

Báo cáo ngành  
Ngày 14/12/2022



## NGÀNH XUẤT KHẨU: XU HƯỚNG GIẢM TỐC

- Tăng trưởng các ngành xuất khẩu sẽ giảm tốc trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu suy yếu.
- Chúng tôi nhận thấy biên LN gộp sẽ giảm trong năm 2023 do rủi ro tỷ giá và hạ giá bán để thu hút khách hàng.
- DGC là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi.

### Nhu cầu suy yếu bởi nền kinh tế toàn cầu đang chững lại

Kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam tăng trưởng tốt 17,3% svck trong 9T22 nhưng bắt đầu chậm lại trong Q3/22 (-0,5% so với quý trước; +17,2% svck). Chúng tôi cho rằng nhu cầu của các thị trường xuất khẩu hàng đầu của Việt Nam như Mỹ, EU và thậm chí cả Trung Quốc tiếp tục giảm vào năm 2023. Điều này sẽ ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất liên quan đến xuất khẩu, bao gồm: dệt may, gỗ và sản phẩm gỗ (G&SPG) và hóa chất cơ bản.

### Chúng tôi kỳ vọng rằng biên LN của các DN xuất khẩu sẽ giảm vào 2023

Chúng tôi dự phóng giá nguyên vật liệu đầu vào như sợi, vải, gỗ ép sẽ giảm 3%-7% svck trong năm 2023 do nhu cầu yếu. Tuy nhiên, với những thách thức phía trước, chúng tôi cho rằng các công ty dệt may và G&SPG sẽ phải giảm giá bán (7%-10%) để thu hút thêm khách hàng. Do đó, biên LN của các công ty trong ngành sẽ giảm 0,8-1,0 điểm % svck vào năm 2023. Trong khi chúng tôi kỳ vọng biên LN của các công ty hóa chất cơ bản vẫn ở mức cao trong nửa đầu năm 2023 trước khi giảm dần trong nửa cuối năm 2023 do nhu cầu về điện tử và nhôm yếu hơn. Chúng tôi dự báo biên LN của lĩnh vực này sẽ giảm 1,5 - 2,5 điểm % svck vào năm 2023.

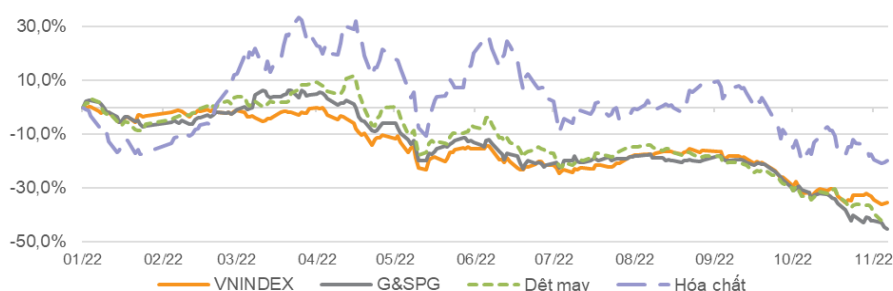
### Tác động hai chiều của biến động tỷ giá lên các DN xuất khẩu

VND đã mất giá ~8,3% so với đồng USD trong 10 tháng đầu năm. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp có tiền mặt ròng dương và tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu thấp sẽ được hưởng lợi từ lãi suất cao như DGC, VIF, ACG và GIL. Trong khi phần lớn các doanh nghiệp dệt may sẽ phải đối mặt với rủi ro lãi suất do nợ ròng cao. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy các công ty có tỷ lệ nợ vay USD cao như PTB, MSH, STK sẽ chịu rủi ro về tỷ giá.

### Lựa chọn của chúng tôi là DGC

Trước những rủi ro của ngành, chúng tôi tin rằng các công ty xuất khẩu có vị thế lớn mạnh, bảng cân đối kế toán vững chắc có thể giảm thiểu rủi ro tỷ giá và lãi suất tăng cao để có thể nhanh chóng phục hồi khi gió đổi chiều. Chúng tôi ưa thích DGC nhờ 1) không có nợ dài hạn và tiền mặt ròng/cổ phiếu cao (17.703 đồng/cổ phiếu tính đến Q3/22) và 2) 80% doanh thu của DGC ghi nhận bằng USD, trong khi chỉ 40% giá vốn hàng bán là bằng USD. Điều này có thể hỗ trợ cho biên LN của DGC trong năm 2023. Rủi ro đầu tư bao gồm 1) suy thoái toàn cầu kéo dài hơn so với dự kiến và 2) thay đổi thuế quan xuất khẩu.

Hình 1: Diễn biến giá các cổ phiếu xuất khẩu kể từ đầu năm



NGUỒN: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



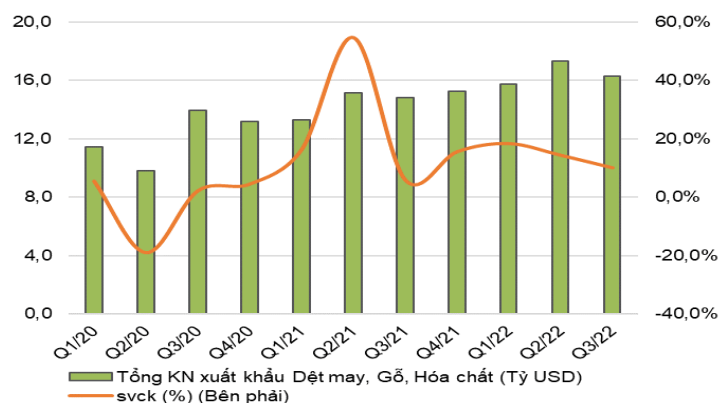
Nguyễn Đức Hào

[hao.nguyenduc@vndirect.com.vn](mailto:hao.nguyenduc@vndirect.com.vn)

## Tổng quan các ngành xuất khẩu việt nam trong 9T22

### Kim ngạch xuất khẩu các ngành chủ yếu

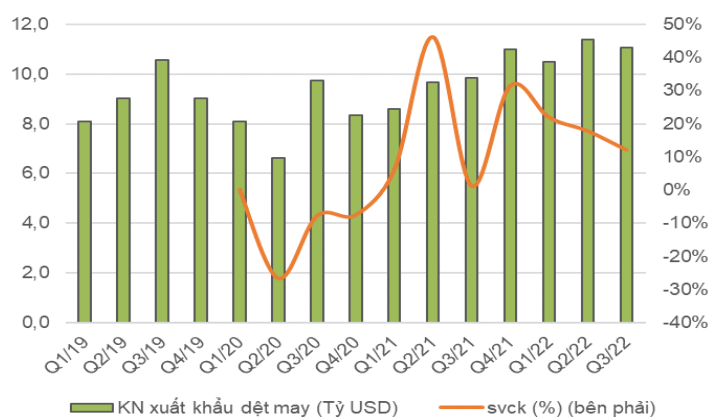
Kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam trong 9T22 ghi nhận kết quả khả quan, đạt 282 tỷ USD (+17,3% svck) nhờ đóng góp lớn từ các ngành xuất khẩu chủ lực như dệt may, gỗ và sản xuất gỗ, hóa chất cơ bản. Tổng giá trị xuất khẩu của 3 ngành đạt 46,2 tỷ USD trong 9T22 (+20,2% svck) nhờ 1) nhu cầu bị dồn nén tại các thị trường xuất khẩu chính như Mỹ, EU hậu Covid-19 và 2) khan hiếm nguồn cung dẫn đến giá hóa chất (phốt pho, DAP, xút) tăng mạnh.



