiếp tục thử nghiệm các mô hình mới cho nông thôn và kênh GT nói chung.
- MML giảm lỗ nhờ giá heo cải thiện, đẩy mạnh mảng thịt chế biến.
- Nợ tới hạn đã xử lý xong, chi phí tài chính giảm.

P/E lịch sử 5 năm gần nhất



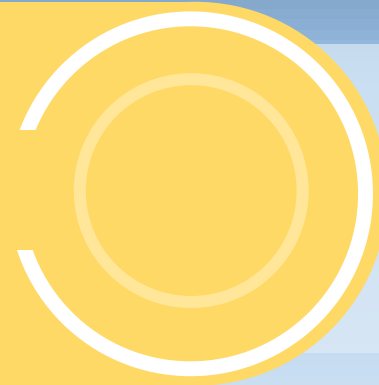
# MSN: Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ từ nền thấp

MSN - Target: 81.000 VNĐ/CP | Upside: +20,9%



# VNM

OUTPERFORM | Target: 77.500 VNĐ/CP | Upside: 14,6%



# VNM: Giá đầu vào giảm, biên lợi nhuận phục hồi

VNM - Target: 77.500 VNĐ/CP | Upside: +14,6%

## Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	<b>OUTPERFORM</b>
Giá mục tiêu:	77.500 đồng/cp
Giá thị trường:	67.600 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	<b>+14,6%</b>

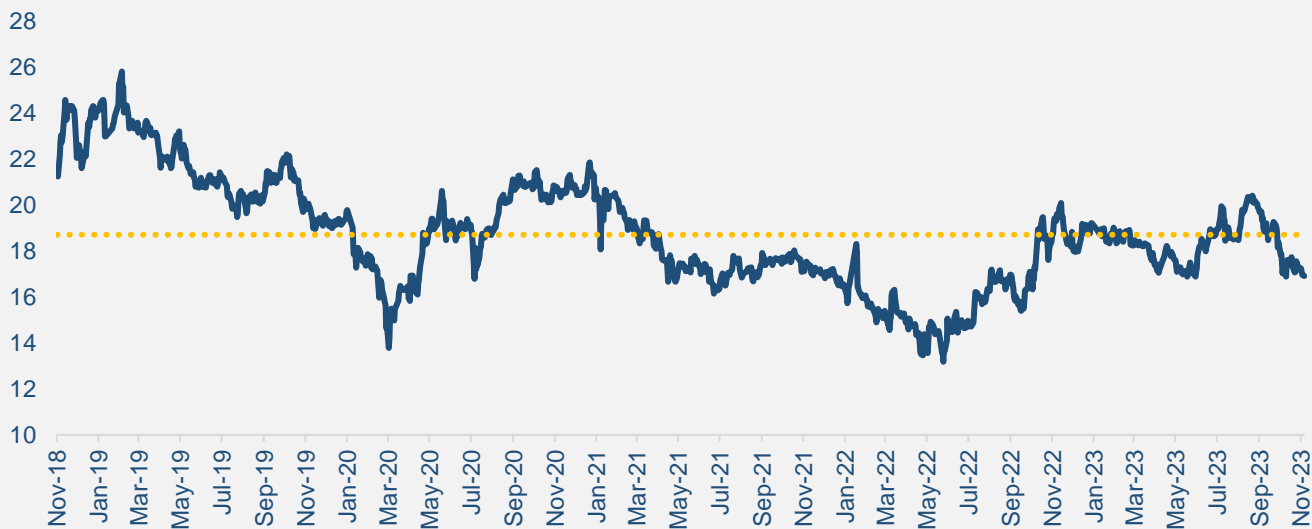
## Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2021	2022	2023F	2024F	4YR CAGR
Doanh thu	60.919	59.956	59.930	61.689	0,4%
% T.Trưởng	2,2%	-1,6%	0,0%	2,9%	
Lợi nhuận gộp	26.278	23.897	24.406	25.801	-0,6%
% T.Trưởng	-5,0%	-9,1%	2,1%	5,7%	
Lợi nhuận ròng	10.532	8.516	8.943	9.742	-2,6%
% T.Trưởng	-5,1%	-19,1%	5,0%	8,9%	
EPS (đồng/cp)	4.510	3.624	3.806	4.146	
<b>P/E</b>	<b>15,0</b>	<b>18,7</b>	<b>17,8</b>	<b>16,3</b>	

## Điểm nhấn đầu tư:

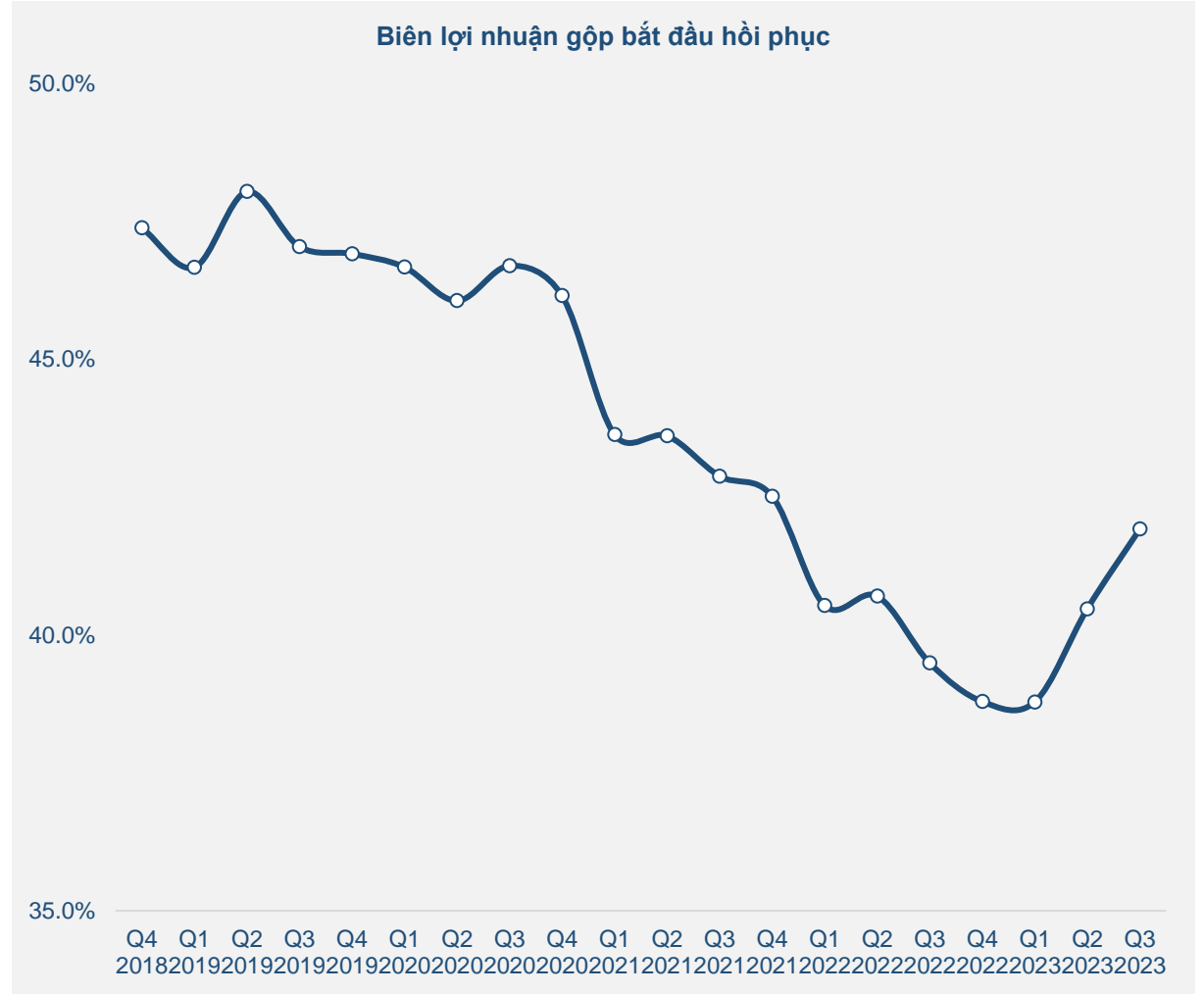
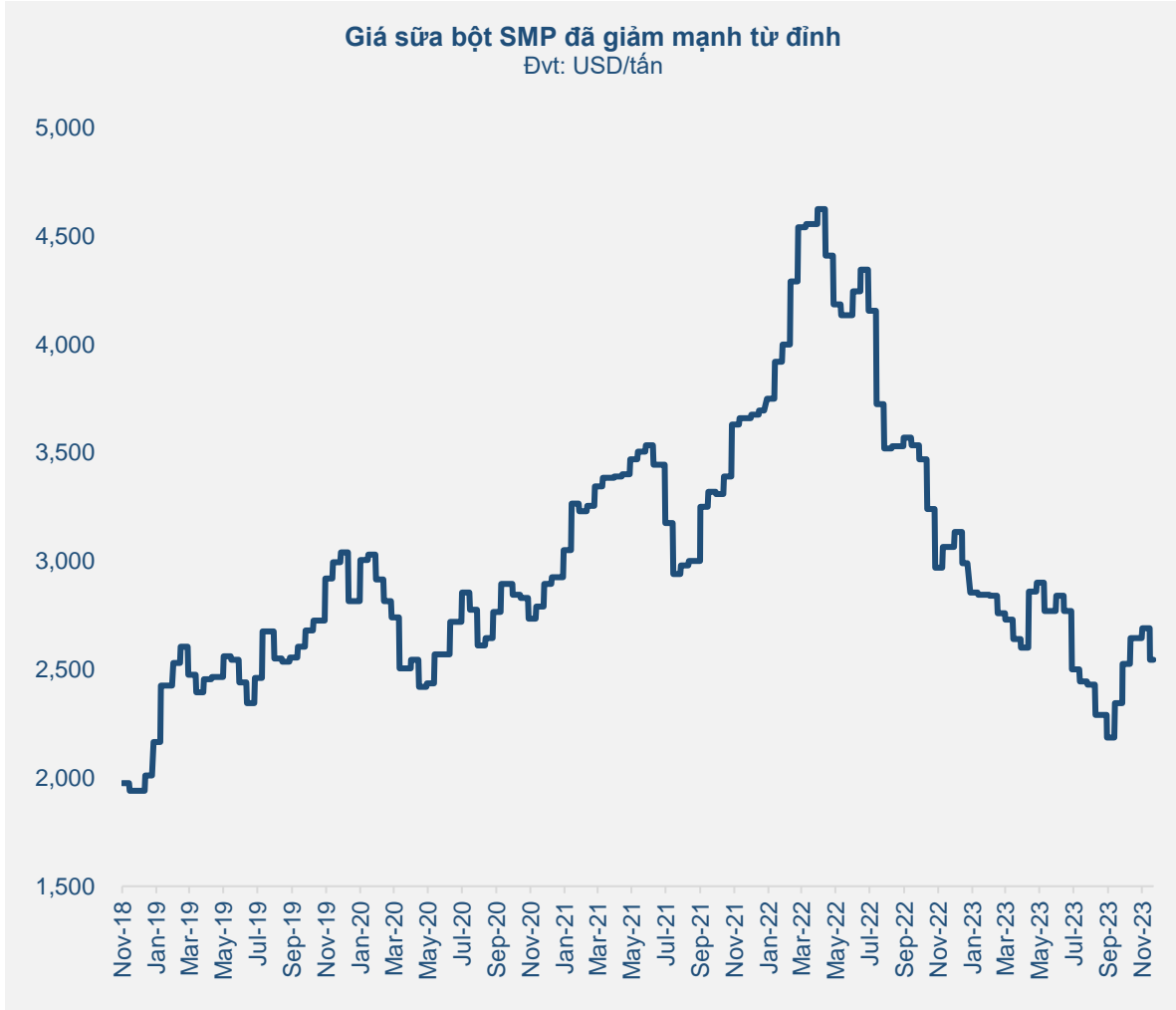
- Dù mất thị phần nhưng VNM vẫn là nhà vô địch ngành Sữa tại Việt Nam. Đề cao xu hướng cao cấp hoá, đa dạng hoá sản phẩm và tấn công vào các phân khúc ngách.
- Cơ cấu tài chính khoẻ mạnh và tiền mặt dồi dào.
- Kỳ vọng giá sữa bột đã tạo đỉnh trong 2022. Qua đó, biên lợi nhuận của VNM kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện trong các quý tới.

P/E lịch sử 5 năm gần nhất



# VNM: Giá đầu vào giảm, biên lợi nhuận phục hồi

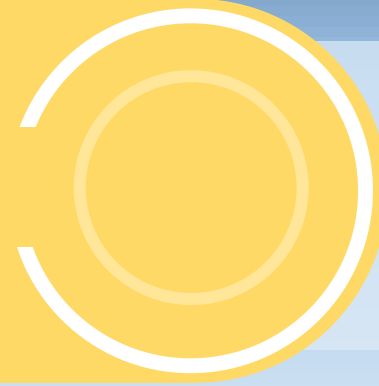
VNM - Target: 77.500 VNĐ/CP | Upside: +14,6%





# QNS

OUTPERFORM | Target: 54.000 VNĐ/CP | Upside: 17,9%



# QNS: Ngành Đường tiếp tục là điểm nhấn

QNS - Target: 54.000 VNĐ/CP | Upside: +17,9%

## Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	<b>OUTPERFORM</b>
Giá mục tiêu:	54.000 đồng/cp
Giá thị trường:	45.800 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	<b>+17,9%</b>

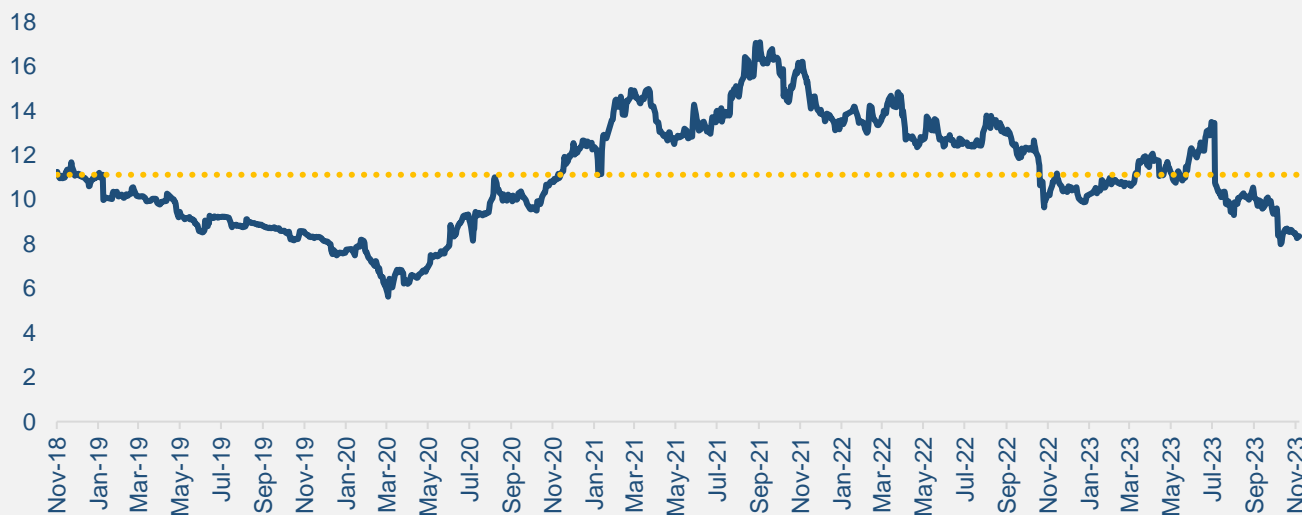
## Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2021	2022	2023F	2024F	4YR CAGR
Doanh thu	7.335	8.255	10.227	11.145	15,0%
% T.Trưởng	13,0%	12,5%	23,9%	9,0%	
Lợi nhuận gộp	2.262	2.459	3.201	3.349	14,0%
% T.Trưởng	10,3%	8,7%	30,2%	4,6%	
Lợi nhuận ròng	1.254	1.287	2.117	2.152	19,7%
% T.Trưởng	19,0%	2,6%	64,5%	1,6%	
EPS (đồng/cp)	4.159	4.269	7.024	7.140	
<b>P/E</b>	<b>11,0</b>	<b>10,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	

## Điểm nhấn đầu tư:

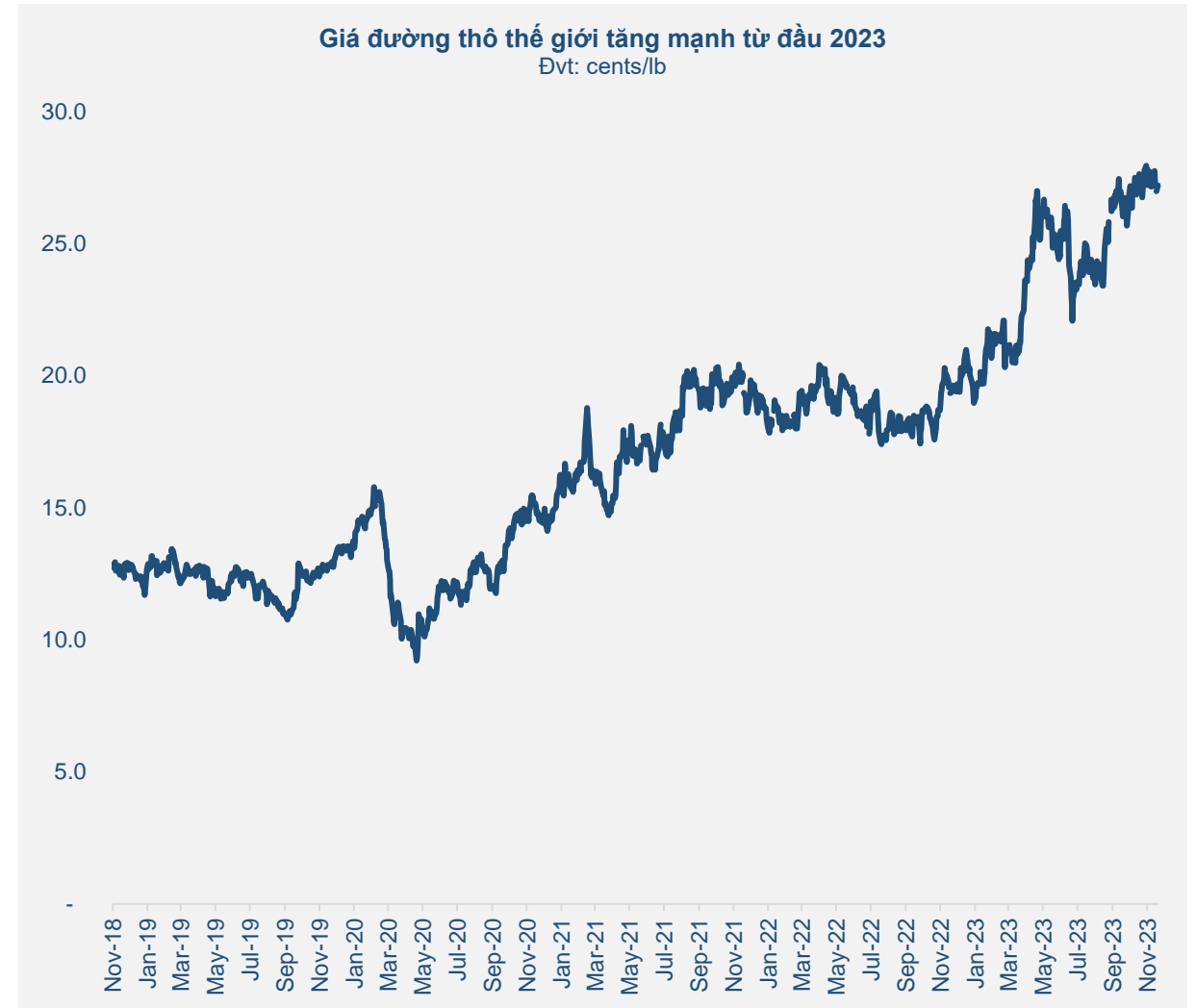
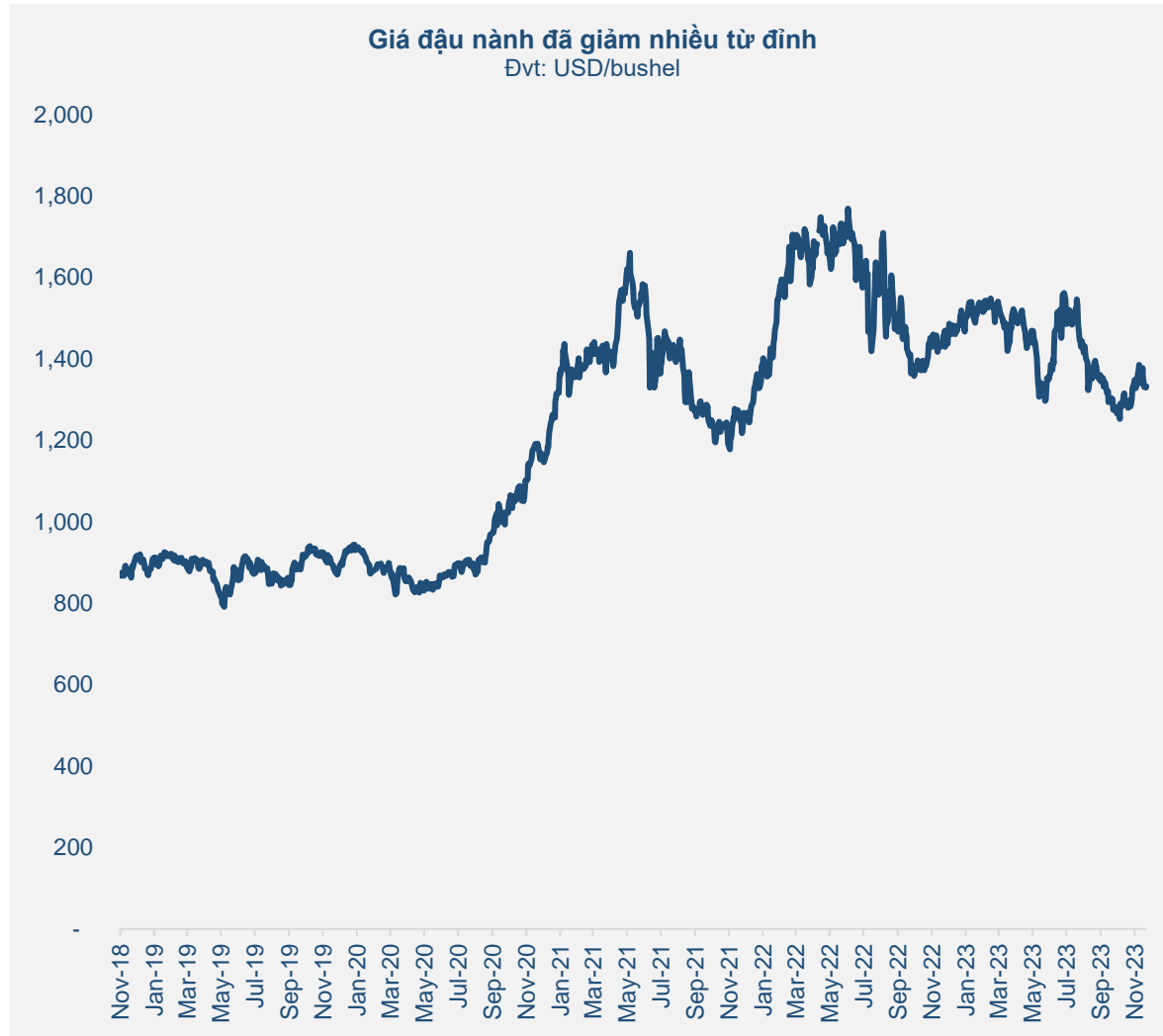
- Lợi nhuận đường đạt đỉnh mọi thời đại vào 2024 do giá đường và sản lượng tốt.
- Nhà sản xuất sữa đậu nành thương hiệu hàng đầu Việt Nam, chiếm 90% thị phần.
- Nỗ lực đa dạng hoá và cao cấp hoá danh mục sản phẩm với các dòng Fami hương vị mới và sữa chua Veyo – sữa chua từ gốc thực vật đầu tiên tại Việt Nam.
- Biên lợi nhuận sữa đậu nành dần phục hồi từ 2024.

P/E lịch sử 5 năm gần nhất



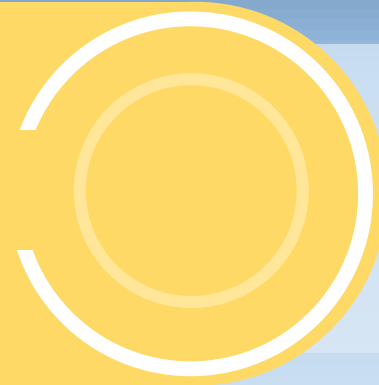
# QNS: Ngành Đường tiếp tục là điểm nhấn

QNS - Target: 54.000 VNĐ/CP | Upside: +17,9%



# SAB

OUTPERFORM | Target: 74.500 VNĐ/CP | Upside: 18,3%



# SAB: Tiêu thụ bia cải thiện và biên lợi nhuận phục hồi

SAB - Target: 74.500 VNĐ/CP | Upside: +18,3%

## Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	<b>OUTPERFORM</b>
Giá mục tiêu:	74.500 đồng/cp
Giá thị trường:	63.000 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	<b>+18,3%</b>

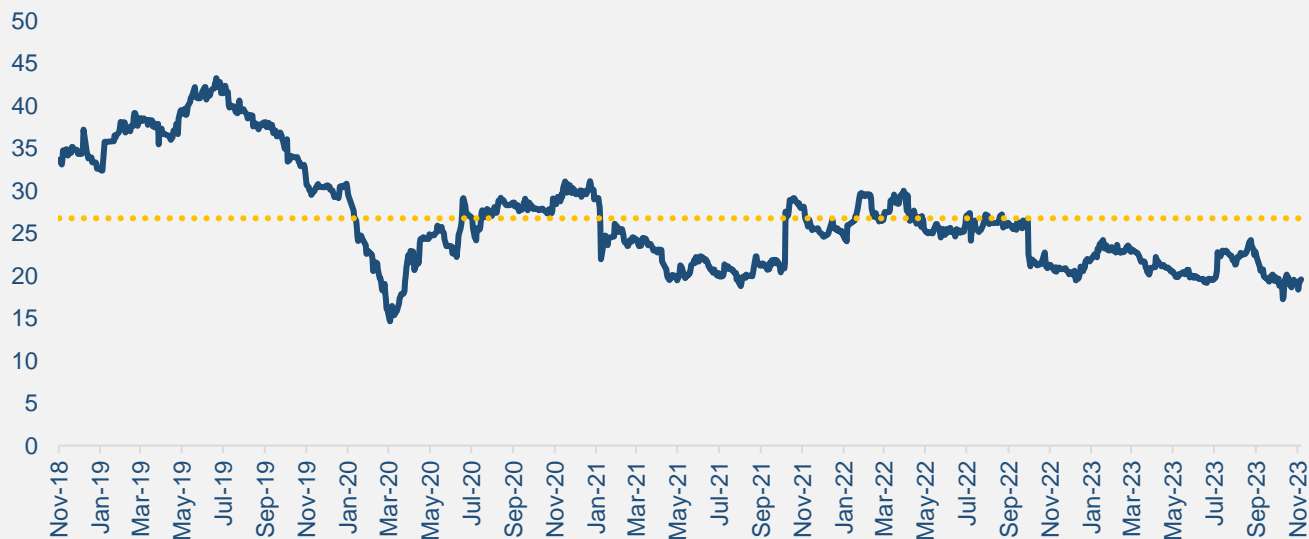
## Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2021	2022	2023F	2024F	4YR CAGR
Doanh thu	26.374	34.979	30.666	32.080	6,7%
% T.Trưởng	-5,7%	32,6%	-12,3%	4,6%	
Lợi nhuận gộp	7.609	10.771	9.392	9.945	9,3%
% T.Trưởng	-10,5%	41,6%	-12,8%	5,9%	
Lợi nhuận ròng	3.677	5.224	4.216	4.436	6,5%
% T.Trưởng	-22,1%	42,1%	-19,3%	5,2%	
EPS (đồng/cp)	2.638	3.747	3.024	3.182	
<b>P/E</b>	<b>22,9</b>	<b>16,8</b>	<b>20,8</b>	<b>19,8</b>	

## Điểm nhấn đầu tư:

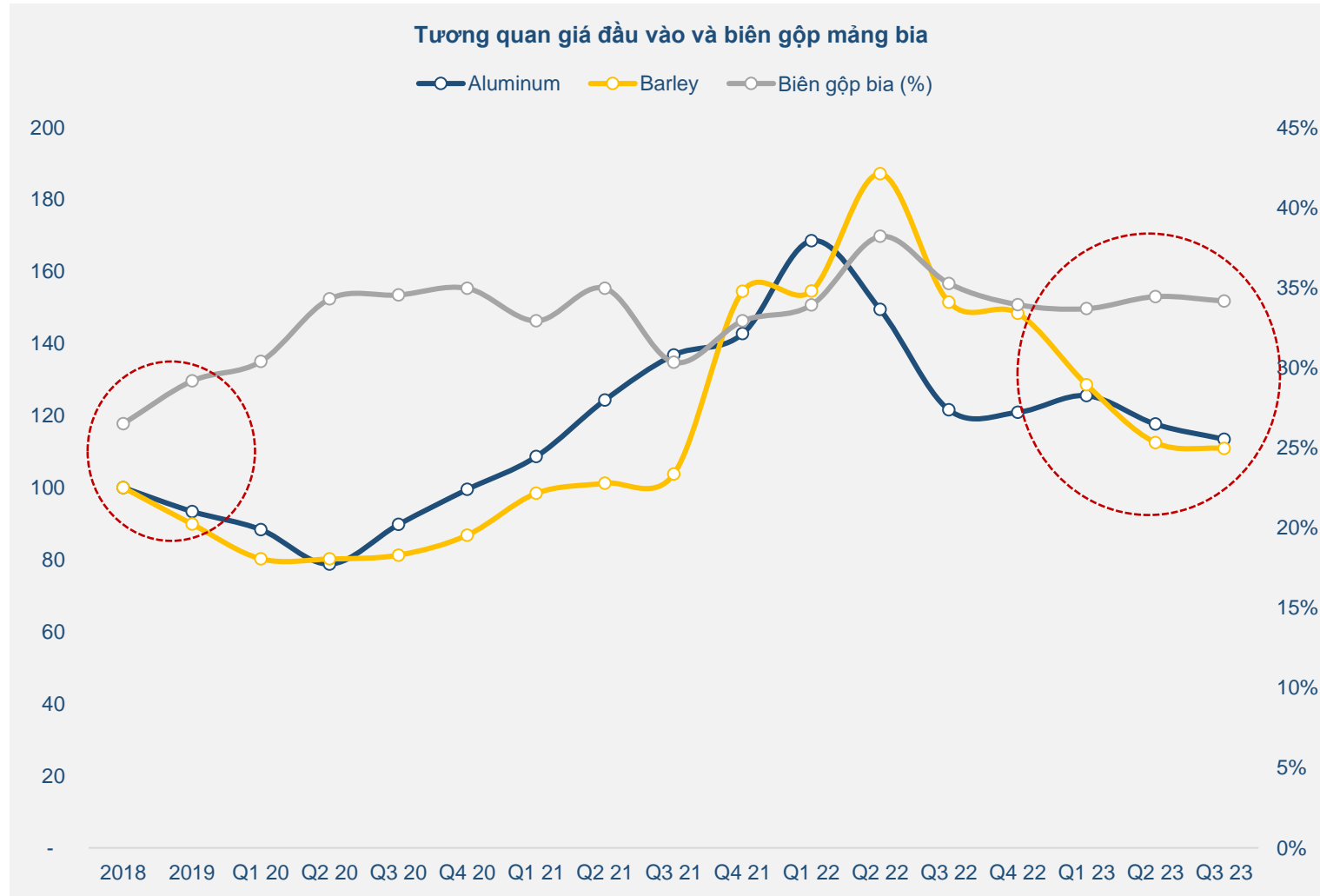
- Kỳ vọng tiêu thụ bia hồi phục nhẹ, đặc biệt từ nửa sau 2024.
- SAB tập trung phát triển portfolio sản phẩm toàn diện hơn. Ngoài ra, ở phân khúc phổ thông, SAB cũng hưởng lợi xu hướng down-trading do lạm phát và thu nhập giảm.
- Giá nhôm và lúa mạch giảm hứa hẹn biên lợi nhuận phục hồi trong 2024. Giá trị cộng hưởng từ hợp nhất Sabibeco cũng là một câu chuyện thú vị.

P/E lịch sử 5 năm gần nhất



# SAB: Tiêu thụ bia cải thiện và biên lợi nhuận phục hồi

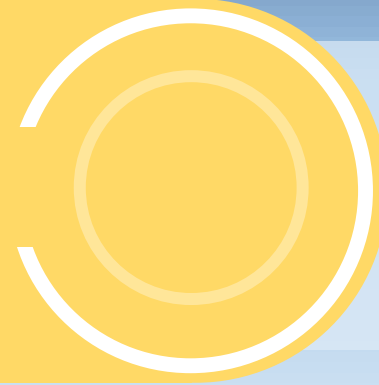
SAB - Target: 74.500 VNĐ/CP | Upside: +18,3%



	Aluminum	Barley	Biên gộp bia (%)
2018	100	100	26,5%
2019	93	90	29,2%
Q1 20	88	80	30,4%
Q2 20	79	80	34,3%
Q3 20	90	81	34,5%
Q4 20	100	87	35,0%
Q1 21	109	98	32,9%
Q2 21	124	101	35,0%
Q3 21	137	104	30,3%
Q4 21	143	155	32,9%
Q1 22	169	155	33,9%
Q2 22	149	187	38,2%
Q3 22	122	151	35,3%
Q4 22	121	148	33,9%
Q1 23	126	129	33,7%
Q2 23	118	113	34,4%
Q3 23	113	111	34,2%

# PNJ

NEUTRAL | Target price: 92.524 VNĐ/CP | Upside: 7,6%



# PNJ – Mở rộng thị phần + BLN gia tăng + Tối ưu hóa chi phí

Khuyến nghị: NEUTRAL | Target price: 92.524 VNĐ/CP | Upside: 7,6%

## Điểm nhấn đầu tư:

- **Mở rộng cơ sở khách hàng + hiệu quả hoạt động = động lực chính.** Trong dài hạn, ban lãnh đạo cho rằng việc gia tăng thị phần trong bối cảnh thị trường trang sức Việt Nam không ngừng phát triển chính là chìa khóa tăng trưởng cho doanh nghiệp.

Bất chấp yếu tố vĩ mô kém thuận lợi, PNJ cho biết doanh thu bán lẻ của Công ty chỉ giảm khoảng 9% YTD, tốt hơn so với mức giảm 40% toàn ngành. Nói cách khác, PNJ tiếp tục mở rộng thị phần mạnh mẽ trong 9 tháng đầu năm, điều này chắc chắn có lợi cho việc phục hồi đáng kể của Công ty trong giai đoạn tới, theo quan điểm của BVSC.

Hơn nữa, PNJ cho biết cơ sở khách hàng của công ty đang tăng lên, giúp bù đắp sự sụt giảm q/q của giá trị mỗi lượt mua hàng. Như vậy, việc phục hồi giá trị mỗi lượt mua hàng sẽ hỗ trợ doanh thu tăng trưởng bền vững trong tương lai.

- **Thị trường trang sức Việt Nam đang trở nên cô đặc,** với nhóm bán lẻ trang sức thương hiệu giữ vững uy tín bằng việc không ngừng đảm bảo thanh khoản và cam kết hậu mãi với khách hàng.

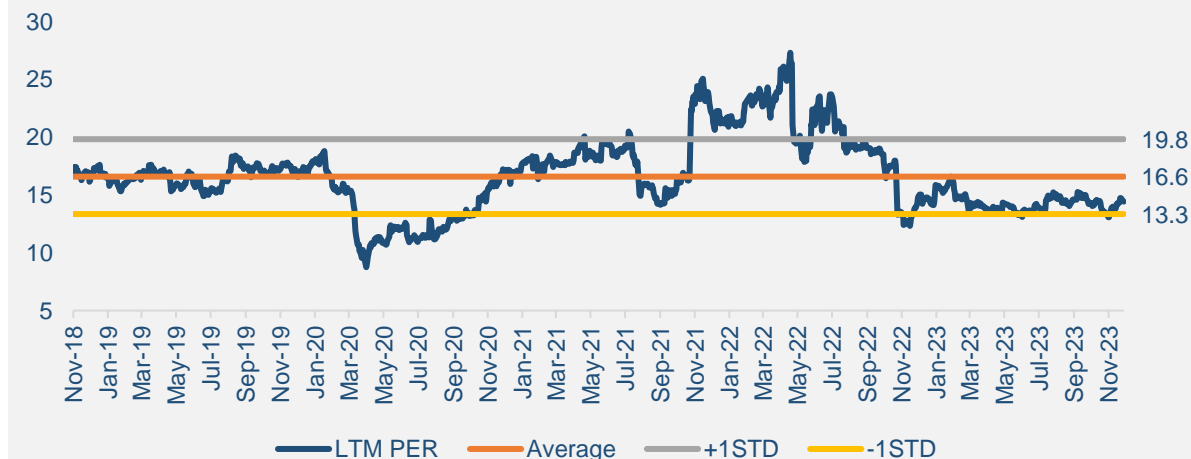
BVSC tiếp tục ưa thích PNJ với vị thế dẫn đầu trong thị trường trang sức có thương hiệu tại Việt Nam, và thể mạnh tài chính cũng như thực thi cho phép doanh nghiệp tận dụng sự phục hồi của nhu cầu trong ngắn hạn và phát triển bền vững trong dài hạn.

- **Triển vọng trung và dài hạn tích cực đối với nền kinh tế Việt Nam và thu nhập khả dụng của người tiêu dùng,** giúp thúc đẩy sức mua trong ngành trang sức.

## Dự báo KQKD giai đoạn 2023-25 của BVSC cho PNJ: Tóm tắt

Đvt: Tỷ đồng	FY23F	FY24F	FY25F	FY23 y/y	FY24 y/y	FY25 y/y
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>31.214</b>	<b>34.799</b>	<b>38.650</b>	<b>-8,4%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,1%</b>
Bán lẻ	18.883	21.633	24.643	-8,6%	14,6%	13,9%
Bán buôn	3.306	3.637	4.000	-20,0%	10,0%	10,0%
Vàng miếng	8.564	8.992	9.442	0,0%	5,0%	5,0%
Khác	5.762	6.630	7.547	-2,8%	15,1%	13,8%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.815</b>	<b>2.089</b>	<b>2.410</b>	<b>0,2%</b>	<b>15,1%</b>	<b>15,4%</b>
GPM	18,5%	19,1%	19,5%	1,1%	0,6%	0,5%
OpEx	10,8%	11,3%	11,5%	0,5%	0,5%	0,3%
OPM	7,7%	7,8%	8,0%	0,6%	0,1%	0,2%
NPM	5,8%	6,0%	6,2%	0,5%	0,2%	0,2%
Số cửa hàng	373	403	433	30	30	30

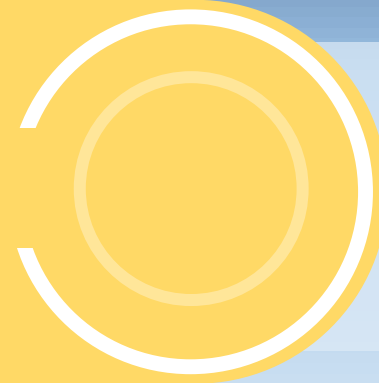
## Diễn biến P/E lịch sử trong vòng 5 năm qua của PNJ





# DGW

NEUTRAL | Target price: 55.088 VNĐ/CP | Upside: 5,3%



# DGW – Nhà phân phối ICT hàng đầu với danh mục sản phẩm vượt trội

Khuyến nghị: NEUTRAL | Target price: 55.088 VNĐ/CP | Upside: 5,3%

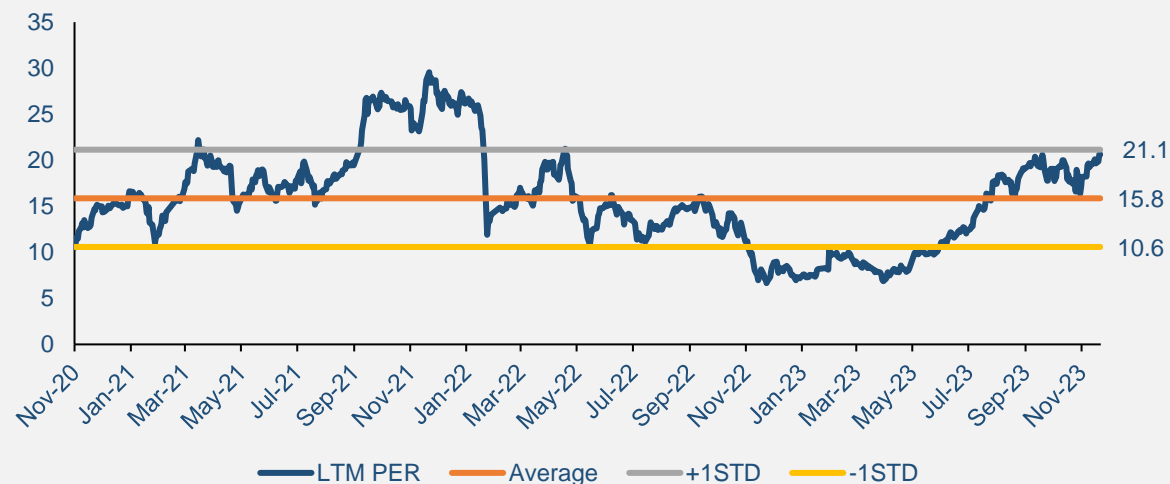
## Điểm nhấn đầu tư:

- So với các nhà bán lẻ ICT, chúng tôi ưa thích các công ty bán buôn ICT với khả năng **chống chịu tốt hơn trước những thách thức vĩ mô**, chứng tỏ hoạt động tốt cả trong giai đoạn thuận lợi lẫn khó khăn của nền kinh tế, nhờ vào tính giản đơn của doanh nghiệp (bản chất nhẹ vốn và chi phí hoạt động chỉ phát sinh nếu việc bán hàng được thực hiện).
- Dự báo 3 năm của BVSC cho thấy tăng trưởng trở lại 2 chữ số.** Trong cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ dự báo lợi nhuận ròng 2023-25 cho DGW thêm 1,2-1,9% so với cập nhật trước. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng 2023 đạt 389 tỷ (-43,1% y/y), trong khi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận ròng 2024-25 lần lượt là 31,2% và 25,7%.
- Định giá hiện tại có vẻ không rẻ**, nhưng có thể được chứng minh bằng sự phục hồi sắp tới trong triển vọng KQKD 2024-25.
- Do upside với giá hiện tại giảm khi giá cổ phiếu tăng gần đây, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống **Neutral** đối với DGW (từ Outperform trước đây), khuyến nghị nhà đầu tư Mua ngay khi có nhịp giảm. Chúng tôi tiếp tục ưa thích DGW với danh mục sản phẩm vượt trội, mô hình kinh doanh năng động và đội ngũ lãnh đạo hàng đầu với những nỗ lực đã được chứng minh nhằm mở rộng doanh nghiệp theo cả chiều dọc và ngang.

## Dự báo KQKD giai đoạn 2023-2025 của BVSC cho DGW: Tóm tắt

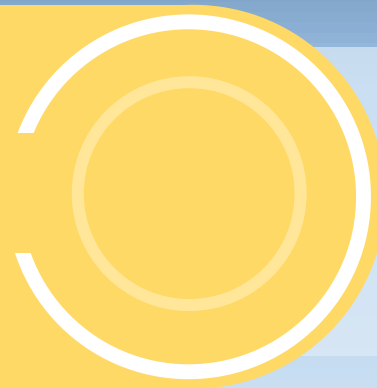
Đvt: tỷ đồng	FY22	FY23F	FY24F	FY25F	FY23 y/y	FY24 y/y	FY25 y/y
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>21.503</b>	<b>19.514</b>	<b>22.185</b>	<b>25.160</b>	<b>-9,2</b>	<b>13,7</b>	<b>13,4</b>
Laptop & máy tính bảng	7.027	6.634	6.967	7.316	-5,6	5,0	5,0
Điện thoại di động	10.759	8.213	9.069	10.157	-23,7	10,4	12,0
Thiết bị văn phòng	3.320	3.317	4.038	4.940	-0,1	21,7	22,3
Đồ gia dụng	556	669	1.167	1.517	20,3	74,4	30,0
Hàng tiêu dùng	397	681	943	1.230	71,5	38,5	30,4
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>684</b>	<b>389</b>	<b>510</b>	<b>641</b>	<b>-43,1</b>	<b>31,2</b>	<b>25,7</b>
GPM	7,5%	7,5%	7,5%	7,7%	-0,6	0,1	2,1
OpEx/Doanh thu thuần	3,9%	5,0%	4,8%	4,7%	29,4	-5,0	-2,5
OPM	3,7%	2,5%	2,7%	3,0%	-32,6	10,4	10,2
NPM	3,1%	2,0%	2,3%	2,5%	-35,8	15,4	10,8

## Diễn biến định giá P/E của DGW trong 5 năm vừa qua



# PET

NEUTRAL | Target price: 28.354 VNĐ/CP | Upside: 2,7%



# PET – Triển vọng cải thiện, với vị thế vững chắc hơn trên thị trường điện thoại Việt Nam

Khuyến nghị: NEUTRAL | Target price: 28.354 VNĐ/CP | Upside: 2,7%

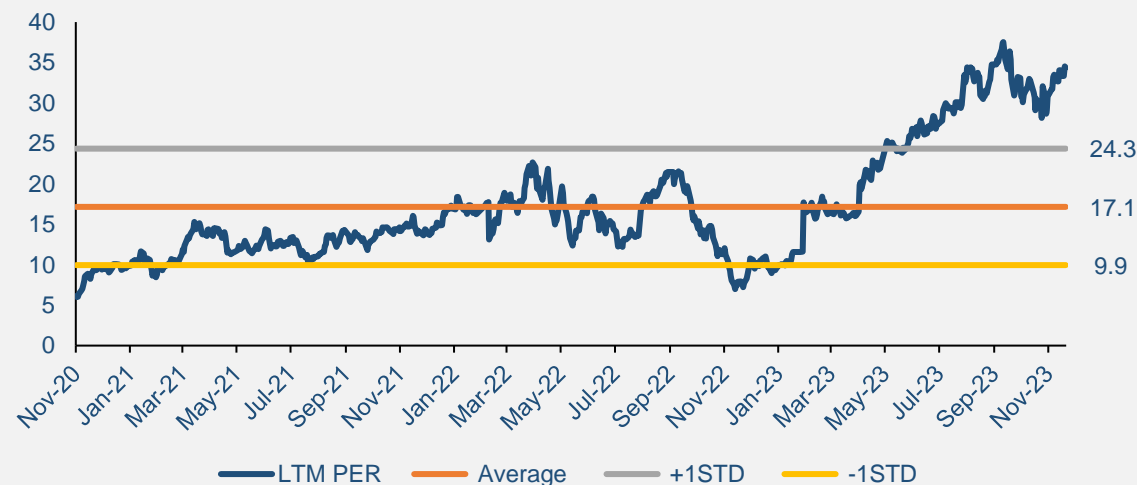
## Điểm nhấn đầu tư:

- So với các nhà bán lẻ ICT, chúng tôi ưa thích các công ty bán buôn ICT với khả năng **chống chịu tốt hơn trước những thách thức vĩ mô**, chứng tỏ hoạt động tốt cả trong giai đoạn thuận lợi lẫn khó khăn của nền kinh tế, nhờ vào tính giản đơn của doanh nghiệp (bản chất nhẹ vốn và chi phí hoạt động chỉ phát sinh nếu việc bán hàng được thực hiện).
- Dự báo 3 năm của BVSC cho thấy tăng trưởng trở lại 2 chữ số**. BVSC kỳ vọng lợi nhuận ròng 2023 của PET đạt 122,2 tỷ (giảm nhẹ 2,3% y/y), nhờ thiếu vắng những khoản lỗ một lần đến từ chứng khoán đầu tư và nhờ vị thế cạnh tranh của doanh nghiệp đang ngày một cải thiện trên thị trường ĐTDĐ Việt Nam. Tiếp nối triển vọng mảng ICT cải thiện, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của PET trong 2024-25 lần lượt tăng 27,5% y/y và 21,2% y/y từ nền thấp.
- Định giá hiện tại có vẻ không rẻ**, nhưng có thể được chứng minh bằng sự phục hồi sắp tới trong triển vọng KQKD 2024-25. Chúng tôi khuyến nghị **Neutral** đối với PET với giá mục tiêu không đổi là **28.354 đồng/cp**.

## Dự báo KQKD giai đoạn 2023-24 của BVSC cho PET: Tóm tắt

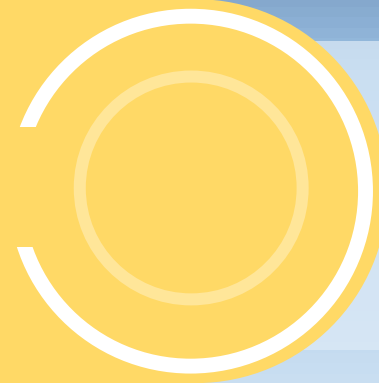
Đơn vị: Tỷ đồng	FY22A	FY23F	FY24F	FY25F	FY23 y/y	FY24 y/y	FY25 y/y
Doanh thu phân phối	15.511	14.402	17.826	20.956	-7,2%	23,8%	17,6%
Điện thoại di động	7.222	8.101	9.721	11.665	12,2%	20,0%	20,0%
Laptop	4.951	4.174	4.800	5.520	-15,7%	15,0%	15,0%
Sản phẩm IT	1.851	1.794	2.000	2.400	-3,1%	11,5%	20,0%
PP, LPG	1.487	1.243	1.305	1.370	-16,4%	5,0%	5,0%
Dịch vụ hậu cần	933	1.057	1.163	1.279	13,3%	10,0%	10,0%
Quản lý BĐS	506	517	569	626	2,2%	10,0%	10,0%
Khác	715	794	873	961	11,0%	10,0%	10,0%
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>17.665</b>	<b>16.770</b>	<b>20.431</b>	<b>23.821</b>	<b>-5,1%</b>	<b>21,8%</b>	<b>16,6%</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>125,1</b>	<b>122,2</b>	<b>155,8</b>	<b>188,9</b>	<b>-2,3%</b>	<b>27,5%</b>	<b>21,2%</b>
BLN hoạt động%	2,7%	1,4%	1,8%	1,9%	-1,25%	0,39%	0,06%
BLN ròng%	0,7%	0,7%	0,8%	0,9%	-0,02%	0,14%	0,05%

## Diễn biến định giá P/E của PET trong 5 năm vừa qua



# MWG

Neutral | Target price: 43.382 VNĐ/CP | Upside: 1,4%



# MWG – Câu chuyện phục hồi với tiến triển tích cực từ BHX & thống trị thị trường MCE trong dài hạn

Khuyến nghị: Neutral | Target price: 43.382 VNĐ/CP | Upside: 1,4%

## Điểm nhấn đầu tư:

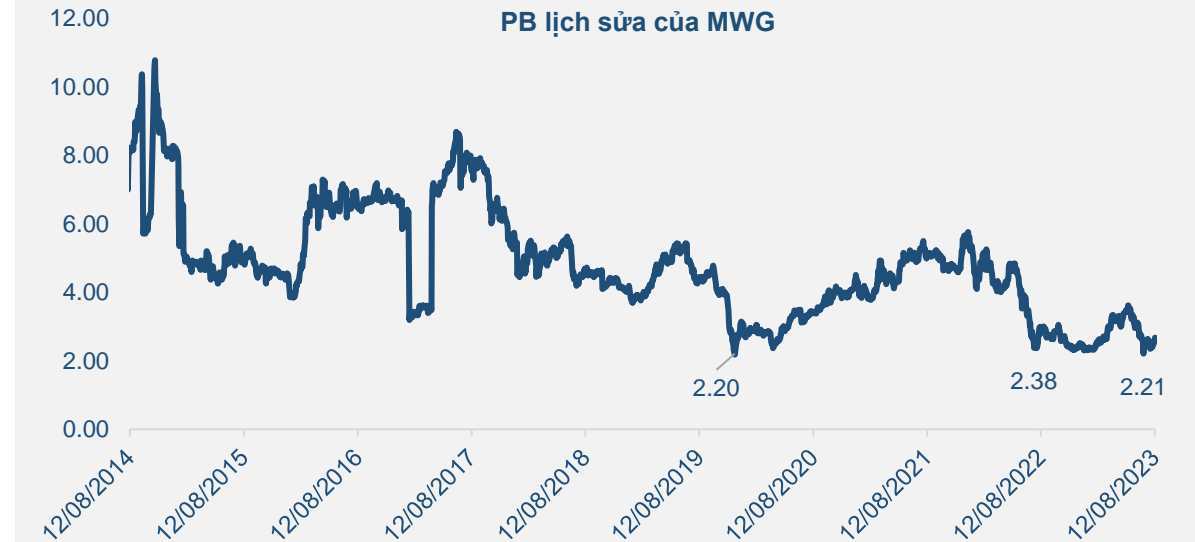
- Là đại diện tốt nhất của ngành Bán lẻ Việt Nam. MWG sở hữu hơn 50% thị phần điện thoại di động và hàng điện tử và đang gia tăng thị phần ở thị trường bách hóa hiện đại.
- **MCE: Chiếm lĩnh thị phần mang lại lợi ích trong dài hạn.** Trong khi nhu cầu M&CE dần phục hồi nhờ bản chất là hàng hóa không thiết yếu; mảng kinh doanh mang lại nhiều tiền mặt cho MWG gặp thách thức bởi chiến lược giá cạnh tranh nhiều năm, cho phép doanh nghiệp chiếm lĩnh thị phần nhưng đổi lại BLN giảm trong vài năm tới.
- **BHX giảm lỗ và hòa vốn là động lực chính.** Sau khi tái cơ cấu, doanh thu/cửa hàng đang có dấu hiệu cải thiện. Biên lợi nhuận cũng mở rộng nhờ quản lý hàng dư thừa và hủy bỏ, và chi phí hậu cần tốt hơn.

Vĩ mô cải thiện cho tín hiệu tốt đến tâm lý người tiêu dùng, khiến họ nói lỏng chi tiêu chuyển sang các sản phẩm thiết yếu cao cấp hơn. Trong dài hạn, khách hàng cũng có thể chuyển từ các chuỗi cửa hàng truyền thống sang các cửa hàng bách hóa hiện đại. Điều này đổi lại sẽ giúp cải thiện lượt khách tới cửa hàng, giá trị giỏ hàng và biên lợi nhuận, là chìa khóa hướng tới điểm hòa vốn cho BHX.

- **Động lực tăng giá:** 1) BHX đạt điểm hòa vốn; (2) BHX hoàn tất thương vụ; (3) Ngành ICT phục hồi mạnh hơn kỳ vọng; và (4) Mua lại cổ phiếu quỹ.
- **Rủi ro giảm giá:** (1) Nền kinh tế phục hồi chậm hơn kỳ vọng, có thể tác động đến dự báo của BVSC đối với KQKD của chuỗi MCE và BHX.

