

**Báo cáo ngành**

Ngày 15/12/2022



**TIÊU DÙNG: KHI HẦU BAO THẮT CHẶT**

- Chi tiêu của người tiêu dùng đang chậm lại dự kiến đến Q3/23 trong bối cảnh xuất khẩu tăng trưởng chậm, lãi suất tăng và đồng VND yếu.
- Theo quan điểm của chúng tôi, nhóm hàng hóa xa xỉ có thể ít rủi ro hơn trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng chung suy giảm.
- Các cổ phiếu đáng chú ý là các cổ phiếu đầu ngành có tài chính tốt và ít bị ảnh hưởng bởi việc giảm sức cầu, gồm PNJ và VRE.

**Tích cực tới hiện tại, nhưng chuẩn bị cho giai đoạn hầu bao thắt chặt**

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tăng trưởng tốt, ở mức 25,3% svck trong 10T22, phần lớn nhờ vào mức nền thấp trong 2021. Chúng tôi nhận thấy một số dấu hiệu cho thấy người tiêu dùng đang thắt chặt hầu bao trong bối cảnh lãi suất tăng và sự suy yếu của các ngành thâm dụng lao động (da giày, dệt may, ...). Chúng tôi cho rằng tình trạng suy thoái này có thể kéo dài đến Q3/23 khi lãi suất dự kiến sẽ giảm và việc tăng lương tối thiểu sẽ tạo ra một động lực nhẹ cho tiêu dùng hàng hóa.

**Các nhà bán lẻ hoãn mở rộng để củng cố tài chính**

Theo chúng tôi tìm hiểu, việc mở rộng kinh doanh của một số nhà bán lẻ lớn đang dừng lại hoặc giảm tốc trong bối cảnh lo ngại về suy thoái kinh tế. Việc mở rộng chuỗi nhà thuốc An Khang của MWG đã bị trì hoãn kể từ Q3/22; số lượng cửa hàng Bách Hóa Xanh, Circle K cũng có mức giảm so với đầu năm cho thấy sự thận trọng của các chuỗi bán lẻ trước diễn biến thị trường hiện tại. Do đó, các công ty tiêu dùng niềm yết có xu hướng duy trì tình hình tài chính tốt hơn với đòn bẩy thấp và vị thế tiền mặt rủng.

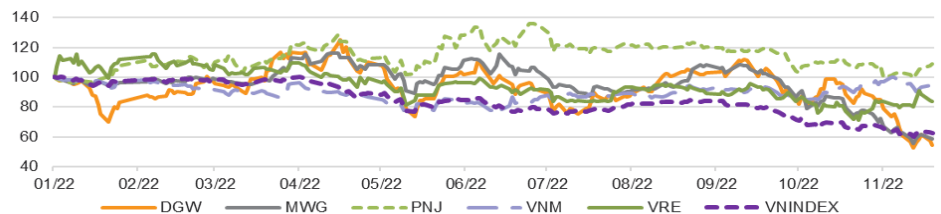
**Nhóm hàng hóa xa xỉ có thể ít rủi ro hơn trong bối cảnh nhu cầu suy giảm**

Dù vẫn còn ở giai đoạn sơ khởi nhưng thị trường xa xỉ Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng đáng kể nhờ sự gia tăng của tầng lớp người dân thu nhập cao ngày càng có nhu cầu lớn hơn đối với các mặt hàng xa xỉ. Thông thường, những tầng lớp giàu có thường là nhóm cuối cùng cảm nhận được tác động tiêu cực vào tiêu dùng do quy mô tài sản nắm giữ của họ thường rất lớn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các công ty bán lẻ có các mảng kinh doanh với phân khúc cao cấp có thể gặp ít rủi ro hơn từ việc cắt giảm hầu bao.

**Cổ phiếu ưa thích: PNJ và VRE**

Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu có 1) vị thế tiền mặt rủng để ít rủi ro hơn các cổ phiếu khác trong thời điểm không ổn định và 2) ít bị ảnh hưởng bởi sự suy giảm nhu cầu tiêu dùng so với các công ty cùng ngành nhờ hoạt động kinh doanh với phân khúc hàng xa xỉ. Vì vậy, chúng tôi cho rằng PNJ và VRE là những cổ phiếu hấp dẫn để đưa vào danh mục. Tiềm năng tăng giá: nhu cầu tiêu dùng mạnh hơn dự phóng, tác động từ việc tăng tỷ giá và lãi suất thấp hơn dự phóng hay sự gián đoạn nguồn cung các sản phẩm Apple nhanh chóng được giải quyết. Rủi ro giảm giá: chi tiêu của người tiêu dùng sụt giảm lâu hơn dự kiến hoặc gián đoạn nguồn cung các sản phẩm Apple, tác động tỷ giá và lãi suất tăng mạnh hơn so với dự phóng.