Nguồn: Bộ Công thương, VNDIRECT RESEARCH

### Kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam

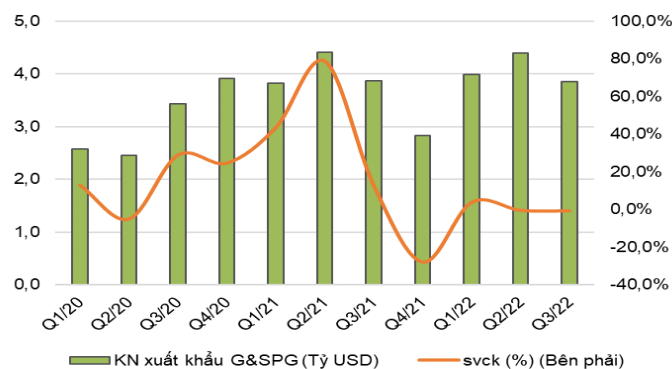
Kim ngạch xuất khẩu dệt may duy trì đà tăng trưởng trong Q3/22 so với mức nền thấp trong Q3/21. Giá trị xuất khẩu vải và may mặc trong Q3/22 tăng 19,9% svck lên 8,8 tỷ USD. Tuy nhiên, giá trị xuất khẩu vải và may mặc trong tháng 9 năm 2022 giảm 28,2% so với tháng trước do nhu cầu suy yếu tại Mỹ và EU. Trong khi giá trị xuất khẩu xơ và sợi trong Q3/22 giảm 32,3% svck do nhu cầu yếu tại các thị trường chính (do lạm phát cao đang diễn ra và tiềm ẩn những rủi ro kinh tế ở Mỹ, EU). Nhìn chung, tổng giá trị dệt may xuất khẩu trong 9T22 tăng 21,6% svck, đạt 35,3 tỷ USD, hoàn thành 80% kế hoạch của Chính phủ Việt Nam trong năm 2022.



Nguồn: Bộ Công thương, VNDIRECT RESEARCH

### Kim ngạch xuất khẩu gỗ và sản phẩm từ gỗ

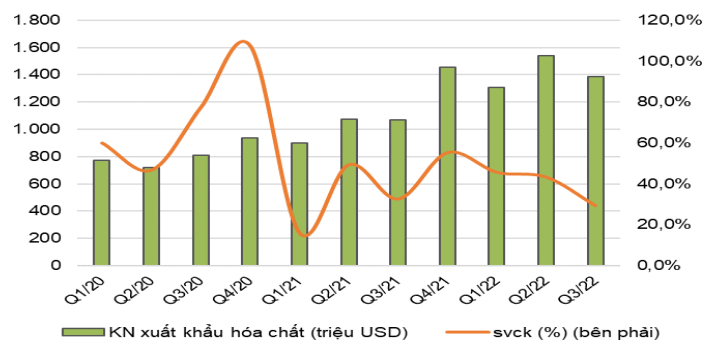
Kim ngạch xuất khẩu G&SPG trong Q3/22 giảm 0,5% svck và 12,2% so với quý trước (Q3/21 bị ảnh hưởng nặng nề bởi Covid-19), xuống còn 3,8 tỷ USD do nhu cầu suy yếu tại thị trường Mỹ. Giá nhà tại Mỹ tăng cao trong Q3/22 đã ảnh hưởng đến nhu cầu mua nhà và nội thất gia đình. Nhìn chung, kim ngạch xuất khẩu G&SPG trong 9T22 đạt 12,3 tỷ USD, hoàn thành 74,6% kế hoạch năm 2022 của Bộ NN&PTNT Việt Nam.



Nguồn: Bộ Công thương, VNDIRECT RESEARCH

### Kim ngạch xuất khẩu hóa chất cơ bản

Kim ngạch xuất khẩu hóa chất cơ bản trong Q3/22 tăng 29,5% svck nhưng giảm 12,2% so với quý trước xuống còn 1,38 tỷ USD do giá các mặt hàng chính đạt đỉnh trong Q2/22 như phốt pho vàng, DAP và xút. Nhìn chung, giá trị hóa chất cơ bản trong 9T22 đạt 4,2 tỷ USD (+39,2% svck).



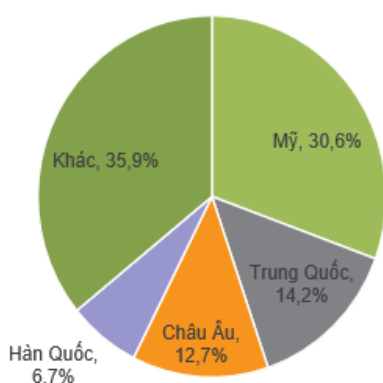
Nguồn: Bộ Công thương, VNDIRECT RESEARCH

## Tiêu dùng toàn cầu suy yếu ảnh hưởng đến các ngành xuất khẩu Việt Nam

Triển vọng kinh tế toàn cầu mới nhất của Fitch dự báo chi tiêu của người tiêu dùng sẽ tăng 2,5% vào năm 2022 trước khi giảm xuống 0,9% vào năm 2023 trong bối cảnh suy thoái kinh tế toàn cầu. Đối với Mỹ và EU, đối tác thương mại lớn của Việt Nam, việc tăng lãi suất mạnh mẽ của FED sẽ ngày càng ảnh hưởng đến tăng trưởng việc làm và chi tiêu của người tiêu dùng vào năm 2023. Một số công ty công nghệ Mỹ (Twitter, Meta) gần đây đã tuyên bố sa thải nhân viên và các biện pháp cắt giảm chi phí khác, trong đó cảnh báo sự gia tăng của yêu cầu thất nghiệp. Ngoài ra, hai nhà bán lẻ lớn nhất của Mỹ là Amazon và Walmart đã công bố kết quả Q3/22. Amazon báo cáo doanh thu và LN ròng trong Q3/22 lần lượt giảm 15,4% svck và 9,6% svck trong khi Walmart ghi nhận khoản lỗ ròng 1,7 tỷ USD trong Q3/22.

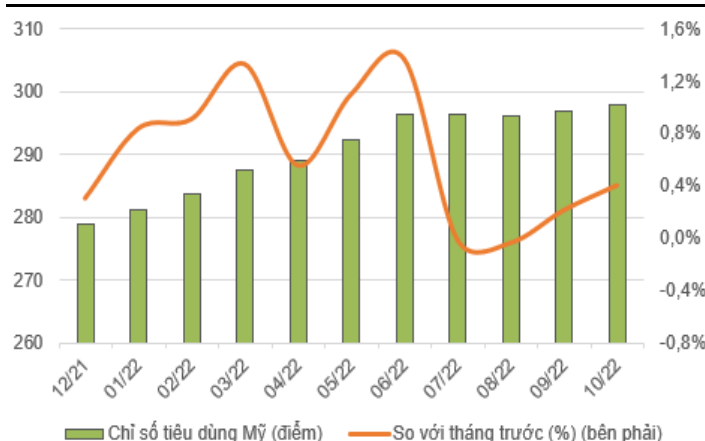
Chỉ số niềm tin người tiêu dùng của Conference Board tại Mỹ đã giảm xuống 102,5 vào tháng 10 năm 2022 từ mức 107,8 trong tháng trước đó. Số liệu thực tế trong tháng 10 cũng thấp hơn kỳ vọng của thị trường trước đó là 106,5 cho thấy người tiêu dùng Mỹ đang lo lắng về tình trạng lạm phát tăng cao cũng như triển vọng kinh tế Mỹ.

Hình 2: Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam trong 9T22



Nguồn: MOIT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: CPI ở Mỹ tăng 0,4% so với tháng trước trong T10/22



Nguồn: U.S. Bureau of Labor Statistics, VNDIRECT RESEARCH

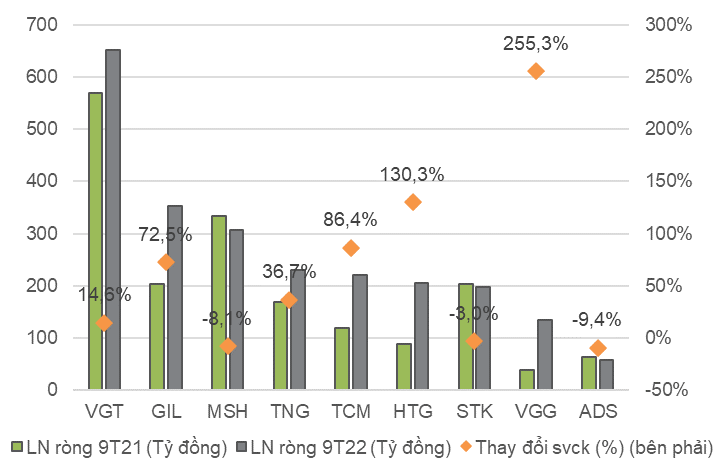
## Dệt may: Chờ phục hồi trong năm 2024

**Có khả năng đạt đỉnh vào Q3/22, biên LN gộp không đổi so với cùng kỳ mặc dù Q3/21 bị ảnh hưởng nặng nề bởi Covid-19**

Trong Q3/22, tổng doanh thu của các công ty dệt may đang niêm yết tăng 23,3% svck nhờ mức nền thấp trong Q3/21 trong khi LN ròng trong Q3/22 tăng 61,3% svck, nhưng giảm 32,2% so với quý trước do ảnh hưởng của lạm phát tăng cao và rủi ro suy thoái tại các thị trường xuất khẩu chính.