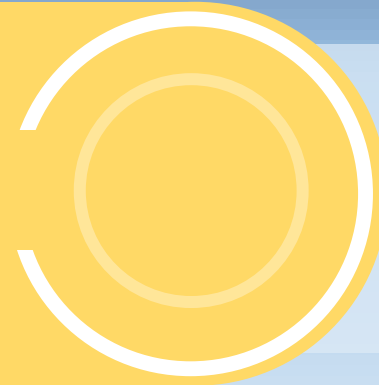
## Dự báo KQKD giai đoạn 2023-25 của BVSC cho MWG: Tóm tắt

Đvt: tỷ đồng	FY22	FY23F	FY24F	FY25F	FY23 y/y	FY24 y/y	FY25 y/y
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>133.405</b>	<b>117.671</b>	<b>129.795</b>	<b>142.491</b>	-11,8%	13,7%	9,8%
TGDD & ĐMX	103.376	83.864	95.004	105.058	-18,9%	13,3%	10,6%
BHX	27.009	30.252	34.791	37.433	12,0%	15,0%	7,6%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>6.174</b>	<b>270</b>	<b>2.248</b>	<b>3.393</b>	-95,6%	732,3%	50,9%
TGDD & ĐMX	7.720	1.723	2.048	2.804	-77,7%	18,9%	36,9%
BHX	-2.961	-1.038	351	740	N/M	N/M	N/M



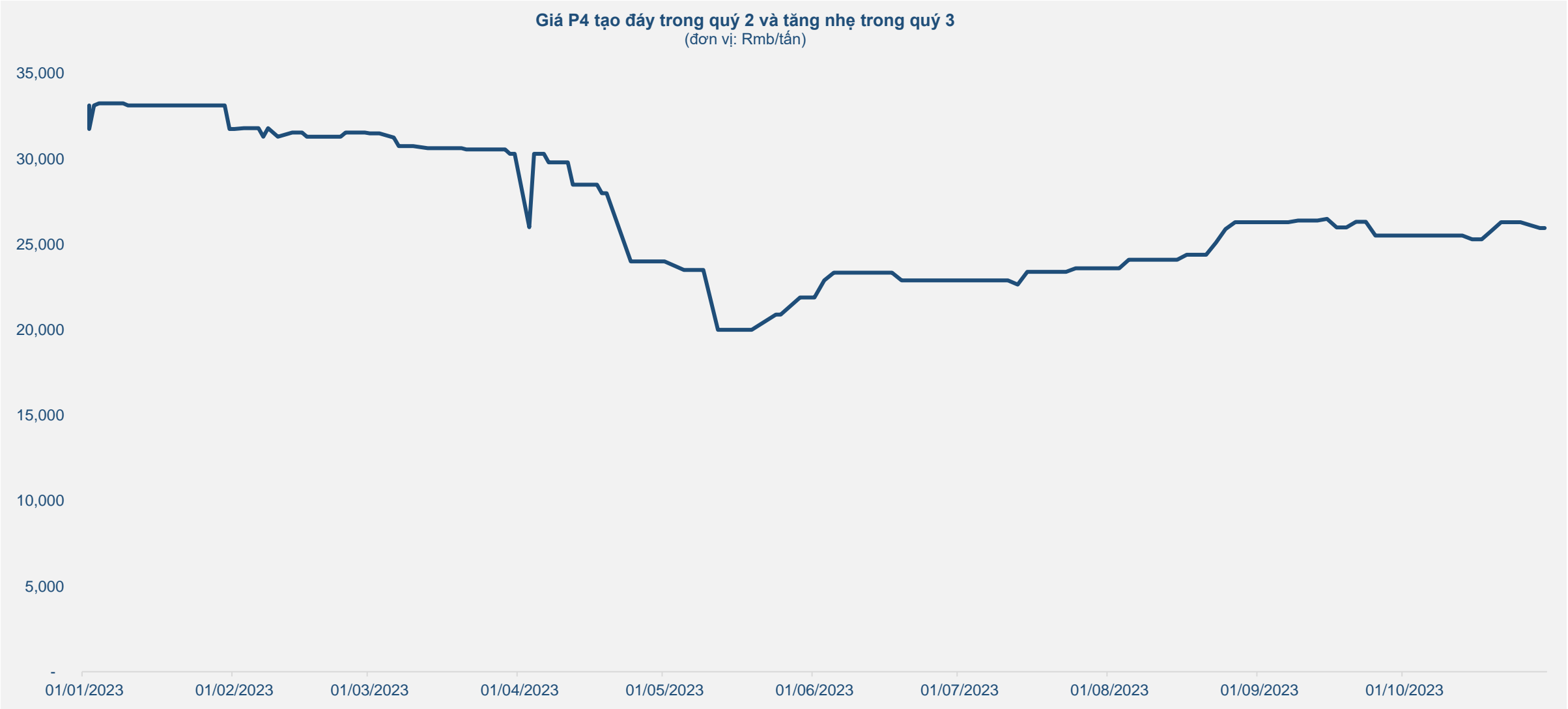
# Ngành Hóa chất

Triển vọng 2024



# Giá Phốt pho vàng phục hồi từ Q3.2023

Giá P4 tạo đáy trong quý 2 và tăng nhẹ trong quý 3  
(đơn vị: Rmb/tấn)



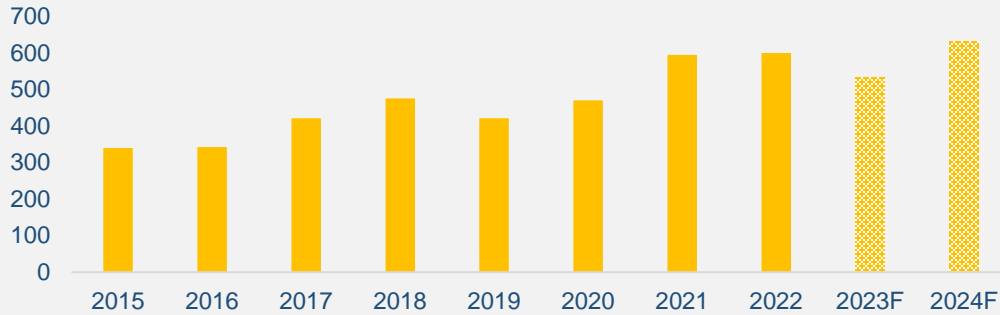
Nguồn: SunSirs



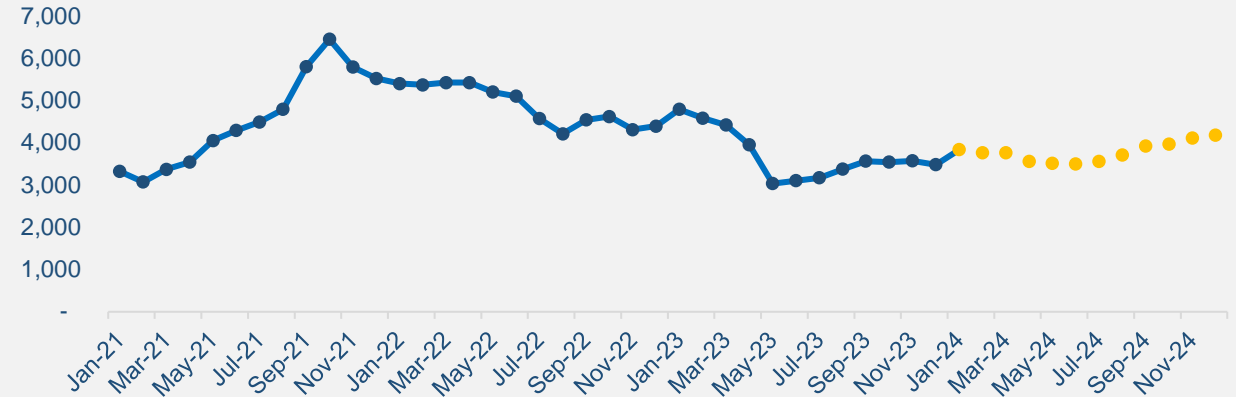
# Cung/cầu Phốt pho vàng

Triển vọng 2024

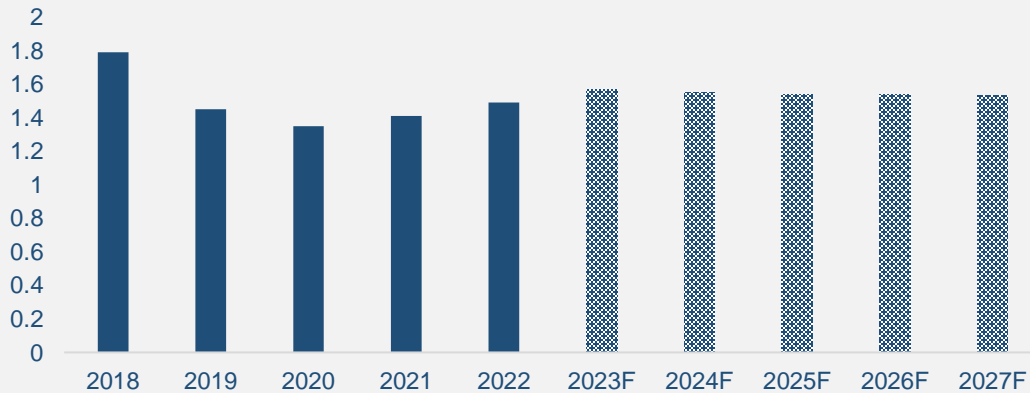
**Doanh thu chất bán dẫn trong giai đoạn 2015-2024**  
(đơn vị: tỷ USD)



**Dự báo giá Phốt pho vàng tại Trung Quốc**  
(đơn vị: USD/tấn)



**Sản lượng sản xuất P4 tại Trung Quốc giảm nhẹ trong giai đoạn 2023-2027**  
(đơn vị: triệu tấn)



- SunSirs cũng nhận định rằng hiện tượng El Nino sẽ gây ra hạn hán diện rộng khiến nguồn cung Phốt pho vàng từ Trung Quốc nói riêng và trên toàn cầu nói chung vẫn tiếp tục suy giảm trong năm 2024.
- Trái ngược nguồn cung sụt giảm thì nhu cầu hạ nguồn bắt đầu phục hồi mạnh mẽ hơn trong 2024, Giám đốc cấp cao nghiên cứu thị trường của SEMI cho biết ngành công nghiệp bán dẫn thoát khỏi chu kỳ đi xuống từ 2024 và sẽ tăng đột biến trong 2025-2026, dự báo doanh số chips sẽ tăng khoảng 25% do sự gia tăng cầu và các thiết bị bộ nhớ. Với mức tăng trưởng kép 8,7%/năm trong giai đoạn 2023-2030, sẽ góp phần thúc đẩy doanh số của ngành bán dẫn toàn cầu dự báo đạt 1.000 tỷ USD vào những năm 2030.
- Business analytiq ước tính giá P4 tại Trung Quốc trong 2024 dao động từ 3.500-4.200 USD/tấn, trung bình tăng 5% so với 2023.

Nguồn: Hiệp hội chất bán dẫn, Business analytiq, Longzhong Information

# Triển vọng ngành sản xuất Phốt pho vàng trong dài hạn

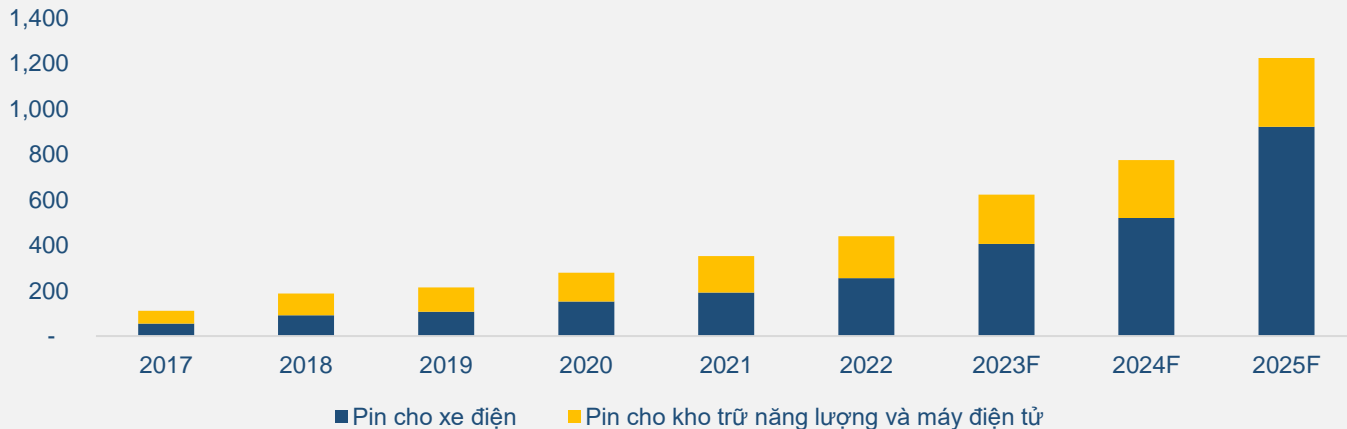
## Triển vọng dài hạn

**Tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ của pin LFP, chất bán dẫn là động lực tăng trưởng P4 trong dài hạn:**

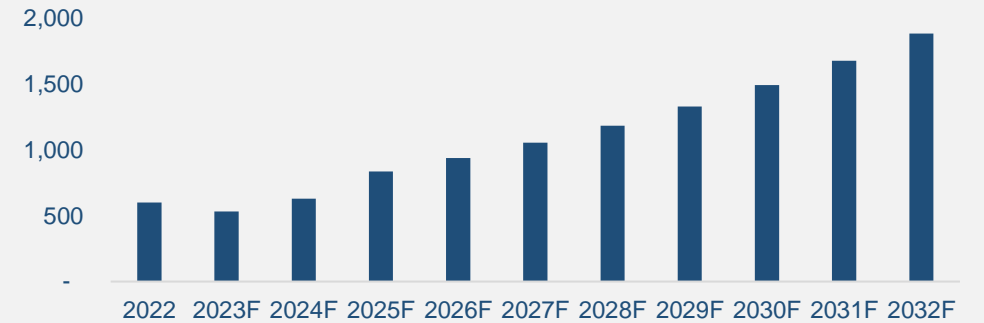
**Thị trường chất bán dẫn** toàn cầu ~600 tỷ USD vào năm 2022 và dự kiến sẽ đạt 1.884 tỷ USD vào năm 2030, với CAGR ~12% trong giai đoạn 2022-2032. Thị trường tăng trưởng mạnh mẽ nhất là Châu Á Thái Bình Dương (Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan – các quốc gia nhập khẩu P4 để sản xuất chất bán dẫn dùng cho các thiết bị 5G, ô tô...)

**Xu hướng sử dụng pin LFP:** pin LFP ít gây hại cho môi trường, tuổi thọ dài hơn và cung cấp nguồn điện mạnh hơn so với các loại nhiên liệu khác dùng cho xe điện. Công ty tư vấn Wood Mackenzie dự báo sản lượng lithium iron phosphate (LFP) toàn cầu có thể tăng gấp 5 lần lên 750.000 tấn vào năm 2030 đến từ ngành sản xuất pin xe điện, chứa 150.000 tấn P4, tương đương với khoảng 13% sản lượng P4 toàn cầu vào năm 2020.

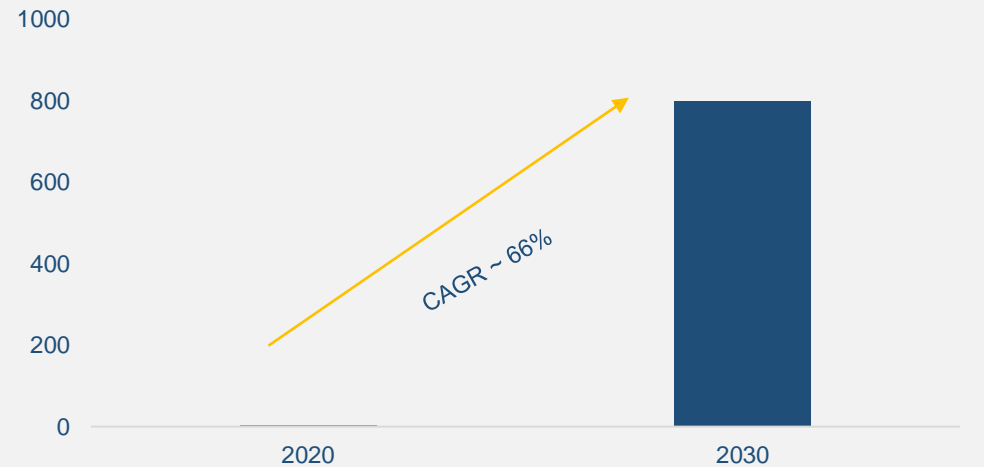
**Dự báo nhu cầu pin LFP trên toàn cầu giai đoạn 2017-2025**  
(Đơn vị: gWh)



**Quy mô thị trường chất bán dẫn giai đoạn 2022 -2032F**  
(Đơn vị: tỷ USD)



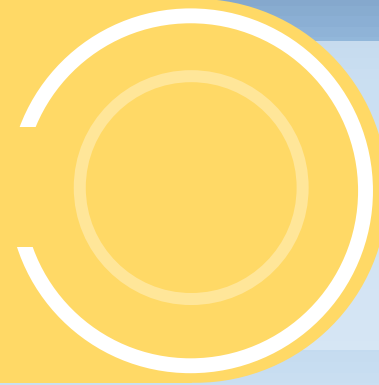
**Tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ của thị trường 5G**  
(Đơn vị: tỷ USD)



Nguồn: Precedence research, Global data

# DGC

NEUTRAL | Target: 94.600 VNĐ/CP | Upside: +0,2%



# Kỳ vọng kết quả kinh doanh phục hồi trong 2024

DGC - Target: 94.600 VNĐ/CP | Upside: +0,2%

## Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	<b>NEUTRAL</b>
Giá mục tiêu:	94.600 đồng/cp
Giá thị trường:	94.400 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	<b>+0,2%</b>

## Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2021	2022	2023F	2024F	4YR CAGR
<b>Doanh thu</b>	<b>9.550</b>	<b>14.444</b>	<b>10.164</b>	<b>11.820</b>	<b>7,4%</b>
Tăng trưởng	53,1%	51,2%	-29,6%	16,3%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.182</b>	<b>6.750</b>	<b>3.590</b>	<b>4.278</b>	<b>10,4%</b>
Tăng trưởng	115%	112%	-46,8%	19,1%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>2.388</b>	<b>5.565</b>	<b>3.205</b>	<b>3.852</b>	<b>17,3%</b>
Tăng trưởng	163%	133%	-42,1%	20,6%	
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>6.288</b>	<b>14.653</b>	<b>8.429</b>	<b>10.144</b>	
<b>P/E</b>	<b>15,04</b>	<b>6,46</b>	<b>12,43</b>	<b>9,31</b>	

## Điểm nhấn đầu tư:

- **DGC sở hữu chuỗi sản xuất khép kín, sản xuất các sản phẩm gốc Photpho đa dạng nên công ty linh hoạt trong việc chuyển đổi sản phẩm nhằm đáp ứng kịp thời nhu cầu thị trường:** DGC chủ động đẩy mạnh xuất khẩu HPO và WPA để bù đắp cho sự sụt giảm của mảng P4. Trong 9T2023, sản lượng WPA và HPO xuất khẩu tăng 5% và 162%YoY.
- **Giá Photpho vàng (P4) kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ hơn trong 2024:** Theo SunSirs, giá bình quân P4 trong tháng 9 khoảng 3.800 USD/tấn(+9,4%MoM), tăng gần 50% từ vùng đáy hồi giữa tháng 5. Giá P4 xuất khẩu của DGC cũng biến động cùng chiều, tăng 3%MoM trong tháng 9 do nguồn cung P4 thu hẹp tại tỉnh Vân Nam khi vùng này chịu hạn hạn kéo dài. Chúng tôi kỳ vọng giá P4 sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn do hiện tượng El Nino tiếp tục gây hạn hán diện rộng khiến nguồn cung Photpho vàng suy giảm, đồng thời giá điện tăng cao trong năm 2024, trong khi đó nhu cầu hạ nguồn tiếp tục phục hồi, đặc biệt là công nghệ sản xuất chất bán dẫn, ước tính doanh thu chất bán dẫn toàn cầu tăng 12% YoY (theo Hiệp hội chất bán dẫn thế giới).
- **Nâng công suất sản xuất P4 từ cuối Q3.2023:** Nhà máy mới DGC đã đi vào hoạt động trong tháng 9/2023, nâng công suất thiết kế thêm gần 10 nghìn tấn/năm. BVSC nhận định rằng việc đưa nhà máy mới đi vào hoạt động nhằm đáp ứng nhu cầu xuất khẩu P4 trở lại trong Q4 và 2024. Ước tính giá bán và sản lượng tiêu thụ P4 trong 2024 lần lượt tăng 8%YoY và 20%YoY.

P/E lịch sử



# Triển vọng tích cực từ các dự án mới trong dài hạn

DGC - Target: 94.600 VNĐ/CP | Upside: +0,2%

## Dự án Đức Giang – Nghi Sơn giai đoạn 1

**Dự án Nghi Sơn chậm tiến độ so với dự kiến:** Theo chia sẻ của lãnh đạo doanh nghiệp, chậm nhất tháng 6/2024 sẽ khởi công giai đoạn 1 và tầm một năm sau sẽ đi vào hoạt động. Nguồn vốn cho dự án Nghi Sơn chủ yếu đến từ vốn tự có khi DGC có gần 8.000 tỷ tiền gửi tiết kiệm.

**Thiếu hụt nguồn cung nội địa:** Tại Việt Nam, khả năng sản xuất nội địa chỉ đáp ứng 40-50% nhu cầu nội địa. Do đó, Xút nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ (với tốc độ tăng trưởng CAGR trên 20%/năm) ngày càng chiếm tỷ trọng lớn và cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm nội địa. Trong khi đó, nhu cầu Xút nội địa gia tăng trong giai đoạn 2020-2030 để phục vụ quá trình chế biến bauxit để sản xuất nhôm hydroxit và nhôm oxit (Alumin).

**Ước tính tốc độ tăng trưởng doanh thu dự án Đức Giang – Nghi Sơn giai đoạn 1 (2025-2030)** lần lượt tăng trưởng 20%/năm, đóng góp 8-12% tổng doanh thu DGC.

## Dự án bauxite nhôm

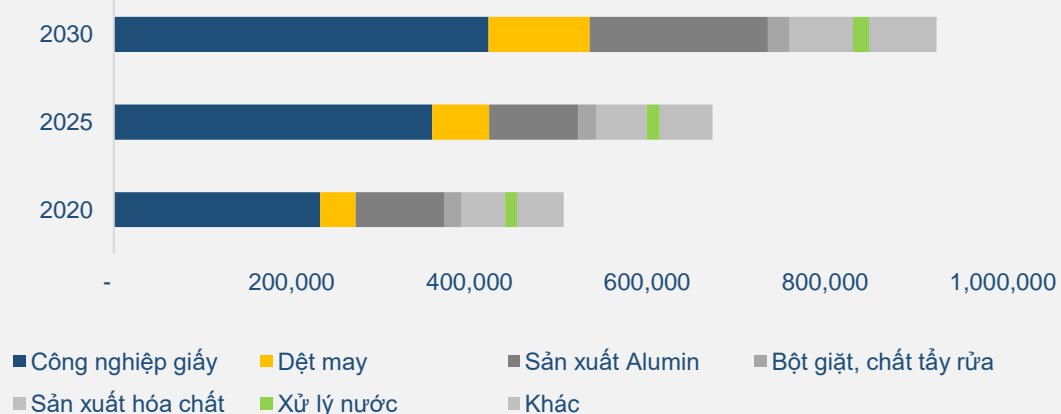
**Dự án bauxit nhôm dự kiến khởi công giai đoạn 2024-2025:** Công ty đang nghiên cứu, khảo sát đối với vị trí mỏ bauxite tại huyện Tuy Đức và huyện Đắk Song. Dự kiến quy mô khai thác khoảng 14,4 triệu tấn quặng bauxite/năm, xây dựng 03 nhà máy tuyển quặng với công suất 5,8 triệu tấn quặng tinh/năm. Tổng mức đầu tư của cả 2 giai đoạn là 57.000 tỷ đồng. DGC dự kiến sau khi dự án đi vào hoạt động sẽ đóng góp hơn 4.800 tỷ đồng vào tổng doanh thu.

Công ty sẽ **tập trung sản xuất Alumin**, chứ chưa đủ khả năng sản xuất nhôm vì cần một lượng điện năng lớn và sự bất ổn nguồn điện trong nước là rào cản đối với quá trình điện phân nhôm.

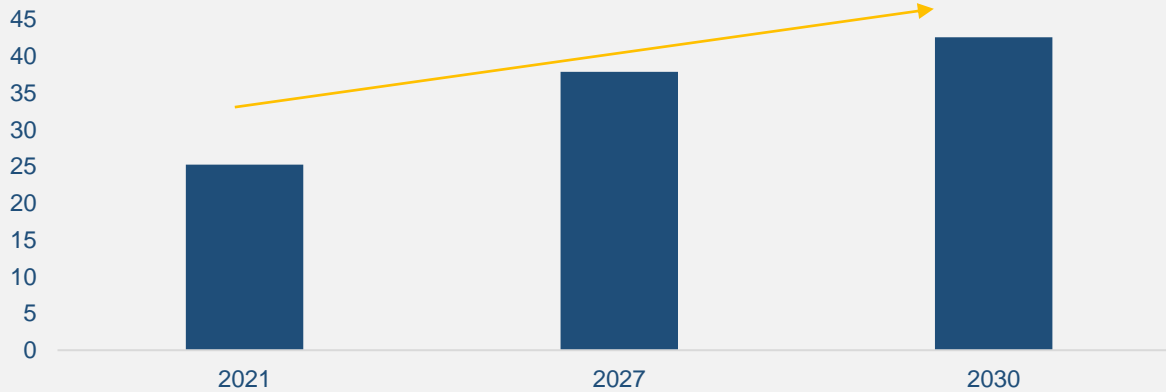
**DGC tự tin họ có thể sản xuất Alumin với chi phí thấp hơn Vinacomin.** Công ty dự kiến chi 600 triệu USD vốn đầu tư (~14.000 tỷ đồng) cho 1,2 triệu tấn alumin trong giai đoạn 1 của dự án - tương đương 500 USD/tấn công suất, chỉ bằng một nửa so với Vinacomin.

## Dự báo nhu cầu Xút đến năm 2035

Đvt: tấn



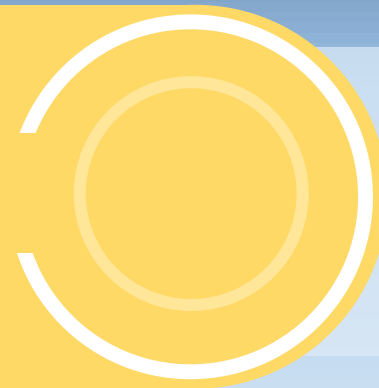
## Quy mô thị trường Alumin



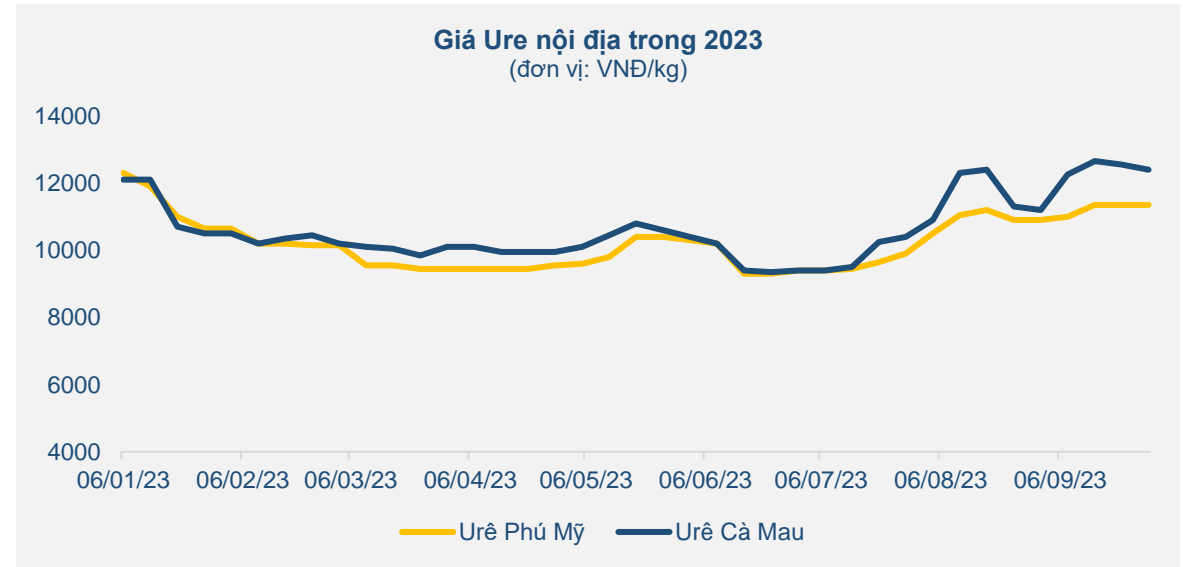
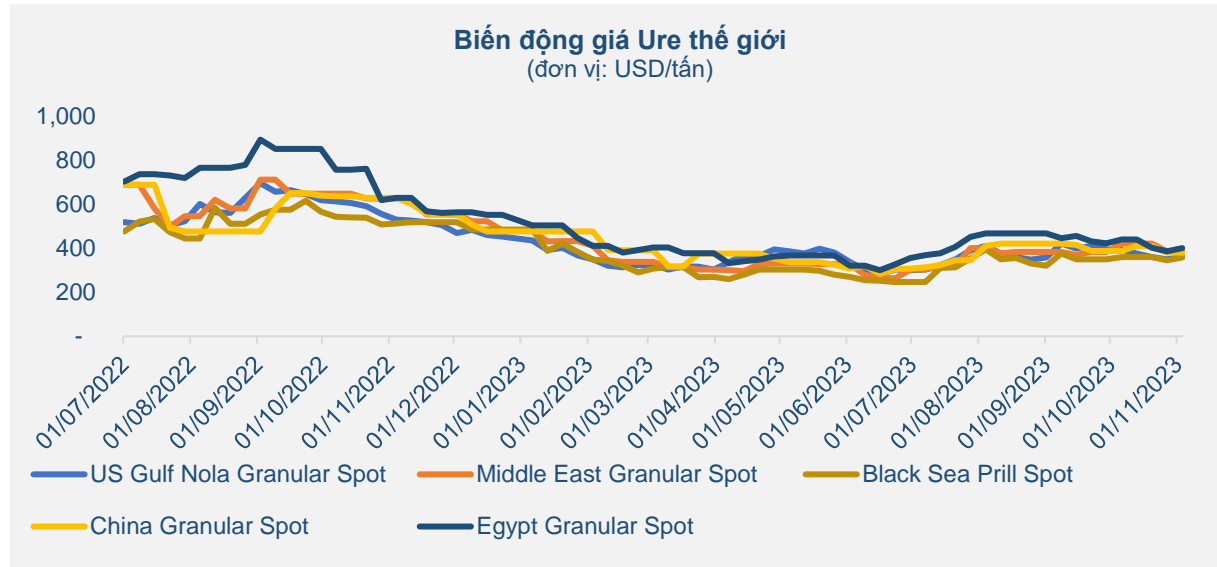
Nguồn: Báo cáo Chiến lược phát triển ngành hóa chất của Bộ Công thương Việt Nam tới 2035, Maximize market research

# Ngành Phân bón

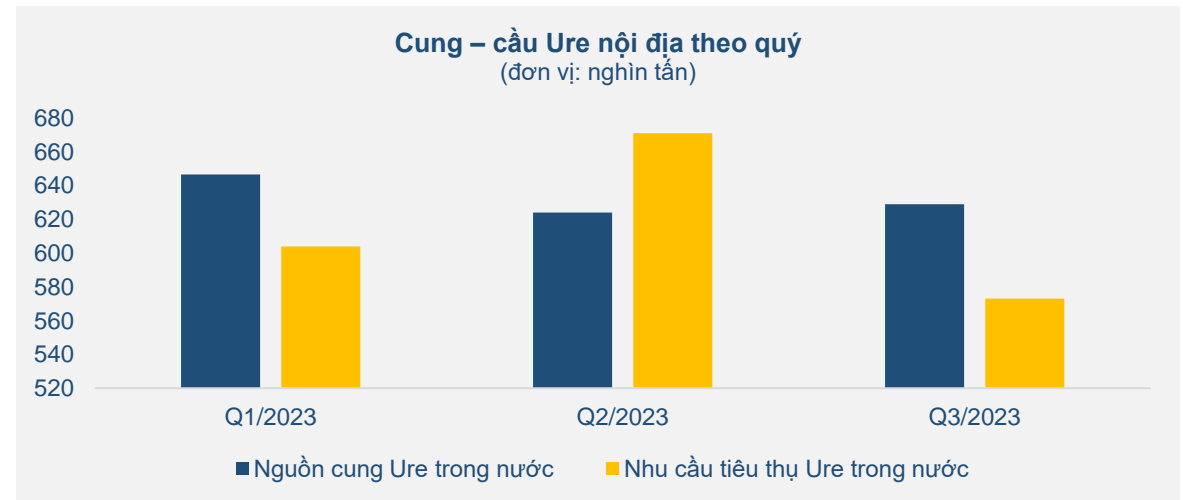
Gam màu sáng dần xuất hiện trong 2024



## Diễn biến giá Ure trong 9T2023

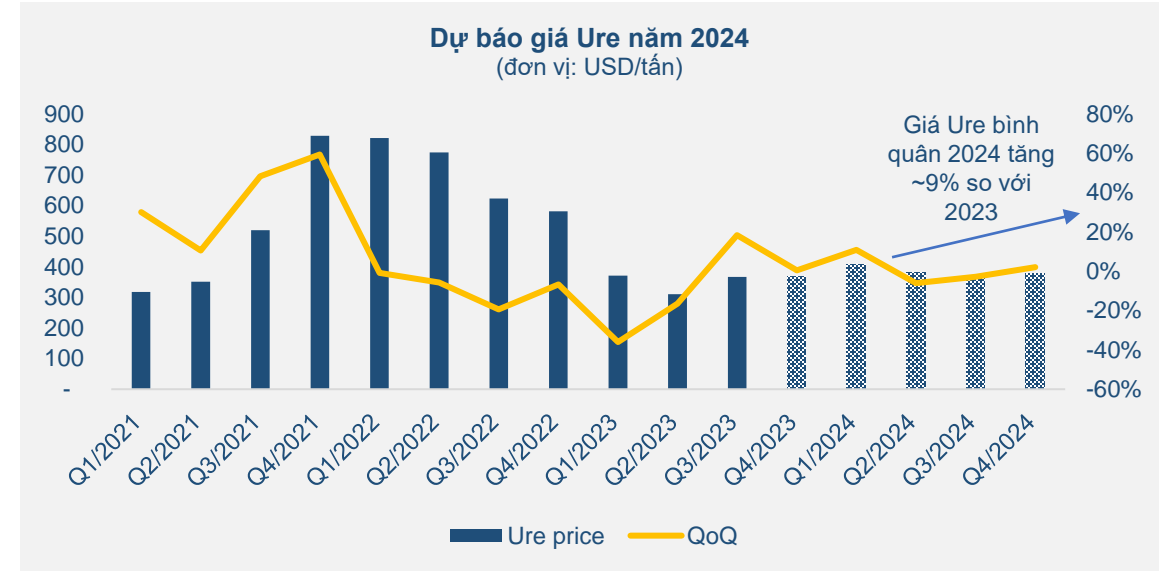
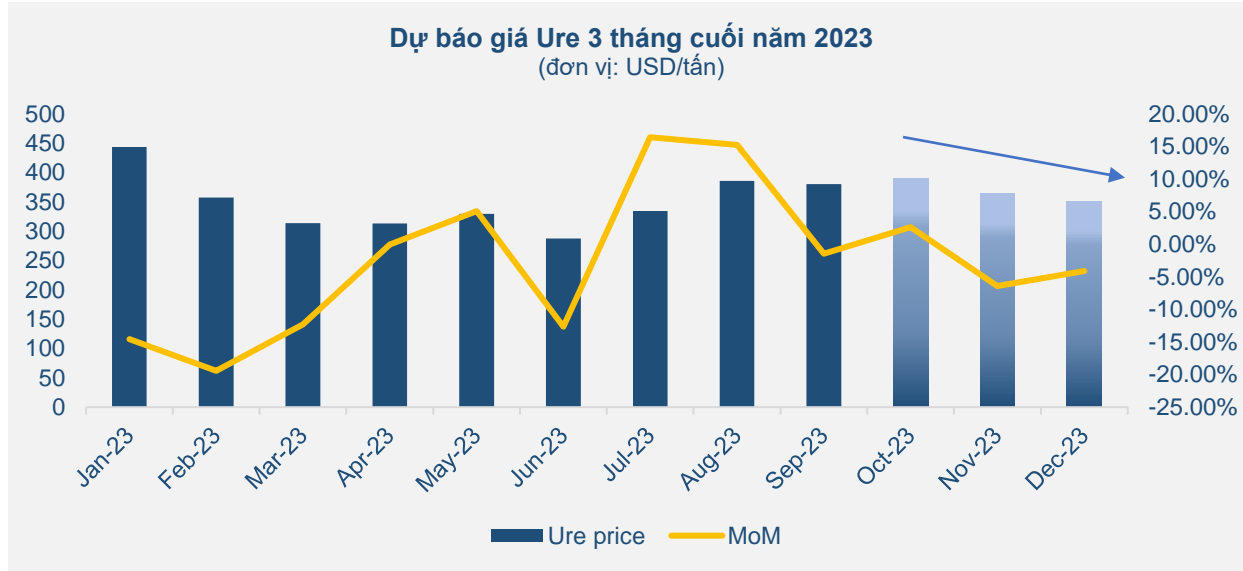


- Giá Ure thế giới đã chạm đáy trong Q2.2023 và phục hồi mạnh mẽ trong tháng 7 và đầu tháng 8 nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng tại Ấn Độ và Brazil, trong khi nguồn cung bị thu hẹp do các nhà máy sản xuất ở Malaysia; Brunei và Indonesia ngừng sản xuất trong quá trình bảo dưỡng và Trung Quốc ra lệnh hạn chế xuất khẩu Ure. Giá trung bình Ure trong Q3.2023 khoảng 353 USD/tấn, tăng 20%QoQ.
- Giá Ure nội địa biến động cùng pha theo giá thế giới, tăng hơn 10% so với mức giá trung bình của Q2.2023, dao động 9.500-11.350 đồng/kg.

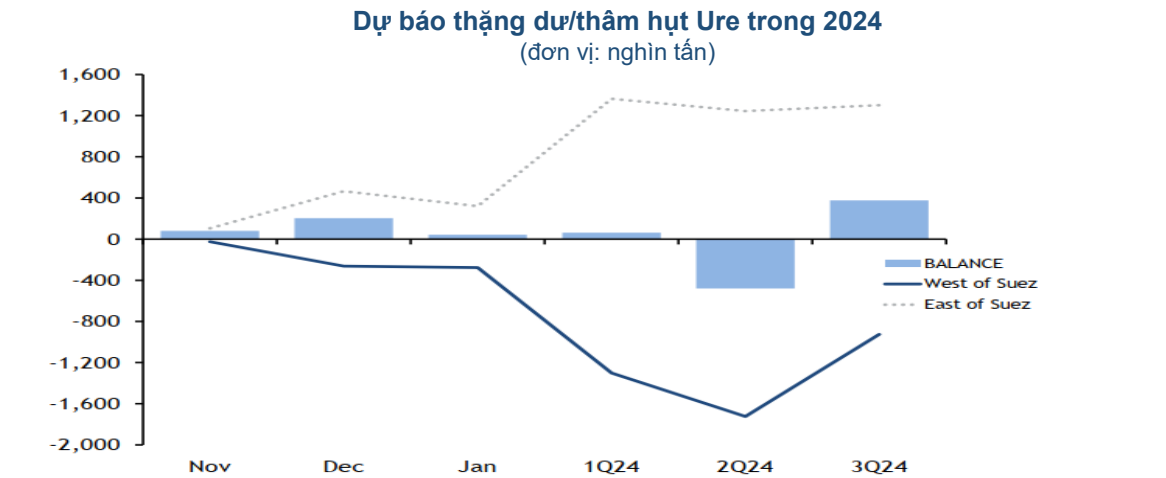


# Nhận định thị trường Ure trong Q4/2023 và 2024

## Thị trường Ure thế giới



- Agrus nhận định nhu cầu tiêu thụ Ure toàn cầu yếu trong 3 tháng cuối năm. Cụ thể, ở Brazil và Châu Âu, giá nông sản không thuận lợi khiến khả năng chi trả của nông dân suy yếu dần. Thặng dư nguồn cung Ure dự báo tăng nhẹ trong tháng 11 và tăng dần trong tháng 12. Giá Ure trong Q4.2023 dự đoán dao động từ 350-370 USD/tấn, giảm 4-6%MoM kể từ tháng 10.
- Xu hướng giá Ure trong tương lai sẽ phụ thuộc nhiều vào đơn mua hàng từ Ấn Độ và Brazil. Agrus ước tính rằng sẽ cần thêm 2-3 cuộc đấu thầu nữa (tương đương 2,5-3 triệu tấn Ure) để đáp ứng nhu cầu mùa vụ Rabi vào tháng 1/2024. Về phía nguồn cung, Trung Quốc vẫn duy trì lệnh tạm dừng xuất khẩu ban hành từ tháng 9/2023 và Chính Phủ Nga thiết lập hạn ngạch xuất khẩu phân bón khoảng 17 triệu tấn (trong đó 9,8 triệu tấn Ure và 7,1 triệu tấn NPK) từ 1/12/2023 đến 31/05/2024. Agrus dự đoán giá Ure trong Q1/2024 dao động 390-420 USD/tấn, tăng 11%QoQ.

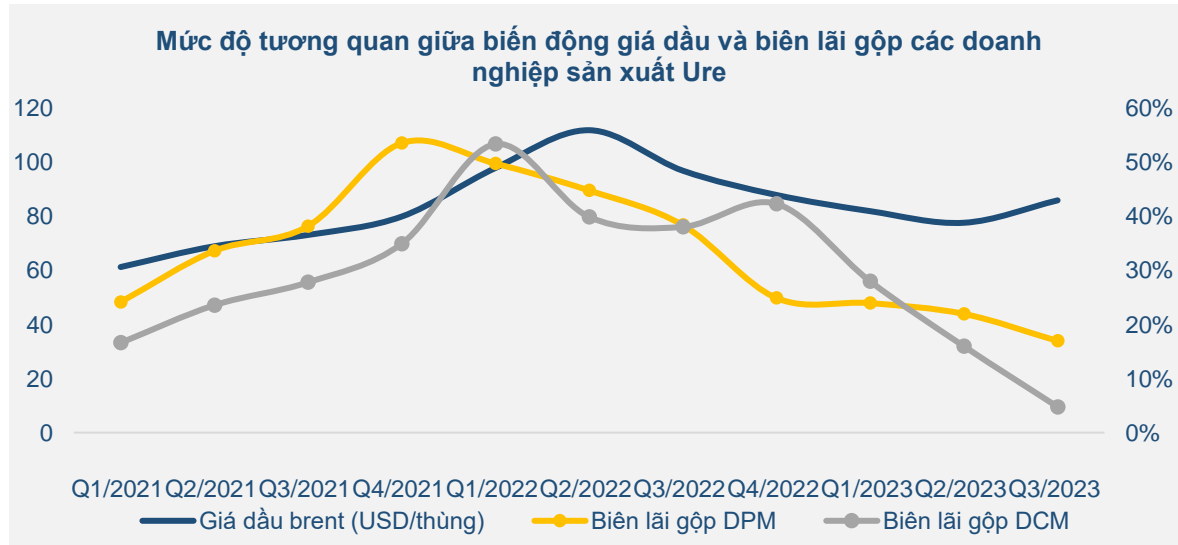
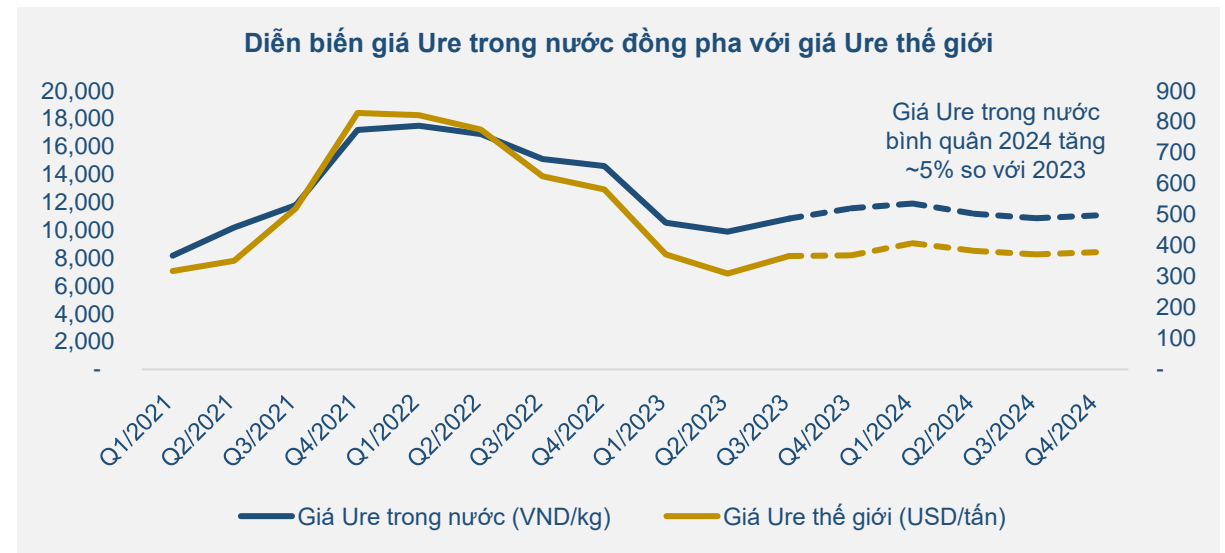
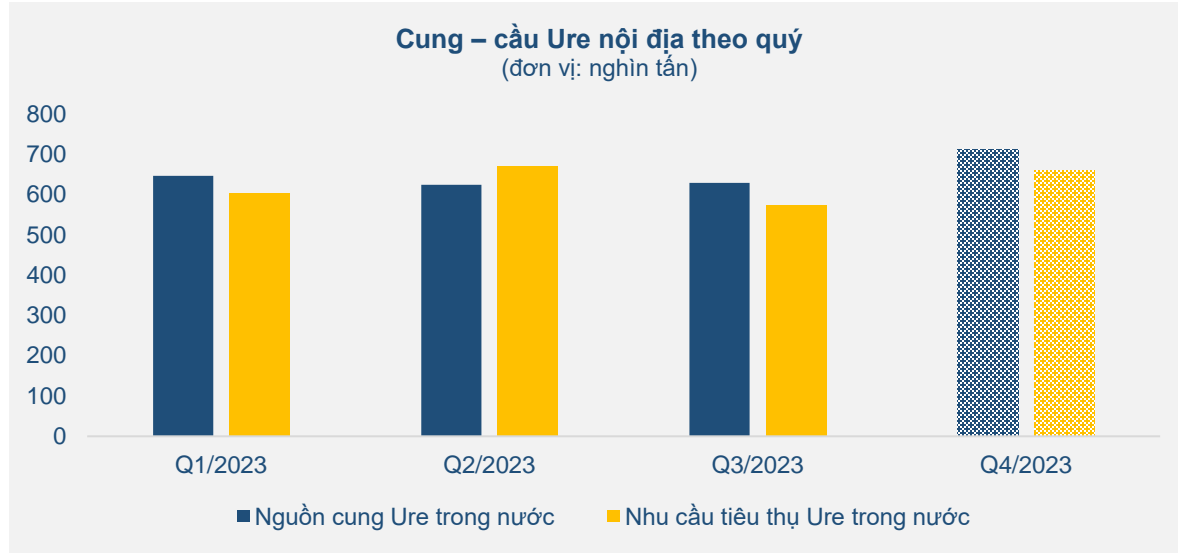


Nguồn: Agrus



# Nhận định thị trường Ure trong Q4/2023 và 2024

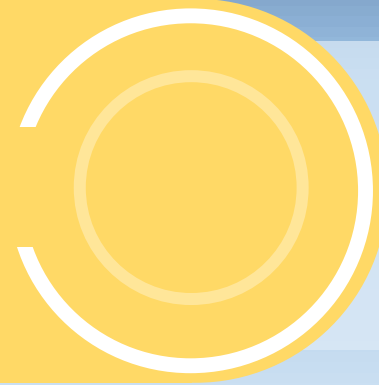
## Thị trường Ure trong nước



- Đến quý 4/2023, theo dự báo của các chuyên gia, nhu cầu tiêu thụ phân đạm Ure trong nước dự kiến sẽ tăng nhanh vào cuối tháng 11, nửa đầu tháng 12 tới đây khi Đồng bằng Sông Cửu Long bước vào cao điểm vụ Đông Xuân. Tuy nhiên, giá bán phân bón được dự báo ổn định, tăng nhẹ tăng 5-6% so với Q3/2023 nhờ nguồn cung dồi dào.
- Giá Ure nội địa sẽ biến động cùng pha với giá Ure thế giới, ước tính giá Ure nội địa 2024 sẽ tăng 5% so với 2023.
- Hiện nay các mỏ dầu khí lớn của Việt Nam đang suy giảm sản lượng tự nhiên từ 5-8%/năm do hầu hết các mỏ đã khai thác quá lâu. Tỷ trọng nguồn khí ngày càng suy giảm nhanh hơn so với dự báo và tỷ lệ cấp bù từ nguồn khí giá cao khác tăng lên dẫn đến chi phí cước phí vận chuyển tăng cao. Chúng tôi nhận định rằng giá Ure tăng khó bù đắp được mức tăng của chi phí nguyên liệu đầu vào trong 2024, khiến các doanh nghiệp sản xuất Ure bị “ăn mòn” lợi nhuận.

# DCM

OUTPERFORM | Target: 37.800 VNĐ/CP | Upside: 16,6%



# Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ trong 2024 nhờ nhà máy Ure hết khấu hao

DCM - Target: 37.800 VNĐ/CP | Upside: + 16,6%

## Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	<b>OUTPERFORM</b>
Giá mục tiêu:	37.800 đồng/cp
Giá thị trường:	32.400 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	<b>+16,6%</b>

## Bảng dự báo

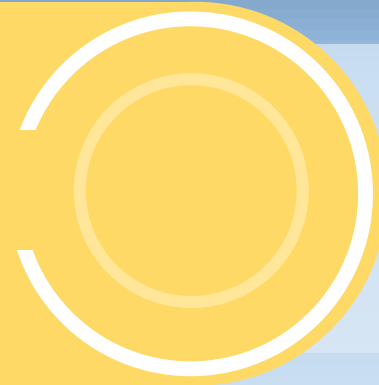
Tỷ đồng FY 31/12	2021	2022	2023F	2024F	4YR CAGR
<b>Doanh thu</b>	<b>9.870</b>	<b>15.924</b>	<b>12.202</b>	<b>13.946</b>	<b>12,2%</b>
Tăng trưởng	30,5%	61,3%	-23,4	14,3%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.781</b>	<b>5.611</b>	<b>1.921</b>	<b>3.156</b>	<b>4,3%</b>
Tăng trưởng	111%	102%	-65,8%	64,3%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.823</b>	<b>4.275</b>	<b>1.046</b>	<b>2.038</b>	<b>3,9%</b>
Tăng trưởng	176%	134%	-75,5%	94,9%	
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>4.073</b>	<b>7.731</b>	<b>1.975</b>	<b>3.849</b>	
<b>P/E</b>	<b>10,25</b>	<b>4,1</b>	<b>16,5</b>	<b>9,8</b>	

## Điểm nhấn đầu tư:

- **Bức tranh ngành Phân bón bắt đầu sáng dần trong 2024:** Giá Ure trong nước và thế giới ước tính tăng 5-9%YoY do nguồn cung Ure ở Trung Quốc và Nga vẫn bị siết chặt trong khi đó nhu cầu tiêu thụ vẫn tăng nhờ sản lượng sản xuất và diện tích trồng trọt nông sản thế giới trong mùa vụ 2023/2024.
- **Nhà máy Ure hết khấu hao trong quý 3, lợi nhuận tăng mạnh trong 2024:** Lợi nhuận sẽ tăng thêm 300 tỷ trong quý 4 do nhà máy Ure DCM đã hết khấu hao từ cuối quý 3. Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao hàng năm của nhà máy Ure dao động từ 1.000–1.200 tỷ đồng mỗi năm (tương đương 50%, 26% và 72% LNTT năm 2021-2022-2023). Trong năm 2024, chi phí khấu hao sẽ giảm 877 tỷ đồng so với 2023. Chúng tôi nhận định việc hết khấu hao nhà máy Ure là đòn bẩy giúp DCM có lợi nhuận tăng trưởng mạnh ~94,9%YoY trong 2024.
- **Tiềm lực tài chính mạnh mẽ hỗ trợ cho việc chi trả cổ tức cao:** DCM có năng lực tài chính mạnh mẽ với số dư tiền mặt ròng 9.800 tỷ trong khi đó tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH là -99,3% vào cuối Q3/2023. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của DCM duy trì ở mức 1.700–2.200 tỷ đồng trong giai đoạn 2024–2028, duy trì dự báo cổ tức giai đoạn 2024-2028 là 2.000–2.500 đồng/cp (lợi suất cổ tức 5%-7%), tương ứng tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận trung bình là 60% trong giai đoạn 2024-2028.
- **Nâng công suất sản xuất NPK gấp đôi trong 2024:** DCM đặt mục tiêu hoàn tất thương vụ mua lại Công ty TNHH Phân Bón Việt Hàn (KVF) vào cuối năm 2023, nâng tổng công suất thiết kế NPK lên 660 nghìn tấn/năm. Công ty ước tính giá mua lại là 25 triệu USD so với vốn đầu tư là 89 triệu USD. Ban lãnh đạo DCM cho rằng đây là mức giá tốt do thương vụ này bao gồm quỹ đất với diện tích 8,7 ha, kho chứa nguyên liệu và 2 dây chuyền sản xuất theo công nghệ intro của Tây Ban Nha. Bên cạnh đó, Công ty sẽ tận dụng lợi thế của KVF để chủ động nhập khẩu nguyên liệu đầu vào với mức giá cạnh tranh hơn. Ban lãnh đạo DCM cho biết công ty sẽ đẩy mạnh phân phối NPK lên 150.000 tấn trong 2024 cho khu vực đông nam bộ, miền trung và tây nguyên và kỳ vọng KVF sẽ có lãi vào cuối 2024.

# DPM

NEUTRAL | Target: 35.200 VNĐ/CP | Upside: 5,7%



# Kết quả kinh doanh 2024 phục hồi theo thị trường chung

DPM - Target: 35.200 VNĐ/CP | Upside: + 5,7%

## Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	<b>NEUTRAL</b>
Giá mục tiêu:	35.200 đồng/cp
Giá thị trường:	33.600 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	<b>+5,7%</b>

## Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2021	2022	2023F	2024F	4YR CAGR
Doanh thu	12.786	18.627	13.327	15.317	6,2%
Tăng trưởng	64,7%	45,7%	-28,5%	14,9%	
Lợi nhuận gộp	4.786	7.838	1.958	2.542	-19%
Tăng trưởng	176%	63,7%	-75%	29,8%	
Lợi nhuận ròng	3.117	5.565	826	1.261	-26%
Tăng trưởng	352%	76%	-85,2%	52,6%	
EPS (đồng/cp)	7.749	13.897	2.112	1.261	
<b>P/E</b>	<b>4,4</b>	<b>2,4</b>	<b>14,2</b>	<b>10,9</b>	

## Điểm nhấn đầu tư:

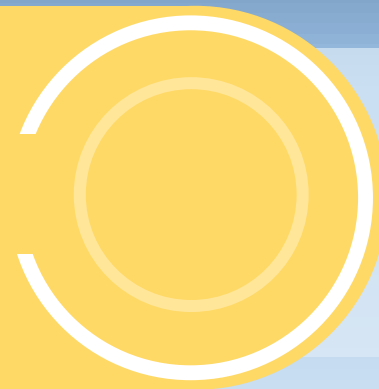
- **Bức tranh ngành Phân bón bắt đầu sáng dần trong 2024:** Giá Ure trong nước và thế giới ước tính tăng 5-9%YoY do nguồn cung Ure ở Trung Quốc và Nga vẫn bị siết chặt trong khi đó nhu cầu tiêu thụ vẫn tăng nhờ sản lượng sản xuất và diện tích trồng trọt nông sản thế giới trong mùa vụ 2023/2024.
- **Tiềm lực tài chính mạnh mẽ hỗ trợ cho việc chi trả cổ tức cao:** DPM có tiềm lực tài chính mạnh mẽ với số dư tiền mặt ròng 6.500 tỷ đồng trong khi tỷ lệ nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu -58% vào cuối Q3/2023, hỗ trợ Công ty chi trả cổ tức tiền mặt cao và ổn định 3.000–4.000 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 2023–2028 (Công ty dự kiến chi trả cổ tức tiền mặt 2023 là 40%). Chúng tôi nhận định rằng DPM là cơ hội đầu tư nhận cổ tức hấp dẫn (với lợi suất cổ tức dao động từ 8%-13%) trong giai đoạn 2024–2028 trong bối cảnh giá Ure có xu hướng giảm và đi ngang.

## P/E lịch sử



# Ngành Điện

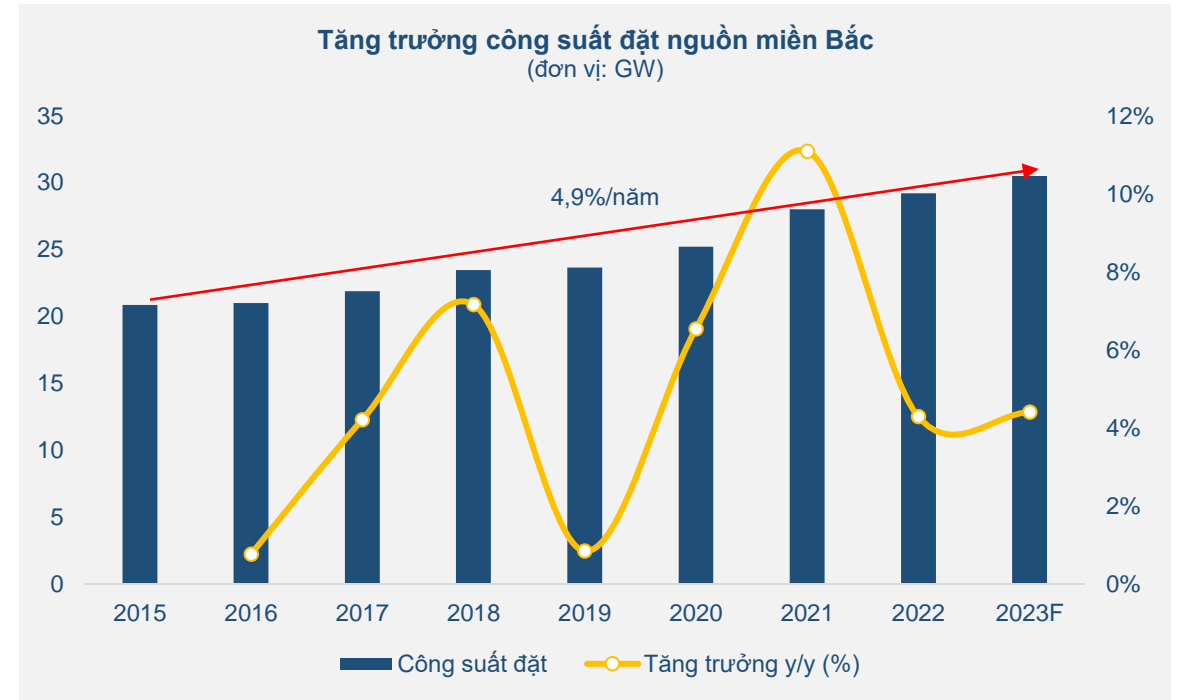
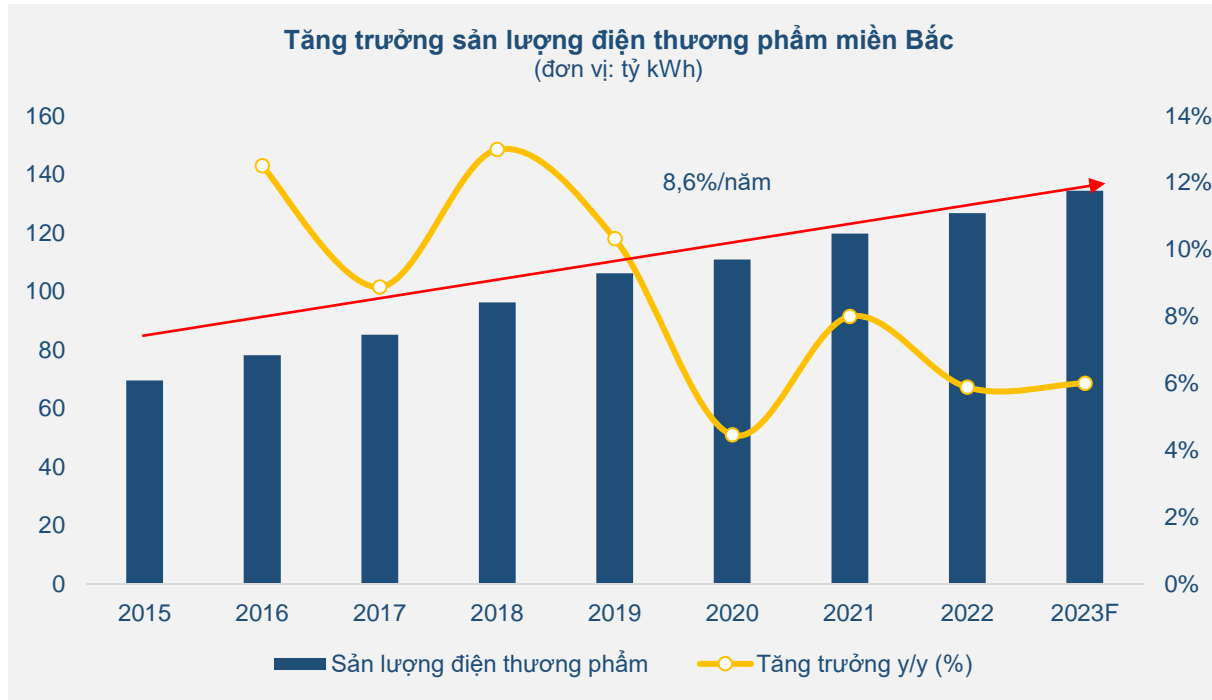
Triển vọng 2024



# Miền Bắc tiềm ẩn rủi ro thiếu điện

## Ngành Điện 2024

- Công suất đặt hệ thống điện tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2019 - 2021 nhờ làn sóng đầu tư vào năng lượng tái tạo như điện mặt trời và điện gió, với sự hỗ trợ của các chính sách ưu đãi giá. Tuy nhiên, phần lớn các sự phát triển nóng này chủ yếu tập trung ở miền Trung và miền Nam, chưa phù hợp với phân bố và phát triển phụ tải, gây mất cân bằng cung – cầu điện trong từng miền.
- Tính đến cuối năm 2023, tổng công suất đặt toàn quốc là 81,8 GW, trong đó tổng công suất đặt nguồn NLTT (bao gồm điện gió, điện mặt trời và sinh khối) đạt 21,9 GW – chiếm 27%. Mặc dù vậy, tổng sản lượng điện sản xuất từ các nguồn NLTT này chỉ chiếm 13% tổng sản lượng điện cả nước trong năm 2023.
- Đặc biệt, tăng trưởng nguồn điện ở miền Bắc chỉ đạt mức trung bình 4,9%/năm, thấp hơn rất nhiều so với mức tăng 8,6%/năm của nhu cầu tiêu thụ điện. Điều này là một phần lý do khiến miền Bắc gặp rủi ro thiếu điện trong giai đoạn từ nay đến năm 2025.
- Dự phóng sản lượng điện thương phẩm năm 2023 và 2024 sẽ lần lượt tăng 4,3% y/y và 8,3% y/y, đạt mức 280 tỷ kWh và 303 tỷ kWh.