**Hình 1: Tăng trưởng giá một số cổ phiếu tiêu dùng và VNIndex trong năm 2022**



Chuyên viên phân tích:



**Phan Như Bách**

bach.phannhu@vndirect.com.vn

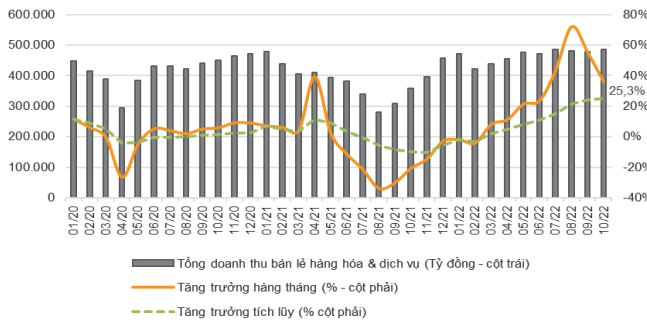
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Vấn tích cực cho tới hiện tại**

Theo Tổng cục Thống kê, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tăng trưởng tốt ở mức 25,3% svck trong 10T22, phần lớn nhờ mức nền thấp của năm 2021. Nếu loại trừ yếu tố giá, doanh số bán lẻ hàng hóa tăng 16,8% svck, cao hơn cả mức trước đại dịch. Việt Nam đã nối lại các chuyến bay quốc tế từ Q1/22, doanh thu từ du lịch đã tăng gấp đôi so với năm 2021 và phục hồi tới 78% so với mức trước đại dịch.

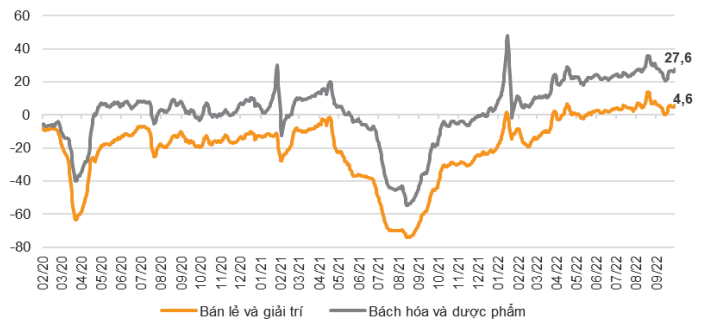
Theo dữ liệu của Google, xu hướng di chuyển đến cửa hàng bán lẻ và giải trí của Việt Nam đã vượt mức trước dịch 4,6% và xu hướng di chuyển đến cửa hàng tạp hóa và hiệu thuốc đã tăng 27,5% so với trước dịch.

**Hình 2: Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tăng 25,3% svck trong 10T22**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK

**Hình 3: Xu hướng di chuyển từ năm 2020 – 10/22 cho thấy xu hướng di chuyển đã phục hồi về mức trước dịch bệnh (% so với mức trước dịch)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Google

Tiêu dùng người dân hồi phục thể hiện qua kết quả kinh doanh 9T22 của các doanh nghiệp bán lẻ và đồ uống. Trong Q3/22, PNJ ghi nhận 252 tỷ đồng lãi ròng, từ khoản lỗ 160 tỷ đồng vào Q3/21 còn VRE ghi nhận lợi nhuận ròng tăng gấp 32 lần svck. Lưu ý rằng Việt Nam thực hiện giãn cách xã hội nghiêm ngặt trong Q3/21. Lợi nhuận ròng của SAB cũng tăng trưởng gấp 2,0 lần svck trong Q3/22 và tăng 76,9% svck trong 9T22.

Trong khi đó, các nhà sản xuất thực phẩm có kết quả kinh doanh chậm lại svck do không còn nhu cầu dự trữ cao như trong Q3/21 và giá đầu vào tăng (ngũ cốc, bột sữa nguyên kem,...).

**Hình 4: KQKD Q3/22 và 9T22 của ngành tiêu dùng và một số cổ phiếu tiêu biểu**

	Tăng trưởng doanh thu Q3/22	Xu hướng tăng trưởng doanh thu từ Q1-Q3	Tăng trưởng LN ròng Q3/22	Tăng trưởng LN ròng 9T22	Xu hướng tăng trưởng LN ròng từ Q1-Q3
<b>Đồ uống</b>	<b>81,0%</b>		<b>161,7%</b>	<b>68,0%</b>	
SAB	101,7%		202,3%	76,9%	
<b>Bán lẻ</b>	<b>57,7%</b>		<b>128,4%</b>	<b>36,4%</b>	
MWG	31,6%		15,3%	4,3%	
PNJ	739,7%		từ lỗ sang lãi	132,6%	
FRT	54,4%		80,9%	174,1%	
DGW	58,6%		68,2%	60,0%	
PET	17,7%		-5,5%	-12,9%	
VRE	154,8%		3.204,2%	63,0%	
<b>Thực phẩm</b>	<b>2,2%</b>		<b>-13,8%</b>	<b>3,4%</b>	
VNM	-0,7%		-21,5%	-20,3%	
MSN	-17,3%		-52,7%	46,8%	
<b>Toàn thị trường</b>	<b>29,6%</b>		<b>17,4%</b>	<b>21,4%</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Fiiipro