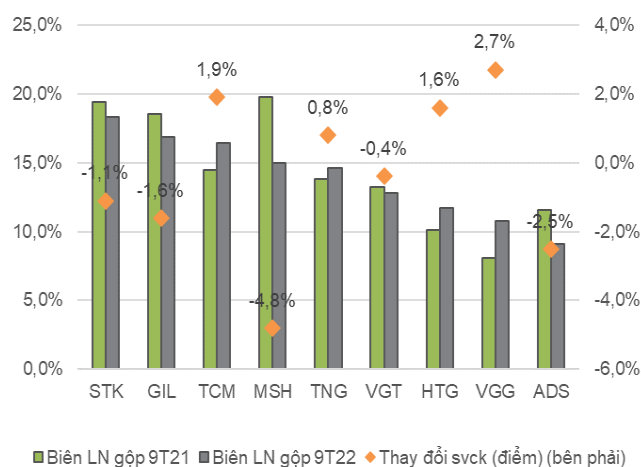
Biên LN gộp của các doanh nghiệp dệt may tăng nhẹ 0,3 điểm % chủ yếu nhờ giá nguyên vật liệu đầu vào giảm. Bên cạnh đó, chi phí tài chính của các công ty dệt may tăng vọt 126,9% svck do lỗ tỷ giá từ nhập khẩu nguyên vật liệu và nợ vay bằng USD. Nhìn chung, doanh thu và LN ròng của ngành trong 9T22 lần lượt tăng 23,6% svck và 41% svck. Đáng chú ý, một số công ty dệt may đã ghi nhận khoản lỗ lớn từ chênh lệch tỷ giá do đồng Euro suy yếu. Top các công ty ghi nhận tăng trưởng KQKD 9T22 mạnh nhất bao gồm: VGG (+255,3% svck), HTG (+130,3% svck) và TCM (+86,4% svck).

Hình 4: Biến động LN ròng của các công ty dệt may trong 9T22 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Fiipro VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Hầu hết các công ty dệt may đều có biên LN gộp giảm trong 9T22

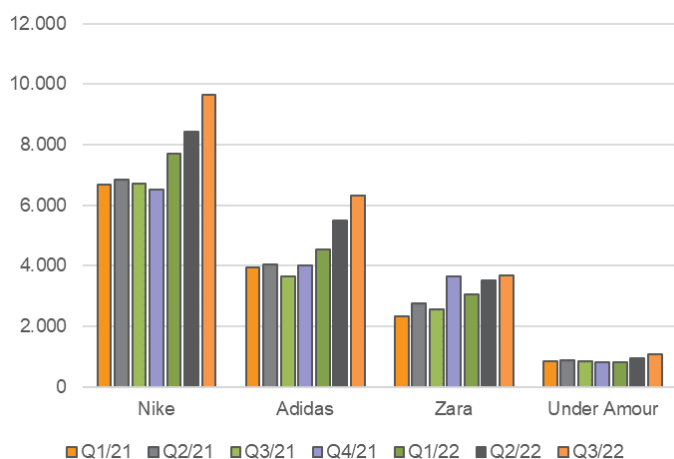


Nguồn: Fiipro VNDIRECT RESEARCH

### Nhu cầu toàn cầu dự kiến suy yếu vào năm 2023

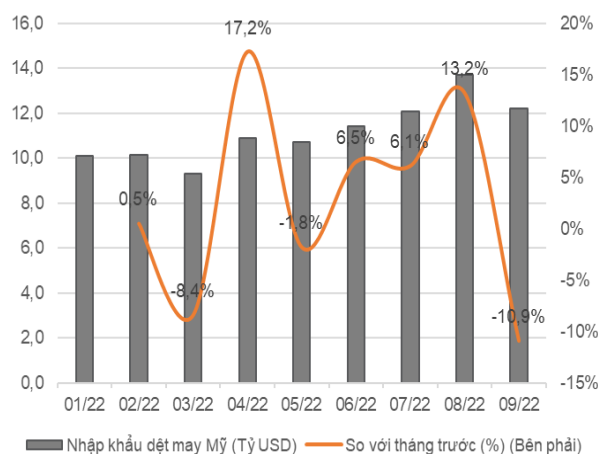
Kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam tăng trưởng tốt 17,3% svck trong 9T22 nhưng bắt đầu chậm lại trong Q3/22 (-2,9% so với quý trước). Chúng tôi kỳ vọng rằng nhu cầu của các thị trường xuất khẩu hàng đầu của Việt Nam, Mỹ, EU và thậm chí cả Trung Quốc, sẽ giảm hơn nữa vào năm 2023. Theo nghiên cứu thị trường của chúng tôi, các đơn hàng xuất khẩu của Việt Nam đã giảm kể từ T7/22 do lượng hàng tồn kho cao tại các nhà bán lẻ lớn của Mỹ như Adidas, Nike, ... Theo báo cáo hàng quý mới nhất, Adidas và Nike có mức tăng mạnh 44% svck và 35% svck về lượng hàng tồn kho do sức tiêu thụ yếu.

Hình 6: Tồn kho của các công ty thời trang thể thao tăng mạnh svck trong Q3/22 (đơn vị: triệu USD)



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Giá trị nhập khẩu của Mỹ trong tháng 9 năm 2022 giảm 10,9% svck



Nguồn: OTEXA, VNDIRECT RESEARCH

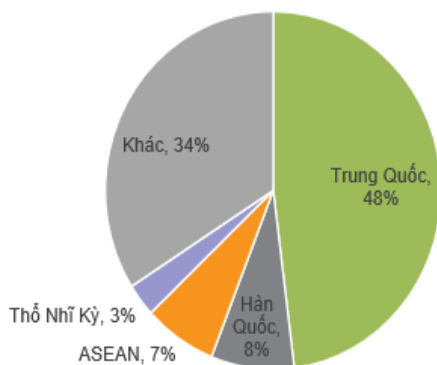
Nhìn chung, chúng tôi dự báo giá nguyên liệu đầu vào như sợi cotton, sợi polyester sẽ giảm 1%-3% svck vào năm 2023 do nhu cầu giảm kèm theo đó là giá dầu và giá bông cũng giảm. Tuy nhiên, với thách thức phía trước, chúng tôi cho rằng các công ty dệt may sẽ chuyển hướng sản xuất sang các mặt hàng có giá trị thấp hơn trong bối cảnh lạm phát tăng cao. Do đó, biên LN của các công ty dệt may sẽ giảm 0,8 -1,0 điểm % svck vào năm 2023.



### Việc Trung Quốc mở cửa trở lại có thể là một chất xúc tác cho sự phục hồi

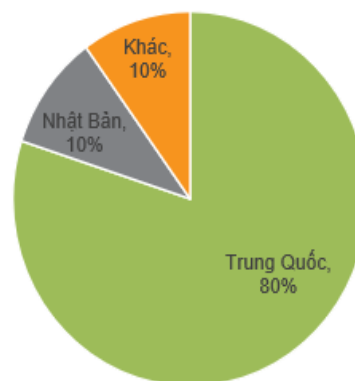
Chúng tôi kỳ vọng Trung Quốc sẽ sớm mở cửa nền kinh tế trở lại vào năm 2023. Theo đó, ngành sợi sẽ có xu hướng phục hồi trước do Trung Quốc là nhà nhập khẩu sợi chính của Việt Nam, chiếm 48% tổng giá trị xuất khẩu. Chúng tôi cho rằng các nhà sản xuất sợi có tỷ trọng xuất khẩu lớn sang Trung Quốc như CTCP Dệt Sợi Damsan (ADS) sẽ được hưởng lợi.