Nguồn: EVN, BVSC tổng hợp

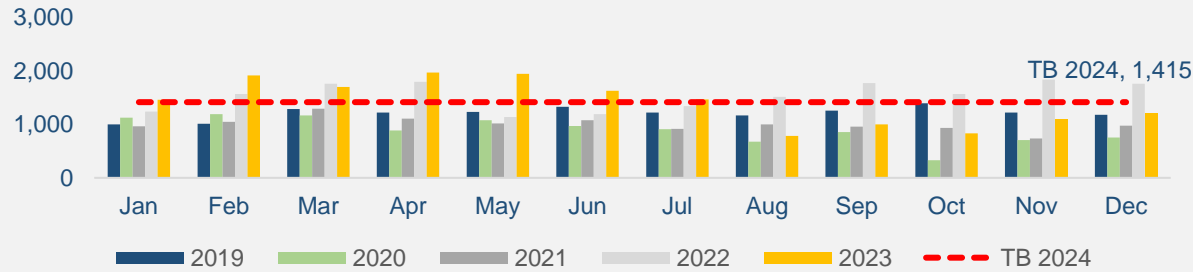
# Giá thanh toán thị trường toàn phần duy trì ở mặt bằng cao

Ngành Điện 2024

- Hình thái thủy văn đã chính thức chuyển sang El Nino từ đầu mùa hè 2023, và dự báo sẽ duy trì đến giữa năm 2024 với mức xác suất trên 50%. Như vậy, sản lượng điện huy động từ nguồn thủy điện dự kiến sẽ suy giảm trong thời gian tới, giúp: (1) sản lượng đóng góp từ các nhà máy nhiệt điện nhiều hơn; và (2) giá điện trên thị trường cạnh tranh duy trì ở mặt bằng cao.
- Chúng tôi dự báo giá CGM năm 2023 đạt mức 1.415 đồng/kWh (-8% y/y) và đi ngang trong năm 2024 (cao hơn 20% so với trung bình giai đoạn 2018 – 2023). Như vậy, các nhà máy nhiệt điện than, đặc biệt là miền Bắc, sẽ tiếp tục được hưởng lợi, khi (1) sản lượng từ nguồn thủy điện sụt giảm; (2) công suất lắp đặt mới đi vào hoạt động còn hạn chế; (3) tình trạng thiếu điện tại miền Bắc; và (4) giá điện CGM duy trì ở mặt bằng cao.

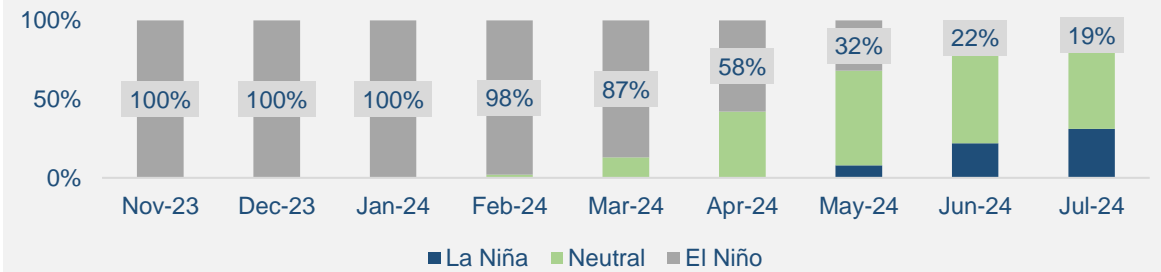
**Giá thanh toán thị trường toàn phần (FMP)**

(đơn vị: đồng/kWh)



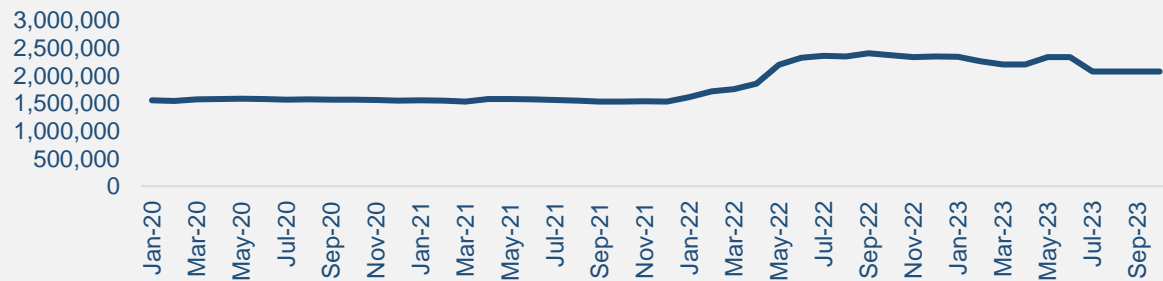
**Xác suất tình hình thủy văn**

(cập nhật tháng 11/2023)



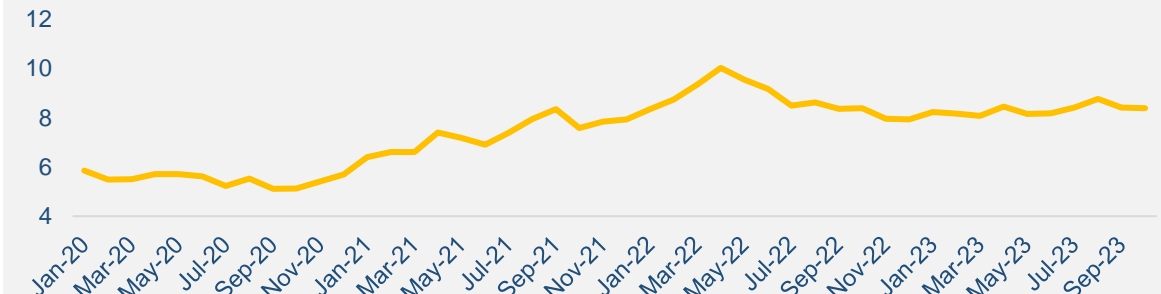
**Giá than TKV**

(đơn vị: đồng/tấn)



**Giá khí đầu vào**

(đơn vị: USD/mmBTU)

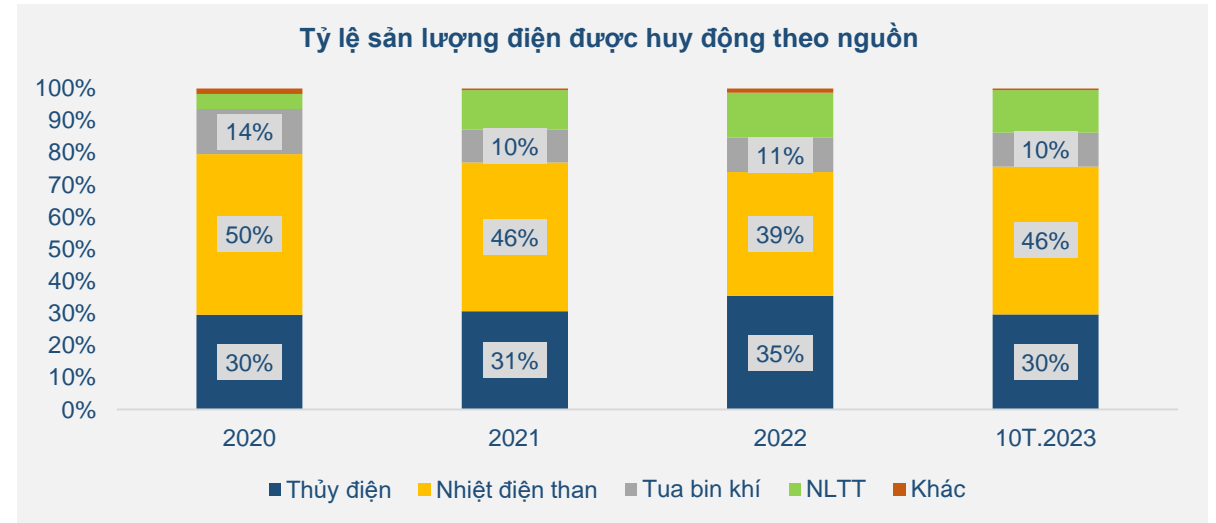
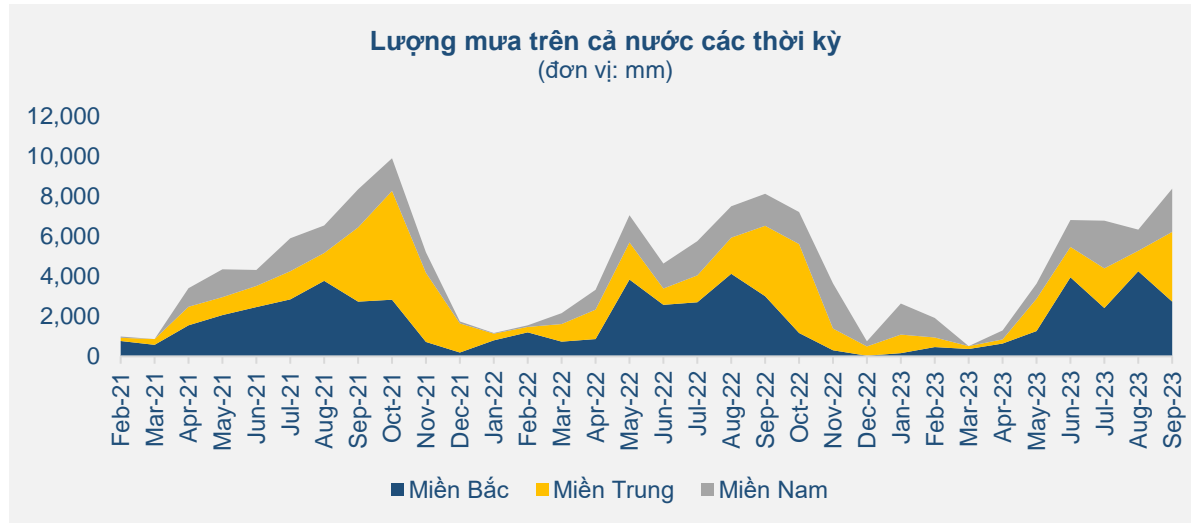
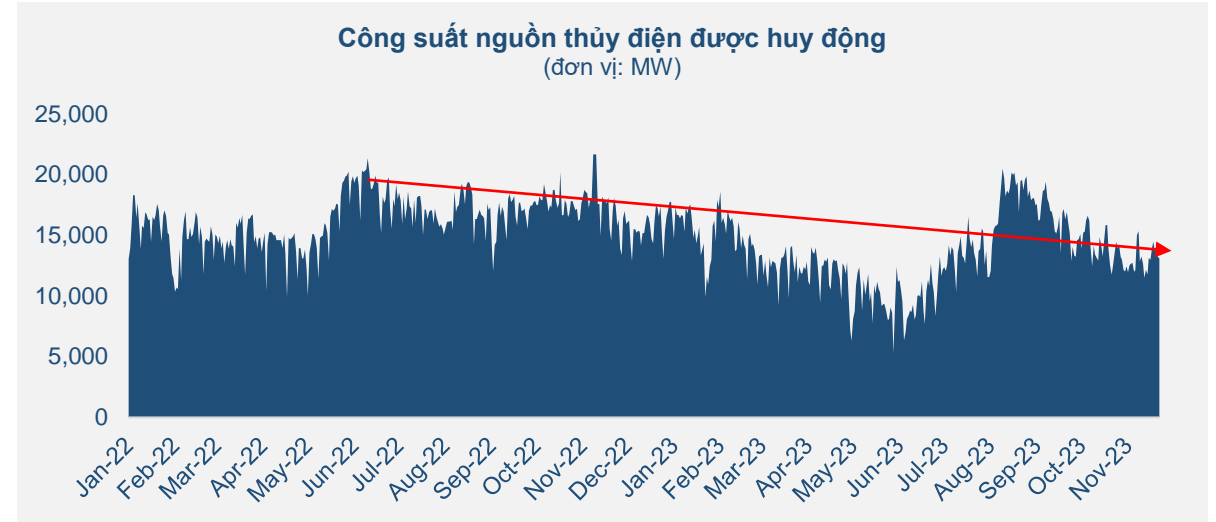
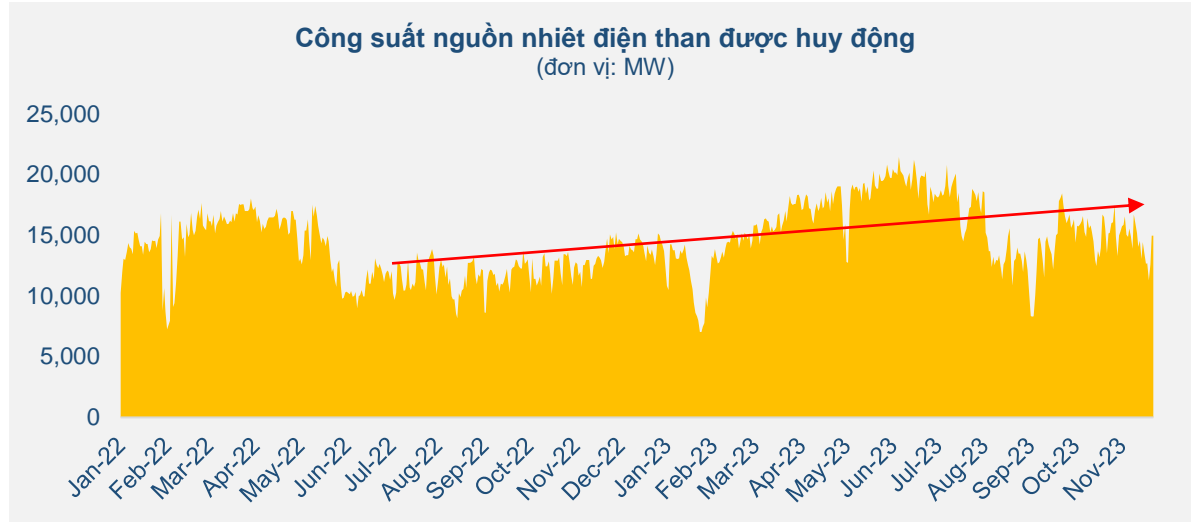


Nguồn: Genco3, IRI, TKV, BVSC tổng hợp



# Các nhà máy nhiệt điện được hưởng lợi

Ngành Điện 2024



Nguồn: A0, EVN, IMHEN, BVSC tổng hợp

# Quy hoạch điện VIII khuyến khích NLTT

## Ngành Điện 2024

- Quy hoạch điện (QHĐ) VIII khuyến khích phát triển các dự án NLTT như **điện gió, điện mặt trời**. Ở kịch bản 3, Bộ Công thương cũng đưa ra phương án cân bằng công nhằm cung cấp thông tin cho các cấp quản lý để điều hành đảm bảo cung cấp điện trong trường hợp chậm tiến độ của các nguồn điện. Trong đó, tỷ lệ công suất các nguồn NLTT tăng từ **32,1%** năm 2030 lên tới **63,5%** năm 2050. Phát thải khí CO2 đạt đỉnh 226 triệu tấn năm 2035, và ước đạt 27 triệu tấn năm 2050, đảm bảo cam kết của Việt Nam tại Hội nghị COP26.
- Tổng vốn đầu tư phát triển nguồn và lưới điện truyền tải trong giai đoạn 2021 – 2030 là **134,7 tỷ USD**, trong đó đầu tư cho nguồn điện khoảng **119,8 tỷ USD**, lưới điện truyền tải khoảng **15,0 tỷ USD**. Cho giai đoạn 2031 – 2050, tổng vốn đầu tư phát triển dự kiến sẽ đạt khoảng **399,2 – 523,1 tỷ USD**, trong đó đầu tư cho nguồn điện khoảng **364,4 – 511,2 tỷ USD**, lưới điện truyền tải khoảng **34,8 – 38,6 tỷ USD**. Nhu cầu vốn để phát triển điện gió chiếm khoảng hơn **34%** tổng vốn phát triển trong giai đoạn 2021 – 2030 và khoảng **47 – 58%** trong giai đoạn 2031 – 2050. Nhu cầu vốn để phát triển điện mặt trời đứng thứ 2, chiếm khoảng **17 – 23%** tổng vốn đầu tư.
- Như vậy, trong trung và dài hạn, chúng tôi đánh giá rằng ngành điện nói chung, đặc biệt là nhóm NLTT, sẽ có triển vọng rất tích cực, cùng với mức tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện vào khoảng **8 – 9%/năm**.

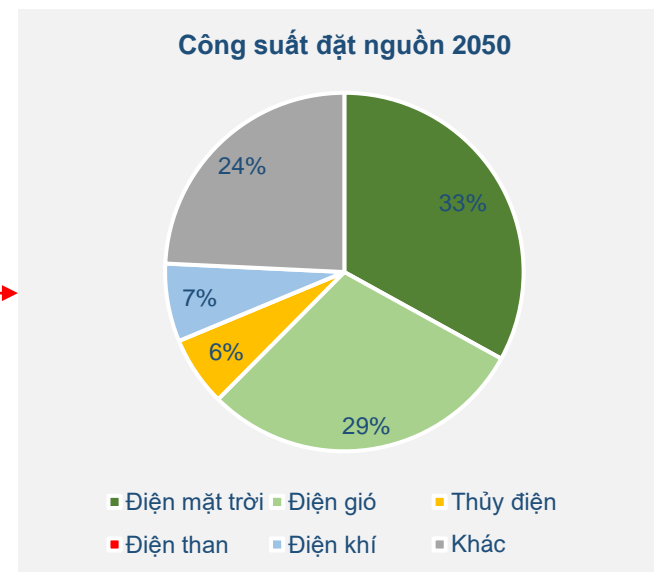
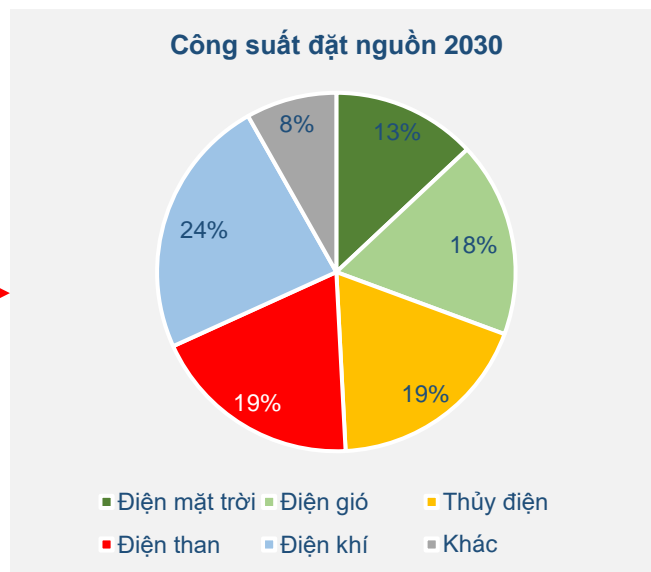
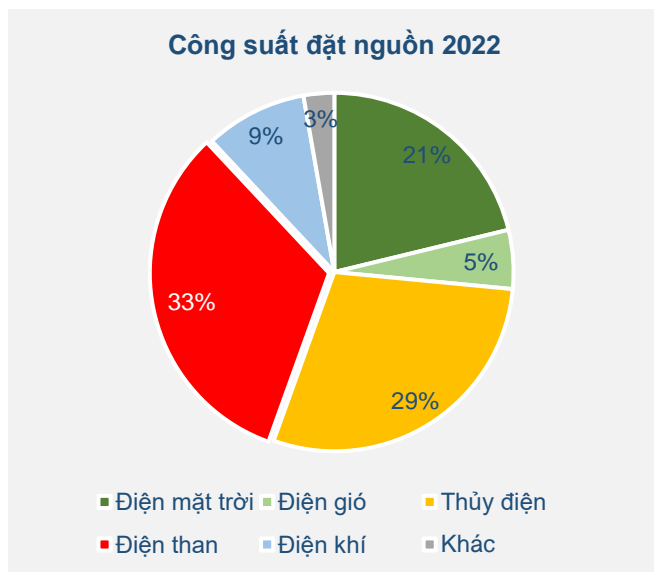
Cân đối công suất đặt nguồn điện kịch bản 3 (MW)	2025	2030	2035	2040	2045	2050	Nguồn vốn đầu tư kịch bản rủi ro (tỷ đồng)	2021 – 2030	2031 – 2050
<b>Tổng nguồn toàn quốc</b>	<b>59.318</b>	<b>90.512</b>	<b>124.857</b>	<b>159.039</b>	<b>187.496</b>	<b>208.555</b>			
Tổng công suất đặt (không tính ĐMT áp mái, nguồn đồng phát)	<b>104.989</b>	<b>158.244</b>	<b>242.159</b>	<b>354.089</b>	<b>470.712</b>	<b>573.129</b>	Vốn đầu tư nguồn điện	<b>2.782.440</b>	<b>11.252.982</b>
Nhiệt điện than	28.757	30.127	23.137	15.337	3.635	0	- Điện gió	1.071.170	6.921.625
Nhiệt điện than đốt kèm sinh khối/ammoniac	0	0	6.990	14.790	18.642	0	- Điện mặt trời	45.299	2.131.246
Nhiệt điện than chuyển hoàn toàn sang sinh khối/amoniac	0	0	0	0	6.990	25.632	- Các loại nguồn điện khác	1.665.971	2.200.111
TBKHH+NĐ khí trong nước, chuyển LNG	7.076	14.930	7.900	7.900	7.900	7.900	Lưới điện truyền tải	<b>347.627</b>	<b>897.592</b>
NĐ khí nội chuyển LNG kèm hydro	0	0	7.030	7.030	0	0	<b>Tổng cộng</b>	<b>3.130.067</b>	<b>12.150.574</b>
NĐ khí nội chuyển hydro hoàn toàn	0	0	0	0	7.030	7.030			
TBKHH sử dụng LNG mới	2.700	22.400	22.700	12.200	0	0			
TBKHH LNG đốt kèm hydro	0	0	2.700	13.200	21.900	4.500			
TBKHH LNG chuyển hydro hoàn toàn	0	0	0	0	3.500	20.900			
Nguồn nhiệt điện linh hoạt	0	300	9.000	23.100	33.900	46.200			
NĐ+TBK dầu	1.221	0	0	0	0	0			
Thủy điện (cả TĐ nhỏ)	26.795	29.346	33.654	34.414	35.139	36.016			
<b>Điện gió trên bờ, gần bờ</b>	<b>13.416</b>	<b>21.880</b>	<b>30.400</b>	<b>46.100</b>	<b>62.250</b>	<b>77.050</b>			
<b>Điện gió ngoài khơi</b>	<b>0</b>	<b>6.000</b>	<b>18.000</b>	<b>45.500</b>	<b>79.500</b>	<b>91.500</b>			
ĐMT tập trung/mái nhà/tự sản tự tiêu	17.891	20.591	56.866	94.866	135.824	189.294			
Điện sinh khối, rác và NLTT khác	1.180	2.270	3.290	4.960	5.210	6.015			
Thủy điện tích năng và pin lưu trữ	50	2.700	9.450	19.950	33.750	45.550			
Nhập khẩu	4.453	5.000	7.742	10.242	11.042	11.042			
NMNĐ cấp cho phụ tải riêng (đồng phát)	1.450	2.700	3.300	4.500	4.500	4.500			

Nguồn: Quy hoạch điện VIII, BVSC tổng hợp

# Điện gió – điện mặt trời được ưu tiên phát triển

## Ngành Điện 2024

- Đặc biệt, từ nay đến 2030, có thể thấy QHĐ VIII xác định ưu tiên phát triển mạnh nguồn năng lượng điện gió. Tính theo số tuyệt đối, dự kiến sẽ có thêm khoảng **10.799 – 24.754 MW** nguồn điện gió được đưa vào phát triển trong giai đoạn 7 năm tới. Đến năm **2050**, điện gió sẽ chiếm **29%** công suất đặt nguồn của Việt Nam.
- Điện mặt trời sẽ được phát triển mạnh mẽ sau năm 2030, định hướng sẽ chiếm **33%** tổng công suất đặt nguồn của Việt Nam vào năm **2050**.
- Cùng với việc đầu tư hệ thống nguồn và lưới điện trên, dự kiến đến năm 2030 sẽ hình thành 2 trung tâm công nghiệp, dịch vụ năng lượng tái tạo liên vùng. Các trung tâm này gồm sản xuất, truyền tải và tiêu thụ điện; công nghiệp chế tạo thiết bị năng lượng tái tạo.
- Theo quy hoạch, Bộ Công Thương chịu trách nhiệm về tính chính xác của số liệu, hệ thống sơ đồ, dữ liệu. Bộ được giao hoàn thiện xây dựng và trình Chính phủ Luật Điện lực sửa đổi và Luật về năng lượng tái tạo để trình Quốc hội trong năm 2024; trình Chính phủ ban hành các chính sách về mua bán điện trực tiếp.



Nguồn: Quy hoạch điện VIII, BVSC tổng hợp

# Năng lực phát triển của chủ đầu tư đóng vai trò quan trọng

## Ngành Điện 2024

- Ngày 1/11/2023, Bộ Công thương đã ban hành Thông tư số 19/2023/TT-BCT Quy định phương pháp xây dựng khung giá phát điện áp dụng cho nhà máy điện mặt trời, điện gió. Thông tư này có hiệu lực thi hành từ ngày 19/12/2023.
- Chúng tôi cho rằng hiệu quả phát triển một dự án NLTT trong giai đoạn sắp tới sẽ phụ thuộc rất lớn vào năng lực phát triển của chủ đầu tư.
  - ✓ Suất đầu tư hợp lý.
  - ✓ Khả năng huy động nguồn vốn lãi suất thấp.
  - ✓ Khả năng vận hành dự án một cách hiệu quả.

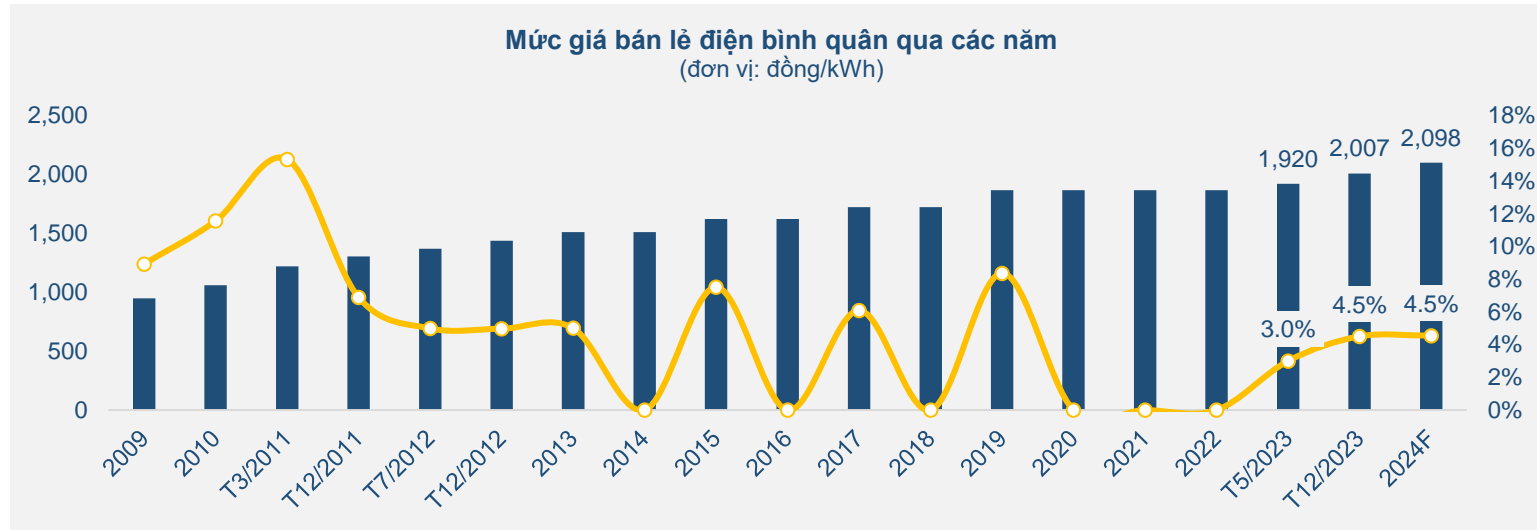
Loại hình NMD (đồng/kWh)	Khung giá mới (ước tính của BVSC)	Đơn giá chính thức tối đa cho các dự án chuyển tiếp	Giá FIT (quy đổi ra VNĐ)
NMĐMT mặt đất	1.100 – 1.300	1.185	1.674
NMĐMT nổi	1.400 – 1.600	1.508	1.815
NMĐG trong đất liền	1.300 – 1.700	1.587	2.006
NMĐG trên biển	1.700 – 2.000	1.816	2.313

Nguồn: Bộ Công thương, BVSC ước tính và tổng hợp

# Tăng giá bán lẻ điện bình quân

## Ngành Điện 2024

- Ngày 08/11/2023, Bộ Công thương đã ban hành Quyết định 1416/QĐ-EVN về việc tăng giá bán lẻ điện. Theo đó, mức giá bán lẻ điện bình quân mới sẽ điều chỉnh lên 2.006,79 đồng/kWh (chưa bao gồm VAT), tăng 4,5% so với mức giá 1.920,37 đồng/kWh từ Tháng 5/23. Như vậy kể từ đầu năm 2023 tới nay, EVN đã hai lần điều chỉnh giá điện và thực hiện trong thẩm quyền, với mức tăng 3% và 4,5%. Với mức tăng hai lần trong năm nay, giá điện đã tăng thêm hơn 142,35 đồng/kWh.
- Với việc điều chỉnh mức giá bán lẻ điện bình quân mới, từ nay đến cuối năm EVN dự kiến sẽ thu thêm khoảng 3.200 tỷ đồng, giúp giảm bớt phần nào khó khăn tài chính và sức ép về kết quả kinh doanh lỗ trong năm 2023. Tuy nhiên, giá thành sản xuất điện trong năm 2023 trung bình đạt mức 2.098 đồng/kWh. Như vậy, kể cả sau lần tăng giá bán lẻ điện này, EVN vẫn đang kinh doanh dưới giá vốn khoảng 92 đồng/kWh. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng sẽ còn một đợt tăng giá bán lẻ điện tiếp theo trong năm 2024.
- Việc tăng giá bán lẻ điện sẽ giúp EVN cân đối được dòng tiền để chi trả cho các đơn vị phát điện, huy động vốn, cân đối vốn, đồng thời chính EVN sẽ có thêm nguồn lực để có thể đầu tư các dự án lưới điện, nguồn điện trong thời gian tới – nhằm đảm bảo khả năng cung ứng điện trong dài hạn. Tác động đến các Công ty sản xuất điện đa phần sẽ là gián tiếp (các Công ty sẽ thu được dòng tiền về để phục vụ sản xuất kinh doanh – khi hiện các Công ty đang phải treo các khoản phải thu rất lớn từ EVN khi EVN chưa cân đối được dòng tiền). Ngoài ra, một vài doanh nghiệp có thể hưởng lợi trực tiếp vì sẽ ghi nhận thu nhập bất thường từ bồi thường chênh lệch tỷ giá từ các năm trong quá khứ như NT2, POW, QTP, HND...



Nguồn: EVN, BVSC ước tính và tổng hợp

# Ý tưởng đầu tư 1: Các doanh nghiệp nhiệt điện

Ngành Điện 2024

- **Quan điểm đầu tư 1:** Các doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ổn định, vị thế tài chính lành mạnh cùng với mức chia cổ tức cao.
- **Quan điểm đầu tư 2:** Các doanh nghiệp có sự phục hồi KQKD sau những khoảng thời gian gặp nhiều khó khăn trong công tác vận hành nhà máy.

MCK	P/E forward 2024	P/E trung bình 2 năm	Giá mục tiêu (VND/cp)	Tiềm năng tăng giá	Khuyến nghị	Điểm nhấn
QTP	8,9x	9,7x	21.500	46,3%	OUTPERFORM	<ul style="list-style-type: none"><li>- Sản lượng điện dự phóng tăng trưởng mạnh mẽ khi tình hình thủy văn kém thuận lợi và miền Bắc tiềm ẩn rủi ro thiếu điện đến 2025, đồng thời được đảm bảo nguồn cung than ổn định.</li><li>- Hoàn thành nghĩa vụ nợ vay vào 2024, khấu hao các hạng mục chính vào 2025 – 2026, giúp giảm chi phí và rủi ro tỷ giá; và là động lực tăng trưởng lợi nhuận.</li><li>- Tỷ suất cổ tức hấp dẫn 9 – 17%.</li></ul>
POW	12,3x	18,6x	14.000	24,4%	OUTPERFORM	<ul style="list-style-type: none"><li>- Nhu cầu tăng trưởng tiêu thụ điện ở Việt Nam dự kiến đạt mức 8 – 9% từ nay đến 2030. POW là nhà phát điện lớn thứ 5 cả nước với thị phần 5,4%.</li><li>- El Nino tạo ra môi trường kinh doanh thuận lợi cho POW.</li><li>- Tổ máy số 1 của nhà máy Vũng Áng 1 hoạt động trở lại trong tháng 8/2023. Đồng thời, các nhà máy nhiệt điện khí vừa trải qua các đợt sửa chữa lớn (đại tu, trung tu). Các điều này sẽ hỗ trợ KQKD của POW trong năm 2024.</li><li>- NT3, NT4 là động lực tăng trưởng trong dài hạn của POW.</li></ul>

## Ý tưởng đầu tư 2: Các doanh nghiệp có vị thế tài chính tốt và năng lực phát triển các dự án NLTT

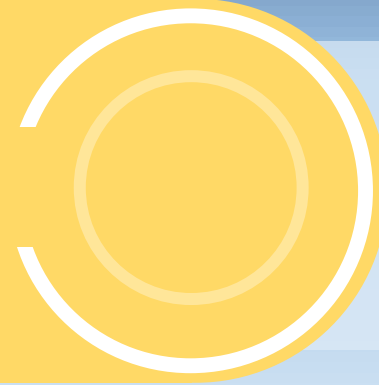
Ngành Điện 2024

- **Quan điểm đầu tư:** Các doanh nghiệp có vị thế tài chính khỏe mạnh, năng lực phát triển các dự án NLTT đã được chứng minh.

MCK	P/E forward 2024	P/E trung bình 2 năm	Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	Tiềm năng tăng giá	Khuyến nghị	Điểm nhấn
PC1	17,7x	17,8x	32.250	12,0%	NEUTRAL	<ul style="list-style-type: none"><li>- Hoạt động tổng thầu EPC và sản xuất mở ra động lực tăng trưởng trong dài hạn.</li><li>- Kỳ vọng LNST tăng trưởng mạnh mẽ 102% trong năm 2024.</li></ul>
HDG	7,0x	8,9x	33.000	19,6%	OUTPERFORM	<ul style="list-style-type: none"><li>- Danh mục điện hoạt động hiệu quả, đem về dòng tiền đều đặn hàng năm cho HDG.</li><li>- Công ty sẽ sớm triển khai đầu tư các dự án điện gió và thủy điện mới, với tổng công suất trong kế hoạch phát triển 5 năm tới lên đến 523MW.</li><li>- Giai đoạn 3 của dự án Charm Villas kỳ vọng sẽ được mở bán vào đầu năm 2024.</li></ul>
REE	10,6x	10,6x	74.700	31,5%	OUTPERFORM	<ul style="list-style-type: none"><li>- Danh mục hạ tầng điện – nước đem về dòng tiền lớn hàng năm cho REE.</li><li>- Vị thế tài chính vững chắc cùng với độ tín nhiệm cao để có thể mở rộng thông qua các hoạt động M&amp;A. REE dự kiến sẽ hoàn thành M&amp;A khoảng 97 MW thủy điện trong năm 2023. Các năm tiếp theo, REE sẽ tiếp tục tập trung đầu tư vào các dự án điện gió và thủy điện.</li><li>- Etown 6 sẽ chính thức đi vào hoạt động và dự án nhà ở thương mại thấp tầng Bò Xuyên sẽ ghi nhận KQKD trong năm 2024. Đây là một số yếu tố đóng góp vào tăng trưởng KQKD của REE trong 2024.</li></ul>

# POW

OUTPERFORM | Target: 14.000 VNĐ/CP | Upside: 24,4%





# POW – Một trong những nhà phát điện lớn nhất Việt Nam

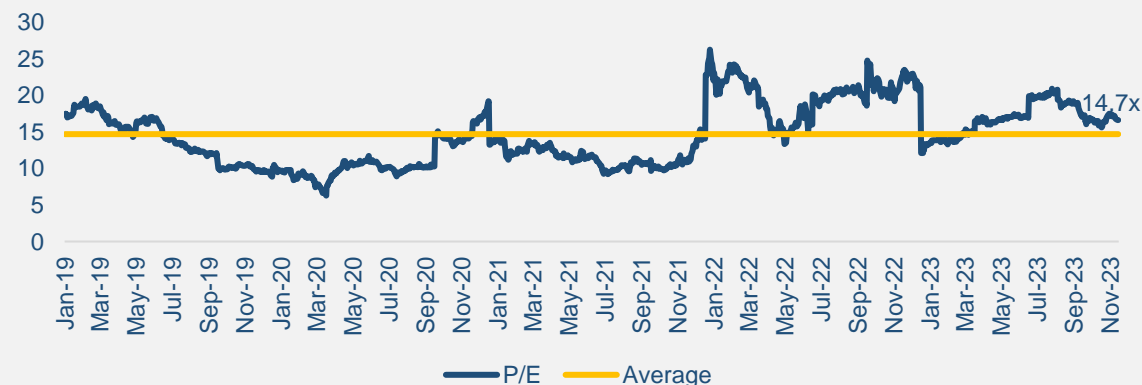
Giá hiện tại: **11.250 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **14.000 VNĐ/CP** – Tiềm năng tăng giá: **24,4%** - Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

## Điểm nhấn đầu tư:

- **Tình hình cung cấp nhiên liệu đầu vào.** Nguồn cung cấp khí tại các mỏ Đông Nam Bộ và Tây Nam Bộ đang bước vào giai đoạn suy giảm tự nhiên. Trong thời gian tới, POW sẽ nghiên cứu để bổ sung nguồn khí/hoặc sử dụng LNG nhập khẩu cho các nhà máy điện khí. Nguồn cung than hiện tại đủ để vận hành cho Q4.2023.
- **Tiến độ thực hiện dự án NT3, NT4.** Tiến độ tổng thể EPC dự án ước khoảng 55% kế hoạch, công tác thiết kế chi tiết ước khoảng 90% kế hoạch, công tác mua sắm vật tư ước đạt 68% kế hoạch. Ngày 16/10/2023, máy phát điện và turbine khí NT3 đã được đưa vào bộ phóng, đảm bảo tiến độ phát điện thương mại (COD) NT3 vào Q4.2024 và NT4 vào Q2.2025.
- **Dự phóng KQKD 2023-24.** BVSC dự phóng doanh thu thuần và LNST sau CĐTS của POW trong năm 2023 lần lượt đạt mức **28.032 tỷ đồng (-1% y/y)** và **1.564 tỷ đồng (-24% y/y)**. Dự phóng năm 2024, doanh thu và LNST sau CĐTS đạt mức **30.554 tỷ đồng (+9% y/y)** và **2.150 tỷ đồng (+37% y/y)**. Sản lượng điện lần lượt đạt mức **14.919 triệu kWh (+5% y/y)** và **16.249 triệu kWh (+9% y/y)**. Nguyên nhân chính: (1) tình hình thủy văn El Nino cũng đem đến môi trường kinh doanh thuận lợi cho POW; (2) các nhà máy đã được đại tu/trung tu trong các năm vừa qua; và (3) tổ máy 1 tại NM Vũng Áng 1 đã phát điện trở lại sau thời gian dài gặp sự cố.
- Từ nay đến 2030, triển vọng tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện đạt khoảng 7–9%. POW với vị thế là nhà phát điện lớn thứ 5 cả nước, cùng với những dự án đang đầu tư xây dựng như NT3, NT4 và LNG Quảng Ninh sẽ là yếu tố hỗ trợ lợi nhuận trong trung và dài hạn. Hiện tại, mức định giá của POW đang ở mức **14.000 đồng/cp** - tương đương với mức P/E và EV/EBITDA forward 2024 là khoảng 15,3x và 5,1x. Khuyến nghị **OUTPERFORM**.

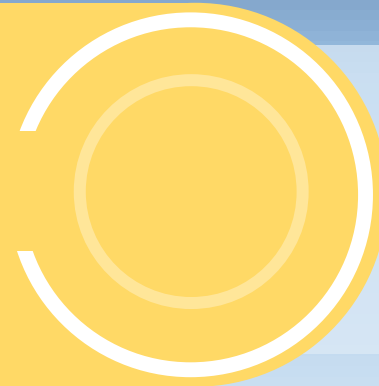
Chi tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	24.561	28.224	28.032	30.554
Tăng trưởng	-17%	15%	-1%	9%
LNST sau CĐTS	1.799	2.061	1.564	2.150
Tăng trưởng	-24%	15%	-24%	37%
P/E (x)	22,8	12,1	17,1	12,5
P/B (x)	1,3	0,8	0,8	0,7
EPS (đồng/cp)	768	880	668	918
Giá mục tiêu (đồng/cp)				14.000

Diễn biến P/E lịch sử của POW từ 2019 - nay



# QTP

OUTPERFORM | Target: 21.500 VNĐ/CP | Upside: 46,3%



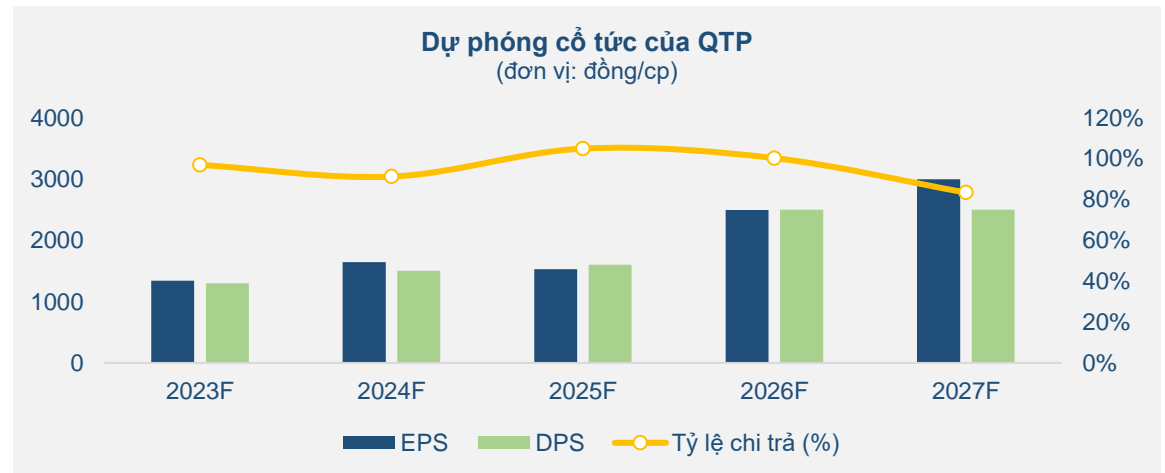
# QTP – Môi trường kinh doanh thuận lợi, tỷ suất cổ tức hấp dẫn

Giá hiện tại: **14.700 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **21.500 VNĐ/CP** – Tiềm năng tăng giá: **46,3%** - Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

## Điểm nhấn đầu tư:

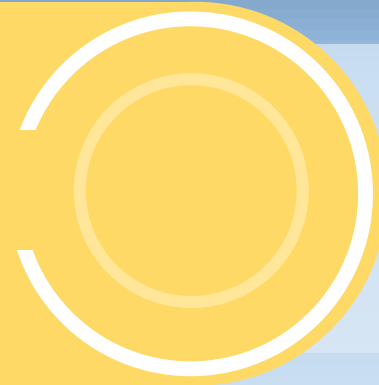
- KQKD 2024 dự kiến sẽ **tăng trưởng mạnh** nhờ:
  - ✓ Tình hình thủy văn dự kiến sẽ ở trạng thái El Nino hoặc trung tính kéo dài đến nửa sau năm 2024. Từ đó sẽ hỗ trợ sản lượng cho các nhà máy nhiệt điện. Ước tính **sản lượng điện thương phẩm năm 2024 đạt 6,8 tỷ kWh**, tăng 2% y/y.
  - ✓ Chi phí tài chính giảm 50 tỷ đồng trong năm 2023 nhờ hoàn thành nghĩa vụ nợ vay.
  - ✓ Một vài hạng mục máy móc hết khấu hao giúp giảm chi phí phân bổ khoảng 55 tỷ đồng.
  - ✓ Dự phóng **LNST 2024 đạt 740 tỷ**, tăng 23% y/y.
- QTP sẽ **hoàn thành nghĩa vụ nợ vay vào năm 2024** giúp giảm rủi ro chịu biến động tỷ giá và chi phí lãi vay, giúp gia tăng hiệu quả hoạt động. Công ty cũng sẽ **hoàn thành khấu hao hạng mục máy móc thiết bị vào năm 2026**, giúp giảm chi phí sản xuất khoảng 500 tỷ/năm cho QTP.
- Nguồn lực tài chính mạnh mẽ, dòng tiền từ HĐKD của QTP trung bình đạt mức 1,8 - 2 nghìn tỷ/năm, hứa hẹn khả năng **Công ty chi trả mức cổ tức cho các cổ đông gia tăng mạnh mẽ** trong các năm tới. Cổ tức các năm tới dự báo đạt từ 1.300 – 2.500 đồng/cp (tỷ suất cổ tức hấp dẫn 9 – 17%).
- BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu cho QTP là **21.500 đồng/cp**.

Chi tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	8.571	10.417	11.479	11.690
Tăng trưởng	-7%	22%	10%	2%
LNST	578	764	604	740
Tăng trưởng	-56%	32%	-21%	23%
P/E (x)	14,8	7,7	11,0	9,0
P/B (x)	1,4	1,0	1,0	0,9
EPS (đồng/cp)	1.284	1.698	1.341	1.645
Giá mục tiêu (đồng/cp)				21.500



# HDG

OUTPERFORM | Target: 33.000 VNĐ/CP | Upside: 19,6%



# KQKD 2024 tăng trưởng nhờ hoạt động kinh doanh BĐS

Giá hiện tại: **27.600 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **33.000 VNĐ/CP** – Tiềm năng tăng giá: **19,6%** - Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

## Điểm nhấn đầu tư:

- **Danh mục điện hoạt động hiệu quả, đem về dòng tiền đều đặn**, khoảng **1.200 – 1.500 tỷ đồng lợi nhuận gộp** mỗi năm cho HDG. Dòng tiền đem về từ danh mục điện sẽ có vai trò rất quan trọng với HDG, giúp Công ty đảm bảo được sự an toàn về tài chính. Ngoài ra, Công ty sẽ sớm triển khai đầu tư xây dựng các dự án điện gió và thủy điện mới, với tổng công suất trong kế hoạch phát triển 5 năm tới lên đến **523MW**.
- **Giai đoạn 3 dự án Charm Villas dự kiến sẽ được mở bán vào Q1.2024**, và ghi nhận KQKD trong giai đoạn 2024 – 2025. Các dự án nổi tiếp như Green Lane và Linh Trung vẫn đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý, dự kiến sẽ mở bán trong 2024.
- **Dự báo KQKD 2023**. Doanh thu và LNST sau CĐTS của HDG năm 2023 dự báo lần lượt đạt mức 2.576 tỷ đồng (-28% y/y) và 669 tỷ đồng (-39% y/y). Sản lượng điện phát từ các nhà máy thủy điện kém tích cực, cùng với việc bàn giao/ghi nhận KQKD tại dự án Charm Villas ít hơn so với năm 2022 là các nguyên nhân chính khiến KQKD sụt giảm mạnh so với cùng kỳ.
- **KQKD 2024 dự báo tăng trưởng mạnh mẽ**. BVSC dự báo doanh thu 3.119 tỷ đồng (+21% y/y) và LNST sau CĐTS 1.026 tỷ đồng (+53% y/y). Các yếu tố trọng yếu đóng góp vào tăng trưởng KQKD: (1) chúng tôi dự báo HDG sẽ mở bán các sản phẩm giai đoạn 3 của dự án Charm Villas trong Q1.2024; (2) Công ty dự kiến sẽ bàn giao và ghi nhận KQKD cho 80 căn hộ tại dự án này – so với mức thấp là 30 căn trong 2023; và (3) chi phí tài chính giảm 59 tỷ nhờ dư nợ vay giảm.
- Chúng tôi ưa thích HDG vì đây là doanh nghiệp có giá trị tài sản đang được định giá rẻ, sức khỏe tài chính và dòng tiền mạnh nhờ danh mục điện hoạt động hiệu quả, có kinh nghiệm trong việc phát triển các dự án NLTT và BĐS, và được xếp hạng tín nhiệm cao. BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** cho cổ phiếu HDG, với giá mục tiêu là **33.000 đồng/cổ phiếu**.

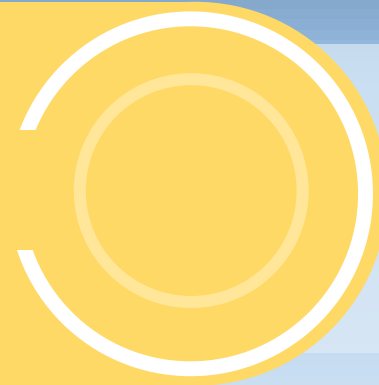
Chi tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>3.777</b>	<b>3.581</b>	<b>2.576</b>	<b>3.119</b>
Tăng trưởng	-24%	-5%	-28%	21%
<b>LNST sau CĐTS</b>	<b>1.096</b>	<b>1.096</b>	<b>669</b>	<b>1.026</b>
Tăng trưởng	12%	-0%	-39%	53%
P/E (x)	9,7	6,4	12,9	7,2
P/B (x)	3,5	1,2	1,2	1,1
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>4.434</b>	<b>4.479</b>	<b>2.187</b>	<b>3.357</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>33.000</b>

Diễn biến P/E lịch sử của HDG từ 2019 - nay



# REE

OUTPERFORM | Target: 74.700 VNĐ/CP | Upside: 31,5%



# Vị thế tài chính vững chắc, định giá hấp dẫn

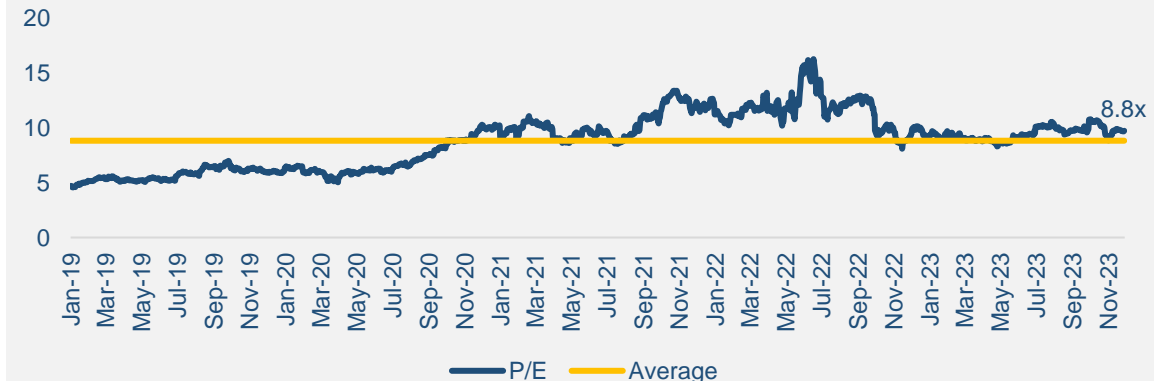
Giá hiện tại: **56.800 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **74.700 VNĐ/CP** – Tiềm năng tăng giá: **31,5%** - Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

## Điểm nhấn đầu tư:

- **Danh mục hạ tầng điện – nước đem về dòng tiền lớn hàng năm cho REE.** Tuy nhiên, các nhà máy thủy điện sẽ gặp khó khăn trong phần lớn thời gian của năm 2023-24 khi tình hình thủy văn kém thuận lợi. Chúng tôi ước tính doanh thu của mảng hạ tầng điện, nước trong năm 2023-24 lần lượt đạt mức **4.797 tỷ đồng (-13% y/y)** và **4.645 tỷ đồng (-3% y/y)**. Lợi nhuận gộp 2023-24 tương ứng đạt **2.512 tỷ đồng (-24% y/y)** và **2.376 tỷ đồng (-5% y/y)**. REE dự kiến sẽ hoàn tất thủ tục mua lại 2 dự án Thủy điện (tổng công suất 92 MW) trong năm 2023 (kế hoạch của Công ty là 100MW).
- **Mảng phát triển BĐS: Dự án nhà ở thương mại (phần thấp tầng) tại Bồ Xuyên sẽ ghi nhận trong 2024-25.** Chúng tôi cho rằng REE sẽ hoàn thành xây dựng và bàn giao toàn bộ phần thấp tầng này trong năm 2024. Quy mô phần thấp tầng bao gồm 45 căn biệt thự, dự phóng sẽ mang về **756 tỷ doanh thu** và **150 tỷ LNST** (phần thuộc về REE) trong năm 2024. Dự án giai đoạn 2 (chung cư cao tầng) dự phóng sẽ được xây dựng vào năm 2024, và bàn giao, ghi nhận KQKD vào năm 2025. Ước tính của chúng tôi cho dự án chung cư cao tầng là **1.992 tỷ đồng doanh thu** và **348 tỷ đồng LNST** (phần thuộc về REE).
- **Etown 6 sẽ chính thức đi vào hoạt động từ năm 2024.** Dự án sẽ đóng góp thêm 36.798 m2 diện tích sàn cho thuê (+26% so với hiện tại), giá bán dự kiến khoảng 26 – 27 USD/m2. Chúng tôi dự phóng doanh thu cho thuê văn phòng năm 2023 và 2024 lần lượt đạt mức **1.073 (+4% y/y)** và **1.283 tỷ đồng (+20%/y/y)**.
- **Vị thế tài chính vững chắc để có thể mở rộng thông qua hoạt động M&A,** nhờ (1) tiền mặt và tiền gửi hiện có khoảng 1.970 tỷ, chiếm 6% cơ cấu tổng tài sản; (2) dòng tiền lớn mang về từ các nhà máy điện, nước; và (3) có thể ghi nhận lợi nhuận thoái vốn từ các khoản đầu tư ngắn hạn và/hoặc Công ty con/CTLK.
- BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với REE với giá mục tiêu **74.700 đồng/CP**.