**Chuẩn bị cho sự sụt giảm trong tiêu dùng người dân**

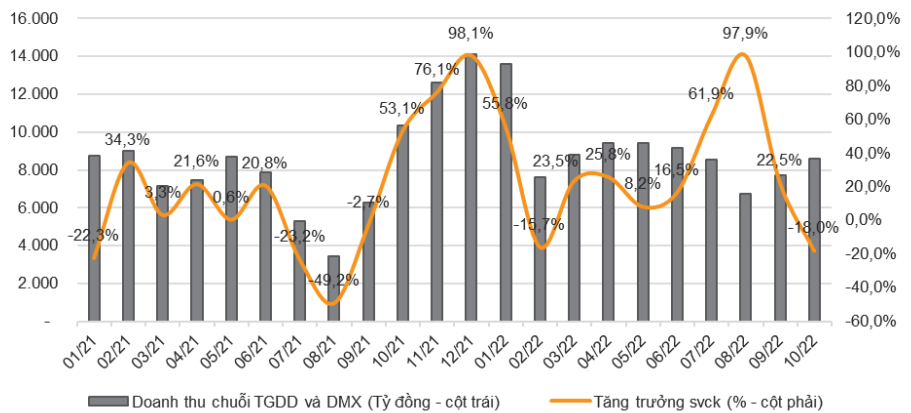
Chúng tôi tin rằng xu hướng cầu tiêu dùng dồn nén đang giảm dần trong môi trường lãi suất tăng và đồng VND yếu khiến người tiêu dùng phải thắt chặt hầu bao. Bên cạnh đó, chúng ta thấy “hiệu ứng tài sản” - hiện tượng tâm lý liên quan đến sự thay đổi trong cách thức chi tiêu của người tiêu dùng khi giá trị tài sản chưa thực hiện gia tăng mạnh khi tất cả các kênh đầu tư (thị trường chứng khoán, thị trường bất động sản, thị trường trái phiếu, thị trường tài sản kỹ thuật số...) đều tăng trưởng mạnh mẽ vào năm 2021. Vì thế, khi tất cả các thị trường này đều bước vào giai đoạn điều chỉnh mạnh trong năm nay, khiến giá trị tài sản chưa thực hiện quay đầu giảm sẽ làm giảm sức tiêu dùng người dân.

Hầu hết các ngành thâm dụng lao động đang phải đối mặt với những áp lực lớn. Tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam được dự báo sẽ giảm tốc trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu suy yếu khiến dệt may, da giày, nuôi trồng thủy sản, chế biến gỗ... phải thu hẹp quy mô sản xuất.

Từ cuối T11/22, nhà sản xuất giày dép Đài Loan, Công ty TNHH PouYuen Việt Nam - công ty lớn nhất TP.HCM về số lượng lao động với hơn 50.000 công nhân đã cho công nhân nghỉ luân phiên trong 3 tháng tới do cắt giảm đơn hàng. Theo Sở LĐTBXH tỉnh Bình Dương - một trong những trung tâm công nghiệp phía Nam, trong 10T22, khoảng 28.000 công nhân phải tạm hoãn hợp đồng lao động và 240.000 người bị giảm giờ làm, tương đương khoảng 20% lực lượng lao động tại Bình Dương bị ảnh hưởng bởi suy thoái và tỷ trọng này có thể tăng lên trong thời gian tới.

Một số nhà bán lẻ phát đi tín hiệu về sự sụt giảm chi tiêu của người tiêu dùng kể từ T10/22. MWG công bố KQKD tháng 10 với sự sụt giảm rõ rệt về nhu cầu của người tiêu dùng đối với các sản phẩm điện tử tiêu dùng và điện thoại di động, trong khi mảng tạp hóa vẫn đang trong giai đoạn phục hồi. Doanh thu T10/22 của MWG đạt 10.884 tỷ đồng (+3,3% so với tháng trước, -10,7% svck) mặc dù bước vào mùa tiêu thụ cao điểm Q4/22 và chuẩn bị cho các sự kiện lớn như World Cup. DGW cũng công bố kết quả sơ bộ tháng 10 cho thấy doanh thu giảm 40% svck do doanh số bán điện thoại thông minh và các sản phẩm điện tử tiêu dùng (TV) thấp hơn kế hoạch.

**Hình 5: Doanh thu hàng tháng chuỗi Thế giới di động & Điện Máy Xanh từ 2021-10/22**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Chúng tôi ước tính tiêu dùng Việt Nam sẽ bị ảnh hưởng mạnh trong nửa đầu năm 2023 và dần phục hồi đà tăng trưởng kể từ Q3/23 nhờ 1) tốc độ tăng lãi suất sẽ chậm lại trong năm 2023 khi lãi suất điều hành Fed dần hạ nhiệt, 2) biến động vĩ mô tại Việt Nam đang dần ổn định, giúp nâng cao niềm tin tiêu dùng của người dân, 3) tiêu dùng phục hồi tại khu vực EU và Hoa Kỳ mang lại đơn hàng cho các khu công nghiệp Việt

Nam và 4) ngày 11/11/2022, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết về dự toán ngân sách nhà nước năm 2023 với thông tin kể từ 23/7, lương cơ sở sẽ tăng 20,8% so với hiện hành lên mức 1,8 triệu đồng/tháng, có thể làm tăng thu nhập của cán bộ, công chức Việt Nam.

### Nhóm hàng hóa xa xỉ có thể ít rủi ro hơn trong bối cảnh nhu cầu suy giảm

Thông thường, trong khi chi tiêu của những người tiêu dùng có thu nhập thấp bị siết chặt bởi lạm phát, thì những người giàu có thường là những người cuối cùng cảm nhận được tác động từ các ảnh hưởng tiêu cực này vì quy mô tài sản lớn mà họ đang nắm giữ. Theo Statista, thị trường hàng hóa cao cấp cá nhân của Việt Nam đạt 976 triệu USD vào năm 2021 và dự kiến sẽ tăng 6,7% mỗi năm lên mức 1 tỷ USD vào năm 2025. Một báo cáo khác của Knight Frank cho biết có khoảng 72.135 cá nhân tại Việt Nam có quy mô tài sản hơn 1 triệu USD vào năm 2021.