Hình 8: Kim ngạch xuất khẩu xơ, sợi theo thị trường năm 2021



Nguồn: MOIT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Thị phần xuất khẩu của ADS theo thị trường năm 2021



Nguồn: ADS, VNDIRECT RESEARCH

### EVFTA sẽ giảm thuế xuất khẩu sang EU

Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng triển vọng xuất khẩu dệt may sang EU sẽ sáng sủa hơn từ Q3/23 do các sản phẩm dệt may sẽ được giảm thuế nhập khẩu vào thị trường EU vào năm 2023 nhờ EVFTA. Theo Hiệp định thương mại tự do (FTA), các loại hàng may mặc bao gồm B3, B5, B7 sẽ được giảm thuế xuất khẩu 2%-4% vào năm 2023. Ủy ban châu Âu dự báo lạm phát khu vực đồng tiền chung châu Âu sẽ đạt 8,3% vào năm 2022, trước khi giảm xuống 4,3% vào năm 2023. Do đó, chúng tôi kỳ vọng một số doanh nghiệp dệt may xuất khẩu vest, sơ mi, quần, váy sang châu Âu như MSH, M10, VGG, TNG sẽ được hưởng lợi từ EVFTA.

Hình 10: Loại hình dệt may sẽ được giảm thuế xuất khẩu vào thị trường EU vào năm 2023

Sản phẩm	Sản phẩm của công ty	Loại	Thuế cơ sở	2021	2022	2023
Áo khoác và áo blazer từ sợi polyester	M10, MNB	B5	9,6%	8,0%	6%	4%
Váy, sơ mi từ sợi polyester	MSH	B3	9,6%	6,0%	3%	0%
Áo sơ mi nam và trẻ em từ sợi cotton	TNG, VGG	B7	9,6%	9,0%	7,5%	6%
Quần áo may bằng các loại vải thuộc nhóm 5602, 5603, 5903, 5906 hoặc 5907	TCM, MSH	B5	9,6%	8,0%	6%	4%

Nguồn: FTA, VNDIRECT RESEARCH

### Gỗ & Sản phẩm gỗ: Nhiều thách thức trước mắt

#### Cảm nhận được sức nóng từ lạm phát

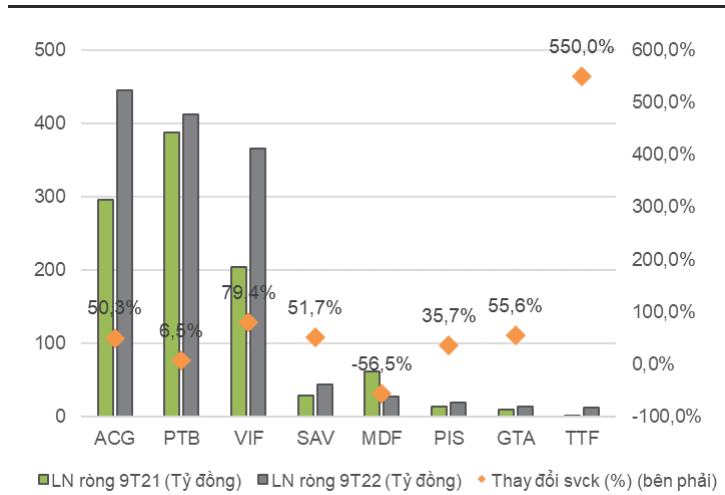
Dựa trên ước tính của chúng tôi, tổng doanh thu trong Q3/22 của các công ty G&SPG đã niêm yết giảm 10,2% so với quý trước và tăng 17,2% svck từ mức nền thấp trong Q3/21 khi chuỗi sản xuất và cung ứng bị gián đoạn do COVID-19.

Biên LN gộp giảm 0,3 điểm % do các công ty G&SPG giảm giá bán trong Q3/22 do nhu cầu suy yếu tại thị trường Mỹ. Chúng tôi nhận thấy tốc độ tăng trưởng LN ròng của nhóm DN gỗ xuất khẩu đã giảm tốc trong Q3/22. Trong đó, kết

quả kinh doanh của GDT và PTB bị ảnh hưởng nặng nề trong Q3/22 do lạm phát cao tại Mỹ và EU. Trong khi đó, các doanh nghiệp sản xuất gỗ trong nước như ACG, VIF ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực hơn trong Q3/22 nhờ 1) giá bán và tính kinh tế theo quy mô cao hơn và 2) việc ghi nhận LN từ các công ty liên doanh liên kết.

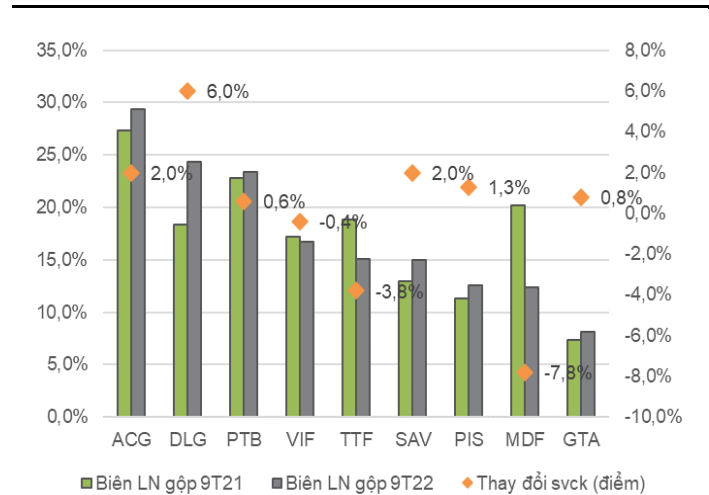
Nhìn chung, LN ròng của mảng gỗ trong 9T22 tăng trưởng 31,5% svck, vượt xa tốc độ tăng trưởng doanh thu (+12,5% svck) nhờ thu nhập bất thường từ lợi nhuận liên doanh liên kết của VIF.

**Hình 11: Tăng trưởng LN ròng của các công ty G&SPG trong 9T22**



Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 12: Hầu hết các công ty G&SPG đều có biên LN gộp tăng trưởng đáng kể trong 9T22**

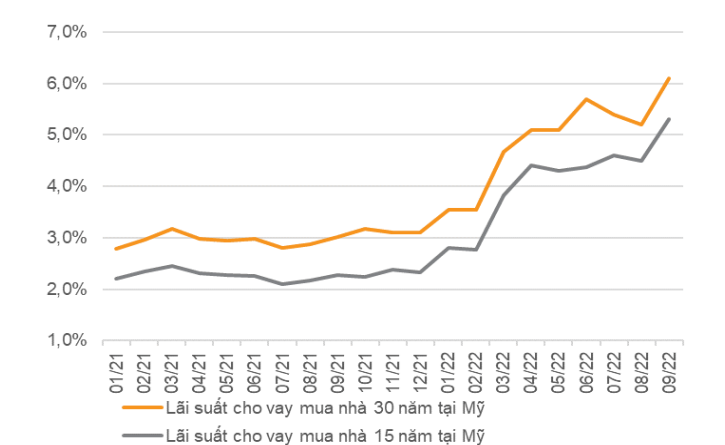


Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

**Nhu cầu nhà ở của Mỹ hạ nhiệt trong bối cảnh tỷ giá và giá cả ngày càng tăng**

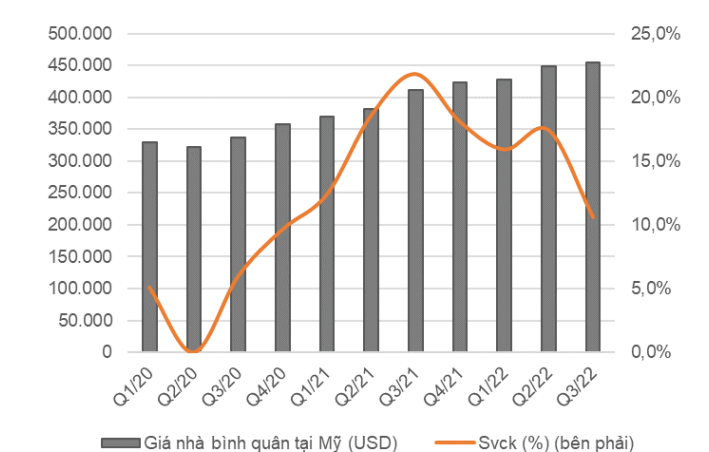
Lãi suất vay mua nhà tại Mỹ hiện ở mức 6,1% - trở lại mức cao nhất kể từ năm 2011, trong khi giá nhà trung bình ở mức 454.900 USD tăng 10,6% trong Q3/22 do nguồn cung thiếu hụt. Chúng tôi cho rằng lãi suất vay mua nhà và giá nhà tăng có thể làm giảm nhu cầu mua nhà và nội thất tại Mỹ trong năm 2023. Chúng tôi cho rằng doanh thu của các doanh nghiệp xuất khẩu gỗ như PTB, TTF, GDT sẽ giảm tốc vào năm 2023 do nhu cầu tại thị trường Mỹ suy yếu.

