

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH

2023



MỤC LỤC

Nội dung	Trang
1. TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG NĂM 2023	3
2. TRIỂN VỌNG NHÓM NGÀNH NĂM 2023	9
3. TỔNG HỢP CÁC CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ	16
4. ẢNH HƯỞNG CÁC YẾU TỐ VĨ MÔ TỚI NHÓM NGÀNH	18
5. CÁC SỰ KIỆN THEO MỐC THỜI GIAN 2023 (PHỤ LỤC 1)	19
6. CÁC CHÍNH SÁCH ẢNH HƯỞNG ĐẾN NGÀNH NĂM 2023	20
7. TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2023	22
7.1. <i>Nhóm ngành hưởng lợi nếu lãi suất hạ nhiệt và chính sách đảo ngược</i>	22
Ngành Ngân hàng [Khả quan]	22
Ngành Bất động sản khu công nghiệp [Khả quan]	30
Ngành Bất động sản thương mại [Kém khả quan].....	34
7.2. <i>Nhóm ngành hưởng lợi từ đầu tư công</i>	41
Ngành Cảng biển [Trung lập]	41
Ngành Thép [Trung lập]	44
7.3. <i>Nhóm ngành chịu ảnh hưởng từ Trung Quốc mở cửa</i>	47
Ngành Tiêu dùng – Bán lẻ [Khả quan].....	47
Ngành Dịch vụ Hàng không [Khả quan] – Vận tải Hàng không [Trung Lập].....	50
Ngành Vận tải dầu [Khả quan] - Vận tải Container [Kém khả quan].....	55
Ngành Ô tô [Trung lập]	58
Ngành Thủy sản [Trung lập]	61
Ngành Săm lốp [Khả quan].....	63
Ngành Chăn Nuôi [Trung lập].....	66
Ngành Phân Bón [Trung lập]	68
Ngành Hóa chất [Trung lập]	70
7.4. <i>Nhóm ngành khác</i>	71
Ngành Dầu khí [Khả quan]	71
Ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông [Khả quan]	76
Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Trung Lập]	77
Ngành Điện [Trung lập]	79
Ngành Dệt may [Kém khả quan]	82
PHỤ LỤC	84

1. TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

Trải qua điều kiện các năm, BSC thường đưa ra các chủ đề đầu tư, đánh giá tổng quát các cơ hội có thể có, giúp NĐT có thêm những lựa chọn trong xuyên suốt 1 năm. Năm 2022 là năm mà nhà đầu tư đã trải qua nhiều cung bậc cảm xúc trước những cơn gió ngược chiều cả trong và ngoài nước. Trong đó một số yếu tố chính ảnh hưởng đến môi trường đầu tư năm 2022 bao gồm:

1. Tác động rủi ro địa chính trị giữa Nga và Ukraina, chính sách Zero Covid của Trung Quốc có tác động đáng kể đến hoạt động sản xuất, xuất khẩu, gián tiếp làm cho lạm phát toàn cầu tăng mạnh.
2. Môi trường lãi suất thay đổi với xu hướng thắt chặt chính sách tiền tệ của các ngân hàng trung ương trên toàn thế giới nhằm ứng phó với lạm phát. Tiêu biểu trong đó là NHTW Mỹ đã tăng lãi suất 7 lần từ mức 0%-0.25% lên 4.25%-4.5% trong năm 2022, hệ quả kéo theo cuộc đua gia tăng lãi suất của nhiều NHTW khác trên toàn thế giới.
3. Một số yếu tố kìm hãm tích cực liên quan hoạt động thao túng giá trên thị trường bất động sản, chứng khoán và các sai phạm trong việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp đã có nhưng tác động đáng kể lên tâm lý cũng như điểm số thị trường.

Theo đó, năm 2023 được dự báo đối mặt nhiều khó khăn với dự báo tốc độ tăng trưởng kinh tế thế giới chậm lại. Tuy ghi nhận được các kết quả tương đối tích cực trong năm 2022 như (1) Tăng trưởng GDP đạt 8.2%, (2) Giá trị XNK đạt 730.2 tỷ USD, (3) Các yếu tố vĩ mô lạm phát và tỷ giá cơ bản được kiểm soát, nhưng kinh tế Việt Nam trong 2023 dự kiến sẽ ít nhiều chịu các tác động ảnh hưởng gián tiếp.

Năm 2023: **“Trong nguy có cơ” (Chi tiết báo cáo vĩ mô 2023)**. BSC đưa ra những điểm chính tóm tắt quan trọng và dự báo số liệu vĩ mô cần lưu ý trong năm 2023 bao gồm:

- GDP năm 2023 ước tính đạt tốc độ tăng trưởng 6.2% ở KB kém tích cực (KB1) và 6.7% ở tích cực (KB2)
- Tỷ giá USD/VND duy trì mức ổn định trong bối cảnh lạm phát trong nước chịu áp lực tăng giá hàng hóa trong nửa cuối năm 2022.
- Tăng trưởng xuất nhập khẩu suy yếu do tăng trưởng toàn cầu giảm tốc

Bảng: Các chỉ báo vĩ mô qua các năm và dự báo trong năm 2023

Tiêu chí/năm	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
						KB1	KB2
GDP YoY (%)	7.08	7.02	2.91	2.58	8.02	6.2	6.7
Lạm phát YoY (%)	2.98	5.3	0.2	1.81	4.55	5.1	3.5
Xuất khẩu (tỷ USD)	243.5	263.45	281.5	336.25	371.5	393.4	402.6
Nhập khẩu (tỷ USD)	236.7	253.51	262.4	332.25	360.3	380.1	387.4
Cán cân thương mại (tỷ USD)	6.8	9.9	19.1	4.0	11.2	13.3	15.2
Tỷ giá (VND/USD)	23,355	23,229	23,229	22,920	23,480	24,400	23,900
Nợ công/GDP (%)	58.4	57.4	56.8	43.7		-	
Nợ Chính phủ/GDP (%)	50	49.9	50.8	39.5		-	
Giải ngân vốn ngân sách	324,906	342,948	466,597	423,647	511,562		
Tăng trưởng tín dụng (%)	14	13	12	13	13	8%	14%
FDI đăng ký (tỷ USD)	25.57	22.5	21.1	24.3	22.5	-	
FDI giải ngân (tỷ USD)	19.1	20.4	20	19.9	22.4	24.8	27.0

Nguồn: Bloomberg, BSC research

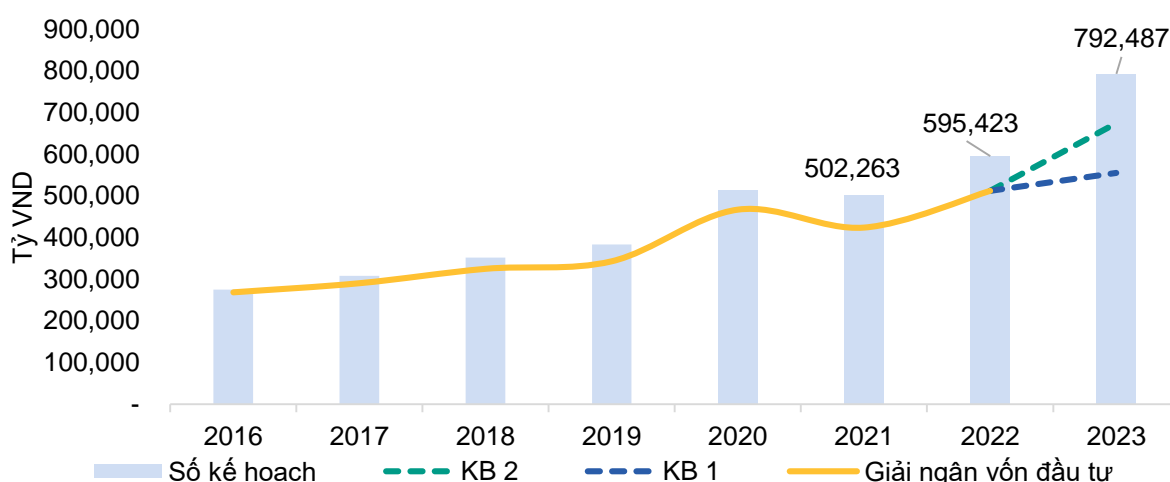
Với năm 2023, BSC đưa ra quan điểm thị trường sẽ hoạt động với mức **“PHÂN HÓA”** mạnh giữa từng nhóm ngành cổ phiếu. Do đó, khả năng lựa chọn các cổ phiếu và nguyên tắc quản trị rủi ro sẽ là **“Kim chỉ nam”** mà chúng tôi muốn gửi gắm cho nhà đầu tư có thể vượt qua các cơn sóng trong năm 2023. Như đã đề cập nhiều

lần trong các [báo chiến lược năm 2022](#), báo cáo cập nhật ngành [Q2](#), [Q3](#) và [Q4](#), các chủ đề/luận điểm đầu tư được BSC đưa ra sẽ là chủ đề đầu tư trọng điểm xuyên suốt trong giai đoạn 2023-2025. (Báo cáo đầu tư công, Như đã đề cập nhiều lần trong các [báo chiến lược năm 2022](#), báo cáo cập nhật ngành [Q2](#), [Q3](#) và [Q4](#), các chủ đề/luận điểm đầu tư được BSC đưa ra sẽ là chủ đề đầu tư trọng điểm xuyên suốt trong giai đoạn 2023-2025. ([Báo cáo đầu tư công](#), [Trung Quốc mở cửa](#),..). Theo đó, BSC cũng tiếp tục đưa ra các nhóm vấn đề sẽ có ảnh hưởng lớn và dẫn dắt thị trường trong năm 2023 bao gồm:

- 1. Chính sách tài khóa mở rộng với gói kích thích đầu tư công sẽ là khung sườn hỗ trợ cho kế hoạch phục hồi và tăng trưởng kinh tế giai đoạn 2023-2025.** Năm 2022, giải ngân vốn ngân sách ước đạt 511,562 tỷ đồng (+18.8% YoY), bằng 85.2% kế hoạch. Mặc dù mức độ hoàn thành kế hoạch gần như tương đồng với năm 2021 (84%) nhưng tốc độ tăng trưởng về giá trị tuyệt đối vẫn cho thấy sự cố gắng của Chính phủ trong việc thúc đẩy đầu tư công.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy một số yếu tố khó khăn chính khiến tình trạng đầu tư công chậm lại bao gồm (1) Đội vốn đầu tư tại 1 số dự án lớn, (2) Thủ tục quy hoạch còn chậm đã có dấu hiệu được tháo gỡ. Cụ thể, ngày 1/1/2023, 12 dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam (tổng vốn 146,990 tỷ đồng) đã được khởi công, dự kiến hoàn thành 2025. Trong bối cảnh môi trường kinh doanh của các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn dưới áp lực của lạm phát và môi trường lãi suất cao, đầu tư công được xem là “chìa khóa vàng” để mở ra cánh cửa tăng trưởng kinh tế. Do đó, BSC kỳ vọng các ngành liên quan trực tiếp (Xây dựng hạ tầng, vật liệu xây dựng..) và gián tiếp (Bất động sản thương mại, Khu Công Nghiệp và Cảng Biển) sẽ được hưởng lợi tích cực.

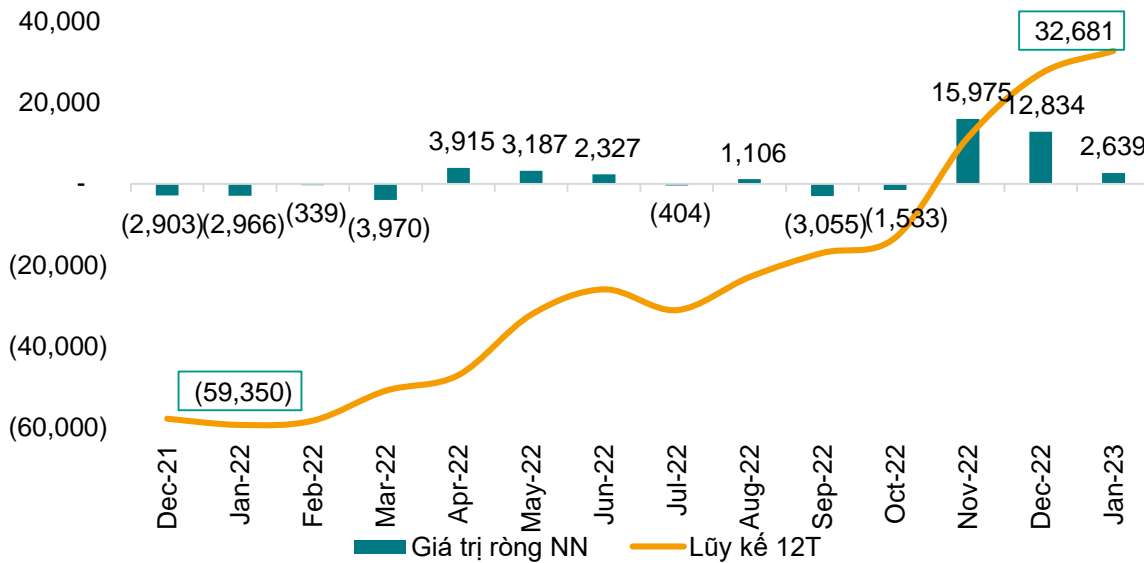
Hình: Giải ngân vốn ngân sách Nhà nước (2016-2023)



Nguồn: FiinPro

- 2. Trung Quốc mở cửa sẽ hỗ trợ phần nào trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.** Trung Quốc với nền kinh tế lớn thứ hai thế giới đã có bước đi quan trọng trong việc thay đổi chính sách phòng dịch Covid-19 với việc chính thức mở cửa từ ngày 8/1/2023. Trung Quốc là quốc gia nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam và cũng là một trong những quốc gia xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam. Việc mở cửa trở lại sẽ giúp hỗ trợ Việt Nam hai yếu tố (1) Nối lại chuỗi cung ứng bị đứt gãy, giảm chi phí sản xuất của các doanh nghiệp trong nước đang nhập khẩu nguyên vật liệu, (2) Tác động tích cực rõ nét từ việc phục hồi mảng du lịch lữ hành. (Chi tiết báo cáo [Trung Quốc mở cửa](#)).
- 3. Khối ngoại là bệ đỡ cho thị trường trong Q4/2022 và dự kiến sẽ tiếp tục là nhân tố hỗ trợ quan trọng trong năm 2023.** Trong Q4/2022, khối ngoại đã quay trở lại mạnh mẽ qua đó giúp chỉ số VN-Index hồi phục tích cực và tạo đà tâm lý khả quan cho thị trường trong năm 2023. Lũy kế 12 tháng đến T1/2023, tổng giá trị mua ròng đạt 32,681 tỷ đồng so với mức bán ròng lũy kế cùng kỳ T1/2022 là 59,350 tỷ đồng, trong đó lực mua chính tập trung chính vào T11 và T12/2022 sau khi VN-Index ghi nhận điều chỉnh mạnh và ghi nhận mức định giá thấp nhất trong vòng 5 năm.

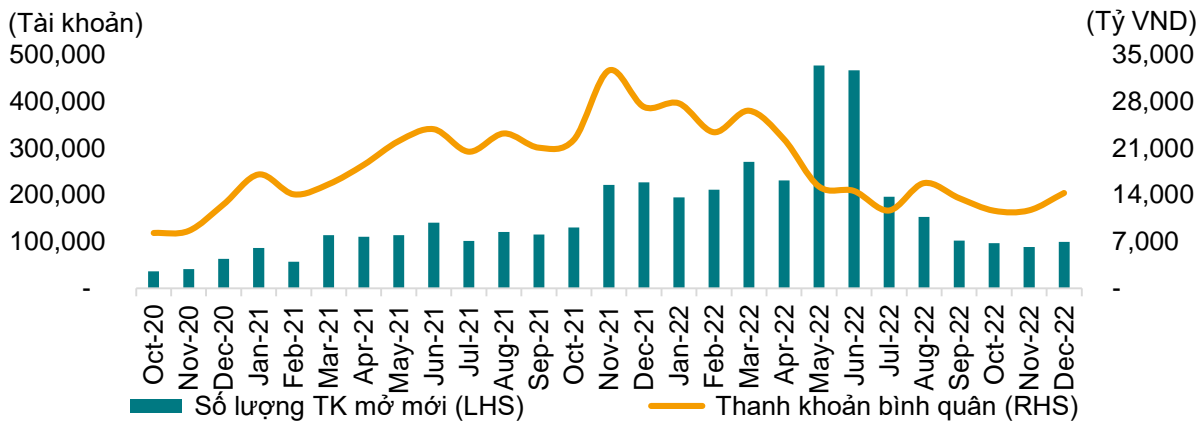
Hình: Giá trị giao dịch ròng khối ngoại theo tháng và lũy kế 12 tháng (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro

4. 6.8 triệu tài khoản cá nhân trong nước là động lực phát triển thị trường giai đoạn tiếp theo, riêng trong đó 4.1 triệu tài khoản chứng khoán được mở mới trong giai đoạn 2021-2022. Tổng số lượng tài khoản mở mới giai đoạn 2021-2022 tương đương gấp 2.5 lần số lượng tài khoản chứng khoán tích lũy trong vòng hơn 20 năm (2000-2020). BSC cho rằng trong bối cảnh vĩ mô dần ổn định, đi kèm với động thái của chính phủ nhằm thúc đẩy kênh chứng khoán trở thành kênh dẫn vốn quan trọng doanh nghiệp, dòng vốn từ nhà đầu tư cá nhân sẽ là động lực chính thúc đẩy thị trường chứng khoán lập các kỷ lục mới.

Hình: Tài khoản mở mới và thanh khoản trung bình



Nguồn: Fiinpro

5. Tăng trưởng lợi nhuận VN-Index gặp nhiều khó khăn với mức nền cao năm 2022, tuy nhiên vẫn duy trì mức tăng trưởng dương nhẹ (+4% YoY theo kịch bản tích cực) theo dự báo của BSC. Dựa trên danh mục cổ phiếu BSC đang theo dõi (~ 70 cổ phiếu), tăng trưởng lợi nhuận của nhóm cổ phiếu tăng trưởng 6.8% so với mức cùng kỳ 2022. Trong đó, BSC chia làm ba nhóm bao gồm:

- Nhóm cổ phiếu phòng thủ / ít chịu tác động từ chu kỳ kinh tế sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng ổn định hai chữ số bao gồm: Điện, Công Nghệ Thông Tin, Viễn Thông.
- Nhóm cổ phiếu có mức nền KQKD thấp trong năm 2022 chịu nhiều yếu tố “cơn gió ngược chiều” mang yếu tố chu kỳ như (1) Giá hàng hóa sụt giảm mạnh nửa cuối năm 2022, (2) lãi

suất tăng cao nửa cuối năm 2022, (3) Giá nguyên vật liệu tăng mạnh trong năm 2022 sẽ có mức phục hồi đáng kể trong năm 2023: Vật liệu xây dựng, Hàng Không, Bán lẻ, F&B

- Nhóm cổ phiếu có mức nền KQKD cao trong năm 2022 chịu áp lực tăng trưởng lợi nhuận năm 2023 bao gồm: Ngân Hàng, Thủy sản, Dệt May, Dầu Khí (GAS và BSR), Bất động sản, Cảng biển và Công nghiệp (Hóa chất).

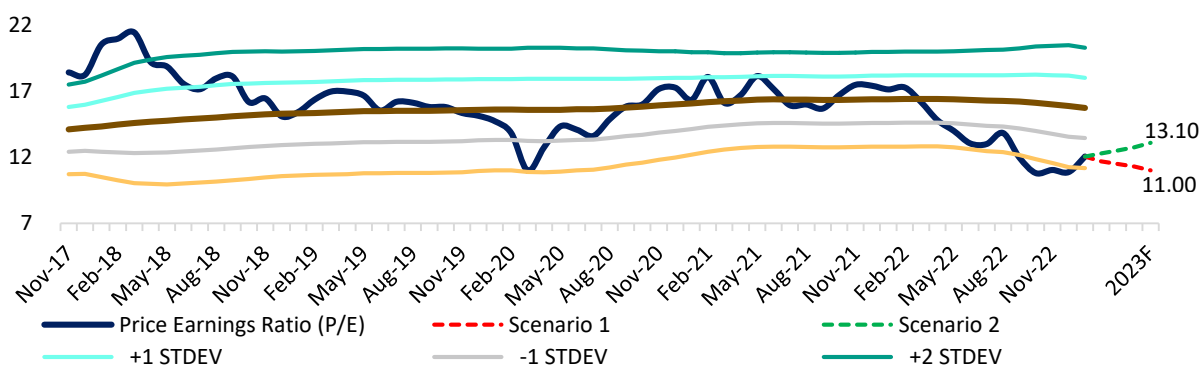
Bảng: Thống kê tăng trưởng ngành năm 2022 -2023F

Ngành	Tăng trưởng 2022	Tăng trưởng 2023
Dầu khí	71%	-21%
Công nghiệp	147%	-20%
Dệt may	-2%	-9%
BDS	-8%	-7%
Thủy sản	128%	-3%
F&B	-36%	7%
Điện	18%	9%
Ngân hàng	27%	11%
Bán lẻ	-1%	14%
Công nghệ	21%	23%
Viễn thông	5%	30%
Cảng biển	72%	33%
VLXD	-79%	44%
Hàng không Dịch Vụ	72%	292%

Nguồn: BSC research

6. Định giá thị trường đang ở mức hấp dẫn trong nhiều năm trở lại đây (P/E FW 2023= 11.5 lần) mở ra cơ hội tích lũy cổ phiếu trong dài hạn với mức định giá hợp lý. Tính đến 20/1/2023, VN-Index đang giao dịch ở mức P/E = 12.0 lần tiệm cận mức độ lệch chuẩn -2 lần, tương đương gần bằng mức định giá thấp nhất năm 2020 do dịch Covid-19. Mặc dù, việc tăng trưởng lợi nhuận thấp trong năm 2023 sẽ hạn chế phần nào khả năng định giá ở mức cao hơn của VN-Index, tuy nhiên xét trên góc nhìn dài hạn, BSC cho rằng kinh tế Việt Nam vẫn tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tốt trong dài hạn (GDP 2023 dự phóng ước tính tăng 6.2%-6.7%), theo đó tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp sẽ dần phục hồi và quay lại quỹ đạo tăng trưởng tốt. BSC cho rằng đây là “thời điểm vàng” mở ra các cơ hội lớn để tích lũy các cổ phiếu tốt trong dài hạn.

Hình: chỉ số PE của VNIndex

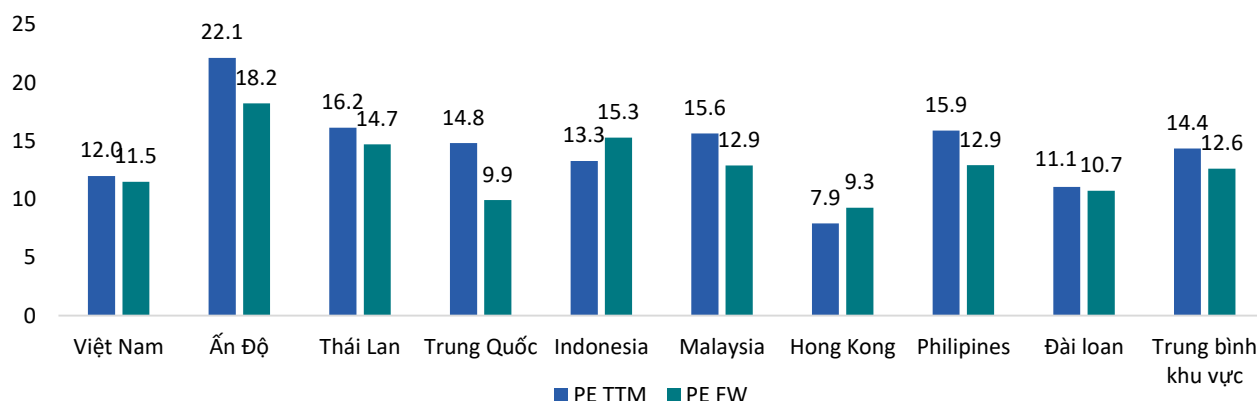


Nguồn: BSC thu thập, Bloomberg

So sánh với khu vực, định giá thị trường Việt Nam hiện tại vẫn đang thấp hơn mức dự phóng trung bình khu vực năm 2023 là 12.4 lần. Trong khi đó các yếu tố (1) Dư địa tăng trưởng lớn, (2) Cơ cấu dân số trẻ, (3) Thể chế chính trị ổn định, (4) Hiệu suất hoạt động kinh doanh ROE & ROA trong nhóm cao

nhất khu vực và (5) Khả năng nâng hạng thị trường lên Emerging market tiếp tục sẽ là “chất xúc tác” cho thị trường đi lên trong giai đoạn dài hạn.

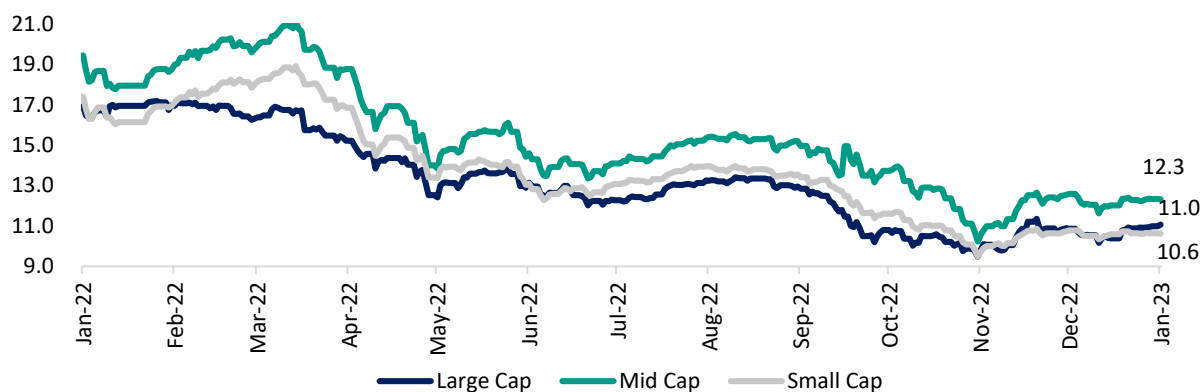
Hình: PE TTM và PE FW một số thị trường



Nguồn: BSC thu thập, Bloomberg

Nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn sẽ là tâm điểm chú ý của thị trường trong năm 2023. Nhóm vốn hóa vừa và nhỏ duy trì hiệu suất tương đối tích cực trong năm 2020-2021, đặc biệt trong Q1/2022, tuy nhiên khoảng cách chênh lệch định giá giữa nhóm cổ phiếu vừa và nhỏ so với nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn lại thu hẹp đáng kể trong nửa cuối năm 2022. Thêm vào đó, trong giai đoạn thị trường hồi phục trong Q4/2022, hiệu suất nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn duy trì mức tốt hơn đáng kể so với 2 nhóm còn lại. Ngoài ra, nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn dự kiến tiếp tục có thể duy trì tăng trưởng lợi nhuận dương trong năm 2023 như Ngân hàng, CNTT, Thép, Dầu Khí (loại trừ BSR và GAS), Bán lẻ - F&B sẽ có hiệu suất tốt hơn nhóm cổ phiếu vừa và nhỏ dự kiến ghi nhận mức lợi nhuận sụt giảm như Thủy sản, dệt may, hóa chất. Lũy kế tới 20/1/2022, nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn đang được giao dịch ở mức 11 lần.

Hình: Định giá PE theo nhóm vốn hóa



Nguồn: BSC thu thập, Bloomberg

Bảng so sánh P/E và P/B của từng ngành so với khu vực (Sử dụng phương pháp trung bình không tính theo tỷ trọng vốn hóa).

Bảng: Định giá PE, PB theo ngành trong khu vực

Quốc gia	Vietnam		Median		Indonesia		Malaysia		Phillipines		Thailand	
	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
Định giá												
Tài chính	10.5	1.0	12.4	0.8	12.6	0.8	12.2	1.1	9.8	0.9	12.9	0.8
Hàng tiêu dùng	8.0	1.0	13.0	1.2	11.3	1.1	11.9	1.9	15.6	1.0	14.2	1.2
Công nghiệp	10.0	0.8	12.7	1.0	12.2	1.0	19.0	0.9	13.2	1.3	12.2	1.0
Dầu khí	14.8	1.3	7.8	0.7	6.5	0.7	29.5	3.9	9.0	0.2	6.5	0.7
Dịch vụ tiêu dùng	10.4	1.3	15.8	1.5	13.6	1.5	176.7	1.3	17.9	1.9	13.6	1.5
Vật liệu cơ bản	8.1	0.7	5.3	1.4	5.3	1.1	12.0	2.0	4.3	1.7	5.3	1.1
Tiện ích	8.3	1.8	9.6	1.0	7.7	1.0	15.5	1.0	11.5	1.1	7.7	1.0
Công nghệ	10.8	2.0	13.1	2.2	13.1	2.2	n/a	n/a	n/a	n/a	13.1	2.2
Sức khỏe	13.5	1.3	12.6	1.7	12.6	1.7	30.1	2.0	n/a	n/a	12.2	1.0
Viễn thông	17.6	4.4	18.8	2.6	15.7	1.6	21.9	3.6	21.9	3.6	15.7	1.6

Nguồn: BSC, Bloomberg

2. TRIỂN VỌNG NHÓM NGÀNH NĂM 2023

Chu kỳ kinh tế và mức độ chấp nhận định giá các ngành

Trong năm 2023, những cơn gió ngược chiều bao gồm (1) Áp lực lạm phát tăng lên, (2) Hoạt động xuất nhập khẩu chậm dần, (3) Môi trường lãi suất ở mức cao, (4) Rủi ro từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp và bất động sản sẽ tạo ra thách thức cho mục tiêu hoàn thành kế hoạch tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, chúng ta vẫn thấy một số yếu tố tích cực đan xen có thể bù trừ cho các yếu tố bất lợi trên như (1) Tỷ giá duy trì mức ổn định, (2) Trung Quốc mở cửa, và (3) Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công. Do đó BSC cho rằng các chỉ tiêu kinh tế hiện tại của Việt Nam cho thấy chúng ta vẫn đang ở trong giai đoạn **GIẢM TỐC**, điển hình bởi đa số các dấu hiệu như lạm phát bắt đầu tăng, lãi suất huy động đã tăng và duy trì mức cao, giá cổ phiếu vẫn trong giai đoạn điều chỉnh. Do đó, việc bước qua giai đoạn phục hồi sẽ cần thêm một số yếu tố quan trọng bổ sung bao gồm (1) Lãi suất huy động và cho vay cần tạo đỉnh và hạ nhiệt, (2) Lạm phát tạo đỉnh và giảm lại và (3) Giá cổ phiếu hình thành xu hướng tăng bền vững.

Chu kỳ kinh tế	Lạm phát	Chính sách kinh tế	Dấu hiệu thị trường
Phục hồi ban đầu (Initial Recovery)	Giảm lạm phát	Kích thích	Lãi suất ngắn hạn thấp hoặc giảm Lãi suất dài hạn chạm đáy và đỉnh của giá trái phiếu Giá cổ phiếu bắt đầu tăng
Tiền tăng trưởng (Early Upswing)	Lạm phát thấp Tăng trưởng kinh tế tốt	Giảm Kích thích	Lãi suất ngắn hạn tăng Lãi suất dài hạn chạm đáy hoặc tăng & giá trái phiếu bắt đầu giảm Giá cổ phiếu tăng
Hậu tăng trưởng (Late Upswing)	Lạm phát tăng	Bắt đầu thắt chặt	Lãi suất ngắn hạn và dài hạn tăng, giá trái phiếu giảm Giá cổ phiếu giao động quanh đỉnh
Giảm tốc (Slowdown)	Lạm phát tiếp tục tăng	Giảm thắt chặt	Lãi suất ngắn và dài hạn chạm đỉnh và bắt đầu giảm với giá trái phiếu tăng lại Giá cổ phiếu giảm
Suy thoái kinh tế (Recession)	Lạm phát chạm đỉnh	Nới lỏng	Lãi suất ngắn hạn và dài hạn giảm và giá trái phiếu tiếp tục tăng Giá cổ phiếu có dấu hiệu tăng trở lại vào cuối chu kỳ Suy thoái.

Bảng: Tổng hợp triển vọng nhóm ngành

Ngành	Quan điểm
Ngân Hàng	Khả quan
Tiêu dùng- Bán lẻ	Khả quan
Dịch vụ hàng không	Khả quan
Vận tải dầu	Khả quan
Dầu khí	Khả quan
Bất động sản khu công nghiệp	Khả quan
Công nghệ thông tin	Khả quan
Cảng biển	Trung lập
Thép	Trung lập
Vận tải hàng không	Trung lập
Ô tô	Trung lập
Thủy sản	Trung lập
Săm lốp	Trung lập
Chăn nuôi	Trung lập
Phân bón	Trung lập
Hóa chất	Trung lập
Điện	Trung lập
Bảo hiểm phi nhân thọ	Trung lập
Bất động sản thương mại	Kém khả quan
Vận tải Container	Kém khả quan
Đệt may	Kém khả quan

Các yếu tố hỗ trợ tích cực:

1. Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và các chính sách tài khóa
2. Sửa đổi nghị định 65 liên quan đến quy định phát hành trái phiếu doanh nghiệp, hỗ trợ thị trường bất động sản.
3. Trung Quốc mở cửa.
4. Xu hướng lãi suất hạ nhiệt từ năm 2024.

Các yếu tố rủi ro khó khăn:

1. Rủi ro suy thoái ở Mỹ và EU.
2. Rủi ro nền KQKD cao của nhóm cổ phiếu chu kỳ đi kèm giá hàng hóa giảm mạnh.
3. Tăng trưởng kinh tế Việt Nam chậm lại.