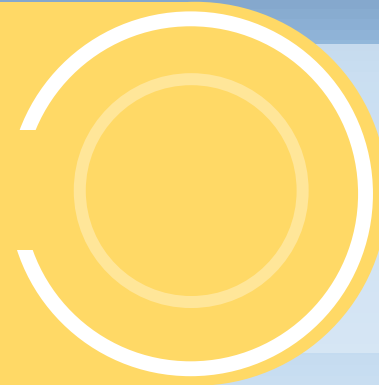
Chi tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>5.810</b>	<b>9.372</b>	<b>8.546</b>	<b>9.628</b>
Tăng trưởng	3%	61%	-9%	13%
<b>LNST sau CĐTS</b>	<b>1.855</b>	<b>2.693</b>	<b>2.185</b>	<b>2.394</b>
Tăng trưởng	14%	45%	-19%	10%
P/E (x)	11,5	9,0	11,1	10,1
P/B (x)	1,3	1,3	1,1	1,0
<b>EPS (đồng/CP)</b>	<b>4.539</b>	<b>6.588</b>	<b>5.345</b>	<b>5.858</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng/CP)</b>				<b>74.700</b>

Diễn biến P/E lịch sử của REE 2019 - nay



# PC1

NEUTRAL | Target: 32.250 VNĐ/CP | Upside: 12,0%





# Vị thế đầu ngành xây lắp điện Việt Nam

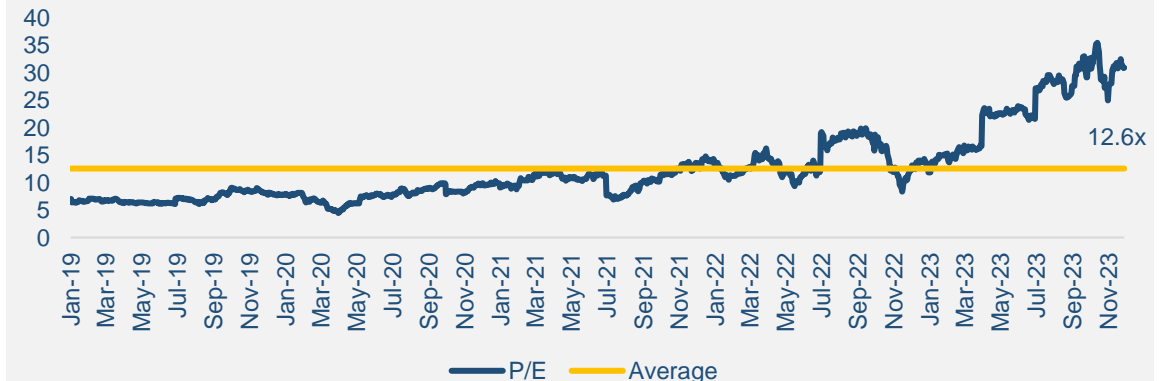
Giá hiện tại: **28.800 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **32.250 VNĐ/CP** – Tiềm năng tăng giá: **12,0%** - Khuyến nghị: **NEUTRAL**

## Điểm nhấn đầu tư:

- **Dự báo KQKD 2023 sụt giảm mạnh...** Doanh thu và LNST sau CĐTS của PC1 năm 2023 dự báo lần lượt đạt mức **8.675 tỷ đồng (+4% y/y)** và **247 tỷ đồng (-46% y/y)**. Sản lượng kém tích cực từ các nhà máy thủy điện, chi phí lãi vay tăng, cùng với chi phí SG&A gia tăng mạnh (do chi phí nhân công tăng và không có khoản hoàn nhập dự phòng như trong 2022) là các nguyên nhân chính ăn mòn lợi nhuận của PC1.
- **... Tuy nhiên, kỳ vọng LNST tăng trưởng mạnh mẽ 102% trong năm 2024.** Doanh thu dự báo **10.249 tỷ đồng (+18% y/y)** và LNST sau CĐTS **507 tỷ đồng (+105% y/y)**. Các yếu tố trọng yếu đóng góp vào tăng trưởng KQKD: (1) doanh thu hoạt động tổng thầu EPC và sản xuất tăng trưởng 17% nhờ một phần dự án đường dây 500kV đi vào hoạt động; (2) sản lượng điện hồi phục 7% y/y; (3) dự kiến ghi nhận 94 tỷ doanh thu từ dự án BĐS nhà ở tại Gia Lâm – tương đương mức lợi nhuận gộp 44 tỷ; (4) cổ tức trả về từ KCN Yên Phong II-A đạt khoảng 108 tỷ đồng; và (5) chi phí tài chính giảm khoảng 72 tỷ đồng khi lãi suất có xu hướng hạ nhiệt.
- **Hoạt động tổng thầu EPC và sản xuất mở ra động lực tăng trưởng trong dài hạn.** Theo QHĐ VIII, tổng mức đầu tư vào lưới điện truyền tải giai đoạn 2021 – 2030 là vào khoảng 15 tỷ USD. Chúng tôi cho rằng PC1 sẽ là ứng cử viên hàng đầu được hưởng lợi trực tiếp, nhờ vào bề dày kinh nghiệm và vị thế doanh nghiệp đầu ngành xây lắp cả nước trong các năm qua. Dự báo của chúng tôi là mức tăng trưởng kép lợi nhuận 19%/năm của hoạt động tổng thầu EPC và sản xuất của PC1 giai đoạn 2023 – 2026. Trong thời gian cuối Q3, đầu Q4.23, chúng tôi cũng kỳ vọng PC1 sẽ ký được giá trị hợp đồng khoảng **3.000 – 3.500 tỷ đồng** cho dự án đường dây 500kV mạch 3 Quảng Trạch – Phố Nối. KQKD sẽ được ghi nhận trong giai đoạn 2024 – 2025.
- Triển vọng tăng trưởng dài hạn đến từ khối lượng công việc khổng lồ theo QHĐ VIII. Cùng với đó, các dự án như Nickel, BĐS và BĐS KCN PC1 kiên trì theo đuổi trong thời gian qua đang ở những giai đoạn bản lề, lần lượt sẽ được đi vào hoạt động trong các năm 2023 – 2027, giúp đóng góp vào lợi nhuận của PC1 trong các năm tới. Chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** cho PC1 với mức định giá **32.250 đồng/cp**.

Chi tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	9.828	8.358	8.675	10.249
Tăng trưởng	47%	-15%	4%	18%
LNST sau CĐTS	695	460	247	507
Tăng trưởng	36%	-34%	-46%	105%
P/E (x)	11,1	10,6	34,6	16,9
P/B (x)	1,5	0,8	1,1	1,0
EPS (đồng/cp)	2.790	1.700	794	1.630
Giá mục tiêu (đồng/cp)				32.250

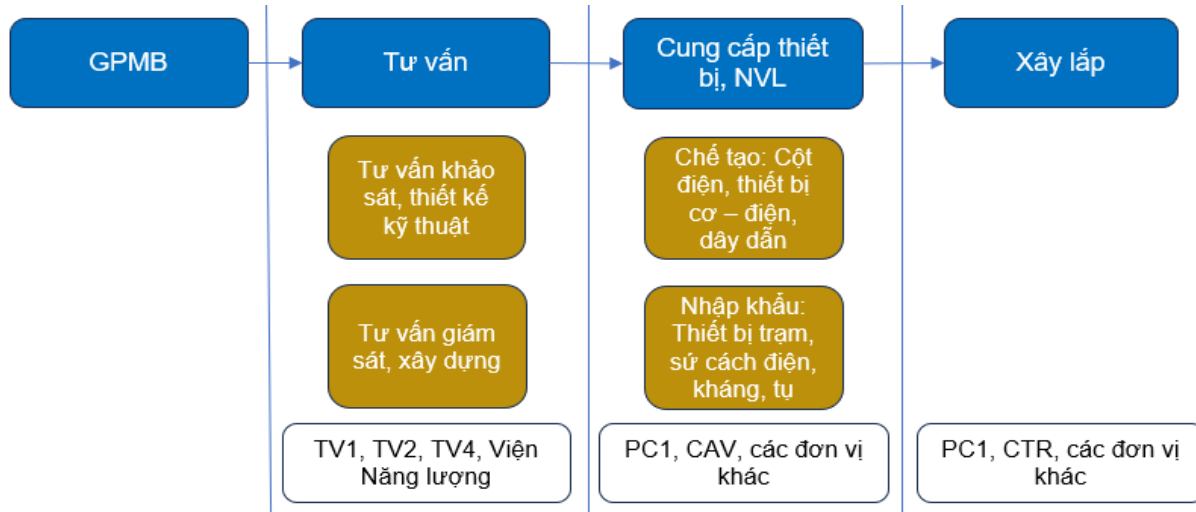
Diễn biến P/E lịch sử của PC1 2019 - nay



# Phụ lục: Dự án đường dây 500kV mạch 3 (mở rộng) Quảng Trạch – Phố Nối

## Ngành Điện 2024

- Theo QHĐ VIII, cụm các dự án đường dây 500 kV cung đoạn Quảng Trạch - Quỳnh Lưu - Thanh Hóa - Nam Định 1 - Phố Nối dự kiến đưa vào vận hành giai đoạn 2025 – 2026. Tuy nhiên, gần đây, Chính phủ đã yêu cầu khẩn trương xây dựng dự án này để đưa vào vận hành trước **Tháng 6/2024**. Dự án này có vai trò đặc biệt quan trọng trong việc kết nối lưới điện liên miền, giúp tăng công suất truyền tải điện từ miền Trung ra miền Bắc từ 2.200 MW lên đến 5.000 MW, góp phần đảm bảo cung ứng điện cho miền Bắc các năm 2024 – 2025. Tổng mức đầu tư sơ bộ của dự án là khoảng **23.000 tỷ đồng**, dự kiến sẽ được khởi công trong quý cuối năm 2023.
- PC1 xác nhận sẽ tham gia dự án này ở cả hạng mục xây lắp và cung cấp thiết bị cột. Chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng PC1 sẽ trúng thầu cho dự án này vào khoảng **3.000 – 3.500 tỷ đồng** (tương đương mức trung bình giá trị hợp đồng ký mới hàng năm).
- Theo quan điểm của chúng tôi, toàn bộ dự án sẽ khó để hoàn thành đúng tiến độ đề ra. Tuy nhiên, các dự án thành phần sẽ lần lượt được hoàn thành và đưa vào sử dụng trong giai đoạn 2024 – 2025, tương ứng với thời gian BVSC dự phóng ghi nhận vào KQKD của PC1.

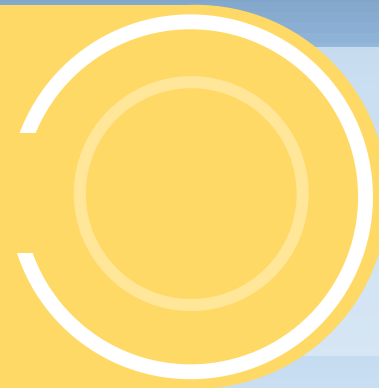


4 dự án thành phần	Chiều dài (km)	Tổng mức đầu tư (km)
Quảng Trạch - Quỳnh Lưu	226	10.110
Quỳnh Lưu - Thanh Hóa	92	4.116
Thanh Hóa - Nam Định 1	73	3.061
Nam Định 1 - Phố Nối	123	5.900
<b>Tổng cộng</b>	<b>514</b>	<b>23.187</b>

	Vũng Áng - Pleiku 2	Quảng Trạch - Phố Nối
Chiều dài (km)	742	514
TMĐT (tỷ đồng)	11.949	23.187
<b>Thời gian thi công</b>	<b>T12/2018 - T8/2022</b>	<b>T9/2023 – 2025*</b>
<b>Giá trị PC1 tham gia (tỷ đồng)</b>	<b>1.668</b>	<b>3.000 – 3.500*</b>
Gói thầu tham gia	Xây lắp và cung cấp vật tư thiết bị	Xây lắp và cung cấp vật tư thiết bị

# Ngành Thép

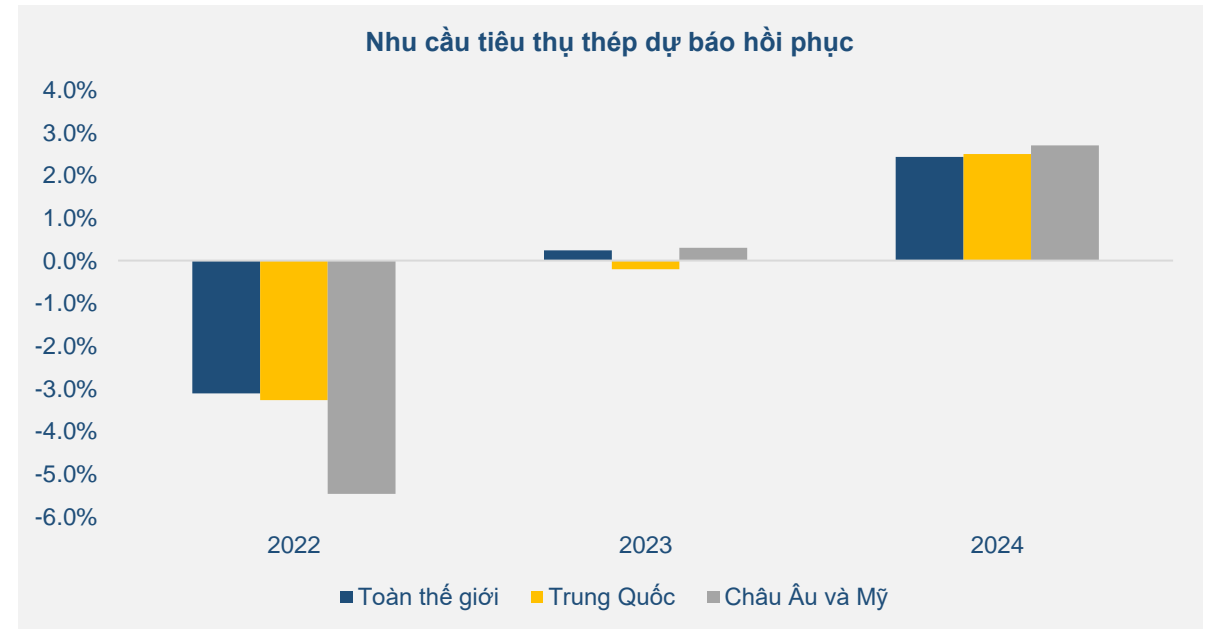
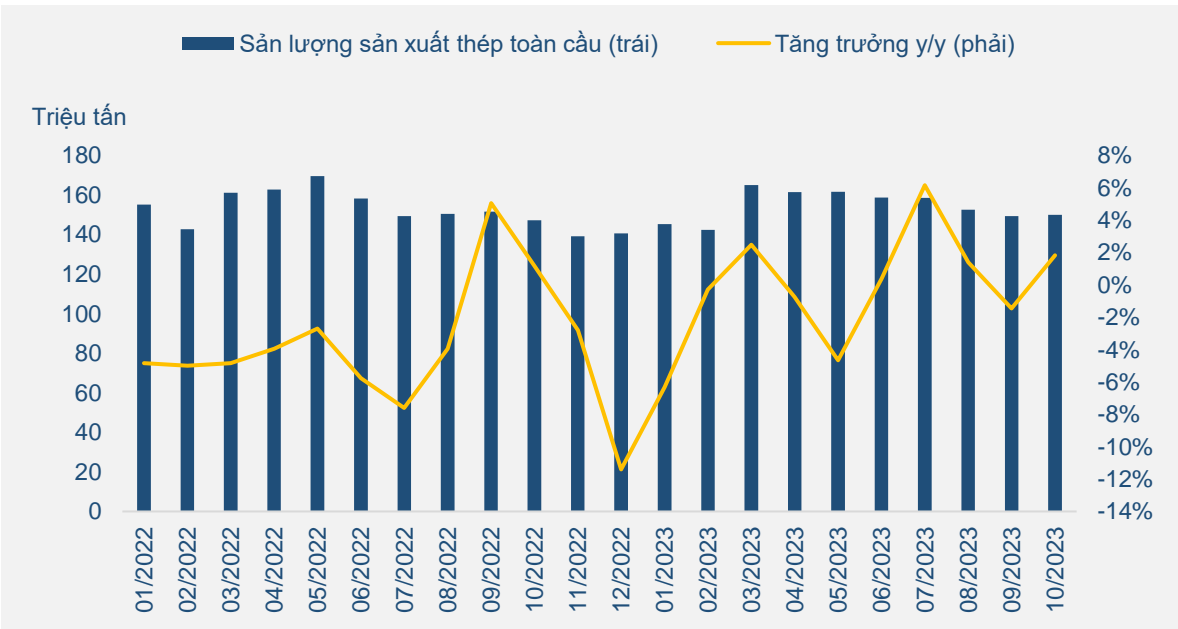
Triển vọng 2024



# Triển vọng 2024

## Ngành Thép - nhu cầu tiêu thụ thế giới dự báo hồi phục

- Sản lượng sản xuất thép trong 10 tháng đầu năm đạt 1,54 tỷ tấn, tương đương so với cùng kỳ. Điểm sáng chính là Ấn Độ với tổng sản lượng sản xuất đạt 112 triệu tấn (+9% y/y) nhờ đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng; Trung Quốc đạt 867 triệu tấn (+1% y/y) phục hồi nhưng các biện pháp hỗ trợ thị trường BĐS chưa đạt hiệu quả cao.
- Chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng tiêu thụ thép năm 2024 ở mức 1,82 tỷ tấn (+2,4% y/y) so với mức tiêu thụ thép năm 2023 là 1,78 tỷ tấn (+0,2%). Tiêu thụ năm 2024 tăng lên nhờ tiêu thụ tại Trung Quốc và cả khu vực Mỹ, EU đều hồi phục nhờ các động lực đến từ tăng sản lượng tiêu thụ ô tô, đầu tư cơ sở hạ tầng và BĐS. Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS Trung Quốc hồi phục trong năm 2024 nhờ các động lực:
  - ✓ Các biện pháp nới lỏng chính sách tiền tệ của Chính phủ;
  - ✓ Các biện pháp tháo gỡ thị trường BĐS bắt đầu có hiệu quả;
  - ✓ Ngành BĐS là ngành quan trọng ảnh hưởng đến kinh tế của Trung Quốc nên sẽ được Chính phủ tiếp tục đưa ra các chính sách hỗ trợ mạnh mẽ hơn.

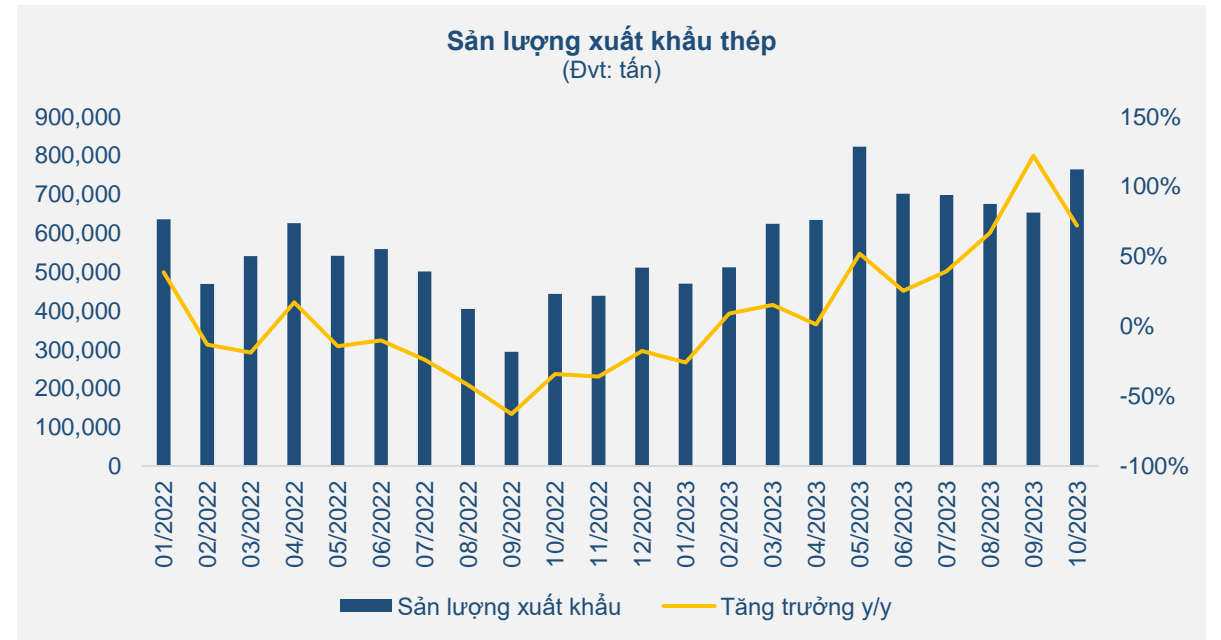
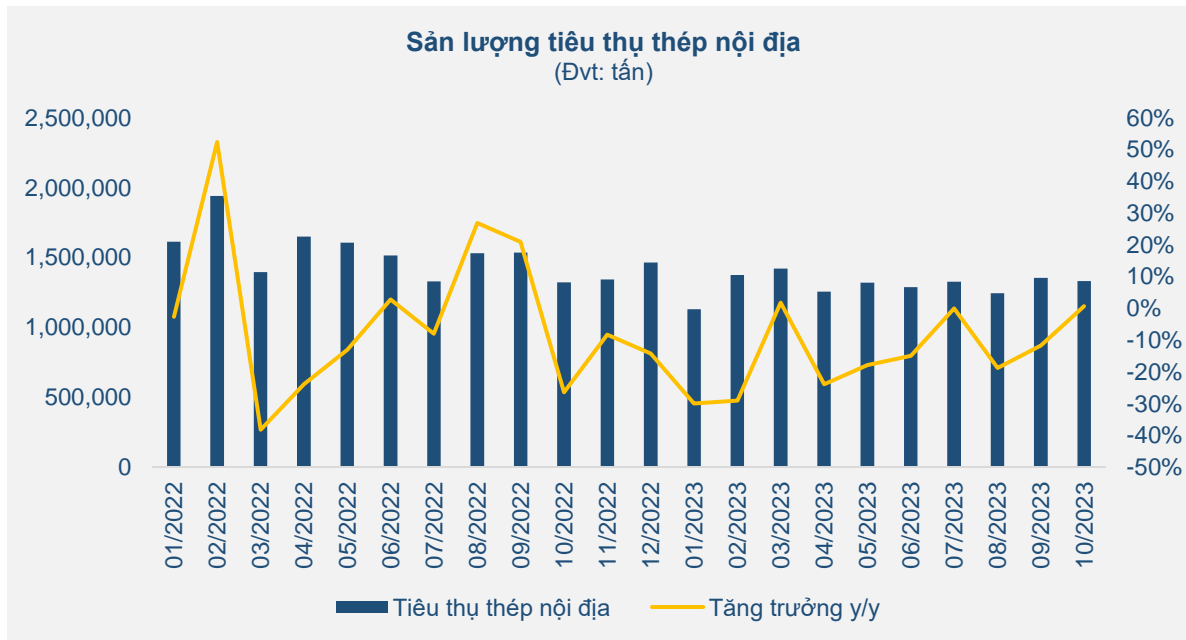


Nguồn: BVSC tổng hợp

# Triển vọng 2024

## Ngành Thép - nhu cầu tiêu thụ nội địa

- Chúng tôi dự phóng sản lượng thép xây dựng tiêu thụ nội địa năm 2023 và 2024 đạt lần lượt 7,5 triệu tấn (-11% y/y) và 8 triệu tấn (+6% y/y). Tổng tiêu thụ tôn mạ và ống thép năm 2023 và 2024 dự báo đạt lần lượt 3,9 triệu tấn (-4% y/y) và 4 triệu tấn (+2% y/y). Cơ sở dự báo:
  - ✓ Hoạt động xây dựng kỳ vọng hồi phục khi thị trường BĐS trong nước ấm dần trong 2024;
  - ✓ Tồn kho thép của các nhà máy và đại lý đang ở mức thấp;
  - ✓ Đẩy mạnh đầu tư công giúp hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ thép
- Xuất khẩu là động lực đẩy mạnh tiêu thụ tiếp tục trong 2024. Xuất khẩu thép dự báo duy trì đà tăng trưởng trong thời gian tới khi thị trường BĐS Trung Quốc hồi phục, nhu cầu tiêu thụ thép tại Mỹ và EU triển vọng tốt nhờ tăng sản lượng bán oto và đầu tư cơ sở hạ tầng.



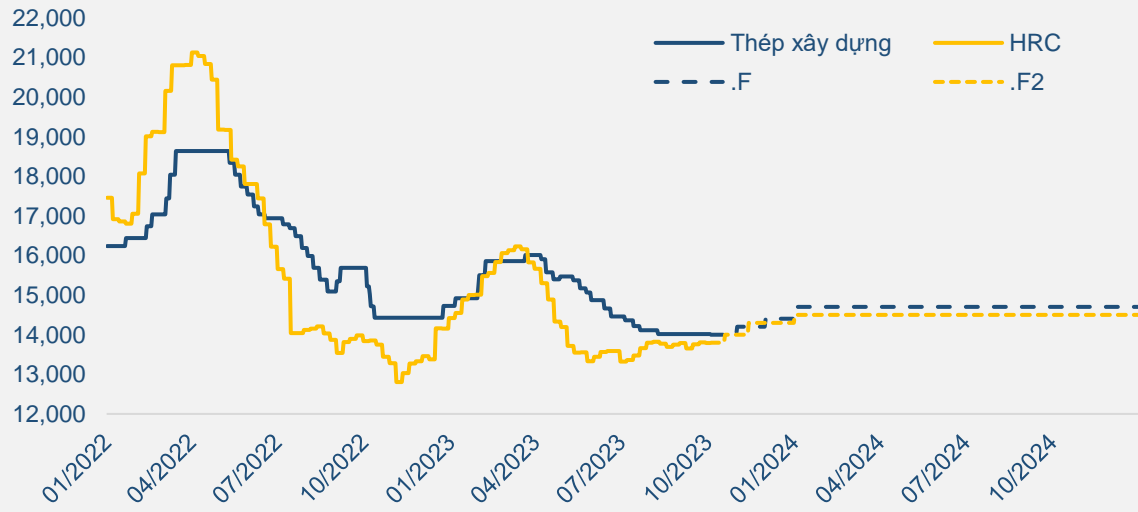
Nguồn: BVSC tổng hợp

# Triển vọng 2024

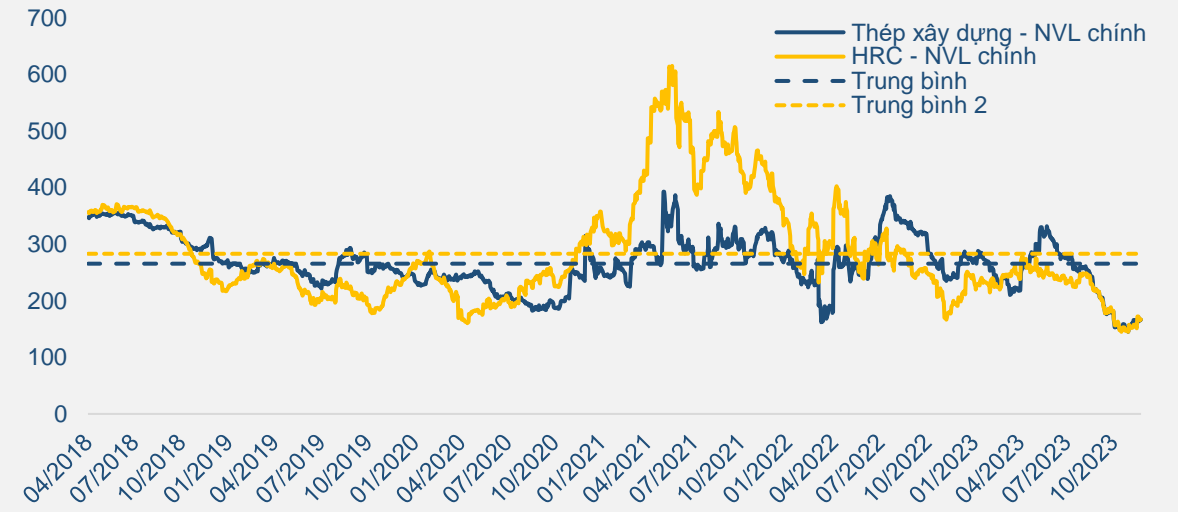
## Ngành Thép - Xu hướng giá thép tăng trở lại

- Dự báo giá thép HRC lên khoảng 600 USD/tấn trong cuối năm 2023.
- Chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ phục hồi so với mức hiện tại. Giá thép xây dựng hiện tại đang khoảng 14.000 VNĐ/kg, dự báo tăng lên khoảng 14.372 VNĐ/kg trong 2H2023 và 14.700 VNĐ/kg trong 2024. Giá HRC hiện tại đang ở mức 13.888 VNĐ/kg, dự báo tăng lên 14.049 VNĐ/kg trong 2H2023 và 14.500 VNĐ/kg trong 2024. Cơ sở dự báo:
  - ✓ Biên lợi nhuận sản xuất thép đang ở vùng giá thấp;
  - ✓ Giá NVL chính than cốc đang tăng trở lại;
  - ✓ Nhu cầu tiêu thụ thép hồi phục.

**Giá thép dự báo hồi phục**  
(Đvt: VNĐ/kg)



**Lợi nhuận sản xuất thép của lò cao**  
(Đvt: USD/tấn)



Nguồn: BVSC tổng hợp

# Triển vọng 2024

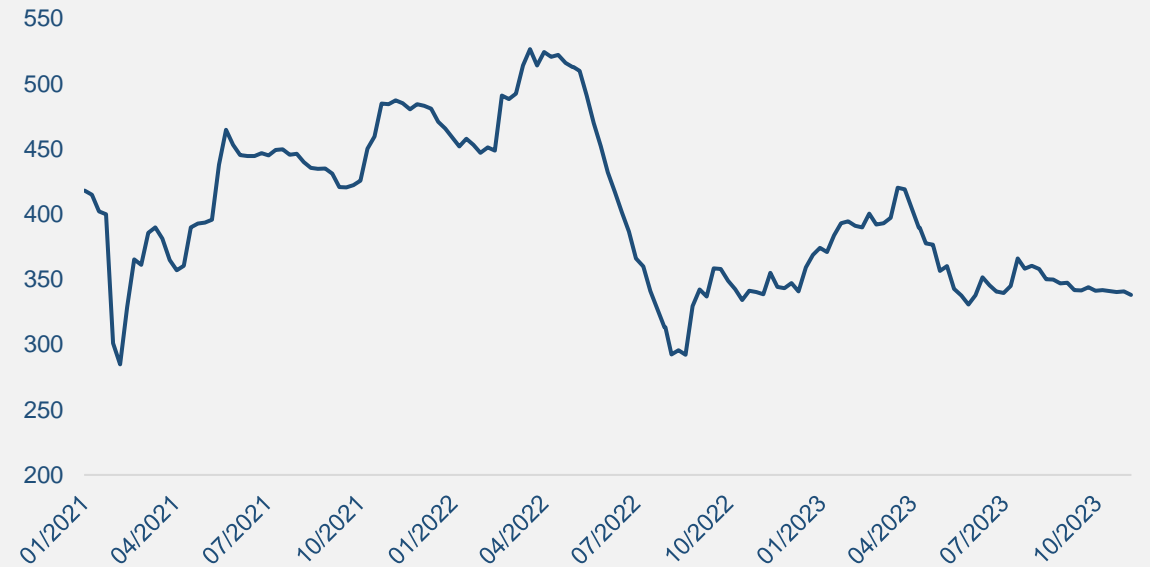
## Ngành Thép - Giá than cốc dự báo giảm

- Giá than cốc tăng trong Q4/2023, trung bình trong Q4 đang ở mức 317 USD/tấn (21% y/y; +32% q/q)
  - ✓ Nguồn cung than cốc tại Trung Quốc bị suy giảm do Chính phủ siết chặt quy định về khai thác.
  - ✓ Nga áp thuế xuất khẩu lên các nguyên liệu thô sản xuất thép với mức cao nhất là 7%. Giá XK than của Nga chịu áp lực tăng.
- Triển vọng dự báo trong 2024, giá than cốc trung bình hạ nhiệt về khoảng 260 USD/tấn khi:
  - ✓ Nguồn cung cải thiện khi Úc đẩy mạnh tăng sản lượng xuất khẩu than cốc và sản lượng khai thác Trung Quốc cải thiện.
  - ✓ Nhà máy thép tại TQ có thể phải cắt giảm sản lượng sản xuất do các yêu cầu, quy định về môi trường.

Giá Coking coal (USD/tấn)



Giá thép phế liệu (USD/tấn)

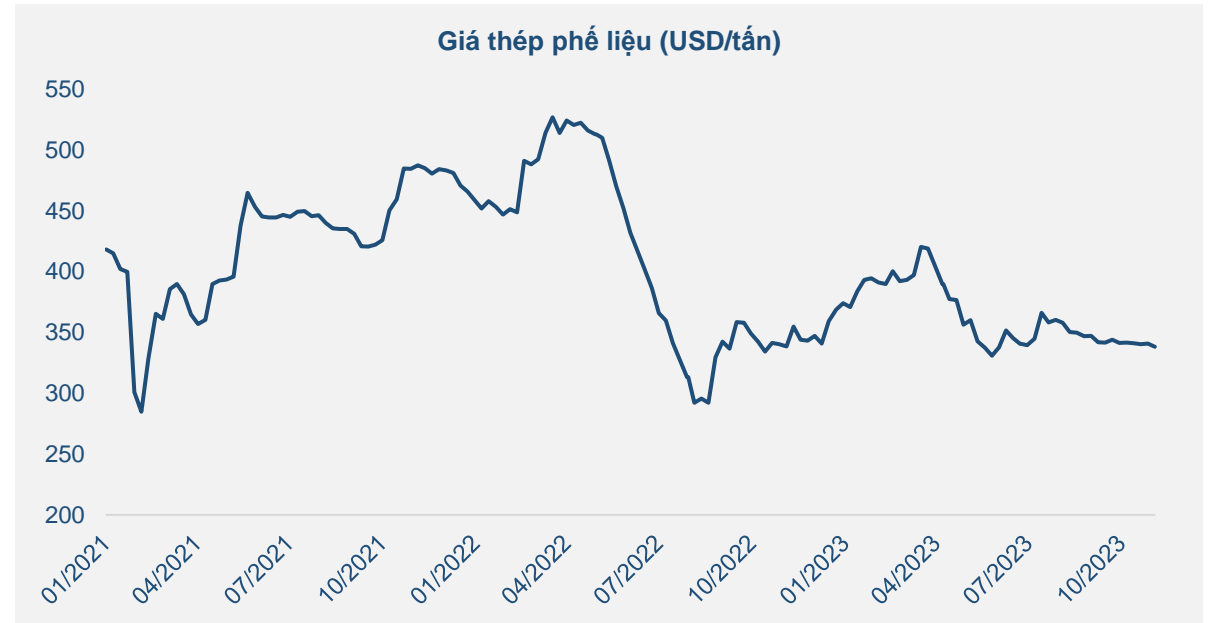
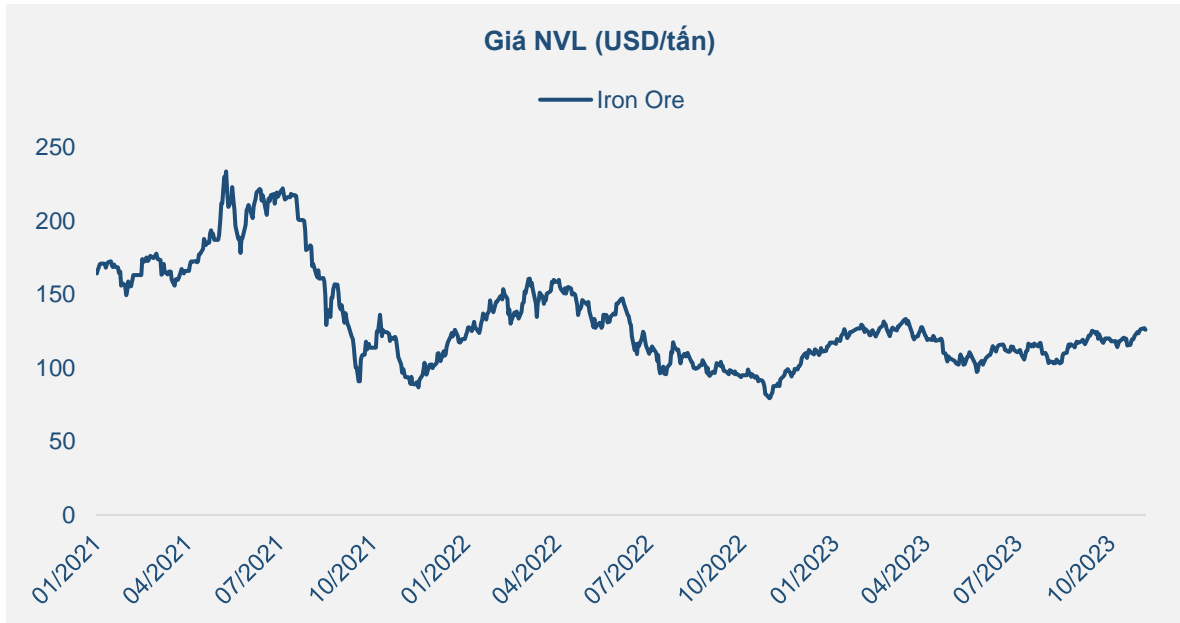


Nguồn: BVSC tổng hợp

# Triển vọng 2024

## Ngành Thép - Giá NVL hạ nhiệt, biên lợi nhuận hồi phục

- Giá quặng sắt tăng trong Q4/2023 lên mức trung bình 123 USD/tấn (+25% q/q; +8% y/y). Nguyên nhân chính:
  - ✓ Các nhà máy thép tại Trung Quốc duy trì công suất hoạt động cao. Trong 9 tháng đầu năm 2023, sản lượng sản xuất thép của Trung Quốc đạt 795 triệu tấn, tăng 1,7% y/y.
  - ✓ Nhu cầu tiêu thụ thép tại Trung Quốc kỳ vọng phục hồi khi các biện pháp hỗ trợ mạnh mẽ của Chính phủ. Hiện TQ đã phê duyệt phát hành 139 tỷ USD trái phiếu Chính phủ để thúc đẩy phát triển kinh tế. Trung Quốc cũng thực hiện các biện pháp về cắt giảm lãi suất, giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc, và lãi vay mua nhà.
- Triển vọng giá quặng sắt 2024: giảm xuống quanh 110 – 120 USD/tấn.
  - ✓ Các nhà máy thép có thể cắt giảm sản lượng do các yêu cầu, quy định về môi trường.
  - ✓ Sau khi tích lũy đủ tồn kho quặng sắt, áp lực tăng giá đối với quặng sắt sẽ giảm xuống.



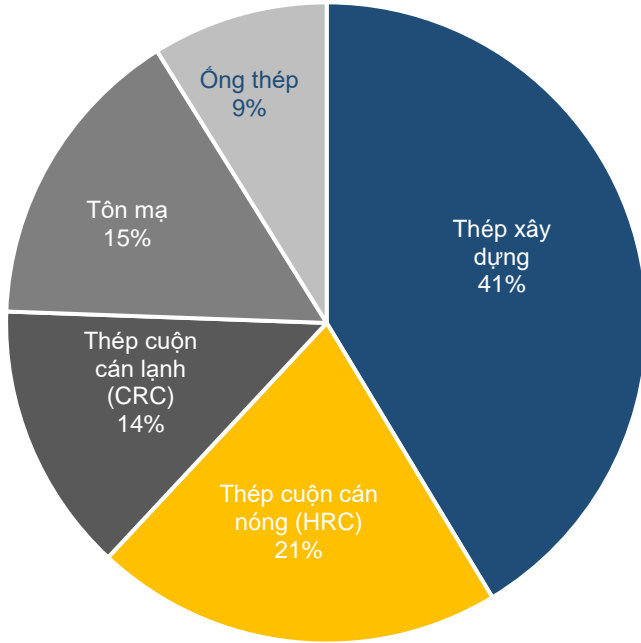
Nguồn: BVSC tổng hợp



# Các doanh nghiệp thép niêm yết

Ngành Thép

Tổng sản lượng sản xuất thép 2022: 29,3 triệu tấn



Doanh nghiệp	Loại doanh nghiệp		Loại nhà máy			Sản phẩm thép chính				
	Sản xuất thép	Thương mại	Lò cao	Lò điện	Chỉ cán	Thép xây dựng	Tôn mạ	Ống thép	HRC	Khác
HPG	x		x			x	x	x	x	
HSG	x				x		x	x		
NKG	x				x		x	x		
TVN	x		x			x	x			
POM	x			x		x				
TIS	x		x			x				
SMC		x				x	x			
TLH		x				x			x	
VGS		x				x	x	x		
TNA		x				x				
HMC		x				x			x	
TNI		x								Inox

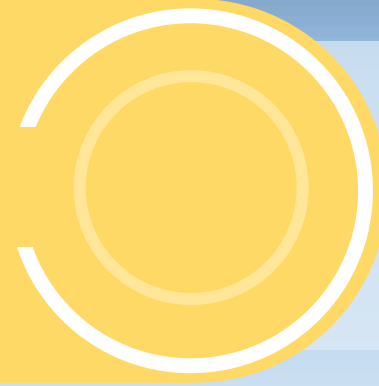
# Khuyến nghị đầu tư

Ngành Thép

Mã CK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside	P/E forward		Điểm nhấn đầu tư
				2023	2024	
HPG	OUTPERFORM	32.802	17%	19,7	13,6	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Kết quả kinh doanh hồi phục nhờ tăng trưởng tiêu thụ và biên phục hồi.</li><li>▪ Định giá hấp dẫn.</li><li>▪ Tiềm năng tăng trưởng dài hạn.</li></ul>
NKG	OUTPERFORM	27.370	11%	33,6	18,6	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Giá HRC tăng, LN bám tương đối sát giá HRC.</li><li>▪ Xuất khẩu tăng trưởng tốt.</li></ul>
HSG	OUTPERFORM	27.344	20%	-135,4	15,4	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Giá HRC tăng, LN bám tương đối sát giá HRC.</li><li>▪ Tiêu thụ nội địa dự báo hồi phục.</li></ul>

# HPG

OUTPERFORM | Target: 32.802 VNĐ/CP | Upside: 17%



# HPG – triển vọng hồi phục

HPG - Target: 32.802 VNĐ/CP | Upside: +17%

## Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	<b>OUTPERFORM</b>
Giá mục tiêu:	32.802 đồng/cp
Giá thị trường:	27.950 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	<b>+17%</b>

## Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2021	2022	2023F	2024F	4YR CAGR
<b>Doanh thu</b>	<b>149.680</b>	<b>141.409</b>	<b>112.864</b>	<b>121.720</b>	
Tăng trưởng	66,09%	-5,53%	-20,19%	7,85%	93,34%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>41.108</b>	<b>16.763</b>	<b>12.683</b>	<b>15.094</b>	
Tăng trưởng	117,46%	-59,22%	-24,34%	19,01%	71,61%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>34.521</b>	<b>8.444</b>	<b>6.817</b>	<b>10.099</b>	
Tăng trưởng	156,34%	-75,39%	-19,88%	48,58%	66,38%
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>7.708</b>	<b>1.459</b>	<b>1.169</b>	<b>1.737</b>	
<b>P/E</b>	<b>4,5</b>	<b>18,3</b>	<b>22,6</b>	<b>15,3</b>	

## Điểm nhấn đầu tư:

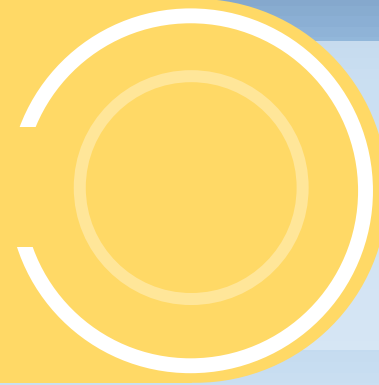
- Tiêu thụ dự báo tăng nhờ cả thị trường nội địa và xuất khẩu hồi phục. Hiện tại, toàn bộ các lò cao của HPG đang duy trì hoạt động. Dự báo trong năm 2024, tổng tiêu thụ thép xây dựng đạt 3,7 triệu tấn (+3,2% y/y); tổng tiêu thụ HRC đạt 3 triệu tấn (+6,5% y/y).
- Giá NVL hạ nhiệt, biên lợi nhuận HPG dự báo hồi phục. Giá than cốc dự báo ở mức 260 USD/tấn (-6% y/y) và giá quặng sắt khoảng 110 USD/tấn (-2% y/y).
- Tài chính tốt, có vị thế doanh nghiệp sản xuất thép có quy mô lớn nhất tại Việt Nam và vẫn duy trì được lợi nhuận trong năm 2023 trong bối cảnh thị trường khó khăn. Tiềm năng tăng trưởng dài hạn với dự án Dung Quất 2.

Diễn biến P/B lịch sử của HPG trong 5 năm



# HSG

OUTPERFORM | Target: 27.344 VNĐ/CP | Upside: 20%



# HSG: Hưởng lợi khi giá HRC tăng

HSG - Target: 27.344 VNĐ/CP | Upside: +20%

## Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	<b>OUTPERFORM</b>
Giá mục tiêu:	27.344 đồng/cp
Giá thị trường:	22.800 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	<b>+20%</b>

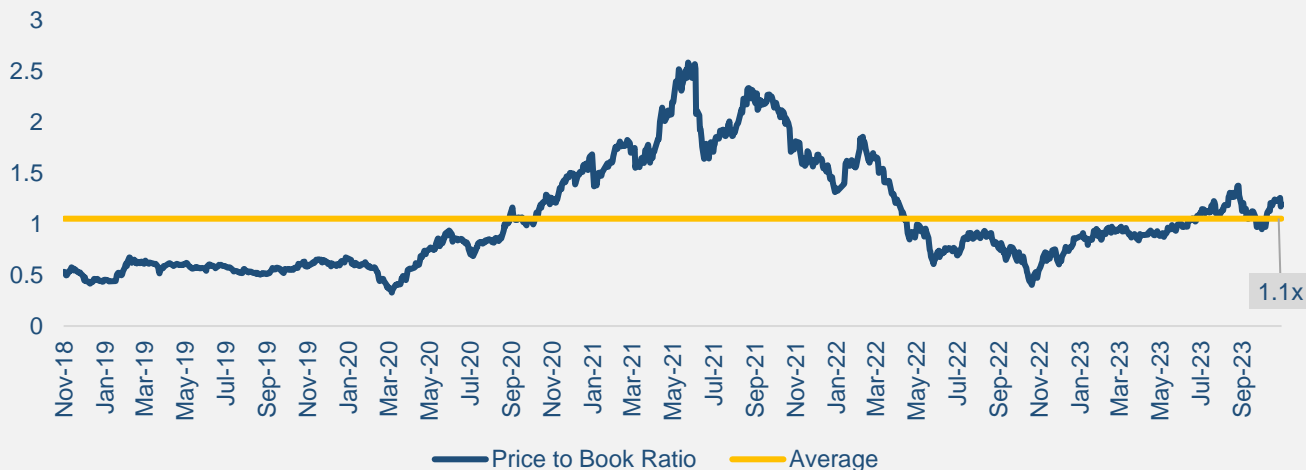
## Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2021	2022	2023F	2024F	4YR CAGR
Doanh thu	49.711	31.651	27.175	28.593	
Tăng trưởng	2,02%	-36,33%	-14,14%	5,22%	3,08%
Lợi nhuận gộp	4.939	3.028	3.719	4.053	
Tăng trưởng	-44,34%	-38,69%	22,84%	8,97%	-5,32%
Lợi nhuận ròng	251	23	1.059	1.262	
Tăng trưởng	-94,17%	-90,88%	4522,26%	19,08%	-2,09%
EPS (đồng/cp)	420	38	1.771	2.109	
<b>P/E</b>	<b>52,6</b>	<b>576,6</b>	<b>12,5</b>	<b>10,5</b>	

## Điểm nhấn đầu tư:

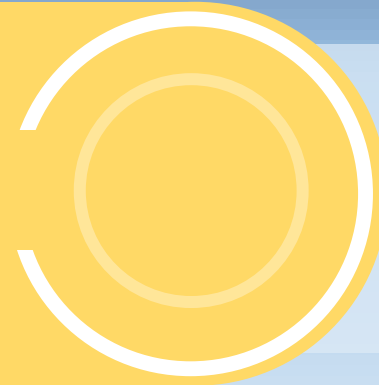
- Dự phóng trong niên độ tài chính 2023-2024, tổng tiêu thụ thép của HSG đạt 1,41 triệu tấn (+1% y/y) và hồi phục lên khoảng 1.320.000 tấn (+2% y/y) trong niên độ 2023-2024.
  - ✓ Thị trường BĐS và xây dựng trong nước hồi phục;
  - ✓ Xuất khẩu tích cực hơn khi thị trường XK chính là Trung Quốc giảm bớt tình trạng dư cung nhờ thị trường BĐS hồi phục;
  - ✓ Hệ thống Hoa Sen Home đi vào hoạt động ổn định và hiệu quả hơn.
- Giá HRC tăng giúp hỗ trợ biên lợi nhuận HSG. Giá HRC Việt Nam sẽ tăng lên khoảng 600 USD/tấn (+5% q/q; +5% y/y) và cuối năm 2023.

Diễn biến P/B lịch sử của HSG trong 5 năm



# NKG

OUTPERFORM | Target: 27.370 VNĐ/CP | Upside: 11%



# NKG – Giá HRC tăng tại các thị trường XK chính

NKG - Target: 27.370 VNĐ/CP | Upside: +11%

## Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	<b>OUTPERFORM</b>
Giá mục tiêu:	27.370 đồng/cp
Giá thị trường:	24.650 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	<b>+11%</b>

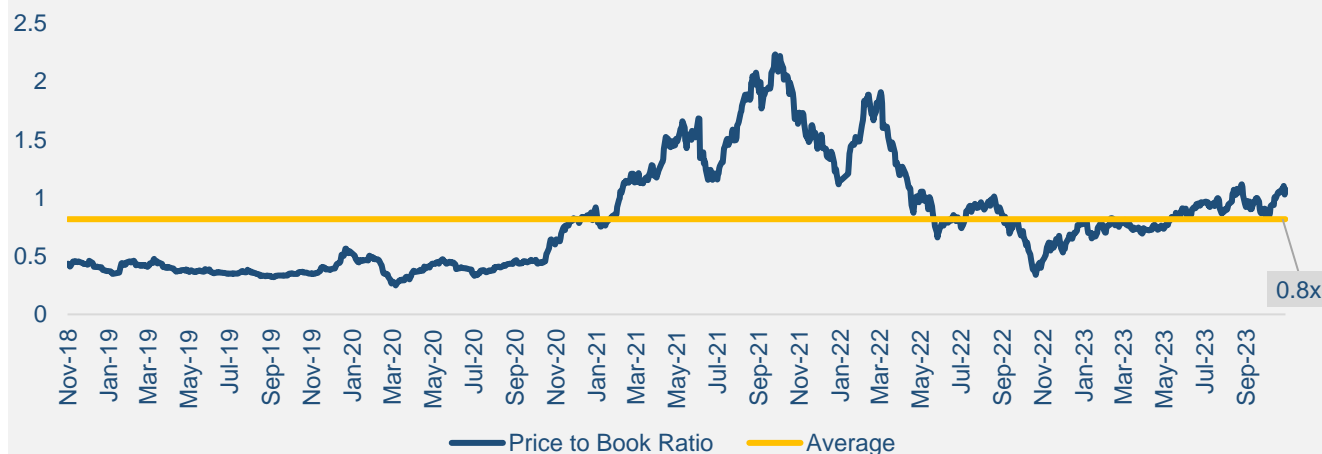
## Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2021	2022	2023F	2024F	4YR CAGR
Doanh thu	28.173	23.071	18.642	18.362	
Tăng trưởng	143,72%	-18,11%	-19,20%	-1,50%	11,23%
Lợi nhuận gộp	4.270	1.481	1.337	1.455	
Tăng trưởng	391,23%	-65,31%	-9,73%	8,80%	13,74%
Lợi nhuận ròng	2.225	-125		275	
Tăng trưởng	653,64%	-105,60%	-222,07%	80,65%	-1,77%
EPS (đồng/cp)	10.189	-474	578	1.044	
<b>P/E</b>	<b>2,3</b>	<b>-41,1</b>	<b>33,6</b>	<b>18,6</b>	

## Điểm nhấn đầu tư:

- Giá HRC trong nước dự kiến hồi phục lên 600 USD/tấn (+5% q/q; +5% y/y) khi xu hướng giá HRC trên thế giới đang hồi phục. Giá HRC tại Trung Quốc cũng tăng nhờ: (1) kỳ vọng các chính sách kích thích của Chính phủ đạt hiệu quả; và (2) Giá NVL sản xuất HRC đang tăng.
- NKG được hưởng lợi khi một trong các thị trường XK chính là Mỹ có giá HRC hồi phục lên khoảng 1.000 USD/tấn nhờ kỳ vọng nhu cầu phục hồi sau khi giải quyết được tình trạng đình công của công nhân ngành sản xuất ô tô tại Mỹ.
- NKG đang giảm mạnh mẽ lượng hàng tồn kho xuống 5.229 tỷ đồng, tương đương với khoảng 3,4 tháng tồn kho. Điều này cũng giúp giảm nhu cầu vay nợ ngắn hạn để tài trợ mua HTK, giúp giảm chi phí lãi vay giúp biên ròng hồi phục.

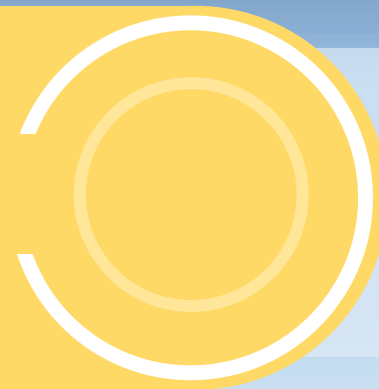
Diễn biến P/B lịch sử của NKG trong 5 năm





# Ngành Xây dựng

Triển vọng 2024



# Triển vọng ngành Xây dựng

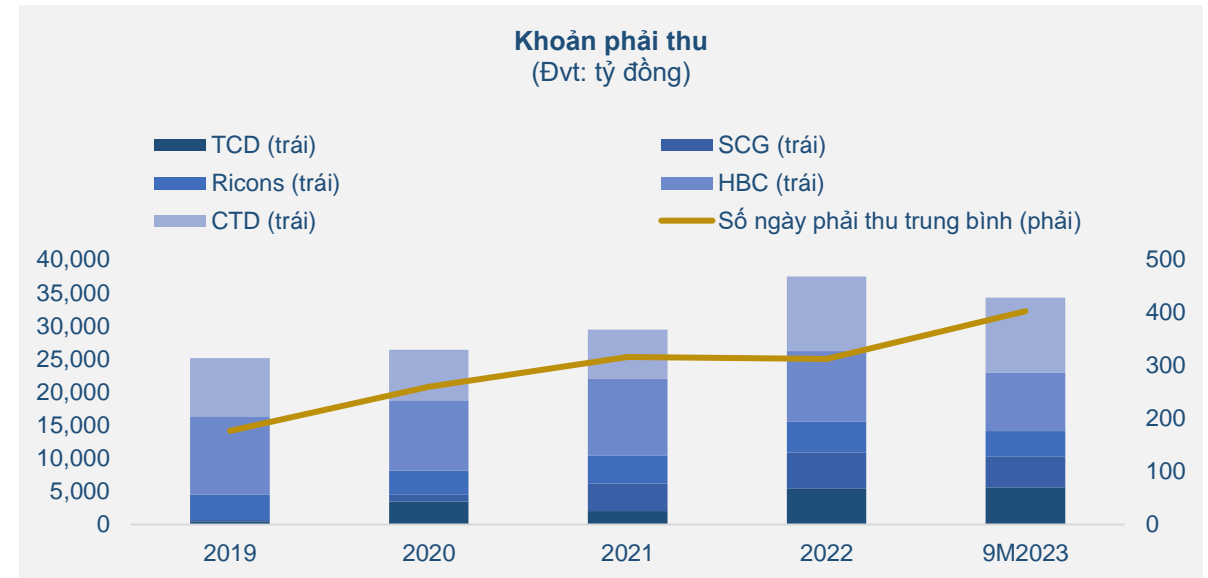
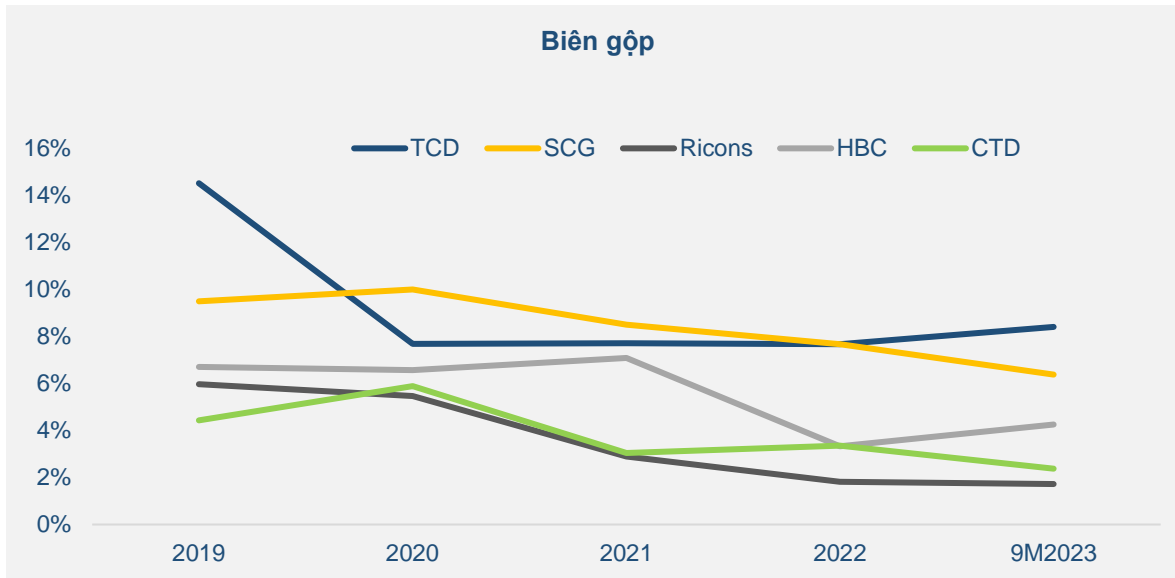
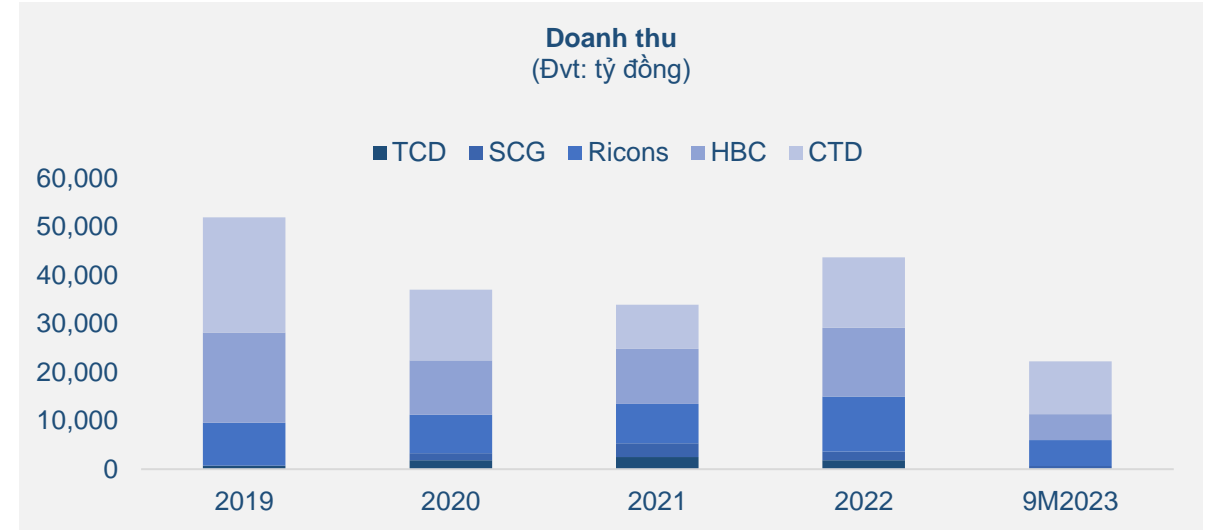
## Tổng quan

	Tổng thầu dân dụng	Tổng thầu hạ tầng	Tổng thầu công nghiệp	Thầu phụ khác
Khách hàng	Chủ đầu tư BĐS	Chủ đầu tư dự án hạ tầng (chủ yếu nhà nước)	Doanh nghiệp sản xuất (chủ yếu FDI)	Chủ đầu tư BĐS
Nguyên vật liệu chính	Thép, xi măng, đá xây dựng	Cát, đá xây dựng, nhựa đường, đất đắp	Thép, xi măng, tôn mạ	Thép, xi măng, đá xây dựng
Doanh nghiệp	CTD, HBC, Ricons, SCG, TCD	VCG, SJG, CC1, CII, HHV, C4G, DPG, LCG, G36	CTD, LIC	FCN, LIG, REE
Yếu tố tác động chính	<ul style="list-style-type: none"><li>- Thị trường BĐS.</li><li>- Tăng trưởng kinh tế.</li><li>- Lãi suất thị trường.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Nhu cầu đầu tư CSHT của Chính phủ.</li><li>- Tiến độ giải ngân đầu tư công.</li><li>- Tình trạng thiếu NVL.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Xu hướng dòng vốn đầu tư FDI.</li><li>- Tăng trưởng kinh tế.</li><li>- Môi trường kinh doanh, triển vọng hiệp định thương mại.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Tương tự như tổng thầu dân dụng và hạ tầng.</li><li>- Khả năng cạnh tranh và khả năng mặc cả với tổng thầu.</li></ul>

# Triển vọng ngành Xây dựng

## Xây dựng dân dụng – Cập nhật 2023

- Kết quả kinh doanh 2023: Doanh thu sụt giảm, biên lợi nhuận sụt giảm do:
  - ✓ Thị trường BĐS gặp khó khăn ít dự án mới triển khai khiến áp lực cạnh tranh trong ngành lớn và nhiều DN hạ giá thầu và làm lãi ước toán của các dự án đa số ở mức thấp.
  - ✓ Chủ đầu tư khó khăn, nhiều khoản phải thu trở thành nợ xấu phải thực hiện trích lập số lượng lớn.
- Chất lượng tài sản vẫn là vấn đề lớn
  - ✓ Giá trị khoản phải thu và số ngày phải thu vẫn ở mức cao.
  - ✓ Giá trị trích lập dự phòng tăng mạnh.