**Hình 13: Lãi suất cho vay mua nhà 30 năm Mỹ đạt 6,1% vào T9/22**



Nguồn: Freddie Mac, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 14: Giá nhà bình quân tại Mỹ đạt 459.000 USD trong Q3/22**



Nguồn: U.S. Census Bureau, VNDIRECT RESEARCH

Giá ván ép trong Q3/22 đạt 3,9 USD/tấm (-20,2% svck) do nhu cầu trên thị trường thế giới yếu. Chúng tôi cho rằng giá ván ép - nguyên liệu đầu vào chính của ngành G&SPG sẽ vẫn ở mức thấp trong khoảng 3,7 USD/tấm đến 4,0 USD/tấm do thị trường bất động sản không ổn định. Do đó, chúng tôi dự báo giá ván ép sẽ giảm 5% svck trong năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng rằng các công ty G&SPG sẽ phải giảm giá bán trung bình để thu hút nhiều khách hàng hơn. Do đó, chúng tôi dự báo biên LN gộp của ngành G&SPG sẽ giảm 0,5 - 0,8 điểm % vào năm 2023.

### Hóa chất cơ bản: Triển vọng tươi sáng hơn trong Q4/22 – 6T23

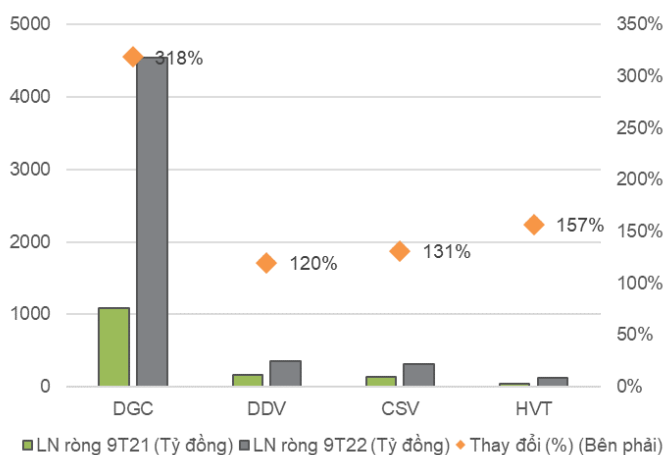
#### Tăng trưởng LN ròng của các công ty hóa chất cơ bản chậm lại trong Q3/22 do giá hàng hóa đạt đỉnh trong Q2/22

Giá một số hóa chất cơ bản như phốt pho, phân DAP, xút đã hạ nhiệt trong Q3/22 sau khi đạt đỉnh vào Q2/22. Giá phốt pho, DAP và xút giảm 30%, 21%, 20% so với mức đỉnh khiến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp hóa chất cơ bản trong Q3/22 giảm so với Q2/22.

DGC – doanh nghiệp sản xuất phốt pho và các sản phẩm từ phốt pho lớn nhất Việt Nam đạt 3.696 tỷ đồng doanh thu thuần (+75% svck và -8% so với quý trước). Trong Q3/22, biên LN gộp của DGC giảm 8,6 điểm % so với quý trước do 1) giá bán trung bình thấp hơn và 2) DGC tiến hành bảo trì các thiết bị sản xuất phốt pho. Do đó, LN ròng của DGC trong Q3/22 tăng mạnh 196% svck, nhưng giảm 21% khi so với quý trước, xuống 1.414 tỷ đồng.

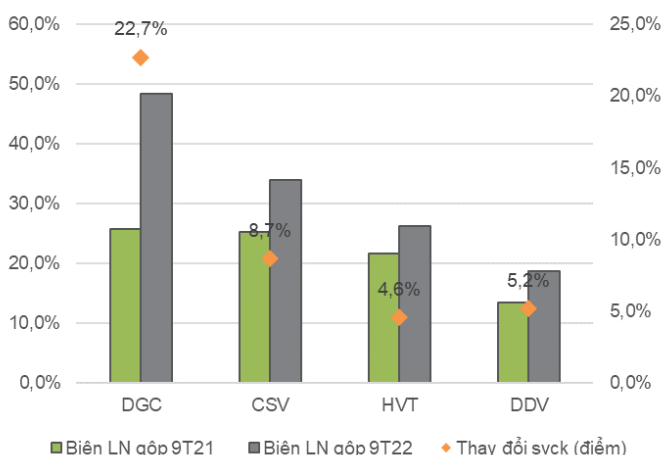
Trong khi CSV - một trong những doanh nghiệp sản xuất xút lớn nhất Việt Nam ghi nhận mức doanh thu thuần 574 tỷ đồng trong Q3/22 (+61% svck và +2% so với quý trước) lại chỉ đạt mức biên LN gộp 31,8% (+8,9 điểm % svck và -2,3 điểm % so với quý trước) do giá bán trung bình thấp hơn. Do đó, LN ròng của CSV đạt 101 tỷ đồng (+59% svck và -11,2% so với quý trước).

Hình 15: LN ròng các công ty hóa chất cơ bản 9T22



Nguồn: Fiipro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Biên LN gộp của các công ty hóa chất cơ bản tăng mạnh trong 9T22



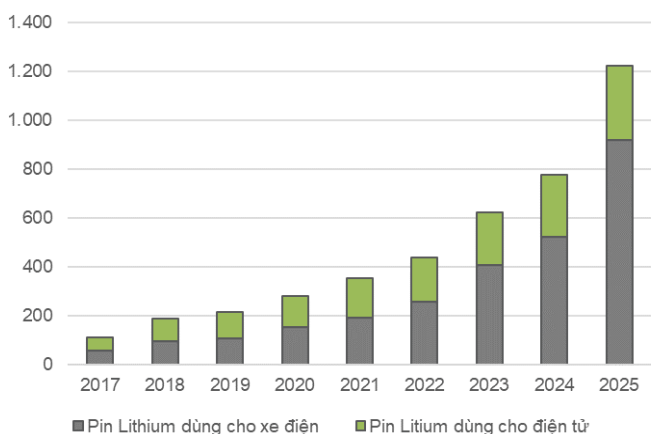
Nguồn: Fiipro, VNDIRECT RESEARCH

### Giá phốt pho vàng tăng trở lại trong Q4/22 do chính sách hạn chế sản xuất của Trung Quốc

Kể từ ngày 22 tháng 9, việc sản xuất phốt pho vàng ở Trung Quốc bị kiểm soát do các vấn đề về tiêu thụ năng lượng. Vân Nam - một trong 4 tỉnh sản xuất phốt pho vàng lớn nhất Trung Quốc đã thực hiện “Kế hoạch quản lý hiệu quả năng lượng từ ngày T10/22 đến T5/23 cho các ngành tiêu thụ năng lượng”. Theo đó, các doanh nghiệp sản xuất phốt pho vàng ở tỉnh Vân Nam sẽ giảm và ngừng sản xuất hoàn toàn. Tính đến T10/22, tỷ lệ hoạt động của các doanh

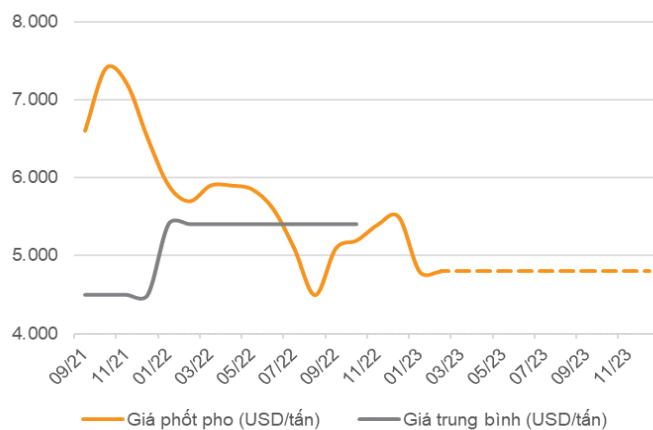
nghiệp phốt pho vàng ở Vân Nam đã giảm xuống còn khoảng 41%, giảm 28% so với giữa tháng 9. Trong khi sản lượng hàng ngày chỉ đạt 805 tấn (-41,8% so với giữa tháng 9). Như vậy, giá phốt pho T9/22 tăng 15,5% so với tháng trước, đạt 5.200 USD/tấn. Chúng tôi kỳ vọng giá phốt pho sẽ tiếp tục tăng trong Q4/22 và duy trì mức giá cao (5.200-5.500 USD/tấn) cho đến nửa đầu năm 2023 do 1) Vân Nam sẽ cắt giảm sản xuất phốt pho cho đến hết T5/23 và 2) Trung Quốc đẩy mạnh phát triển pin ắc quy Lithium Iron Phosphate. Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sản xuất phốt pho lớn như DGC sẽ tận dụng được lợi thế từ sự phục hồi của giá phốt pho.