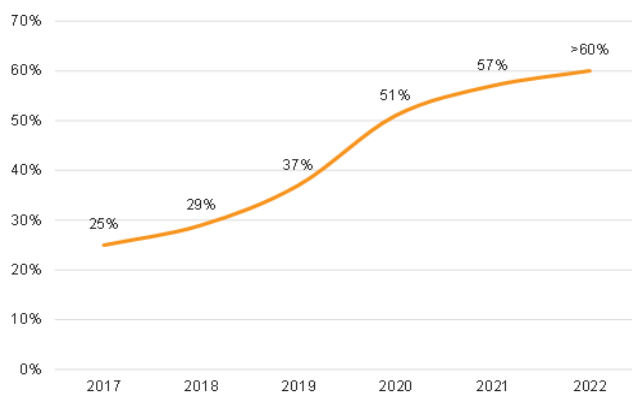
Dù vẫn còn ở giai đoạn sơ khởi nhưng thị trường xa xỉ Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng đáng kể nhờ sự gia tăng của tầng lớp người dân thu nhập cao ngày càng có nhu cầu lớn hơn đối với các mặt hàng xa xỉ (như du lịch cao cấp, trang sức, xe hơi, sản phẩm kỹ thuật số cao cấp...). Mặc dù người tiêu dùng giàu có sẽ trở nên kén chọn hơn trong bối cảnh khó khăn hiện tại, nhưng chúng tôi tin rằng các thương hiệu/công ty có kinh doanh trong ngành hàng xa xỉ có thể đối mặt với rủi ro thấp hơn từ đợt suy giảm tiêu dùng này.

### Trang sức và đồng hồ

Theo Statista, thị trường trang sức và đồng hồ cao cấp có tốc độ tăng trưởng cao hơn tốc độ tăng trưởng chung của hàng xa xỉ cá nhân tại Việt Nam, đạt tốc độ tăng trưởng kép là 8,5% trong giai đoạn 2021-26. Như vậy, PNJ với thị phần thống lĩnh thị trường trang sức, có thương hiệu mạnh, sản phẩm đa dạng ở phân khúc trang sức và đồng hồ cao cấp nhiều khả năng sẽ được hưởng lợi từ đà tăng trưởng này.

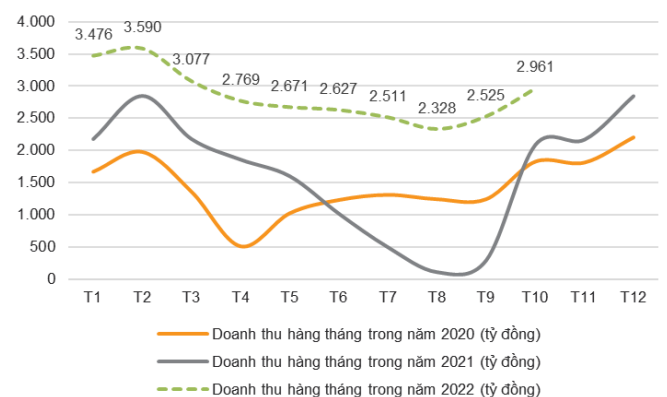
Thị phần trang sức của PNJ đã tăng từ khoảng 25% năm 2017 lên hơn 60% trong 10T22 với xu hướng người tiêu dùng lựa chọn hàng có thương hiệu hơn. Trong 10T/22, doanh thu và lợi nhuận ròng của PNJ vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh, lần lượt đạt 2.961 tỷ đồng và 147 tỷ đồng, tăng 42,4% svck và 21,5% svck. Trong thời gian tới, PNJ dự kiến sẽ xây dựng một nhà máy mới với công nghệ sản xuất cao hơn hiện tại, để tiếp tục mở rộng thị phần ở các sản phẩm trang sức từ trung cấp trở lên với độ tinh xảo và phong cách thời trang hơn.

Hình 6: Thị phần trang sức vàng PNJ trên thị trường có thương hiệu



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 7: Doanh thu hàng tháng của PNJ từ 2020-2022 (Đơn vị: tỷ đồng)



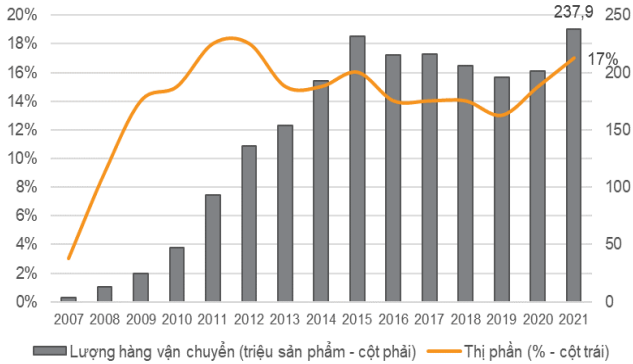
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty