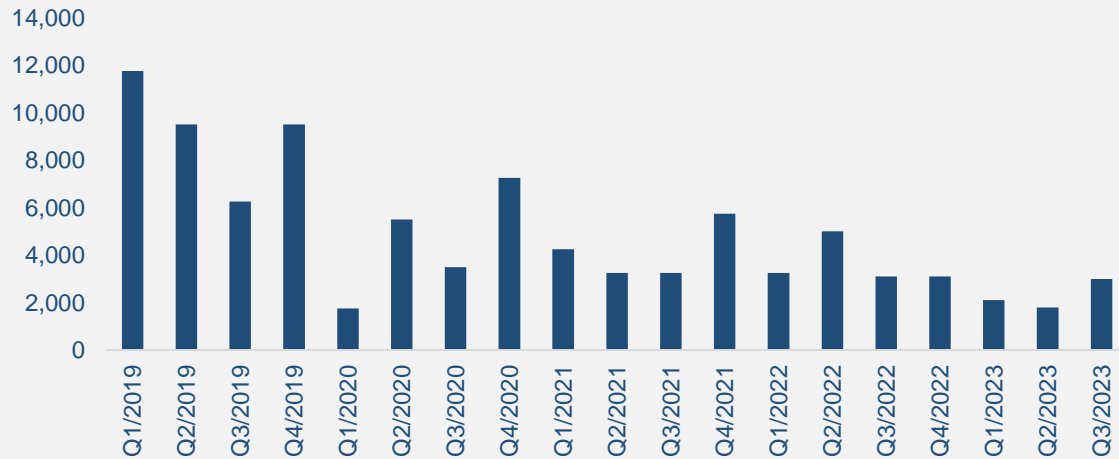


# Triển vọng ngành Xây dựng

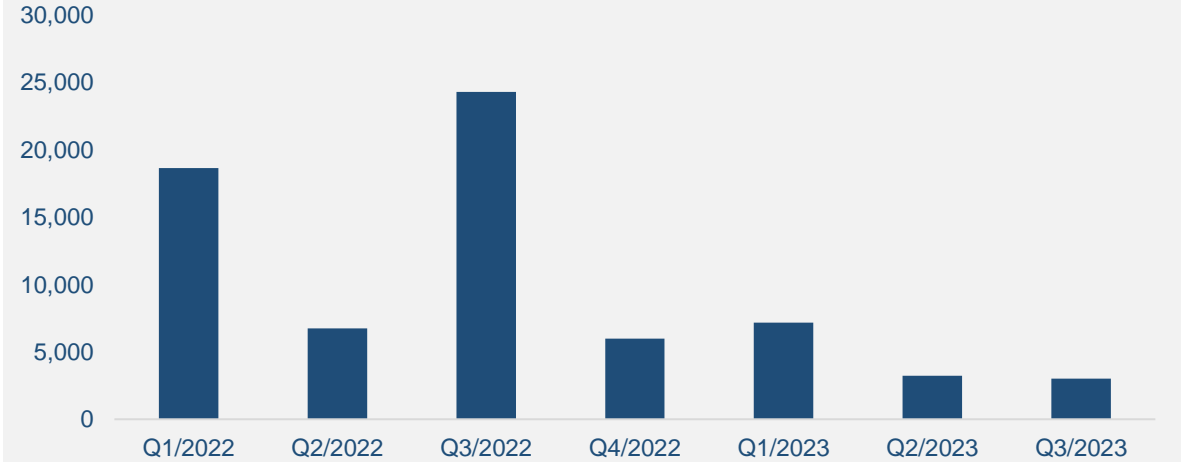
## Xây dựng dân dụng – Thị trường BĐS khó khăn

- Thị trường BĐS gặp khó khăn khiến nhu cầu xây dựng dân dụng dự báo phục hồi nhưng vẫn ở mức thấp trong 2024.
  - ✓ Thị trường BĐS phục hồi nhưng chậm hơn dự kiến do các khó khăn vướng mắc của các chủ đầu tư BĐS chưa được giải quyết triệt để.
  - ✓ Luật đất đai nhà ở mới vẫn chưa được thông qua trong năm 2023. Các vướng mắc pháp lý liên quan chủ yếu đến: (1) công nhận chủ đầu tư của dự án; (2) phân bổ 20% quỹ đất thương phẩm để phát triển dự án nhà ở xã hội tại các dự án nhà ở thương mại.; và (3) đang chờ quy hoạch chung giai đoạn 2021-2030 để chấp thuận chủ trương đầu tư.
- Nhu cầu xây dựng dân dụng thấp khiến ít đơn hàng và gây áp lực cạnh tranh lớn giữa các nhà thầu xây dựng do không có sự khác biệt nhiều về chất lượng sản phẩm giữa các nhà thầu.

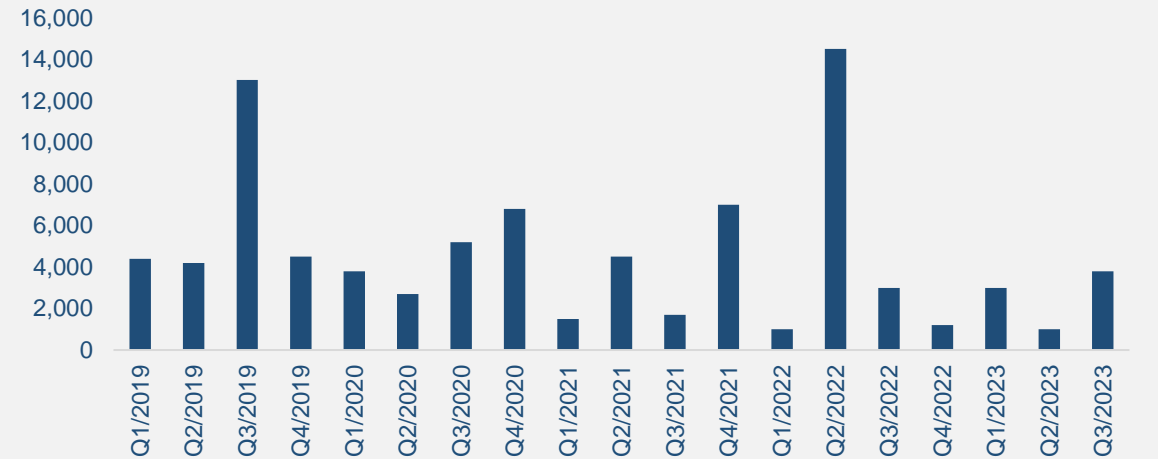
### Nguồn cung căn hộ Hà Nội



### Số căn nhà ở thương mại cấp phép mới



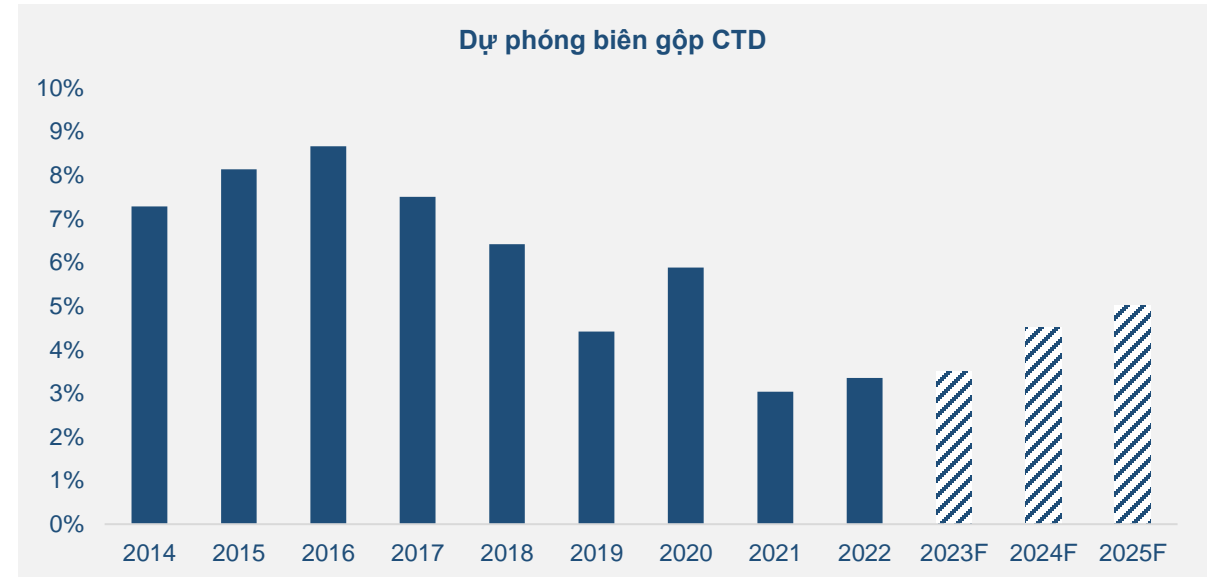
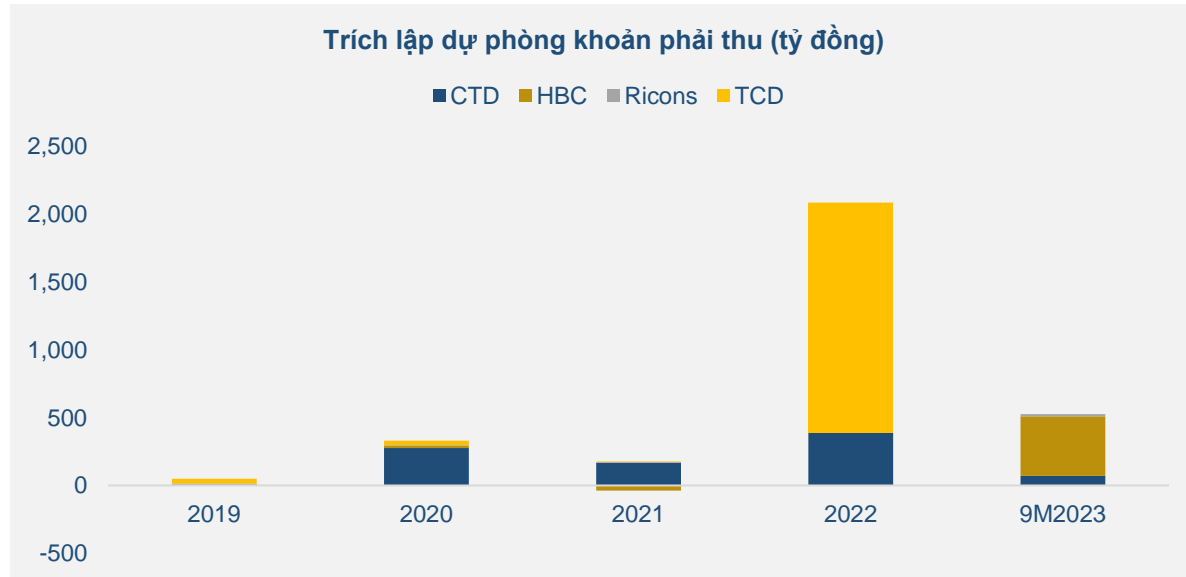
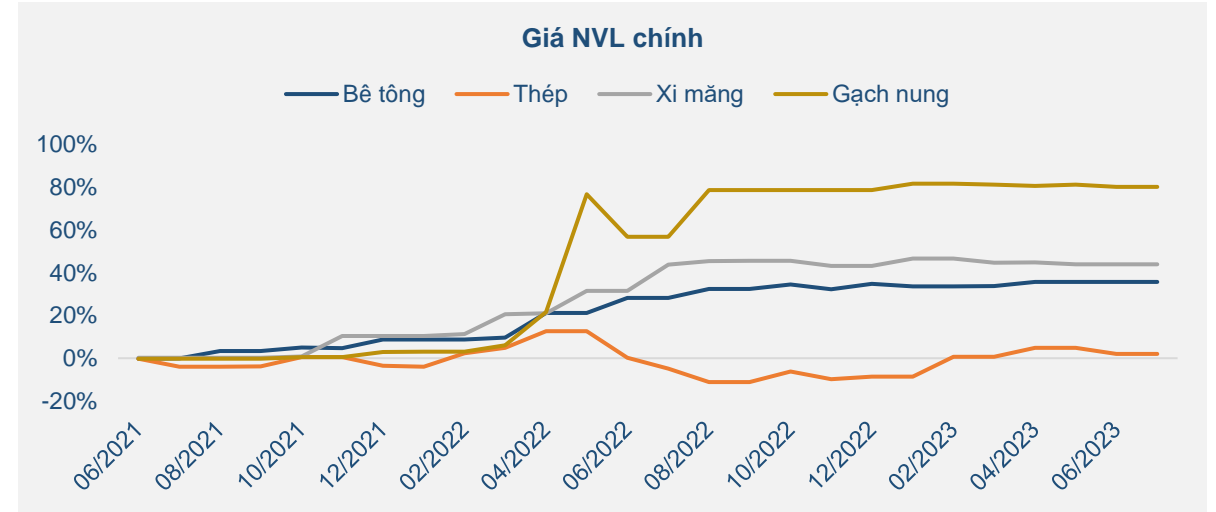
### Nguồn cung căn hộ TP.HCM



# Triển vọng ngành Xây dựng

**Xây dựng dân dụng – biên lợi nhuận hồi phục nhưng vẫn ở mức thấp**

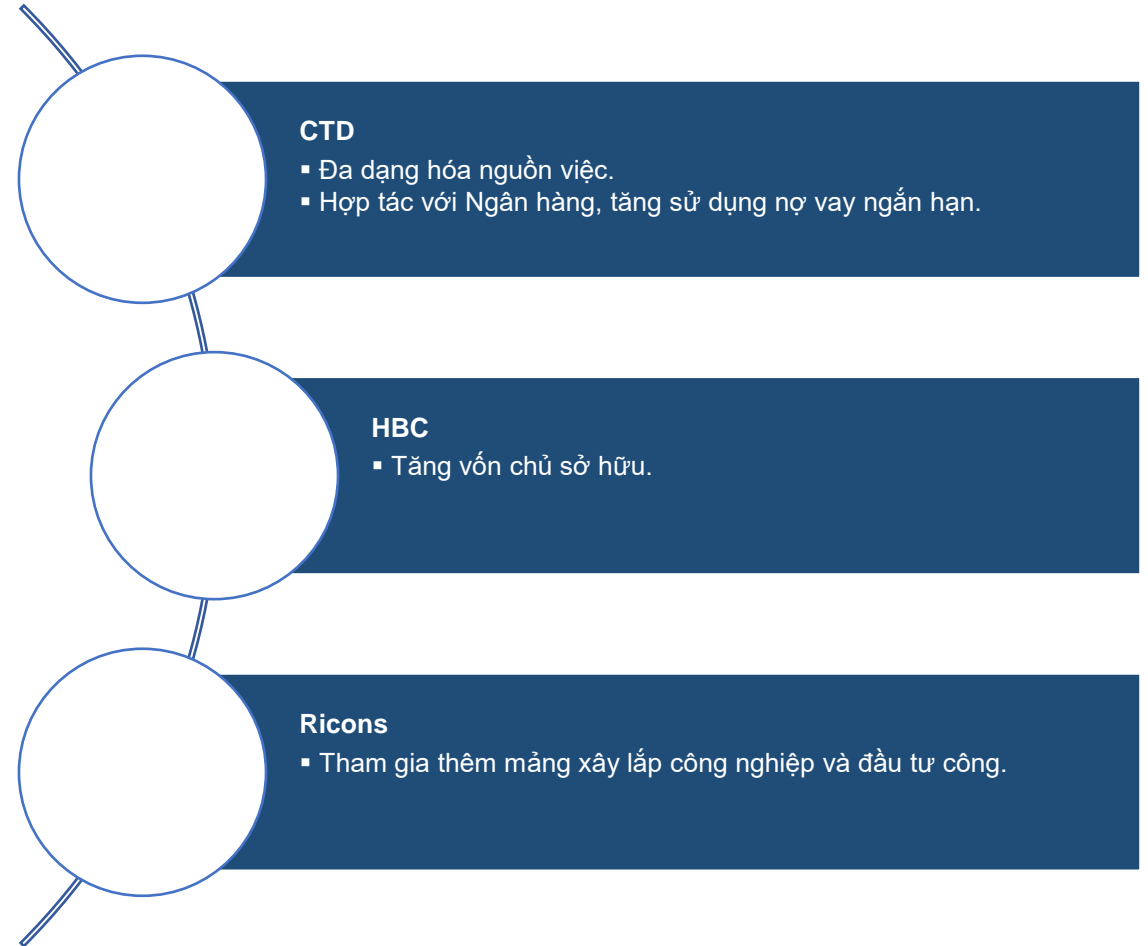
- Giá NVL đầu vào và giá nhân công được kỳ vọng ổn định giúp chi phí xây dựng không tăng đột biến. Kết thúc các hợp đồng cũ với đơn giá thấp và chịu chi phí NVL tăng cao. Bắt đầu ghi nhận DT của các dự án mới với giá bám sát hơn với giá NVL.
- Trích lập dự phòng dự báo giảm khi đã trích lập khá mạnh trong 2023. Ngoài ra tài chính chủ đầu tư dự báo sẽ cải thiện hơn nhờ:
  - ✓ Lãi suất giảm.
  - ✓ Các chính sách hỗ trợ thị trường BĐS của chính phủ dự báo hiệu quả từ 2024.
- Tuy nhiên, mức hồi phục không quá lớn do nguồn việc mới ít nên áp lực cạnh tranh cao. Nếu chủ đầu tư chậm thanh toán thì thậm chí các dự án xây dựng có thể gây thua lỗ.



# Triển vọng ngành Xây dựng

## Xây dựng dân dụng – Giải quyết vấn đề dòng tiền trong ngắn hạn với kỳ vọng dài hạn thị trường xây lắp dân dụng hồi phục

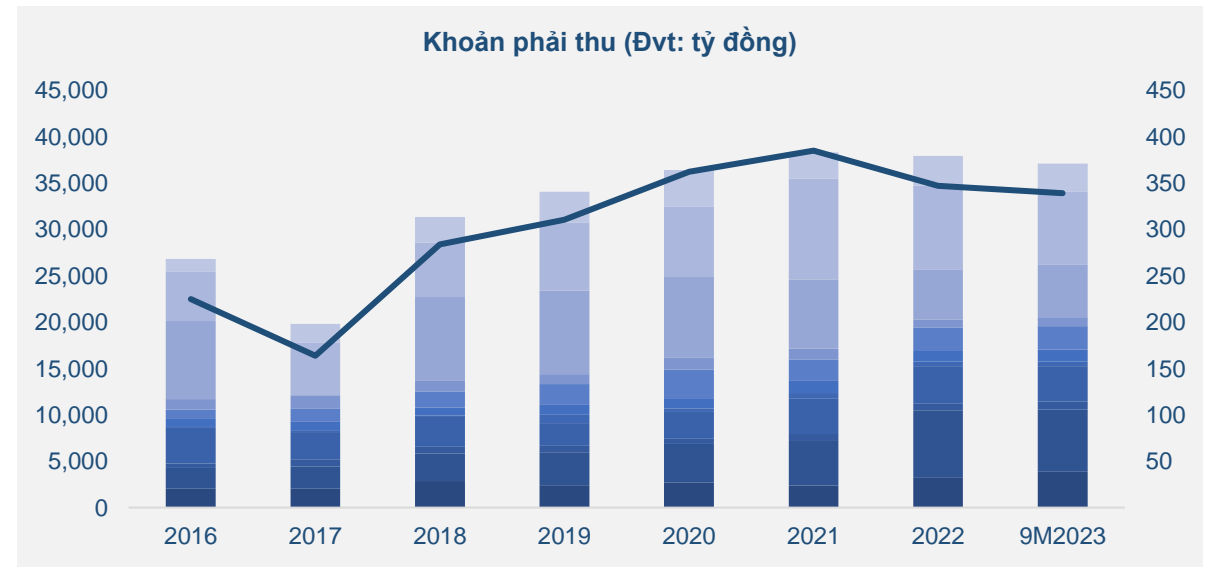
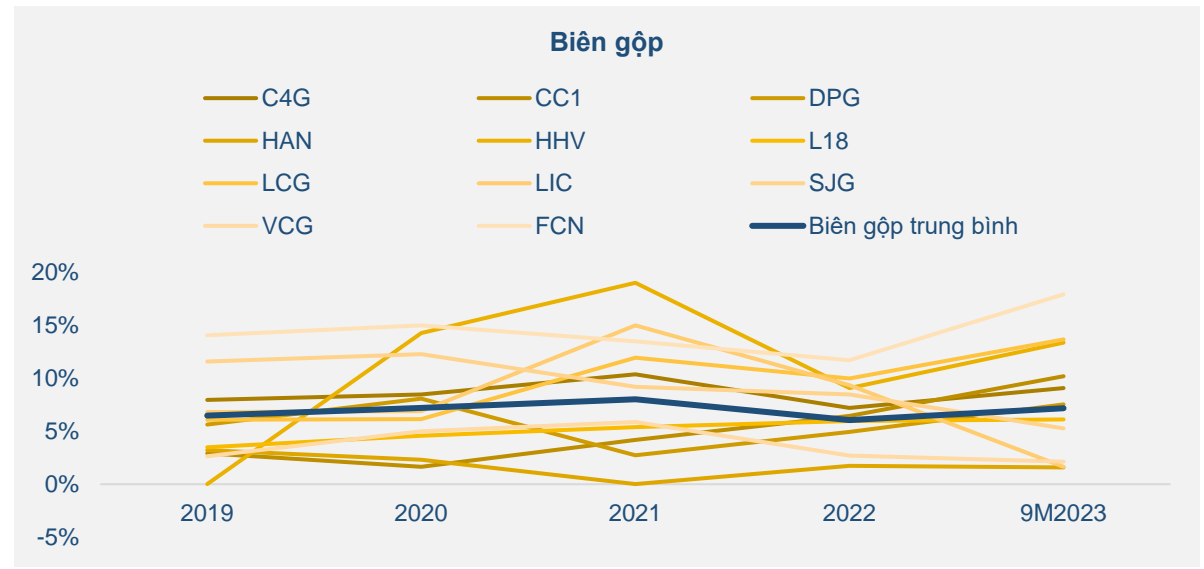
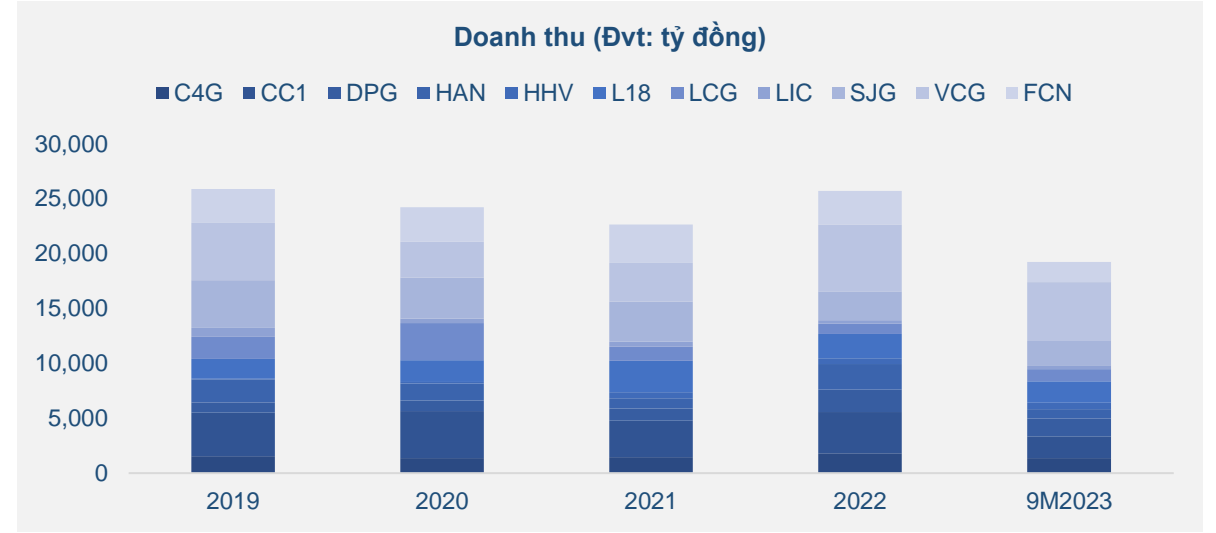
- Hướng đi các DN xây dựng dân dụng cố gắng vượt qua khó khăn về tài chính trong ngắn hạn và chờ câu chuyện phục hồi dài hạn của thị trường BĐS và xây dựng dân dụng.
- Giải quyết câu chuyện ngắn hạn khó khăn tài chính:
  - ✓ Tăng vốn điều lệ và tăng vay nợ ngân hàng.
  - ✓ Chuyển bớt dự án không quan trọng.
  - ✓ Thu hồi khoản phải thu bằng các sản phẩm BĐS của chủ đầu tư.
- Kỳ vọng dài hạn:
  - ✓ Thị trường BĐS hồi phục.
  - ✓ Đa dạng hóa nguồn việc thông qua tham gia xây lắp cơ sở hạ tầng.
- Hướng đi của các DN xây lắp dân dụng:
  - ✓ CTD: tăng cường hợp tác ngân hàng, đa dạng hóa nguồn việc thêm xây dựng công nghiệp và tìm thêm xây lắp đầu tư công. Áp dụng các mô hình quản trị dự án “Fast Track” và Repeat Sales để tăng tốc độ thi công dự án và giảm rủi ro trích lập dự phòng trong tương lai.
  - ✓ HBC: tăng vốn chủ sở hữu. Cố gắng duy trì nguồn tiền trong bối cảnh khoản phải thu và trích lập đang rất lớn.
  - ✓ Ricons: Tham gia thêm mảng xây lắp công nghiệp và các dự án đầu tư công.



# Triển vọng ngành Xây dựng

## Xây dựng cơ sở hạ tầng – Cập nhật 2023

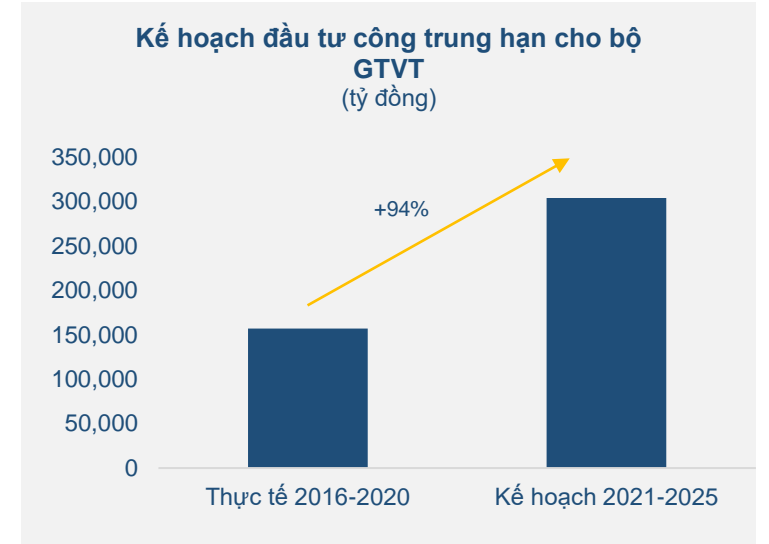
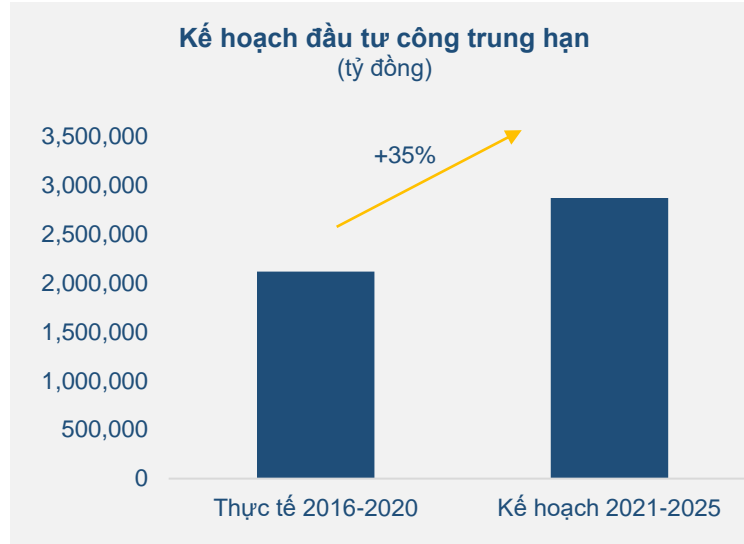
- Kết quả kinh doanh 2023: biên gộp cải thiện so với cuối năm 2022. Mức trung bình của các DN trong nhóm thống kê cải thiện lên 7,2% so với mức 6,1% năm 2022. Biên gộp trong 5 năm gần nhất biến động quanh 6-8%.
- Doanh thu có xu hướng cải thiện tốt nhờ:
  - ✓ Nhu cầu đầu tư công của Chính phủ tăng lên giúp giá trị trúng thầu và backlog của các DN đầu tư công đều tăng. 9T2023, tổng doanh thu của các doanh nghiệp xây lắp cơ sở hạ tầng tăng khoảng +15% y/y.
- Khoản phải thu và số ngày phải thu vẫn ở mức cao. Nguyên nhân chính vẫn là quy trình nghiệm thu mất nhiều thời gian, thủ tục hành chính đối với các công trình đầu tư công.



# Triển vọng ngành Xây dựng

## Xây dựng cơ sở hạ tầng – Doanh thu cải thiện nhưng giá trị trúng thầu mới giảm so với 2023

- Doanh thu các DN xây lắp hạ tầng dự báo sẽ tăng trưởng trong năm 2024 nhờ ghi nhận doanh thu lớn từ các dự án trúng thầu trong năm 2023 và tiến độ thi công dự báo cũng sẽ đảm bảo:
  - ✓ Chính phủ trực tiếp thúc đẩy tiến độ giải ngân và xử lý nhà thầu, cơ quan gây chậm tiến độ dự án.
  - ✓ Các biện pháp, cơ chế đặc thù khai thác các mỏ NVL để đáp ứng cho nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng. Giải quyết các vấn đề thiếu NVL chính như cát, đất đắp.
  - ✓ Thời tiết tiếp tục thuận lợi.
- Giá trị trúng thầu mới dự án cao tốc mới trong 2024 và 2025 sẽ không lớn như 2023. Tuy nhiên, KQKD sẽ tăng trưởng nhờ DT ghi nhận từ các dự án trúng thầu trong thời gian vừa qua.
  - ✓ 12 dự án cao tốc Bắc Nam phía Đông GD2 và vành đai 4 Hà Nội, vành đai 3 TP.HCM đã đồng loạt khởi công trong 2023. Do đó, trong 2 năm tới sẽ tập trung triển khai dự án để đạt tiến độ. Các dự án cao tốc mới khác dự kiến sẽ triển khai đồng loạt sau 2025.
- Về triển vọng về trung hạn và dài hạn, số km cao tốc cần lựa chọn nhà thầu để hoàn thành trước 2030 là 2.140 km, vẫn là nguồn việc rất lớn cho các doanh nghiệp để tăng trưởng trong thời gian tới.



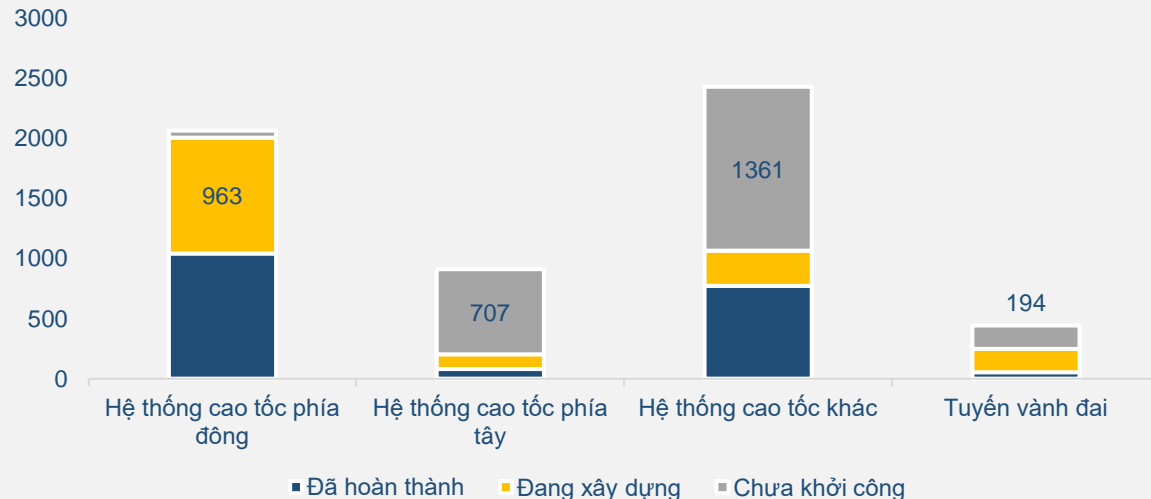


# Triển vọng ngành Xây dựng

## Xây dựng cơ sở hạ tầng – Tổng hợp tiến độ xây dựng hệ thống cao tốc VN

- Hệ thống cao tốc Bắc – Nam phía Đông: đã triển khai hầu hết dự án. Chỉ còn 2 tuyến Hữu Nghị - Chi Lăng và Cầu Cần Thơ 2 là chưa lựa chọn được nhà thầu và khởi công.
- Tuyến cao tốc phía tây chưa khởi công nhiều dự án. Có 707km dự kiến cao tốc phải thi công trước 2030. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá Chính phủ sẽ dành nguồn lực thi công các dự án này sau năm 2025
- Hệ thống cao tốc khác tại khu vực Bắc, Trung, Nam khoảng 555km cần thi công trước 2030.
- Hệ thống vành đai 4 Hà Nội và vành đai 3 Tp.HCM mới khởi công trong năm 2023. Do đó, nhiều khả năng phải sau 2025 các dự án tiếp theo mới bắt đầu khởi công.

Hệ thống cao tốc Bắc Nam quy hoạch thi công trước 2030 (km)

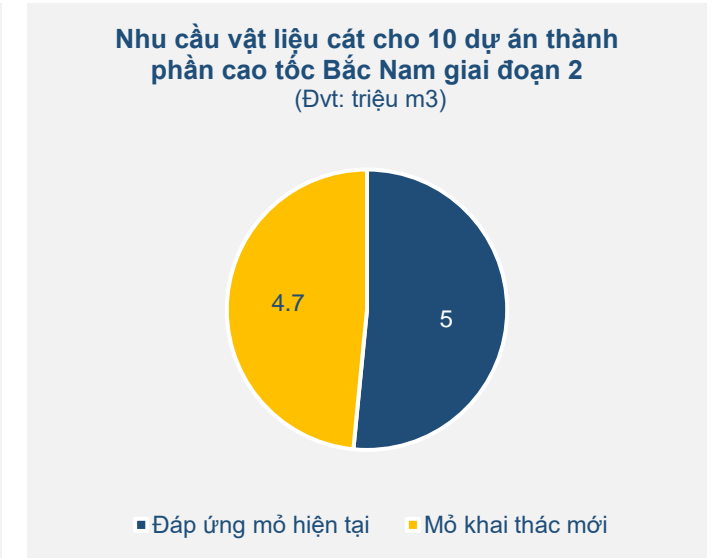
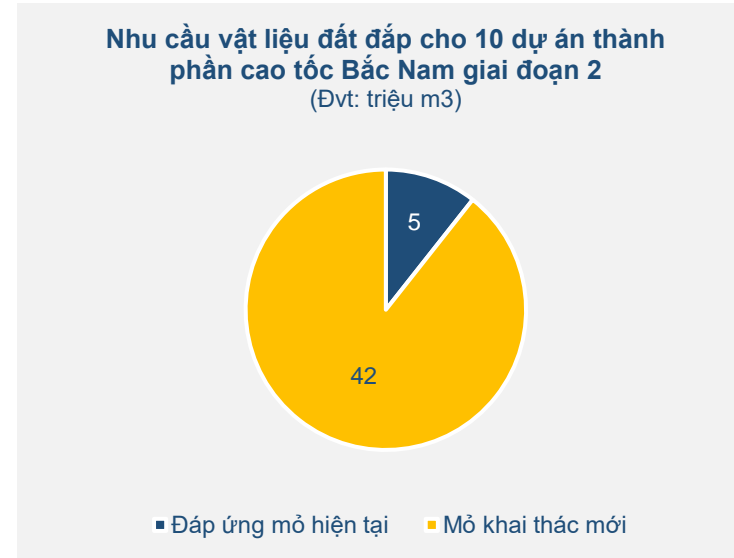


Cao tốc chưa lựa chọn nhà thầu	Chiều dài dự kiến (km)
<b>Cao tốc Bắc - Nam phía Đông</b>	<b>58</b>
Cửa khẩu Hữu Nghị - Chi Lăng (Lạng Sơn)	43
Cầu Cần Thơ 2 và đường dẫn 2 đầu cầu	15
<b>Cao tốc Bắc - Nam phía Tây</b>	<b>707</b>
Phú Thọ-Ba Vì (Hà Nội)	55
Ba Vì (Hà Nội) - Chợ Bến (Hòa Bình)	57
Ngọc Hồi (Kon Tum) - Pleiku (Gia Lai)	90
Pleiku (Gia Lai) - Buôn Ma Thuật (Đắk Lắk)	160
Buôn Ma Thuật (Đắk Lắk) - Gia Nghĩa (Đắk Nông)	105
Gia Nghĩa (Đắk Nông) - Chơn Thành (Bình Phước)	140
Đức Hòa - Thạnh Hóa (Long An)	33
Thạnh Hóa - Tân Thạnh (Long An)	16
Tân Thạnh (Long An) - Mỹ An (Đồng Tháp)	25
Mỹ An - Nút giao An Bình (Đồng Tháp)	26
<b>Tuyến cao tốc khác</b>	<b>555</b>
Hà Nội - Hòa Bình - Sơn La - Điện Biên (CT.03)	188
Nội Bài - Bắc Ninh - Hạ Long (CT.09)	146
Phủ Lý (Hà Nam) - Nam Định (CT.11)	25
Tiên Yên (Quảng Ninh)- Lạng Sơn - Cao Bằng (CT.10)	115
Tuyến nối đường cao tốc Hà Nội - Lào Cai với Hà Giang	81
<b>Cao tốc vành đai</b>	<b>471</b>
Vành đai 3 Hà Nội	272
Vành đai 4 TP.HCM	199
<b>Tổng cộng</b>	<b>1,791</b>

# Triển vọng ngành Xây dựng

## Xây dựng cơ sở hạ tầng – định mức giá đầu tư khiến giá đầu thầu thấp

- Thiếu đơn giá định mức cho nhiều loại kỹ thuật xây dựng mới dẫn tới giá tính toán không chính xác. Cập nhật đơn giá định mức chậm. Điều này khiến giá đầu thầu ở mức thấp, nhiều DN tham gia các dự án đầu tư công với lãi dự toán thấp. Biên gộp chỉ khoảng 5-7%.
  - Giá NVL chính trong xây dựng cơ sở hạ tầng như đá, cát, đất đắp đều tăng nhưng đơn giá định mức đầu tư tại các tỉnh thành có mức tăng không tương ứng.
  - Giá đất đắp: chiếm khoảng 15% giá trị các gói thầu cao tốc đã tăng mạnh nhưng lại không nằm trong danh mục các vật liệu được tính giá VLXD dẫn tới tính đơn giá thi công không chính xác. Cơ chế đặc thù về khai thác mỏ khoáng sản làm VLXD thông thường theo NQ43/2022 sẽ hết thời hạn sau năm 2023 và cũng là áp lực lên nguồn cung NVL cho các dự án cao tốc.
- Hiện tại các mỏ đáp ứng được trữ lượng nhưng chưa đáp ứng được công suất khai thác. Việc xin khai thác mỏ mới đang gặp một số vấn đề liên quan đến việc GPMB, chuyển đổi mục đích sử dụng rừng, khó khăn trong thỏa thuận giá chuyển nhượng, thuê đất khi các chủ sở hữu yêu cầu mức giá cao.
- Trong năm 2024 và 2025, chúng tôi kỳ vọng giá NVL có thể hạ nhiệt khi công suất khai thác các mỏ mới đi vào ổn định, đáp ứng được nhu cầu cho các nhà thầu giúp BLN cải thiện.



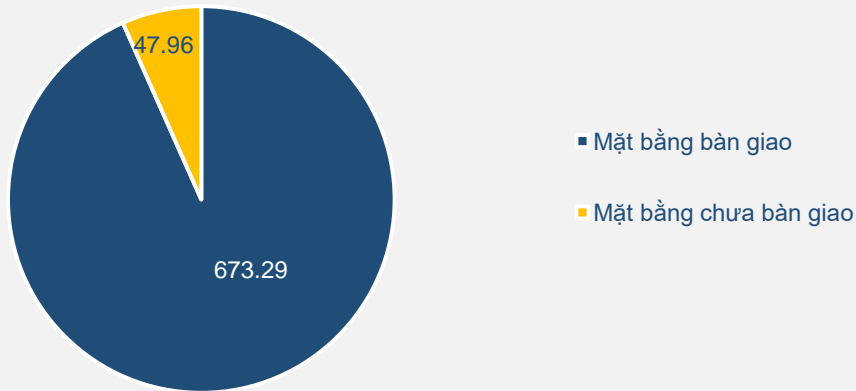
# Triển vọng ngành Xây dựng

Xây dựng cơ sở hạ tầng – Các doanh nghiệp lớn có ưu thế trong quá trình đấu thầu, triển khai dự án

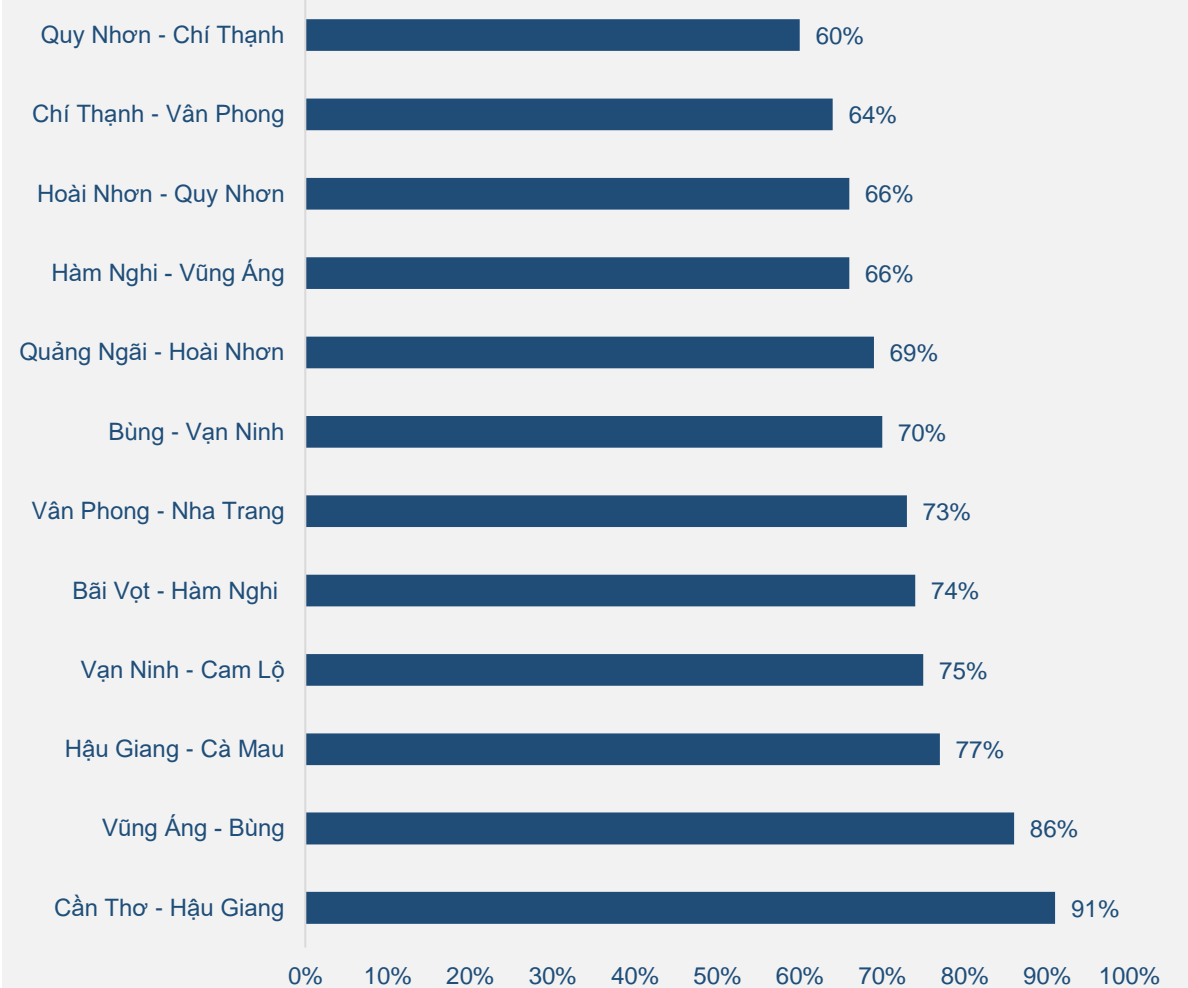
Các doanh nghiệp có quy mô lớn sẽ được hưởng lợi khi đẩy mạnh đầu tư công trong thời gian tới nhờ:

- Giá trị công nợ lớn, các DN nhỏ gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn vay và khả năng thanh toán NVL đảm bảo tiến độ xây dựng và đàm phán giá bán đối với nhà cung cấp NVL.
- Quy mô các gói thầu xây lắp có giá trị lớn hơn, tránh chia nhỏ gói thầu để quản lý chất lượng tốt hơn và loại bỏ các nhà thầu có năng lực yếu.
- Có quy mô lớn, tài chính tốt và có kinh nghiệm, năng lực thi công các dự án CSHT.
- Các dự án đầu tư công đã phần được giải phóng mặt bằng với tiến độ rất tốt. Tại cao tốc Bắc Nam phía Đông giai đoạn 2021-2025 đã bàn giao được 673km. Tiến độ thi công được đảm bảo và giúp KQKD các nhà thầu tăng trưởng.

Số km giải phóng mặt bằng (km)



Tiến độ giải ngân cao tốc BN phía Đông GD2

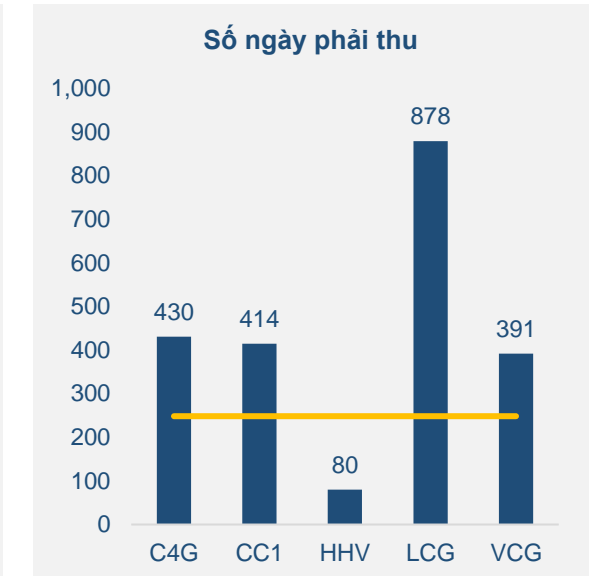
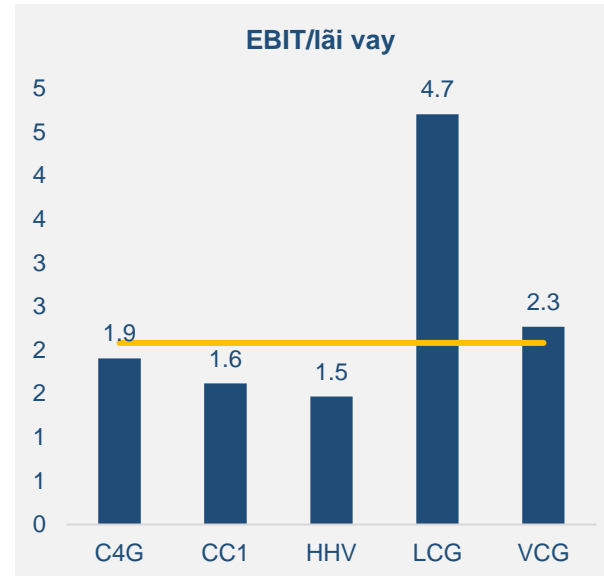
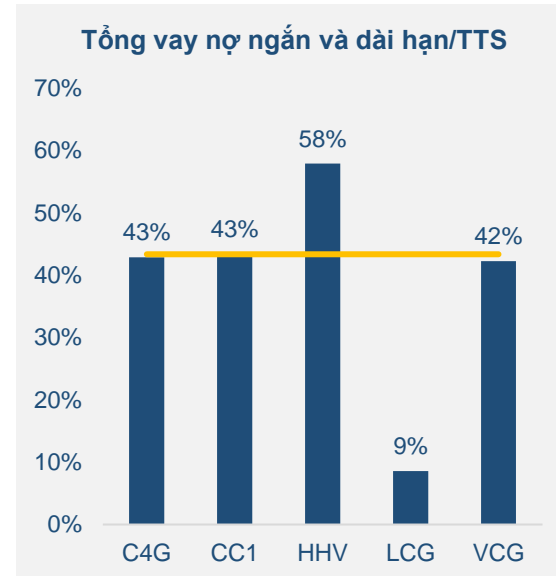
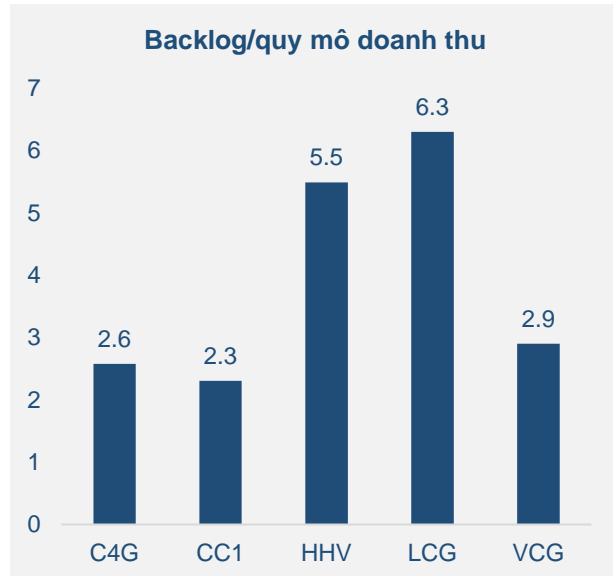


# Triển vọng ngành Xây dựng

## Xây dựng cơ sở hạ tầng

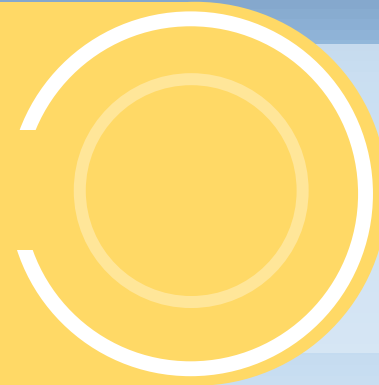
- Các doanh nghiệp đáng chú ý: có backlog lớn, có năng lực tài chính, quy mô lớn và kinh nghiệm, có khả năng tham gia đấu thầu các dự án trong tương lai + các doanh nghiệp chủ động được thêm nguồn NVL đầu vào.
- Đánh giá chung: LCG, VCG, CC1, C4G và HHV đều là những doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng doanh thu trong tương lai tốt. Tuy nhiên, xét đến tài chính thì LCG với tỷ lệ vay nợ thấp giúp tránh áp lực chi phí lãi vay trong bối cảnh ngành Xây dựng còn nhiều khó khăn.
- Chất lượng tài sản khoản phải thu của các doanh nghiệp cũng là vấn đề lớn khi số ngày phải thu khá lớn. Khi tham gia đầu tư các nhóm xây dựng đầu tư công, nên cân nhắc các rủi ro về trích lập các khoản phải thu này trong tương lai.

Doanh nghiệp (Đvt: tỷ đồng)	Tổng giá trị gói thầu	Giá trị đảm nhận ước tính	Quy mô doanh thu mảng xây lắp 2022
VCG	65.644	17.688	6.101
HHV	16.737	2.909	530
C4G	29.779	4.651	1.805
CC1	47.244	8.661	3.759
LCG	15.478	5.803	921



# VCG

OUTPERFORM | Target: 30.025 VNĐ/CP | Upside: 21%



# VCG: Tiềm năng tăng trưởng dài hạn lớn.

VCG - Target: 30.025 VNĐ/CP | Upside: +21%

## Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	<b>OUTPERFORM</b>
Giá mục tiêu:	30.025 đồng/cp
Giá thị trường:	24.700 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	<b>+21%</b>

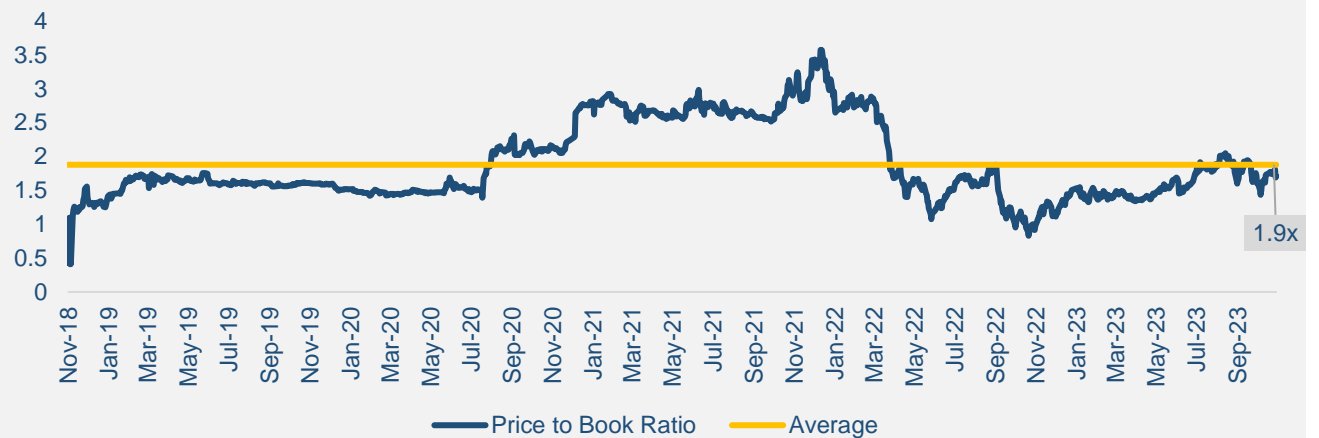
## Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2021	2022	2023F	2024F	4YR CAGR
<b>Doanh thu</b>	<b>5.749</b>	<b>8.453</b>	<b>12.145</b>	<b>13.494</b>	
Tăng trưởng	3,56%	47,03%	43,68%	11,10%	23,78%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>829</b>	<b>917</b>	<b>1.530</b>	<b>1.800</b>	
Tăng trưởng	-0,82%	10,56%	66,81%	17,67%	21,37%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>520</b>	<b>931</b>	<b>587</b>	<b>1.242</b>	
Tăng trưởng	-69,24%	79,02%	-36,94%	111,56%	24,31%
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>893</b>	<b>1.610</b>	<b>976</b>	<b>1.740</b>	
<b>P/E</b>	<b>23,3</b>	<b>13,0</b>	<b>20,7</b>	<b>9,8</b>	

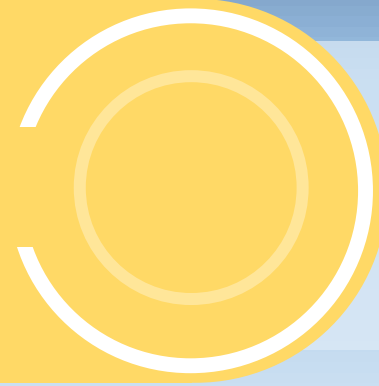
## Điểm nhấn đầu tư:

- Tổng giá trị backlog còn lại của VCG ước tính hiện đang khoảng 17.688 tỷ. Chúng tôi dự báo giá trị trúng thầu trong năm 2023 và năm 2024 của VCG khoảng 14.000 tỷ đồng và 13.000 tỷ đồng.
- Biên gộp mảng xây lắp dự báo cải thiện trong năm 2024 và 2025 lên mức lần lượt 4% và 5% do: (1) Giá NVL và nhân công dự báo ổn định trở lại; (2) Tình trạng thiếu cát, đá và đất san lấp sớm được giải quyết với các biện pháp mạnh mẽ của Chính phủ.
- Đối với mảng BĐS, hầu hết các dự án của VCG vẫn đang trong quá trình xây dựng và đã được đầu tư khá mạnh. Chúng tôi dự phóng các dự án mới của VCG sẽ tập trung mở bán trong 2025 và 2026.
- Dòng tiền (FCFF) của các dự án thủy điện và nước sạch ước tính hơn 400 tỷ đồng/năm giúp giảm bớt áp lực trả lãi vay và nợ gốc hằng năm đối với VCG.