Hình 17: Nhu cầu pin Lithium cho xe điện đạt 10,2% tăng trưởng kép trong 2017-25 (Đơn vị: tỷ USD)



Nguồn: Global data, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Chúng tôi kỳ vọng giá phốt pho sẽ đạt 4.800 USD/tấn vào năm 2023 (USD/tấn)

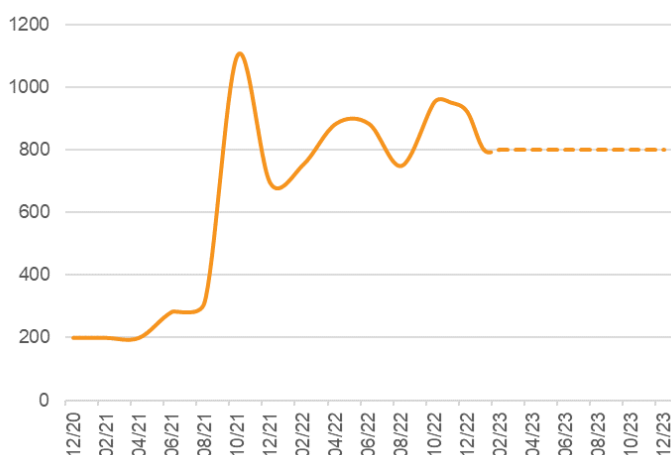


Nguồn: Businesses Analytiq, VNDIRECT RESEARCH

### Chúng tôi kỳ vọng giá xút tiếp tục ở mức cao vào năm 2023

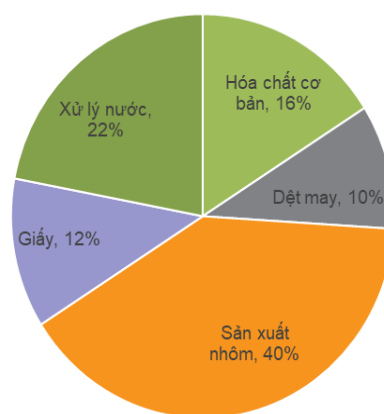
Giá xút trong nước phụ thuộc nhiều vào Trung Quốc do 40% nhu cầu xút tại Việt Nam được nhập khẩu từ Trung Quốc. Giá xút tại Trung Quốc tăng trở lại vào T9/22, đạt 850 USD/tấn (+13,2% so với tháng trước) do thiếu hụt năng lượng và nhu cầu nhôm đang cao ở Trung Quốc. Chúng tôi kỳ vọng giá xút sẽ duy trì ở mức cao cho đến Q2/23 do Trung Quốc tiếp tục thực hiện Zero-COVID và hạn chế sản xuất nhôm trong năm 2023. Chúng tôi dự báo giá xút sẽ đạt khoảng 800-900 USD/tấn trong Q4/22-nửa đầu năm 2023 trước khi giảm dần trong nửa sau năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng các DN sản xuất xút trong nước như CSV sẽ duy trì được mức LN ròng cao từ Q4/22 đến nửa đầu năm 2023.

Hình 19: Chúng tôi dự báo xút đạt 800 USD/tấn vào năm 2023 (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 20: Sản phẩm đầu ra của Xút 2021



Nguồn: Tổng cục thống kê Trung Quốc, VNDIRECT RESEARCH

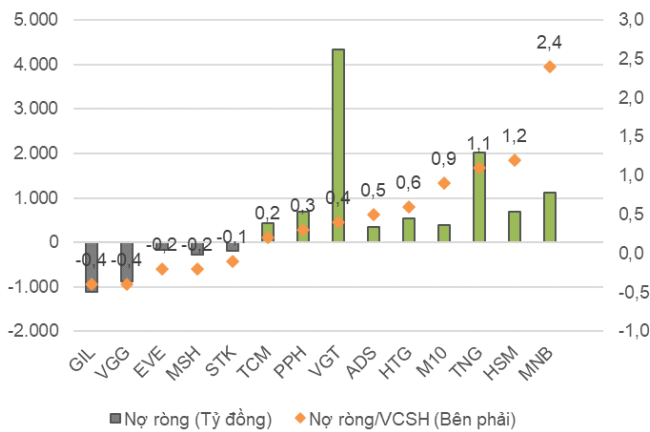


### Tác động hai chiều của biến động tỷ giá và tăng lãi suất đến các doanh nghiệp xuất khẩu

Đồng USD đang mạnh lên khi Fed thắt chặt chính sách tiền tệ để đối phó với lạm phát tăng cao. VND đã mất giá ~8,3% so với USD trong 10 tháng đầu năm. Chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp xuất khẩu ròng và không nợ có vay USD như DGC và GIL sẽ được hưởng lợi từ việc đồng USD mạnh hơn. Trong khi các doanh nghiệp có tỷ trọng nợ USD cao như PTB, MSH, STK sẽ chịu lỗ tỷ giá vào năm 2023.

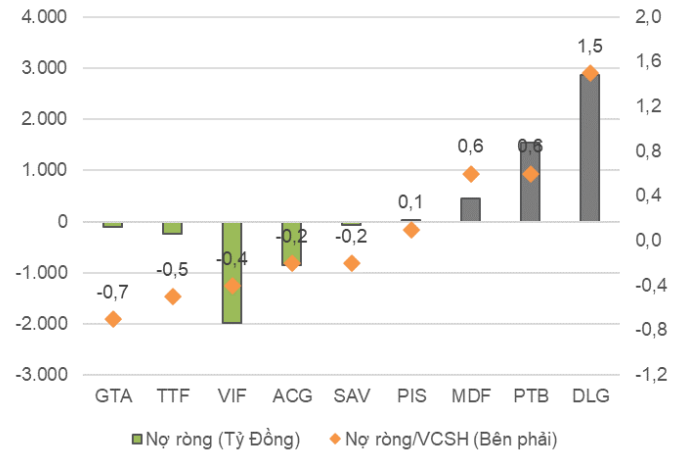
Ngoài ra, lãi suất tiền gửi ở nhiều kỳ hạn tại các ngân hàng đã tăng bình quân 1,5%-2,0%/năm kể từ đầu năm. Chúng tôi kỳ vọng rằng các doanh nghiệp có tiền mặt ròng dương và tỷ lệ nợ ròng/VCSH thấp như DGC, ACG, VIF có khả năng được hưởng lợi do thu nhập từ lãi cao hơn. Trong khi LN ròng của VGT, TNG, PTB sẽ bị ảnh hưởng bởi phải trả nhiều lãi vay hơn trong năm 2023.