### Sản phẩm kỹ thuật số cao cấp: iPhone 14 series

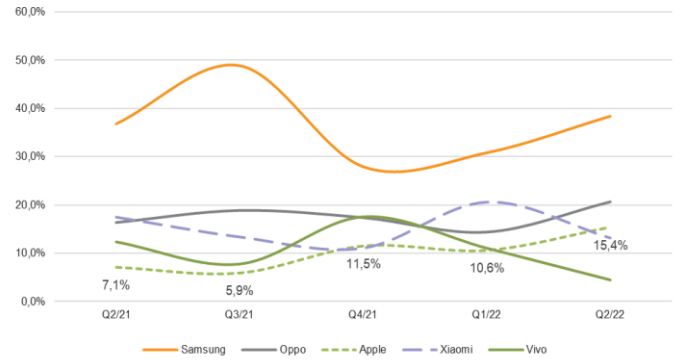
Với giá bán khoảng 25 – 47 triệu đồng, tương đương với 3,7 đến 7,0 lần mức lương trung bình hàng tháng của người Việt, iPhone 14 có thể coi là hàng xa xỉ trong tiêu dùng tại Việt Nam. Tính đến cuối Q2/22, iPhone chiếm 15,4% (+8,3 điểm % svck) thị phần điện thoại thông minh ở Việt Nam, nằm trong top 5 điện thoại. Apple Việt Nam cho biết lượng đặt hàng iPhone 14 về Việt Nam cũng tăng gấp đôi so với lô hàng iPhone 13, tái khẳng định nhu cầu mạnh mẽ đối với các sản phẩm của Apple.

Hình 8: Lượng sản phẩm vận chuyển và thị phần của Apple iPhone từ 2007 đến 2021



Nguồn: VNDIRECT Research, Counterpoint

Hình 9: Thị phần điện thoại thông minh Việt Nam theo số lượng từ Q2/21 – Q2/22



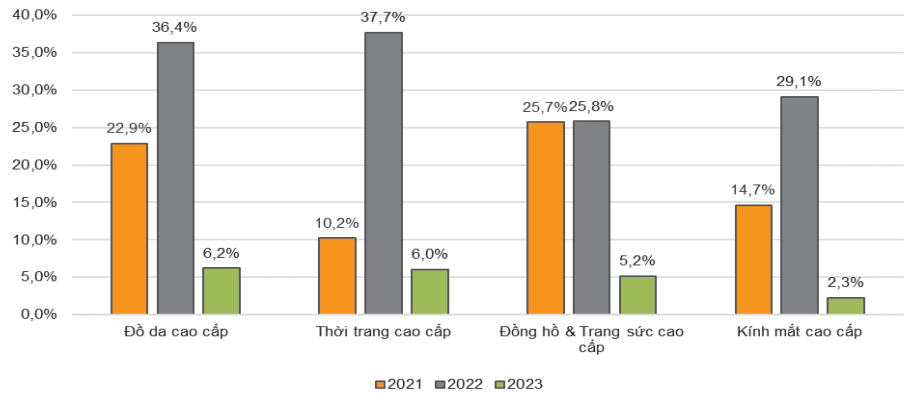
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Counterpoint

Tuy nhiên, các sản phẩm của Apple hiện đang phải đối mặt với tình trạng thiếu nguồn cung khi Foxconn tại Trung Quốc cắt giảm sản xuất, đơn vị sản xuất 70% lượng iPhone, do đang phải đối mặt với các vấn đề liên quan đến lệnh phong tỏa do Covid-19. Bởi vậy, chúng tôi tin rằng tác động của việc ra mắt dòng iPhone 14 có thể chuyển biến tích cực kể từ Q1/23, muộn hơn dự kiến ban đầu vào Q4/22. Chúng tôi kỳ vọng DGW, FRT và MWG với đóng góp doanh thu đáng kể đến từ các sản phẩm của Apple, tương ứng ~30%, 20% và 14%, sẽ tận dụng xu hướng này.

### Thời trang và đồ da

Theo Statista, tổng doanh số bán hàng thời trang cao cấp và đồ da tại Việt Nam sẽ đạt 550 triệu USD (+6,1% svck) trong năm 2023. Theo đó, chủ lực trong phân khúc này chủ yếu là các thương hiệu lớn toàn cầu như Chanel, Kering, Louis Vuitton,... chiếm hơn 50% thị phần trong phân khúc thời trang và 80% trong phân khúc đồ da tại Việt Nam. Sự phát triển và thống trị của các thương hiệu quốc tế lớn đòi hỏi các thương hiệu phải duy trì các cửa hàng ở trung tâm thành phố và trung tâm thương mại, duy trì mức độ tiếp cận cao và có thể tạo ra nhu cầu mua sắm bền vững ở những khu vực này.

Hình 10: Tăng trưởng doanh thu hàng cao cấp theo phân khúc tại Việt Nam (%)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Statista

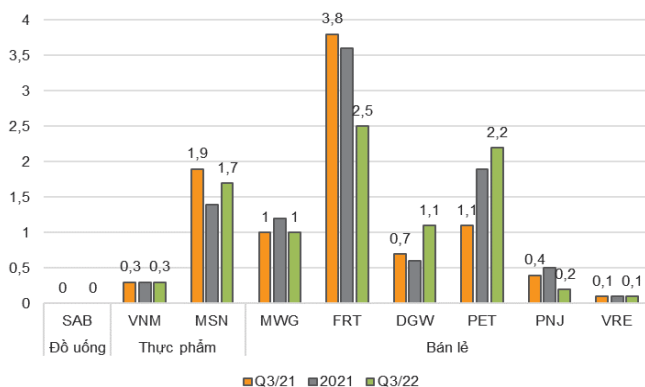
**Nhìn chung, các công ty tiêu dùng có tình hình tài chính tốt hơn so với các ngành khác**

Với lãi suất vay tăng dần trong giai đoạn hạn mức tín dụng hạn chế và điều kiện vĩ mô toàn cầu không ổn định, chúng tôi cho rằng các cổ phiếu có dòng tiền mạnh, với vị thế tiền mặt rủng và đòn bẩy thấp sẽ ổn định hơn khi đối phó với các biến động vĩ mô. SAB, VNM, PNJ và VRE với lượng tiền mặt rủng mỗi cổ phiếu trong Q3/22 lần lượt là 35.372 đồng, 6.184 đồng, 693 đồng và 462 đồng sẽ là những thành trì tốt trong ngành tiêu dùng.