Ngành	Quan điểm	Nhận định	Cổ phiếu lưu ý
<u>Ngân Hàng</u>	Khả quan	<ul style="list-style-type: none"> Tăng trưởng tín dụng toàn ngành 2023 được dự báo đạt hạ nhiệt xuống 12.0%. Tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp có sự phân hóa giữa các ngân hàng, và chỉ tập trung ở 4 ngân hàng TMCP chính. Chi phí vốn không còn rẻ khi lãi suất huy động gia tăng do căng thẳng thanh khoản hệ thống. Tỷ lệ CASA của ngành vẫn có thể sẽ gặp nhiều khó khăn ở 2023 trước xu hướng tăng lãi suất. BSC dự báo NIM toàn hệ thống sẽ giảm nhẹ trong 2023 dù sẽ có sự phân hóa giữa các ngân hàng. Hiện nay, ngành ngân hàng đang được định giá ở mức P/B TTM trung bình = 1.3x (loại bỏ VCB, BID, SSB) tính đến hết ngày 27/01/2023. Đây là mức chiết khấu tương đối sâu so với giai đoạn lịch sử, trong khi sức khỏe tài chính của các ngân hàng hiện nay đã được cải thiện rất nhiều. Do đó, BSC cho rằng ngành ngân hàng xứng đáng có mức định giá cao hơn, và giữ quan điểm KHẢ QUAN với triển vọng ngành ngân hàng. Tuy nhiên, ngành có thể sẽ gặp một số cơn gió ngược chiều trong 2023 như (1) tăng trưởng tín dụng toàn ngành giảm tốc, (2) chi phí huy động tăng và tỷ lệ CASA giảm khiến NIM thu hẹp, (3) rủi ro chất lượng tài sản suy giảm khiến chi phí tín dụng và tỷ lệ trích lập dự phòng gia tăng, từ đó hạn chế tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng. 	-
<u>Bất động sản thương mại</u>	Kém khả quan	<ul style="list-style-type: none"> Nhu cầu thực chưa được đáp ứng khi nguồn cung mới ở phân khúc trung cấp và bình dân gần như biến mất tại các thị trường Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Thời kỳ “tiền rẻ” đã kết thúc, các doanh nghiệp bất động sản đang trải qua giai đoạn thiếu hụt thanh khoản khi các nguồn huy động vốn đều ít nhiều gặp vấn đề: (1) Công tác bán hàng gặp nhiều khó khăn vì tâm lý tiêu cực của thị trường, sản phẩm chưa đáp ứng nhu cầu thực, cả doanh nghiệp và người mua nhà đều phụ thuộc vào vốn vay trong khi (2) Tín dụng vào lĩnh vực bất động sản vẫn được kiểm soát chặt chẽ, (3) Các kênh dẫn vốn khác như trái phiếu/cổ phiếu không thuận lợi, (4) Lãi suất tăng cao và (5) Điểm rơi trái phiếu đáo hạn tập trung vào 2023-2024. Tái cấu trúc để tồn tại và chờ đợi những nút thắt được tháo gỡ là cách tiếp cận tối ưu để vượt qua giai đoạn ảm đạm của thị trường BĐS - vốn mang tính chu kỳ cao. Mặc dù còn nhiều thách thức phía trước nhưng đi kèm đó là cơ hội gia tăng quỹ đất với chi phí hấp dẫn đối với các doanh nghiệp có nền tảng tài chính lành mạnh, danh mục sản phẩm phù hợp và quản trị công ty tốt. Triển vọng trong dài hạn tích cực khi nhu cầu nhà ở thực vẫn cao và nguồn cung dần được “cởi trói” nhờ vào (1) tiến độ hoàn thiện pháp lý được đẩy mạnh, thị trường hướng đến sự minh bạch, lành mạnh, tăng tính hiệu quả thông qua Nghị định 65/2022/NĐ-CP sửa đổi, Luật đất đai sửa đổi và Quyết định số 1435/QĐ-TTg, (2) Hạ tầng kết nối được phát triển đồng bộ sẽ dần kéo nhu cầu thực sang các khu vực ngoại thành, giảm tải áp lực cho các thành phố lớn nơi quỹ đất còn lại rất hạn chế. BSC đưa ra khuyến nghị KÉM KHẢ QUAN cho ngành bất động sản thương mại trong trung hạn. 	VRE

Ngành	Quan điểm	Nhận định	Cổ phiếu lưu ý
<u>Bất động sản khu công nghiệp</u>	Khả quan	<ul style="list-style-type: none"> Việt Nam vẫn là điểm đến tiềm năng, hấp dẫn với các nhà sản xuất trên thế giới trong bối cảnh hoạt động FDI trên quy mô quốc tế vẫn chưa hồi phục. Trung Quốc mở cửa mở ra kỳ vọng quá trình dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc sẽ diễn ra nhanh hơn Môi trường pháp lý dần rõ ràng và hoàn thiện kỳ vọng sẽ rút ngắn thủ tục hành chính, phát triển bền vững nhờ sự phối hợp giữa các Bộ/Ban ngành và UBND tỉnh. Thiếu nguồn cung tại các vị trí trung tâm công nghiệp vẫn là khó khăn của ngành và cũng là yếu tố duy trì giá cho thuê ở mức cao khi nhu cầu thuê cao. BSC đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN cho ngành Bất động sản Khu công nghiệp trong năm 2023 	KBC, IDC, BCM, LHG
<u>Cảng biển</u>	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng Container tăng trưởng chậm trong năm 2022. Kết thúc 11T.2022, sản lượng Container toàn ngành = 23 triệu TEUS (+5% yoy). Sang năm 2023, BSC cho rằng sản lượng Container vẫn tăng trưởng chậm +3-4% yoy do kinh tế toàn cầu đang chậm lại. Cạnh tranh sẽ quay trở lại trong năm 2023 do các cảng Hải Phòng vẫn dư 20-25% công suất. Vị thế các doanh nghiệp cảng biển tại Hải Phòng sẽ thay đổi đáng kể trong năm 2023. BSC duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với nhóm Cảng biển trong năm 2023.. 	GMD, VSC
<u>Thép</u>	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng tiêu thụ trong năm 2022 kém khả quan ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu. Kết thúc năm 2022, sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành - 10.8% yoy. Sang năm 2023, BSC kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép sẽ có sự phục hồi nhờ tháo gỡ chính sách về Bất động sản. Tuy nhiên, tốc độ phục hồi sản lượng thép sẽ chậm do (1) thị trường bất động sản trong nước chững lại 2) các nền kinh tế lớn dự báo tiếp tục suy thoái, kéo theo nhu cầu giảm. Theo đó BSC dự báo tổng sản lượng tiêu thụ thép +3-5% yoy. Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành thép sẽ có sự cải thiện trong Q1.2023. BSC khuyến nghị TRUNG LẬP đối với ngành Thép trong Q1.2023 do hàng tồn kho giá cao đã được ghi nhận trong 2H.2022 	HPG, HSG
<u>Tiêu dùng- Bán lẻ</u>	Khả quan	<ul style="list-style-type: none"> Ngành bán lẻ trong năm 2022 ghi nhận tăng trưởng trên mức nền thấp của năm 2021 2023- Một năm khó lường: khi những khó khăn từ nhu cầu suy yếu và tồn kho cao dự kiến sẽ tiếp tục gây áp lực đến kết quả kinh doanh của nhóm ngành tiêu dùng bán lẻ trong nửa đầu năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng một cục diện tích cực hơn vào cuối năm 2023. BSC đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN cho ngành tiêu dùng bán lẻ trong nửa cuối năm 2023 	MWG, VNM, MSN, PNJ, DG, FRT
<u>Dịch vụ hàng không</u>	Khả quan	<ul style="list-style-type: none"> Kết thúc năm 2022, sản lượng hành khách nội địa qua cảng ACV = 87 triệu lượt (+195% yoy), tương đương 117% so với trước dịch, nhờ các đường bay nội địa đã phục hồi hoàn toàn. Sang năm 2023, BSC dự báo sản lượng hành 	ACV, SCS,

Ngành	Quan điểm	Nhận định	Cổ phiếu lưu ý
		khách nội địa đi ngang, đạt 92 triệu lượt (+0.3% yoy) do mức nền cao trong năm 2022. <ul style="list-style-type: none"> • Kết thúc năm 2022, sản lượng hành khách quốc tế qua cảng ACV = 12 triệu lượt (+2,300% yoy), nhờ (1) các quốc gia đã mở cửa trở lại, (2) các hãng hàng không mở thêm đường bay mới tới Ấn Độ giúp tăng nguồn cầu mới. • BSC duy trì quan điểm KHẢ QUAN đối với nhóm dịch vụ hàng không như ACV nhờ sản lượng hành khách phục hồi tích cực trong năm 2023. 	HVN, VJC
<u>Vận tải hàng không</u>	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> • BSC nâng quan điểm từ KÉM KHẢ QUAN lên TRUNG LẬP đối với nhóm vận tải hàng không chủ yếu đến từ việc thị trường Trung Quốc – thị trường hàng không lớn nhất của Việt Nam đã mở cửa trở lại. Tuy nhiên, BSC lưu ý giá dầu cao vẫn sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới nhóm vận tải hàng không. 	HVN, VJC
<u>Vận tải dầu</u>	Khả quan	<ul style="list-style-type: none"> • Kết thúc năm 2022, giá cước vận tải dầu tăng mạnh do (1) đứt gãy chuỗi cung ứng dầu tại Châu Âu, (2) nguồn cung tàu dầu ở mức thấp. • BSC cho rằng việc giá cước điều chỉnh trong Tháng 1 chỉ mang tính chất tạm thời và mặt bằng giá cước dầu vẫn sẽ neo cao trong năm 2023 do nguồn cung tàu vẫn bị hạn chế. • Trong năm 2023, BSC giữ quan điểm KHẢ QUAN đối với nhóm Vận tải dầu do giá cước vẫn neo cao. 	PVT
<u>Vận tải Container</u>	Kém khả quan	<ul style="list-style-type: none"> • Kết thúc năm 2022, các chỉ số giá cước Container giảm mạnh. Sang năm 2023, BSC duy trì quan điểm giá cước Container sẽ giảm 65% yoy do (1) nguồn cung tăng mạnh do lượng bàn giao tàu mới từ 2023- 2024, (2) hoạt động xuất nhập tiếp tục tăng trưởng chậm. • BSC duy trì khuyến nghị KÉM KHẢ QUAN đối với nhóm Vận tải Container do cho rằng giá cước Container tiếp tục giảm trong thời gian tới. 	HAH
<u>Ô tô</u>	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> • Luỹ kế cả năm 2022 sản lượng tiêu thụ ô tô toàn thị trường đạt 404,635 chiếc, tăng 33% so với cùng kỳ. • BSC duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành Ô tô trong năm 2023 do: (1) doanh số ô tô kỳ vọng giảm tốc do mức nền cao trong năm 2022, lạm phát và lãi suất duy trì ở mức nền cao tuy nhiên (2) Biên lợi nhuận các doanh nghiệp sản xuất ô tô được kỳ vọng cải thiện nhờ các nguyên liệu sản xuất chính hạ nhiệt. 	VEA
<u>Thủy sản</u>	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> • Trong năm 2022, kim ngạch xuất khẩu thủy sản cả nước ước đạt 10.9 tỷ USD, tăng 23% so với cùng kỳ năm trước: tôm +11% YoY, cá tra +59% YoY • Triển vọng kinh doanh năm 2023: Đối với ngành tôm: Việc các thị trường tiêu thụ chính (Mỹ, EU) đều được dự kiến nền kinh tế gặp nhiều khó khăn sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ tôm Việt. • Đối với ngành cá tra: BSC kỳ vọng việc Trung Quốc mở cửa sẽ kéo theo nhu cầu tiêu thụ cá tra tăng cao sau thời gian dài bị kìm nén, giúp cả ngành cá tra tăng trưởng. • BSC đưa ra quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành Thủy sản trong năm 2023. 	VHC, ANV
<u>Săm lốp</u>	Khả quan	<ul style="list-style-type: none"> • Chúng tôi cho rằng trong năm 2023 hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp xăm lốp tiếp tục duy trì được đà tăng trưởng nhờ: (1) tăng trưởng doanh thu được thúc đẩy bởi nhu cầu trong nước và các thị trường xuất khẩu chính tiếp tục hồi phục và (2) hiệu quả hoạt động được cải thiện nhờ cắt giảm chi phí nguyên vật liệu và chi phí logistics. 	DRC

Ngành	Quan điểm	Nhận định	Cổ phiếu lưu ý
<u>Chăn nuôi</u>	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> BSC duy trì quan điểm KHẢ QUAN đối với ngành Săn lộp năm 2023. Giá heo hơi trung bình cả nước trong năm 2022 biến động mạnh do nguồn cung trong nước dồi dào và ảnh hưởng của hiệu ứng “domino” từ giá heo hơi tại thị trường Trung Quốc Trong nửa đầu năm 2023, nhóm ngành Chăn nuôi dự kiến đối mặt với nhiều thách thức khi nhu cầu tiêu dùng thấp và giá heo hơi chưa có nhiều động lực cải thiện. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp được kì vọng cải thiện vào những tháng cuối năm 2023 nhờ (1) giảm áp lực về nguồn cung (2) nhu cầu kì vọng hỗ trợ khi Trung Quốc dần bình thường hoá các hoạt động kinh tế và (3) Chi phí nguyên vật liệu TACN hạ nhiệt. BSC đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP cho ngành chăn nuôi trong năm 2023. 	DBC
<u>Phân bón</u>	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp Phân bón sẽ đối mặt với áp lực tăng trưởng âm trong năm 2023 do: (1) Mức nền cao trong năm 2022; (2) Giá bán kỳ vọng giảm do Trung Quốc tăng lượng xuất khẩu và nhu cầu nhập khẩu của Ấn Độ giảm và (3) Biên lợi nhuận khó duy trì được mức nền cao do kỳ vọng giá bán giảm mạnh hơn giá khí đầu vào. BSC duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành Phân bón năm 2023. 	DPM, DCM
<u>Hóa chất</u>	Trung lập	<p>BSC đưa quan điểm xuống TRUNG LẬP đối với ngành Hóa chất trong năm 2023 do lợi nhuận kỳ vọng giảm sút từ mức nền cao của năm 2022. Tuy nhiên, các cổ phiếu ngành Hóa chất hiện đang được giao dịch ở vùng định giá thấp trong nhiều năm. Trong bối cảnh giá cả hóa chất chưa có động lực rõ ràng để có thể vượt vùng giá đỉnh của năm 2022, động lực tăng trưởng sẽ đến từ (i) cắt giảm chi phí sản xuất (phát triển theo chiều dọc) hoặc (ii) mở rộng đầu tư các sản phẩm truyền thống và mới (phát triển theo chiều ngang). Tuy nhiên, BSC nhận thấy các doanh nghiệp hóa chất tư nhân sẽ có nhiều lợi thế hơn doanh nghiệp nhà nước trong việc mở rộng đầu tư phát triển.</p> <ul style="list-style-type: none"> Đối với DGC, BSC cho rằng mức nền cao của năm 2022 là thách thức lớn đối với DGC khi giá hàng hóa xuất khẩu chưa có động lực để vượt mức đỉnh của năm 2022. Tuy nhiên, lượng tiền mặt lớn và định giá rẻ (cổ phiếu đang được giao dịch ở mức PE thấp trong vòng 8 năm gần nhất (5.46 so với 8.05) là những yếu tố hấp dẫn đối với cổ phiếu DGC. Đối với CSV, BSC cho rằng mức nền cao của năm 2022 là thách thức lớn đối với CSV, đặc biệt khi Trung Quốc mở cửa sẽ khiến việc xuất khẩu Xút Trung Quốc sang Việt Nam cải thiện và làm tăng tính cạnh tranh đối với sản phẩm nội địa. Về định giá, cổ phiếu CSV hiện đang được giao dịch ở mức PE thấp trong vòng 8 năm gần nhất (4.49 so với 6.51). 	DGC, CSV
<u>Dệt may</u>	Kém khả quan	<ul style="list-style-type: none"> Trong năm 2022, xuất khẩu hàng dệt may đạt kim ngạch 37.57 tỷ USD (+14.7% YoY và 28% QoQ). Tốc độ tăng trưởng cả năm 2022 khả quan nhưng suy giảm vào quý 4 (-5% YoY) do lạm phát cao và người dân thắt chặt chi tiêu tại Mỹ. Triển vọng ngành Dệt may năm 2023: BSC cho rằng trong năm 2023, các doanh nghiệp Dệt may tiếp tục gặp nhiều thách thức: các doanh nghiệp may gặp nhiều khó khăn trong ký kết đơn hàng khi các khách hàng tiếp tục xử lý hàng tồn kho cao trong bối cảnh nền kinh tế gặp nhiều khó khăn. 	MSH, TNG

Ngành	Quan điểm	Nhận định	Cổ phiếu lưu ý
		<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi hạ quan điểm KÉM KHẢ QUAN đối với ngành Dệt may trong năm 2023 	
<u>Dầu khí</u>	Khả quan	<ul style="list-style-type: none"> Giá dầu biến động mạnh, và quay về quanh mốc 90 USD/thùng. Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu vẫn đang duy trì ổn định, trong khi nguồn cung trong ngắn hạn bị thắt chặt do OPEC cắt giảm sản lượng. Sự suy giảm sản lượng từ các mỏ dầu khí lâu năm của Việt Nam sẽ thúc đẩy các dự án mới sớm được triển khai. Xu hướng LNG tiếp tục được đẩy mạnh trong dài hạn. BSC giữ quan điểm KHẢ QUAN đối với nhóm ngành dầu khí, và khuyến nghị MUA với nhóm cổ phiếu GAS, BSR, PVD. 	GAS PVD PVS PLC BSR PVT
<u>Công nghệ thông tin</u>	Khả quan	<ul style="list-style-type: none"> Trong năm 2022, doanh thu ngành công nghiệp ICT ước đạt 148 tỷ USD (+8.7% YoY), doanh thu ngành dịch vụ viễn thông ước đạt 138 nghìn tỷ đồng (+1.6% YoY). Năm 2023, BSC cho rằng triển vọng ngành Công nghệ và Viễn thông khả quan do (i) Xu hướng Chuyển đổi số tiếp diễn và Đầu tư vào Giao thông thông minh của Chính phủ (ii) Luật Viễn thông sửa đổi có tác động tích cực đối với doanh nghiệp Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm KHẢ QUAN đối với ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông năm 2023. 	FPT, CTR
<u>Điện</u>	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng điện thương phẩm 2022 tăng trưởng +5.3% YoY. Chu kỳ El Nino được dự kiến sớm quay trở lại là tín hiệu tích cực với các nhà máy nhiệt điện. Khung giá phát điện mới sẽ làm giảm tốc độ đầu tư vào các nhà máy điện gió và điện mặt trời. Chúng tôi duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành Điện trong năm 2023. 	HND, QTP, POW, NT2, REE
<u>Bảo hiểm phi nhân thọ</u>	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm tăng trưởng khả quan, nhưng chi phí kinh doanh bảo hiểm tăng khiến lợi nhuận từ kinh doanh bảo hiểm suy giảm ở nhiều doanh nghiệp; Doanh thu tài chính dự báo tăng trong năm 2023 nhờ mặt bằng lãi suất có xu hướng tăng; BSC giữ quan điểm TRUNG LẬP đối với nhóm ngành bảo hiểm trong năm 2023. 	BVH, PVI, MIG

3. TỔNG HỢP CÁC CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Hình: Tổng hợp các cổ phiếu khuyến nghị 2023

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
LHG	777	24%	316	56%	5,810	3.8	0.6	10%	18%	22,100	31,500	43%
KBC	4,735	395%	1,823	18%	3,166	7.4	0.6	6%	10%	23,400	29,800	27%
BCM	8,447	30%	2,920	73%	2,593	32.6	4.1	6%	17%	84,500	94,200	11%
GVR	27,803	10%	3,510	-8%	1,217	12.1	1.0	6%	8%	14,750	19,100	29%
IDC	9,750	18%	2,926	27%	8,439	4.4	1.3	19%	34%	37,400	52,000	39%
PHR	2,095	23%	967	9%	6,238	6.7	1.5	16%	35%	41,550	61,300	48%
VHM	66,656	7%	22,369	-22%	5,137	8.9	1.2	10%	14%	46,600	n.a	n.a
VRE	9,491	30%	3,673	34%	1,576	18.1	1.8	9%	10%	28,500	31,800	12%
DXG	4,497	-19%	234	57%	1,304	9.6	0.5	2%	4%	12,500	n.a	n.a
NLG	5,364	24%	796	43%	2,602	10.6	1.0	19%	34%	27,000	n.a	n.a
KDH	3,162	9%	1,217	10%	1,614	15.8	1.5	6%	9%	27,000	n.a	n.a
GMD	3,997	2%	2,127	114%	7,059	7.4	1.7	15%	23%	52,100	57,000	9%
HPG	118,630	-16%	11,142	31%	1,916	10.9	1.2	4%	10%	20,850	21,500	3%
HSG	38,764	-22%	1,304	420%	2,181	6.6	1.3	8%	11%	14,450	16,500	14%
MWG	128,461	-4%	4,815	17%	3,289	13.5	1.6	7%	18%	44,500	54,600	23%
VNM	61,883	3%	9,282	9%	4,214	18.0	1.6	19%	27%	75,800	82,200	8%
MSN	84,146	10%	3,710	4%	2,605	35.9	1.6	3%	13%	93,500	96,000	3%
PNJ	35,454	5%	1,968	9%	7,475	11.1	1.6	15%	26%	82,900	95,000	15%
DGW	31,282	42%	766	12%	5,334	7.8	1.6	9%	26%	41,700	45,000	8%
FRT	33,307	10%	418	7%	2,965	25.4	1.6	4%	21%	75,300	77,100	2%
ACV	20,168	46%	8,833	24%	4,058	20.8	3.5	12%	17%	84,538	100,000	18%
SCS	902	6%	674	4%	6,934	10.6	4.3	39%	41%	73,500	76,000	3%
HVN	89,895	27%	-4,329	-59%	(1,955)	(6.4)	(2.1)	-7%	33%	12,600	n.a	n.a
VJC	52,551	34%	552	-125%	1,019	106.0	3.2	1%	3%	108,000	n.a	n.a
HAH	2,694	-16%	374	-55%	5,473	6.9	1.0	7%	11%	37,900	40,000	6%
PVT	10,597	17%	948	10%	2,929	6.5	0.7	8%	15%	19,100	24,300	27%
VEA	4,988	5%	7,805	3%	5,721	7.0	1.6	29%	31%	40,065	45,000	12%
VHC	14,372	341%	1,959	-8%	12,800	5.1	1.6	20%	27%	65,400	67,500	3%
ANV	5,346	9%	762	13%	6,900	4.5	1.0	10%	19%	30,900	30,000	-3%
DRC	5,328	9%	338	10%	2,597	8.6	1.6	10%	18%	22,350	23,500	5%
DBC	13,206	8%	159	6%	690	20.8	1.6	1%	3%	14,350	16,400	14%
DPM	15,195	-18%	2,947	-47%	14,174	3.0	1.2	40%	30%	43,200	48,000	11%
DCM	13,035	-18%	2,256	-47%	8,076	3.3	1.4	20%	14%	26,300	30,000	14%
DGC	12,124	-16%	4,322	-22%	10,844	5.1	1.5	21%	33%	55,000	71,300	30%
CSV	2,071	-2%	323	-9%	7,300	4.1	1.0	15%	20%	29,800	30,000	1%
MSH	5,437	-2%	291	-14%	5,800	5.7	0.9	9%	18%	33,000	38,000	15%
TNG	6,375	-6%	274	-6%	2,900	5.2	1.6	6%	15%	15,200	14,750	-3%
GAS	104,090	3%	13,819	-7%	6,793	15.8	3.2	16%	22%	107,300	122,300	14%
PVD	6,771	25%	250	-354%	266	73.3	0.7	2%	3%	19,500	24,600	26%
PVS	20,222	23%	956	24%	1,340	17.6	0.8	3%	6%	23,600	28,900	22%
PLC	9,527	11%	210	58%	2,149	11.9	1.4	3%	12%	25,600	32,500	27%
BSR	118,509	-29%	7,178	-50%	2,292	7.0	0.9	8%	12%	16,083	18,400	14%

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
PVT	10,597	17%	948	10%	2,929	6.5	0.7	8%	15%	19,100	24,300	27%
FPT	51,669	17%	7,991	23%	5,901	13.8	4.1	11%	27%	81,200	91,900	13%
CTR	9,894	6%	571	29%	6,000	10.2	1.6	11%	28%	61,300	70,000	14%
MIG	3,460	30%	146	-8%	885	17.6	1.2	2%	8%	15,100	16,000	6%
BMI	4,145	9%	244	-17%	2,228	10.8	1.1	3%	9%	25,200	24,500	-3%
PVI	5,470	15%	938	12%	3,821	13.3	1.4	3%	11%	49,900	45,900	-8%
HND	11,119	6%	822	44%	1,562	9.0	0.9	10%	12%	13,988	17,200	23%
QTP	11,349	9%	958	24%	2,129	7.0	0.9	11%	16%	14,889	21,300	43%
POW	29,967	6%	2,128	12%	993	12.3	0.8	5%	8%	12,250	13,000	6%
NT2	8,931	2%	790	8%	2,737	10.3	1.8	11%	19%	28,100	28,000	0%
REE	9,034	-4%	2,736	2%	7,698	9.5	1.2	10%	19%	73,500	85,000	16%

Nguồn: BSC Research

4. ẢNH HƯỞNG CÁC YẾU TỐ VĨ MÔ TỚI NHÓM NGÀNH

Hình: Ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô đến các nhóm ngành

	Chiến tranh thương mại	Căng thẳng Nga - Ukraina/ (Giá dầu tăng)	Fed giữ mức lãi suất cao	Kinh tế Châu Âu khó khăn / Brexit / EUR giảm giá	Lãi suất trong nước cao	Trung Quốc mở cửa	Hiệp định CPTPP	Các Hiệp định FTAs
Vận tải biển	(+/-)	(-)		(-)		(-)	(+)	(+)
BĐS			(-)		(-)			
Xây dựng			(-)		(-)			
Xi măng					(+)	(-)		
Dệt may	(+/-)	(-)		(-)	(+)		(+)	(+)
Điện		(-)		(+)	(+)			
Dược				(+)	(+)			
Nhựa		(-)			(+)			
Sâm lốp	(+)	(-)				(-)		
Ngân hàng	(-)		(-)	(-)	(+) (-)	(-)	(+)	(+)
Thép	(-)				(+)	(-)		
Thủy sản	(+)			(-)	(+)	(-)		
Dầu khí		(+)				(-)		
Phân bón		(-)			(+)	(+)		
Cao su		(+)				(-)		
Gạch men		(-)			(+)			
Công nghệ		(-)		(-)				(+)
Cảng biển	(+/-)			(-)			(+)	
Hàng không	(+/-)	(-)					(+)	(+)
Ô tô							(+)	
Bảo hiểm	(-)				(+)			
Bán lẻ			(-)		(+)		(+/-)	(+/-)
Tiêu dùng		(-)	(-)		(+)		(-/+)	(+/-)

Nguồn: BSC Research

5. CÁC SỰ KIỆN THEO MỐC THỜI GIAN 2023 (PHỤ LỤC 1)

Hình: Các sự kiện theo mốc thời gian năm 2023

Tháng	Ngày	Việt Nam		Ngày	Quốc tế
1	16	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 công bố	31	FED: Meeting	
1	19	Future VN30: Đáo hạn			
1	20	DN: Hạn cuối nộp BCTC quý 4			
2	6	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 cơ cấu	1	FED: Meeting	
2	14	ETF: iShares công bố	2	ECB: Meeting	
2	16	Future VN30: Đáo hạn			
2	28	ETF: iShares cơ cấu			
3	10	ETF: FTSE VN công bố	16	ECB: Meeting	
3	16	Future VN30: Đáo hạn	21-22	FED: Meeting	
3	17	ETF: VNM công bố	30-31	FTSE: Market review	
3	24	ETF: VNM, FTSE VN cơ cấu			
4	17	ETF: Vn-Diamond công bố			
4	20	DN: Hạn cuối nộp BCTC quý 1			
4	13	Future VN30: Đáo hạn			
5	2	ETF: Vn-Diamond cơ cấu	2-3	FED: Meeting	
5	17	ETF: iShares công bố	4	ECB: Meeting	
5	18	Future VN30: Đáo hạn			
5	31	ETF: iShares cơ cấu			
5	Tháng 5	VN: Hội nghị TW Đảng 07			
6	9	ETF: FTSE VN công bố	13-14	FED: Meeting	
6	15	Future VN30: Đáo hạn	15	ECB: Meeting	
6	16	ETF: VNM công bố	22	MSCI: Market Review	
6	23	ETF: VNM, FTSE VN cơ cấu	28-30	IEA: Hội thảo kinh tế	
6	Tháng 6	VN: Họp quốc hội			
7	17	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 công bố	25-26	FED: Meeting	
7	20	DN: Hạn cuối nộp BCTC quý 2	27	ECB: Meeting	
7	13	Future VN30: Đáo hạn			
8	7	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 cơ cấu			
8	17	Future VN30: Đáo hạn, ETF: iShares công bố			
8	31	ETF: iShares cơ cấu			
9	1	ETF: FTSE VN công bố	09-10	G-20: Meeting	
9	8	ETF: VNM công bố	14	ECB: Meeting	
9	14	Future VN30: Đáo hạn	19-20	FED: Meeting	
9	15	ETF: VNM, FTSE VN cơ cấu	28	FTSE: Market Review	
10	16	ETF: Vn-Diamond công bố	26	ECB: Meeting	
10	20	DN: Hạn cuối nộp BCTC quý 3	31	FED: Meeting	
10	19	Future VN30: Đáo hạn			
10	Tháng 10	VN: Hội nghị TW Đảng 08			
11	6	ETF: Vn-Diamond cơ cấu	1	FED: Meeting	
11	16	Future VN30: Đáo hạn, ETF: iShares công bố			
11	30	ETF: iShares cơ cấu			
11	Tháng 11	VN: Họp quốc hội			
12	1	ETF: FTSE VN công bố	12-13	FED: Meeting	
12	8	ETF: VNM công bố	14	ECB: Meeting	
12	14	Future VN30: Đáo hạn			
12	15	ETF: VNM, FTSE VN cơ cấu			

Nguồn: BSC Research

6. CÁC CHÍNH SÁCH ẢNH HƯỞNG ĐẾN NGÀNH NĂM 2023

Những thông tin vĩ mô trong và ngoài nước, cùng những chính sách sửa đổi bổ sung quy định mới sẽ có tác động trái chiều với nhiều mức độ khác nhau lên thị trường chứng khoán nói chung, các doanh nghiệp nói riêng. BSC đã thống kê các chính sách, sự kiện quan trọng đáng lưu ý trong năm 2022:

Chưa ảnh hưởng: ✘ Đang ảnh hưởng: ✔ Đã ảnh hưởng: ⏻

Hình: Các chính sách, sự kiện quan trọng đáng lưu ý trong năm 2023

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 31/01/2023
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
Chính sách tiền tệ					
1	FED: thắt chặt chính sách tiền tệ, nâng lãi suất	26/01/2022	Tiêu cực	Rất mạnh	✔
2	PBoC: Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm lại, RMB giảm giá; giữ lãi suất điều hành tại mức thấp và đưa ra các gói giải cứu TT BĐS.	Q2/2022	Tiêu cực	Rất mạnh	✔
3	ECB: duy trì chính sách thắt chặt tiền tệ và chống lạm phát.	27/07/2022	Tiêu cực	Mạnh	✔
4	Giá nguyên vật liệu hàng hóa ổn định	06/2022	Đan xen	Mạnh	✔
Chính sách Vĩ mô Khu vực					
1	Trung Quốc mở cửa	08/01/2023	Đan xen	Mạnh	✔
2	Cuộc họp OPEC	04/06/2023	Đan xen	Mạnh	✔
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước					
Chính sách sửa đổi luật					
1	Triển khai gói kích thích kinh tế	02/2022	Tích cực	Mạnh	✔
2	Luật đầu tư theo phương thức đối tác công tư (PPP)	2021	Đan xen	Mạnh	✔
3	Sửa đổi Luật đất đai	2023	Đan xen	Mạnh	✘
4	Luật chứng khoán sửa đổi	01/01/2021	Tích cực	Mạnh	✔
5	Ban hành Nghị định số 65/2022/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 153/2020/NĐ-CP quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế	16/09/2022	Đan xen	Mạnh	✔
6	Quyết định 1435/QĐ-TTg 2022 Thành lập Tổ công tác của Thủ tướng Chính phủ về rà soát, đôn đốc, hướng dẫn tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong triển khai thực hiện dự án bất động sản cho các địa phương, doanh nghiệp	17/11/2022	Tích cực	Trung bình	✘

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 31/01/2023
7	Giá xăng giảm	01/07/2022	Đan xen	Trung bình	✓
Chính sách tiền tệ					
1	Nâng lãi suất điều hành	23/09/2022	Tiêu cực	Mạnh	✓
2	Điều tiết thanh khoản qua OMO	21/06/2022	Đan xen	Mạnh	✓
3	Nới lỏng biên độ tỷ giá từ ±3% lên ±5%	17/10/2022	Tích cực	Trung bình	✓
4	Tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu của các NH ở mức 8%	01/01/2020	Đan xen	Trung bình	🔌
Chính sách chứng khoán					
1	Chứng chỉ lưu kí, chứng chỉ lưu kí không quyền biểu quyết	2023-2024	Tích cực	Mạnh	✗
2	Đề án phân bổ cổ phiếu niêm yết, nới biên độ	2023-2024	Đan xen	Mạnh	✗
3	Niêm yết và tăng vốn tại các NHTMCP	2023-2024	Tích cực	Mạnh	✗
4	Nâng điều kiện công ty đại chúng	2023-2024	Đan xen	Trung bình	✗
5	Nghiên cứu để sửa đổi một số chỉ tiêu của chỉ số VN30	2023	Tích cực	Mạnh	✓
6	Áp dụng hệ thống giao dịch chứng khoán KRX và từng bước tiến đến thực hiện giao dịch T+0	2023-2024	Tích cực	Mạnh	✓
Các Hiệp định thương mại tự do					
1	EVFTA	01/08/2020	Tích cực	Mạnh	✓
2	UKVFTA	31/12/2020	Tích cực	Mạnh	✓
3	RCEP ASEAN	01/01/2022	Tích cực	Mạnh	✓
4	Hiệp định Việt Nam – ETFTA và Việt Nam – Isarel	Đang đàm phán	Tích cực	Mạnh	✓

Nguồn: Tổng hợp, BSC Research

7. TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2023

7.1. Nhóm ngành hưởng lợi nếu lãi suất hạ nhiệt và chính sách đảo ngược NGÀNH NGÂN HÀNG [KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Phan Quốc Bửu

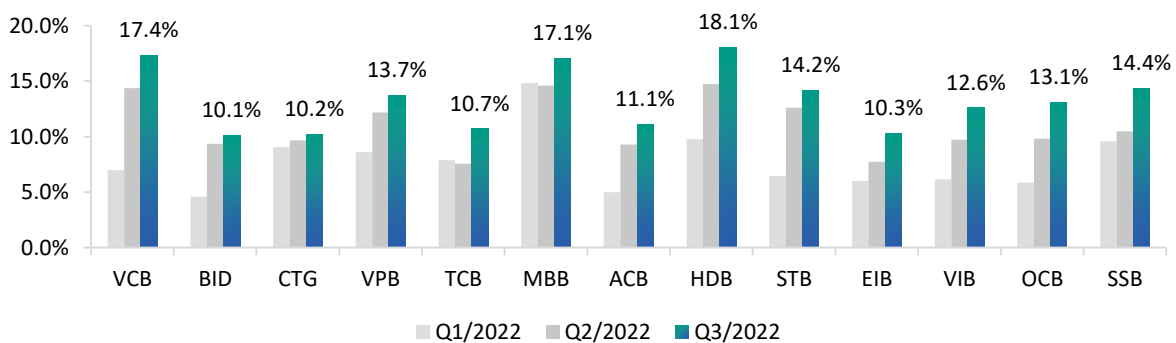
Email: buupq@bsc.com.vn

- Tăng trưởng tín dụng toàn ngành 2023 được dự báo đạt hạ nhiệt xuống 12.0%.
- Tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp có sự phân hóa giữa các ngân hàng, và chỉ tập trung ở 4 ngân hàng TMCP chính.
- Chi phí vốn không còn rẻ khi lãi suất huy động gia tăng do căng thẳng thanh khoản hệ thống.
- Tỷ lệ CASA của ngành vẫn có thể sẽ gặp nhiều khó khăn ở 2023 trước xu hướng tăng lãi suất.
- BSC dự báo NIM toàn hệ thống sẽ giảm nhẹ trong 2023 dù sẽ có sự phân hóa giữa các ngân hàng.
- Hiện nay, ngành ngân hàng đang được định giá ở mức P/B TTM trung bình = 1.3x (loại bỏ VCB, BID, SSB) tính đến hết ngày 27/01/2023. Đây là mức chiết khấu tương đối sâu so với giai đoạn lịch sử, trong khi sức khỏe tài chính của các ngân hàng hiện nay đã được cải thiện rất nhiều. Do đó, BSC cho rằng ngành ngân hàng xứng đáng có mức định giá cao hơn, và **giữ quan điểm KHẢ QUAN với triển vọng ngành ngân hàng**.
- Tuy nhiên, ngành có thể sẽ gặp một số cơn gió ngược chiều trong 2023 như **(1)** tăng trưởng tín dụng toàn ngành giảm tốc, **(2)** chi phí huy động tăng và tỷ lệ CASA giảm khiến NIM thu hẹp, **(3)** rủi ro chất lượng tài sản suy giảm khiến chi phí tín dụng và tỷ lệ trích lập dự phòng gia tăng, từ đó hạn chế tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng.

Tăng trưởng tín dụng toàn ngành 2022 ước tính đạt 14.5% so với đầu năm. Sau đợt cấp thêm cuối cùng vào tháng 12/2022, hạn mức tăng trưởng tín dụng 2022 được nới lên tới 15.5-16.0%. Dù vậy, tổng tín dụng hệ thống chỉ tăng trưởng khoảng 14.5%. Bức tranh tín dụng năm 2022 được chia làm 2 màu sắc rõ rệt với bức tranh rực rỡ trong nửa đầu năm 2022 và bức tranh trầm lắng trong nửa cuối năm 2022 khi các yếu tố vĩ mô không thuận lợi như thanh khoản hệ thống, tỷ giá.

Mục tiêu chính sách điều hành của NHNN trong năm 2023 tập trung chủ yếu vào (1) điều hành chính sách tiền tệ ổn định, chủ động, linh hoạt nhằm kiểm soát lạm phát, và (2) Kiểm soát tăng trưởng tín dụng hợp lý, hướng nguồn vốn tín dụng vào lĩnh vực sản xuất – kinh doanh, kiểm soát chặt chẽ lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro.