Diễn biến P/E lịch sử của VCG trong 5 năm



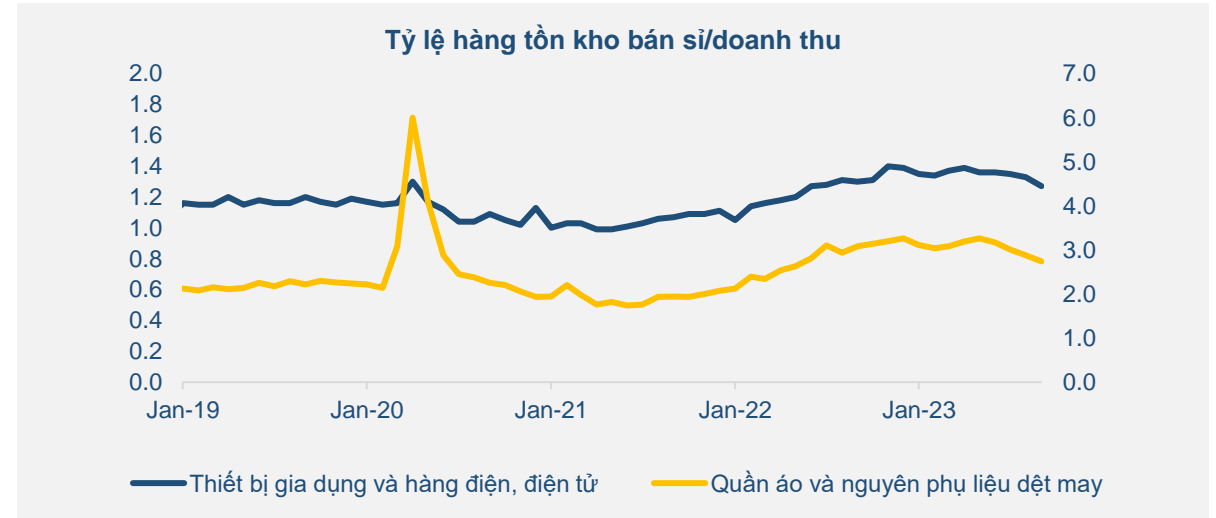
# Ngành Cảng, Vận tải biển



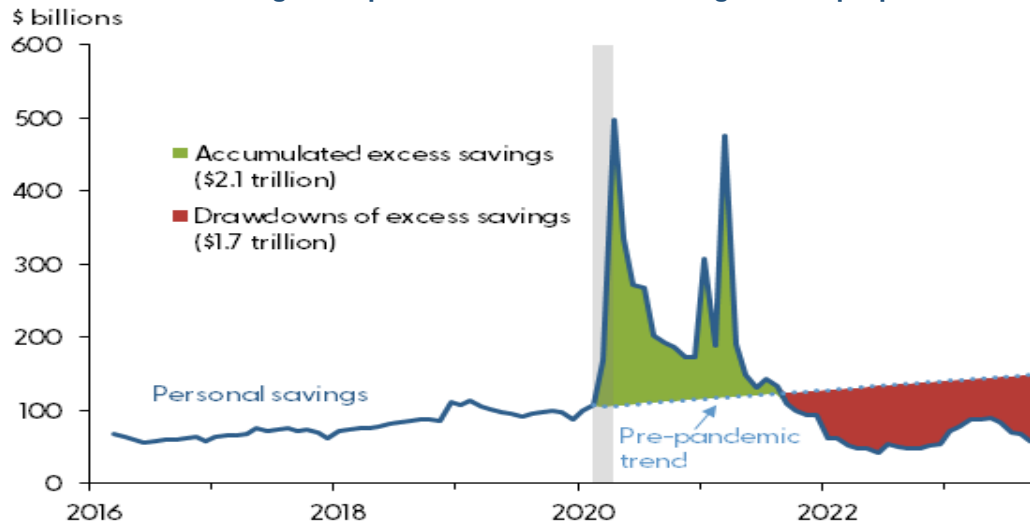
# Ngành Cảng biển

Vẫn còn nhiều bất định, tuy nhiên kỳ vọng phục hồi từ nửa cuối 2024

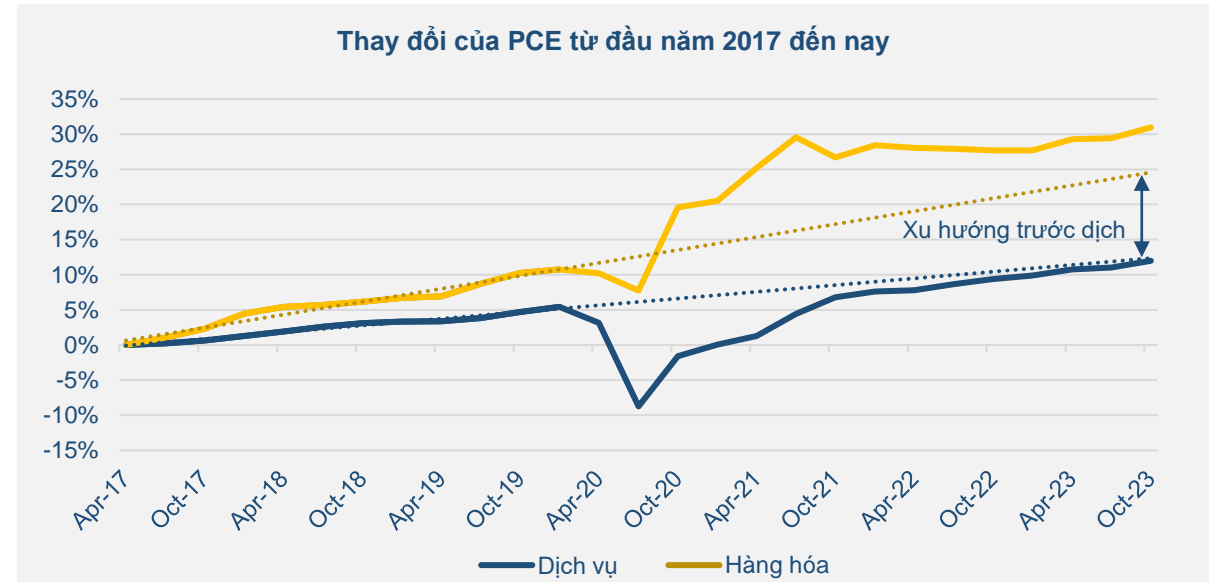
- Tỷ lệ hàng tồn kho/doanh thu tại Mỹ đã giảm dần, cho thấy dấu hiệu tốt hơn đối với các nước xuất khẩu.
- Tuy nhiên, tỷ lệ hàng tồn kho/doanh thu của 2 mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam sang Mỹ là: thiết bị gia dụng, hàng điện, điện tử và may mặc vẫn còn khá cao so với trước Covid, và vẫn cần thêm thời gian để hấp thụ dần trước tình hình kinh tế đang có dấu hiệu chậm lại.
- Ngoài ra, phần thặng dư tiết kiệm của người dân Mỹ nhờ các chính sách hỗ trợ của Chính phủ từ thời Covid-19 đã dần cạn kiệt có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ trong bối cảnh nền kinh tế còn nhiều bất ổn.
- Từ sau Covid-19, đã có sự dịch chuyển trong cơ cấu tiêu thụ hàng hóa và dịch vụ, tốc độ tiêu thụ hàng hóa dự kiến sẽ chậm lại và trở về xu hướng trước đó.



Tổng tiết kiệm cá nhân so với xu hướng trước đại dịch



Nguồn: Federal Reserve Bank of San Francisco



Nguồn: Bureau of Economic Analysis

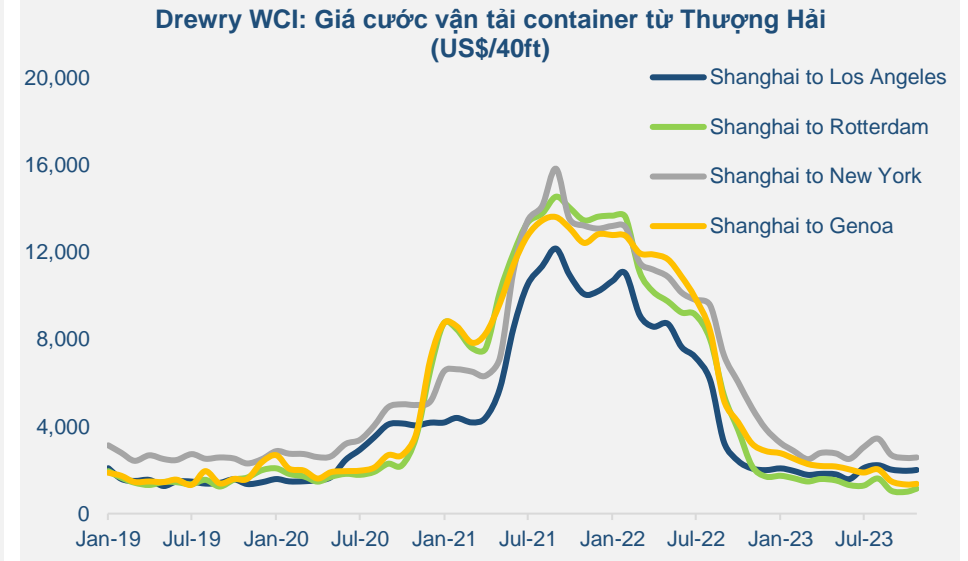
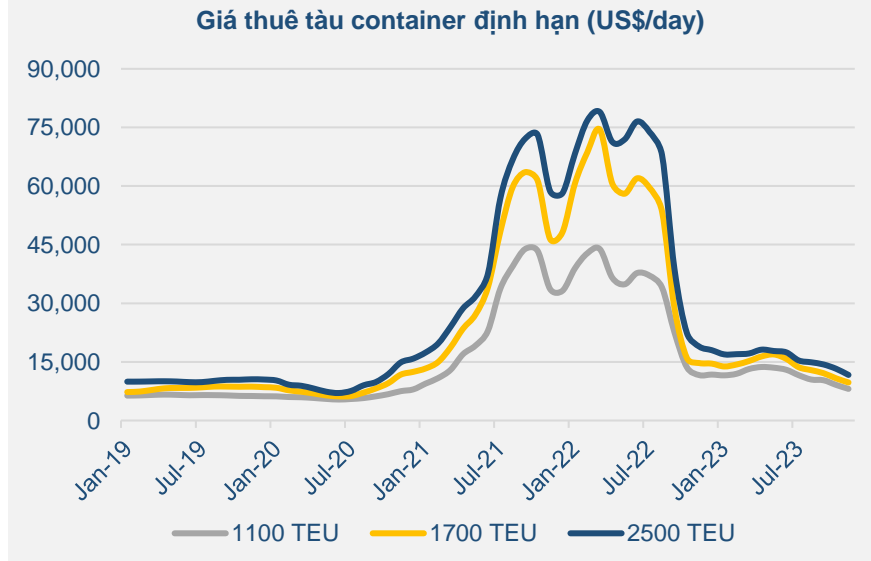
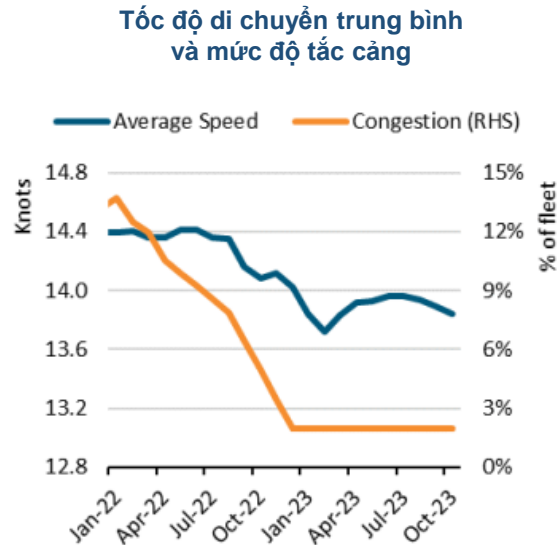
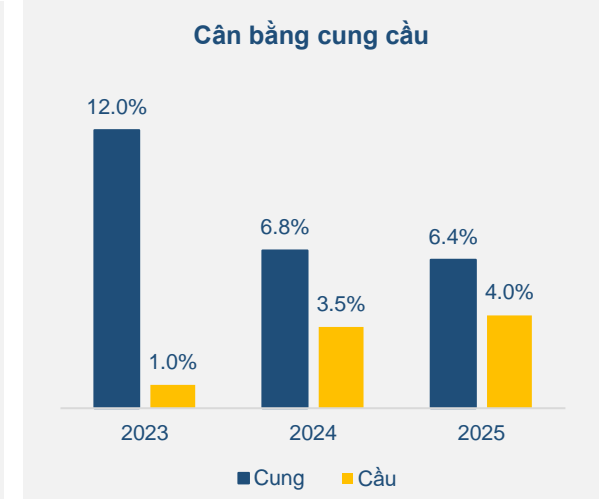
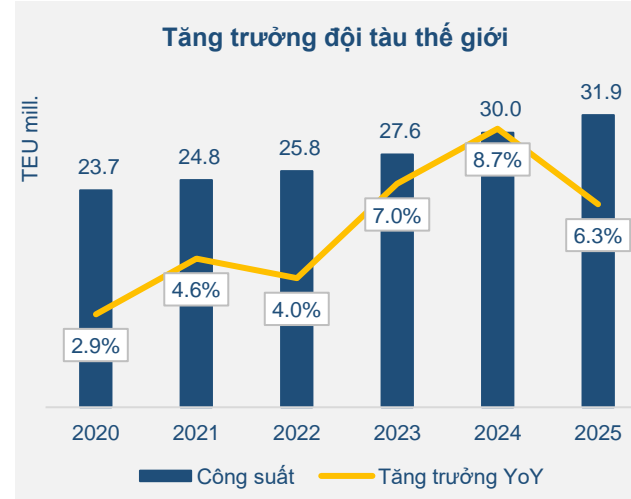


# Ngành Vận tải biển: Container

Cung tàu tăng làm giá cước khó phục hồi trong bối cảnh kinh tế thế giới vẫn còn nhiều bi quan

Giá cước vận tải container dự kiến sẽ khó hồi phục trong ngắn và trung hạn do:

- Nhu cầu vận chuyển hàng hóa dự kiến chưa thể hồi phục mạnh (như đã đề cập ở ngành Cảng biển).
- Cung tàu tiếp tục dư thừa trong năm 2024 khi một lượng lớn tàu đóng mới đi vào hoạt động.
- Năm 2023, các chủ tàu tiếp tục đặt đóng mới với tổng công suất tăng thêm là 1,5 triệu TEUs.
- Số lượng tàu đặt đóng mới trên đội tàu hiện hữu đang ở mức cao 27% (đã bao gồm các tàu được giao trong năm 2028).
- Tình trạng tắc nghẽn cảng vẫn được kiểm soát tốt mặc cho các dự thảo hạn chế tàu đi qua/quá cảnh ở kênh đào Panama.

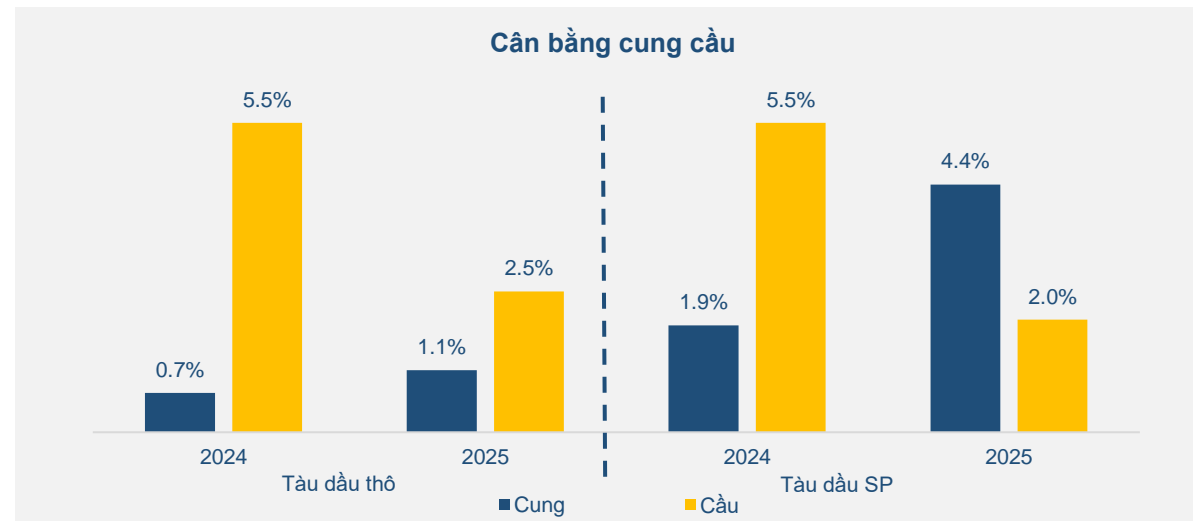


Nguồn: Clarkson, BIMCO, Drewry

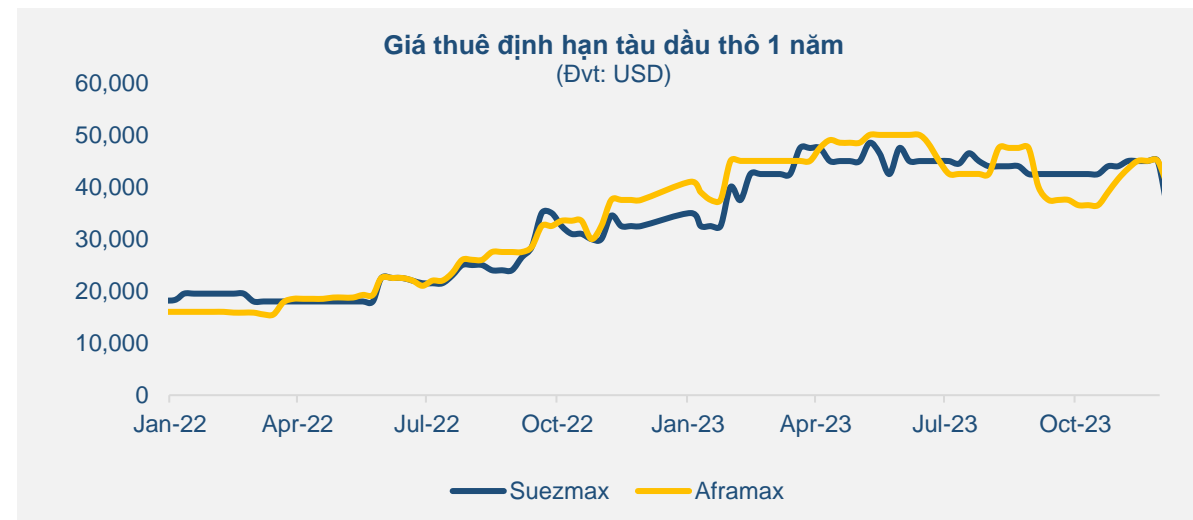
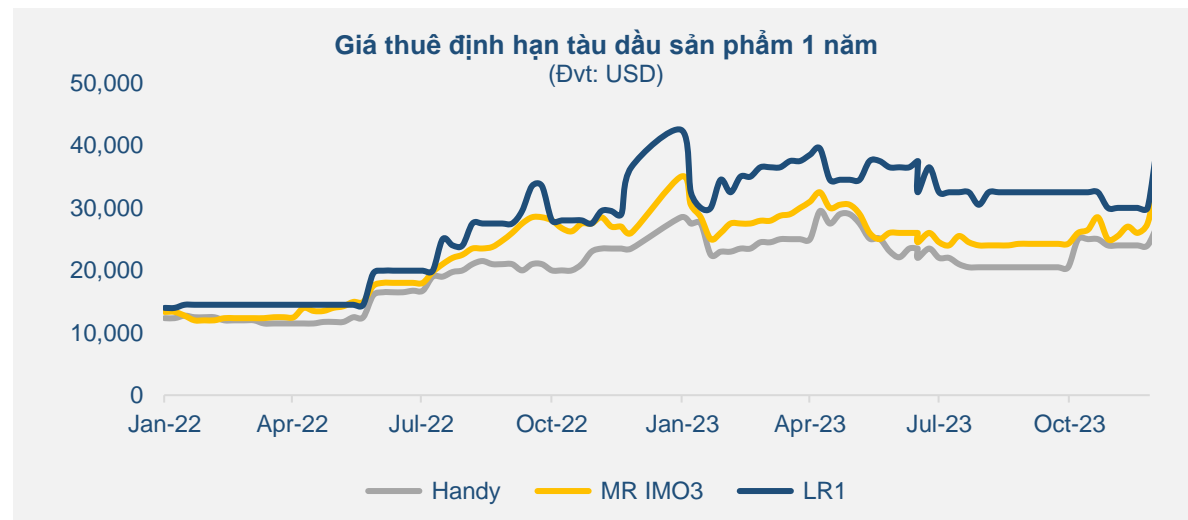
# Ngành Vận tải biển: Xăng dầu

Cân bằng cung cầu dự kiến tiếp tục thắt chặt trong năm 2024

- Giá cước vận tải xăng dầu dự kiến tiếp tục giữ vững ở mức cao nhờ cân bằng cung cầu thắt chặt ở cả hai thị trường trong năm 2024.
- Thị trường tàu dầu thô nói riêng hưởng lợi từ dự báo rất thấp về tăng trưởng nguồn cung.
- Tuy nhiên, giá cước tàu dầu SP có thể yếu đi trong năm 2025 do các tàu đóng mới đi vào hoạt động và cung tăng mạnh hơn cầu.
- Rủi ro về nhu cầu vẫn tồn tại trước lo ngại về nhu cầu yếu hơn tại thị trường Trung Quốc.
- Nếu mức tăng trưởng nhu cầu thấp hơn, các nhà khai thác dự kiến sẽ giảm tốc độ di chuyển của tàu và nhờ đó tăng trưởng nguồn cung cũng sẽ thấp hơn dự báo.
- Nhìn chung, chủ tàu chở dầu có thể mong đợi về một thu nhập vững chắc trong hai năm tới cả về vận chuyển hàng hóa và thị trường thuê tàu định hạn.



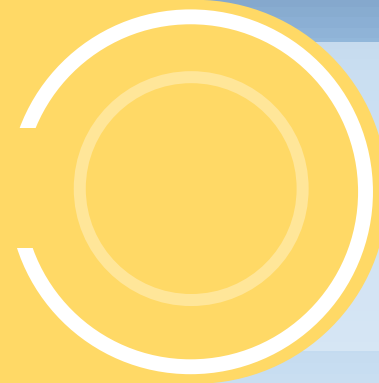
Nguồn: BIMCO



Nguồn: Alibra; BVSC

# PVT

NEUTRAL | Target: 28.700 VNĐ/CP | Upside: 8,7%



# PVT – Giá cước tiếp tục duy trì, mở rộng đội tàu đóng góp vào tăng trưởng

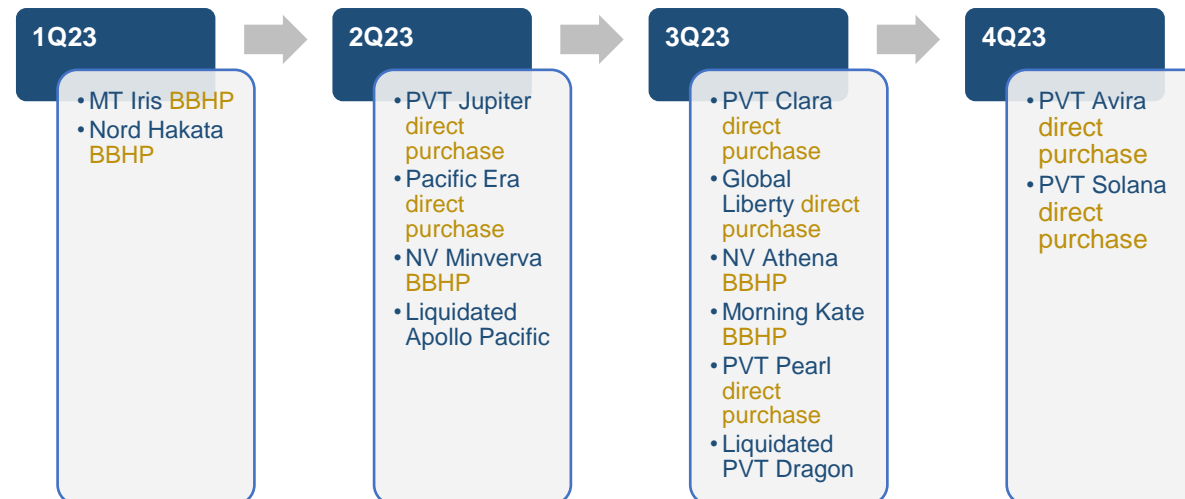
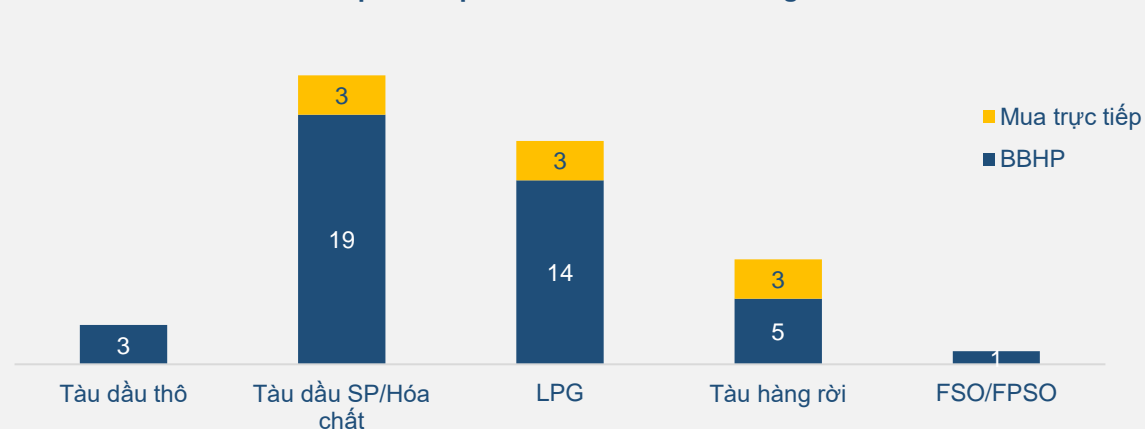
Giá mục tiêu: **28.700 VNĐ/CP** – Tiềm năng tăng giá: **8,7%** - Khuyến nghị: **NEUTRAL**

## Điểm nhấn đầu tư:

- KQKD 2024 dự kiến sẽ **tăng trưởng khiêm tốn** do:
  - ✓ Tăng trưởng chủ yếu đến từ việc mở rộng đội tàu.
  - ✓ Giá cước vận tải xăng dầu mặc dù được mong đợi sẽ neo ở mức cao nhưng sẽ khó có thể tăng thêm trong 2 năm tới.
- Tuy nhiên, chi phí lãi vay và tỷ giá hạ nhiệt giúp giảm gánh nặng tài chính cho công ty.
- Chiến lược trẻ hóa đội tàu và tập trung mạnh vào phân khúc quốc tế của doanh nghiệp là một hướng đi đúng đắn vì DN sẽ hưởng được mức cước cao hơn so với thị trường nội địa.
- Khi nền kinh tế thế giới phục hồi trở lại, kỳ vọng giá cước vận chuyển LPG và giá cước vận tải hàng rời có thể đóng góp vào đà tăng trưởng của PVT.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>7.460</b>	<b>9.047</b>	<b>10.094</b>	<b>10.581</b>
Tăng trưởng		21,3%	5,2%	4,8%
<b>Giá vốn</b>	<b>(6.222)</b>	<b>(7.392)</b>	<b>(8.229)</b>	<b>(8.484)</b>
Tăng trưởng		18,8%	11,3%	3,1%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.238</b>	<b>1.655</b>	<b>1.864</b>	<b>2.098</b>
Tăng trưởng		33,7%	12,6%	12,5%
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>660</b>	<b>857</b>	<b>955</b>	<b>937</b>
Tăng trưởng		29,9%	11,4%	-1,9%
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>1.933</b>	<b>2.500</b>	<b>2.804</b>	<b>2.750</b>
<b>P/E 2024F tại giá mục tiêu</b>				<b>10,4x</b>

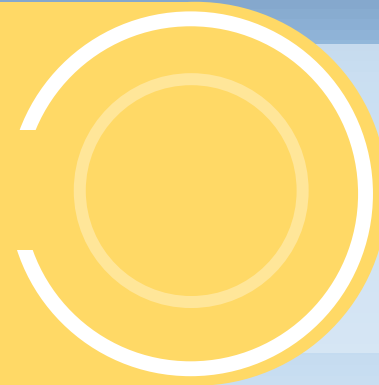
Đội tàu hiện hữu tính đến cuối tháng 10



Nguồn: PVT

# GMD

NEUTRAL | Target: 68.400 VNĐ/CP | Upside: -3,0%



# GMD – Giá cước tiếp tục duy trì, mở rộng đội tàu đóng góp vào tăng trưởng

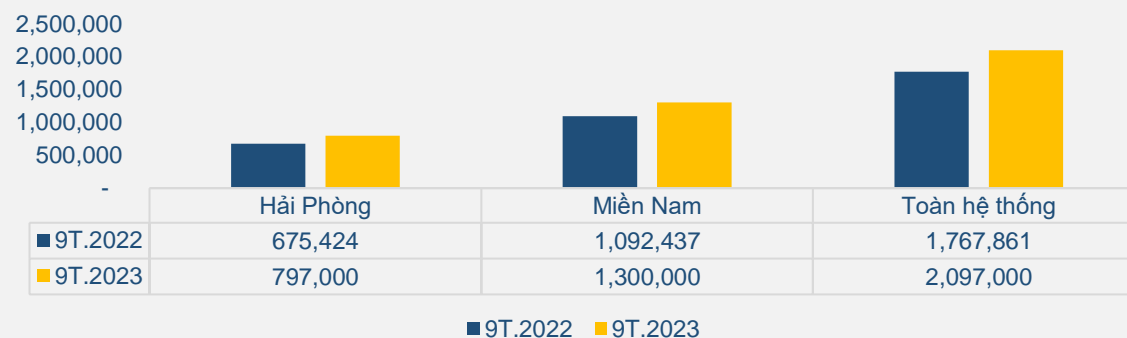
Giá mục tiêu: **68.400 VNĐ/CP** – Tiềm năng tăng giá: **-3,0%** - Khuyến nghị: **NEUTRAL**

## Điểm nhấn đầu tư:

- KQKD 2024 dự kiến sẽ **tăng trưởng mạnh trở lại (sau khi điều chỉnh doanh thu bán cảng)** nhờ vào:
  - ✓ Kỳ vọng sản lượng phục hồi từ 2H.2024 khi nền kinh tế âm dần trở lại.
  - ✓ Giá cước dịch vụ cảng biển dự kiến sẽ được điều chỉnh nếu dự thảo thay thế TT54/2018/TT-BGTVT được thông qua (theo đó kỳ vọng giá cước cảng GML tăng 10% và giá cước cụm cảng Hải Phòng tăng 5% do tình hình cạnh tranh gay gắt ở khu vực này).
  - ✓ Tiềm năng từ việc thoái vốn cảng Nam Hải (dự kiến trong Q1.2024) nhằm tập trung chiến lược phát triển cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3.
  - ✓ Chi phí tài chính dự kiến sẽ giảm bớt nhờ dòng tiền mạnh từ việc thoái vốn các cảng.
- Trong trung dài hạn, mối quan hệ giữa Mỹ và Việt Nam được cải thiện dần sẽ giúp tăng hiệu quả hoạt động của cảng nước sâu, đặc biệt là các tuyến tàu đi thẳng đến Mỹ.
- Các dự án cảng nước sâu Gemalink và trung tâm logistics Cái Mép Hạ sẽ là tiền đề giúp GMD lấy lại đà tăng trưởng cao trong những năm tới khi khu vực Cái Mép Thị Vải dần đóng vai trò chiến lược trong bản đồ hàng hải Việt Nam và được quy hoạch tầm nhìn cảng trung chuyển quốc tế.
- Dự án trung tâm Logistics Cái Mép Hạ: GMD đã thành lập liên doanh với SSA từ 2 năm trước. Vị trí dự án nằm liền kề với GML. Khi dự án hoàn thành dự kiến sẽ trở thành một trung tâm logistics cực lớn cung cấp nguồn hàng cho GML cũng như các cảng khác trong khu vực. Tuy nhiên, dự án vẫn đang được xem xét và liên doanh giữa GMD-SSA vẫn chỉ là 1 trong 8 ứng viên nộp hồ sơ đấu thầu cho dự án này.

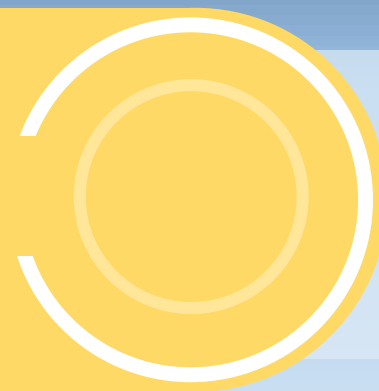
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>3.206</b>	<b>3.898</b>	<b>3.868</b>	<b>4.286</b>
Tăng trưởng	23,1%	21,6%	-0,8%	10,8%
<b>Giá vốn</b>	<b>(2.064)</b>	<b>(2.180)</b>	<b>(2.040)</b>	<b>(2.332)</b>
Tăng trưởng	24,7%	5,6%	-6,4%	14,3%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.142</b>	<b>1.718</b>	<b>1.827</b>	<b>1.964</b>
Tăng trưởng	20,2%	50,5%	6,4%	6,9%
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>612</b>	<b>994</b>	<b>2.329</b>	<b>1.205</b>
Tăng trưởng	64,3%	62,4%	134%	-48%
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>2.031</b>	<b>3.034</b>	<b>7.493</b>	<b>3.678</b>

Sản lượng hệ thống cảng GMD 9 tháng đầu năm  
(Đvt: TEUs)



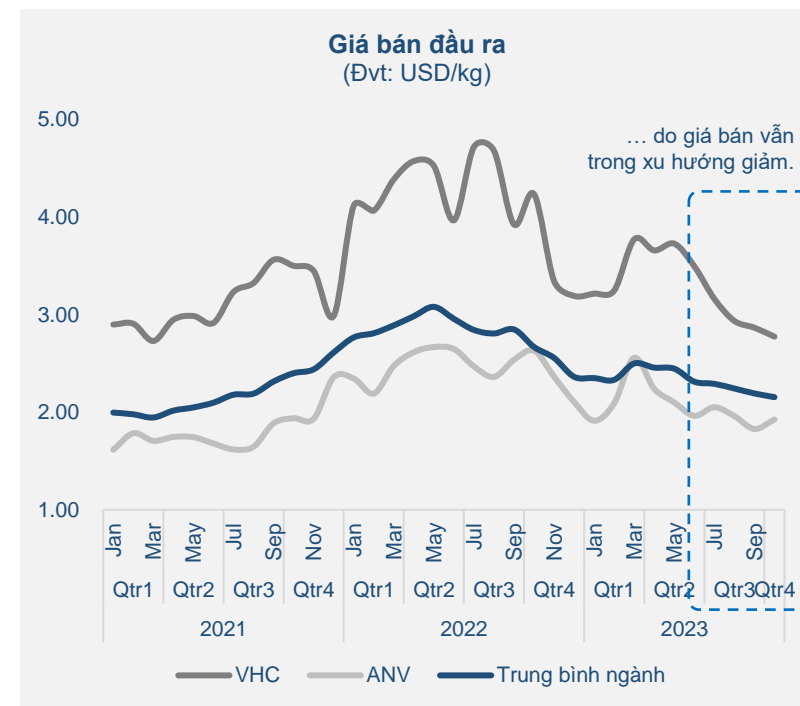
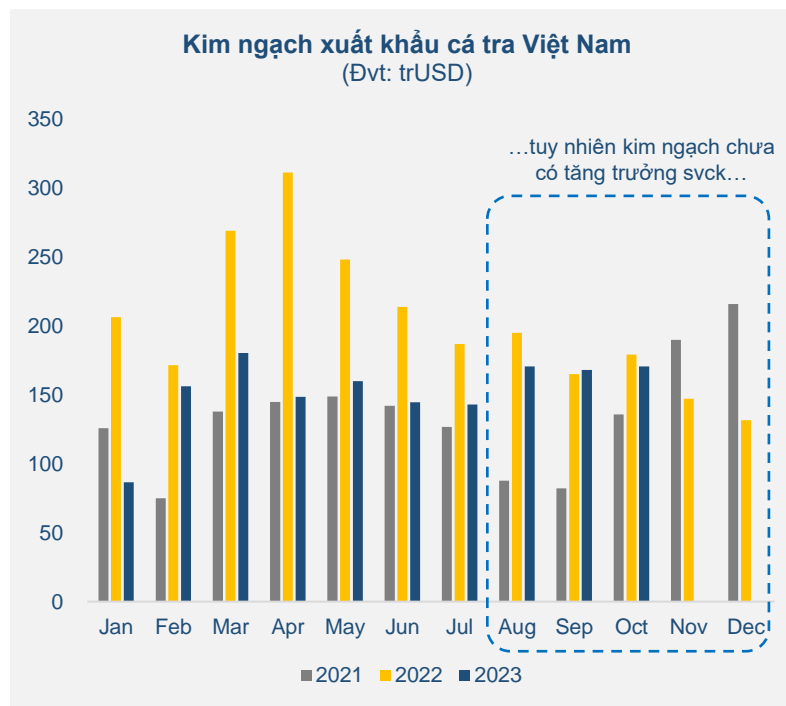
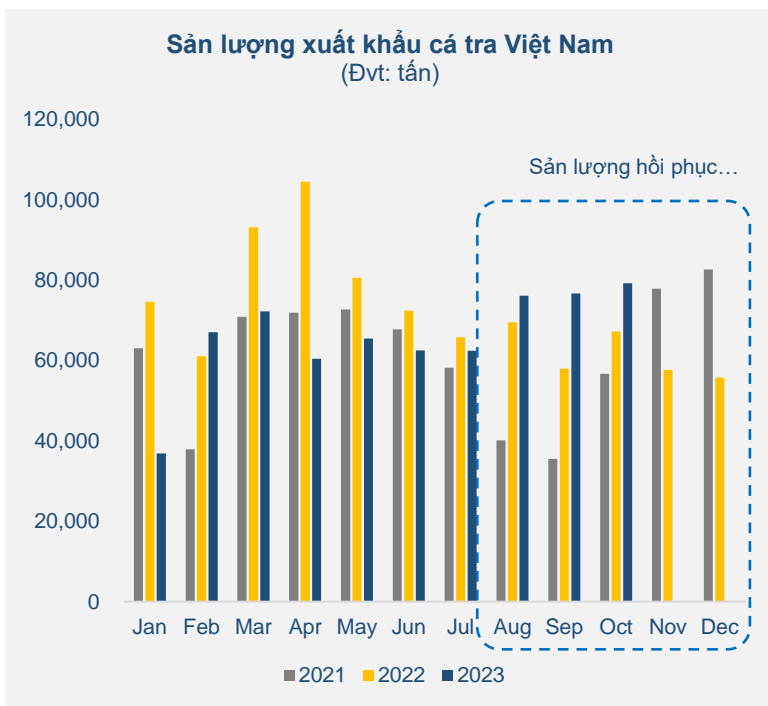
# Thủy sản

Tăng trưởng từ nền thấp năm 2023



## Ngành Cá Tra – tăng trưởng từ nền thấp 2023

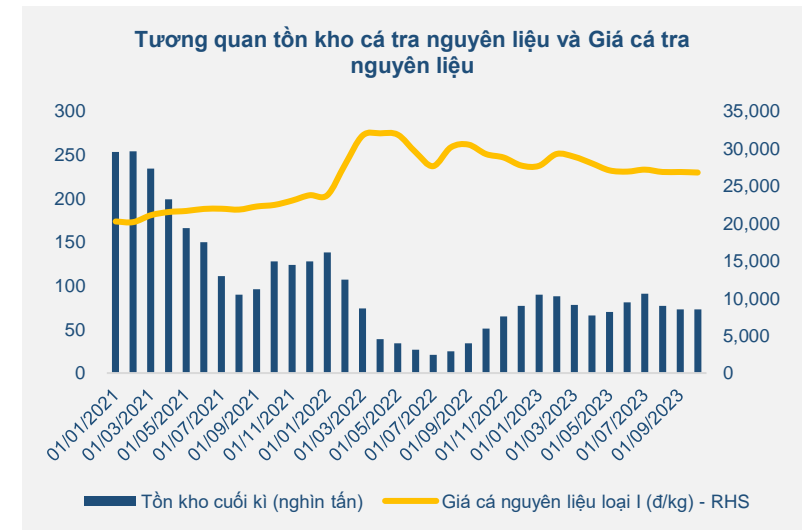
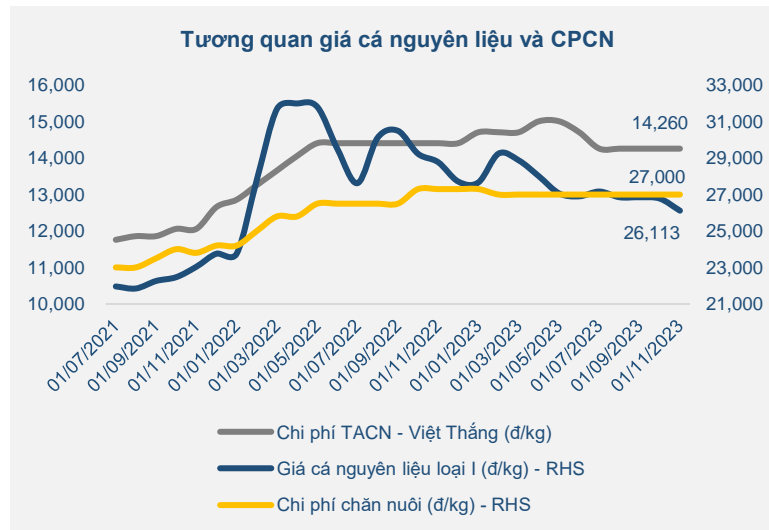
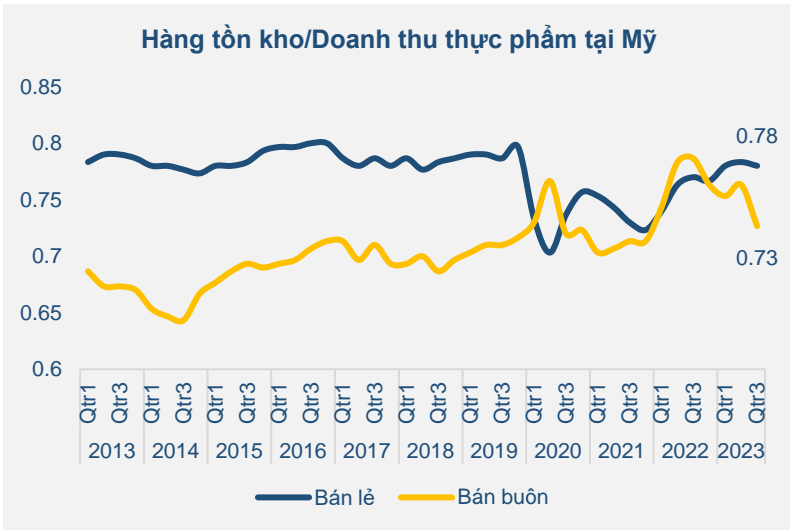
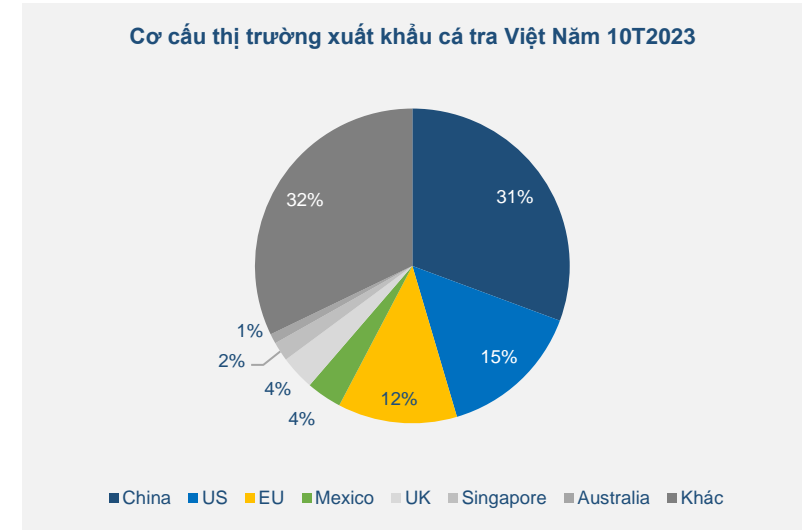
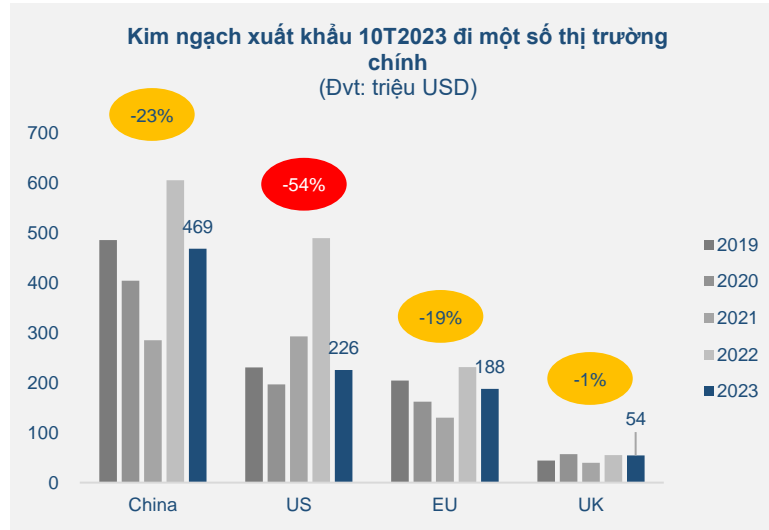
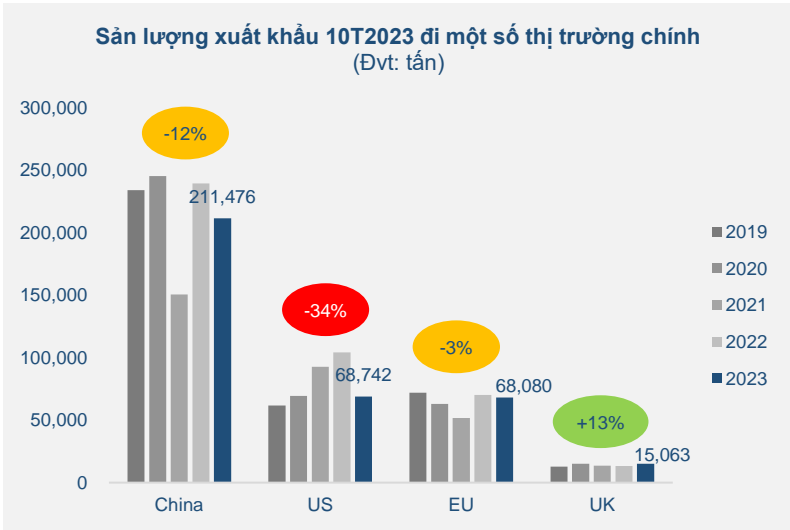
- Kim ngạch/sản lượng xuất khẩu cá tra của Việt Nam 10T2023 đạt 1,5 tỷ USD (-29% svck)/659 nghìn tấn (-12% svck). Thị trường Trung Quốc, EU, và UK đã cho thấy tăng trưởng về kim ngạch và sản lượng trong các tháng cuối năm 2023. Thị trường Mỹ đã thu hẹp đà giảm nhưng chưa ghi nhận tăng trưởng kim ngạch so với cùng kì.
- Điểm nhấn năm 2024:
  - ✓ Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ hồi phục từ nền thấp của năm 2023.
  - ✓ Sự thất cung dẫn tới giá cá nguyên liệu hồi phục.
  - ✓ Giá nguyên liệu TACN hạ nhiệt, giảm gánh nặng cho người nuôi.



Nguồn: Agromonitor



# Ngành Cá Tra – tăng trưởng từ nền thấp 2023

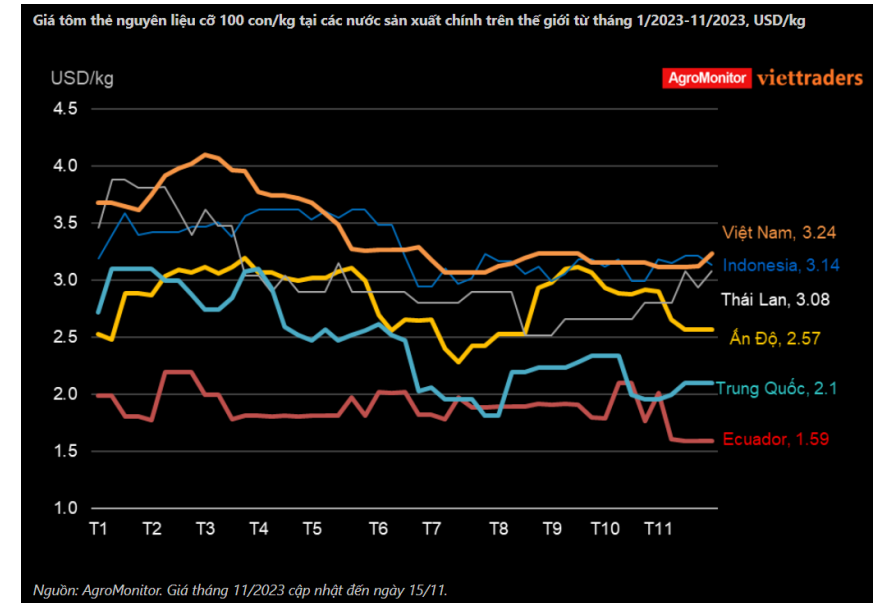
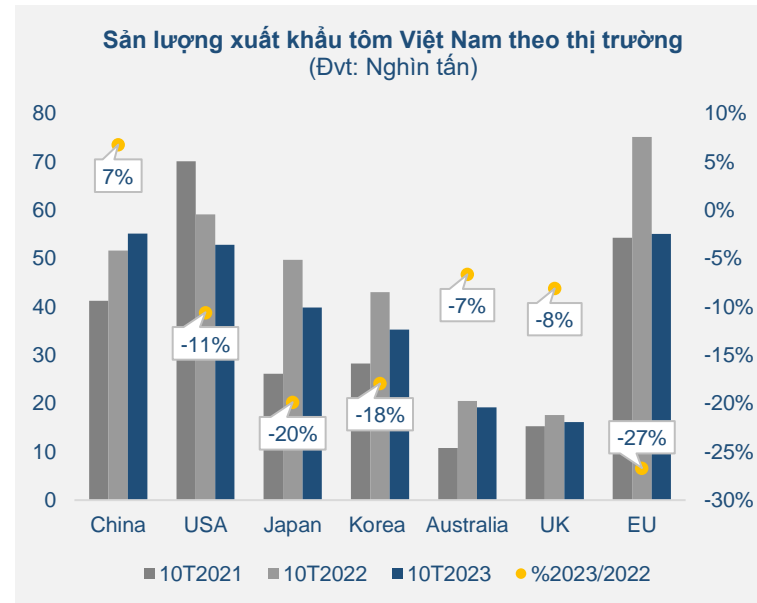
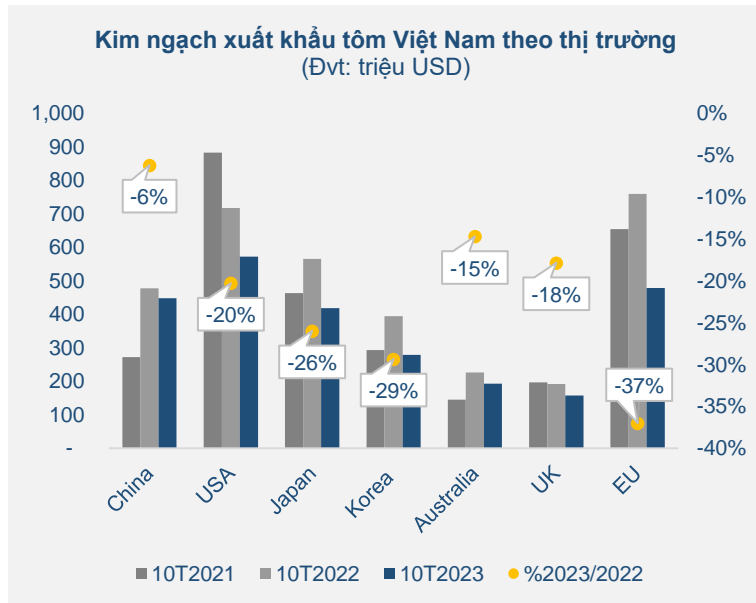


Nguồn: Federal Reserve Economic Data, cập nhật ngày 7/12/2023

Nguồn: Agromonitor

## Ngành Tôm – tăng trưởng từ nền thấp 2023

- Kim ngạch/sản lượng xuất khẩu tôm Việt Nam 10T2023 đạt 2,8 tỷ USD (-24% svck)/304 nghìn tấn (-14% svck). Lũy kế 10 tháng, thị trường Trung Quốc cho thấy tăng trưởng dương svck – chúng tôi quan sát Trung Quốc gia tăng mua tôm từ đa số các nguồn cung lớn như Ecuador, Ấn Độ, Thái Lan, Việt Nam. Các thị trường lớn khác như Mỹ, Nhật Bản, EU, Australia cho thấy tín hiệu tích cực trong các tháng cuối năm.
- Giá bán toàn cầu nhìn chung theo xu hướng giảm trong 10T2023. Giá bán của tôm Việt Nam và Trung Quốc có cho thấy sự hồi phục nhẹ trong tháng 11, tuy nhiên chưa xác định sự đảo chiều rõ ràng.
- Điểm nhấn năm 2024:
  - ✓ Đối với thị trường Mỹ, Nhật Bản, EU: Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ hồi phục từ nền thấp của năm 2023.
  - ✓ Giá nguyên liệu TACN hạ nhiệt, giảm gánh nặng cho người nuôi.
  - ✓ Khai thác cơ hội ở thị trường gần Việt Nam như Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Úc, trong đó, 3 nước đầu tiên là đối tác chiến lược toàn diện của Việt Nam.
  - ✓ Tiếp tục cập nhật thông tin liên qua tới vụ kiện CBPG tại Mỹ.



Nguồn: Agromonitor

# Ngành Tôm – tăng trưởng từ nền thấp 2023

## Thông tin về vụ kiện thuế CBPG & Chống trợ cấp tại Mỹ:

Ngày	Sự kiện
25/10/2023	Hiệp Hội Chế biến Tôm Mỹ (ASPA) nộp yêu cầu lên Bộ Thương Mại Hoa Kỳ (DOC). Mục tiêu nhằm để xem xét đánh thuế CBPG (AD) lên sản phẩm tôm từ Ecuador và Indonesia, và Thuế chống trợ cấp (CVD) lên sản phẩm tôm từ Ecuador, Ấn Độ, Indonesia và Việt Nam.
14/11/2023	DOC bắt đầu cuộc điều tra.
11/12/2023	Ủy ban Thương mại quốc tế Hoa Kỳ (ITC) dự kiến công bố sơ bộ mức ảnh hưởng của các bên xuất khẩu lên nguyên đơn.
18/1/2024	DOC dự kiến công bố kết quả sơ bộ đối với CVD.
2/4/2024	DOC dự kiến công bố kết quả sơ bộ đối với AD.
11/10/2024	DOC dự kiến công bố kết quả chính thức đối với CVD và AD.
2/12/2024	Nếu kết quả chính thức/sơ bộ bị hoãn, ITC có thể công bố chính thức mức ảnh hưởng của các bên xuất khẩu lên nguyên đơn.
9/12/2024	Công bố tài liệu và kết quả chính thức về CVD và AD.

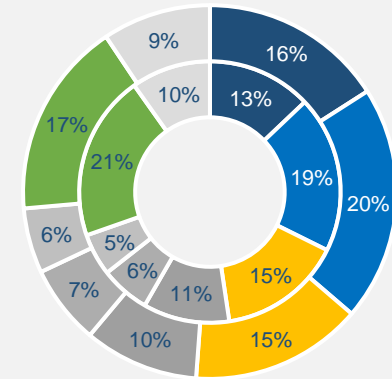
Nước xuất khẩu	Mức thuế ASPA đề nghị	Lý do ASPA đưa ra
Ecuador	4,8% - 111,4%	ASPA cho rằng người nuôi tại 2 nước này nhận được trợ cấp của Chính phủ (vay trợ cấp, ưu đãi thuế và tín dụng, v.v.), khiến họ có lợi thế hơn so với người nuôi và nhà sản xuất tại Mỹ.
Indonesia	4,85% - 37,36%	

Nước xuất khẩu	Kì rà soát mới nhất	Kết quả thuế CBPG
Việt Nam	POR 18 sơ bộ (rà soát giai đoạn 1/2/2022-31/1/2023)	+ 66 DN tạm thời được hủy điều tra và giữ nguyên mức thuế cũ (VD: FMC giữ nguyên mức 0%) . + 117 DN tạm thời bị áp thuế 25,76% (mức Vietnam-wide).
Ấn Độ	POR 17 chính thức (rà soát giai đoạn 1/2/2021-31/1/2022)	+ 2DN được mức thuế CBPG 1,43%-7,98%. + Mức thuế India-wide: 3,88%.
Ecuador	N/A	0,00%.
Trung Quốc	POR 18 Sơ bộ (rà soát giai đoạn 1/2/2022-31/1/2023)	112,81%.
Thái Lan	POR 17 chính thức (rà soát giai đoạn 1/2/2021-31/1/2022)	+ 8 DN được mức thuế 0%. + Mức Thailand-wide: 5,34%.