Ngoài ra, một số doanh nghiệp đã có những thay đổi trong chiến lược nhằm đánh giá lại nhu cầu thị trường và bảo vệ cấu trúc tài chính lành mạnh trong thời gian tới, chẳng hạn như:

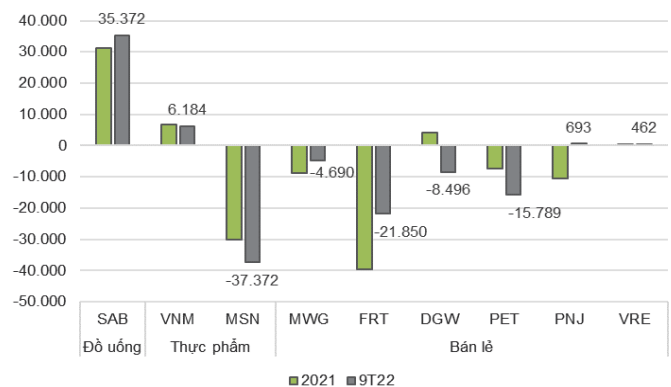
- MWG và MSN đã thực hiện các khoản vay nước ngoài kỳ hạn 5 năm với giá trị lần lượt là 250 triệu USD và 600 triệu USD với lãi suất cố định khoảng 6,5% nhằm giảm thiểu tác động của việc tăng lãi suất trong thời gian tới. Mặc dù các khoản vay này sẽ chịu lỗ tỷ giá, nhưng chúng tôi cho rằng việc đảm bảo nguồn tiền ổn định là ưu tiên quan trọng hơn.
- MWG và FRT đã giảm tốc độ mở rộng chuỗi của họ để đánh giá lại nhu cầu thị trường và giảm chi phí mở mới nhằm bảo vệ sức khỏe tài chính.

Hình 11: D/E của các công ty tiêu dùng từ Q3/21 – Q3/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Dstock

Hình 12: Tiền rủng/cổ phiếu các công ty tiêu dùng vào cuối 2021 và Q3/22 (Đơn vị: đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Dstock

### Rủi ro đầu tư



- Tiêu dùng Việt Nam suy thoái lâu hơn dự kiến do tác động kéo dài của suy thoái toàn cầu và những biến động vĩ mô của Việt Nam.
- Việc dự trữ quá nhiều hàng tồn kho đã lỗi thời khi nhu cầu đạt đỉnh trong đại dịch khiến chi phí thanh lý hàng tồn kho tăng lên.
- Chi phí tài chính cao hơn dự kiến do lãi suất và tỷ giá hối đoái tăng.
- Sự gián đoạn chuỗi cung ứng ở Trung Quốc kéo dài hơn dự kiến, đặc biệt là đối với các sản phẩm của Apple sẽ ảnh hưởng đến doanh thu của các nhà bán lẻ và nhà phân phối CNTT.

### Cổ phiếu ưa thích: PNJ và VRE

Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu có 1) vị thế tiền mặt ròng để ít bị rủi ro hơn các cổ phiếu khác trong thị trường không ổn định và 2) ít bị ảnh hưởng bởi sự suy giảm nhu cầu hơn so với các công ty cùng ngành nhờ hoạt động kinh doanh liên quan nhiều tới phân khúc hàng xa xỉ. Vì vậy, chúng tôi cho rằng PNJ và VRE là những cổ phiếu hấp dẫn để đưa vào danh mục đầu tư.

Chúng tôi cũng đưa MWG và VNM vào danh sách theo dõi vì chúng tôi tin rằng Bách Hóa Xanh của MWG có thể mang lại kết quả tốt cho MWG trong năm 2023, trong khi VNM là cổ phiếu phòng thủ hấp dẫn trong trường hợp thị trường điều chỉnh mạnh.