Hình 21: Hầu hết các doanh nghiệp dệt may sẽ phải đối mặt với rủi ro lãi suất do nợ ròng cao



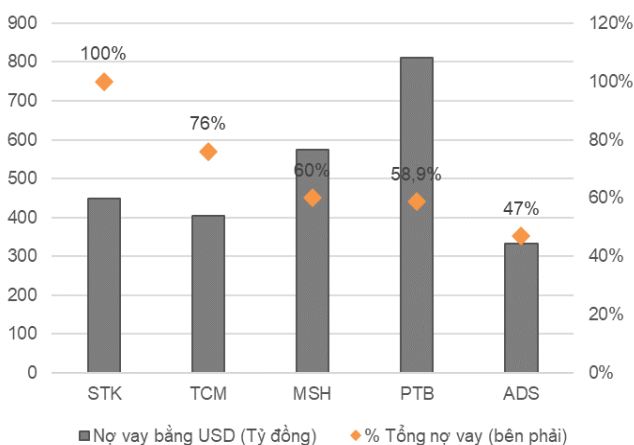
Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Nợ ròng và tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của các công ty G&SPG tính đến ngày 30/09/2022



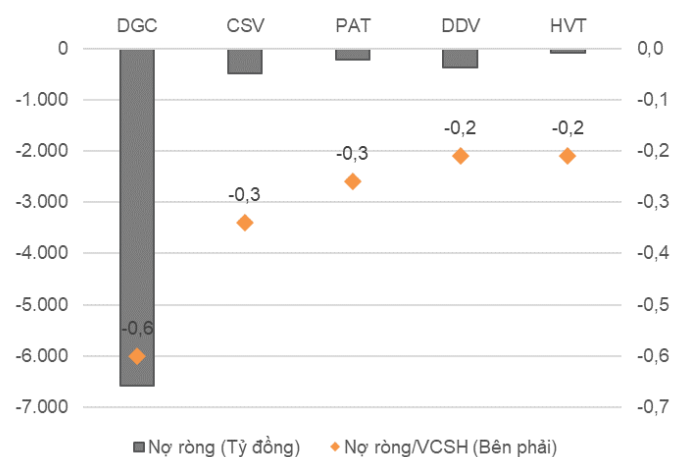
Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Doanh nghiệp xuất khẩu có nợ vay bằng USD cao tại thời điểm 30/09/2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 24: Các công ty hóa chất cơ bản đều có lượng tiền mặt ròng dương tính đến 30/09/2022



Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

### Rủi ro đầu tư


Ngày 2/11, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) tiếp tục nâng lãi suất lên 0,75 điểm %. Đây là lần tăng lãi suất thứ 4, đưa lãi suất đồng USD lên mức cao nhất 3,75-4% kể từ ngày 08/01. Lạm phát kéo dài dự kiến ở Mỹ sẽ làm giảm nhu

cầu mua sắm các sản phẩm không thiết yếu. Ngoài ra, những thay đổi về thuế phốt pho trong hoặc ngoài nước cũng gây ảnh hưởng đến biên LN gộp các doanh nghiệp sản xuất phốt pho.

### Chúng tôi ưa thích DGC

Chúng tôi thích công ty có cơ cấu tài chính vững chắc trong bối cảnh lãi suất và tỷ giá hối đoái tăng cao như hiện nay. Ngoài ra, chúng tôi cũng ưu tiên các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ ròng/VCSH thấp, tỉ trọng vay USD hoặc lỗ tỷ giá thấp và có khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào. Do đó, chúng tôi ưa thích DGC.

Hình 25: Ý tưởng đầu tư

STT	Mã	Giá mục tiêu (đ/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
				
1	DGC	79.200	Khả quan	<p>(1) DGC được hưởng lợi từ việc tăng lãi suất huy động và tỷ giá USD/VND. DGC không có nợ USD và tỉ lệ tiền mặt ròng/cổ phiếu là 17.703 đ/cp tính đến Q3/22. Chúng tôi thấy rằng DGC có thể tài trợ cho dự án Chlor-alkali-vinyl vào năm 2023 mà không cần đi vay. Hơn nữa, 80% doanh thu của DGC được thanh toán bằng USD, trong khi chỉ 40% giá vốn hàng bán là USD. Điều này giúp hỗ trợ biên LN gộp của DGC vào năm 2023.</p> <p>(2) Giai đoạn 1 của dự án Chlor-alkali-vinyl (CAV) hoàn thành vào Q3/24 sẽ trở thành động lực tăng trưởng doanh thu chính cho DGC; đóng góp 15% doanh thu hàng năm và đưa nhà máy natri hydroxit của DGC trở thành nhà máy số 1 về công suất thương mại tại Việt Nam. Do các doanh nghiệp sản xuất CAV tại Việt Nam hiện nay chủ yếu là quy mô nhỏ hoặc phi thương mại và đòi hỏi vốn đầu tư lớn, chúng tôi cho rằng DGC sẽ tiếp tục vị thế dẫn đầu trong giai đoạn 2025-28.</p> <p>(3) Giá cổ phiếu DGC đã giảm 33,2% kể từ T8/22 khi thị trường điều chỉnh. Hiện tại, DGC được giao dịch ở mức P/E năm 2023 là 4,6 lần, được chiết khấu 54% so với mức trung bình 3 năm là 10,3 lần. Chúng tôi cho rằng mức định giá này là tương đối hấp dẫn đối với doanh nghiệp đứng số 1 về sản xuất phốt pho và các sản phẩm làm từ phốt pho và không chịu rủi ro về lãi suất và tỷ giá.</p>
2	ACG	69.200	Khả quan	<p>(1) Chúng tôi đánh giá ACG là một doanh nghiệp ít bị ảnh hưởng bởi lãi suất và tỷ giá hối đoái tăng cao. Bảng cân đối kế toán của ACG khá lành mạnh với tỷ lệ Nợ vay/VCSH thấp ở mức 16%, rủi ro tỷ giá thấp do 70% nguyên liệu đầu vào của ACG được mua từ các đối tác trong nước.</p> <p>(2) Chúng tôi lạc quan về triển vọng doanh thu xuất khẩu dài hạn của ACG (2023-25) vì trong Q2/22, ACG đã ký kết hợp tác với chi nhánh bất động sản tại Mỹ của Sumitomo - một cổ đông chiến lược của ACG - điều này sẽ giúp thúc đẩy mảng xuất khẩu của ACG trong tương lai vào giai đoạn 2023-24.</p> <p>(3) Giá cổ phiếu ACG đã giảm 37,9% kể từ T10/22. Hiện tại, ACG được giao dịch với P/E 12 tháng là 8,2 lần, được chiết khấu 56,6% so với mức trung bình 3 năm là 18,9 lần. Chúng tôi cho rằng mức định giá này là hấp dẫn đối với một doanh nghiệp đang đứng đầu ngành gỗ chế biến thị trường nội địa và đang có kế hoạch phủ sóng toàn bộ 63 tỉnh thành trong Q3/23.</p>
3	PTB	58.400	Khả quan	<p>(1) Chúng tôi dự phóng EPS các mảng cốt lõi (không bao gồm bất động sản) đạt tăng trưởng kép giai đoạn 2021-24 lên 13,2%, được hỗ trợ bởi sự phục hồi của mảng kinh doanh gỗ và đá cũng như đóng góp của đá thạch anh cao hơn trong năm 2024.</p> <p>(2) Chúng tôi dự phóng LN ròng của PTB lần lượt tăng 14,1%/15,4% svck trong giai đoạn 2024-25.</p> <p>(3) Giá cổ phiếu PTB đã giảm 42,2% so với đầu năm. Hiện tại, PTB được giao dịch ở mức P/E năm 2023 là 5,4 lần, tức đã được chiết khấu 31% so với mức trung bình 3 năm là 8,3 lần. Chúng tôi cho rằng mức định giá này là tương đối hấp dẫn đối với một công ty gỗ xuất khẩu hàng đầu Việt Nam với công suất lớn và năng lực đã được chứng minh.</p>
4	STK	38.000	Khả quan	<p>(1) Chúng tôi dự kiến nhà máy Unitex giai đoạn 1 sẽ đi vào hoạt động thương mại vào Q4/23. Tổng sản lượng tiêu thụ trong năm 2023 dự kiến đạt 76.800 tấn/năm để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng đối với sợi tái chế vào năm 2024.</p> <p>(2) Chúng tôi dự phóng LN ròng của STK trong giai đoạn 2023-24 sẽ tăng lần lượt 10,9%/17,2%</p> <p>(3) Giá cổ phiếu STK giảm 45,5% kể từ đầu năm và hiện được giao dịch ở mức P/E 12 tháng là 7,8 lần. Chúng tôi cho rằng mức định giá này tương đối hấp dẫn với một trong những doanh nghiệp sản xuất sợi lớn nhất Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng STK sẽ là cổ phiếu phục hồi đầu tiên khi nhu cầu trên thế giới hồi phục.</p>
5	TCM	42.000	Trung lập	<p>(1) Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của TCM sẽ tăng 10,3% svck trong năm 2023 nhờ 1) giá nguyên liệu đầu vào giảm và 2) nhà máy Vĩnh Long 2 đóng góp nhiều hơn.</p> <p>(2) Giá cổ phiếu TCM giảm 20,8% kể từ đầu năm và hiện được giao dịch ở mức P/E 12 tháng 15,1 lần. Chúng tôi cho rằng mức định giá này vẫn còn quá cao để giải ngân.</p>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 26: Dự phóng KQKD 2022-24**