Hình: Tăng trưởng tín dụng các ngân hàng sau 9T2022

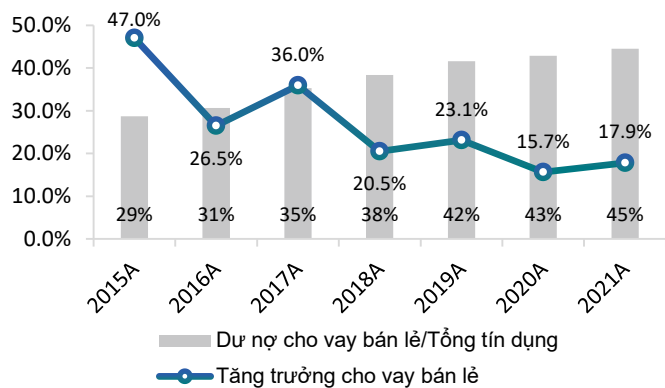


Nguồn: BCTC các NHTM, BSC Research

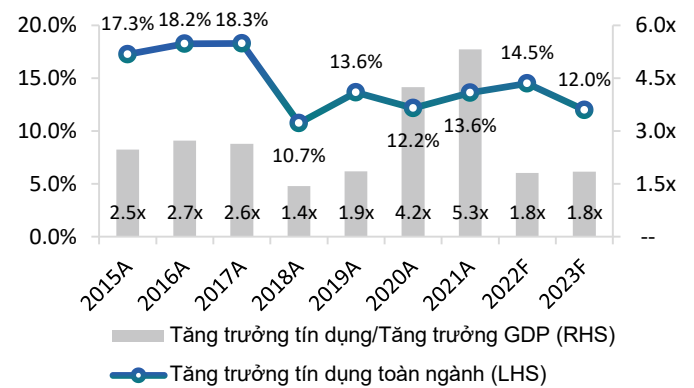
Động lực tăng trưởng từ cho vay bán lẻ vẫn sẽ tiếp diễn. Với động lực chính từ cơ cấu dân số trẻ hóa, dư nợ cho vay bán lẻ ước tính ghi nhận CAGR 23% từ 2015 đến 2021, nhanh hơn nhiều mức 14% của tín dụng toàn hệ thống. Cho vay bán lẻ vừa đem lại lợi suất cao hơn cho vay bán buôn vừa giúp các NHTM giảm rủi ro tập trung khi quy mô cho vay trên khách hàng thấp, từ đó có thể đa dạng hóa danh mục cho nhiều khách hàng. Bên cạnh các ngân hàng tham gia tái cơ cấu các TCTD yếu kém, chúng tôi nhận thấy NHNN đang ưu ái hơn về room tín dụng cho các ngân hàng có tỷ trọng cho vay bán lẻ cao trong dư nợ. Do đó, cho vay bán lẻ được dự báo vẫn sẽ là xu hướng kéo dài trong các năm tới.

Dự báo tăng trưởng tín dụng 2023 giảm tốc xuống 12.0%. Với quan điểm kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô là ưu tiên hàng đầu của Chính phủ, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống trong 2023 sẽ hạ nhiệt xuống khoảng 12.0%. Nguyên nhân xuất phát từ việc tăng trưởng GDP được dự báo giảm tốc do xuất khẩu chậm lại khi nền kinh tế toàn cầu đứng trước rủi ro suy thoái và nhu cầu của người tiêu dùng suy yếu dưới áp lực tăng của lạm phát. Thanh khoản hệ thống cũng là vấn đề cần được ưu tiên khi cung tiền tăng trưởng yếu, thị trường TPDN có những bước lùi, và giải ngân vốn đầu tư công còn chậm.

Hình: Dự nợ cho vay bán lẻ ước tính tăng trưởng nhanh hơn tổng tín dụng



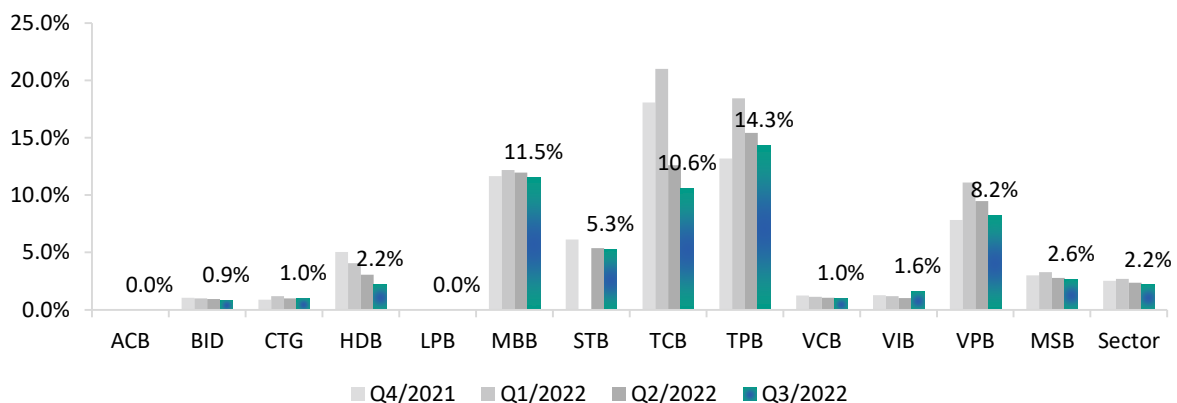
Hình: Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống được dự báo chậm lại trong 2023



Nguồn: NHNN, BSC Research

Tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp nắm giữ có sự phân hóa giữa các ngân hàng và chỉ tập trung vào 4 ngân hàng. Tính đến hết Q3/2022, tổng dự nợ TPDN nắm giữ trong danh mục đầu tư của một số ngân hàng niêm yết lớn ở mức ~218,221 tỷ đồng (tương ứng với 2.2% tổng dự nợ tín dụng các DN thống kê, giảm 6% so với Q2/2022 về quy mô). Có một vài ngân hàng có định hướng về việc đầu tư trái phiếu của các doanh nghiệp lớn do (1) lãi suất cao hơn các khoản vay thông thường và (2) danh mục trái dài các ngành giúp giảm thiểu rủi ro. Hiện nay, Nghị định 153 đang ảnh hưởng đến dòng tiền của nhóm BĐS do tính chất sử dụng đòn bẩy cao cùng việc phát hành nhiều TPDN nhằm đảm bảo nguồn trả nợ và thanh toán. Chúng tôi cho rằng với danh mục đầu tư trái dài nhiều ngành cùng việc chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu cho vay, tác động rủi ro đến an toàn hệ thống ngành ngân hàng là không lớn. Tuy nhiên, rủi ro về việc trích lập dự phòng các khoản đầu tư này sẽ tạo áp lực lên tăng trưởng lợi nhuận một số ngân hàng trong Q4/2022 và 2023.

Hình: Tỷ trọng TPDN trong tổng tín dụng của các NHTM tại Q3/2022 có xu hướng giảm và vẫn ở mức thấp

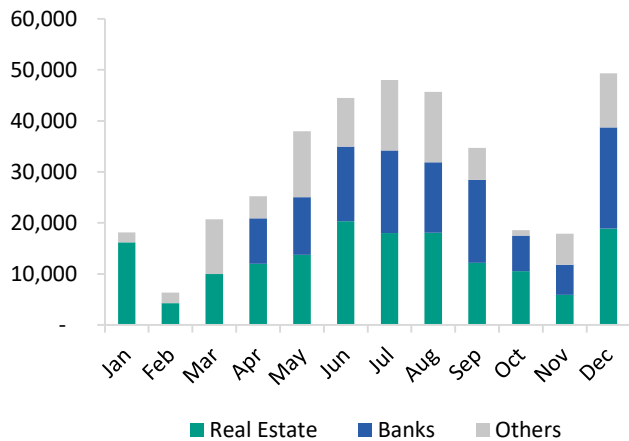


Nguồn: BCTC các NHTM, BSC Research

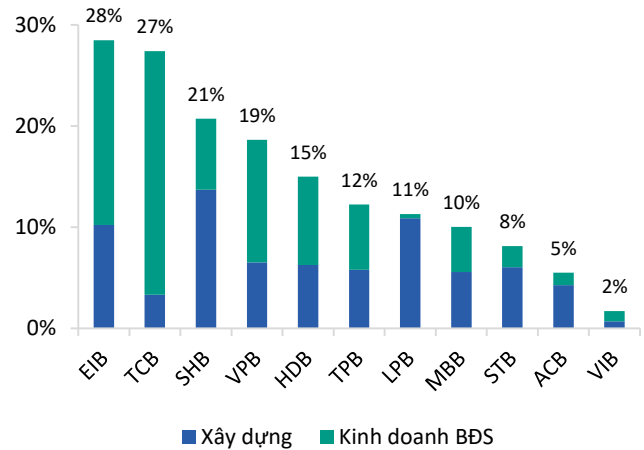
Ngoài ra, trước các áp lực lớn về dòng tiền mà các tổ chức phát hành đang đối mặt, Bộ Tài chính đã trình Chính phủ dự thảo sửa đổi Nghị định 65 vào đầu tháng 12/2022 vừa qua. Theo đó, nhiều quy định (về vấn đề xác

định tư cách nhà đầu tư chuyên nghiệp, thời gian phân phối trái phiếu, xếp hạng tín nhiệm, ...) sẽ được dời thời điểm thực hiện sang 01/01/2024. Dự thảo mới này được kỳ vọng sẽ giảm các áp lực về thanh khoản trong ngắn hạn bằng cách kéo dài thời gian cho những khoản nợ chưa tới hạn. Dù vậy, khả năng cân đối dòng tiền của vài doanh nghiệp và niềm tin của nhà đầu tư vẫn là vấn đề còn bỏ ngỏ.

Hình: Giá trị TPDN đáo hạn (tỷ đồng) trong 2023



Hình: Tỷ trọng cho vay lĩnh BĐS ở các NHTM đến Q2/2022

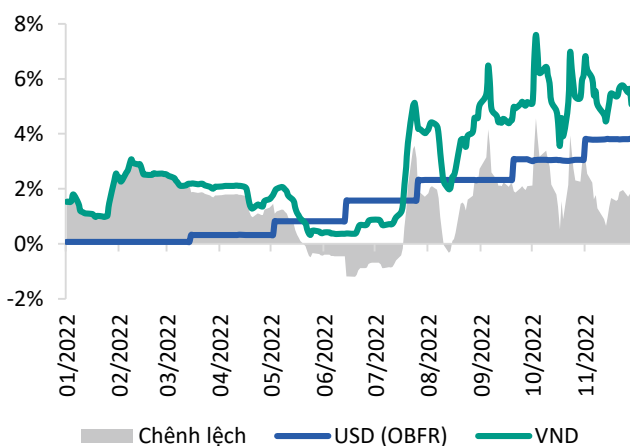


Nguồn: BCTC các NHTM, Fiinpro, BSC Research

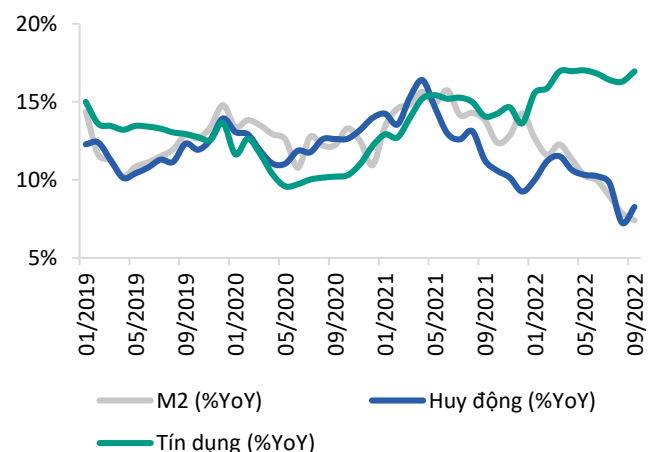
Thanh khoản và chi phí vốn là yếu tố chính cần theo dõi. Các áp lực tăng lãi suất đã dần hiện rõ ngay từ nửa đầu 2022 khi căng thẳng tỷ giá USD/VND không có dấu hiệu suy giảm. Việc FED liên tục nâng lãi suất điều hành khiến đồng USD mạnh lên đã tạo áp lực lên tỷ giá và buộc NHNN cuối cùng cũng phải tăng lãi suất điều hành từ Q3/2022 sau khi đã liên tục bán ròng USD khiến dự trữ ngoại hối giảm mạnh (từ mức đỉnh lịch sử ~110 tỷ USD ở tháng 01/2022 xuống còn ~87 tỷ USD, tương đương 2.7 tháng nhập khẩu tính đến hết tháng 09/2022) và nâng biên độ trần - sàn tỷ giá trung tâm từ 3% lên 5%. Chỉ trong khoảng 1 tháng, NHNN đã có 2 lần nâng lãi suất điều hành với tổng 200bps, khiến lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm của VND tăng theo và tạo 1 khoảng chênh đủ lớn với lãi suất USD.

Kịch bản lãi suất năm 2023 : Tham khảo báo cáo vĩ mô 2023

Hình: Lãi suất liên ngân hàng qua đêm của VND tăng mạnh



Hình: Tăng trưởng huy động vẫn lệch pha với tín dụng

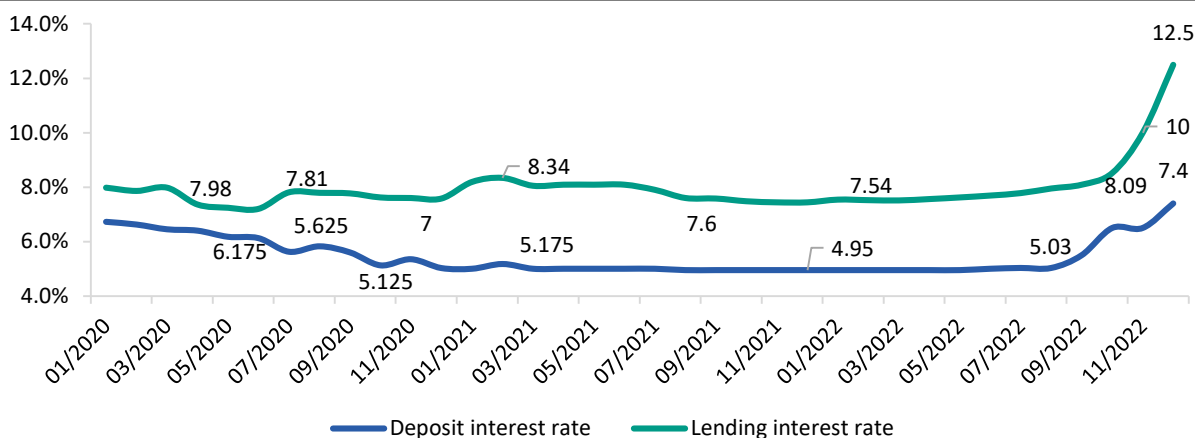


Nguồn: NHNN, NewYork Fred, BSC Research

Thanh khoản cũng suy yếu khi tăng trưởng huy động vẫn đang lệch pha khá xa so với tăng trưởng tín dụng. Khoảng cách này kết hợp việc cung tiền M2 tăng trưởng yếu là các yếu tố thúc đẩy lãi suất huy động gia tăng.

Thực tế là ngay khi NHNN tăng lãi suất điều hành, cuộc đua nâng lãi suất huy động cũng đã diễn ra giữa các NHTM.

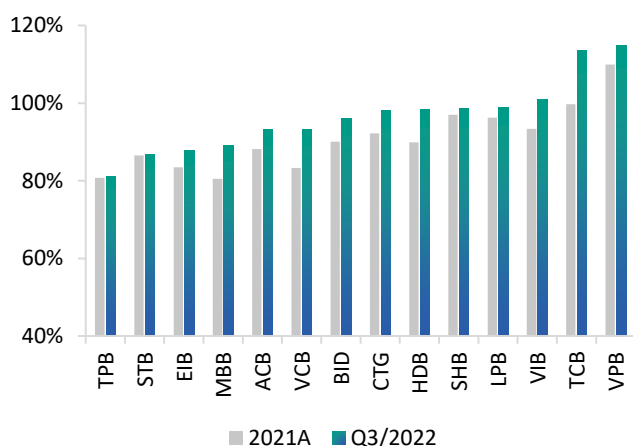
Hình: Lãi suất đầu ra và đầu vào của nhóm 4 NHTM cổ phần nhà nước



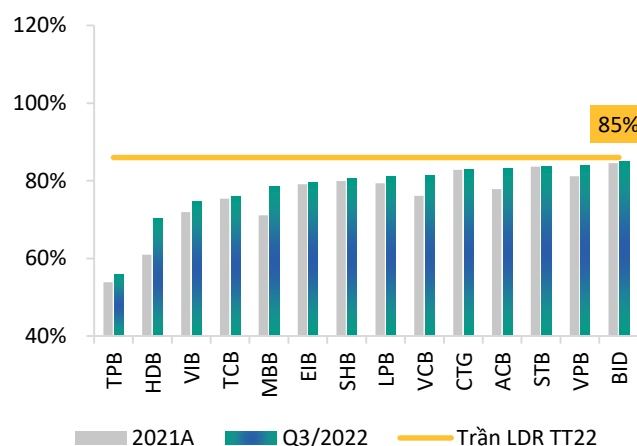
Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Huy động tăng trưởng yếu khiến thanh khoản hệ thống ngân hàng suy giảm còn được thể hiện ở việc chỉ số LDR bình quân ngành đang tăng mạnh so với .

Hình: So sánh tỷ lệ LDR thuần giữa các NHTM



Hình: So sánh tỷ lệ LDR ước tính theo TT22/2019/TT-NHNN

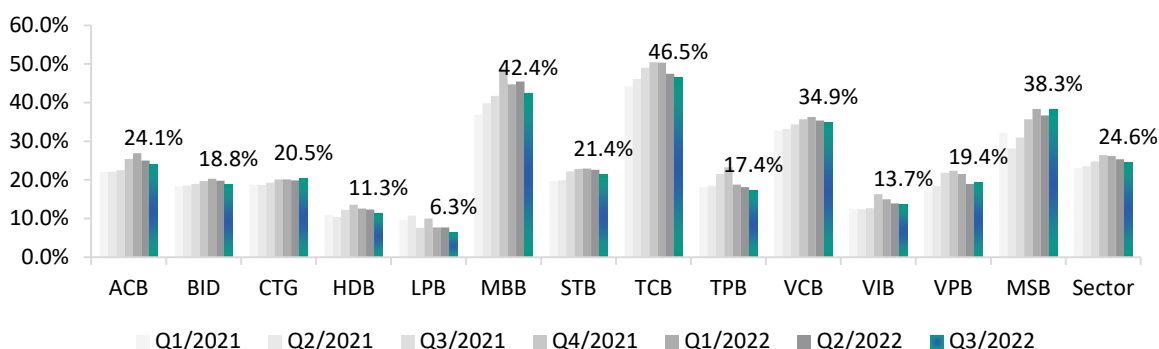


Nguồn: BCTC các NHTM, BSC Research

Đáng lưu ý, NHNN vừa công bố Thông tư 26/2022/TT-NHNN sửa đổi Thông tư 22/2022/TT-NHNN về cách tính tỷ lệ LDR mới. Theo đó, BSC đánh giá chỉ có nhóm NHTM quốc doanh sẽ được giảm bớt áp lực về LDR khi phần tiền gửi của KBNN không còn bị loại bỏ hoàn toàn ra khỏi mẫu số ngay lập tức, từ đó tạo nhiều dư địa hơn để tăng trưởng cho vay. Ngược lại, nhóm NHTM tư nhân không được hưởng lợi nhiều khi Thông tư mới này không đưa phần vốn chủ sở hữu vào cách tính LDR như dự thảo trước đây.

Tỷ lệ CASA có thể vẫn sẽ gặp áp lực trong thời gian tới. Tỷ lệ CASA trong Q3/2022 tiếp tục ghi nhận xu hướng giảm. Trái ngược với tình cảnh lãi suất giảm ở 2 năm đại dịch khi CASA toàn ngành tăng trưởng khá tích cực, đà tăng lãi suất hiện tại đang gây áp lực lên tỷ lệ CASA khi người dân bắt đầu có xu hướng phân bổ sang các khoản tiền gửi kỳ hạn dài hơn hoặc rút bớt lượng tiền nhàn rỗi để phục vụ HĐKD khi khả năng tiếp cận tín dụng đang bị hạn chế do môi trường lãi suất cho vay cao. Do đó, xu hướng CASA giảm có thể sẽ vẫn tiếp diễn sang 2023. Một số ngân hàng có lợi thế về tỷ lệ CASA cao (>30%) và LDR thấp sẽ có nhiều cơ hội nhất để duy trì chi phí vốn thấp, từ đó giữ vững NIM trước xu hướng gia tăng chi phí huy động.

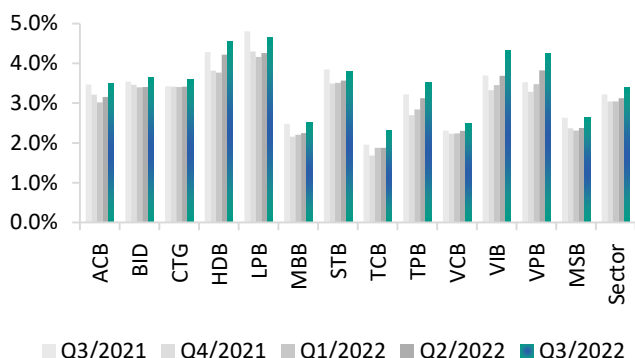
Hình: Tỷ lệ CASA các NHTM tại cuối Q3/2022



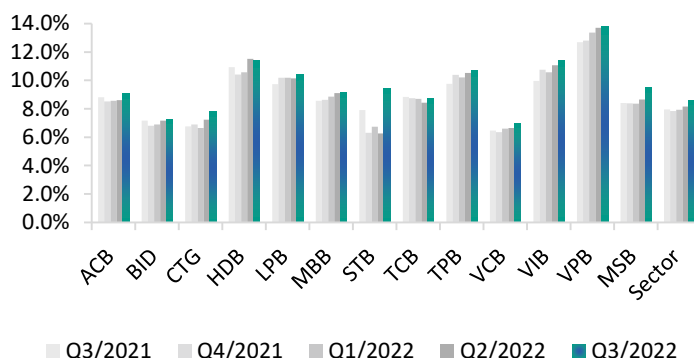
Nguồn: BCTC các NHTM, BSC Research

BSC cho rằng NIM toàn ngành sẽ giảm nhẹ trong 2023 dù sẽ có sự phân hóa giữa các ngân hàng. Nguyên nhân chính đến từ việc **(1)** NHNN có thể sẽ cần duy trì môi trường lãi suất cao 1 khoảng thời gian để đối phó với lạm phát; **(2)** Lãi suất đầu ra khó thể tăng kịp với lãi suất đầu vào do chênh lệch kỳ hạn giữa cho vay và huy động; và **(3)** Nguồn vốn rẻ CASA chịu áp lực sẽ tác động tiêu cực lên chi phí huy động. Dù vậy, tác động lên NIM của từng ngân hàng sẽ khác nhau, tùy thuộc vào các yếu tố như tỷ lệ CASA, LDR, NVNH CVTDH, tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS và nắm giữ TPDN, tỷ trọng đi vay TT2, ...

Hình: Lãi suất đầu vào bình quân các NHTM

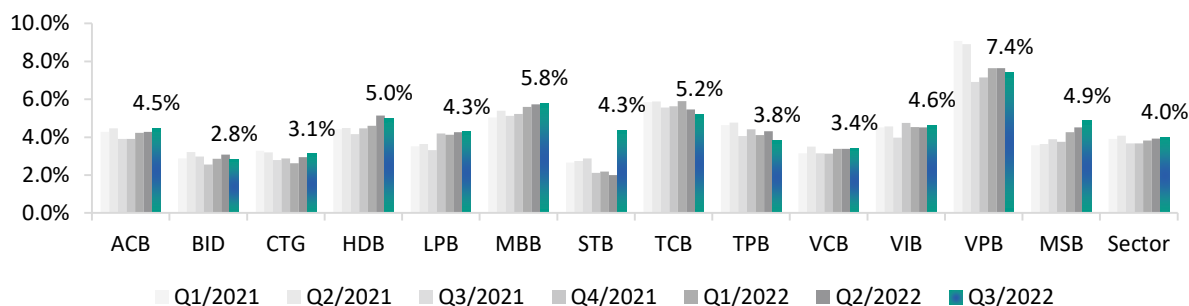


Hình: Lãi suất đầu ra bình quân các NHTM



Nguồn: BCTC các NHTM, BSC Research

Hình: So sánh NIM giữa các NHTM



Nguồn: BCTC các NHTM, BSC Research

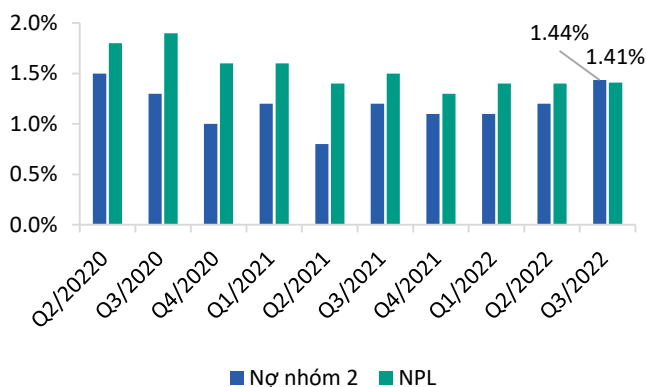
Chất lượng tài sản ngành ngân hàng vẫn nằm trong tầm kiểm soát, tuy nhiên có rủi ro suy giảm do ảnh hưởng từ thị trường BĐS và TPDN. Tỷ lệ NPL toàn ngành có xu hướng gia tăng trong 2022 khi Thông tư

41/2021/TT-NHNN hết hiệu lực từ Q2/2022. Theo đó, các NHTM cũng đã chủ động củng cố trích lập dự phòng trong 2 năm qua và đưa tỷ lệ LLCR bình quân ngành lên mức kỷ lục, tạo bộ đệm đủ lớn trong môi trường kinh doanh gặp nhiều cơn gió ngược. Trước rủi ro về khả năng tái cơ cấu nợ và tạo ra dòng tiền của các chủ đầu tư BĐS lớn, chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng trong Q4/2022.

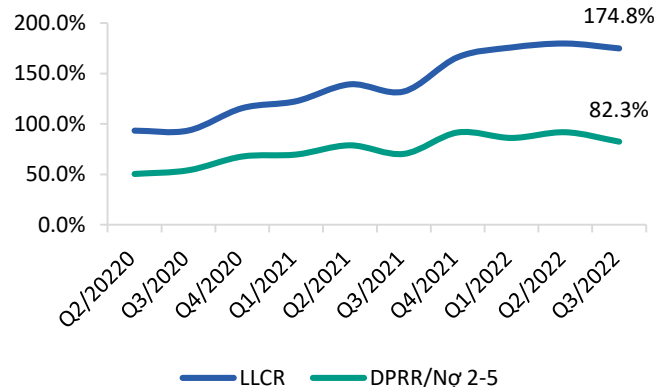
Đáng lưu ý, Bộ Tài chính vừa qua đã trình Chính phủ dự thảo sửa đổi Nghị định 65 vào đầu tháng 12/2022. Theo đó, nhiều quy định (về vấn đề xác định tư cách nhà đầu tư chuyên nghiệp, thời gian phân phối trái phiếu, xếp hạng tín nhiệm, ...) sẽ được dời thời điểm thực hiện sang 01/01/2024. Đặc biệt, nếu dự thảo được thông qua, các khoản thanh toán gốc trái phiếu có thể được hoãn thêm 2 năm. Vì vậy, dự thảo mới này được kỳ vọng sẽ làm giảm áp lực về thanh khoản cho thị trường trong ngắn hạn. Tuy nhiên, dòng tiền của doanh nghiệp và niềm tin của nhà đầu tư vẫn đang là các vấn đề cần quan tâm nhất.

Do đó, BSC dự báo chi phí tín dụng sẽ gia tăng trong 2023 và các ngân hàng có thể sẽ phải quay lại củng cố bộ đệm dự phòng. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý, cấu trúc hệ thống và sức khỏe của ngành ngân hàng hiện tại tốt hơn rất nhiều so với giai đoạn trước khi các khoản cho vay doanh nghiệp đã được đánh giá và kiểm soát rủi ro chặt chẽ. Chúng tôi đánh giá cao các ngân hàng có bộ đệm dự phòng và tỷ lệ bao phủ nợ xấu lớn sẽ chịu ít áp lực hơn so với phần còn lại.

Hình: Nợ xấu toàn ngành được kiểm soát ở mức 1.4%



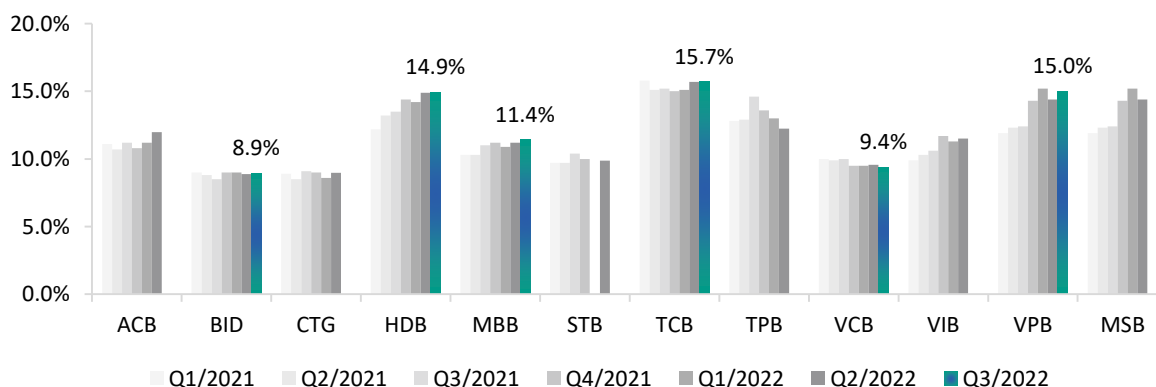
Hình: Tỷ lệ bao phủ cũng được duy trì ở mức cao kỷ lục



Nguồn: BCTC các NHTM, BSC Research

Tỷ lệ an toàn vốn được cải thiện. Tỷ lệ CAR Basel II tiếp tục được giữ ở mức cao, và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn giữ ở mức an toàn. Các tỷ lệ đều đảm bảo tốt yêu cầu của NHNN, và BSC kỳ vọng điều này sẽ được giữ vững trong tương lai với các kế hoạch tăng vốn, từ đó giúp tăng trưởng quy mô, tín dụng và lợi nhuận của các ngân hàng.

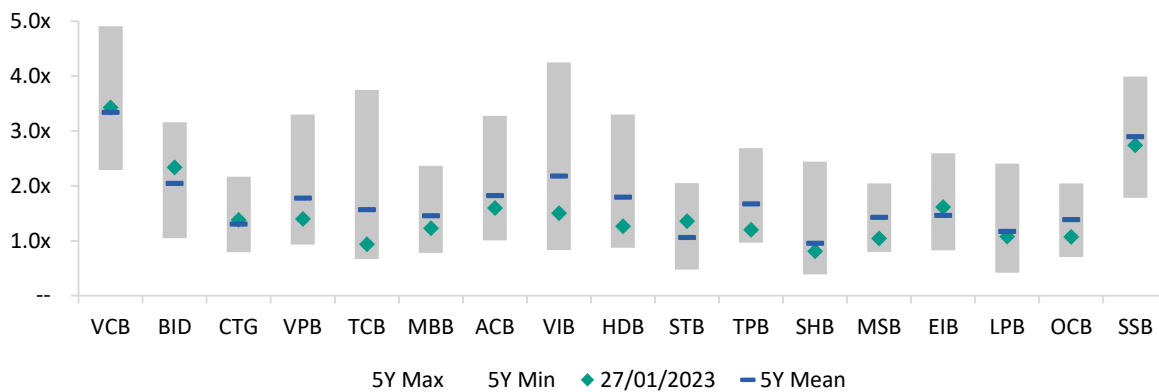
Hình: Tỷ lệ CAR Basel II được cải thiện



Nguồn: BCTC các NHTM, BSC Research

Trung bình các NHTM niêm yết trên HOSE đang được định giá ở mức P/B TTM = 1.3x tính đến hết 27/01/2023 (loại bỏ các outlier là VCB, BID, SSB). Các NHTM đang phải chịu tác động tiêu cực từ cả những yếu tố trong nước (các vụ việc sai phạm của các tập đoàn lớn liên quan đến phát hành TPDN, rủi ro từ thị trường BĐS đóng băng) và những yếu tố ngoài nước (rủi ro chính sách tiền tệ thắt chặt và biến động vĩ mô của các nền kinh tế lớn như Mỹ). Tuy nhiên, BSC cho rằng các rủi ro của ngành đã được phản ánh vào định giá và sức khỏe tài chính của các ngân hàng hiện nay có thể xứng đáng với mức định giá cao hơn khi khó khăn sẽ dần qua đi.

Hình: Bộ đệm định giá khi ngành ngân hàng đã có mức chiết khấu khá mạnh



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Tóm lại, có thể thấy ngành ngân hàng đang gặp phải nhiều rủi ro về tăng trưởng chậm lại trong 2023, bao gồm (1) tăng trưởng tín dụng chậm lại, (2) lãi suất huy động gia tăng, tỷ lệ CASA giảm dẫn tới NIM thu hẹp, (3) rủi ro nợ xấu tăng cao hơn dự báo do ảnh hưởng từ thị trường BĐS và TPDN.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy nhiều mặt tích cực đối với ngành, bao gồm (1) các rủi ro này gần như đã được phản ánh vào định giá của các ngân hàng và mặt bằng chung của ngành hiện đang có mức định giá khá rẻ so với lịch sử, (2) cơ cấu tài sản của các ngân hàng đã được cải thiện rất nhiều đi cùng việc đẩy mạnh cho vay bán lẻ giúp giảm thiểu rủi ro tập trung, (3) tỷ lệ bao phủ nợ xấu được đưa lên mức cao kỷ lục tạo bộ đệm tương đối vững chắc.

Nhìn về 2023, ngân hàng nào có vị thế tốt nhất trong bối cảnh này? Trong giai đoạn môi trường kinh doanh gặp nhiều khó khăn, BSC cho rằng ngành ngân hàng sẽ cần ưu tiên kiểm soát chất lượng tài sản thay vì tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn tới và có thể thời kỳ xây đắp bộ đệm dự phòng sẽ quay trở lại. Trước những rủi ro về chi phí vốn gia tăng, NIM thu hẹp, tỷ lệ nợ xấu gia tăng, chúng tôi cho rằng các NHTM được ưu tiên về room tín dụng, có danh mục cho vay thận trọng, chênh lệch kỳ hạn lãi suất thấp và duy trì được tỷ lệ CASA cao sẽ có nhiều cơ hội nhất để vượt qua khó khăn ngắn hạn này. Đây có thể sẽ là những ngân hàng có đủ khả năng để duy trì mục tiêu kép về tăng trưởng mà vẫn đảm bảo chất lượng tài sản.