## Thông tin về EVFTA:

Mã HS	Định nghĩa	Việt Nam, 2021-2026 (EVFTA)	Việt Nam, 2027 (EVFTA)	Ecuador (EU-Ecuador FTA)	Ấn Độ (GSP)	Indonesia (GSP)
030617	Tôm và tôm thương phẩm thuộc loài <i>Penaeus vannamei</i> và <i>Penaeus monodon</i> , có hoặc không có vỏ, chưa được nấu chín, dùng cho sơ chế.	0,00%	0,00%	0,00%	4,20%	4,20%
160521	Tôm và tôm thương phẩm, đã được chế biến hoặc bảo quản, không được đóng trong hộp kín.	7,00% đến 2,50%	0,00%	0,00%	7,00%	7,00%
160529	Tôm và tôm thương phẩm, đã được chế biến hoặc bảo quản, các loại khác.	7,00% đến 2,50%	0,00%	0,00%	7,00%	7,00%

Cơ cấu thị trường xuất khẩu tôm Việt Nam



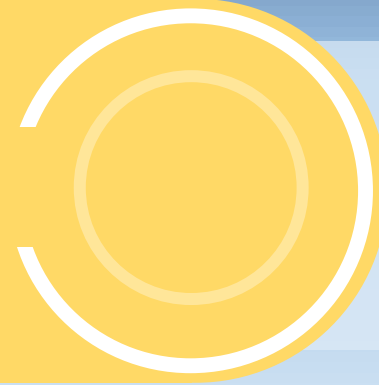
Vòng trong: 10T2022  
Vòng ngoài: 10T2023

■ TQ ■ Mỹ ■ Nhật Bản ■ Hàn Quốc ■ Australia ■ Anh ■ EU ■ Khác

Nguồn: Agromonitor, Akin Gump

# VHC

NEUTRAL | Target: 79.834 VNĐ/CP | Upside: +7%

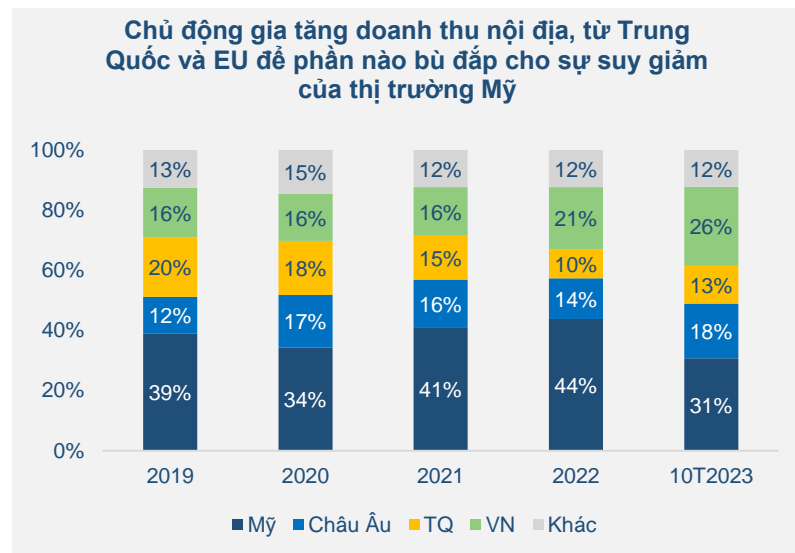
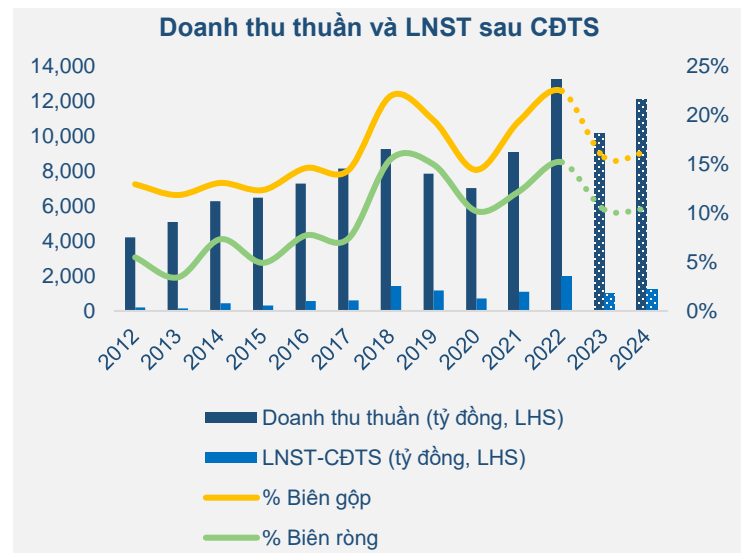


# Hồi phục từ đáy lợi nhuận

VHC - NEUTRAL | Target: 79.834 VNĐ/CP | Upside: +7% (dựa vào giá đóng cửa ngày 29/12/2023)

## Điểm nhấn đầu tư:

- **NEUTRAL** với mức giá mục tiêu **79.834 đồng/cp**, sử dụng phương pháp P/E và DCF.
- Kim ngạch/sản lượng xuất khẩu cá tra 10T2023 của VHC -40%/yoy/-20%/yoy. Sản lượng xuất khẩu ghi nhận tăng trưởng dương svck từ tháng 8/2023.
- BVSC dự phóng Doanh thu thuần và LNST-CĐTS 2024F lần lượt là 12.102 tỷ đồng(+19%svck) và 1.247 (+20%svck). Chúng tôi kì vọng KQKD sẽ có tăng trưởng dương so với nền thấp của năm 2023, tuy nhiên vẫn chưa quay lại mức đỉnh của năm 2022 do nhu cầu tiêu thụ cá tra chưa thực sự mạnh mẽ. Gia tăng sản lượng cá tra là động lực gia tăng doanh thu, nhờ nhu cầu tiêu thụ dần quay trở lại tại thị trường Mỹ và EU sau khi xử lý lượng hàng tồn kho lớn của giai đoạn 2022-2023.
- Về trung và dài hạn, chiến lược mở rộng chuỗi nông nghiệp-thủy sản của VHC có tiềm năng thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận, giảm thiểu phụ thuộc vào ngành Cá tra vốn biến động theo chu kì.

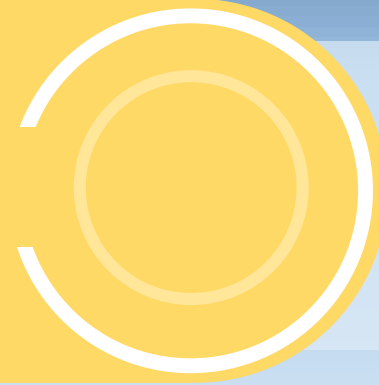


Nguồn: VHC, Agromonitor

Chỉ số (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>13.239</b>	<b>10.171</b>	<b>12.102</b>
Tăng trưởng	46%	-23%	19%
<b>LNST sau CĐTS</b>	<b>1.977</b>	<b>1.039</b>	<b>1.247</b>
Tăng trưởng	80%	-47%	20%
<b>BLNG</b>	<b>23%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>
Forward P/E @ Giá hiện tại (x)	6,9	13,1	10,9
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>10.780</b>	<b>5.667</b>	<b>6.803</b>

# FMC

NEUTRAL | Target: 54.412 VNĐ/CP | Upside: +12%

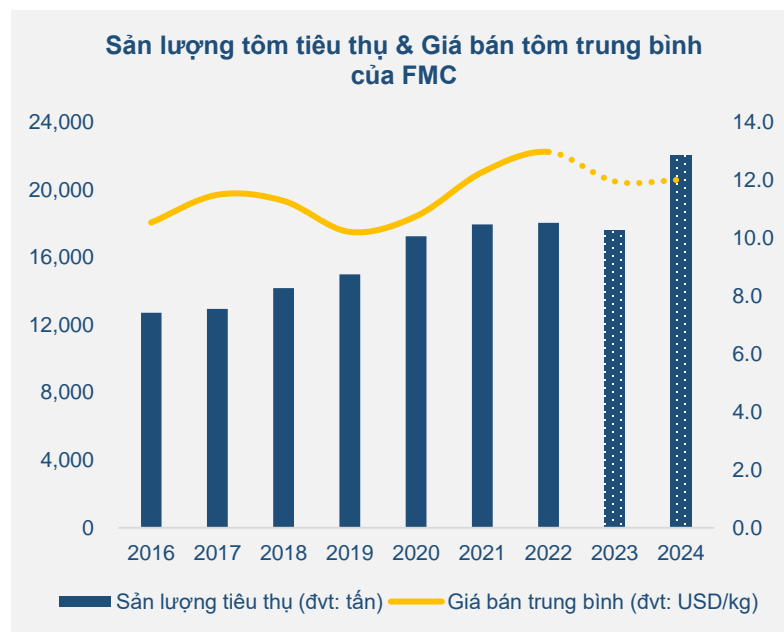
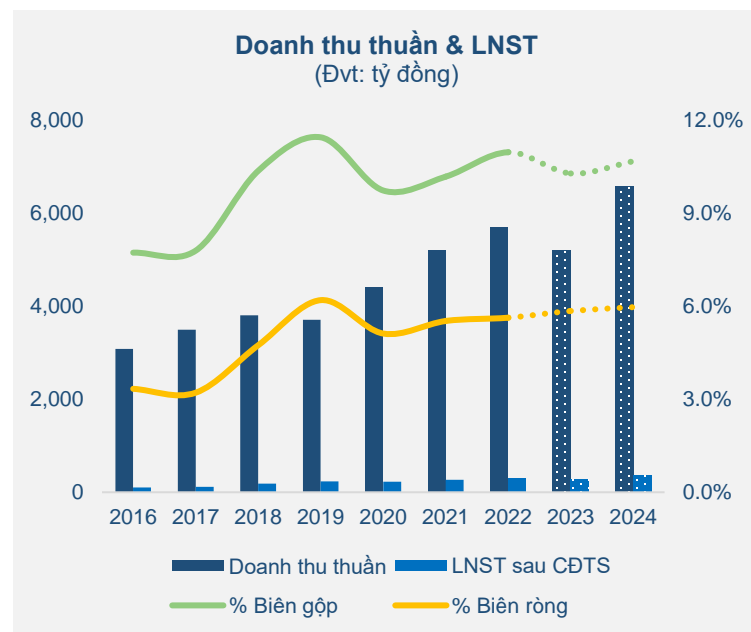


# Tận dụng vùng nuôi và nhà máy mới

FMC - NEUTRAL | Target: 54.412 VNĐ/CP | Upside: +12% (dựa vào giá đóng cửa ngày 29/12/2023)

## Điểm nhấn đầu tư:

- **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu **54.412 đồng/cp**, sử dụng phương pháp P/E và DCF.
- Kim ngạch/sản lượng xuất khẩu 11T2023 của FMC -13%svck/-8%svck. Bước vào mùa cao điểm cuối năm, kim ngạch và sản lượng tiêu thụ tháng 11 cho thấy tín hiệu hồi phục tích cực (+25%svck/+46%svck).
- BVSC kì vọng KQKD 2024 sẽ bật tăng từ nền thấp của năm 2023 nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ hồi phục, dẫn dắt bởi thị trường Nhật Bản; và (2) doanh nghiệp tận dụng nhà máy và vùng nuôi mới. Chúng tôi dự phóng Doanh thu thuần và LNST 2024 sẽ tăng mạnh 27%svck và 30%svck.

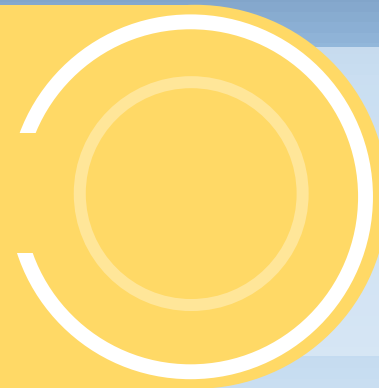


Nguồn: FMC, Agromonitor

Chỉ số (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5.702</b>	<b>5.201</b>	<b>6.581</b>
Tăng trưởng	9,7%	-8,8%	26,5%
<b>LNST sau CĐTS</b>	<b>309</b>	<b>280</b>	<b>363</b>
Tăng trưởng	15,7%	-9,4%	29,5%
<b>BLNG</b>	<b>11,0%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,7%</b>
Forward P/E @ Giá hiện tại (x)	11,1	10,5	8,1
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>4.084</b>	<b>4.283</b>	<b>5.547</b>

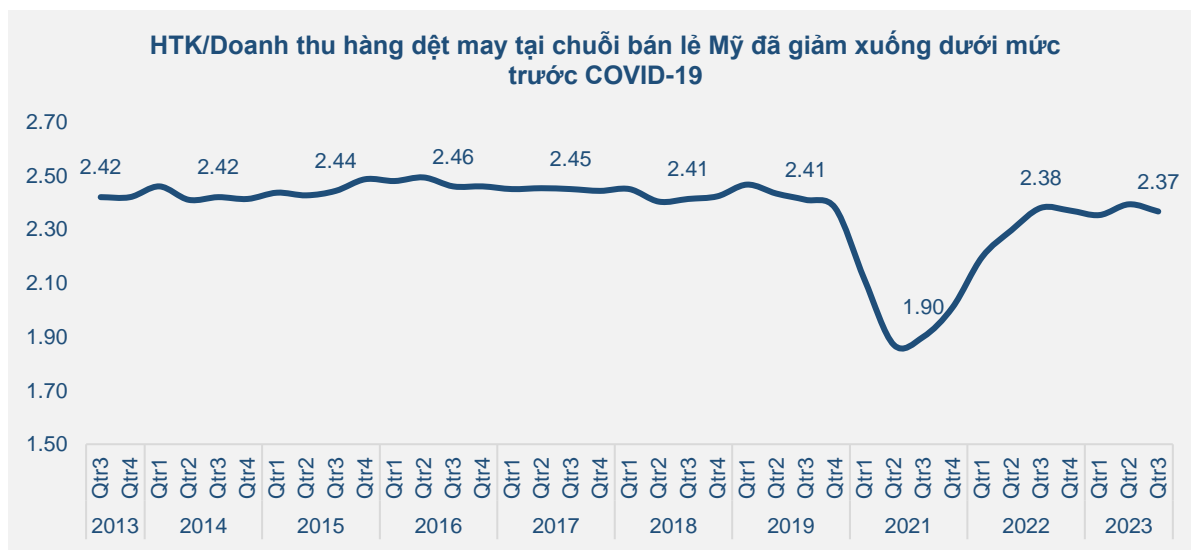
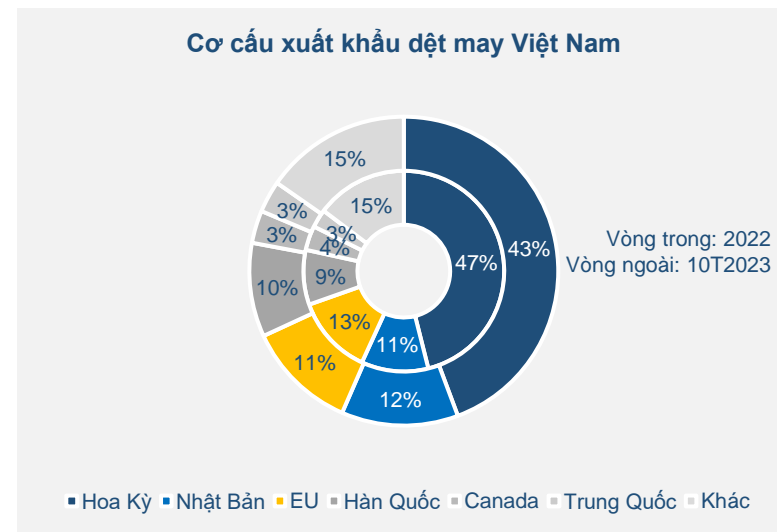
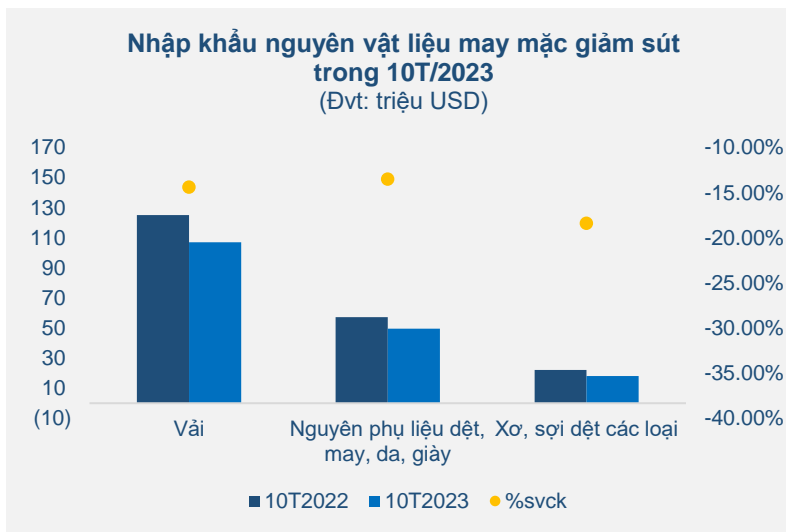
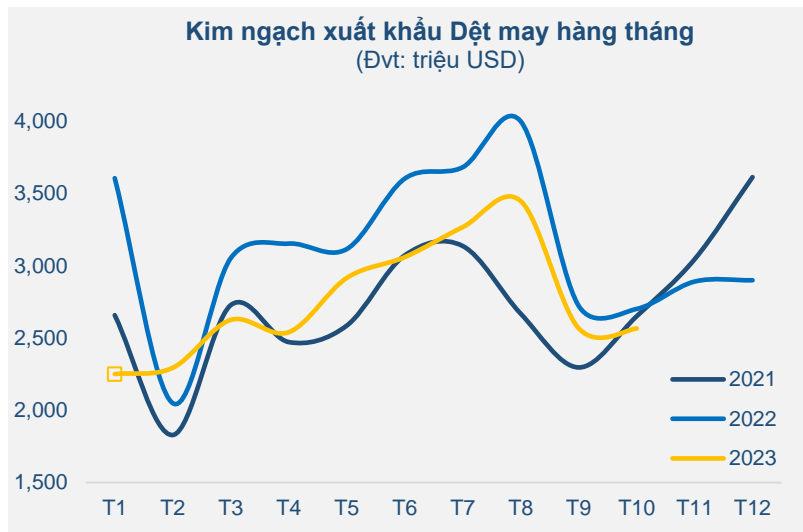
# Dệt May

Nhu cầu hồi phục từ 2H2024

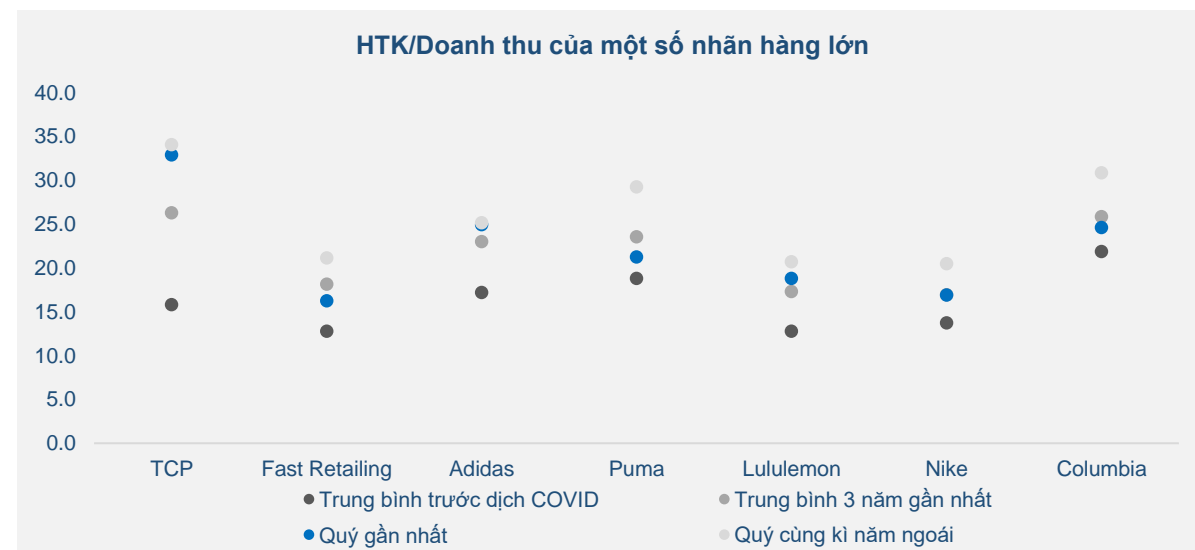




# Ngành Dệt May: Hồi phục từ 2H2024



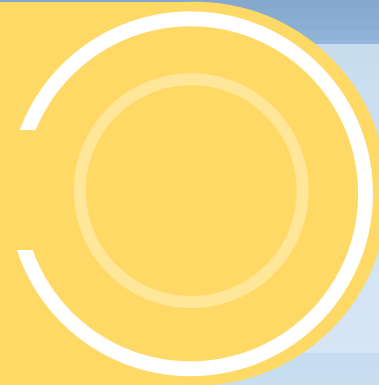
Nguồn: Federal Reserve Economic Data, cập nhật ngày 7/12/2023  
 Loại bỏ dữ liệu năm 2020 do ảnh hưởng của COVID khiến HTK/Doanh thu trung bình năm 2020 tăng mạnh lên mức 4,23, có lúc lên tới 18,31 vào tháng 4/2020



Nguồn: Bloomberg, Hải quan Việt Nam

# TNG

OUTPERFORM | Target: 23.462 VNĐ/CP | Upside: +17%



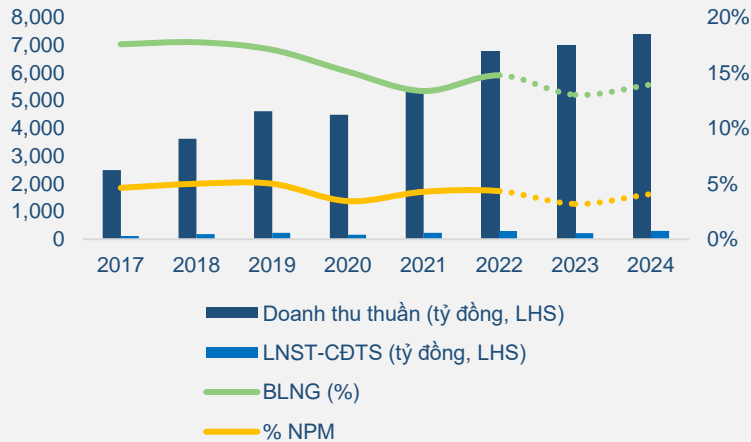
# Kỳ vọng hồi phục nhờ tệp khách hàng lớn trung thành và mở rộng chuyên may

TNG - OUTPERFORM | Target: 23.462 VNĐ/CP | Upside: +17% (dựa vào giá đóng cửa ngày 29/12/2023)

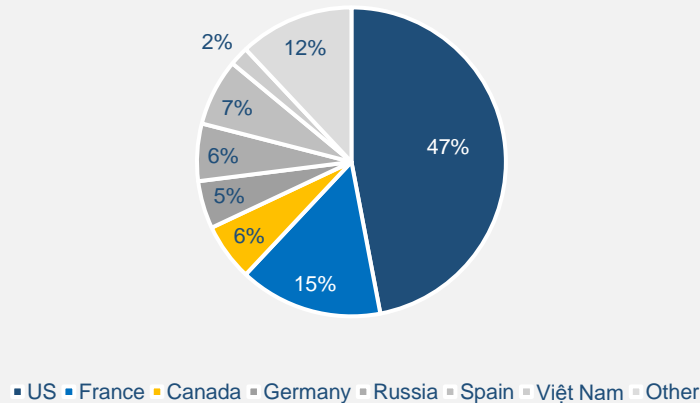
## Điểm nhấn đầu tư:

- **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu **23.450 đồng/cp**, sử dụng phương pháp P/E và DCF.
- BVSC nâng dự phóng Doanh thu thuần và LNST-CĐTS năm 2023 của TNG lần lượt là 6.975 tỷ đồng (+3%yoy) và 221 tỷ đồng (-24,5%) do biên lợi nhuận gộp tích cực hơn kì vọng ban đầu, và TNG chưa phát hành trái phiếu trong năm 2024, khiến chi phí tài chính thấp hơn kì vọng ban đầu.
- Chúng tôi kì vọng TNG sẽ mở rộng chuyên may thêm 5% trong năm 2024. BVSC dự phóng Doanh thu thuần và LNST-CĐTS năm 2024 của TNG lần lượt là 7.379 tỷ đồng (+6%yoy) và 300 tỷ đồng (+34%). LNST-CĐTS ở mức 300 tỷ tương ứng với tăng trưởng nhẹ 2% so với năm 2022.

Doanh thu và Lợi nhuận



Cơ cấu doanh thu TNG 10T2023

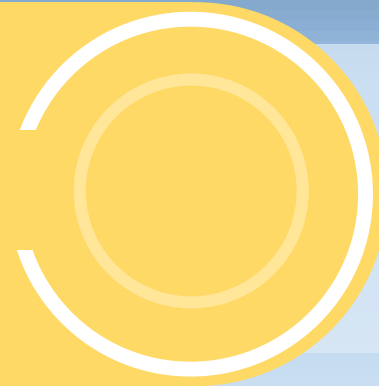


Nguồn: TNG

Chỉ số (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	6.772	6.975	7.379
Tăng trưởng	24,3%	3,0%	5,8%
<b>LNST sau CĐTS</b>	293	220	299
Tăng trưởng	26,1%	-24,8%	35,5%
<b>BLNG</b>	14,8%	13,0%	13,9%
Forward P/E @ Giá hiện tại (x)	7,2	10,3	7,6
<b>EPS (đồng/cp)</b>	2.787	1.940	2.630

# Ngành Dầu khí

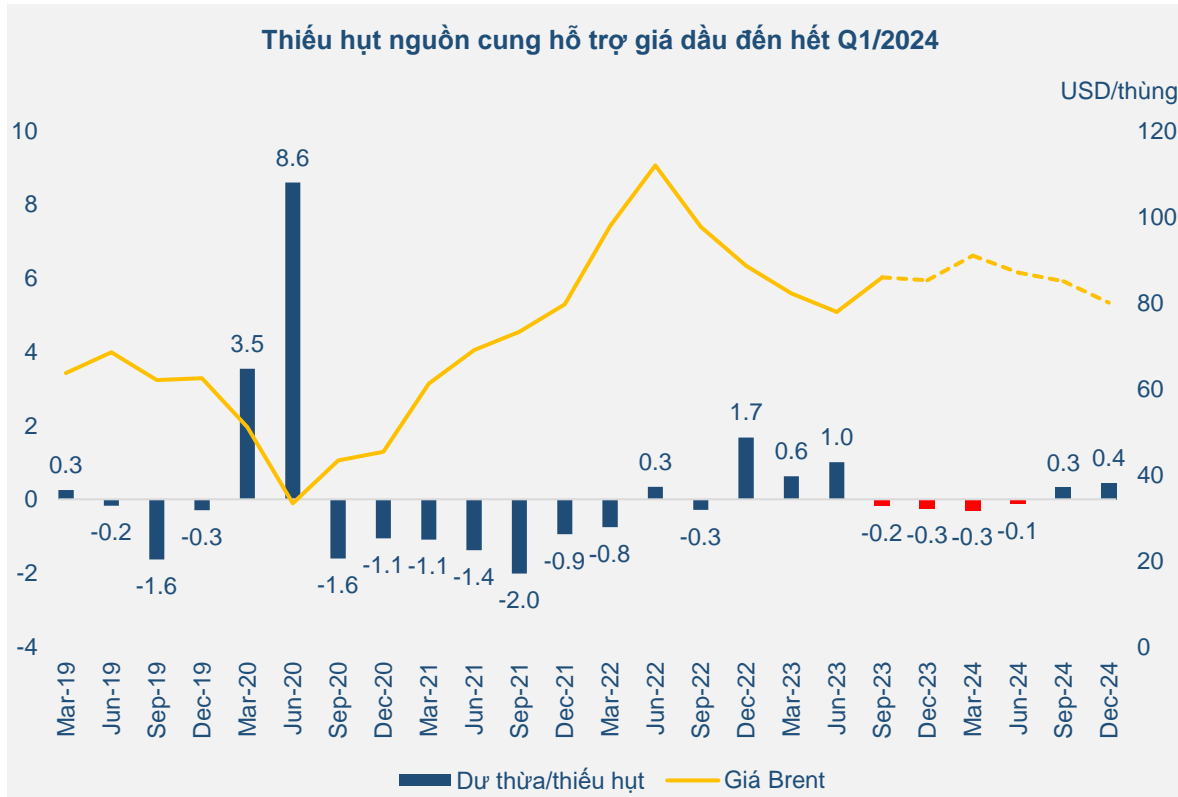
Tiềm năng từ các doanh nghiệp thượng nguồn



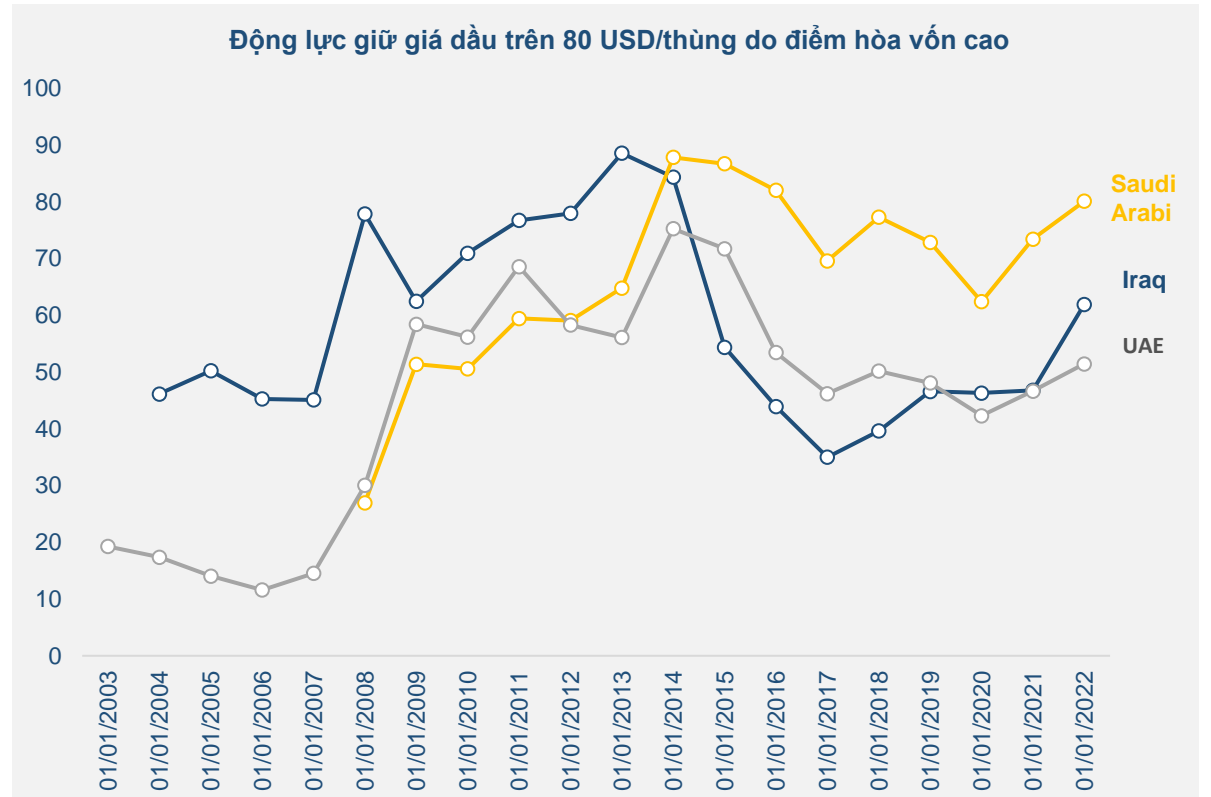
# Ước tính giá dầu đạt trung bình 85 USD/thùng trong 2024

Ngành Dầu khí 2024

- Trong tháng cuộc họp cuối tháng 10/2023, OPEC+ đã đồng ý cắt giảm thêm 900 thùng dầu/ngày cho đến hết Q1/2024, trong đó Nga tự nguyện cắt giảm xuất khẩu 300.000 thùng/ngày. Điều này khiến nguồn cung chuyển sang thiếu hụt 300.000 thùng trong Q1/2024. Chúng tôi ước tính giá dầu trung bình Brent **trong 2024 đạt trung bình 85 USD/thùng (+2,4%yoy)**.
- Điểm hòa vốn tài khóa của Ả Rập – Saudi là 80,5 USD/thùng, do đó có **động lực để duy trì giá dầu trên 80 USD/thùng** trong thời gian tới.



Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp



Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp

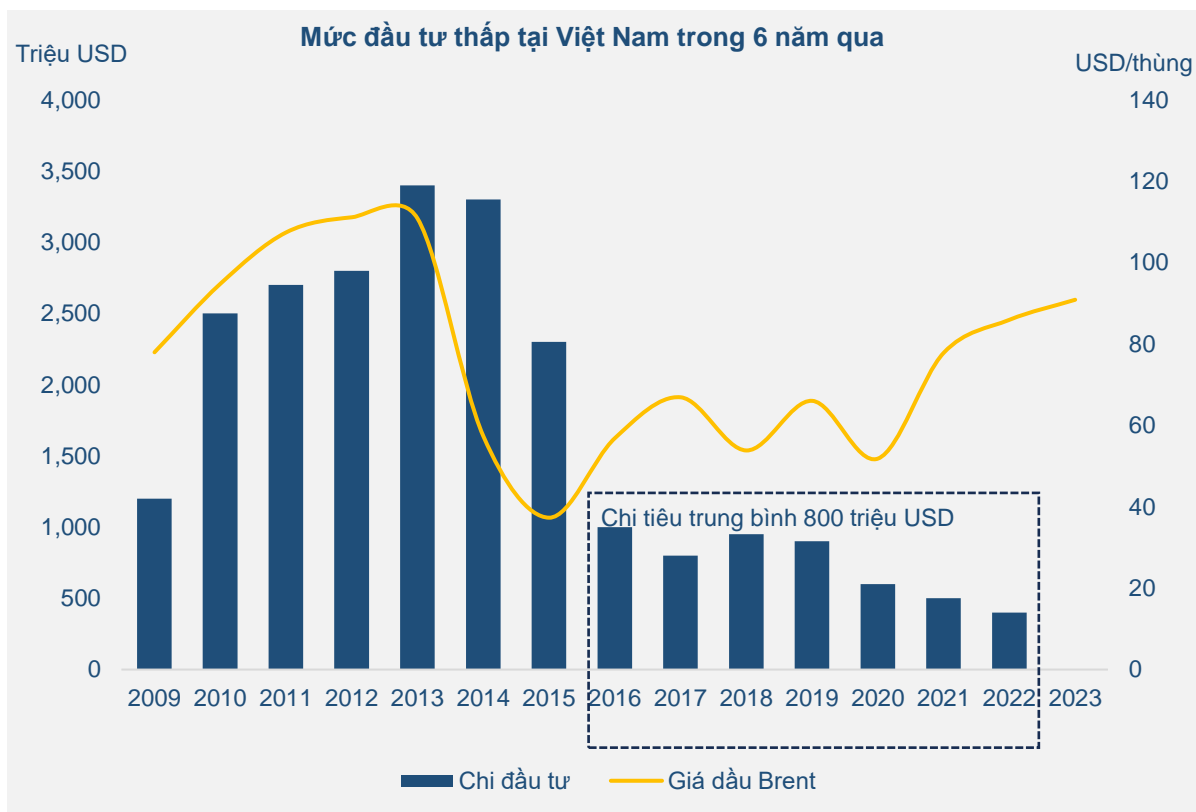
# Hoạt động thăm dò và khai thác trong nước thúc đẩy các doanh nghiệp thượng nguồn

Ngành Dầu khí 2024

- Trong giai đoạn từ năm 2016 đến nay, đầu tư trung bình cho khâu thượng nguồn chỉ đạt trung bình hơn 800 triệu USD/năm, thấp hơn rất nhiều mức 2,8 tỷ USD trong giai đoạn trước đây. Nhờ giá dầu đang có xu hướng tăng cao, sản lượng dầu và khí tại các mỏ hiện tại đang dần cạn kiệt, đồng thời luật dầu khí sửa đổi, chúng tôi cho rằng trong thời gian tới **có nhiều động lực để thúc đẩy hoạt động đầu tư thăm dò, tìm kiếm các mỏ mới**. Ước tính giá trị đầu tư trung bình trong 10 năm tới (dựa trên các dự án đã có số liệu đầu tư ước tính) là khoảng 1,3 tỷ USD/năm.
- Việc đẩy mạnh đầu tư xây dựng các dự án mới sẽ đem lại **triển vọng tích cực đối với các công ty thượng nguồn như PVD, PVS**.

Dự án dự kiến	Thời gian khởi công dự kiến	Thông tin bổ sung
Kinh ngư trắng – Kinh Ngư Trắng Nam	2023	
Lô B – Ô Môn	Dự kiến 2024	
Lạc Đà Vàng	Giữa năm 2024	Xây dựng 1 giàn JU và 8 giếng khoan
Sư Tử trắng giai đoạn 2	2024	
Đại Hùng giai đoạn 3	Giữa năm 2024	12 giếng
Tê Giác Trắng & Cá Ngừ Vàng	Giữa năm 2024	Xây dựng 1-2 giàn, 4-6 giếng khoan
Sao Vàng Đại Nguyệt		Khoan 2 giếng
Dự án khác	2024	- Lô 15-2/17 (1 giàn JU, 1-6 giếng) - Lô 09-2 (2 giàn JU) - Lô 11-2 (2 giếng)

Nguồn: BVSC tổng hợp



Nguồn: BVSC tổng hợp

# Lô B – Ô Môn kỳ vọng có FID trong năm 2024 – Khó khăn trong đàm phán giá bán khí

Ngành Dầu khí 2024

Phạm vi công việc	Doanh nghiệp hưởng lợi							Nhận xét
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029-2049	
<b>Thượng nguồn</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 1 giàn xử lý trung tâm (CPP)</li> <li>- 1 FSO</li> <li>- 47 giàn đầu giếng (WHP)</li> <li>- 5 giàn thu gom (HUB)</li> <li>- 911 giếng khai thác</li> </ul>		<b>PVS</b> (xây lắp giàn CPP, WHP, Hub, cho thuê FSO)						<ul style="list-style-type: none"> <li>- Giai đoạn đầu: 1 CPP, 1 FSO, 1 LQ, 1 WHP và 3 HUB, khoảng 80 giếng.</li> <li>- Giai đoạn sau: trung bình 2-3 giàn WHP/năm. Đồng thời các HUB và giếng còn lại sẽ được tiếp tục xây dựng sau FG.</li> <li>- Mất khoảng 2-3 năm để xây dựng và lắp, do đó PVS sẽ được hưởng lợi đầu tiên. Ngoài ra, khả năng PVS có thể trúng thầu kho chứa FSO.</li> <li>- Chiến dịch khoan sẽ bắt đầu sau khoảng 2 năm.</li> </ul>
		<b>PXS</b> (xây lắp giàn)						
			<b>PVD</b> (cho thuê giàn khoan)					
			<b>PVC</b> (dung dịch khoan)					
<b>Trung nguồn</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Xây lắp, đấu nối các tuyến ống nội mỏ và đường ống ngoài khơi về bờ cũng như trên bờ.</li> <li>- Bọc ống.</li> </ul>			<b>PVB</b> (bọc ống)				<ul style="list-style-type: none"> <li>- PVB là doanh nghiệp cung cấp dịch vụ bọc ống cho dự án, với thời gian bọc vào khoảng 16-20 tháng.</li> <li>- Sau FG, GAS sẽ tăng sản lượng vận chuyển khí từ trung bình 9 tỷ m3/năm lên 15 tỷ m3/năm.</li> </ul>	
						<b>GAS</b> (vận chuyển khí)		
<b>Hạ nguồn</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Nhà máy điện Ô Môn II, III và IV.</li> </ul>								

# Tổng hợp khuyến nghị

Triển vọng 2024

BVSC ưa thích các doanh nghiệp hoạt động ở khâu thượng nguồn trong bối cảnh nhu cầu đầu tư là tương đối lớn.

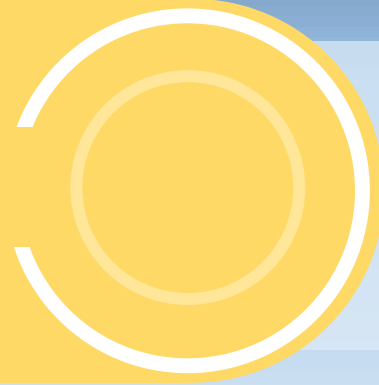
Các doanh nghiệp ở khâu hạ nguồn sẽ bị ảnh hưởng bởi diễn biến giá dầu, trong bối cảnh kinh tế còn nhiều rủi ro.

MCK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside	Điểm nhấn đầu tư
PVS	OUTPERFORM	45.600	20,0%	<ul style="list-style-type: none"><li>- Nguồn công việc dồi dào đến từ các dự án xây lắp dầu khí trong nước cũng như quốc tế.</li><li>- Mạng điện gió ngoài khơi cũng là động lực lớn cho tăng trưởng trung và dài hạn. Hiện tại, PVS vẫn tiếp tục đấu thầu các dự án quốc tế.</li></ul>
PVD	OUTPERFORM	32.600	15,2%	<ul style="list-style-type: none"><li>- Nhu cầu đầu tư thượng nguồn tăng cao giúp cho tỷ suất hoạt động của các giàn khoan của PVD có sự cải thiện rõ rệt so với năm 2022.</li><li>- Giá thuê trung bình trong năm 2024 ước tính tăng 16,4% yoy do thiếu hụt nguồn cung giàn khoan.</li></ul>
GAS	OUTPERFORM	97.000	28,5%	<ul style="list-style-type: none"><li>- Ước tính sản lượng khí tăng 11,5% yoy trong năm 2024, đồng thời giá FO ước tính tăng 3,4% yoy khi giá dầu kì vọng duy trì ở mức cao.</li><li>- Động lực tăng trưởng trung và dài hạn đến từ khí Lô B và LNG.</li></ul>
PLX	OUTPERFORM	41.500	20,3%	<ul style="list-style-type: none"><li>- Tác động của NBĐ 80 kì vọng giúp hiệu quả hoạt động kinh doanh cải thiện, chi phí bảm sát diễn biến giá thế giới. Ngoài ra việc tăng tần suất điều chỉnh các yếu tố khác trong công thức tính giá xăng dầu cũng kì vọng giúp biên lợi nhuận được cải thiện.</li><li>- Kì vọng doanh thu tiếp tục tăng trưởng nhờ nhu cầu gia tăng và hồi phục các chuyến bay quốc tế.</li></ul>



# PVS

OUTPERFORM | Target: 45.600 VNĐ/CP | Upside: 20,0%



# PVS – Triển vọng trung và dài hạn tích cực

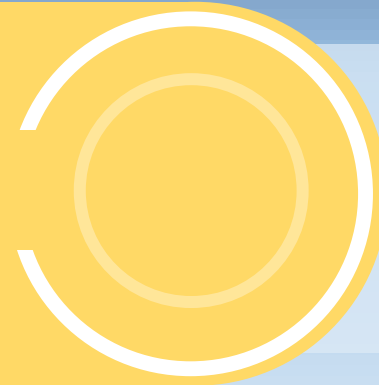
Current price: 38.800 VNĐ/CP - Target: 45.600 VNĐ/CP | Upside: 20,0% - Recommendation: **OUTPERFORM**

- **Các dự án dầu khí trong nước kì vọng sẽ sớm được khởi động, đem lại khối lượng công việc lớn trong ngắn và trung hạn.** Có thể kể đến các dự án sắp được triển khai như: Lạc Đà Vàng, Đại Hùng giai đoạn 3... Đặc biệt, **dự án Lô B – Ô Môn kì vọng sẽ có FID trong năm 2024**, giúp cung cấp khối lượng backlog tiềm năng cho mảng M&C của PVS trong 2-3 năm tới. Trong năm 2023, PVS đã trúng hai gói thầu EPCI#1 và EPCI#2 với giá trị lần lượt 1,1 tỷ USD và 400 triệu USD.
- **Tiềm năng lớn từ các dự án quốc tế.** Thị trường dầu khí quốc tế cũng đang rất sôi động do nhu cầu khai thác mới từ khu vực Trung Đông để tìm kiếm các mỏ mới, giúp gia tăng cơ hội cho PVS đấu thầu thành công các dự án. Bên cạnh mảng kinh doanh truyền thống, PVS bắt đầu đẩy mạnh tham gia chào thầu các gói thầu thi công điện gió ngoài khơi. Trong 3 quý đầu năm, PVS đã ký kết nhiều hợp đồng, điển hình như: hợp đồng chế tạo và cung cấp chân đế điện gió ngoài khơi với Orsted, thiết kế sản xuất 4 trạm biến áp ngoài khơi cho dự án điện gió Baltica 2, với tổng giá trị 500 triệu USD.
- **Dịch vụ kho nổi FSO/FPSO kì vọng vẫn đóng góp doanh thu/lợi nhuận ổn định cho PVS trong năm 2024**, đặc biệt khi các dự án lớn như Lạc Đà Vàng và Lô B – Ô Môn đi vào hoạt động. Hiện tại, 6 tàu của PVS đều đã được ký hợp đồng dài hạn. **Hưởng lợi trong dài hạn nhờ Quy hoạch điện VIII.** Với việc tổng công suất điện gió quy hoạch đến năm 2030 đạt 6.000 MW (*gấp 53 lần so với hiện tại*) tương đương với giá trị hợp đồng ước tính mỗi năm PVS có thể nhận được vào khoảng 100-200 triệu USD/năm. Điều này tạo ra lượng công việc ổn định cho PVS trong trung và dài hạn.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư:** Sử dụng bình quân của phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu PVS với mức giá mục tiêu là **45.600 đồng/cp**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>14.198,44</b>	<b>16.372,51</b>	<b>18.935,57</b>	<b>31.832,01</b>
Tăng trưởng	-29,64%	15,31%	15,65%	68,11%
<b>NPAT-MI</b>	<b>601,16</b>	<b>883,64</b>	<b>951,51</b>	<b>1.045,79</b>
Tăng trưởng	-3,66%	46,99%	7,68%	9,91%
P/E (x)	31,01	21,10	19,59	17,82
P/B (x)	1,49	1,44	1,42	1,33
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>1.257,75</b>	<b>1.848,74</b>	<b>1.990,75</b>	<b>2.188,00</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>45.600</b>

# PVD

OUTPERFORM | Target: 32.600 VNĐ/CP | Upside: 15,2%



# PVD – Nhu cầu đầu tư thượng nguồn giúp hỗ trợ day rates

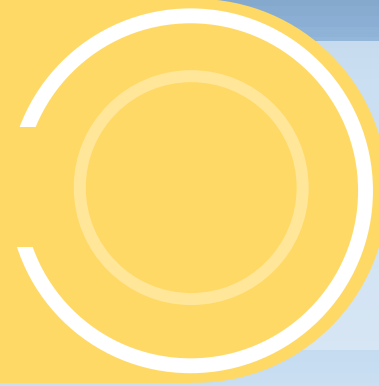
Current price: 28.250 VNĐ/CP - Target: 32.600 VNĐ/CP | Upside: 15,2% - Recommendation: Outperform

- **Các giàn khoan của PVD đều có việc trong năm 2023.** Ngoài giàn V đã có hợp đồng 6 năm chắc chắn & 2+2 năm tùy chọn gia hạn, các giàn khác đều đã được kí hợp đồng kéo dài từ 1–1,5 năm, một số giàn có công việc đến năm 2025. Nhờ đó giúp đảm bảo doanh thu của doanh nghiệp trong năm 2024.
- **Kì vọng các giàn sẽ được tái kí hợp đồng với giá cao hơn trong năm 2024.** Với nhu cầu các giàn trên thế giới là khá lớn, trong bối cảnh nguồn cung hạn chế, đồng thời các dự án trong nước cũng bắt đầu được khởi động trong năm tới, chúng tôi kì vọng các giàn khai thác sẽ kí được với mức giá mới cao hơn 10-20%, giúp day rate trung bình trong năm 2024 sẽ đạt khoảng \$88.750/ngày (+16,4% yoy).
- **Kế hoạch đầu tư giàn khoan mới trong thời gian tới, giúp hỗ trợ tăng trưởng doanh thu trong tương lai.** Đây là lần đầu tiên sau 10 năm PVD mới lại có kế hoạch mở rộng đội giàn JU của mình, dự kiến sẽ kết thúc nghiên cứu và đánh giá vào cuối năm 2023. Các giàn mới này nếu được đầu tư có thể được đem sử dụng cho các chiến dịch khoan ở trong nước, hoặc cho thuê trong khu vực Đông Nam Á. Đây sẽ là nền tảng để định giá của PVD tăng lên trong tương lai. Tuy nhiên, hiện tại chưa có thông tin cụ thể về dự án này.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư:** Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu PVD tại mức giá mục tiêu là **32.600 đồng/cổ phiếu** với tiềm năng tăng trưởng **+15,2%**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>3.988,14</b>	<b>5.431,55</b>	<b>5.543,09</b>	<b>6.111,72</b>
Tăng trưởng	-23,73%	36,19%	2,05%	10,26%
<b>NPAT-MI</b>	<b>19,24</b>	<b>-98,55</b>	<b>594,04</b>	<b>655,06</b>
Tăng trưởng	-89,68%	-612,13%	-791,13%	11,50%
P/E (x)	13,59	19,87	29,91	27,12
P/B (x)	1,00	1,29	1,24	1,19
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>45,65</b>	<b>-177,15</b>	<b>1.067,85</b>	<b>1.177,54</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>32.600</b>

# GAS

OUTPERFORM | Target: 97.000 VNĐ/CP | Upside: 28,5%



# GAS – Tiềm năng tăng trưởng dài hạn nhờ Lô B và LNG

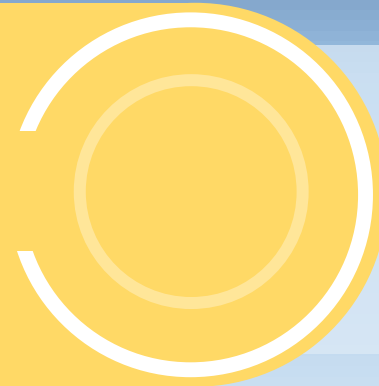
Current price: 77.900 VNĐ/CP - Target: 97.000 VNĐ/CP | Upside: 28,5% - Recommendation: Outperform

- Ước tính sản lượng khí tiêu thụ đạt 8,5 tỷ m<sup>3</sup> (+11% yoy), giá khí ước tăng 3,4% nhờ giá dầu ở mức cao tương đương với năm 2023.
- Doanh thu được thúc đẩy trong dài hạn nhờ gia tăng kinh doanh LNG.** Trong năm 2023, GAS đã khánh thành kho LNG giai đoạn 1 với công suất 1 triệu tấn (tương đương 1,4 tỷ m<sup>3</sup> khí). Hiện tại GAS đang triển khai giai đoạn 2 nâng công suất lên 3 triệu tấn/năm. Song song với đó, GAS cũng đang đầu tư xây dựng kho cảng LNG Sơn Mỹ tại Bình Thuận với công suất giai đoạn 1 là 3,6 triệu tấn/năm. Khi các dự án này được đưa vào hoạt động sẽ giúp sản lượng tăng thêm 50% trong giai đoạn 2024-2028, tương ứng tăng trưởng CAGR khoảng 10%/năm.
- Dự án Lô B – Ô Môn giúp sản** huyên 6-7 tỷ m<sup>3</sup> khí tự nhiên, bắt đầu từ năm 2026-2027, đảm bảo khối lượng ổn định trong 23 năm tiếp theo. **Khối lượng tăng thêm 60% từ năm 2027.** Là nhà vận chuyển cho dự án điện khí Lô B – Ô Môn, mỗi năm GAS sẽ vận cì vọng dự án sẽ nhận được FID trong năm 2024.
- Định giá và khuyến nghị đầu tư:** Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu GAS tại mức giá mục tiêu là **97.000 đồng/cổ phiếu** với tiềm năng tăng trưởng **+28,5%**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>78.992</b>	<b>100.723</b>	<b>89.772</b>	<b>102.924</b>
Tăng trưởng	23,17%	27,51%	-10,87%	14,65%
<b>NPAT-MI</b>	<b>8.672,97</b>	<b>14.798,32</b>	<b>11.600</b>	<b>11.896</b>
Tăng trưởng	10,41%	70,63%	-23,00%	2,55%
P/E (x)	21,50	22,08	19,21	17,43
P/B (x)	3,42	3,60	3,97	3,53
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>4.624</b>	<b>7.871</b>	<b>5.050</b>	<b>5.179</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>97.000</b>

# PLX

OUTPERFORM | Target: 41.500 VNĐ/CP | Upside: 20,3%



## PLX – Tác động tích cực từ NĐ 80

Current price: 35.150 VNĐ/CP - Target: 41.500 VNĐ/CP | Upside: 20,3% - Recommendation: Outperform

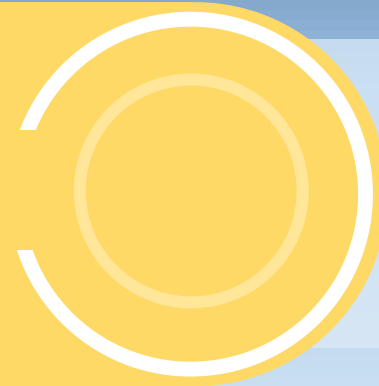
- **Sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng 4% trong năm 2024.** Chúng tôi kì vọng nhu cầu tiếp tục có sự hồi phục trong năm 2024 nhờ: **(1)** thuế bảo vệ môi trường kéo dài đến cuối năm 2024 giúp hỗ trợ nhu cầu; **(2)** ngành hàng không dự báo tăng trưởng nhờ gia tăng các chuyến bay quốc tế. Trong dài hạn, ước tính tốc độ tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu trung bình là 4,3%/năm trong giai đoạn 2023-2030 (theo Quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia). Điều này tạo nền tảng vững chắc cho doanh nghiệp dẫn đầu thị trường phân phối xăng dầu như PLX.
- **NĐ 80 kì vọng giúp hiệu quả kinh doanh cải thiện tích cực hơn.** Trong đó, với việc chu kỳ điều chỉnh giá xăng dầu thay đổi từ 10 ngày xuống còn 7 ngày sẽ giúp giá xăng dầu trong nước sẽ theo sát diễn biến giá thế giới. Ngoài ra, việc điều chỉnh tần suất thay đổi các yếu tố trong công thức tính giá xăng dầu như chi phí vận chuyển, chi phí/lợi nhuận định mức, thuế và phí (điều chỉnh theo quý thay vì 2 lần/năm như trước đây), sẽ giúp giá xăng dầu phản ánh phù hợp hơn các chi phí hoạt động của nhà phân phối, qua đó giúp cải thiện biên lợi nhuận thuần của doanh nghiệp, ước tính tăng thêm 22bps trong năm 2024.
- **Gia tăng lợi nhuận từ các dịch vụ phi xăng dầu.** Chúng tôi kì vọng chiến lược đa dạng hóa nguồn thu với việc gia tăng các hoạt động phi xăng dầu, chuyển đổi cây xăng thành phụ vụ đa dạng để thích ứng với nhu cầu thị trường (cung cấp sạc trụ điện tại các cây xăng). Ngoài ra, với việc đẩy mạnh hoạt động đầu tư xây dựng cao tốc sẽ giúp nhu cầu nhựa đường tăng lên, qua đó đóng góp tích cực vào hoạt động kinh doanh của PLC – công ty con của PLX.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư:** Sử dụng bình quân của phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu PLX với mức giá mục tiêu là **41.500 đồng/cp**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	169.113	304.080	286.331	297.784
Tăng trưởng	36,5%	79,8%	-5,8%	4,0%
<b>NPAT-MI</b>	<b>3.112</b>	<b>1.913</b>	<b>3.054</b>	<b>3.141</b>
Tăng trưởng	191,6%	-47,6%	94,4%	14,4%
P/E fw (x)			18,6	17,9
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>2.187</b>	<b>1.146</b>	<b>2.228</b>	<b>2.306</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>41.500</b>