Hình 13: Ý tưởng đầu tư

#	Mã CP	Giá mục tiêu 1 năm (đồng/CP)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	 PNJ	140.700	Khả quan	<p>PNJ đã chứng tỏ tăng trưởng mạnh mẽ của mình thông qua LN ròng trong 9T22 tăng trưởng 132,6% svck. Theo đà tăng trưởng này, chúng tôi chọn PNJ vì:</p> <p>(1) PNJ đang thống lĩnh thị phần trang sức có thương hiệu với hơn 50% thị phần, cùng với tệp khách hàng trung và cao cấp mạnh, ít bị ảnh hưởng bởi lạm phát. Với thị phần trang sức không thương hiệu tại Việt Nam có thể lên đến 80% và xu hướng tăng trưởng của người tiêu dùng hướng tới các chuỗi hiện đại sẽ duy trì, chúng tôi cho rằng PNJ còn nhiều tiềm năng tăng trưởng mạnh trong thời gian tới.</p> <p>(2) Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng vào các chiến lược của PNJ, bao gồm 1) tạo ra những ý tưởng hấp dẫn như Style by PNJ, 2) tung ra các chiến dịch quảng cáo hiệu quả hơn, 3) hợp tác với Pandora để trở thành "Cửa hàng đa thương hiệu" và 4) tăng cường số hóa và hướng đến bán hàng đa kênh sẽ hỗ trợ lợi nhuận ròng của PNJ duy trì tăng trưởng 2 con số, với tốc độ tăng trưởng kép là 24,3% từ 2022-26, theo kỳ vọng của chúng tôi.</p>
2	 VRE	38.800	Khả quan	<p>VRE được chúng tôi ưa thích vì:</p> <p>(1) Công ty Cổ phần Vincom Retail (VRE) là nhà phát triển bất động sản bán lẻ lớn nhất Việt Nam với tổng diện tích sàn 1,75 triệu m2 vào cuối Q3/22, sẽ tăng trưởng mạnh mẽ cùng với sự gia tăng của ngành bán lẻ hiện đại và thu nhập của người dân trong nước trong dài hạn.</p> <p>(2) Với sự phục hồi của tiêu dùng bán lẻ và tốc độ tiêm chủng nhanh chóng của Việt Nam, Covid-19 trở thành căn bệnh phổ biến để mở cửa lại hoàn toàn nền kinh tế. Qua đó giúp VRE có thêm tiềm năng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng với việc tăng diện tích sàn và giá thuê.</p> <p>(3) Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng trong năm 2023/24 của VRE có thể tăng 62%/26% svck theo đà tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam.</p>
3	MWG	78.300	Khả quan	<p>Chúng tôi thích MWG vì:</p> <p>(1) Vị thế dẫn đầu trong mảng bán lẻ điện tử và điện thoại di động, MWG vẫn được hưởng đà tăng trưởng ở mảng bán lẻ này, đặc biệt là sự tăng trưởng mạnh mẽ của các sản phẩm cao cấp như Apple trong những năm tới.</p>

				<p>(2) Sau khi nâng cấp BHX kể từ Q2/22, doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng BHX đang tăng dần và BHX đang đến thời điểm có lãi. Chúng tôi kỳ vọng BHX sẽ có lãi từ năm 2023 để trở thành động lực chính cho lợi nhuận ròng của MWG. Với việc BHX hòa vốn, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của MWG sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2023, đạt 43,9% svck.</p> <p>(3) MWG là lựa chọn ưu tiên của nhà đầu tư nước ngoài với việc duy trì tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa – 49% ngay cả trong giai đoạn thị trường điều chỉnh mạnh. Nhờ đó, MWG vẫn nhận được dòng vốn lớn từ khối ngoại thông qua các quỹ ETF, đặc biệt là VNDiamond ETF.</p>
				<p>(1) VNM có dấu hiệu phục hồi về doanh thu với doanh thu Q3/22 tăng 7,5% so với quý trước. Trong bối cảnh giá nguyên vật liệu tiếp tục giảm, VNM có thể cải thiện biên lợi nhuận gộp trong 2023-24 để đưa tăng trưởng lợi nhuận ròng 2023-24 trở lại mức dương ở mức 9,9% svck/11,4% svck.</p>
4	VNM	86.800	Trung lập	<p>(2) Mặc dù chịu áp lực do biến động tỷ giá gần đây, VNM có tình hình tài chính tốt với tiền ròng ở mức 6.184 đồng/cổ phiếu tính đến Q3/22, giúp VNM ít bị ảnh hưởng trong bối cảnh lãi suất tăng và nhiều biến động vĩ mô.</p> <p>(3) Với thị phần 55% - thống lĩnh ngành sữa Việt Nam và hoạt động kinh doanh cốt lõi ở các mặt hàng thiết yếu, VNM là cổ phiếu phòng thủ hấp dẫn trong trường hợp thị trường điều chỉnh mạnh.</p>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Các chỉ số tài chính của các cổ phiếu trong danh mục theo dõi năm 2022-24

Tỷ đồng	MWG			PNJ			VRE			VNM		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu	145.113	163.564	186.400	29.152	34.221	38.702	8.614	11.963	14.647	63.009	65.356	68.403
% svck	18,0%	12,7%	14,0%	48,6%	17,4%	13,1%	46,2%	38,9%	22,4%	3,4%	3,7%	4,7%
Biên LN gộp (%)	21,8%	21,4%	21,4%	17,7%	18,2%	18,7%	48,0%	53,8%	55,1%	41,9%	43,4%	44,9%
Biên EBITDA (%)	6,5%	7,7%	7,0%	8,5%	8,7%	8,8%	65,2%	67,3%	66,6%	20,1%	20,8%	22,2%
LN ròng	5.313	7.643	8.116	1.856	2.216	2.529	2.689	4.363	5.506	9.332	10.260	11.425
% svck	8,5%	43,9%	6,2%	79,7%	19,4%	14,2%	104,6%	62,3%	26,2%	-11,4%	9,9%	11,4%
EPS (đ/cp)	3.630	5.003	5.312	7933,32	9134	10.424	1.183	1.920	2.423	4.019	4.419	4.921
BVPS (đ/cp)	16.671	19.893	23.705	36.140	45.274	55.698	14.314	15.688	16.552	16.147	16.794	17.966
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	-197	2.019	5.606	4.303	10.539	17.584	399	349	248	11.810	12.601	13.880
Nợ/VCSH	79%	64%	57%	13%	16%	14%	11%	10%	10%	29%	29%	28%
Tỷ suất cổ tức (%)	2,5%	2,5%	2,5%	1,9%	1,9%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	5,1%	5,1%	5,1%
ROAE (%)	23,7%	27,9%	24,4%	25,1%	22,4%	20,6%	8,4%	12,5%	14,7%	33,8%	37,5%	39,6%
ROAA (%)	8,2%	10,8%	10,2%	16,1%	15,6%	14,5%	6,7%	9,8%	11,4%	21,6%	23,3%	25,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