Hình: KQKD Q4/2022 của các ngân hàng niêm yết BSC theo dõi

Tỷ đồng	ACB	BID	CTG	HDB	LPB	MBB	STB	TCB	TPB	VCB	VIB	VPB	MSB
QUY MÔ													
Vốn điều lệ	34,046	66,204	57,868	25,426	17,291	47,597	20,602	36,205	18,379	53,130	21,078	66,551	19,892
VCSH	58,439	104,206	108,305	38,995	24,055	79,613	38,627	113,425	32,239	137,988	32,651	103,517	26,654
Tổng tài sản	607,875	2,120,528	1,809,189	416,273	327,746	728,532	591,994	699,033	328,634	1,814,188	343,069	631,074	213,394
VCSH/TTS	9.6%	4.9%	6.0%	9.4%	7.3%	10.9%	6.5%	16.2%	9.8%	7.6%	9.5%	16.4%	12.5%
TĂNG TRƯỞNG													
% Tín dụng	14.3%	12.1%	12.2%	25.6%	12.7%	25.0%	18.6%	12.5%	14.3%	18.9%	14.5%	23.0%	17.8%
% TTS	15.2%	20.4%	18.1%	11.1%	13.3%	20.0%	13.6%	22.9%	12.2%	28.2%	10.8%	15.2%	4.8%
% tiền gửi	9.0%	6.8%	7.5%	17.7%	19.8%	15.3%	6.4%	13.9%	39.7%	9.5%	15.3%	25.4%	23.8%
% TOI	22.2%	12.0%	21.5%	31.1%	78.5%	23.4%	47.7%	10.3%	15.5%	20.1%	21.3%	30.5%	1.0%
% LN trước DP	12.1%	9.9%	25.9%	28.5%	127.7%	25.3%	90.0%	6.2%	8.1%	19.7%	23.4%	30.1%	-5.9%
% PBT	42.6%	69.3%	20.0%	27.2%	105.6%	37.5%	44.1%	10.0%	29.6%	36.5%	32.1%	45.5%	13.7%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN													
Nợ nhóm 2	0.6%	1.7%	2.3%	2.8%	1.5%	1.7%	1.2%	2.1%	1.9%	0.4%	4.4%	5.4%	1.4%
NPLs	0.7%	1.2%	1.2%	1.7%	1.5%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	2.5%	5.7%	1.7%
DPRR/Tổng dư nợ	1.2%	2.5%	2.3%	1.2%	2.1%	2.6%	1.3%	1.1%	1.1%	2.2%	1.3%	3.1%	1.2%
DPRR nợ xấu/ Nợ 2-5	90.0%	88.4%	65.1%	26.3%	69.6%	93.3%	57.6%	38.0%	41.2%	208.4%	19.3%	27.9%	38.7%
Chi phí tín dụng	0.2%	1.3%	1.8%	1.5%	2.3%	3.2%	3.1%	0.7%	0.3%	0.6%	0.6%	7.0%	0.2%
RỦI RO THANH KHOẢN VÀ AN TOÀN VỐN													
LDR TT22	78.3%	84.5%	82.0%	75.5%	81.0%	74.8%	86.0%	73.9%	55.3%	75.3%	76.5%	85.8%	66.7%
Đòn bẩy tài chính	10.4	20.3	16.7	10.7	13.6	9.2	15.3	6.2	10.2	13.1	10.5	6.1	8.0
CAR Basel II	12.0%	8.9%	9.0%	14.9%	0.0%	11.2%	9.9%	15.7%	12.3%	9.6%	11.5%	14.4%	14.4%
HIỆU QUẢ KINH DOANH													
TOI	28,790	69,607	64,580	21,967	17,943	45,593	26,141	40,913	15,617	68,083	18,058	57,797	10,694
LNTT	17,114	23,138	21,113	10,268	7,483	22,729	6,339	25,568	7,828	37,359	10,581	21,220	5,787
NII/TOI	81.7%	80.6%	74.2%	82.0%	83.3%	79.0%	65.6%	74.0%	72.9%	78.2%	82.9%	71.0%	77.8%
CASA	22.3%	18.9%	20.0%	10.6%	8.8%	40.6%	19.2%	37.0%	18.0%	33.9%	13.8%	17.7%	31.2%
LS gộp bình quân	8.4%	6.6%	7.1%	10.6%	8.6%	9.2%	8.8%	8.1%	8.2%	6.0%	9.4%	11.7%	7.8%
Chi phí vốn bình quân	4.3%	4.0%	4.3%	5.4%	5.5%	3.9%	4.7%	3.9%	4.6%	2.8%	5.1%	5.2%	3.6%
NIM	4.5%	2.8%	3.0%	5.3%	3.5%	5.8%	4.4%	4.5%	3.8%	3.5%	4.7%	7.2%	4.5%
CPDP/PPOP	6.5%	46.7%	50.8%	29.6%	60.1%	44.1%	63.4%	12.7%	5.7%	11.9%	11.3%	84.1%	6.7%
CIR	51.3%	42.9%	36.9%	45.5%	40.9%	30.9%	33.8%	42.3%	44.9%	24.5%	33.4%	31.8%	61.3%
ROAA	2.0%	0.8%	1.0%	1.8%	0.8%	2.1%	1.2%	2.1%	1.9%	2.3%	2.6%	0.7%	1.5%
ROAE	20.1%	16.3%	15.9%	18.2%	11.3%	17.7%	18.5%	12.7%	19.3%	29.8%	28.1%	8.8%	11.8%
ĐÌNH GIÁ													
EPS (đồng)	4,106	3,656	3,222	3,072	2,707	4,013	2,291	5,885	3,917	5,308	3,867	15,351	13,423
BVPS (đồng)	17,303	20,600	22,536	15,503	13,912	17,559	20,489	31,619	20,382	29,158	15,492	15,351	13,423
P/B TTM (tại 08/02/23)	1.4x	2.2x	1.3x	1.2x	1.0x	1.0x	1.2x	0.9x	1.2x	3.2x	1.4x	1.2x	0.9x

Nguồn: BCTC các NHTM, BSC Research

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP [KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Lâm Việt

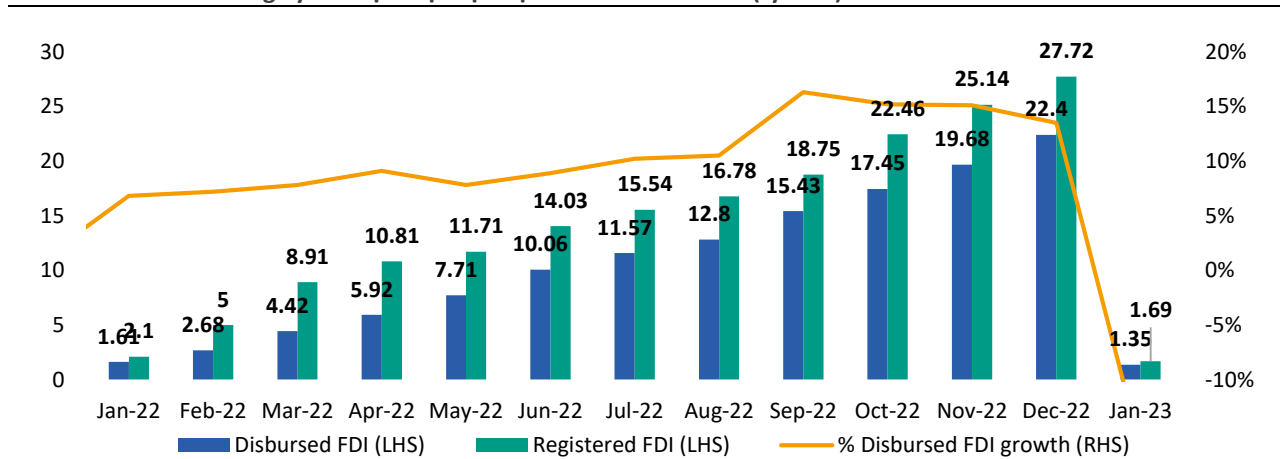
Email: vietl@bsc.com.vn

- Việt Nam vẫn là điểm đến tiềm năng, hấp dẫn với các nhà sản xuất trên thế giới trong bối cảnh hoạt động FDI trên quy mô quốc tế vẫn chưa hồi phục.
- Trung Quốc mở cửa mở ra kỳ vọng quá trình dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc sẽ diễn ra nhanh hơn
- Môi trường pháp lý dần rõ ràng và hoàn thiện kỳ vọng sẽ rút ngắn thủ tục hành chính, phát triển bền vững nhờ sự phối hợp giữa các Bộ/Ban ngành và UBND tỉnh.
- Thiếu nguồn cung tại các vị trí trung tâm công nghiệp vẫn là khó khăn của ngành và cũng là yếu tố duy trì giá cho thuê ở mức cao khi nhu cầu thuê cao.
- BSC đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho ngành Bất động sản Khu công nghiệp trong năm 2023

Giải ngân vốn FDI năm 2022 đạt tăng trưởng ấn tượng trong khi vốn FDI đăng ký chậm lại vì cùng kỳ ghi nhận các dự án có mức vốn đăng ký đột biến.

Theo Tổng cục thống kê, trong năm 2022, tổng mức FDI đăng ký đạt 27.72 tỷ USD (giảm -11% YoY) vì cùng kỳ ghi nhận hai dự án đăng ký mới với số vốn đột biến (dự án Nhà máy điện LNG I&II 3.1 tỷ USD và dự án Nhà máy điện Ô Môn II 1.31 tỷ USD) trong khi giải ngân vốn FDI đạt 22.4 tỷ USD (tăng +13.5% YoY) cao nhất 5 năm qua. Bước sang tháng 1/2023, số dự án vốn FDI đăng ký cấp mới tại Việt Nam đạt 153 dự án (tăng +48.5% YoY), với số vốn đăng ký cấp mới cao gấp 3.1 lần so với cùng kỳ 2022.

Hình 0.1: Vốn FDI đăng ký và thực hiện tại Việt Nam 2022-1T2023 (tỷ USD)

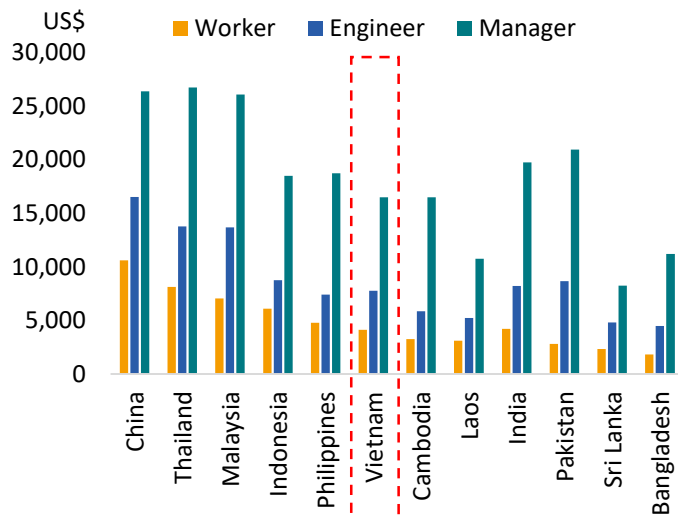


Nguồn: GSO

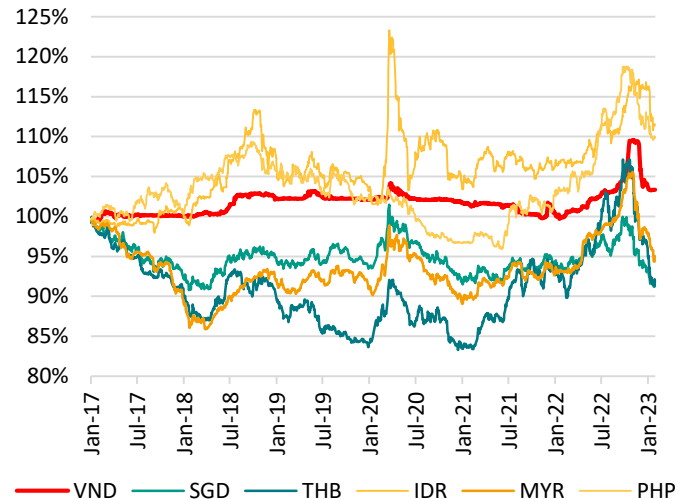
Trung Quốc mở cửa nền kinh tế mang lại kỳ vọng quá trình tái cân bằng chuỗi cung ứng toàn cầu sẽ diễn ra nhanh hơn. Năm 2022 chứng kiến các sự kiện bất ngờ về địa chính trị, chính sách kiểm soát dịch bệnh siết chặt của Trung Quốc đã ảnh hưởng tiêu cực đến chuỗi cung ứng toàn cầu. Các doanh nghiệp sản xuất đã nhìn thấy tầm quan trọng khi đa dạng hóa chuỗi giá trị của mình, không nên phụ thuộc quá nhiều vào một quốc gia cho cả chuỗi cung ứng. Apple, Foxconn đã chuyển một phần sản xuất của mình sang Ấn Độ trong khi Dell đã yêu cầu các nhà cung cấp linh kiện của mình sẵn sàng năng lực sản xuất ở các quốc gia ngoài Trung Quốc, cụ thể là Việt Nam. Chúng tôi tin rằng xu hướng này sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong thời gian tới và Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa để hưởng lợi nhờ vào lợi thế cạnh tranh của mình.

Bên cạnh chi phí nhân công giá rẻ, môi trường vĩ mô ổn định và vị trí địa lý thuận lợi là những lợi thế cạnh tranh chính của Việt Nam để thu hút các doanh nghiệp FDI. Theo Tổ chức Xúc tiến thương mại Nhật Bản (JETRO), chi phí nhân công tại Việt Nam được dự báo vẫn sẽ duy trì ổn định với mức tăng 4.8% thấp hơn trung bình khu vực, đặc biệt là Ấn Độ với mức tăng 8.4% và Indonesia với mức tăng 5.3%. Ngoài ra, một yếu tố quan trọng khác là Trung Quốc đã xây dựng hệ sinh thái sản xuất của mình trong hơn 40 năm và không dễ dàng để một quốc gia có thể thay thế. Do đó, chúng tôi tin rằng một phần nhỏ sản xuất được dịch chuyển từ Trung Quốc sẽ đủ để Việt Nam hấp thụ tốt và triển vọng của ngành KCN tích cực trong dài hạn.

Chi phí nhân công Việt Nam và một số nước trong khu vực



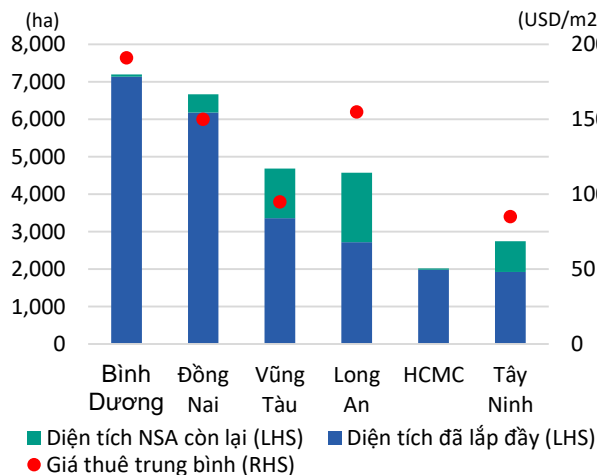
Tỷ giá USDVND được duy trì ổn định



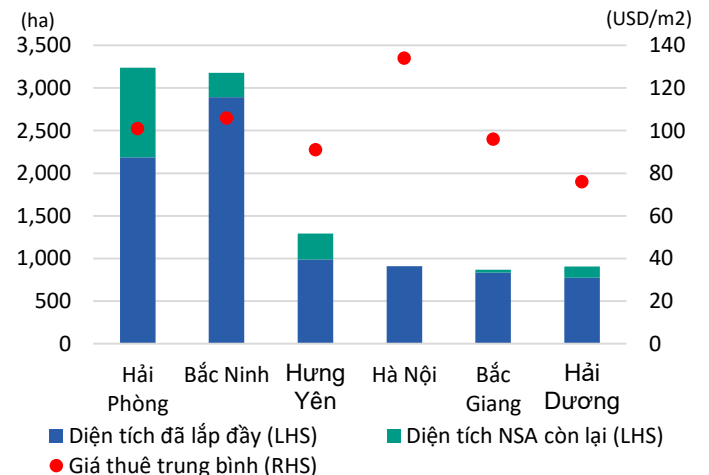
Nguồn: JETRO, Bloomberg, BSC Research tổng hợp.

Thiếu nguồn cung tại các vị trí trung tâm công nghiệp vẫn là khó khăn của ngành, cũng là yếu tố dẫn dắt duy trì giá cho thuê ở mức cao trong bối cảnh nhu cầu thuê mạnh mẽ. Sau giai đoạn 2021-1H2022 bùng nổ nguồn cung với hàng loạt KCN được chấp thuận chủ trương đầu tư, thị trường KCN gần như không có thêm dự án mới trong 2H2022. Theo Cục Quản lý nhà và thị trường bất động sản (Bộ Xây dựng), tỷ lệ lấp đầy các KCN trên cả nước có xu hướng tăng, đạt trên 80% trong đó tại khu vực phía Nam đạt khoảng 85%. Giá thuê nhà xưởng, BĐS KCN tăng khoảng 10% YoY, trung bình đạt 100-120 USD/m²/kỳ hạn thuê và có xu hướng tiếp tục tăng, nhất là tại thị trường phía nam do nguồn cung hạn chế.

Nguồn cung và tỷ lệ lấp đầy KCN tại khu vực phía Nam



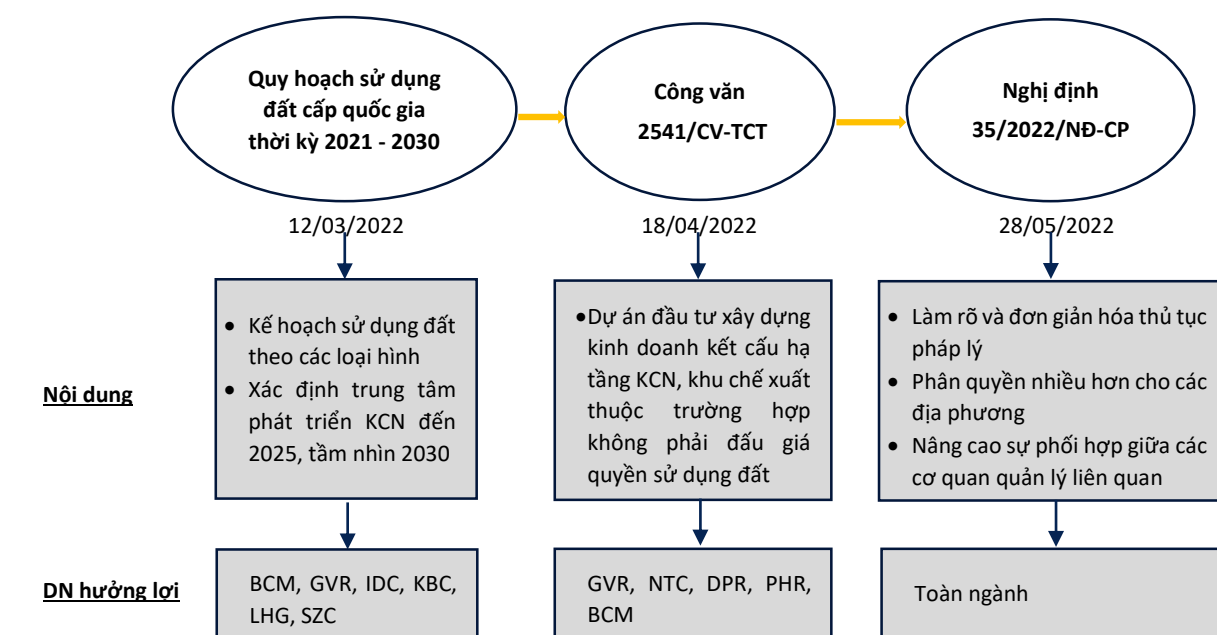
Nguồn cung và tỷ lệ lấp đầy KCN tại khu vực phía Bắc



Nguồn: Savills

Môi trường pháp lý dần rõ ràng và hoàn thiện kỳ vọng sẽ rút ngắn thủ tục hành chính, phát triển bền vững nhờ sự phối hợp giữa các Bộ/Ban ngành và UBND tỉnh. Trong năm 2022, Việt Nam đã chính thức thông qua 3 văn bản liên quan trực tiếp đến tình hình phát triển KCN bao gồm (1) Quy hoạch sử dụng đất cấp quốc gia thời kỳ 2021-2030, (2) Công văn 2514/CV-TCT, (3) Nghị định 35/2022/NĐ-CP và đang hướng đến việc thông qua (4) Luật đất đai sửa đổi ([Báo cáo triển vọng 4Q2022 - ngành bất động sản KCN](#)). Tuy nhiên, trong ngắn hạn, công tác “cởi trói nguồn cung” sẽ tiếp tục chậm do việc thay đổi lãnh đạo cấp cao ở các tỉnh phía Nam và quy hoạch chung của các địa phương đang trong giai đoạn điều chỉnh để phát triển đồng bộ trong tương lai.

Hình 0.2: Môi trường pháp lý đầu tư KCN được cải thiện



Nguồn: Chinhphu.vn, BSC Research tổng hợp

Trung tâm công nghiệp tập trung vào khu vực phía Nam với xu hướng mở rộng tại các tỉnh/thành vệ tinh thành phố Hồ Chí Minh. BSC tin rằng thị trường bất động sản KCN tại thị trường phía Nam sẽ tiếp tục được đẩy mạnh “mở khóa” trong năm 2022 đặc biệt là Bình Dương và Đồng Nai khi tỷ lệ lấp đầy tại khu vực này đã trên 90% và không có thêm KCN nào được thông qua chủ trương đầu tư trong giai đoạn 2020-2021 ([Báo cáo triển vọng 4Q2022 - ngành bất động sản KCN](#)).

Hạ tầng giao thông kết nối được đẩy mạnh triển khai từ năm 2023 sẽ giải quyết nút thắt cổ chai “logistic” hỗ trợ trực tiếp cho ngành BĐS KCN. Chi phí logistics tại Việt Nam chiếm khoảng 16.8% giá trị hàng hóa trong khi mức chi phí này trên thế giới chỉ khoảng 10.6%. Chi phí logistics đã và đang là “điểm trừ” của Việt Nam trong việc thu hút các doanh nghiệp sản xuất trên thế giới. Theo đó, một số yếu tố khiến cho chi phí hạ tầng cao bao gồm (1) chất lượng hạ tầng còn yếu, đặc biệt là hạ tầng giao thông đường bộ, đường sắt và (2) hệ thống kết nối hạ tầng còn hạn chế, thiếu tính đồng bộ.

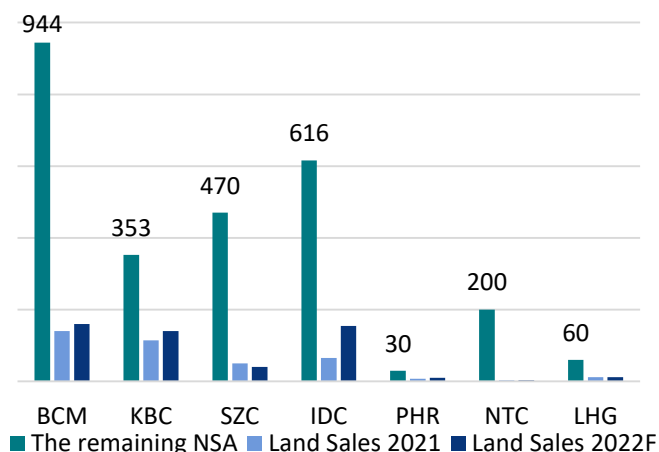
Hầu hết các doanh nghiệp BĐS KCN có nền tảng tài chính lành mạnh, đặc biệt là các DN thuộc Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR) khi không có Nợ rỗng, không tồn tại nợ trái phiếu, phần lớn nợ vay ngắn hạn dùng để bổ sung vốn lưu động và trả cổ tức. Đối với các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ trái phiếu/tổng nợ vay cao như BCM và KBC, chúng tôi nhận thấy tỷ lệ Nợ/TTS vẫn ở mức an toàn, các khoản vay nợ đều có TSĐB, chất lượng tài sản tương đối tốt trong khi giá trị đáo hạn trái phiếu trong năm 2023 không nhiều (1,000 tỷ VND đối với BCM và 2,900 tỷ VND đối với KBC).

Doanh nghiệp	Tiền rỗng/ (Nợ rỗng)	Dư Nợ vay	Nợ vay/Tổng tài sản	Nợ trái phiếu/Nợ vay	NSA còn lại (ha)	NSA sẵn sàng (ha)	Tập khách thuê
Nhóm 1: DN có tỷ trọng nợ trái phiếu cao							
BCM	(14,381)	(15,886)	33%	67%	944	944	Tập đoàn FDI - chuyên XNK và công nghệ cao
KBC	(3,514)	(7,638)	22%	56%	1,053	353	Tập đoàn FDI - công nghệ cao về lĩnh vực chip, điện tử, lắp ráp
Nhóm 2: DN có tỷ trọng nợ trái phiếu thấp							
SZC	(2,330)	(2,635)	42%	18%	651	470	SME - DN lắp ráp, gia công, cơ khí
IDC	(1,338)	(3,468)	21%	12%	1,079	616	Tập đoàn FDI-công nghiệp nặng (KCN Phú Mỹ 2) DN logistic, nhà kho (KCN Hựu Thạnh)

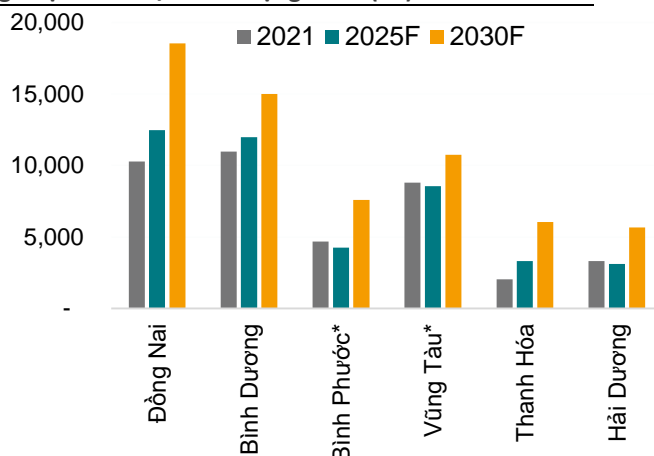
Nhóm 3: DN không có nợ ròng							
GVR	8,070	(7,412)	9.5%	0%	N/A	N/A	SME – công nghiệp thâm dụng lao động (gỗ, may mặc, giày dép)
SIP	3,524	(689)	3.6%	0%	N/A	N/A	
PHR	2,135	(264)	4.2%	0%	836	30	
NTC	1,053	(72)	1.8%	0%	200	200	
LHG	1,082	(142)	4.7%	0%	270	60	SME - logistic, kho bãi

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Diện tích thương phẩm sẵn sàng cho thuê trong 2023 (ha)



Diện tích KCN theo kế hoạch sử dụng đất cấp quốc gia tại các tỉnh/thành trọng điểm (ha)



Nguồn: BSC Research tổng hợp

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với các nhóm ngành bất động sản KCN trong năm 2023 nhờ (1) nguồn cung hạn chế và nhu cầu cao vẫn là yếu tố giúp giá cho thuê KCN duy trì ở mức cao, (2) kỳ vọng quá trình tái cân đối chuỗi cung ứng toàn cầu được đẩy nhanh khi Trung Quốc mở cửa nền kinh tế, (3) môi trường pháp lý dần được hoàn thiện giúp các DN có thể mở rộng nguồn cung đáp ứng nhu cầu, (4) triển vọng về hạ tầng giao thông được đẩy nhanh cải thiện trong trung hạn.

Hình: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành bất động sản KCN

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
LHG	777	24%	316	56%	5,810	3.9	0.6	10%	18%	22,850	31,500	38%
KBC	4,735	395%	1,823	18%	3,166	7.4	0.9	6%	10%	24,300	29,800	24%
BCM	8,447	30%	2,920	73%	2,593	32.4	4.1	6%	17%	84,000	94,200	12%
GVR	27,803	2%	3,510	-8%	874	17.8	1.0	6%	8%	15,550	19,100	23%
IDC	9,750	18%	2,926	27%	8,439	4.7	1.4	19%	34%	39,100	52,000	33%
PHR	2,095	23%	967	9%	6,238	7.0	1.6	13%	29%	43,600	61,300	41%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN THƯƠNG MẠI [KÉM KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Lâm Việt

Email: vietl@bsc.com.vn

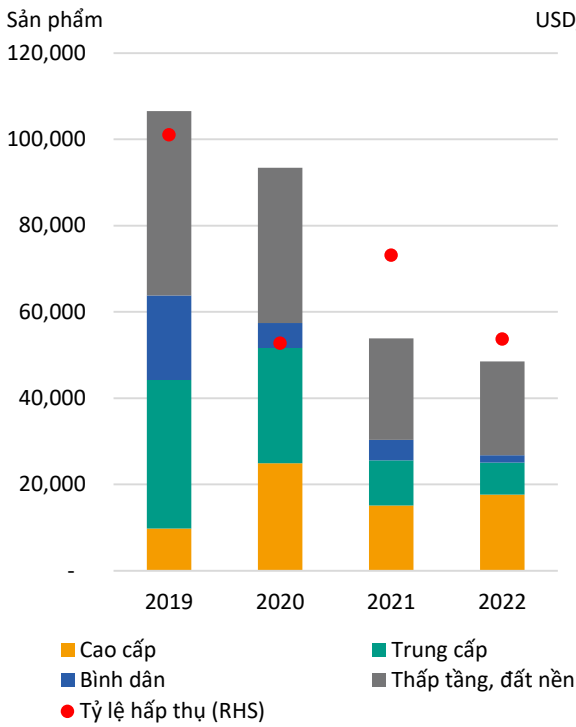
- Nhu cầu thực chưa được đáp ứng khi nguồn cung mới ở phân khúc trung cấp và bình dân gần như biến mất tại các thị trường Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội.
- Thời kỳ “tiền rẻ” đã kết thúc, các doanh nghiệp bất động sản đang trải qua giai đoạn thiếu hụt thanh khoản khi các nguồn huy động vốn đều ít nhiều gặp vấn đề: (1) Công tác bán hàng gặp nhiều khó khăn vì tâm lý tiêu cực của thị trường, sản phẩm chưa đáp ứng nhu cầu thực, cả doanh nghiệp và người mua nhà đều phụ thuộc vào vốn vay trong khi (2) Tín dụng vào lĩnh vực bất động sản vẫn được kiểm soát chặt chẽ, (3) Các kênh dẫn vốn khác như trái phiếu/cổ phiếu không thuận lợi, (4) Lãi suất tăng cao và (5) Điểm rơi trái phiếu đáo hạn tập trung vào 2023-2024.
- Tái cấu trúc để tồn tại và chờ đợi những nút thắt được tháo gỡ là cách tiếp cận tối ưu để vượt qua giai đoạn ảm đạm của thị trường BĐS - vốn mang tính chu kỳ cao.
- Mặc dù còn nhiều thách thức phía trước nhưng đi kèm đó là cơ hội gia tăng quỹ đất với chi phí hấp dẫn dành cho các doanh nghiệp có nền tảng tài chính lành mạnh, danh mục sản phẩm phù hợp và quản trị công ty tốt.
- Triển vọng trong dài hạn tích cực khi nhu cầu nhà ở thực vẫn cao và nguồn cung dần được “cởi trói” nhờ vào (1) tiến độ hoàn thiện pháp lý được đẩy mạnh, thị trường hướng đến sự minh bạch, lành mạnh, tăng tính hiệu quả thông qua Nghị định 65/2022/NĐ-CP sửa đổi, Luật đất đai sửa đổi và Quyết định số 1435/QĐ-TTg, (2) Hạ tầng kết nối được phát triển đồng bộ sẽ dần kéo nhu cầu thực sang các khu vực ngoại thành, giảm tải áp lực cho các thành phố lớn nơi quỹ đất còn lại rất hạn chế.
- BSC đưa ra khuyến nghị **KÉM KHẢ QUAN** cho ngành bất động sản thương mại trong trung hạn.

NHÌN LẠI CHU KỲ BẤT ĐỘNG SẢN 2018-2022 – CÂU CHUYỆN PHÁP LÝ DỰ ÁN

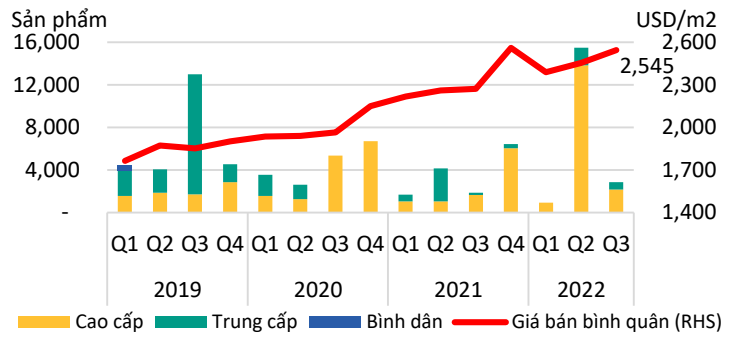
Nguồn cung mới chưa đáp ứng được nhu cầu thực khi phân khúc trung cấp và bình dân dần biến mất tại các thị trường lớn. Từ sau năm 2018, cơ cấu danh mục sản phẩm dần dịch chuyển sang phân khúc cao cấp chủ yếu vì (1) công tác cấp phép dự án mới chững lại do các quy định, luật thay đổi nhưng chưa có hướng dẫn rõ ràng về thủ tục hành chính, (2) các doanh nghiệp BĐS hướng đến việc phát triển các dự án dân cư cao cấp hơn để duy trì lợi nhuận hoặc chuyển sang các thị trường lân cận thành phố lớn. Theo số liệu từ Hội môi giới Bất động sản Việt Nam, tổng cung ra thị trường năm 2022 đạt khoảng 48,500 sản phẩm (giảm 10% YoY), nguồn cung căn hộ cao cấp tăng 17% YoY trong khi nguồn cung căn hộ trung cấp và bình dân giảm lần lượt -30% YoY và -60% YoY.

Giá bán căn hộ bình quân tiếp tục gia tăng (+12% YoY tại TP HCM và +23% YoY tại Hà Nội) dẫn dắt bởi phân khúc cao cấp, tuy nhiên số lượng giao dịch thấp cho thấy thị trường tương đối trầm lắng. Nếu như trong 1H2022 tỷ lệ hấp thụ luôn đạt 60-70% dù có đến hơn 16,000 sản phẩm mới tại HCM và 8,000 sản phẩm mới tại Hà Nội, bước sang 2H2022, tỷ lệ hấp thụ chỉ đạt 35% trong Q3/2022 và 18-21% trong Q4/2022 dù tổng số lượng sản phẩm mới trong 6 tháng cuối năm giảm -75% so với 1H2022 tại TP HCM và giảm -61% so với 1H2022 tại Hà Nội.

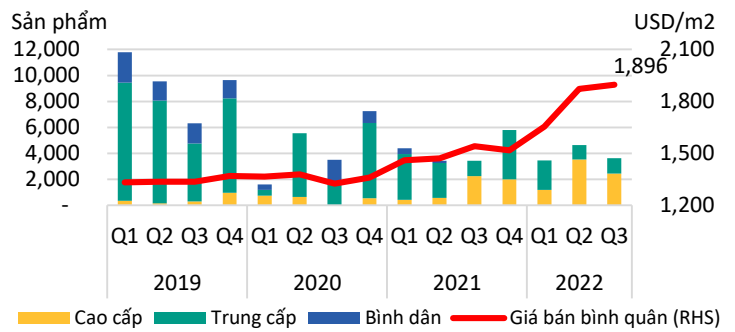
Cơ cấu nguồn cung toàn thị trường BĐS thương mại



Thị trường căn hộ TP HCM



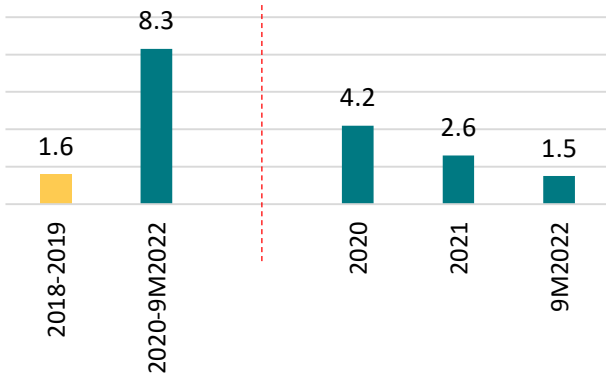
Thị trường căn hộ Hà Nội



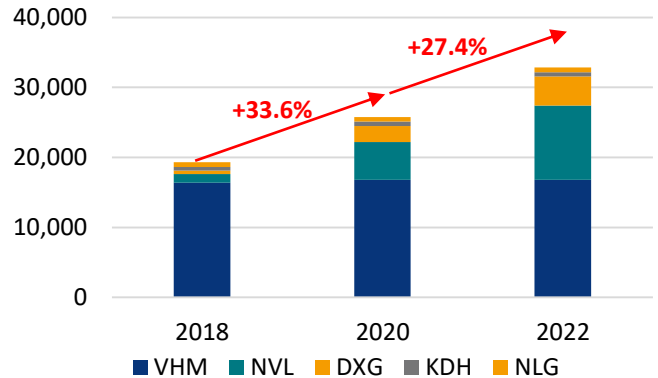
Nguồn: VARS, CBRE, BSC Research

Các doanh nghiệp tận dụng tối đa đòn bẩy tài chính để mở rộng quỹ đất và quy mô trong thời kỳ “tiền rẻ”. Trước tình hình xin chủ trương đầu tư, cấp phép dự án mới gặp nhiều khó khăn, các thương vụ mua bán sáp nhập dự án bất động sản liên tục bùng nổ, giúp cho ngành BĐS vươn lên vị thế dẫn đầu về giá trị thương vụ mua bán sáp nhập. Tổng giá trị thương vụ mua bán sáp nhập ngành BĐS trong giai đoạn 2020-9T2022 đạt 8.3 tỷ USD (cao gấp 5.2 lần so với giai đoạn 2018-2019).