# Ngành Chứng khoán

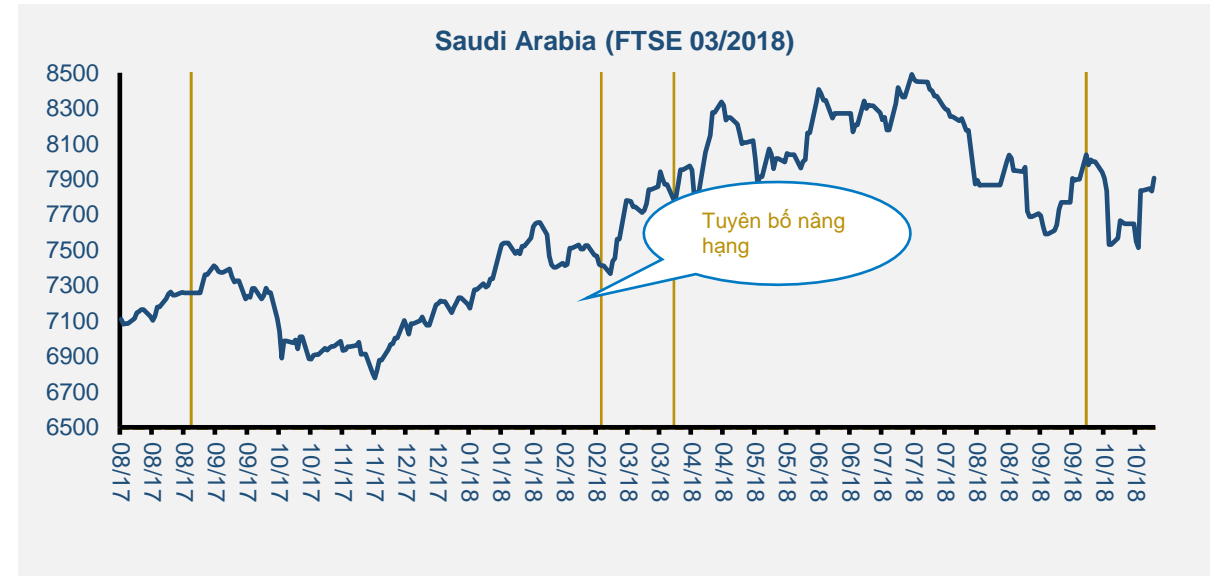
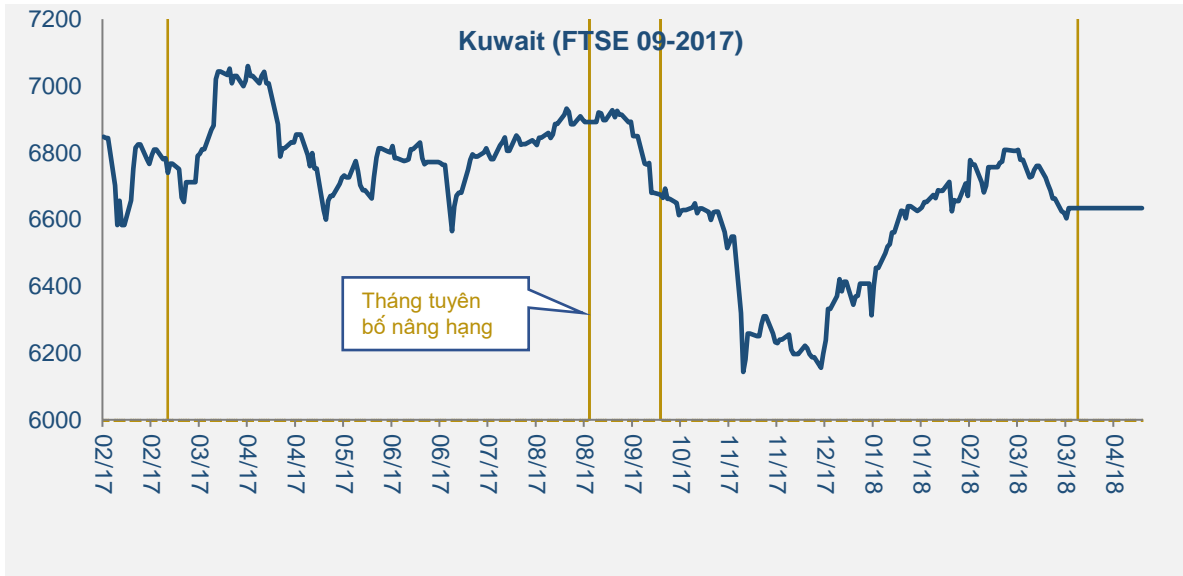
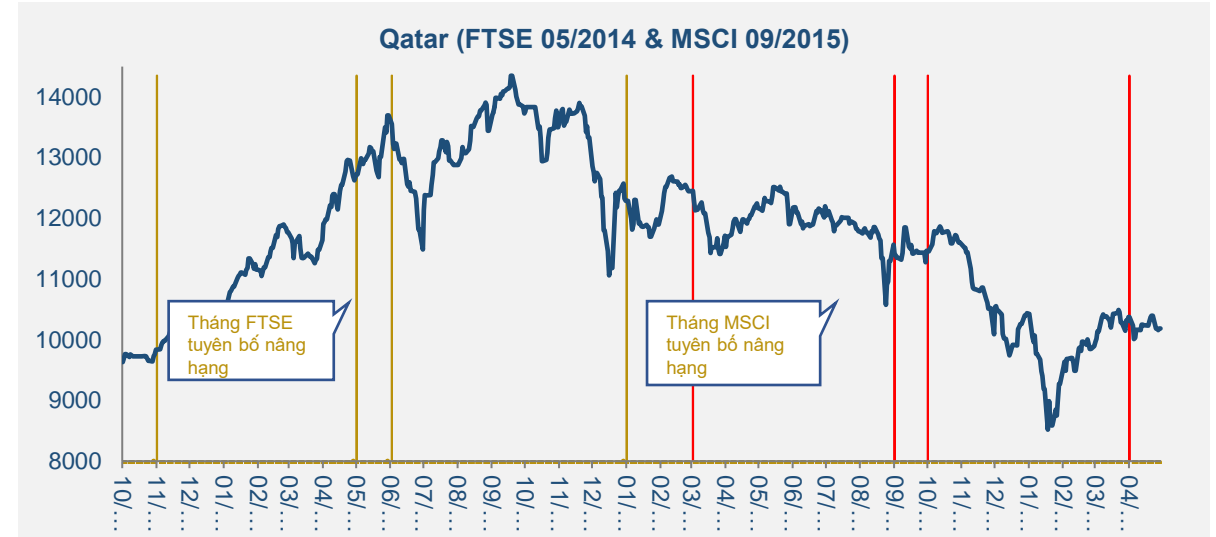
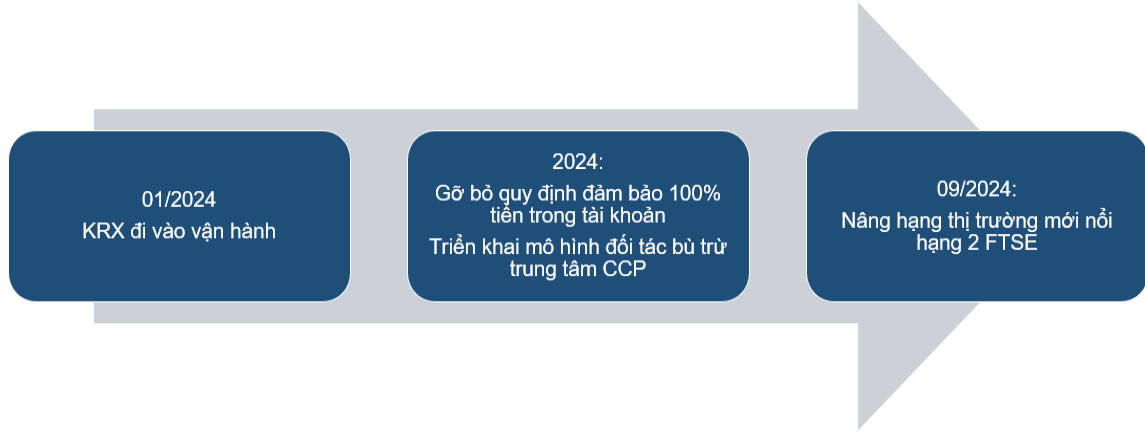
Câu chuyện nâng hạng – chuyện giờ kể lại



# Chất xúc tác đến từ câu chuyện nâng hạng

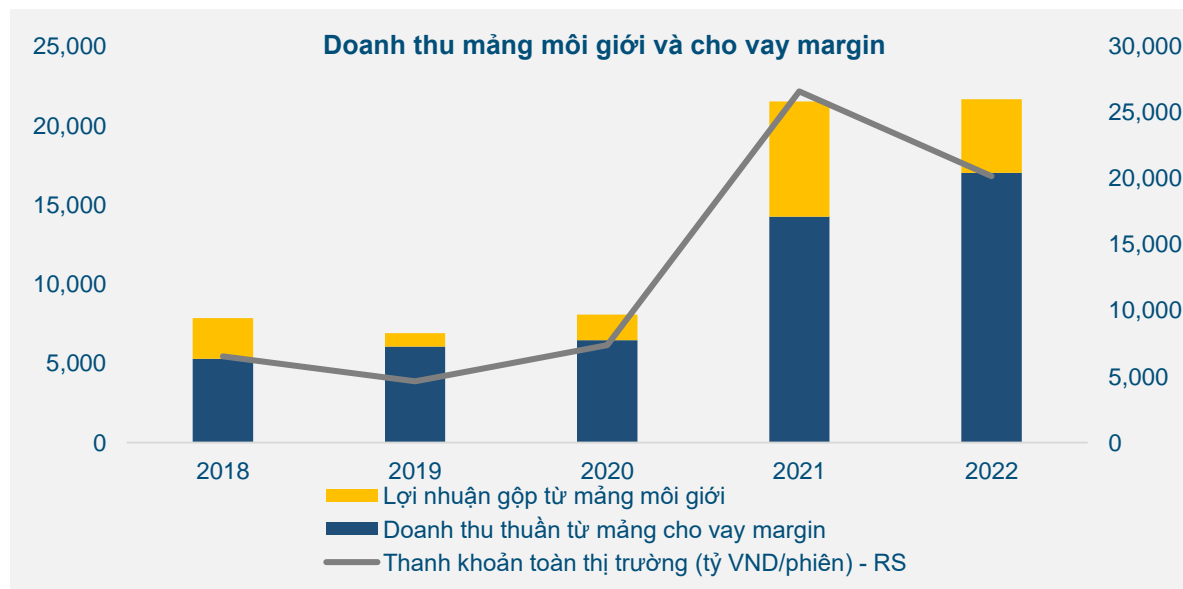
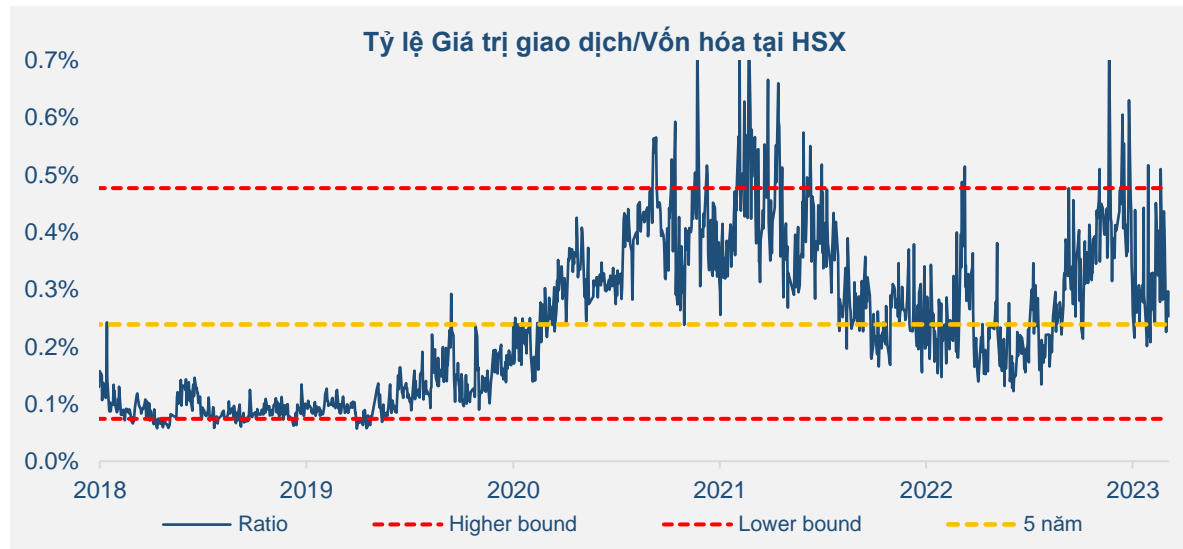
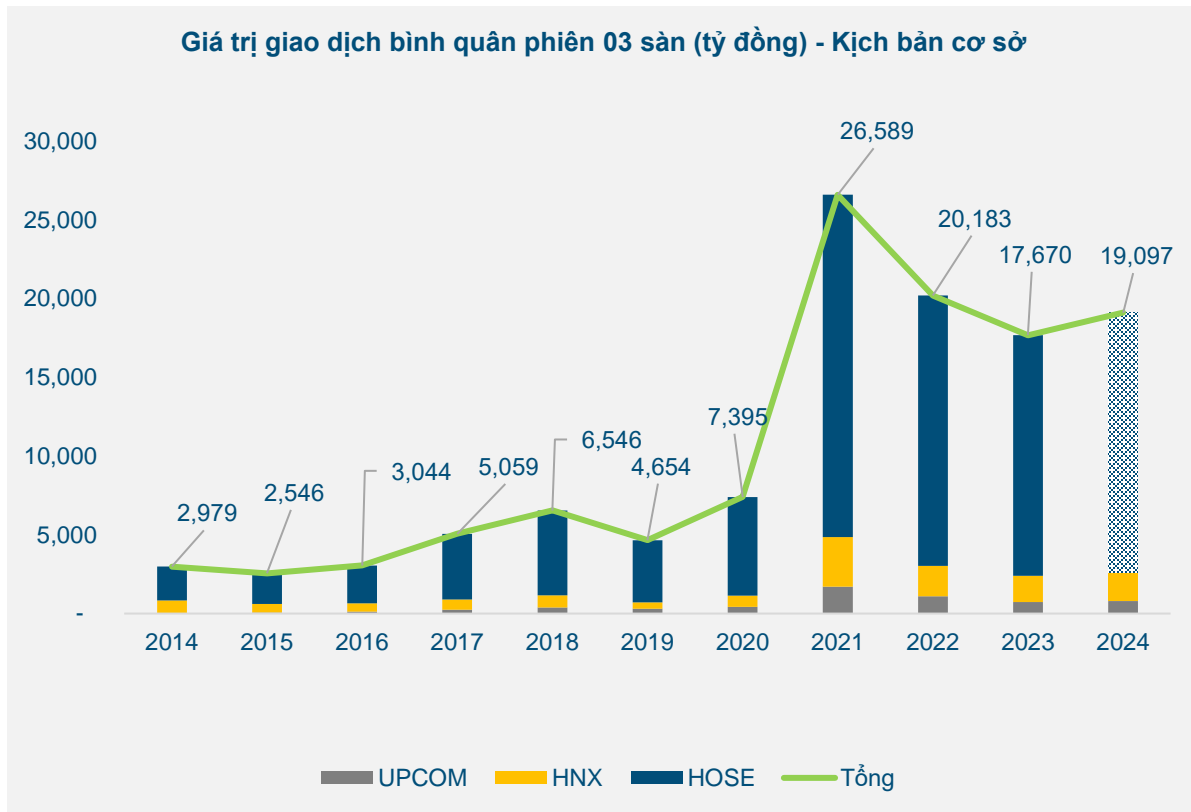
Ngành Chứng khoán

Lộ trình nâng hạng bởi FTSE



# Thanh khoản 2024 được dự báo sẽ tiếp tục có sự cải thiện, hỗ trợ doanh thu mảng môi giới

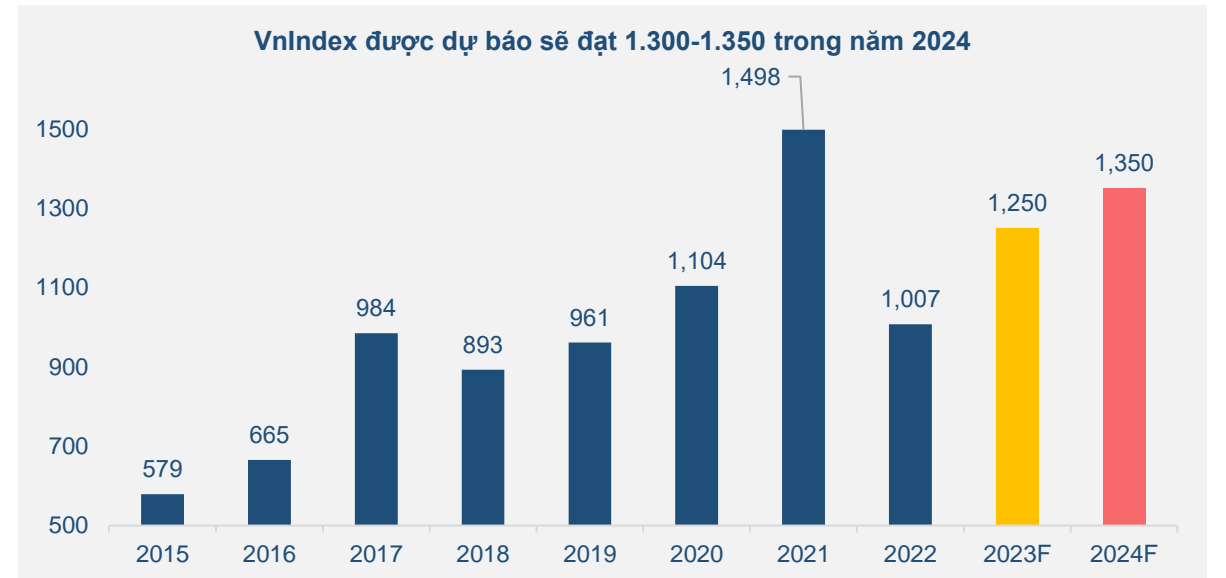
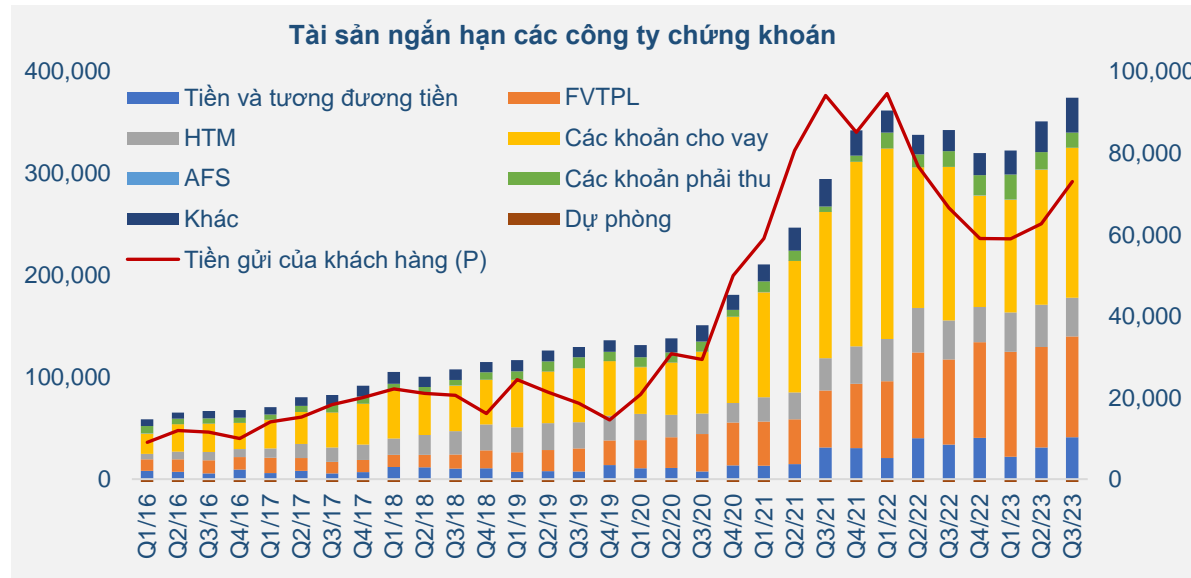
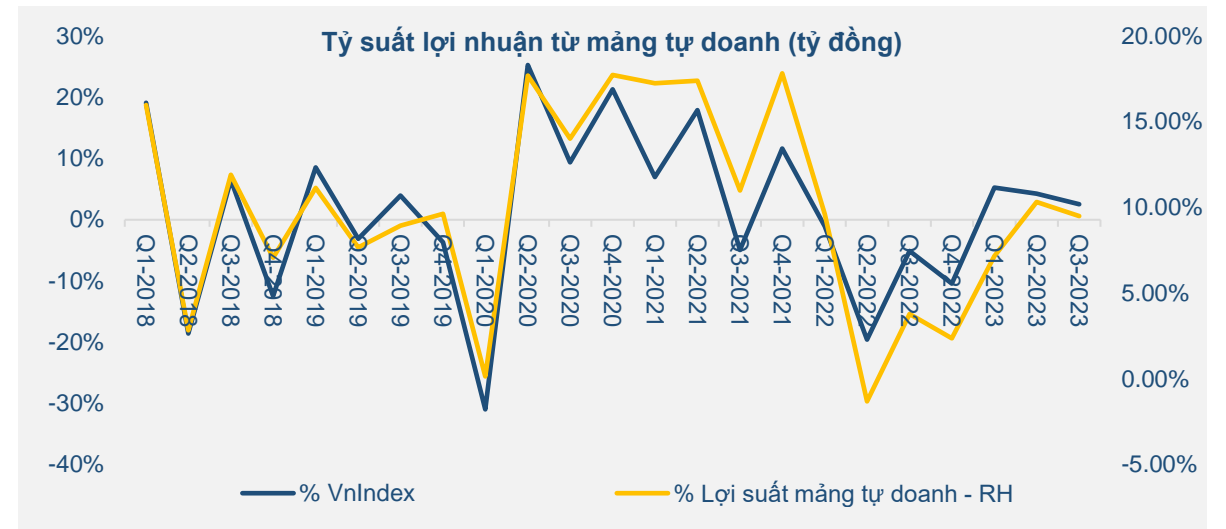
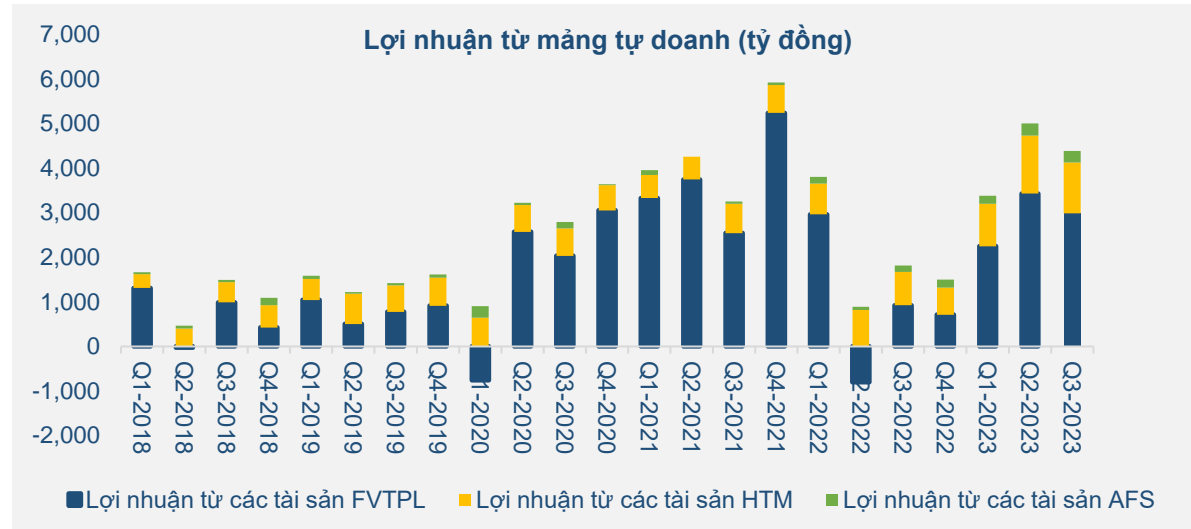
Ngành Chứng khoán



Hệ số tương quan	Lợi nhuận gộp từ mảng môi giới	Doanh thu thuần từ mảng cho vay margin
Thanh khoản toàn thị trường	0.9073	0.9723

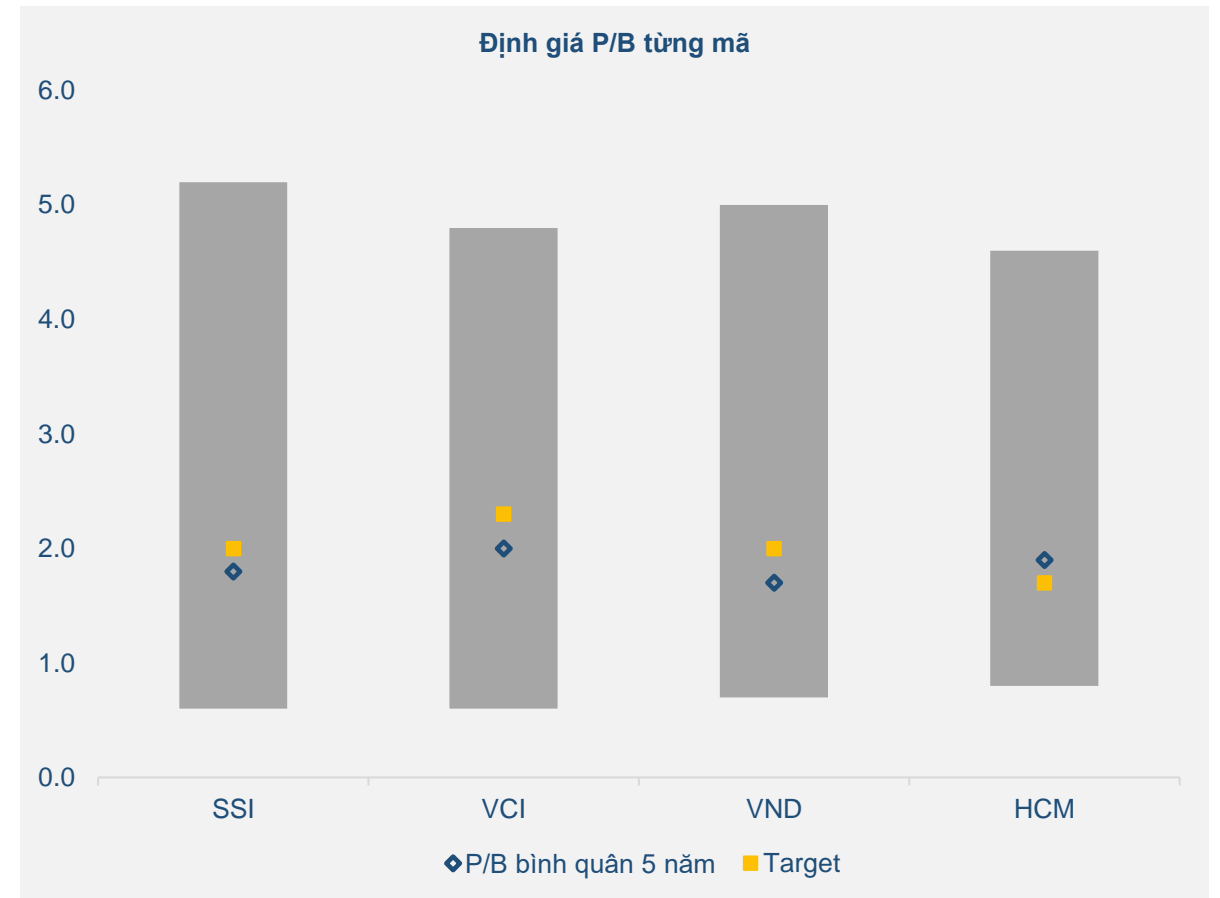
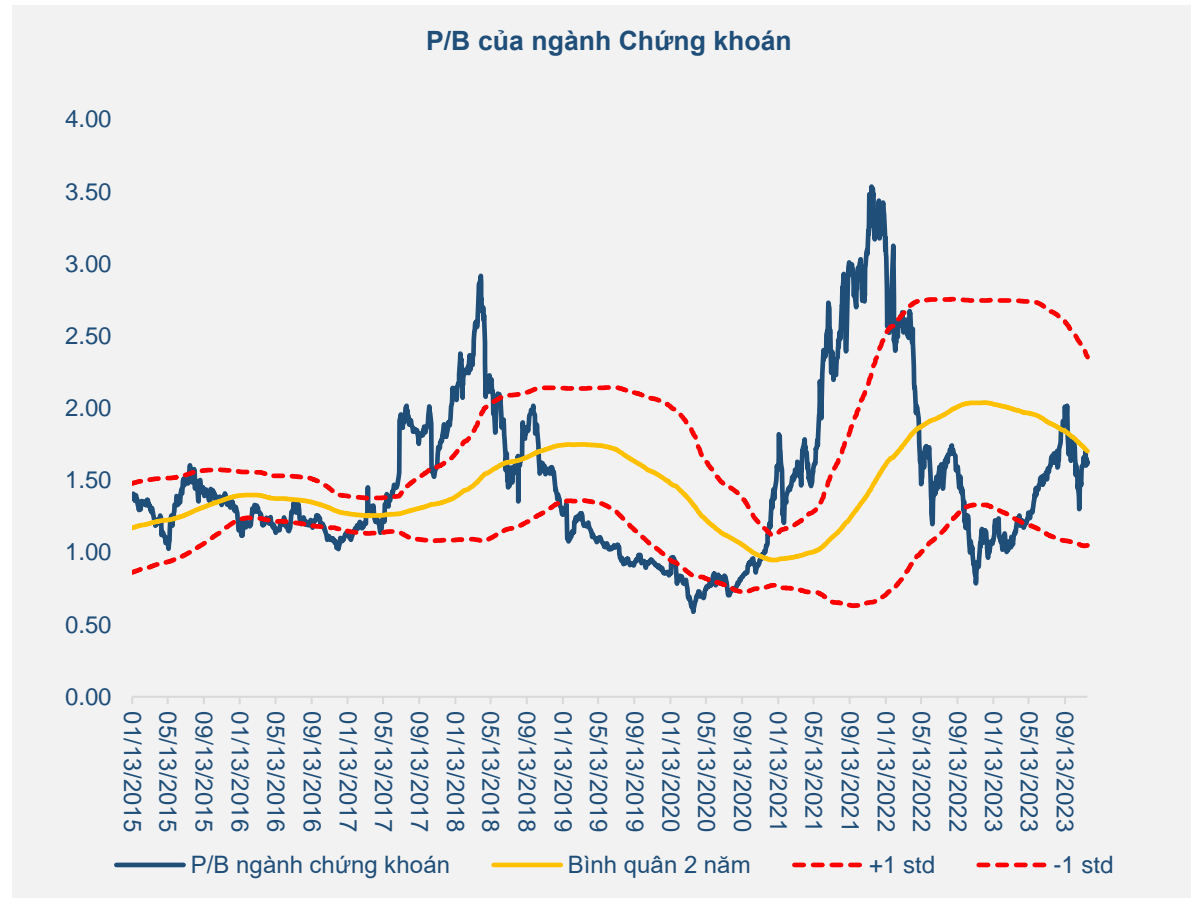
# Thị trường được dự báo hồi phục sẽ hỗ trợ kết quả của hoạt động tự doanh

Ngành Chứng khoán



# Diễn biến thị trường cùng với định giá vẫn còn hấp dẫn tạo động lực cho cổ phiếu ngành Chứng khoán

Ngành Chứng khoán



Beta	Ngành Chứng khoán	SSI	VCI	VND	HCM	MBS	FTS
VnIndex	1.1320	1.7121	1.7226	1.8040	1.7360	2.2112	1.7000

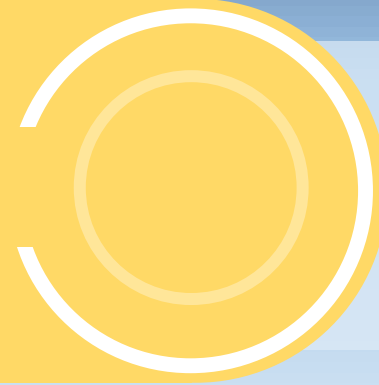
# Kết quả kinh doanh sẽ khởi sắc trong 2024

Ngành Chứng khoán

Đvt: tỷ đồng	Doanh thu thuần (DTT)			Lợi nhuận sau thuế (LNST)			Tăng trưởng DTT			Tăng trưởng LNST			
	MCK	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
SSI		6.336	6.933	7.728	1.699	2.401	2.781	-14,50%	9,42%	11,46%	-37,00%	41,31%	15,85%
VCI		3.156	2.271	2.528	869	482	639	-14,70%	-28,04%	11,29%	-42,00%	-44,53%	32,45%
HCM		3.901	2.836	3.756	852	689	976	-12,50%	-27,30%	32,44%	-25,70%	-19,14%	41,74%
VND		6.829	6.303	7.274	1.220	1.741	2.425	13,00%	-7,70%	15,40%	-48,80%	42,68%	39,32%

# FPT

OUTPERFORM | Target: 120.000 VND/CP | Upside: 24,9%



# FPT: Hưởng lợi từ nhu cầu chuyển đổi số trên toàn cầu

FPT - Target: 120.000 VNĐ/CP | Upside: +24,9%

## Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	<b>OUTPERFORM</b>
Giá mục tiêu:	120.000 đồng/cp
Giá thị trường:	96.100 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	<b>+24,9%</b>

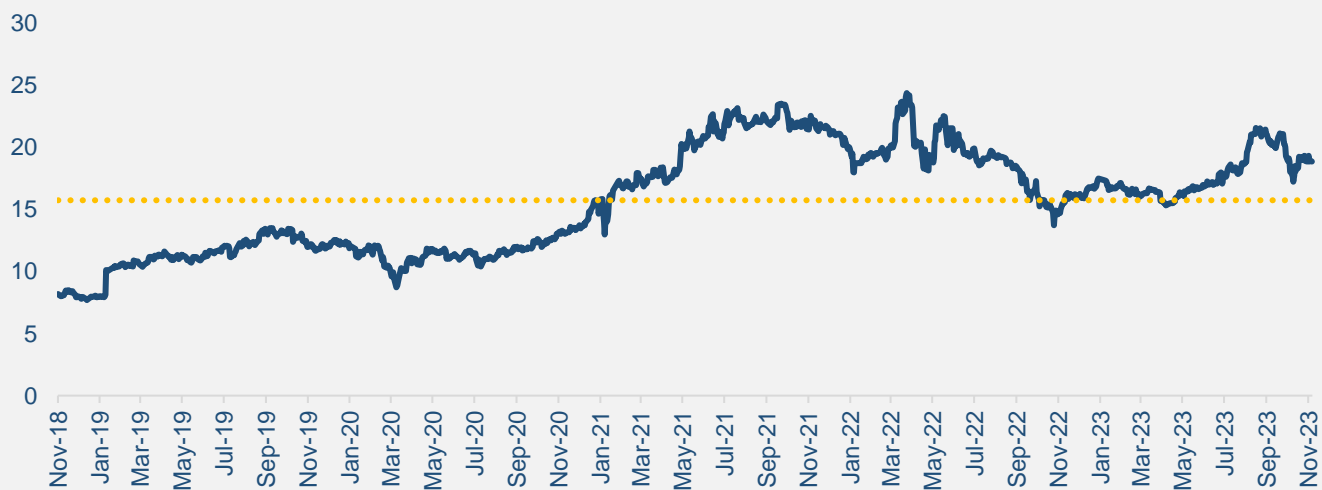
## Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2020	2021	2022F	2023F	4YR CAGR
Doanh thu	35.657	44.010	53.916	64.656	21,9%
% T.Trưởng	19,5%	23,4%	22,5%	19,9%	
Lợi nhuận gộp	13.700	17.167	20.856	24.890	22,0%
% T.Trưởng	16,0%	25,3%	21,5%	19,3%	
Lợi nhuận ròng	4.333	5.310	6.370	7.808	21,7%
% T.Trưởng	22,5%	22,6%	20,0%	22,6%	
EPS (đồng/cp)	3.633	4.453	5.342	6.548	
<b>P/E</b>	<b>26,5</b>	<b>21,6</b>	<b>18,0</b>	<b>14,7</b>	

## Điểm nhấn đầu tư:

- Gartner dự báo nhu cầu chi tiêu IT trên toàn thế giới đạt 4.700 tỷ USD trong 2023 - tăng 3,5% và tăng 8,0% trong 2024, vượt mốc 5.000 tỷ USD.
- Khối dịch vụ IT ngoài nước duy trì tăng trưởng 2 chữ số nhờ sự phục hồi của thị trường Nhật, trong khi đó các thị trường khác dù hạ nhiệt những vẫn tăng trưởng cao.
- Tiếp tục đẩy mạnh đầu tư khối giáo dục. Đây là ngành có biên lợi nhuận cao và còn có ý nghĩa lâu dài và quan trọng cho nhu cầu nhân sự để mở rộng hoạt động.
- Lợi nhuận từ các công ty liên kết phục hồi trong 2024.

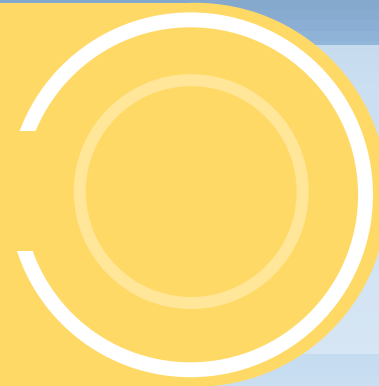
P/E lịch sử 5 năm gần nhất





# BMP

Neutral | Target price: 98.000 VNĐ/CP | Downside: 6,0%



# BMP – Giá nguyên vật liệu đang duy trì ở mức thấp; Cổ tức hấp dẫn

Neutral | Target price: 98.000 VNĐ/CP | Downside: 6,0%

## Điểm nhấn đầu tư:

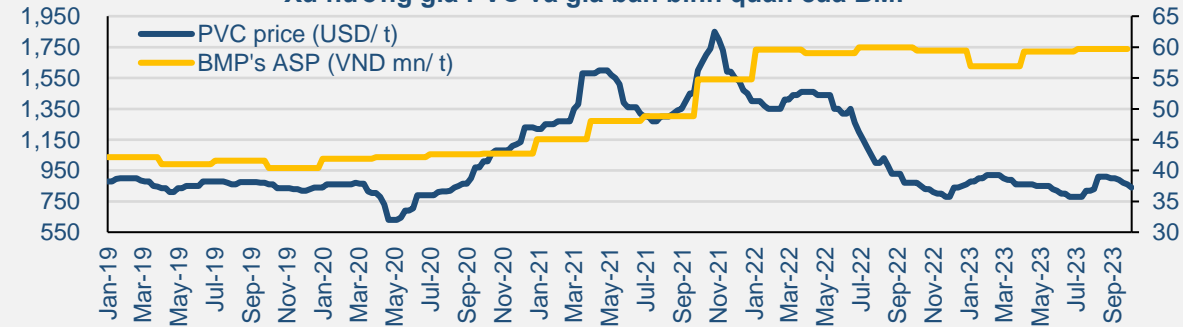
- **Cập nhật giá PVC:** Tiếp tục điều chỉnh về mức thuận lợi. Trong lần kiểm tra mới nhất của chúng tôi trên Bloomberg, giá PVC đang tiếp tục hạ nhiệt về mức 830 USD/tấn (như chúng tôi đã thấy trong T5/2023) – sau khi tăng mạnh từ vùng đáy 780 USD/tấn hồi Tháng 6-7 2023 lên 820-910 USD trong Tháng 8, 2023. Theo ChemOrbis, đơn vị nghiên cứu uy tín về hạt nhựa, nhịp điều chỉnh giá PVC gần đây ở khu vực Đông Nam Á và Ấn Độ được cho là do nguồn cung dồi dào trong khi nhu cầu vẫn ở mức thấp. Chúng tôi cho rằng giá PVC hiện đang ở mức thuận lợi để BMP duy trì mức biên lợi nhuận ở mức tốt.
- **Triển vọng vững chắc;** Chúng tôi duy trì dự báo 2023-25 cho BMP hiện tại. BVSC dự báo LN ròng 2023 tăng mạnh 47,2% y/y lên 1.021,9 tỷ. Đồng thời, LN ròng 2024 được dự báo sẽ bình thường hóa về mức 800,0 tỷ, và tăng 0,4% y/y trong 2025 lên mức 803,2 tỷ.
- **Dự báo cổ tức tiền mặt 2023 duy trì mức 12.000 đồng/cp.** Chúng tôi cũng duy trì dự báo cổ tức tiền mặt 2023 ở mức 12.000 đồng/cp (dự kiến chi trả trong 2023-24). Đồng thời, chúng tôi dự báo tỷ lệ DPS năm 2024-25 là 9.500 đồng/cp.
- **Triển vọng nhu cầu tươi sáng hơn** nhờ triển vọng cải thiện TT BĐS Việt Nam cũng như các chính sách tài chính và tiền tệ mở rộng. Thuận lợi là giá hạt nhựa PVC có vẻ đang ổn định ở mức thấp.

Về dài hạn, chúng tôi nhận thấy việc BMP củng cố vị thế trên thị trường sẽ giúp đảm bảo năng lực đàm phán với khách hàng bằng cách duy trì giá bán ở mức cao. Điều này giúp bảo vệ biên lợi nhuận trong trường hợp giá hạt nhựa PVC hồi phục.

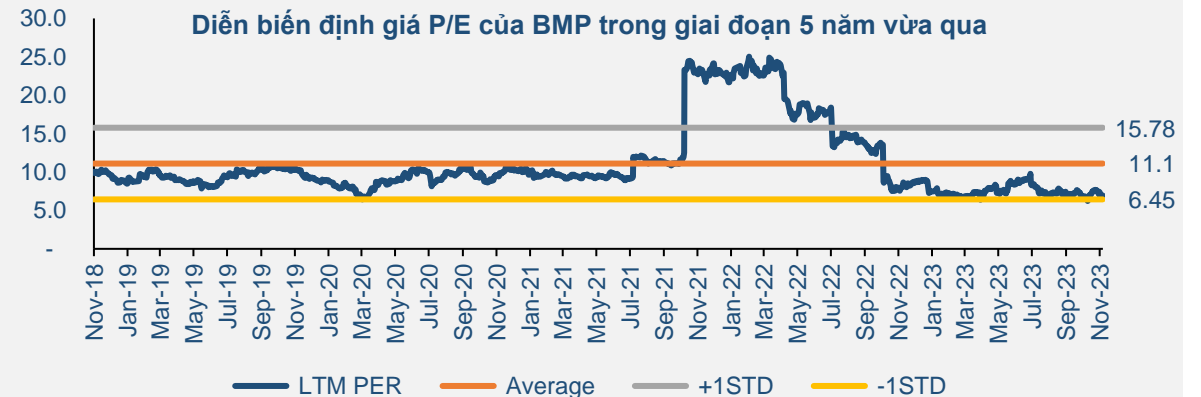
## Dự báo KQKD giai đoạn 2023-25 của BVSC cho MWG: Tóm tắt

Đvt: tỷ đồng	FY22	FY23F	FY24F	FY25F	FY23 y/y	FY24 y/y	FY25 y/y
Doanh thu thuần	5.808	5.683	6.020	6.322	-2,1%	5,9%	5,0%
LN ròng (LNR)	694,3	1.021,9	800,0	803,2	47,2%	-21,7%	0,4%
EPS (VNĐ/cp)	8,481	12,483	9,773	9,812	47,2%	-21,7%	0,4%
DPS (VNĐ/cp)	8,400	12,000	9,500	9,500			

## Xu hướng giá PVC và giá bán bình quân của BMP

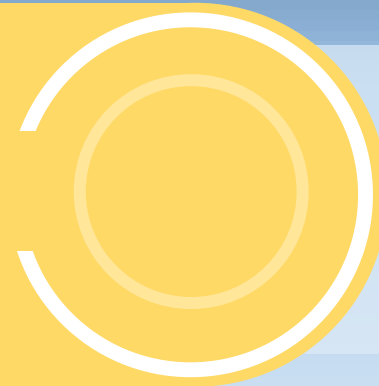


## Diễn biến định giá P/E của BMP trong giai đoạn 5 năm vừa qua



# PHR

NEUTRAL | Target: 48.500 VNĐ/CP | Upside: -2,4%



# Bắt đầu ghi nhận KQKD tại 2 KCN mới từ 2024

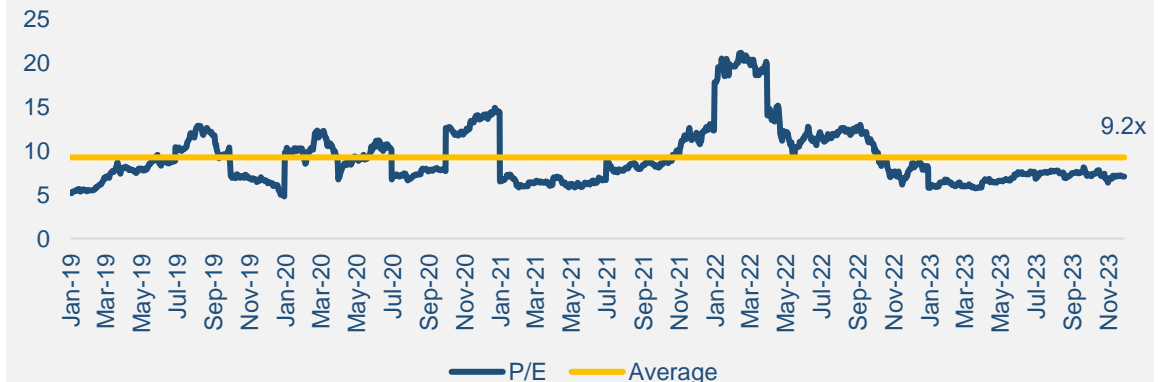
Giá hiện tại: **49.700 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **48.500 VNĐ/CP** – Tiềm năng tăng giá: **-2,4%** - Khuyến nghị: **NEUTRAL**

## Điểm nhấn đầu tư:

- **Triển vọng giá cao su tự nhiên vẫn còn đối diện với nhiều thách thức.** Nguồn cung dư thừa của cao su tự nhiên thế giới dự kiến sẽ đạt mức 30 nghìn tấn trong năm 2023. Đồng thời, nguồn cung dự kiến sẽ tiếp tục tăng khi Thái Lan dự kiến sẽ đạt sản lượng 5,2 triệu tấn vào năm 2025 – so với mức 4,8 triệu tấn năm 2022. Ngoài ra, giá dầu sứt giảm khoảng 15 - 20% trong năm 2023 cũng tạo áp lực lên giá cao su tự nhiên thế giới. Về mặt tích cực, doanh số bán ô tô toàn cầu đang cho thấy những sự hồi phục nhất định sẽ hỗ trợ cho giá cao su tự nhiên thế giới. Chúng tôi dự báo giá bán cao su tự nhiên của PHR giảm 10% trong năm 2023 và tăng 7% trong năm 2024.
- **LNST 2023 sụt giảm 39% y/y.** PHR đã ghi nhận 200 tỷ doanh thu bồi thường đất còn lại từ dự án VSIP 3 trong Q1.23. Tuy nhiên, (1) khoản bồi thường ít hơn khá nhiều so với mức 698 tỷ trong năm 2022; và (2) KQKD kém khả quan từ mảng cao su do giá bán giảm sâu, dẫn đến LNST sau CĐTS dự báo chỉ đạt **538 tỷ đồng (-39% y/y)**.
- **Ghi nhận thêm KQKD tại 2 dự án KCN mới.** Dự án VSIP 3 (PHR sở hữu 20%) kỳ vọng sẽ bắt đầu đóng góp vào KQKD của PHR kể từ năm 2024, với tổng lợi nhuận ròng cả vòng đời dự án (thuộc về PHR) vào khoảng **4.000 tỷ đồng**. Dự án NTC 3 (PHR sở hữu 33%) cũng sẽ chính thức ghi nhận KQKD kể từ năm 2024, tổng lợi nhuận ròng cả vòng đời (thuộc về PHR) ước tính khoảng **1.500 tỷ đồng**.
- **Dự báo KQKD 2024.** BVSC dự báo doanh thu **1.580 tỷ đồng (+4% y/y)** và LNST sau CĐTS **528 tỷ đồng (-2% y/y)**. Chúng tôi lưu ý rằng KQKD từ 2 KCN mới sẽ bù đắp cho KQKD sụt giảm tại KCN Tân Bình do hết đất thương phẩm kinh doanh và không có khoản bồi thường đất như trong năm 2023.
- BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** với PHR với giá mục tiêu **48.500 đồng/CP**.

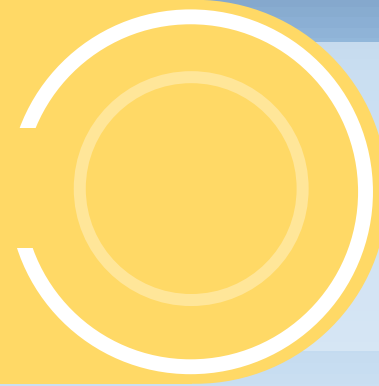
Chi tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	1.945	1.709	1.519	1.582
Tăng trưởng	19%	-12%	-11%	4%
LNST sau CĐTS	478	885	538	528
Tăng trưởng	-56%	85%	-39%	-2%
P/E (x)	20,2	6,0	12,2	12,4
P/B (x)	3,1	1,6	1,9	1,8
EPS (đồng/cp)	3.211	6.265	3.971	3.897
Giá mục tiêu (đồng/cp)				48.500

Diễn biến P/E lịch sử của PHR 2019 - nay



# PLC

NEUTRAL | Target: 35.600 VNĐ/CP | Upside: 14,8%



# PLC – Nhu cầu nhựa đường tăng lên nhờ đẩy nhanh xây dựng cao tốc

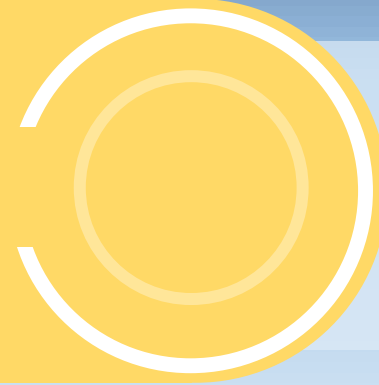
Current price: 32.700 VNĐ/CP - Target: 35.600 VNĐ/CP | Upside: 14,8% - Recommendation: Neutral

- **Kỳ vọng tiến độ xây dựng được đẩy nhanh trong năm 2024 giúp gia tăng nhu cầu nhựa đường.** Ước tính trong năm 2023, khối lượng công việc của các dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 chỉ ở khoảng 10%, phần lớn công việc là giải phóng mặt bằng. Ngoài ra, khó khăn trong việc thiếu nguyên vật liệu cũng là nguyên nhân khiến tiến độ chậm hơn. Chúng tôi kỳ vọng những khó khăn này sẽ phần nào được giảm bớt trong năm 2024, giúp tiến độ xây dựng được đẩy nhanh hơn, qua đó giúp hỗ trợ tăng trưởng doanh thu. Ước tính sản lượng nhựa đường tiêu thụ của PLC trong năm 2024 vào khoảng 440 nghìn tấn (+55% yoy).
- **Biên gộp mảng nhựa đường kỳ vọng cải thiện trong năm 2024.** Trong Q3, chúng tôi nhận thấy dự án mở rộng kho nhựa đường Cam Ranh đã hoàn thành phần lớn khối lượng công việc, nhiều khả năng sẽ được đưa vào sử dụng trong Q4. Điều này sẽ giúp PLC cải thiện biên gộp do gia tăng lượng hàng tồn kho khi giá nhựa đường giảm thấp. Ước tính biên gộp trong năm 2024 tăng lên 13,3% so với mức ước tính 12,3% trong năm 2023 và 11,5% trong năm 2022.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư:** Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu PLC tại mức giá mục tiêu là **35.600 đồng/cổ phiếu** với tiềm năng tăng trưởng **+14,8%**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>6.868,37</b>	<b>8.600,98</b>	<b>8.296,16</b>	<b>11.515,17</b>
Tăng trưởng	22,47%	25,23%	-3,54%	38,80%
<b>NPAT-MI</b>	<b>174,48</b>	<b>116,96</b>	<b>116,88</b>	<b>141,96</b>
Tăng trưởng	18,03%	-32,97%	-0,07%	21,46%
P/E (x)	16,51	24,63	24,65	20,30
P/B (x)	2,10	2,35	2,29	2,24
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>2.159,43</b>	<b>1.447,51</b>	<b>1.446,55</b>	<b>1.757,00</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>35.600</b>

# ACV

OUTPERFORM | Target: 85,300 VNĐ/cp | Upside: 29.2%



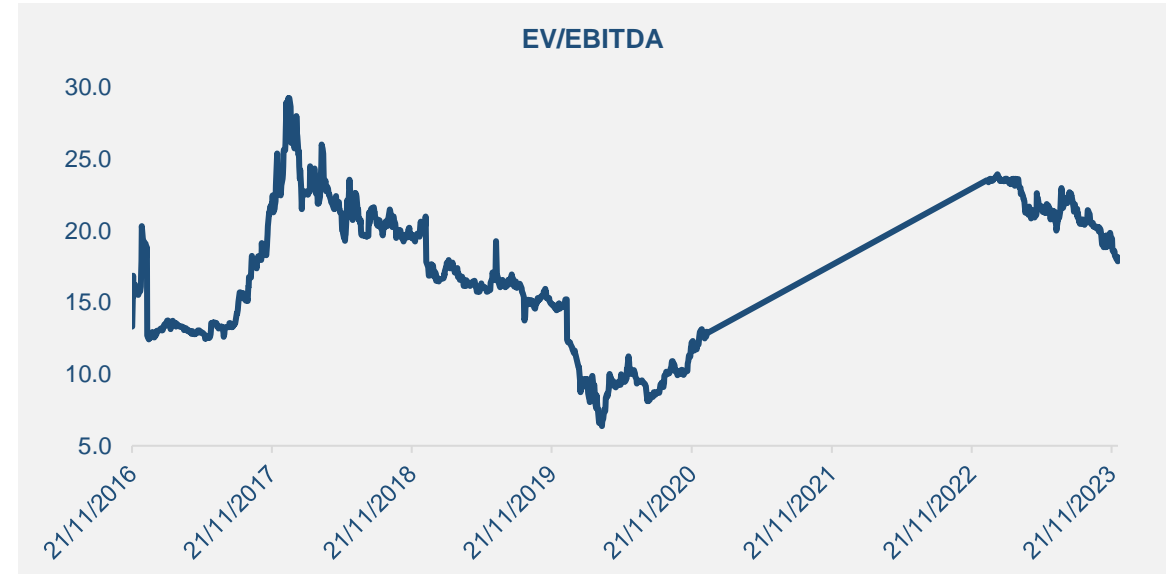
# ACV – Lượt khách quốc tế trên đà phục hồi

Current price: **66.000 VND/share** - Target price: **85.000 VND/share** – Upside: **29,2%** - Recommendation: **Outperform**

## Điểm nhấn đầu tư:

- **Lượt khách quốc tế đang trên đà phục hồi.** Việt Nam mở cửa đón khách quốc tế từ đầu năm 2022 giúp cho lượt khách quốc tế từng bước phục hồi. Nhưng mức độ phục hồi không được như kỳ vọng do thiếu vắng khách Trung Quốc. Đây là quốc gia đóng góp tới 33% tổng lượt khách quốc tế trước đại dịch. Tuy nhiên, từ tháng 3/23, Trung Quốc đã cho phép hoạt động đưa khách đoàn tới Việt Nam và điều này đã làm cho tốc độ phục hồi khách du lịch tăng nhanh. Dự kiến, lượt khách quốc tế sẽ đạt khoảng gần 80% so với thời kỳ trước dịch và tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng cho ACV.
- **Dự án Sân bay Long Thành hỗ trợ tăng trưởng trong dài hạn.** Dự án đã được khởi công trong năm 2021 và dự kiến bắt đầu vận hành thương mại vào năm 2026.
- **Kỳ vọng chuyển sàn.** Báo cáo tài chính kiểm toán của ACV vẫn còn 2 điểm nhấn mạnh là chưa hoàn thành quyết toán cổ phần hóa và Bộ Giao thông vận tải chưa phê duyệt giá trị tài sản kết cấu hạ tầng khu bay dẫn tới ACV chưa ghi nhận nguyên giá cũng như khấu hao của khu bay. Khi ACV hoàn thành các công việc này thì ACV sẽ thực hiện chuyển sang niêm yết trên sàn HOSE và thu hút dòng tiền tốt hơn.
- **Rủi ro:** (1) Nhật Bản đảo ngược chính sách tiền tệ khi lạm phát đã tăng đáng kể có thể dẫn tới làm tăng giá đồng Yên; (2) ACV có thể sẽ mất nhiều thời gian để thực hiện chuyển sang niêm yết sàn HOSE; và (3) rủi ro gia tăng nợ xấu từ các hãng bay.

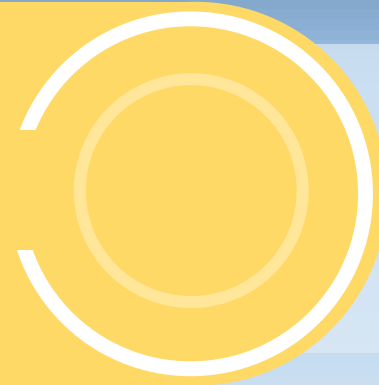
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	4.752	13.807	20.489	23.363
Tăng trưởng	-38,8%	190,5%	48,4%	14,0%
NPAT-MI	790	7.084	9.476	10.793
Tăng trưởng	-52,1%	797,0%	33,8%	13,9%
P/E (x)	240,3	26,5	14,8	13,0
P/B (x)	4,6	3,9	2,7	2,2
EPS (đồng/cp)	322	2.926	4.352	4.957





# CTR

OUTPERFORM | Target: 108.429 VND/CP | Upside: 17%



# CTR – tăng trưởng mạnh mẽ nếu 5G được triển khai

CTR - Target: 108.429 VNĐ/CP | Upside: +17%

## Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	<b>OUTPERFORM</b>
Giá mục tiêu:	108.429 đồng/cp
Giá thị trường:	92.600 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	<b>+17%</b>

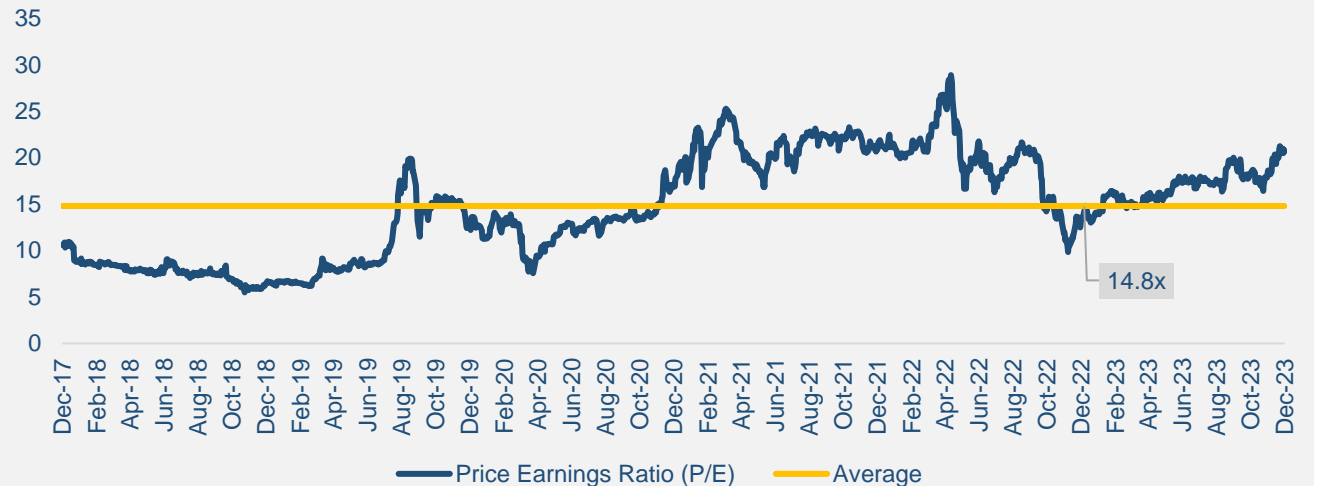
## Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2021	2022	2023F	2024F	4YR CAGR
<b>Doanh thu</b>	<b>7.447</b>	<b>9.370</b>	<b>10.937</b>	<b>12.990</b>	
Tăng trưởng	17,10%	25,82%	16,72%	18,77%	20,38%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>628</b>	<b>741</b>	<b>862</b>	<b>1.065</b>	
Tăng trưởng	32,33%	18,01%	16,34%	23,52%	19,25%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>375</b>	<b>443</b>	<b>513</b>	<b>612</b>	
Tăng trưởng	36,87%	18,03%	15,89%	19,19%	17,69%
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>4.038</b>	<b>3.872</b>	<b>4.487</b>	<b>5.348</b>	
<b>P/E</b>	<b>22,4</b>	<b>19,0</b>	<b>16,4</b>	<b>13,8</b>	

## Điểm nhấn đầu tư:

- Băng tần cho mạng 4G/5G dự kiến hoàn lịch đấu giá đến khoảng tháng 03/2024. Nếu đấu giá thành công, các doanh nghiệp trúng đấu giá sẽ được cấp giấy phép sử dụng băng tần để triển khai 5G thương mại. Chúng tôi kỳ vọng 5G được triển khai sau khi đấu giá thành công. Số lượng trạm Small Cell và Macro phục vụ 5G chúng tôi dự phóng trong 2024 và 2025 khoảng 5.000 trạm và 6.000 trạm.
- KQKD dự báo tăng trưởng trong thời gian tới nhờ: (1) Số lượng trạm phát sóng xây mới tăng lên giúp tăng trưởng DT mảng HTCT; (2) Mạng vận hành kỹ thuật tăng trưởng nhờ đơn giá duy trì tăng 5-7%/năm và khối lượng công việc tăng khoảng 3%/năm; và (3) Thị trường BĐS dự báo hồi phục giúp tăng giá trị hợp đồng xây dựng kỹ mới trong năm 2024.

Diễn biến P/E lịch sử của CTR trong 5 năm



# BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 24) 3 928 8080

Fax: (8 24) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 28) 3 914 6888

Fax: (84 28) 3 914 7999