	DGC			ACG			PTB		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu (Tỷ đồng)	15.119	13.689	13.802	4.178	4.575	5.255	6.915	6.518	7.318
% svck	58,0%	-9,5%	0,8%	26,9%	9,5%	14,9%	6,5%	-5,7%	12,3%
Biên LN gộp (%)	44,7%	38,7%	34,2%	28,9%	28,2%	28,6%	23,1%	21,9%	21,9%
Biên EBITDA (%)	40,5%	34,6%	28,3%	22,3%	21,4%	21,0%	9,7%	7,3%	7,1%
LN ròng	5.676	4.426	3.820	617	652	758	549	453	517
% svck	136,0%	-22,0%	-13,7%	36,8%	5,7%	16,2%	7,2%	-17,5%	14,1%
EPS (đ/cp)	5.982	7.042	8.273	4.253	4.495	5.225	7.777	6.416	7.322
BVPS (đ/cp)	30.577	40.233	48.101	30.699	31.414	32.300	37.378	41.751	47.091
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	17.300	14.231	13.210	7.363	9.572	8.354	-25.426	-22.639	-23.245
Nợ/VCSH	0,08	0,06	0,20	0,20	0,29	0,22	0,62	0,90	0,72
Tỷ suất cổ tức (%)	5,1%	3,3%	3,3%	6,6%	6,6%	6,6%	2,6%	2,6%	2,6%
ROAE (%)	65,2%	33,7%	23,3%	6,1%	7,6%	7,9%	15,5%	15,4%	17,4%
ROAA (%)	51,4%	27,9%	30,2%	3,3%	4,2%	4,1%	11,8%	11,9%	11,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 27: Dự phóng KQKD 2022-24 (Tiếp)**

	STK			TCM		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu (Tỷ đồng)	2.265	2.614	3.569	6.915	6.518	7.318
% svck	4,7%	22,2%	36,5%	15,9%	16,8%	16,8%
Biên LN gộp (%)	19,5%	20,2%	17,9%	15,9%	16,8%	16,8%
Biên EBITDA (%)	19,9%	20,7%	20,0%	9,7%	7,3%	7,1%
LN ròng	255	327	394	289	353	362
% svck	-8,5%	28,4%	20,4%	106,0%	22,1%	2,5%
EPS (đ/cp)	3.122	3.991	4.813	3.286	4.314	4.415
BVPS (đ/cp)	17.694	19.696	22.951	23.219	24.661	26.789
Nợ vay/VCSH	0,31	0,53	0,64	0,62	0,73	0,48
Tỷ suất cổ tức (%)	5,5%	5,5%	5,5%	2,2%	2,2%	2,2%
ROAE (%)	18,9%	18,0%	18,1%	14,1%	17,4%	16,4%
ROAA (%)	12,4%	11,9%	10,9%	7,1%	8,5%	8,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: So sánh các công ty cùng ngành trong ngành xuất khẩu

Công ty	Mã CK	Giá mục		Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (lần)			P/B (lần)			Tăng trưởng EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)	
		Giá hiện tại	Nội tệ			Nội tệ	Triệu USD	Trượt 12T	2022	2023	Hiện tại		2022	2023	2022	2023
<b>Dệt may</b>																
CTCP May Thành Công	TCM VN	44.900	42.000	Trung lập	179,3	21,7	N/A	N/A	1,9	1,7	1,6	-3,4	14,1	17,4	7,1	8,5
CTCP May Nhà Bè	MNB VN	19.500	N/A	N/A	67,0	63,6	N/A	N/A	0,9	N/A	N/A	-35,6	2,1	N/A	0,4	N/A
CTCP Đầu tư & Thương mại TNG	TNG VN	12.200	N/A	N/A	143,9	5,3	4,0	3,8	0,8	N/A	N/A	6,5	19,0	17,9	6,4	5,9
CTCP Mirae	KMR VN	2.770	N/A	N/A	13,0	12,6	N/A	N/A	0,2	N/A	N/A	4986,7	2,3	N/A	1,4	N/A
CTCP May Sóng Hồng	MSH VN	37.000	N/A	N/A	113,5	6,2	7,9	7,4	1,6	1,5	1,3	20,7	25,5	19,7	12,0	9,4
Tập Đoàn Dệt may Việt Nam	VTG VN	10.200	N/A	N/A	495,7	7,0	N/A	N/A	0,5	N/A	N/A	72,8	11,6	N/A	4,1	N/A
CTCP May Việt Tiến	VGG VN	31.200	N/A	N/A	25,5	31,9	N/A	N/A	0,7	N/A	N/A	-41,0	3,1	N/A	1,7	N/A
CTCP Sợi Thế Kỳ	STK VN	25.800	38.000	Khả quan	84,0	7,8	7,3	7,0	1,4	1,3	1,2	20,3	18,9	18,0	12,4	11,9
<i>Trung bình</i>						16,8	6,4	6,1	1,0	1,5	1,4	628,4	13,9	22,3	5,7	8,9
<i>Trung vị</i>						9,5	7,3	7,0	0,9	1,5	1,3	13,4	12,8	18,8	5,2	9,0
<b>Gỗ và sản phẩm gỗ</b>																
CTCP Phú Tài	PTB VN	37.350	58.400	Khả quan	181	5,9	5,1	4,6	0,9	0,8	0,6	11,8	15,5	15,4	11,8	11,9
CTCP Gỗ An Cường	ACG VN	35.900	68.300	Khả quan	28	7,9	8,4	8,0	1,3	1,2	1,1	na	6,1	7,6	4,2	4,1
TCT Lâm nghiệp Việt Nam	VIF VN	12.100	N/A	N/A	175	6,5	N/A	N/A	0,9	N/A	N/A	-28,6	N/A	N/A	N/A	N/A
Gỗ MDF VRG Quảng Trị	MDF VN	8.600	N/A	N/A	30	6,9	N/A	N/A	0,7	N/A	N/A	81,3	N/A	N/A	N/A	N/A
CTCP Đức Long Gia Lai	DLG VN	2.010	N/A	N/A	137	7,0	N/A	N/A	0,3	N/A	N/A	-462,8	N/A	N/A	N/A	N/A
CTCP Chế biến gỗ Thuận An	GTA VN	13.250	N/A	N/A	6	6,6	N/A	N/A	0,8	N/A	N/A	-3,0	N/A	N/A	N/A	N/A
CTCP Tập đoàn Kỹ nghệ Gỗ Trường Thành	TTF VN	4.320	N/A	N/A	73	80,2	N/A	N/A	2,8	N/A	N/A	na	N/A	N/A	N/A	N/A
<i>Trung bình</i>						17,3	6,8	6,3	1,1	1,0	0,9	(80,3)	10,8	11,5	8,0	8,0
<i>Trung vị</i>						6,9	6,8	6,3	0,9	1,0	0,9	(3,0)	10,8	11,5	8,0	8,0
<b>Hóa chất cơ bản</b>																
CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang	DGC VN	51.100	79.200	Khả quan	576	3,5	3,3	4,2	1,8	1,6	1,4	52,8	65,2	33,7	51,4	27,9
CTCP Hóa chất Việt Trì	HVT VN	46.800	N/A	N/A	19	4,0	N/A	N/A	1,3	N/A	N/A	8,5	N/A	N/A	N/A	N/A
CTCP Hóa chất Miền Nam	CSV VN	28.700	N/A	N/A	37	4,0	N/A	N/A	0,9	N/A	N/A	-3,2	N/A	N/A	N/A	N/A
CTCP DAP-VINACHEM	DDV VN	8.600	N/A	N/A	45	7,8	N/A	N/A	0,7	N/A	N/A	na	N/A	N/A	N/A	N/A
<i>Trung bình</i>						4,8	3,3	4,2	1,2	1,6	1,4	19,4	65,2	33,7	51,4	27,9
<i>Trung vị</i>						4,0	3,3	4,2	1,1	1,6	1,4	8,5	65,2	33,7	51,4	27,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (Dữ liệu ngày 14/12/2022)



## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Đức Hào – Chuyên viên Phân tích

Email: [hao.nguyenduc@vndirect.com.vn](mailto:hao.nguyenduc@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>