Tổng giá trị M&A ngành BĐS (tỷ USD)



Quỹ đất của top 5 doanh nghiệp niêm yết ngành BĐS (ha)



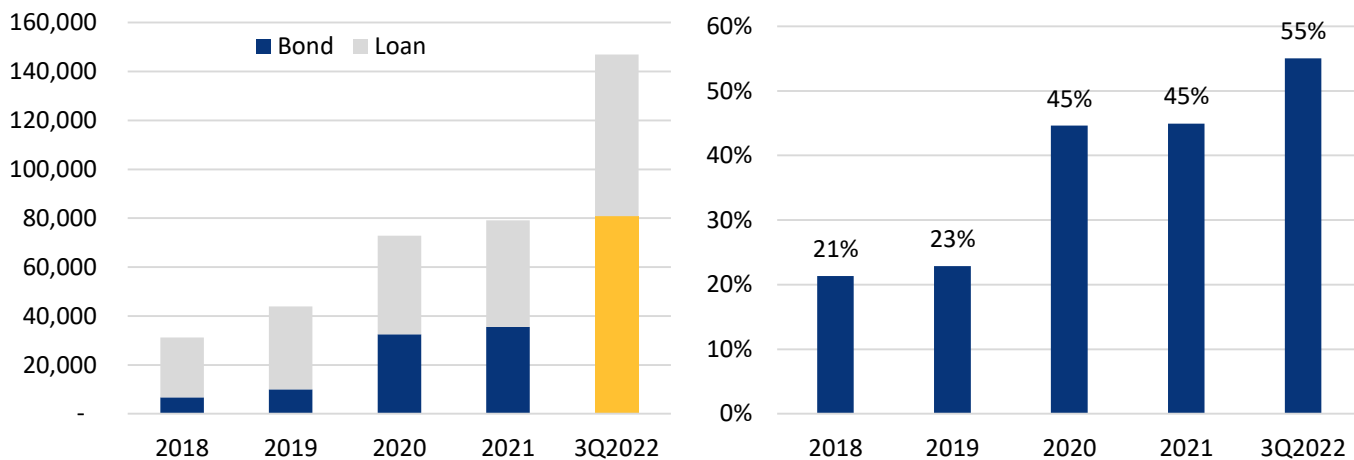
Nguồn: Savills, Cushman & Wakefield, BSC Research tổng hợp

Xu hướng quỹ đất được thu tóm là *dịch chuyển nguồn cung, quỹ đất từ nội thành (tier 1) với quỹ đất còn lại rất hạn chế sang các khu vực ngoại thành (tier 1.5) và các tỉnh lân cận (tier 2) với quỹ đất lớn, kỳ vọng vào hạ tầng kết nối sẽ sớm phát triển.*

Đòn bẩy là công cụ chính trong việc tài trợ vốn cho dự án, đặc biệt là trái phiếu doanh nghiệp, qua đó tiềm ẩn rủi ro khi thanh khoản doanh nghiệp bất động sản gặp vấn đề. Theo chúng tôi, bên cạnh yếu tố “tiền rẻ”

và nhu cầu đầu tư của các cá nhân cao, cơ cấu nợ vay dịch chuyển sang trái phiếu doanh nghiệp còn bởi vì các dự án chưa đầy đủ điều kiện pháp lý khiến doanh nghiệp khó tiếp cận vốn vay ngân hàng.

Cơ cấu nợ vay của top 10 doanh nghiệp BĐS niêm yết (tỷ VND) %Tỷ lệ trái phiếu doanh nghiệp/tổng nợ vay



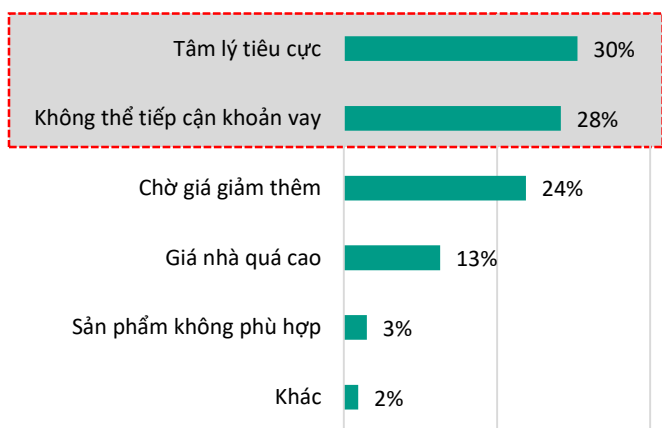
Nguồn: BCTC các doanh nghiệp bất động sản, BSC Research tổng hợp

THÁCH THỨC HIỆN TẠI – HỆ QUẢ CỦA “LỆCH PHA CUNG CẦU” VÀ SỬ DỤNG ĐÒN BẨY QUÁ MỨC

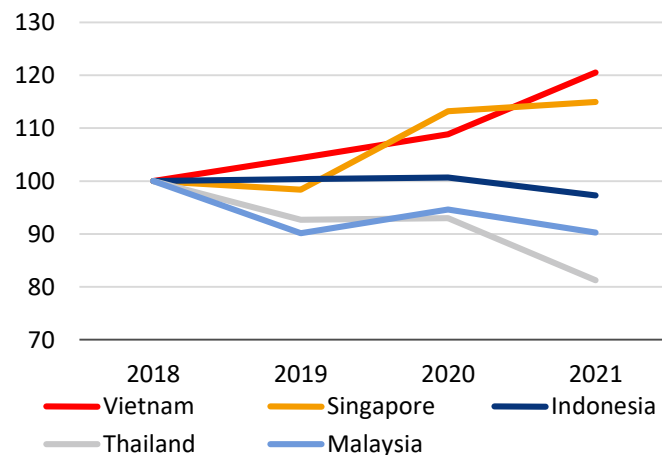
Thời kỳ “tiền rẻ” đã kết thúc, các doanh nghiệp bất động sản đang trải qua giai đoạn thiếu hụt thanh khoản khi các nguồn huy động vốn đều ít nhiều gặp vấn đề: (1) Công tác bán hàng gặp nhiều khó khăn vì tâm lý tiêu cực của thị trường, sản phẩm chưa đáp ứng nhu cầu thực, cả doanh nghiệp và người mua nhà đều phụ thuộc vào vốn vay trong khi (2) Tín dụng vào lĩnh vực bất động sản vẫn được kiểm soát chặt chẽ, (3) Các kênh dẫn vốn khác như trái phiếu/cổ phiếu không thuận lợi, (4) Lãi suất tăng cao và (5) Điểm rơi trái phiếu đáo hạn tập trung vào 2023-2024.

Doanh nghiệp bất động sản khó huy động nguồn vốn từ khách hàng vì niềm tin của người mua nhà giảm, nhu cầu thực chưa được đáp ứng, nhu cầu đầu tư giảm mạnh và hạn chế trong việc tiếp cận khoản vay.

Những khó khăn khi chốt giao dịch mua bán BĐS (*)



Giá nhà tại Việt Nam tăng nóng do nguồn cung mới tập trung vào phân khúc cao cấp



(*) Khảo sát dựa trên 442 môi giới BĐS chuyên nghiệp

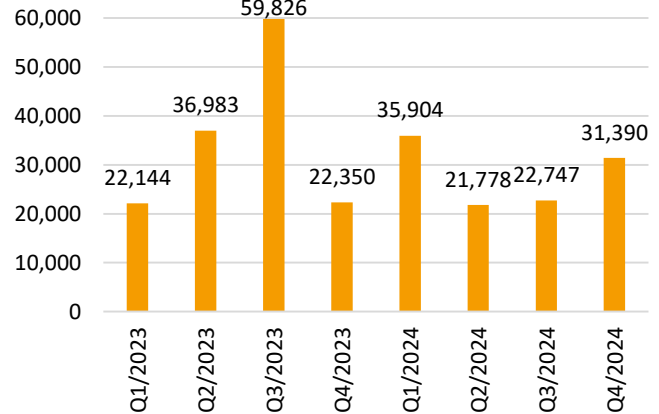
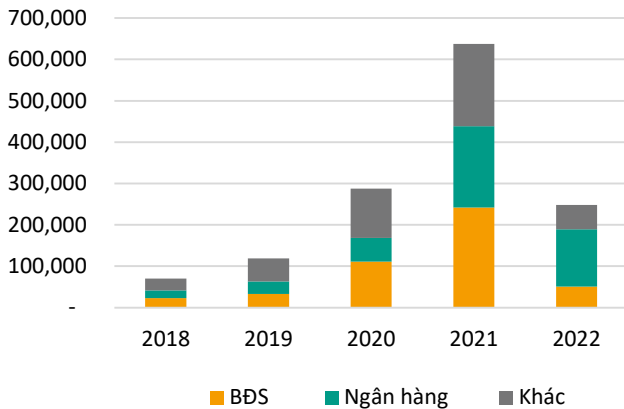
Nguồn: VRES 2022, batdongsan.com.vn

Các kênh dẫn vốn khác như trái phiếu và cổ phiếu gặp nhiều “cơn gió ngược chiều”. Trong năm 2022, thị trường bất động sản đón nhận các thông tin từ việc (1) “thanh lọc thị trường” và (2) sai phạm trong việc phát hành trái phiếu của các tập đoàn bất động sản hàng đầu, khiến cho hoạt động phát hành trái phiếu cũng tương

đối trầm lắng. Trong năm 2022, phát hành TPDN bất động sản đạt 50,427 tỷ VND (giảm -79.1% YoY), trong đó Q4/2022 chỉ đạt 280 tỷ VND (giảm -99.7% YoY).

Giá trị trái phiếu doanh nghiệp BĐS phát hành năm 2022 đạt 50,427 tỷ VND (-79% YoY)

Giá trị đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp BĐS trong năm 2023-2024 (tỷ VND)



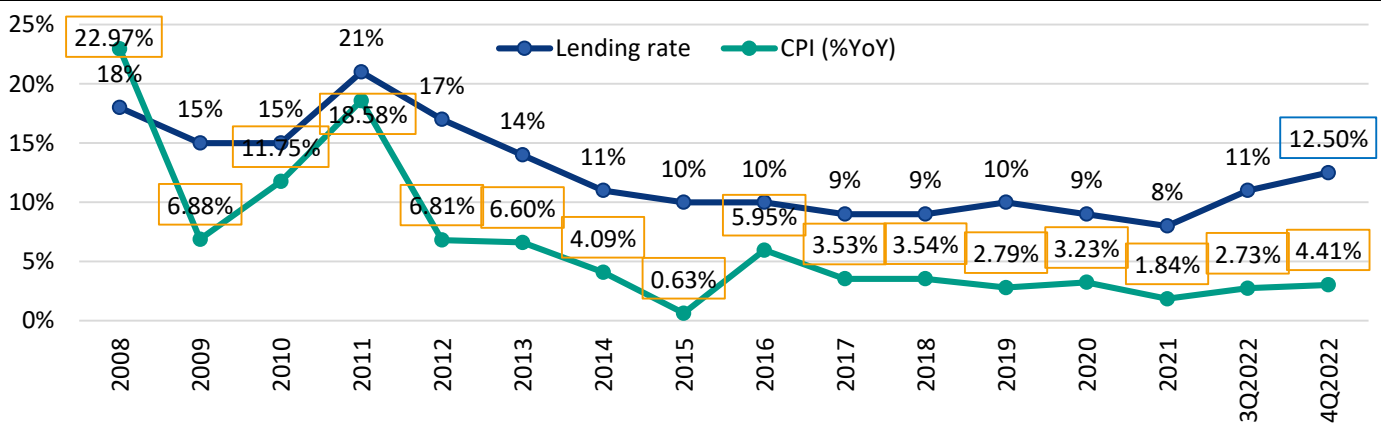
Nguồn: HNX, FiinPro, BSC Research tổng hợp

Áp lực thanh khoản rất lớn vì điểm rơi đáo hạn trái phiếu tập trung vào năm 2023-2024. Quy mô đáo hạn TPDN của các doanh nghiệp BĐS năm 2023 tăng gần 80% so với 2022 và chiếm 49% tổng giá trị đáo hạn toàn thị trường. Mặc dù hoạt động mua lại trái phiếu doanh nghiệp diễn ra tích cực trong năm 2022, áp lực đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp trong 2 năm tới vẫn rất lớn, đặc biệt là vào Q2-Q3/2023 và Q1/2024.

Môi trường lãi suất cao sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến cả các doanh nghiệp phát triển bất động sản và người mua nhà. Lãi suất cho vay trung bình đã tăng mạnh trong nửa cuối năm 2022 từ mức 8%-9%/năm lên 12.5%/năm trong năm 2022 và dự kiến sẽ tiếp tục duy trì mức nền cao trong năm 2023 trong bối cảnh chính sách tiền tệ của nhiều nước đang thắt chặt trong cuộc chiến chống khủng hoảng lạm phát. Môi trường lãi suất tăng đặc biệt tiêu cực với cả khách hàng và doanh nghiệp BĐS.

- **Đối với người mua nhà:** với giả định (1) kỳ hạn vay mua nhà là 25 năm, gốc lãi chia đều hàng tháng, (2) lãi suất đầu năm 2022 là 9%/năm và (3) lãi suất cuối năm 2022 là 12.5%/năm, chúng tôi ước tính số tiền phải trả hàng tháng có thể tăng trên 29.9%. Trong khi đó, các ngân hàng thường chỉ chấp nhận cho vay mua nhà đối với các trường hợp có tỷ lệ tiền góp hàng tháng/thu nhập trung bình hàng tháng dưới 50%. Điều này làm giảm khả năng tiếp cận khoản vay của người mua nhà.
- **Đối với các doanh nghiệp BĐS:** bên cạnh việc số lượng giao dịch giảm khi người mua nhà bị ảnh hưởng, chi phí lãi vay sẽ tăng khoảng 38.9% và các DN phải áp dụng các chương trình chiết khấu để kích cầu.

Lãi vay trung bình và CPI Việt Nam trong giai đoạn 2008-2022



Nguồn: GSO, BSC Research tổng hợp

TÁI CẤU TRÚC ĐỂ TỒN TẠI TRONG GIAI ĐOẠN KHÓ KHĂN VÀ CHỜ ĐỢI CÁC NÚT THẮT ĐƯỢC THÁO GỖ

Giai đoạn 2023-2024 vô cùng thử thách đối với thị trường BĐS, dựa trên quan điểm của chúng tôi, các doanh nghiệp sẽ phải thực hiện tái cấu trúc toàn diện bao gồm (1) tái cấu trúc nợ vay, (2) tái cấu trúc danh mục sản phẩm và chính yếu sẽ là (3) chờ đợi tháo gỡ nút thắt pháp lý, nhất là thông qua Nghị định 65/2022/NĐ-CP sửa đổi.

- **Tái cấu trúc nợ vay:** bao gồm thoái vốn một số dự án hoặc tìm kiếm một đối tác chiến lược có nền tảng tài chính và năng lực quản trị tốt, tối ưu hóa chi phí vận hành (cắt giảm nhân sự, từ bỏ các mảng kinh doanh kém hiệu quả). Đặc biệt, *Nghị định 65/2022/NĐ-CP sửa đổi kỳ vọng sẽ mang lại những giải pháp giảm tải áp lực đến trái phiếu đảo hạn bao gồm giãn nợ/hoán đổi tài sản thông qua đàm phán thương lượng.*
- **Tái cấu trúc danh mục sản phẩm:** đẩy mạnh triển khai các dự án đáp ứng nhu cầu nhà ở thực, triển khai các chương trình chiết khấu phù hợp hoặc bán tài sản ở cấp dự án/cổ phần tại các DN chủ đầu tư dự án với **mức giá hợp lý**. Việc định vị chưa đúng phân khúc sản phẩm, tập trung quá nhiều vào phân khúc cao cấp, phân khúc đầu tư ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Chúng tôi tin rằng xu hướng sụt giảm giá trị mở bán mới vẫn sẽ tiếp tục trong thời gian tới khi các dự án hiện tại đa số là phân khúc cao cấp chưa đáp ứng nhu cầu thực, khả năng triển khai dự án mới của các DN gặp rất nhiều khó khăn, tình hình thắt chặt tín dụng và bất ổn về kinh tế vĩ mô. Tuy vậy, **đây cũng là cơ hội cho các doanh nghiệp có nền tảng tài chính lành mạnh và quản trị công ty tốt có thể gia tăng quỹ đất với chi phí hấp dẫn.**

Doanh nghiệp	Nợ/TTS	TP Đảo hạn 2023	Presales 2021	Presales 6T2022	Presales 9T2022	CFO 2022	CFI 2022	CFE 2022
NVL	25%	19,109	84,900	55,536	73,500	(3,262)	(7,458)	2,071
VHM	10%	3,834	78,900	92,500	110,200	42,118	(38,559)	2,628
DXG	19%	416	4,352	2,300	2,600	(3,873)	235	1,820
NLG	19%	443	8,800	6,500	9,922	(225)	(547)	1,434
KDH	31%	-	N/A	N/A	N/A	(1,824)	(20)	3,230
AGG	14%	1,209	N/A	N/A	N/A	2,937	(1,573)	(1,039)

Nguồn: GSO, BSC Research tổng hợp

TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC TRONG DÀI HẠN

Thị trường BĐS nhà ở đang rất khó khăn, phát triển chưa lành mạnh, chưa ổn định, chưa bền vững thể hiện qua “lệch pha cung cầu”, “lệch pha pha phân khúc thị trường” và “lệch pha tín dụng về phân khúc nhà ở cao cấp” mà nguyên nhân cốt lõi theo chúng tôi một phần không nhỏ đến từ cơ chế luật, thủ tục pháp lý chưa rõ ràng như đã nêu trên. BSC tin rằng **ngành BĐS đang bước vào giai đoạn ảm đạm tạm thời, giai đoạn tái cấu trúc toàn diện để sẵn sàng đón đợi chu kỳ tiếp theo của ngành.** Triển vọng trong dài hạn tích cực khi nhu cầu nhà ở thực vẫn cao và nguồn cung dần được “cởi trói” nhờ vào (1) **tiến độ hoàn thiện pháp lý được đẩy mạnh**, thị trường hướng đến sự minh bạch, lành mạnh, tăng tính bền vững thông qua Nghị định 65/2022/NĐ-CP sửa đổi, Luật đất đai sửa đổi và Quyết định số 1435/QĐ-TTg, (2) **hạ tầng kết nối được phát triển đồng bộ** sẽ dần kéo nhu cầu thực sang các khu vực ngoại thành, giảm tải áp lực cho các thành phố lớn nơi quỹ đất còn lại rất hạn chế.

(1) Dấu hiệu tích cực đã xuất hiện cuối năm 2022, gợi mở các kỳ vọng về chính sách hỗ trợ cho thị trường bất động sản phát triển bền vững:

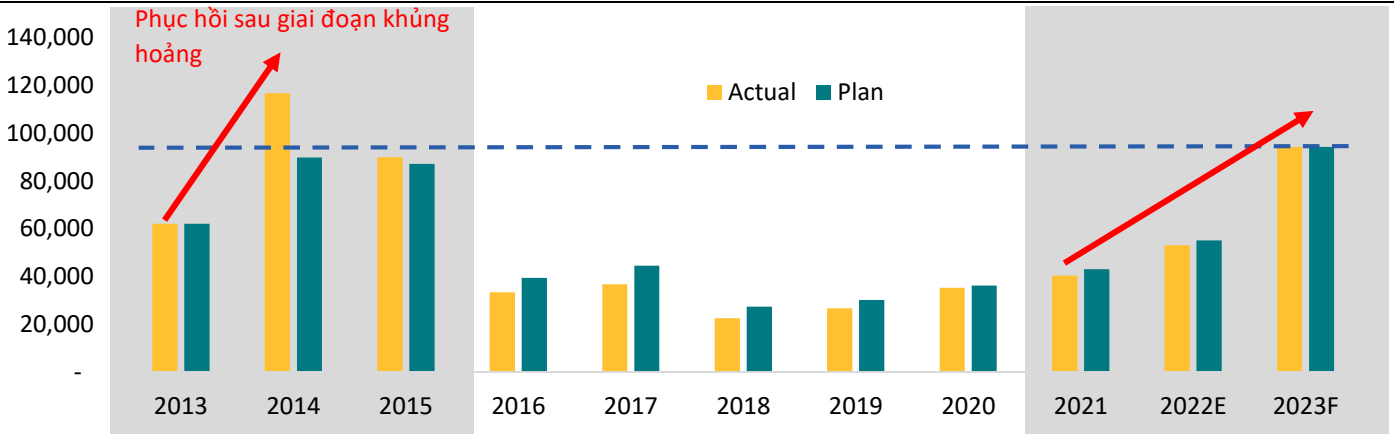
- **Dự thảo sửa đổi Nghị định 65/2022/NĐ-CP** tạo dư địa phát triển, cho phép các nhà phát hành đặc biệt là DN BĐS có thêm thời gian để xử lý vấn đề trái phiếu.
- **Dự thảo Luật đất đai sửa đổi** có những điểm mới, theo chúng tôi, sẽ nâng cao hiệu quả trong việc triển khai dự án và làm lành mạnh, minh bạch hơn cho thị trường bất động sản khi (1) bỏ khung giá

đất (định kỳ 05 năm một lần), thay vào đó, xây dựng bảng giá đất định kỳ hàng năm và công bố công khai và (2) bổ sung khoản thu tài chính từ đất đai đối với các dự án chậm tiến độ, không đưa vào sử dụng.

- **Quyết định 1435/QĐ-TTg thành lập Tổ công tác tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong triển khai dự án BĐS:** Tổ công tác mục tiêu rà soát các điểm nghẽn pháp lý của dự án, hướng dẫn các địa phương giải quyết thủ tục hành chính nhanh gọn và kịp thời trình bày các kiến nghị lên Chính phủ.

(2) **Đẩy mạnh giải ngân đầu tư hạ tầng trong năm 2023, kỳ vọng sẽ giúp thị trường bất động sản hồi phục nhanh hơn và cung – cầu dần được cân bằng.** Theo mục tiêu điều hành, Chính phủ định hướng sẽ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong năm 2023, tổng số vốn trên 700,000 tỷ VND, tăng khoảng 25% so với kế hoạch năm 2022 và tăng khoảng 57.5% so với kế hoạch 2021. Bên cạnh đó, các dự án cũng bắt đầu chuyển tiếp sang giai đoạn thi công sau hơn một năm chuẩn bị công tác hồ sơ thủ tục, đấu thầu và GPMB. Giá nguyên vật liệu xây dựng cũng đã hạ nhiệt tại thời điểm hiện tại, tạo điều kiện thuận lợi cho công tác triển khai thực hiện dự án. **Chúng tôi kỳ vọng hạ tầng kết nối được phát triển đồng bộ sẽ dần kéo nhu cầu thực từ nội thành (tier 1) sang các khu vực ngoại thành (tier 1.5) và các tỉnh/thành lân cận (tier 2), giảm tải áp lực cho các thành phố lớn nơi quỹ đất còn lại rất hạn chế, từ đó thu hẹp mức độ “lệch pha” giữa cung và cầu.**

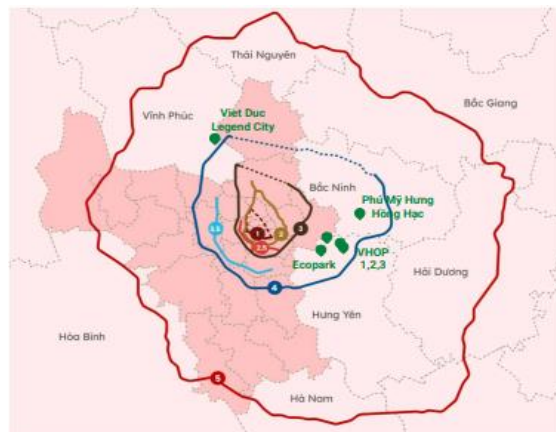
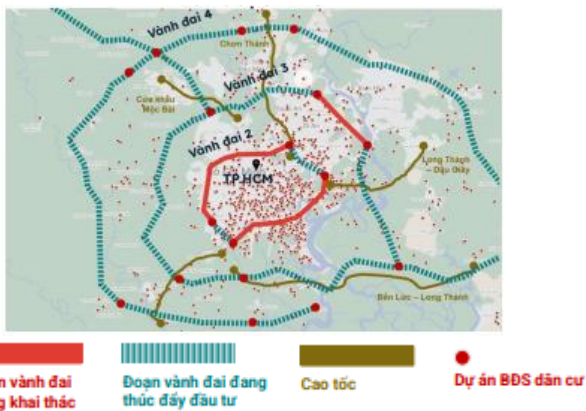
Kế hoạch đầu tư công dành cho hạ tầng trong năm 2023



Nguồn: Bộ Giao thông vận tải, BSC Research tổng hợp

Bản đồ cơ sở hạ tầng TP HCM – mục tiêu phát triển đến Vành đai 4 vào cuối năm 2025

Bản đồ cơ sở hạ tầng Hà Nội – mục tiêu phát triển Vành đai 4 trước năm 2027



QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

BSC duy trì quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành BĐS trong năm 2023 do các yếu tố “cơn gió ngược chiều” bao gồm (1) “lệch pha cung – cầu”, (2) áp lực dòng tiền lớn trong khi mọi kênh dẫn vốn đều bị tắc. Giai đoạn 2023-2024 là thời điểm các doanh nghiệp cần phải thực hiện tái cấu trúc toàn diện để “tồn tại”

và chờ đợi các nút thắt pháp lý, tín dụng được khai thông. Tuy nhiên, chúng tôi cũng thấy được một số yếu tố tích cực cuối năm 2022, gợi mở các kỳ vọng về chính sách hỗ trợ cho thị trường bất động sản phát triển bền vững bao gồm (1) **Dự thảo sửa đổi Nghị định 65/2022/NĐ-CP**, (2) **Dự thảo Luật đất đai sửa đổi**, (3) **Quyết định 1435/QĐ-TTg** và (4) **Đẩy mạnh đầu tư hạ tầng** sẽ dần kéo nhu cầu thực sang các khu vực ngoại thành, từ đó thu hẹp mức độ “lệch pha” giữa cung – cầu.

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
VHM	66,656	7%	22,369	-22%	5,137	8.9	1.2	10%	14%	46,600	N/A	N/A
VRE	9,491	30%	3,673	34%	1,576	18.1	1.8	9%	10%	28,500	31,800	12%
DXG	4,497	-19%	234	57%	1,304	9.6	0.5	2%	4%	12,500	N/A	N/A
NLG	5,364	24%	796	43%	2,602	10.6	1.0	19%	34%	27,000	N/A	N/A
KDH	3,162	9%	1,217	10%	1,614	15.8	1.5	6%	9%	27,000	N/A	N/A

Nguồn: BSC Research

7.2. Nhóm ngành hưởng lợi từ đầu tư công

NGÀNH CẢNG BIỂN [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Phạm Quang Minh

Email: minhqp@bsc.com.vn

- **Sản lượng Container tăng trưởng chậm trong năm 2022.** Kết thúc 11T.2022, sản lượng Container toàn ngành = 23 triệu TEUS (+5% yoy). Sang năm 2023, BSC cho rằng sản lượng Container vẫn tăng trưởng chậm +3-4% yoy do kinh tế toàn cầu đang chậm lại.
- **Cạnh tranh sẽ quay trở lại trong năm 2023** do các cảng Hải Phòng vẫn dư 20-25% công suất.
- **Vị thế các doanh nghiệp cảng biển tại Hải Phòng sẽ thay đổi đáng kể trong năm 2023.**
- BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với nhóm Cảng biển trong năm 2023.

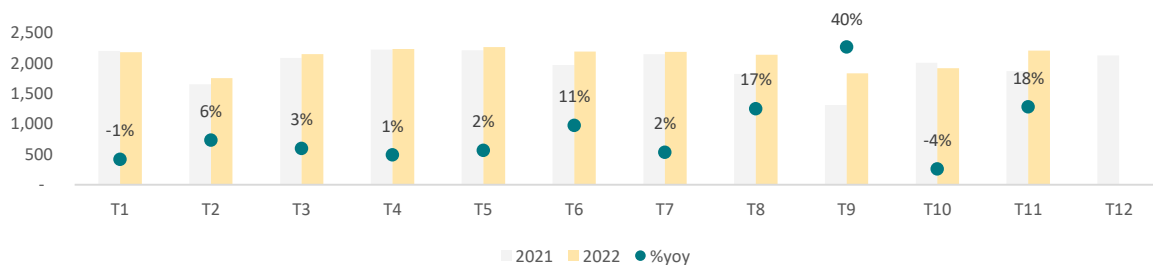
Sản lượng Container tăng trưởng chậm trong năm 2022. Kết thúc 11T.2022, sản lượng Container toàn ngành = 23 triệu TEUS (+5% yoy). Nếu loại bỏ đi mức nền thấp trong T8-T9, thì sản lượng Container chỉ +2-3% yoy do **(1)** các nền kinh tế lớn như EU, Mỹ suy thoái, và **(2)** Trung Quốc duy trì chính sách Zero Covid. Trong đó:

- **Tại khu vực Cái Mép Thị Vải :** Ngoại trừ GML + 43% yoy do mức cơ sở thấp mới đi vào khai thác năm 2021, thì đa số các cảng giảm từ 3-5% yoy do các đơn hàng đi EU, Mỹ chậm lại. Đặc biệt, một số cảng có vị trí kém thuận lợi hơn như SSIT đã phải tiếp nhận một lượng lớn Container rỗng trong bối cảnh xuất nhập khẩu khó khăn.
- **Tại khu vực Hải Phòng :** Ngoại trừ TC-HICT + 71% yoy do mức cơ sở thấp trong năm 2021, thì các cảng còn lại tại Sông Cấm chỉ + 1% yoy.

Sang năm 2023, BSC cho rằng sản lượng Container toàn ngành vẫn sẽ tăng trưởng yếu ở mức +3-4% yoy do các nền kinh tế lớn như Mỹ, EU, Nhật Bản, . . . được dự báo tiếp tục giảm tốc, kéo theo xuất nhập khẩu vẫn chậm lại trong thời gian tới. (Chi tiết tại Báo cáo vĩ mô năm 2023)

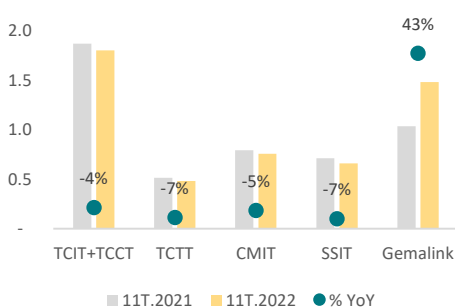
Hình: Sản lượng Container qua Việt Nam + 5% yoy trong 11T.2022

Triệu TEUS



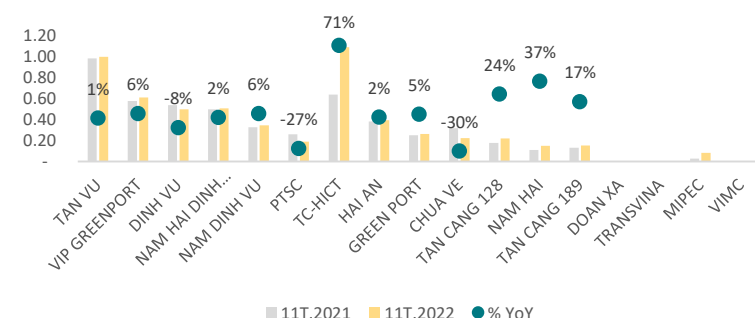
Hình: Sản lượng Container qua CMTV 11T.2022

Triệu TEUS



Hình: Sản lượng Container qua HP 11T.2022

Triệu TEUS



Nguồn: BSC tổng hợp

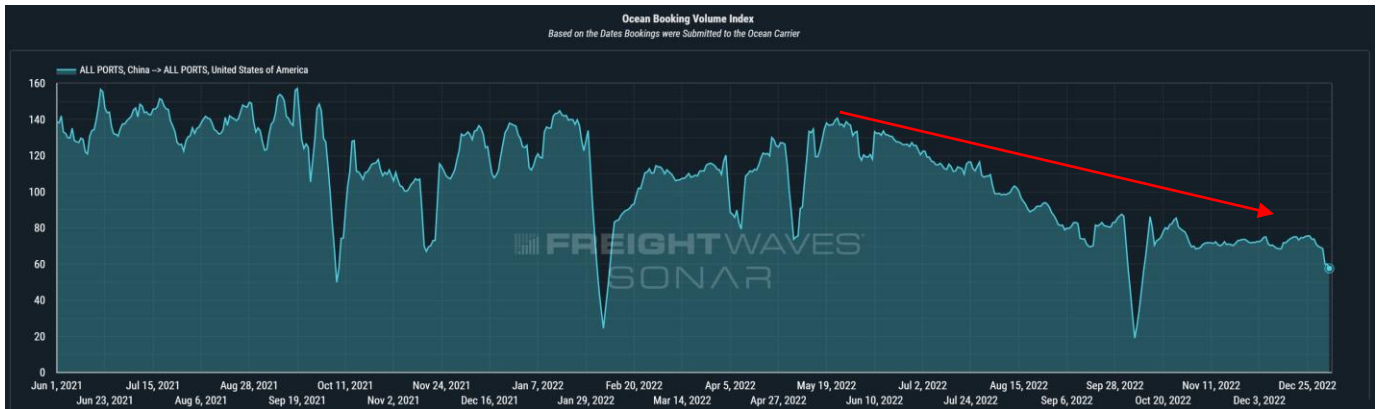
Yếu tố theo dõi từ Trung Quốc mở cửa : Trung Quốc đã mở cửa biên giới kể từ Tháng 1.2023. BSC cho rằng mức độ tác động lên sản lượng Container toàn ngành Việt Nam là không quá lớn do bản chất nhu cầu cuối tại Mỹ và EU đang rất yếu. Tính đến T12.2022, BSC chưa nhìn thấy các tín hiệu phục hồi về nhu cầu từ thị trường Mỹ, EU, cụ thể :

- Số lượng đơn hàng của Mỹ tại Trung Quốc đang giảm 30-40% yoy trong Tháng 12.2022.
- Sản lượng Container từ Trung Quốc đi Mỹ vẫn đang trong xu hướng giảm kể từ Tháng 5.2022.

Do đó, BSC giữ quan điểm thận trọng, và cho rằng mức độ ảnh hưởng của sự kiện này không lớn.

Hình: Sản lượng Container từ Trung Quốc đi Mỹ có xu hướng giảm từ T5.2022

Triệu TEUS



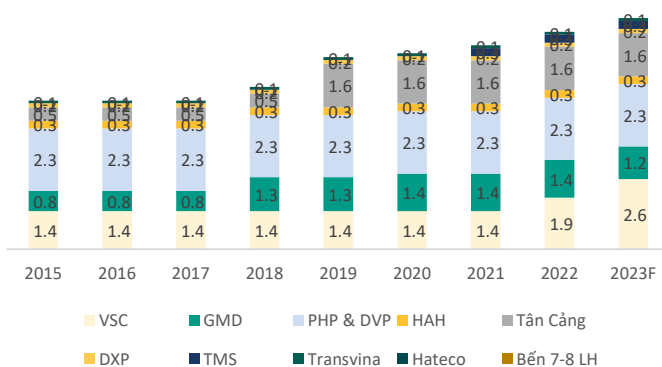
Nguồn : Freight Waves

Vị thế các doanh nghiệp cảng biển tại Hải Phòng sẽ thay đổi đáng kể trong năm 2023. Cụ thể, GMD dự kiến thoái vốn tại cảng Nam Hải Đình Vũ. Tại 31/12/2022, GMD đã nhận được khoản đặt cọc = 1,000 tỷ VNĐ. BSC cho rằng (1) đối tác mua là VSC, (2) kỳ vọng thương vụ sẽ hoàn thành trong Q1.2023. Nếu thương vụ thành công thì :

1. **VSC sẽ trở thành doanh nghiệp cảng lớn nhất tại khu vực Hải Phòng trong năm 2023**, với tổng công suất của VSC = 2.6 triệu TEUS (+36% yoy), chiếm 30% thị phần.
2. **Ngược lại, GMD sẽ không còn quá nhiều dư địa tăng trưởng tại Hải Phòng sau thương vụ**, do các cảng cơ bản đã được lấp đầy. BSC dự báo tổng công suất của GMD = 1.2 triệu TEUS (-15% yoy), chiếm 14% thị phần – đã bao gồm dự án Nam Đình Vũ giai đoạn 2 đi vào hoạt động.