Hình 15: So sánh ngành

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại		Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
		Nội tệ	Nội tệ			tr USD	2022		2023	%	2022	2023	2022	2023
<b>Ngành bất động sản thương mại</b>														
SM Prime Holdings Inc	SMPH EQUITY	35	N/A	N/A	18.193	33,1	25,9	(4,4)	2,8	2,6	4,3	5,0	8,9	10,0
Central Pattana PCL	CPN TB	71	N/A	N/A	9.165	30,5	26,1	(13,1)	3,8	3,4	3,8	4,3	13,1	13,9
Pakuwon Jati Tbk PT	PWON IJ	560	N/A	N/A	1.857	14,1	12,2	(3,4)	1,3	1,2	5,4	5,8	9,6	10,0
CTCP Vincom retail	VRE VN	27.950	38.800	Khả quan	2.697	23,6	14,6	(19,8)	2,0	1,8	6,7	9,8	8,4	12,5
Trung bình						25,9	21,4	(7,0)	2,6	2,4	4,5	5,1	10,5	11,3
Trung vị						27,0	20,2	(8,8)	2,4	2,2	4,8	5,4	9,2	11,3
<b>Ngành vàng và trang sức</b>														
Chow Tai Fook Jewellery Group Ltd	1929 HK	15	N/A	N/A	19.392	21,3	17,6	27,5	4,1	3,7	8,0	9,3	19,9	21,9
Kalyan Jewellers India Ltd	KALYANKJ	119	N/A	N/A	1.482	28,9	22,7	N/A	3,5	3,0	N/A	N/A	12,6	14,0
Chow Sang Sang Holdings International Ltd	116 HK	10	N/A	N/A	855	7,0	6,0	(11,2)	0,5	0,5	5,2	5,8	7,4	8,1
CTCP vàng bạc đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	113.000	140.700	Khả quan	1.180	14,3	13,3	1,7	3,4	2,8	16,1	15,6	25,1	22,4
Trung bình						19,0	15,4	7,5	2,7	2,4	6,6	7,5	13,3	14,7
Trung vị						21,3	17,6	8,2	3,5	3,0	6,6	7,5	12,6	14,0
<b>Ngành điện máy</b>														
Erajaya Swasembada Tbk PT	ERAA IJ	404	N/A	N/A	414	6,2	5,3	36,3	0,9	0,8	9,0	9,3	16,2	17,4
CTCP Bán lẻ kỹ thuật số FPT	FRT VN	74.500	N/A	N/A	375	19,6	17,0	627,6	N/A	N/A	3,4	3,4	24,7	N/A
Challenger Technologies Ltd	CHLG SP	N/A	N/A	N/A	152	N/A	N/A	(1,1)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Sunfar Computer Co Ltd	6154 TT	16	N/A	N/A	42	N/A	N/A	69,7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tsann Kuen Enterprise Co Ltd	2430 TT	42	N/A	N/A	161	N/A	N/A	51,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Trung bình						12,9	11,1	156,7	0,9	0,8	6,2	6,3	20,4	17,4
Trung vị						12,9	11,1	51,0	0,9	0,8	6,2	6,3	20,4	17,4
<b>Ngành bách hóa</b>														
Taiwan FamilyMart Co Ltd Taiwan	5903 TT	199	N/A	N/A	1.452	30,2	22,4	(2,4)	6,7	6,0	3,0	3,6	24,7	28,7
Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT	AMRT IJ	2.590	N/A	N/A	6.912	40,1	31,8	50,1	10,0	8,3	N/A	N/A	27,2	28,6
Trung bình						35,2	27,1	23,9	8,4	7,2	3,0	3,6	25,9	28,6
Trung vị						35,2	27,1	23,9	8,4	7,2	3,0	3,6	25,9	28,6
<b>Ngành điện máy và bách hóa</b>														
CTCP đầu tư Thế giới Di động	MWG VN	46.450	78.300	Khả quan	2.887	12,8	9,3	16,2	2,3	2,0	8,2	10,8	23,7	27,9
<b>Ngành sữa</b>														
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH	11	N/A	N/A	2.194	22,4	19,8	21,5	1,8	1,7	2,5	2,7	7,5	8,0
China Mengniu Dairy Co Ltd	2319 HK	35	N/A	N/A	17.903	21,3	19,0	20,7	3,0	2,7	6,0	6,1	14,8	14,9
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH	32	N/A	N/A	29.206	21,2	17,9	10,8	3,9	3,5	9,1	10,1	18,6	20,0
MEIJI Holdings Co Ltd	2269 JP	6.760	N/A	N/A	7.425	16,5	16,5	13,5	1,3	1,3	5,0	5,0	8,5	8,2
Nestle Malaysia Bhd	NESZ MK	138	N/A	N/A	7.383	49,7	45,2	(4,2)	56,5	53,4	20,8	21,5	102,2	118,6
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	77.500	86.800	Trung lập	6.877	19,3	17,5	0,9	4,8	4,6	21,6	23,3	33,8	37,5
Trung bình						11,3	22,8	20,7	10,5	9,9	26,0	29,0	7,9	8,2
Trung vị						21,3	19,0	13,5	3,0	2,7	6,0	6,1	14,8	14,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (Dữ liệu ngày 15/12/2022)

## 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)

### Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích

Email: [bach.phannhu@vndirect.com.vn](mailto:bach.phannhu@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>