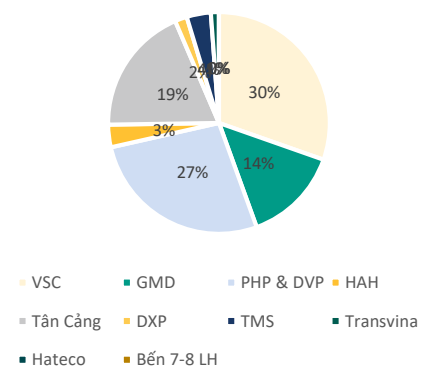
Hình: Tổng công suất các doanh nghiệp cảng biển tại Hải Phòng

Triệu TEUS



Hình: Thị phần các doanh nghiệp cảng biển tại Hải Phòng

Triệu TEUS



Nguồn: BSC tổng hợp

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

So với Báo cáo trước đó, BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành cảng biển dựa trên các yếu tố sau :

- Tốc độ tăng trưởng toàn ngành sẽ chậm lại trong thời gian tới.
- Tuy nhiên, trong dài hạn, BSC đánh giá (1) các doanh nghiệp cảng biển vẫn sở hữu các tài sản có giá trị, (2) ngành cảng biển Việt Nam vẫn duy trì tăng trưởng dài hạn 7-10% yoy nhờ xu hướng chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc sang các quốc gia lân cận như Việt Nam.

Do vậy, BSC giữ quan điểm Trung lập đối với ngành Cảng biển trong năm 2023.

Hình: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Cảng biển

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
GMD	3,997	2%	2,127	114%	7,059	7.4	1.7	15%	23%	52,100	57,000	9%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH THÉP [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Phạm Quang Minh

Email: minhpq@bsc.com.vn

- **Sản lượng tiêu thụ năm 2022 kém khả quan ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu.** Kết thúc năm 2022, sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành -10.8% yoy, trong đó, nội địa -7% yoy, xuất khẩu -21% yoy.
- **Sang năm 2023, BSC kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép sẽ có sự phục hồi** nhờ tháo gỡ chính sách về Bất động sản. Tuy nhiên, **tốc độ phục hồi sản lượng thép sẽ chậm** do (1) thị trường bất động sản trong nước chững lại, cần thời gian để các doanh nghiệp tái cơ cấu dự án, 2) các nền kinh tế lớn dự báo tiếp tục suy thoái, kéo theo nhu cầu giảm. Theo đó BSC dự báo tổng sản lượng tiêu thụ thép +3-5% yoy.
- **Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành thép sẽ có sự cải thiện trong Q1.2023.**
- BSC khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với ngành Thép trong Q1.2023 do hàng tồn kho giá cao đã được ghi nhận trong 2H.2022

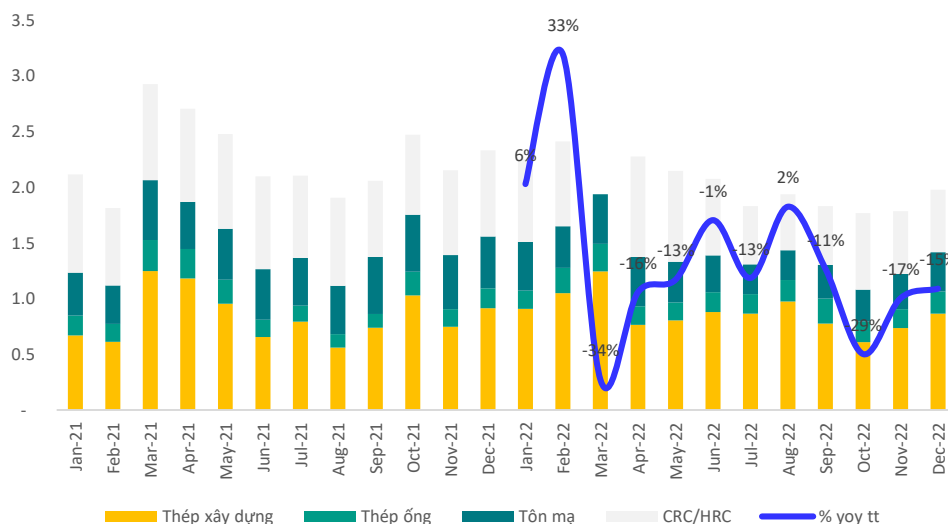
Sản lượng tiêu thụ năm 2022 kém khả quan ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu. Kết thúc năm 2022, sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành -10.8% yoy, trong đó:

- Nội địa -7% yoy do các dự án bất động sản bị “đóng băng”;
- Xuất khẩu -21% yoy. Đặc biệt, xuất khẩu tôn mạ giảm mạnh (-39% yoy) do nhu cầu tiêu thụ các nền kinh tế lớn giảm. Đồng thời, giá thép thế giới giảm sâu, khiến cho các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ tại Việt Nam không còn lợi thế cạnh tranh về giá như năm 2021.

Sang năm 2023, BSC kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép sẽ có sự phục hồi nhờ tháo gỡ chính sách về Bất động sản. Tuy nhiên, **tốc độ phục hồi sản lượng thép sẽ chậm** do (1) thị trường bất động sản trong nước chững lại khi các doanh nghiệp Bất động sản cần thời gian để tái cơ cấu các dự án, (2) các nền kinh tế lớn dự báo tiếp tục suy thoái, kéo theo nhu cầu giảm. Theo đó BSC dự báo tổng sản lượng tiêu thụ thép +3-5% yoy.

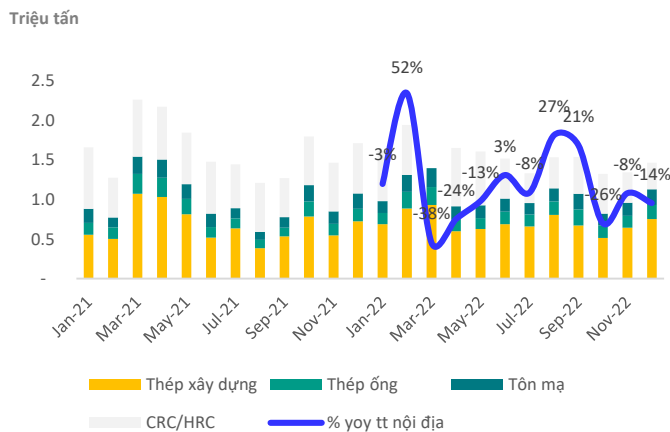
Hình: Sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành -10.8% yoy trong năm 2022

Triệu tấn

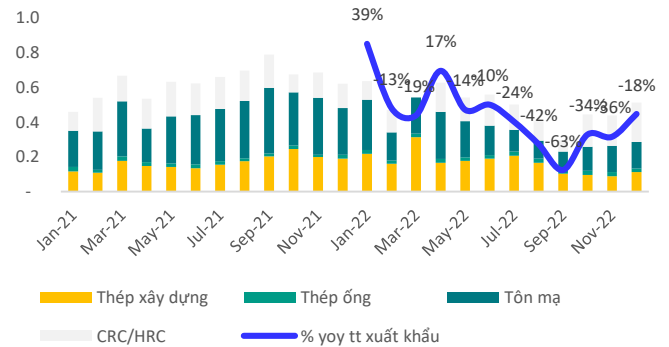


Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Sản lượng tiêu thụ nội địa -7% yoy trong năm 2022



Hình 1: Sản lượng xuất khẩu -21% yoy trong năm 2022

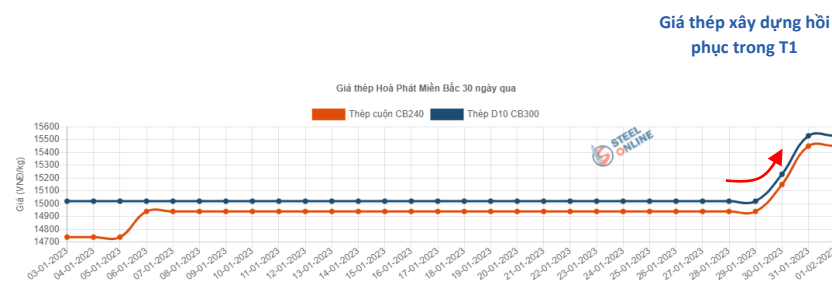


Nguồn: BSC Research tổng hợp

Giá thép trong xu hướng giảm trong năm 2022 do nhu cầu tiêu thụ yếu (như đã phân tích kể trên). Trong đó, giá thép tại nhà máy xây dựng -11% ytd, giá thép ống -20% ytd, giá tôn mạ -10% ytd. Giá thép bán lẻ có thể có mức độ giảm lớn hơn do các nhà máy tăng chiết khấu cho đại lý. Tính tới cuối năm 2022, với việc (1) các doanh nghiệp thép tăng giá trở lại, (2) hàng tồn kho đại lý về mức thấp, BSC cho rằng thị trường thép tạm thời đã cân bằng. **Sang năm 2023,**

- Trong Quý 1, BSC kỳ vọng mặt bằng giá thép nói chung có thể phục hồi 2-3% QoQ do (1) tính mùa vụ, (2) giá thép thế giới phục hồi khi Trung Quốc mở cửa.
- Sang Quý 2-Quý 3, diễn biến giá thép sẽ phụ thuộc vào mức độ phục hồi từ nhu cầu thép. Với (1) quan điểm tốc độ hồi phục về nhu cầu vẫn chậm trong năm 2023 (như phân tích kể trên) (2) nguồn cung thép có thể tăng trở lại khi Trung Quốc mở cửa, BSC cho rằng giá thép có thể sẽ điều chỉnh giảm trở lại.

Hình: Diễn biến giá thép xây dựng của HPG



Hình: Diễn biến giá HRC năm 2022 – T1.2023



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành thép sẽ cải thiện trong Q1.2023 nhờ:

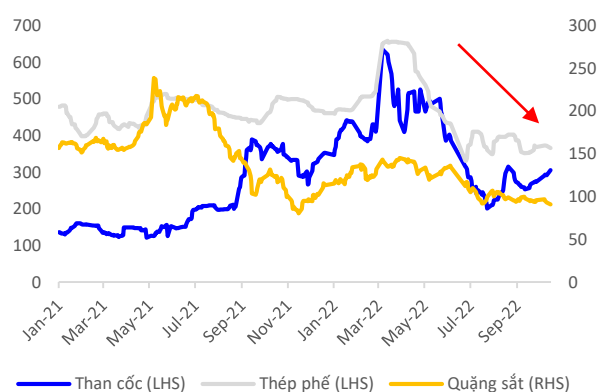
- BSC cho rằng hàng tồn kho giá cao phần lớn đã được thanh lý hết vào trong 2H.2022, dựa trên 2 yếu tố sau: Thứ nhất, (1) các doanh nghiệp thép thường duy trì lượng nguyên vật liệu đủ cho 3 tháng bán hàng, và đã liên tục cắt giảm công suất từ Tháng 7, thậm chí, đóng lò như HPG (T11),

POM (T10). Thứ hai, (2) lượng tồn kho thép toàn ngành đã về mức thấp nhất trong 5 Quý. Kết thúc tháng 12.2022, hàng tồn kho thép các loại đã giảm còn 990,000 tấn (-29% yoy). Trong đó, tồn kho xây dựng -28% yoy, tôn mạ -16% yoy, HRC/CRC -46% yoy.

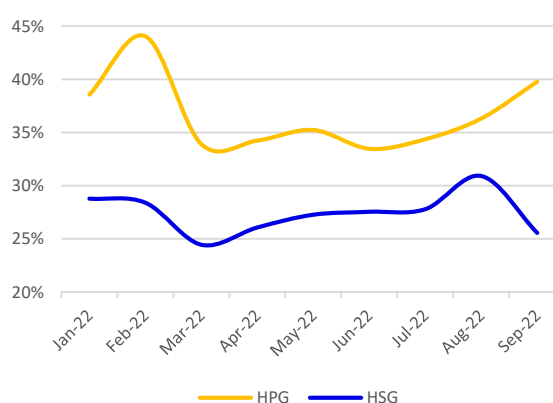
- Bên cạnh đó, giá nguyên liệu sản xuất đã duy trì ở mức thấp từ T7.2022, giúp giảm giá vốn hàng tồn kho trong thời gian tới.

Do vậy, BSC cho rằng lợi nhuận doanh nghiệp ngành thép sẽ cải thiện trong Quý 1.2023. Trong đó, HPG, HSG sẽ có mức độ cải thiện tốt hơn các doanh nghiệp còn lại nhờ (1) tập trung thị trường nội địa, do vậy, có khả năng tiêu thụ nhanh hơn, (2) đã sớm giảm công suất sản xuất thép (HPG: T11.2022, HSG: T4.2022).

Giá quặng sắt, than luyện cốc và thép phế giảm mạnh (USD/tấn)



HPG, HSG vẫn giữ chắc thị phần nội địa ở sản phẩm thép xây dựng và tôn mạ



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi nâng khuyến nghị từ **KÉM KHẢ QUAN** lên **TRUNG LẬP** đối với ngành Thép trong Q1.2023 chủ yếu đến từ việc hàng tồn kho giá cao đã được ghi nhận trong 2H.2022. Tuy vậy, BSC lưu ý triển vọng tiêu thụ kém khả quan sẽ kéo dài sang năm 2023.

Hình: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Thép

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
HPG	118,630	-16%	11,142	31%	1,916	11.0	1.1	6%	10%	21,100	21,500	2%
HSG	38,764	-22%	1,304	419%	2,181	6.7	1.3	8%	11%	14,650	16,500	13%

Nguồn: BSC Research

7.3. Nhóm ngành chịu ảnh hưởng từ Trung Quốc mở cửa NGÀNH TIÊU DÙNG – BÁN LẺ [KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Phạm Thị Minh Châu

Email: Chauptm@bsc.com.vn

- Ngành bán lẻ trong năm 2022 ghi nhận tăng trưởng trên mức nền thấp của năm 2021
- 2023- Một năm khó lường: khi những khó khăn từ nhu cầu suy yếu và tồn kho cao dự kiến sẽ tiếp tục gây áp lực đến kết quả kinh doanh của nhóm ngành tiêu dùng bán lẻ trong nửa đầu năm 2023.
- Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kì vọng một cục diện tích cực hơn vào cuối năm 2023
- BSC đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho ngành tiêu dùng bán lẻ trong nửa cuối năm 2023

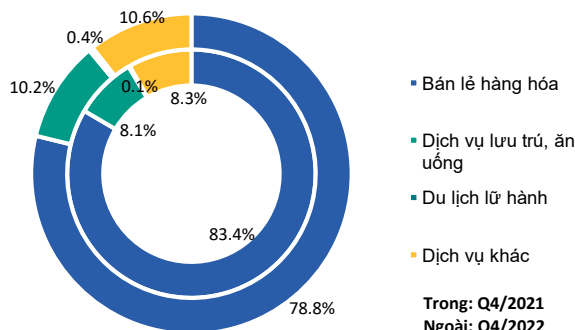
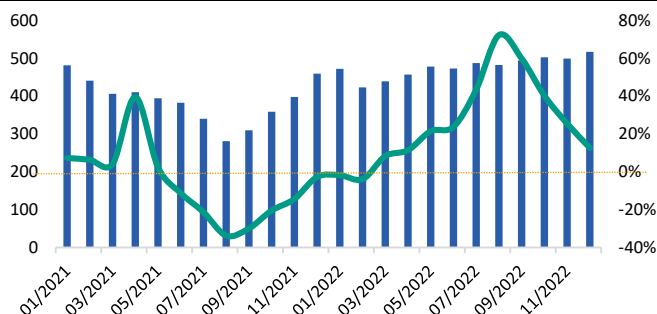
Lũy kế cả năm 2022, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước đạt 5.679,9 nghìn tỷ đồng(+19,8%YoY), nếu loại trừ yếu tố tăng giá đạt +15,6%YoY so với mức giảm -6,7%YoY của năm 2021 nhờ (1) sự phục hồi mạnh mẽ của tất cả các nhóm ngành trên mức nền thấp của 2021 và (2) Mức tăng giá ~+4% YoY chủ yếu đến từ nhóm:

- giá nhiên liệu tăng gồm giá xăng dầu tăng +28.01%YoY và giá Gas tăng +11.49%YoY do bất ổn địa chính trị trên thế giới,
- giá nhà ở và vật liệu xây dựng tăng 3,11% YoY do giá xi măng, sắt, thép, cát tăng theo giá nguyên nhiên vật liệu đầu vào,
- giá lương thực thực phẩm (tăng từ +1.22% đến +1.62%YoY) do giá gạo trong nước tăng theo giá gạo xuất khẩu, áp lực của giá NVL tăng cao và nhu cầu ăn ngoài tăng trở lại sau dịch(+4.4%YoY).

Bên cạnh đó, yếu tố góp phần kiềm chế mức tăng giá chung của nền kinh tế năm 2022 nhờ giá thịt lợn giảm -10,68% YoY do nguồn cung lợn dồi dào nhờ dịch tả lợn Châu Phi được kiểm soát và hoạt động xuất khẩu tiểu ngạch Trung Quốc bị gián đoạn do nước này vẫn duy trì thắt chặt các biện pháp phòng chống dịch bệnh;

Hình: Tổng mức bán lẻ hàng hoá phục hồi sau dịch

Hình: Thay đổi tỷ trọng đóng góp của các cấu phần trong tổng mức bán lẻ HH và DVTD trong năm 2021 và 2022



■ Tổng mức bán lẻ hàng hóa (Ngàn Tỷ VND)
■ Tăng trưởng (% YoY)

Trong: Q4/2021
Ngoài: Q4/2022

Nguồn: GSO, BSC tổng hợp.

Tuy nhiên, theo như nhận định của chúng tôi trong báo cáo trước (link), nhu cầu tiêu dùng đã có dấu hiệu chững lại từ cuối Q3/2022 và suy giảm giai đoạn cuối Q4/2022 đã được phản ánh vào kết quả kinh doanh của hầu hết các doanh nghiệp, do (1) mức nền cao của cùng kì 2021 sau hiệu ứng tiêu dùng bù đắp cùng với áp lực từ tồn kho cao tại Việt Nam và nhiều quốc gia trên thế giới; trong khi (2) theo báo cáo tổng hợp từ công đoàn cơ sở, nhiều doanh nghiệp gặp khó khăn phải thực hiện cắt giảm giờ làm và cắt giảm nhân viên, khiến thu nhập người dân suy giảm cùng với áp lực về chi phí tiêu dùng cao và lãi suất tăng.

Ngành	Ticker	Số thực tế	
		LNST 9M22	LNST 2022
Bán lẻ và tiêu dùng không thiết yếu	MWG	3,481	4,100
	%YoY	4%	-16%
	PNJ	1,340	1,807
	%YoY	133%	76%
	FRT	296	390
	%YoY	173%	-12%
	DGW	528	684
	%YoY	60%	4%
	DHC	296	378
	%YoY	-24%	-21%
PET	135	125	
%YoY	-13%	-53%	

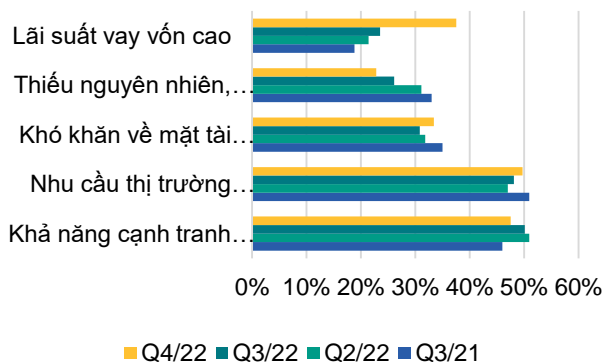
Ngành	Ticker	Số thực tế	
		LNST 9M22	LNST 2022
Ngành bán lẻ thiết yếu	DBC	229	150
	%YoY	-68%	-82%
	SAB	4,181	5,224
	%YoY	77%	42%
	VNM	6,647	8,516
	%YoY	-20%	-19%
MSN	3,120	3,567	
%YoY	47%	-58%	

Trong đó: SAB và PNJ có mức nền thấp so với cùng kỳ, và DGW ghi nhận lợi nhuận bất thường từ CTLDLK, nhưng vẫn có mức tăng trưởng chậm hơn 9T.22

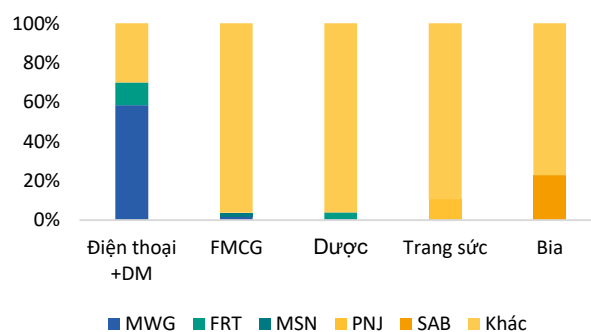
Nguồn: Fiinpro

2023- Một năm khó lường: khi những khó khăn từ nhu cầu suy yếu và tồn kho cao dự kiến sẽ tiếp tục gây áp lực đến kết quả kinh doanh của nhóm ngành tiêu dùng bán lẻ trong nửa đầu năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kì vọng một cục diện tích cực hơn vào cuối năm 2023 nhờ (1) việc bình thường hoá các hoạt động kinh tế tại Trung Quốc, (2) kì vọng tình hình lạm phát của các cường quốc trên thế giới được kiểm chế và giảm áp lực về tồn kho cao và (3) tình hình địa chính trị thế giới tiếp tục hạ nhiệt.

Hình: Các yếu tố ảnh hưởng đến HDSX KD của DN trong 2022



Hình: Ước tính thị phần về giá trị của các DN lớn trong ngành bán lẻ năm 2021



Nguồn: GSO, VIRA, MWG, BSC tổng hợp

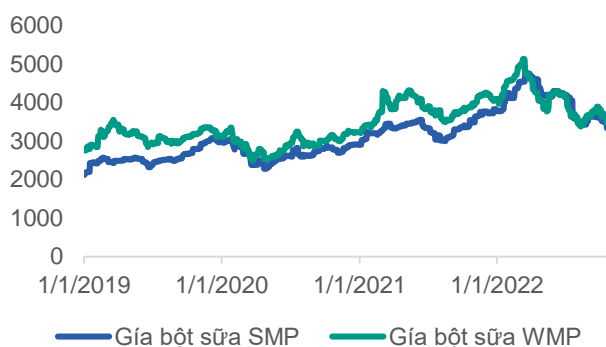
- **Đối với nhóm ngành bán lẻ - Mức nền cao của 2022 cùng với áp lực từ lãi vay và sức mua suy giảm:** khiến tính hình cạnh tranh trong ngành trở nên gay gắt, đã đặt thách thức tăng trưởng chung đối với của nhóm ngành này trong năm 2023 (đặc biệt đối với nhóm ngành điện thoại- điện máy vốn đã có mức nền rất cao trong năm 2022). Tuy nhiên, BSC kì vọng các doanh nghiệp lớn sở hữu sức mạnh tài chính, theo đuổi xu hướng tiêu dùng hiện đại vẫn tiếp tục tăng trưởng cao hơn mức trung bình ngành trong năm 2023, nhưng mức tăng có thể thấp hơn so với mức nền cao của 2022, do:

(1) Chiếm thêm thị phần bằng cách mở rộng quy mô, (PNJ, TGDĐ & ĐMX của MWG) và tiến hành M&A

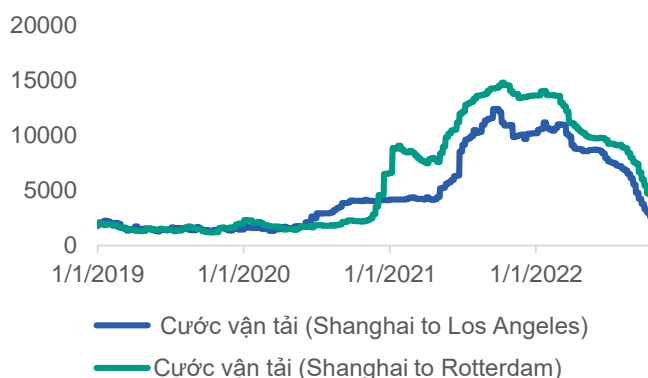
(2) Tiến hành tái cấu trúc toàn diện (BHX của MWG), số hóa và tối ưu hóa mô hình hoạt động của doanh nghiệp (SAB, TLG, PNJ).

- **Đối với nhóm ngành tiêu dùng (VNM, QNS, ...) – Tăng trưởng từ mức nền thấp của năm 2022 nhưng vẫn đối mặt với áp lực sức mua suy giảm:** Biên lợi nhuận gộp của ngành được cải thiện nhờ (1) Doanh thu tăng trưởng nhờ nhu cầu ổn định do đã thích nghi được với mặt bằng giá cao hơn trong 1H/2022 (2) xu hướng giảm của giá NVL và chi phí vận chuyển sau cao trào căng thẳng địa chính trị trên thế giới. Ngoài ra, sự kiện kì vọng Trung Quốc mở cửa giải quyết vấn đề lưu thông hàng hóa và hỗ trợ doanh thu xuất khẩu của nhiều doanh nghiệp hiện tại.

Hình: xu hướng giảm của giá bột sữa nhập khẩu từ New Zealand (USD/ Tấn)



Hình: Mức giảm sâu của giá cước vận chuyển sau cao trào căng thẳng chiến sự thế giới (USD)



Nguồn: DBC, Bloomberg, BSC tổng hợp

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với các nhóm ngành tiêu dùng bán lẻ **trong nửa cuối năm 2023**.

Mặc dù, những khó khăn từ nhu cầu suy yếu và tồn kho cao dự kiến sẽ tiếp tục gây áp lực đến kết quả kinh doanh của nhóm ngành tiêu dùng bán lẻ trong nửa đầu năm 2023. **Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kì vọng một cục diện tích cực hơn vào cuối năm 2023**, khi (1) việc bình thường hoá các hoạt động kinh tế tại Trung Quốc, (2) kì vọng tình hình lạm phát của các cường quốc trên thế giới được kiểm chế và giảm áp lực về tồn kho cao và (3) tình hình địa chính trị thế giới tiếp tục hạ nhiệt.

Hình: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Tiêu dùng – Bán lẻ

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
MWG	128,461	-4%	4,815	17%	3,289	13.5	1.6	7%	18%	44,500	54,600	23%
VNM	61,883	3%	9,282	9%	4,214	18.0	1.6	19%	27%	75,800	82,200	8%
MSN	84,146	10%	3,710	4%	2,605	35.9	1.6	3%	13%	93,500	96,000	3%
PNJ	35,454	5%	1,968	9%	7,475	11.1	1.6	15%	26%	82,900	95,000	15%
DGW	31,282	42%	766	12%	5,334	7.8	1.6	9%	26%	41,700	45,000	8%
FRT	33,307	10%	418	7%	2,965	25.4	1.6	4%	21%	75,300	77,100	2%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH DỊCH VỤ HÀNG KHÔNG [KHẢ QUAN] – VẬN TẢI HÀNG KHÔNG [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Phạm Quang Minh

Email: minhhpq@bsc.com.vn

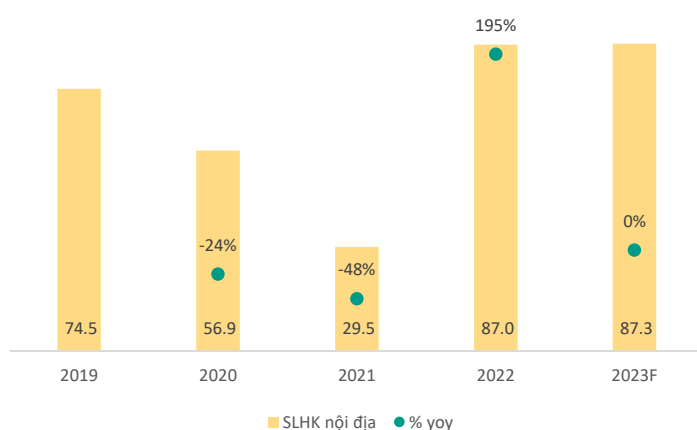
- **Kết thúc năm 2022, sản lượng hành khách nội địa qua cảng ACV = 87 triệu lượt (+195% yoy), tương đương 117% so với trước dịch**, nhờ các đường bay nội địa đã phục hồi hoàn toàn. Sang năm 2023, BSC dự báo sản lượng hành khách nội địa đi ngang, đạt 92 triệu lượt (+0.3% yoy) do mức nền cao trong năm 2022.
- **Kết thúc năm 2022, sản lượng hành khách quốc tế qua cảng ACV = 12 triệu lượt (+2,300% yoy)**, nhờ (1) các quốc gia đã mở cửa trở lại, (2) các hãng hàng không mở thêm đường bay mới tới Ấn Độ giúp tăng nguồn cầu mới.
- BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm dịch vụ hàng không như ACV nhờ sản lượng hành khách phục hồi tích cực trong năm 2023 khi (1) Trung Quốc mở cửa, (2) Các hãng tăng khai thác thị trường Ấn Độ.
- BSC nâng quan điểm từ **KÉM KHẢ QUAN** lên **TRUNG LẬP** đối với nhóm vận tải hàng không chủ yếu đến từ việc thị trường Trung Quốc – thị trường hàng không lớn nhất của Việt Nam đã mở cửa trở lại. Tuy nhiên, BSC lưu ý giá dầu cao vẫn sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới nhóm vận tải hàng không.

VẬN TẢI NỘI ĐỊA – PHỤC HỒI 117% SO VỚI TRƯỚC DỊCH

Kết thúc năm 2022, sản lượng hành khách nội địa qua cảng ACV = 87 triệu lượt (+195% yoy), tương đương 117% so với trước dịch, nhờ các đường bay nội địa đã phục hồi hoàn toàn. [So với Báo cáo trước đó](#), BSC giữ quan điểm: dịch bệnh đã được kiểm soát và hoạt động vận tải nội địa đã bước sang giai đoạn “Bình thường mới”. Sang năm 2023, BSC dự báo sản lượng hành khách nội địa đi ngang, đạt 92 triệu lượt (+0.3% yoy) do mức nền cao trong năm 2022.

Hình: Sản lượng hành khách nội địa năm 2022 +195% yoy

Triệu lượt



Hình: % phục hồi một số đường bay quốc nội VJC, HVN

Hãng	Tần suất chuyến/tuần		% so với 2019
	2019	T11. 2022	
Vietjet Air			
HAN – SGN	315	403	128%
HAN – DAD	227	77	34%
HAN – CXR	87	68	78%
SGN - DAD	243	116	48%
SGN - PQC	88	115	131%
SGN – HPH	104	118	113%
Vietnam Airlines			
HAN – SGN	474	525	111%
HAN – DAD	169	211	125%
HAN – CXR	56	83	148%
SGN - DAD	237	250	105%
SGN - PQC	140	249	178%
SGN – HPH	84	108	128%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

VẬN TẢI QUỐC TẾ – PHỤC HỒI 43% SO VỚI TRƯỚC DỊCH

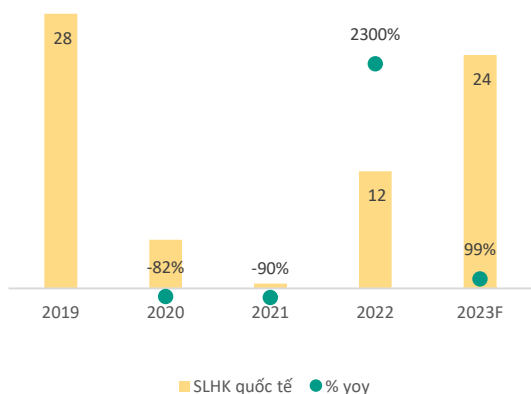
Kết thúc năm 2022, sản lượng hành khách quốc tế qua cảng ACV = 12 triệu lượt (+2,300% yoy), tương đương 43% so với trước dịch, chủ yếu nhờ :

- 1 **Các quốc gia, trong đó, có Việt Nam đã mở cửa trở lại.** Tính tới hết Quý 4.2022, ngoại trừ Nga do căng thẳng chính trị với Ukraine, thì Việt Nam đã mở lại đường bay thường lệ cũ tới các thị trường chính như Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan.
- 2 **Bên cạnh đó, các hãng hàng không cũng tích cực mở thêm các đường bay mới tới Ấn Độ, giúp tăng nguồn cầu mới.** Cụ thể, trong năm 2022, VJC đã mở mới +7-9 đường bay, HVN mở mới +2 đường bay tới Ấn Độ. Bên cạnh đó, BSC nhận thấy các hãng Ấn Độ như SpiceJet, Indigo . . cũng đẩy mạnh mở mới

các tuyến thẳng. Điều này giúp cho sản lượng khách du lịch Ấn Độ tới Việt Nam = 137,000 lượt, phục hồi 80% so với trước dịch.

Hình: Sản lượng hành khách quốc tế năm 2022 +2,300% yoy

Triệu lượt



Hình: % phục hồi một số đường bay quốc tế chính của VJC, HVN

Hãng hàng không	Tần suất chuyến/tuần 2019	T11. 2022	% Thay đổi so với 2019
Vietjet Air			
Hàn Quốc	190	156	82%
Đài Loan	182	38	21%
Nhật Bản	106	126	119%
Thái Lan	88	118	134%
Singapore	56	66	118%
Vietnam Airlines			
Nhật Bản	166	74	45%
Hàn Quốc	126	98	78%
Thái Lan	98	106	108%
Trung Quốc	80	2	3%
Singapore	70	52	74%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Sản lượng khách du lịch đến Việt Nam

Nghìn lượt

	Q1.22	Q2.22	Q3.22	Q4.22	2022
- Trung Quốc	15	27	36	47	125
- Hàn Quốc	15	93	382	476	965
- Nhật Bản	5	24	68	78	175
- Đài Loan	8	16	42	60	126
- Hoa Kỳ	10	58	109	142	318
- Nga	5	4	8	22	40
- Malaysia	1	21	54	94	171
- Thái Lan	1	21	61	119	202
- Úc	3	25	50	66	145
- Anh	2	16	32	45	94
- Singapore	1	33	54	91	179
- Ấn Độ	0	18	43	76	137
- Khác	25	121	331	473	951
sl khách du lịch	91	477	1,271	1,788	3,627

Hình: So sánh sản lượng khách du lịch tới Việt Nam cùng kỳ năm 2022 và năm 2019

%

	Q1.22 (1)	Q2.22 (2)	Q3.22 (3)	Q4.22 (4)	2022 (5)	% đóng góp vào mức độ phục hồi năm 2022* (6)=(5)x tỷ trọng 2019
- Trung Quốc	1%	2%	2%	3%	2%	0.70%
- Hàn Quốc	1%	10%	36%	41%	22%	5.40%
- Nhật Bản	2%	11%	27%	33%	18%	1.00%
- Đài Loan	4%	7%	17%	24%	14%	0.70%
- Hoa Kỳ	5%	33%	62%	80%	43%	1.80%
- Nga	3%	3%	7%	13%	6%	0.20%
- Malaysia	1%	14%	40%	54%	28%	1.00%
- Thái Lan	1%	17%	61%	73%	40%	1.10%
- Úc	3%	28%	55%	47%	38%	0.80%
- Anh	2%	21%	44%	57%	30%	0.50%
- Singapore	1%	43%	77%	97%	58%	1.00%
- Ấn Độ	0%	46%	108%	148%	46%	6.30%
- Khác	4%	25%	63%	71%	46%	6.30%
Tổng						20.40%

Nguồn:GSO, BSC Research tổng hợp

Sang năm 2023:

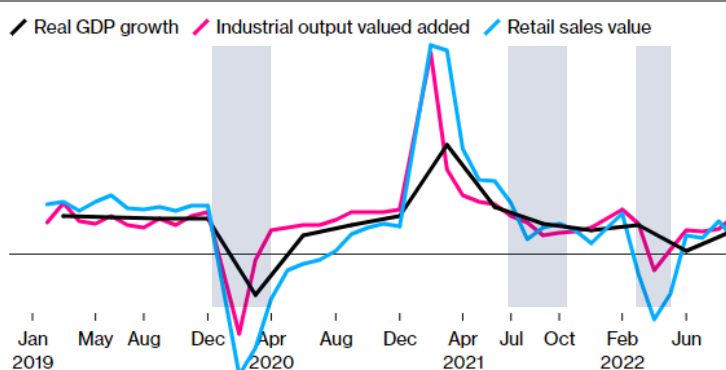
- BSC giữ quan điểm thị trường Trung Quốc sẽ phục hồi nhanh.** Tính đến Tháng 1.2023, có các tín hiệu rõ ràng trong việc mở cửa trở lại từ thị trường Trung Quốc.
 - Từ 11/11, Chính phủ Trung Quốc áp dụng 20 quy định mới nới lỏng chính sách Zero – Covid. Bên cạnh đó, Trung Quốc cũng đã mở cửa biên giới trở lại từ cuối tháng 12.2022

- Từ phía Việt Nam, các hãng hàng không cũng đã bắt đầu khai thác trở lại các đường bay thường lệ tới Trung Quốc. Trong đó, từ 9/12, Vietnam Airlines mở lại đường bay từ Hà Nội, Hồ Chí Minh – Thượng Hải, Quảng Châu (1-2 chuyến/tuần). Từ 6/12, Bamboo Airways mở thêm đường bay Hà Nội – Thiên Tân (1 chuyến/tuần).

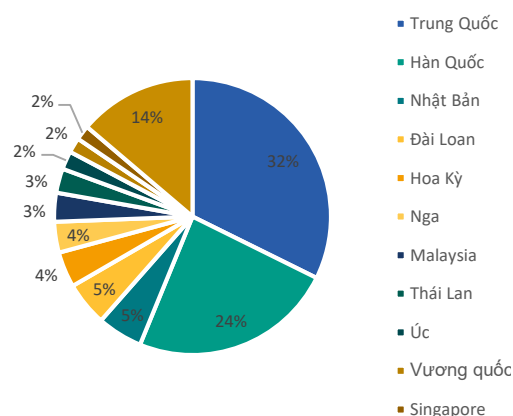
Với việc duy trì chính sách đóng cửa trong 3 năm liền, hoạt động SXKD của Trung Quốc đã bị ảnh hưởng trầm trọng. **BSC cho rằng áp lực về kinh tế sẽ là động lực để Trung Quốc tiếp tục phải nới lỏng thêm chính sách Zero-Covid và mở cửa hoàn toàn 100% trong năm 2023.** Theo đó, BSC giữ kỳ vọng các đường bay quốc tế tới Trung Quốc sẽ bắt đầu phục hồi mạnh mẽ từ Quý 1- Quý 2.2023.

Hình: Chỉ số GDP, công nghiệp, bán lẻ của Trung Quốc sụt giảm mạnh do duy trì chính sách Zero – Covid tại các đợt bùng phát dịch

Hình: Trung Quốc chiếm 30% sản lượng khách du lịch tới Việt Nam năm 2019



Source: National Bureau of Statistics
Note: February data shows combined results for Jan.-Feb.



Chú thích: Màu xanh nước biển thể hiện các đợt Trung Quốc áp dụng lệnh phong tỏa tại nhiều thành phố.

Nguồn: BSC Research tổng hợp

2. **BSC giữ kỳ vọng các thị trường Hàn Quốc, Nhật Bản, Mỹ . . . tiếp tục phục hồi, nhờ đã mở cửa lại trong năm 2022.**
3. **BSC kỳ vọng thị trường Ấn Độ sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt +20% QoQ trong năm 2023 nhờ (1) đẩy mạnh mở các đường bay mới từ Quý 4.2022, (2) quy mô thị trường Ấn Độ lớn, đông dân. BSC kỳ vọng Ấn Độ có thể sẽ thuộc top 5 thị trường hàng không lớn nhất của Việt Nam.**

BSC cập nhật dự báo sản lượng hành khách quốc tế đến Việt Nam = 24 triệu lượt (+99% yoy), tương đương 85% so với trước dịch dựa trên các giả định dưới đây:

Hình: Dự báo % phục hồi khách du lịch tới Việt Nam so với cùng kỳ năm 2019

TT	Quốc gia	2022				2023				2023F
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F	
1	Trung Quốc	1%	2%	2%	3%	15%	35%	60%	85%	53%
2	Hàn Quốc	1%	10%	36%	41%	60%	80%	100%	100%	85%
3	Nhật Bản	2%	11%	27%	33%	50%	70%	90%	100%	78%
4	Đài Loan	4%	7%	17%	24%	35%	50%	80%	100%	68%
5	Hoa Kỳ	5%	33%	62%	80%	90%	100%	100%	100%	97%
	Ấn Độ	0%	46%	108%	148%	233%	280%	327%	308%	289%
6	Khác	3%	21%	53%	61%	80%	95%	100%	100%	93%
	TỔNG	0%	12%	29%	34%	55%	71%	87%	97%	78%

Nguồn: BSC Research dự báo

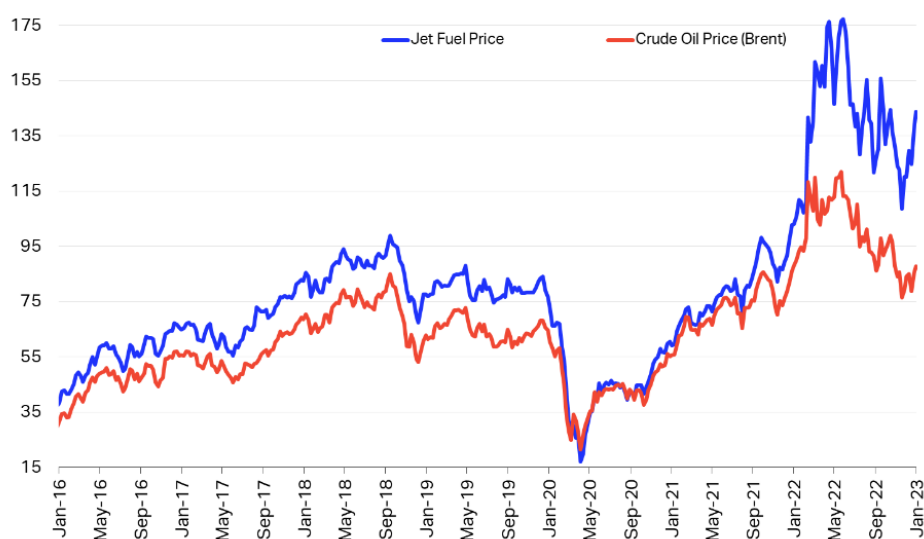
Hình: Dự báo sản lượng khách quốc tế qua ACV dựa trên sản lượng khách du lịch tới Việt Nam

	Q1.22	Q2.22	Q3.22	Q4.22	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Q4.23	2023F
- Trung Quốc	15	27	36	47	192	421	896	1555	3064
- Hàn Quốc	15	93	382	476	665	777	1062	1150	3654
- Nhật Bản	5	24	68	78	117	156	231	239	743
- Đài Loan	8	16	42	60	72	112	195	252	632
- Hoa Kỳ	10	58	109	142	198	173	176	177	724
- Ấn Độ	0	18	43	76	91	109	131	157	488
- Khác	38	241	591	910	1,130	1,092	1,117	1,488	4826
SL khách du lịch QT (nghìn lượt)	105	597	1,531	2,225	2,464	2,839	3,808	5,019	14130
SL quốc tế qua ACV (nghìn lượt)									24,022

Nguồn: BSC Research dự báo

Giá dầu vẫn duy trì ở mức cao, ảnh hưởng tiêu cực tới KQKD nhóm vận tải hàng không. Kết thúc năm 2022, giá dầu Jet A1 dao động ở mức 140 USD/bbl (+40-45% ytd). Trong Quý 4.2022, giá dầu Jet có xu hướng điều chỉnh giảm về mức 100 USD/bbl. Bước sang Tháng 1.2023, giá dầu tăng trở lại do nhu cầu phục hồi khi Trung Quốc mở cửa trở lại. Trong thời gian tới, BSC cho rằng giá dầu vẫn sẽ neo cao do nguồn cung dầu bị thắt chặt. Cho cả năm 2023, BSC dự báo giá dầu Jet A1 = 135 USD/bbl. Do vậy, HĐKD nhóm vận tải hàng không vẫn bị ảnh hưởng tiêu cực do không thể chuyển 100% chi phí xăng dầu sang giá vé các chuyến nội địa.

Hình: Diễn biến giá dầu Jet A1 năm 2022



Source: S&P Global, Refinitiv Eikon

Nguồn: BSC Research tổng hợp

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

So với Báo cáo Q4/2022, BSC :

- 1 Duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm dịch vụ hàng không như ACV nhờ sản lượng hành khách phục hồi tích cực trong năm 2023.
- 2 Nâng quan điểm từ **KÉM KHẢ QUAN** lên **TRUNG LẬP** đối với nhóm vận tải hàng không chủ yếu đến từ việc thị trường Trung Quốc – thị trường hàng không lớn nhất của Việt Nam đã mở cửa trở lại. Tuy nhiên, BSC lưu ý giá dầu cao vẫn sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới nhóm vận tải hàng không.

Hình: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Hàng không

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
ACV	20,168	46%	8,833	24%	4,058	20.8	3.5	12%	17%	84,538	100,000	18%
SCS	902	6%	674	4%	6,934	10.6	4.3	39%	41%	73,500	76,000	3%
HVN	89,895	27%	-4,329	-59%	(1,955)	(6.4)	(2.1)	-7%	33%	12,600	n.a	n.a
VJC	52,551	34%	552	-125%	1,019	106.0	3.2	1%	3%	108,000	n.a	n.a

Nguồn: BSC Research

NGÀNH VẬN TẢI DẦU [KHẢ QUAN] - VẬN TẢI CONTAINER [KÉM KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Phạm Quang Minh

Email: minhpg@bsc.com.vn

Vận tải Container

- Kết thúc năm 2022, các chỉ số giá cước Container giảm mạnh. Sang năm 2023, BSC duy trì quan điểm giá cước Container sẽ giảm 65% yoy do (1) nguồn cung tăng mạnh, (2) hoạt động xuất nhập tiếp tục tăng trưởng chậm.
- BSC duy trì khuyến nghị **KÉM KHẢ QUAN** đối với nhóm Vận tải Container do cho rằng giá cước Container tiếp tục giảm trong thời gian tới.

Vận tải dầu

- Kết thúc năm 2022, giá cước vận tải dầu tăng mạnh do (1) đứt gãy chuỗi cung ứng dầu tại Châu Âu, (2) nguồn cung tàu dầu ở mức thấp.
- BSC cho rằng việc giá cước điều chỉnh trong Tháng 1 chỉ mang tính chất tạm thời và **mặt bằng giá cước dầu vẫn sẽ neo cao trong năm 2023 do nguồn cung tàu vẫn bị hạn chế.**
- Trong năm 2023, BSC giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm Vận tải dầu do giá cước vẫn neo cao.

VẬN TẢI CONTAINER – KÉM KHẢ QUAN

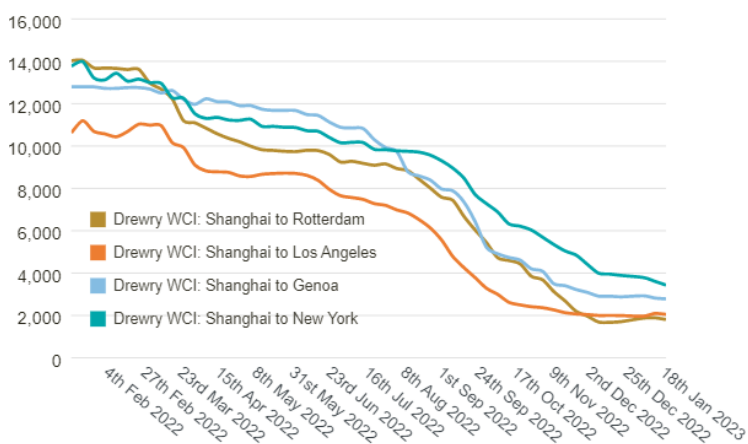
Kết thúc năm 2022, các chỉ số giá cước Container giảm mạnh. Cụ thể :

1. **Giá cước Container giao ngay toàn cầu giảm 75% ytd.** Trong đó, các tuyến hàng hải chính như Trung Quốc đi Mỹ giảm 85% YTD, Trung Quốc đi Châu Âu giảm 80% YTD. So với Quý 3, giá cước toàn cầu trong Quý 4 giảm 50% QoQ. So với trước dịch, mặt bằng giá cước Container giao ngay vẫn đang cao hơn 30-40%.
2. **Giá cước cho thuê định hạn cũng đã giảm 60-65% Ytd (tùy vào kích cỡ tàu).** So với Quý 3, giá cước định hạn trong Quý 4 giảm 50% QoQ. So với trước dịch, giá cước định hạn cao hơn 40%.

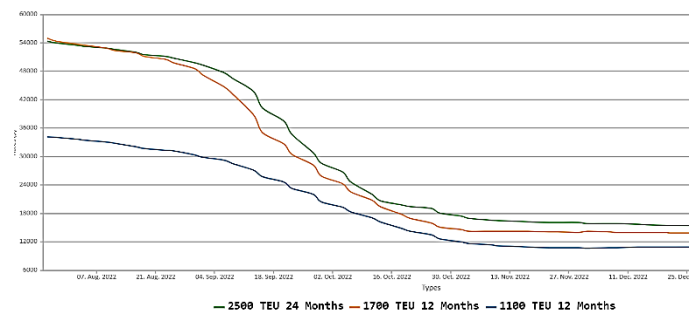
Nguyên nhân của việc giá cước giảm đến từ (1) kinh tế toàn cầu chậm lại, (2) nút thắt về nguồn cung tàu đã cải thiện.

Hình: Giá cước Container từ Trung Quốc đi Mỹ, EU giảm 80% -85% ytd trong năm 2022

USD



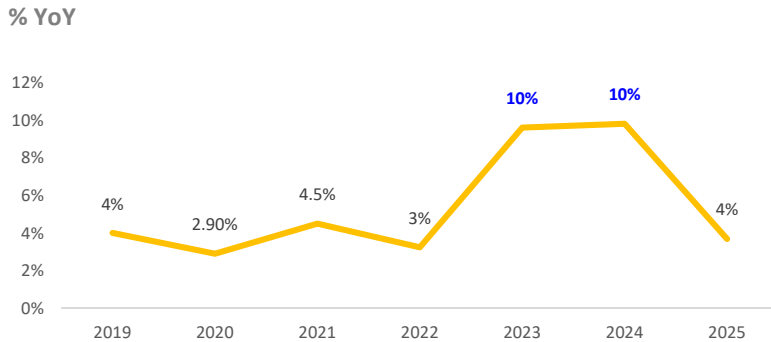
Hình: Giá cước cho thuê định hạn giảm 60% ytd trong năm 2022



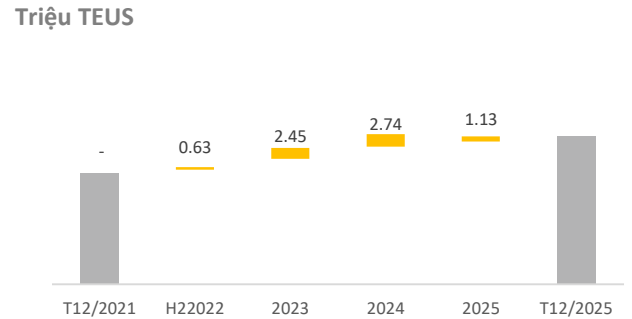
Nguồn: Bloomberg, Clarksons Research

Sang năm 2023, BSC duy trì quan điểm giá cước Container vẫn trong xu hướng giảm do (1) điểm rơi bàn giao tàu từ 2023- 2024, (2) hoạt động xuất nhập tiếp tục tăng trưởng chậm. BSC dự báo mặt bằng giá cước sẽ giảm 65% yoy trong năm 2023 – về mức cao hơn 15% -20% so với trước dịch.

Hình: Quy mô đội tàu tăng trưởng 10% yoy trong năm 2023-2024



Hình: Điểm rơi bàn giao tàu vào 2023-2024



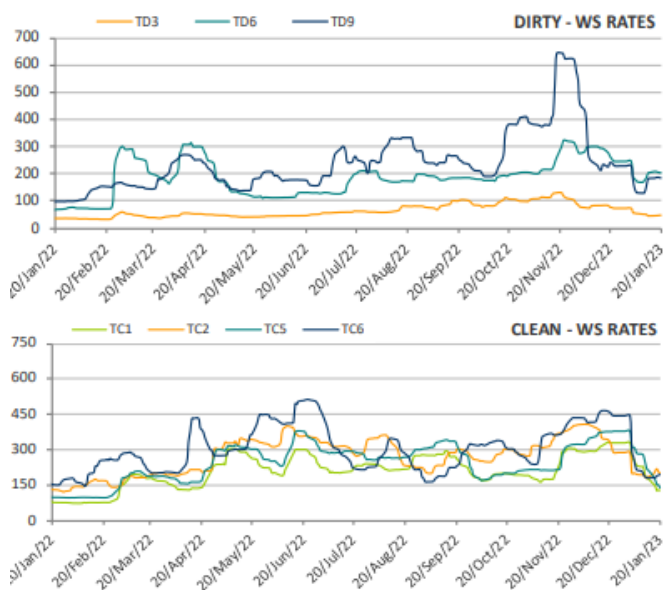
Nguồn: BIMCO

VẬN TẢI DẦU – KHẢ QUAN

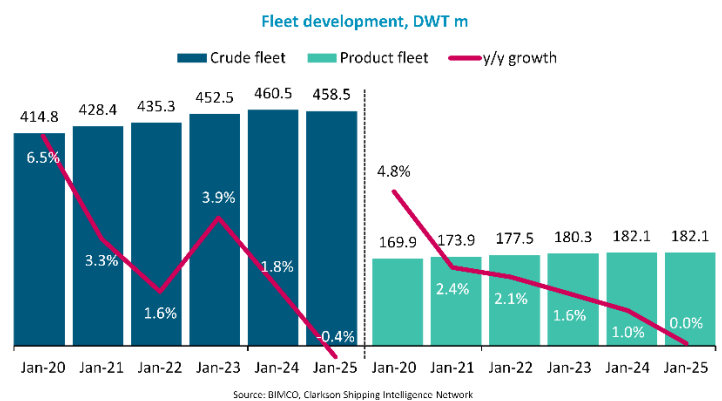
Kết thúc năm 2022, giá cước vận tải dầu tăng mạnh do (1) đứt gãy chuỗi cung ứng dầu tại Châu Âu, (2) nguồn cung tàu dầu ở mức thấp. Trong đó, chỉ số giá cước vận tải dầu thô (BDTI) + 109% ytd, chỉ số giá cước vận tải dầu thành phẩm (BCTI)+ 73% ytd.

Bước sang Tháng 1.2023, chỉ số giá cước dầu chứng kiến đợt giảm mạnh 40-60% so với đỉnh thiết lập vào Tháng 11.2022. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc tình trạng bán tháo dầu tồn kho trước lệnh cấm từ Nga sang Ấn Độ và Trung Quốc đã hạ nhiệt. **BSC cho rằng việc giá cước điều chỉnh trong Tháng 1 chỉ mang yếu tố kỹ thuật mang tính kỹ thuật và mặt bằng giá cước dầu vẫn sẽ neo cao trong năm 2023 do nguồn cung tàu vẫn bị hạn chế.**

Hình: Chỉ số BDTI + 109% ytd, BCTI +73% ytd trong năm 2022



Hình: Tổng quy mô đội tàu dầu thô/dầu thành phẩm +1.8% yoy/1% trong năm 2023



Nguồn: BIMCO

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

So với Báo cáo trước đó, BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm Vận tải dầu do giá cước vẫn neo cao, quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với nhóm Vận tải Container do giá cước giảm trong năm 2023.

Hình: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Vận tải biển

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
HAH	2,694	-16%	374	-55%	5,473	6.9	1.0	7%	11%	37,900	40,000	6%
PVT	10,597	17%	948	10%	2,929	6.5	0.7	8%	15%	19,100	24,300	27%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH Ô TÔ [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Lưu Thủy Linh

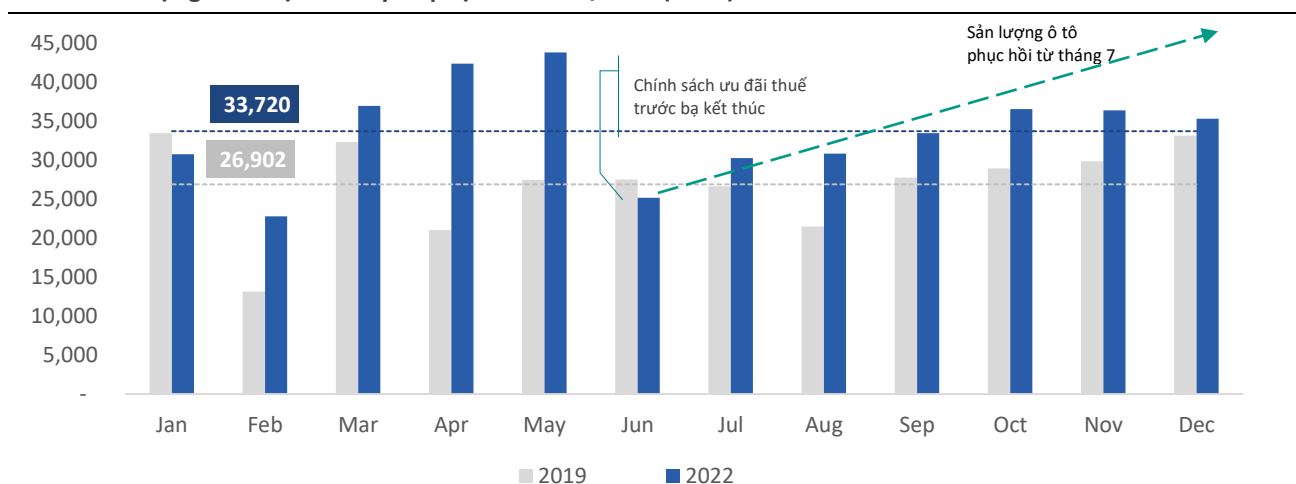
Email: Linhlt2@bsc.com.vn

- Luỹ kế cả năm 2022 sản lượng tiêu thụ ô tô toàn thị trường đạt 404,635 chiếc, tăng 33% so với cùng kỳ.
- BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Ô tô trong năm 2023 do: (1) doanh số ô tô kỳ vọng giảm tốc do mức nền cao trong năm 2022, lạm phát và lãi suất duy trì ở mức nền cao tuy nhiên (2) Biên lợi nhuận các doanh nghiệp sản xuất ô tô được kỳ vọng cải thiện nhờ các nguyên liệu sản xuất chính hạ nhiệt.

Theo Hiệp hội Các nhà sản xuất Ô tô Việt Nam (VAMA), luỹ kế năm 2022, doanh số ô tô toàn thị trường đạt 404,635 chiếc (+33% YoY, +25% so với mức trước dịch), trong đó, doanh số ô tô toàn thị trường trong quý 4/2022 đạt 108,232 chiếc (-6% YoY, +18% so với mức trước dịch).

Q4/2022 doanh số ô tô giảm 6% YoY do mức nền cao cùng kỳ 2021 (Q4/2021 doanh số bùng nổ do nhu cầu dồn nén bởi dịch Covid-19 và chính sách ưu đãi lệ phí trước bạ được áp dụng từ tháng 12). Tuy nhiên, tính cả năm 2022 doanh số trung bình tháng đạt 33,720 xe đã vượt qua mức trước dịch, doanh số trung bình năm 2021 và 2019 lần lượt là 25,321 xe và 26,902 xe.

Hình: Sản lượng tiêu thụ ô tô duy trì phục hồi từ T7/2022 (chiếc)



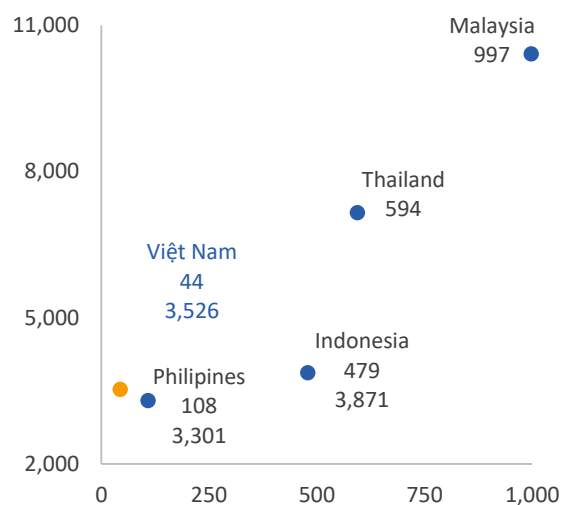
Nguồn: VAMA, BSC Research

BSC duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành Ô tô năm 2023, chúng tôi kỳ vọng doanh số ô tô toàn thị trường năm 2023:

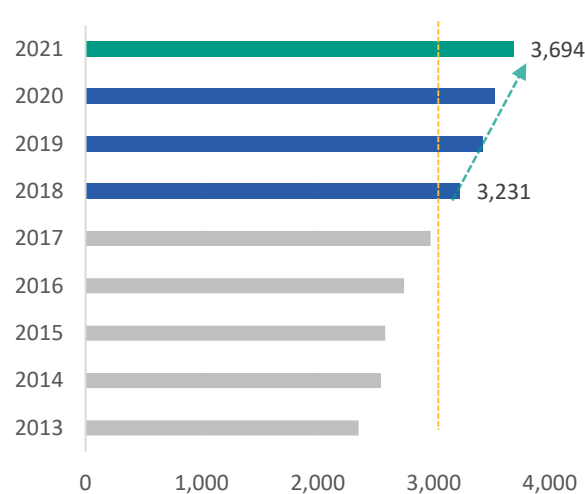
- (1) Sẽ giảm tốc do (1.1) mức nền cao trong năm 2022; (1.2) Sức mua của một bộ phận người tiêu dùng giảm, lãi suất neo ở mức cao và (1.4) các chính sách ưu đãi kết thúc.**
- (2) Tuy nhiên doanh số ô tô vẫn duy trì được mức tăng trưởng dương nhờ:**
 - (2.1) Nguồn cung linh kiện được cải thiện.** BSC kỳ vọng doanh số ô tô sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ nguồn cung linh kiện được cải thiện khi Trung Quốc nới lỏng chính sách “Zero – Covid” từ đó tăng cường nguồn cung ô tô để đáp ứng nhu cầu cũng như giảm thời gian chờ đợi của khách hàng và giảm tình trạng “bán chệnh giá” của đại lý từ đó thúc đẩy doanh số ô tô.
 - (2.2) Tỷ lệ sở hữu ô tô ở mức thấp và thu nhập bình quân cải thiện được kỳ vọng là động lực thúc đẩy doanh số ô tô trong dài hạn.**
 - Việt Nam có tỷ lệ sở hữu ô tô thấp hơn tương đối so với các quốc gia có thu nhập bình quân tương đương trong khu vực là Philippines và Indonesia. Tỷ lệ sở hữu ô tô trên 1,000 dân tại Việt Nam, Philippines và Indonesia lần lượt là: 44, 108 và 479 ô tô/1,000 dân.
 - GDP bình quân và tầng lớp trung lưu gia tăng nhanh thúc đẩy nhu cầu sở hữu ô tô bởi tầng lớp trung lưu có xu hướng chi tiêu nhiều hơn cho nhà cửa, xe cộ. Theo World Data Lab, Việt Nam

đứng thứ 7 toàn cầu về tốc độ gia tăng tầng lớp trung lưu và trong 10 năm tới Việt Nam sẽ có thêm 23.2 triệu người mới gia nhập tầng lớp trung lưu.

Hình: Tỷ lệ sở hữu ô tô (Xe/1000 dân – trục ngang) và GDP bình quân (USD/người – trục dọc) năm 2020



Hình: GDP bình quân Việt Nam từ 2013 – 2021 (USD/người)

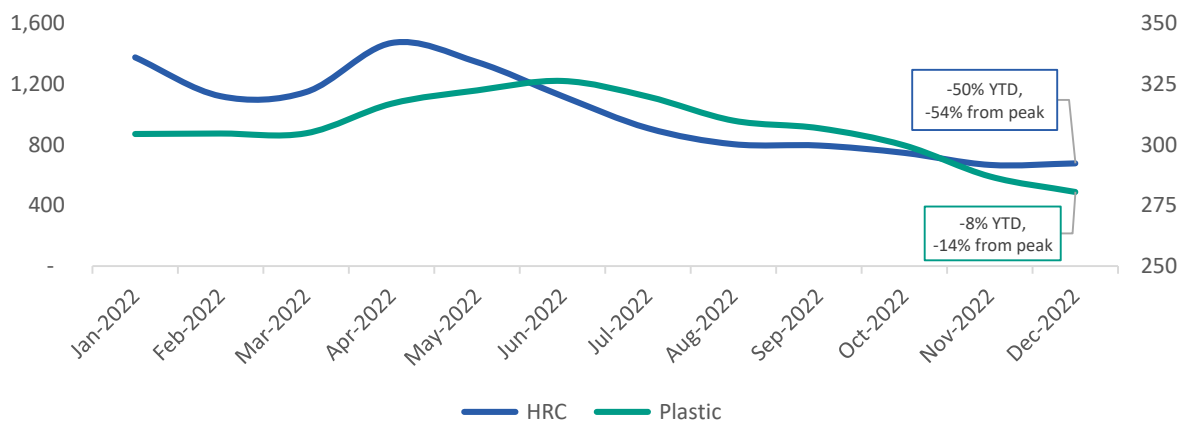


Nguồn: BSC Research

(3) Biên lợi nhuận các DN sản xuất ô tô được kỳ vọng cải thiện nhờ các giá nguyên vật liệu giảm

Các nguyên liệu sản xuất ô tô chính như thép, nhựa, và chất bán dẫn đang cho thấy xu hướng hạ nhiệt và chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sản xuất ô tô sẽ cải thiện được biên lợi nhuận trong năm 2023.

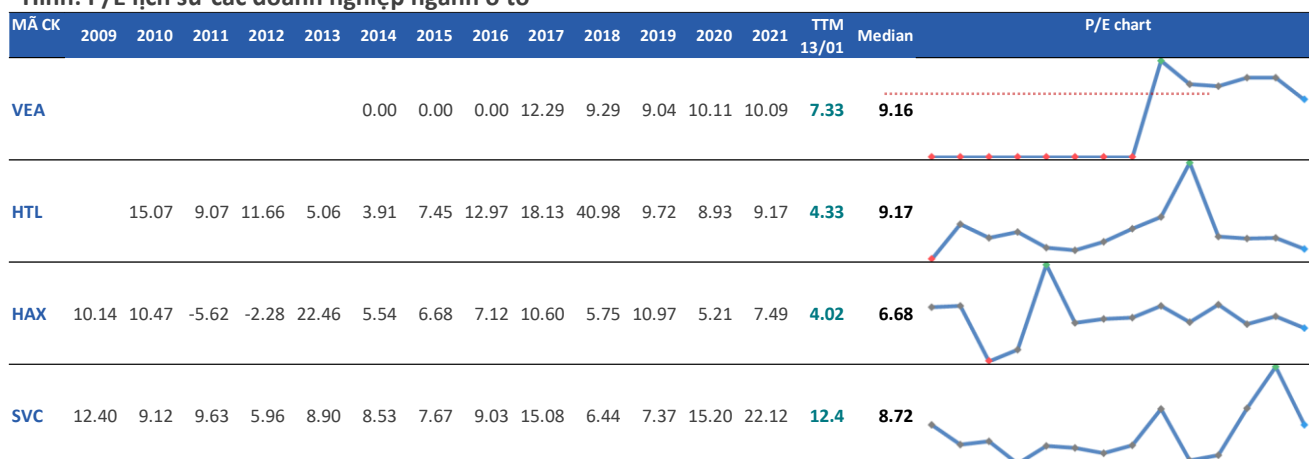
Hình: Giá thép và giá nhựa



Nguồn: BSC Research

Các doanh nghiệp ngành Ô tô duy trì trả cổ tức tiền mặt đều đặn và hiện đang giao dịch tại vùng P/E chiết khấu so với trung bình lịch sử, trong đó chúng tôi ưa thích VEA với vị thế tiền mặt lớn trong môi trường lãi suất duy trì ở mức cao và tỷ suất cổ tức hấp dẫn (12– 14%).

Hình: P/E lịch sử các doanh nghiệp ngành ô tô



Nguồn: FiinPro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Ô tô trong năm 2023 do kỳ vọng: **(1)** doanh số ô tô sẽ giảm tốc tuy nhiên vẫn duy trì mức tăng trưởng và **(2)** Biên lợi nhuận các doanh nghiệp sản xuất ô tô cải thiện nhờ các nguyên liệu sản xuất chính hạ nhiệt.

Hình: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Ô tô

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
VEA	4,988	5%	7,805	3%	5,721	7.0	1.6	29%	31%	40,065	45,000	12%

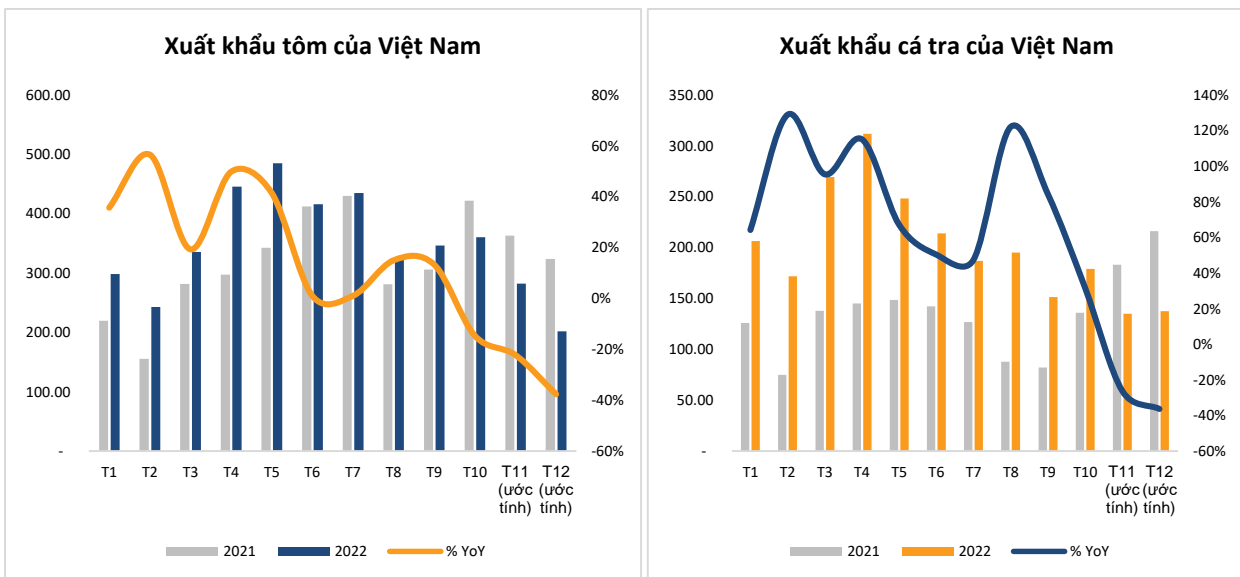
Nguồn: BSC Research

NGÀNH THỦY SẢN [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Nguyễn Cẩm Tú, CFA Email: tuntc@bsc.com.vn

- Trong năm 2022, kim ngạch xuất khẩu thủy sản cả nước ước đạt 10.9 tỷ USD, tăng 23% so với cùng kỳ năm trước: tôm +11% YoY, cá tra +59% YoY
- Triển vọng kinh doanh năm 2023: Đối với ngành tôm: Việc các thị trường tiêu thụ chính (Mỹ, EU) đều được dự kiến nền kinh tế gặp nhiều khó khăn sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ tôm Việt.
- Đối với ngành cá tra: BSC kỳ vọng việc Trung Quốc mở cửa sẽ kéo theo nhu cầu tiêu thụ cá tra tăng cao sau thời gian dài bị kìm nén, giúp cả ngành cá tra tăng trưởng.
- BSC đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Thủy sản trong năm 2023.

Trong năm 2022, kim ngạch xuất khẩu thủy sản cả nước ước đạt 10.9 tỷ USD, tăng 23% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu tôm đạt gần 4.3 tỷ USD, tăng 11% so với cùng kỳ, chiếm 39% kim ngạch xuất khẩu. Kim ngạch xuất khẩu cá tra ước đạt 2.4 tỷ USD, tăng 59% so với cùng kỳ, chiếm 22% giá trị xuất khẩu toàn ngành thủy sản. Tốc độ tăng trưởng khả quan trong cả năm 2022 nhưng có giảm dần trong 6 tháng cuối năm khi nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu (Mỹ và EU) giảm dần do lạm phát và rủi ro suy thoái kinh tế.



Nguồn: Agromonitor

Triển vọng kinh doanh năm 2023:

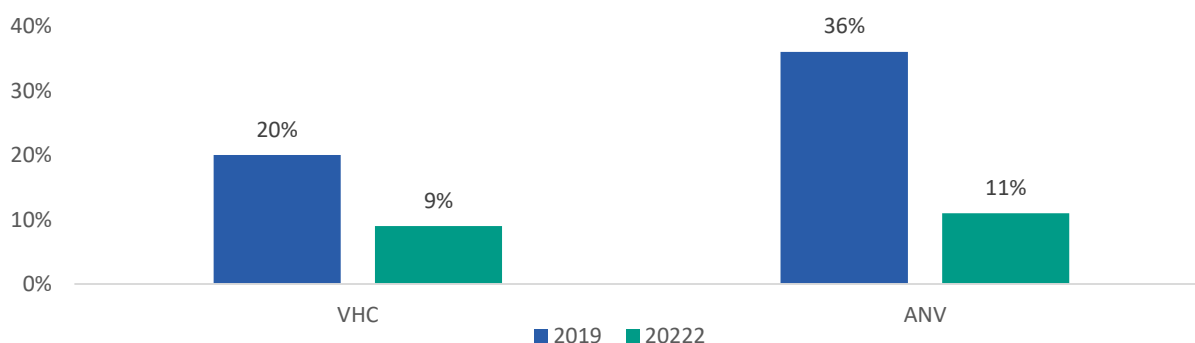
+ Đối với ngành tôm: BSC cho rằng nền kinh tế của các thị trường tiêu thụ chính (Mỹ, EU) đều được dự báo gặp nhiều khó khăn trong năm 2023. Điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ tôm khi (i) tôm là mặt hàng thủy sản giá cao (ii) tôm Việt Nam có giá cao hơn 10 – 15% so với tôm các quốc gia đối thủ.

+ Đối với ngành cá tra: BSC cho rằng trong khi thị trường Mỹ và EU chưa có nhiều kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong năm 2023, triển vọng ngành cá tra sẽ phụ thuộc vào mức phục hồi của Trung Quốc sau giai đoạn mở cửa. BSC kỳ vọng việc Trung Quốc mở cửa sẽ kéo theo nhu cầu tiêu thụ cá tra tăng cao sau thời gian dài bị kìm nén, giúp cả ngành cá tra tăng trưởng. Xét trên giai đoạn 9T2022, mặc dù chính sách đóng cửa của biên giới của Trung Quốc, tỷ trọng thị trường Trung Quốc vẫn đạt được mức 12.8%. Các doanh nghiệp thủy sản kỳ vọng được hưởng lợi là những doanh nghiệp có hoạt động xuất khẩu vào thị trường Trung Quốc: VHC, ANV, IDI. Báo cáo Tác động của việc Trung Quốc mở cửa: [Link](#)

	T1.22	T2.22	T3.22	T4.22	T5.22	T6.22	T7.22	T8.22	T9.22
Thủy sản	868	633	1,013	1,121	2,054	1,003	943	1,000	862
% Tỷ trọng TQ	7%	13%	18%	18%	8%	13%	11%	14%	17%
Tôm	268	153	334	435	452	377	377	352	256
% Tỷ trọng TQ	7%	8%	17%	17%	18%	13%	7%	10%	11%
Cá tra	206	171	269	311	248	613	187	195	151
% Tỷ trọng TQ	13%	28%	35%	36%	26%	25%	24%	31%	26%

Nguồn: GSO, BSC research

Tỷ trọng thị trường Trung Quốc trong cơ cấu doanh thu



QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Thủy sản trong năm 2023. BSC cho rằng (i) mức nền cao của năm 2022 (ii) nhu cầu suy giảm tại thị trường Mỹ sẽ là những thách thức đối với ngành thủy sản. Ở chiều ngược lại, việc mở cửa của Trung Quốc sau thời gian dài theo đuổi chiến dịch Zero – Covid kỳ vọng sẽ kéo theo nhu cầu tiêu thụ cá tra tăng cao sau thời gian dài bị kìm nén, giúp cả ngành cá tra tăng trưởng.

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
VHC	14,372	341%	1,959	-8%	12,800	5.1	1.6	20%	27%	65,400	67,500	3%
ANV	5,346	9%	762	13%	6,900	4.5	1.0	10%	19%	30,900	30,000	-3%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH SẴM LỚP [KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Lưu Thuỳ Linh

Email: Linhl2@bsc.com.vn

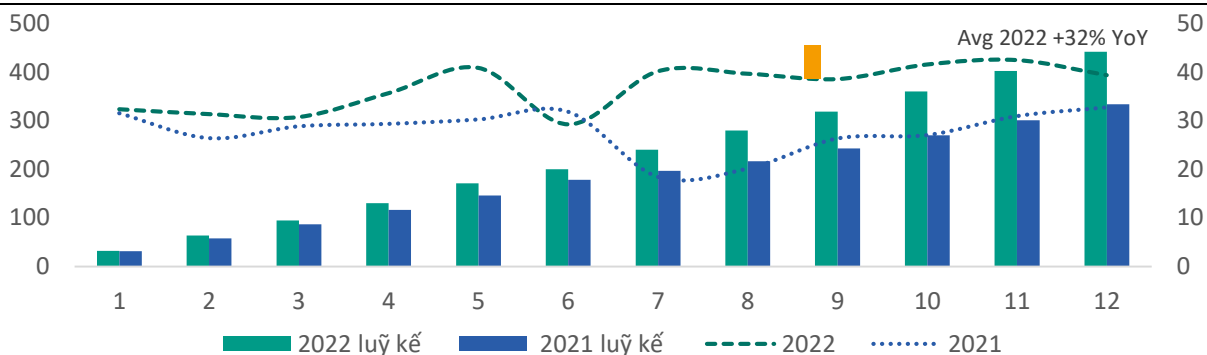
- Chúng tôi cho rằng trong năm 2023 hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp sản phẩm vẫn duy trì tăng trưởng dương nhờ: **(1)** tăng trưởng doanh thu được thúc đẩy bởi nhu cầu trong nước và các thị trường xuất khẩu chính tiếp tục khả quan và **(2)** hiệu quả hoạt động được cải thiện nhờ cắt giảm chi phí nguyên vật liệu và chi phí logistics.
- BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Sản phẩm năm 2023.

Triển vọng kinh doanh năm 2023:

(1) BSC kỳ vọng tăng trưởng doanh thu được thúc đẩy bởi:

(1.1) Hoạt động vận tải trong nước duy trì ở mức tốt từ đó thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sản phẩm nội địa. Khối lượng hàng hoá luân chuyển nội địa tiếp tục khả quan trong Q4/2022, tăng +4.2% QoQ và +36% YoY.

Hình: Khối lượng hàng hoá luân chuyển (Triệu tấn.km)

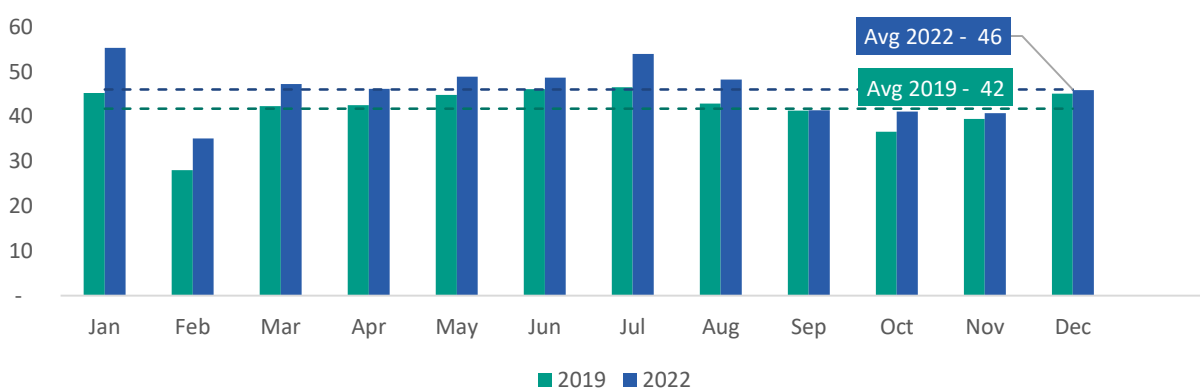


Nguồn: GSO, BSC Research

(1.2) Áp lực cạnh tranh với sản phẩm xuất khẩu từ Trung Quốc được kỳ vọng giảm khi Trung Quốc mở cửa.

Chúng tôi kỳ vọng việc Trung Quốc mở cửa sẽ thúc đẩy hoạt động vận chuyển hàng hoá, từ đó tăng nhu cầu đối với các sản phẩm sản phẩm giúp giảm áp lực giải phóng hàng tồn kho và giảm lượng xuất khẩu sản phẩm từ phía Trung Quốc (Trung bình năm 2022 Trung Quốc xuất khẩu lượng sản phẩm nhiều hơn 10% so với mức trước dịch).

Hình: Lượng sản phẩm Trung Quốc xuất khẩu hàng tháng (Triệu chiếc)

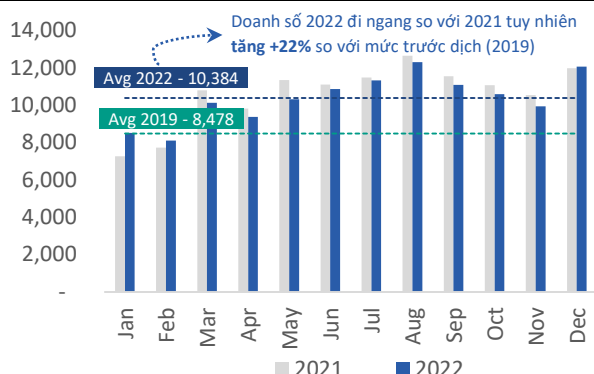


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

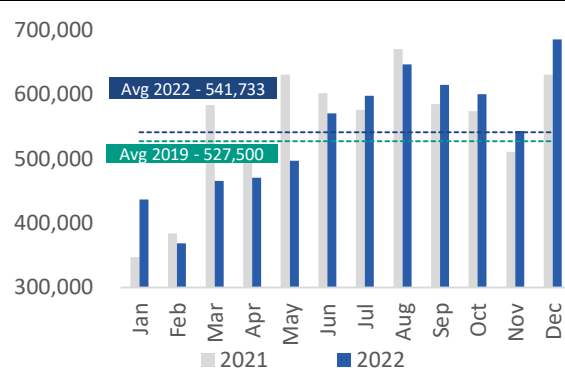
(1.3) Nhu cầu sản phẩm tại các thị trường xuất khẩu chính duy trì tích cực, BSC kỳ vọng đà tăng trưởng sẽ tiếp diễn trong 2023 nhưng với tốc độ chậm hơn

Số liệu về doanh số bán xe tải cho thấy nhu cầu sản phẩm tại các thị trường xuất khẩu chính vẫn neo ở mức cao. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu sản phẩm 2023 sẽ duy trì tăng trưởng dương tuy nhiên tốc độ tăng trưởng chậm hơn so 2022 do: **(1)** mức nền cao trong 2022 và **(2)** ảnh hưởng của lạm phát lên các nền kinh tế.

Hình: Doanh số xe tải (Heavy Truck) tại Brazil (xe)



Hình: Doanh số xe tải (Heavy Truck) tại Mỹ (xe)



Nguồn: GSO, BSC Research

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

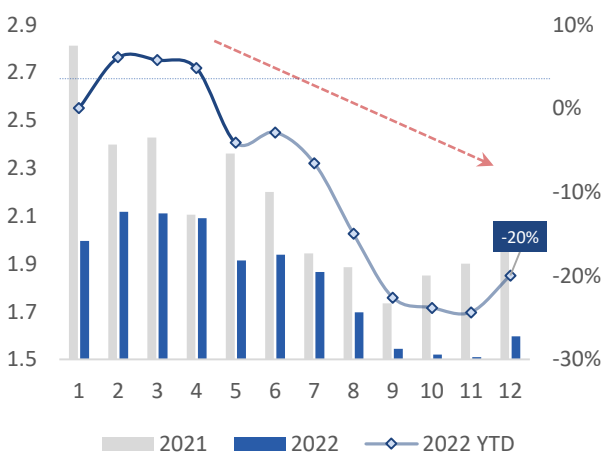
(2) Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng hiệu quả hoạt động được cải thiện nhờ: (2.1) tiết giảm chi phí nguyên vật liệu và (2.2) chi phí logistics hạ nhiệt

(2.1) Chi phí nguyên vật liệu có xu hướng giảm

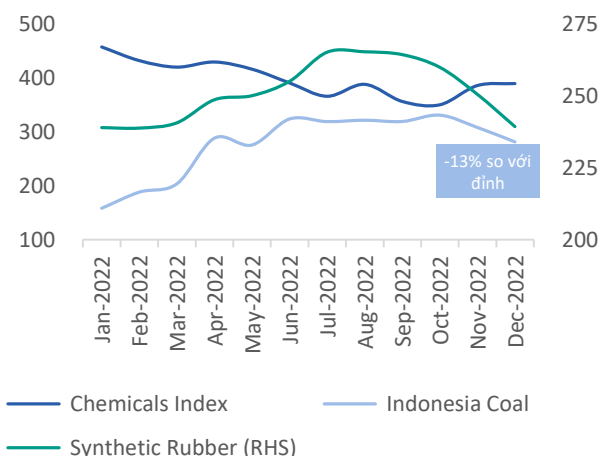
Các nguyên liệu sản xuất chính như cao su, hoá chất, thép điều chỉnh trong bối cảnh hàng hoá toàn cầu hạ nhiệt. Trong đó, cao su thiên nhiên (chiếm 30% – 35% nguyên vật liệu) đã giảm 20% so với hồi đầu năm; than (chiếm từ 10% – 15% nguyên vật liệu) cũng chung đà điều chỉnh theo sự điều chỉnh giá năng lượng toàn cầu, cụ thể giá than Indonesia quý 4 đã giảm -4% QoQ tương ứng giảm -14% so với mức đỉnh năm 2022.

BSC kỳ vọng, theo đà giảm của dầu thô, giá các nguyên liệu sản xuất chính sẽ tiếp tục điều chỉnh trong 2023 từ đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất.

Hình: Cao su đã hạ nhiệt kể từ đỉnh tháng 3 (USD/kg)



Hình: Diễn biến giá cao su tổng hợp, than, hoá chất



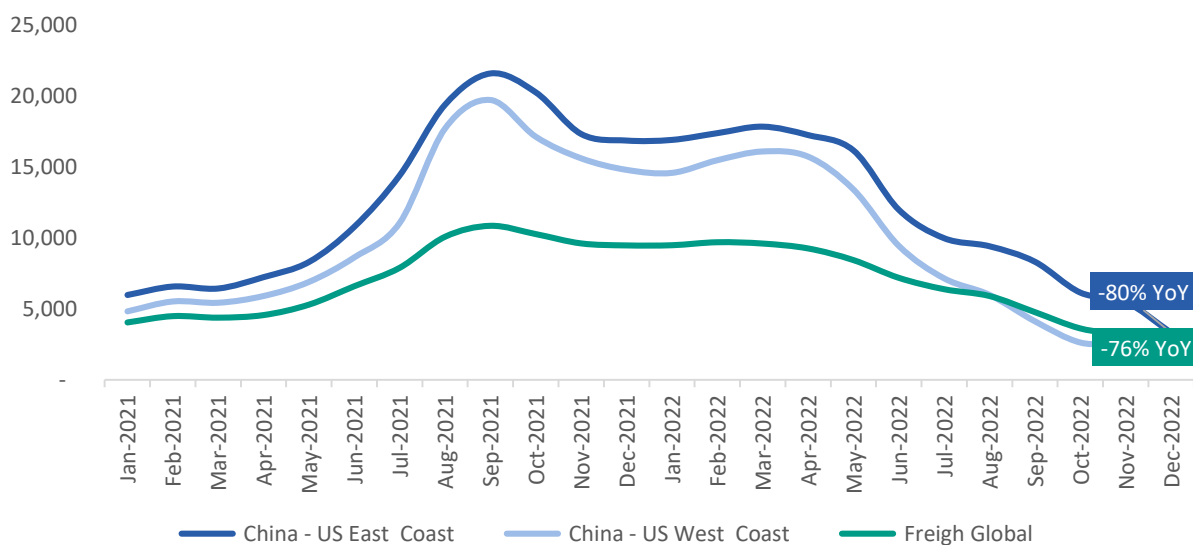
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

(2.1) Chi phí logistics hạ nhiệt

Cước phí vận tải biển thế giới đã giảm 76% svck 2021, cùng chung xu hướng điều chỉnh này, cước vận tải biển từ Trung Quốc tới bờ Đông - Tây Mỹ cũng đã giảm khoảng 80% so với cùng kỳ (tuy nhiên vẫn cao hơn khoảng 15 – 20% so với mức trung bình năm 2019).

Chúng tôi kỳ vọng cước vận tải biển sẽ tiếp tục giảm trong thời gian tới nhờ lượng cung tàu tiếp tục tăng từ đó giúp các doanh nghiệp sản xuất tiết giảm chi phí bán hàng và cải thiện hiệu quả hoạt động.

Hình: Cước vận tải biển toàn cầu hạ nhiệt



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Săm lốp 2023 dựa trên **(1)** tăng trưởng doanh thu được thúc đẩy bởi nhu cầu trong nước và các thị trường xuất khẩu chính duy trì khả quan đồng thời giảm áp lực cạnh tranh từ phía Trung Quốc và **(2)** hiệu quả hoạt động được cải thiện nhờ chi phí nguyên vật liệu và chi phí logistics tiếp tục giảm

Hình: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Săm lốp

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
DRC	5,328	9%	338	10%	2,597	8.6	1.6	10%	18%	22,350	23,500	5%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH CHĂN NUÔI [TRUNG LẬP]

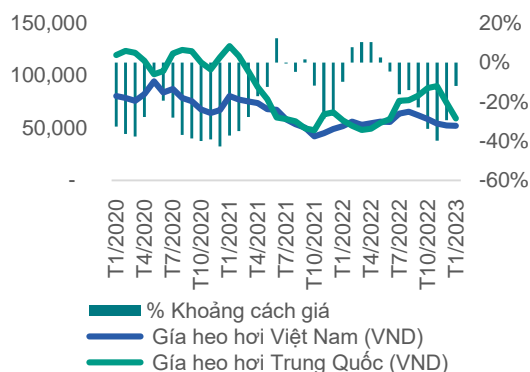
Chuyên viên phân tích: Phạm Thị Minh Châu

Email: Chauptm@bsc.com.vn

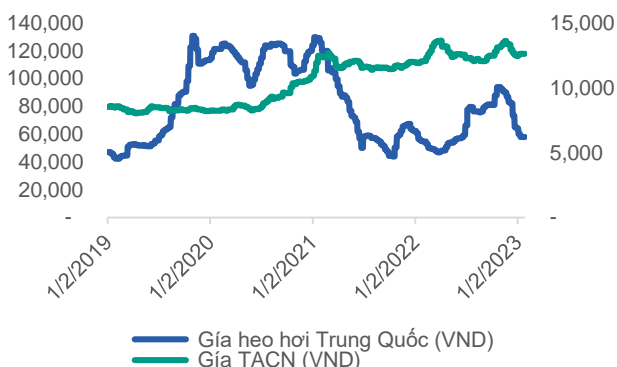
- Giá heo hơi trung bình cả nước trong năm 2022 biến động mạnh do nguồn cung trong nước dồi dào và ảnh hưởng của hiệu ứng “domino” từ giá heo hơi tại thị trường Trung Quốc
- Trong nửa đầu năm 2023, nhóm ngành Chăn nuôi dự kiến đối mặt với nhiều thách thức khi nhu cầu tiêu dùng thấp và giá heo hơi thiếu các yếu tố cải thiện.
- Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp được kì vọng cải thiện vào những tháng cuối năm 2023 nhờ (1) giảm áp lực về nguồn cung (2) nhu cầu kì vọng hỗ trợ khi Trung Quốc dần bình thường hoá các hoạt động kinh tế và (3) Chi phí nguyên vật liệu TACN hạ nhiệt.
- BSC đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho ngành chăn nuôi trong năm 2023.

Giá heo hơi trung bình cả nước trong năm 2022 biến động mạnh từ mức 52,000 VND đến 70,000 VND (-10.68%YoY) chủ yếu do nguồn cung trong nước dồi dào và ảnh hưởng của hiệu ứng “domino” từ giá heo hơi tại thị trường Trung Quốc. Riêng trong Q4/2022, Giá heo hơi trung bình chỉ đạt quanh 55,000 VND, tăng +21% YoY, nhưng vẫn giảm 13% so với Q3/2022 bất chấp sự kiện tết nguyên đán đến gần, do (1) nguồn cung tương đối dồi dào khi các trang trại và hộ chăn nuôi chuẩn bị nguồn cung đón tết trong khi nhu cầu ước tính suy giảm khi nhiều khu công nghiệp buộc phải nghỉ tết sớm trước áp lực tồn kho, tác động trực tiếp đến thu nhập cũng như đóng cửa của nhiều khu cung cấp suất ăn công nghiệp. Ngoài ra, (2) nguồn cung nội địa xuất khẩu qua kênh tiểu ngạch sang Trung Quốc bị đứt gãy khi nước này tiến hành thắt chặt biên giới khi nước này thực hiện các biện pháp phòng chống dịch bệnh COVID-19 trong giai đoạn cuối Q3/2022-Q4/2022;

Hình: Khoảng cách giá heo hơi Việt Nam và Trung Quốc bị thu hẹp do nguồn cung dồi dào (VND)



Hình: Diễn biến giá heo hơi Trung Quốc và Giá TACN năm 2017-2022 (USD/KG)



Nguồn: DBC, Bloomberg, BSC tổng hợp

Mặc dù, chính quyền Trung Quốc đã tiến hành mở cửa lại nền kinh tế vào những ngày đầu năm 2023, nhưng giá heo hơi vẫn tiếp tục suy giảm về mức dưới 16 CNY (tương đương 57,000 VND), mức thấp nhất kể từ giữa Q2/2022 tại nước này bất chấp việc tết nguyên đán đến gần. Nguyên nhân chính kì vọng đến từ (1) nhu cầu chưa thể phục hồi nhanh như kì vọng, khi người dân vẫn e ngại dịch bệnh và các nhà máy chưa thể nhanh chóng vận hành lại sau dịch, trong khi (2) nguồn cung dồi dào do chuẩn bị cho tết: (2.1) tổng đàn heo nái vẫn cuối tháng 11/2022 vẫn ghi nhận tăng trưởng 2.1%YoY (vượt 7% so với ước tính về năng lực sản xuất lợn hơi theo bộ nông nghiệp Trung Quốc); (2.2) nguồn cung heo thứ cấp tăng mạnh trong giai đoạn Q3/2022 khi giá heo hơi đạt đỉnh và các lò giết mổ cũng chủ động nguồn cung cho dịp tết nguyên đán; (2.3) nguồn cung heo nhập khẩu cũng được cải thiện khi nhân dân tị tăng giá từ 5-7% so với đô la Mỹ.

Do đó, chúng tôi kì vọng các hoạt động kinh tế của Trung Quốc dần trở lại bình thường vào đầu Q3.2023, khi các suất ăn công nghiệp được mở trở lại và nhu cầu tiêu dùng bù đắp được hỗ trợ khi thu nhập người dân dần được cải thiện, từ đó hỗ trợ tích cực giá heo hơi trong cuối năm 2023.

Đối với nhóm ngành chăn nuôi dự kiến vẫn gặp những khó khăn trong nửa đầu năm 2023, do nhu cầu tiêu dùng thấp khiến giá heo hơi chưa có nhiều động lực cải thiện. Tuy nhiên, Chúng tôi duy trì kì vọng biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp này sẽ phục hồi tích cực vào nửa cuối năm 2023 nhờ:

1. Kì vọng giá heo hơi trong nửa cuối năm 2023 sẽ tăng +10% đến 15% so với cùng kì 2022 do (1.1) áp lực từ chi phí đầu vào, chi phí tài chính và dịch bệnh vẫn tác động tiêu cực đến hoạt động tái đàn của các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ, trong khi, các doanh nghiệp đối mặt với những thách thức về vấn đề môi trường và xin cấp phép chăn nuôi mới; (1.2) Nhu cầu tiêu thụ heo hơi kì vọng tăng trưởng ổn định và việc kì vọng Trung Quốc tái mở cửa cũng hỗ trợ tích cực giá heo hơi nội địa trong nửa cuối năm 2023.
2. Các doanh nghiệp sở hữu chuỗi giá trị từ nông trại đến bàn ăn (DBC, BAF, HAG,..) sẽ được hưởng lợi khi chi phí NVL TACN, chi phí vận chuyển có xu hướng hạ nhiệt sau cao trào bất ổn địa chính trị trong 6T/2022.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** trong năm 2023 đối với các nhóm ngành Chăn nuôi, khi đối mặt với nhiều thách thức về nhu cầu tiêu dùng thấp và giá heo hơi chưa có nhiều động lực cải thiện. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp được kì vọng cải thiện vào những tháng cuối năm 2023 nhờ (1) giảm áp lực về nguồn cung (2) nhu cầu được hỗ trợ khi Trung Quốc dần bình thường hoá các hoạt động kinh tế và (3) Chi phí nguyên vật liệu TACN hạ nhiệt.

Hình: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Chăn nuôi

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
DBC	13,206	8%	159	6%	590	26.5	1.6	1%	3%	14,350	16,400*	14%

*Sử dụng phương pháp P/B=1 lần (chiết khấu 20% do hạn chế thông tin từ DN)

Nguồn: BSC Research

NGÀNH PHÂN BÓN [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Lưu Thuỳ Linh

Email: Linhlt2@bsc.com.vn

- Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp Phân bón sẽ đối mặt với áp lực tăng trưởng âm trong năm 2023 do: **(1)** Mức nền cao trong năm 2022; **(2)** Giá bán kỳ vọng giảm do Trung Quốc tăng lượng xuất khẩu và nhu cầu nhập khẩu của Ấn Độ giảm và **(3)** Biên lợi nhuận khó duy trì được mức nền cao do kỳ vọng giá bán giảm mạnh hơn giá khí đầu vào.
- BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Phân bón năm 2023.

Chúng tôi cho rằng giá Ure năm 2023 sẽ chịu áp lực giảm do:

(1) Nguồn cung Ure năm 2023 được kỳ vọng tăng do Trung Quốc nới lỏng xuất khẩu

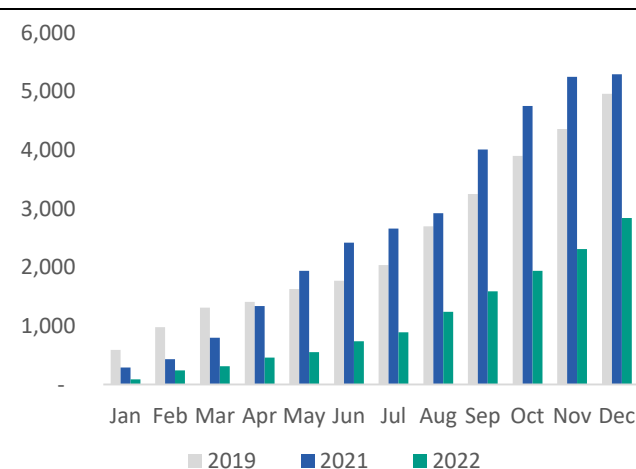
Lượng Ure Trung Quốc xuất khẩu năm 2022 đạt 2.84 triệu tấn (-46% YoY), tương ứng 1H giảm -69%YoY và 2H giảm -27% YoY, cho thấy Trung Quốc đã nới lỏng các biện pháp hạn chế trong 2H/2022.

Trung Quốc thông báo tiếp tục áp dụng các biện pháp hạn chế xuất khẩu Ure cho tới hết T5/2023 (thời gian thông quan từ 15 – 90 ngày), tuy nhiên các biện pháp này đã bớt nghiêm ngặt so với 1H/2022 vì vậy chúng tôi cho rằng Trung Quốc sẽ tăng lượng Ure xuất trong 2023.

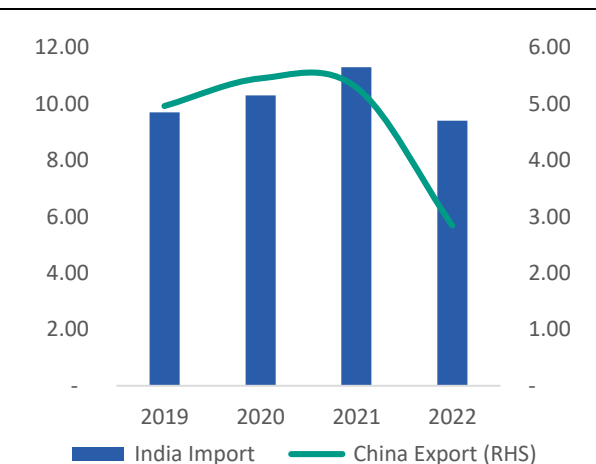
(2) Nhu cầu nhập khẩu Ure từ Ấn Độ giảm do quốc gia này tăng cường sản xuất Ure nội địa

Ấn Độ đang nỗ lực tăng cường sản xuất Ure trong nước và giảm phụ thuộc vào nhập khẩu, năm 2022 lượng Ure sản xuất tại Ấn Độ giảm -12% YoY, dẫn tới lượng Ure nhập khẩu giảm -17% YoY. Chúng tôi kỳ vọng Ấn Độ sẽ tiếp tục tăng nguồn cung Ure nội địa từ đó dẫn tới giảm nhu cầu nhập khẩu Ure năm 2023.

Hình: Lượng Ure Trung Quốc xuất khẩu lũy kế hàng tháng ('000 tấn)



Hình: Lượng Ure Ấn Độ nhập khẩu và Trung Quốc xuất khẩu giai đoạn 2019 – 2022 (Triệu tấn)

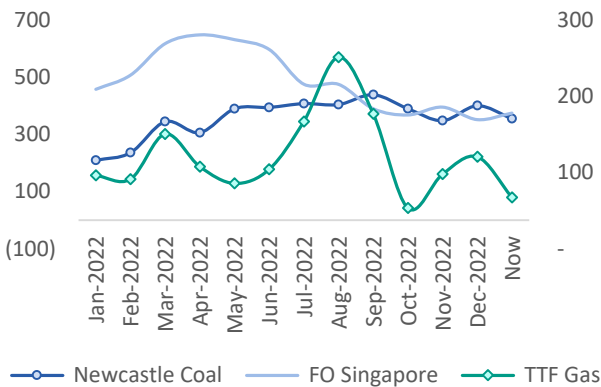


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

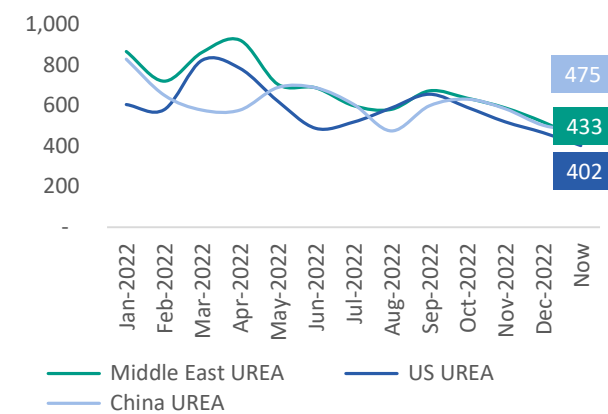
BSC kỳ vọng biên lợi nhuận các doanh nghiệp sản xuất phân bón sẽ thu hẹp so với mức nền cao năm 2022.

Giá Ure các khu vực trên thế giới hiện giảm 35 – 50% so với mức hồi đầu năm 2022, trong khi đó, giá các nguyên liệu chính giảm từ 18 – 30% (ngoại trừ giá khí ở Châu Âu và than) cho thấy xu hướng giá Ure hiện giảm nhanh hơn so với giá nguyên liệu sản xuất từ đó dẫn tới việc sụt giảm biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất Ure.

Hình: Các nguyên liệu sản xuất chính hạ nhiệt theo đà giảm của giá năng lượng thế giới



Hình: Giá Ure một số khu vực trên thế giới (USD/tấn)



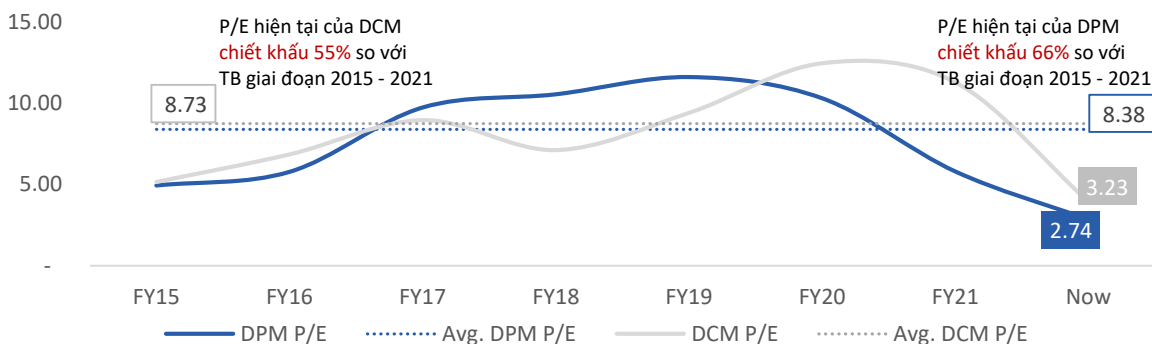
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** trong năm 2023 đối với ngành Phân bón

- **2023:** chúng tôi kỳ vọng giá Ure sẽ điều chỉnh giảm và tạo áp lực lên tăng trưởng các doanh nghiệp phân bón do mức nền cao cả năm 2022. Về định giá, cổ phiếu DPM và DCM hiện đang được giao dịch ở mức PE thấp so với trung bình 8 năm (DPM, DCM đang giao dịch với P/E chiết khấu lần lượt 66% và 55% so với trung bình lịch sử).

Hình: Diễn biến P/E của DPM và DCM giai đoạn 2015 - nay



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Phân bón

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
DPM	15,195	-18%	2,947	-47%	14,174	3.0	1.2	40%	30%	43,200	48,000	11%
DCM	13,035	-18%	2,256	-47%	8,076	3.3	1.4	20%	14%	26,300	30,000	14%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH HÓA CHẤT [TRUNG LẬP]

BSC hạ quan điểm xuống **TRUNG LẬP** đối với ngành Hóa chất trong năm 2023 do lợi nhuận kỳ vọng giảm từ mức nền cao của năm 2022. Tuy nhiên, các cổ phiếu ngành Hóa chất hiện đang được giao dịch ở vùng định giá thấp trong nhiều năm. Trong bối cảnh giá cả hóa chất chưa có động lực rõ ràng để có thể vượt vùng giá đỉnh của năm 2022, động lực tăng trưởng sẽ đến từ (i) cắt giảm chi phí sản xuất (phát triển theo chiều dọc) hoặc (ii) mở rộng đầu tư các sản phẩm truyền thống và mới (phát triển theo chiều ngang). Tuy nhiên, BSC nhận thấy các doanh nghiệp hóa chất tư nhân sẽ có nhiều lợi thế hơn doanh nghiệp nhà nước trong việc mở rộng đầu tư phát triển.

- Đối với DGC, BSC cho rằng mức nền cao của năm 2022 là thách thức lớn đối với DGC khi giá hàng hóa xuất khẩu chưa có động lực để vượt mức đỉnh của năm 2022. Tuy nhiên, lượng tiền mặt lớn và định giá rẻ (cổ phiếu đang được giao dịch ở mức PE thấp trong vòng 8 năm gần nhất (5.46 so với 8.05) là những yếu tố hấp dẫn đối với cổ phiếu DGC.
- Đối với CSV, BSC cho rằng mức nền cao của năm 2022 là thách thức lớn đối với CSV, đặc biệt khi Trung Quốc mở cửa sẽ khiến việc xuất khẩu Xút Trung Quốc sang Việt Nam cải thiện và làm tăng tính cạnh tranh đối với sản phẩm nội địa. Về định giá, cổ phiếu CSV hiện đang được giao dịch ở mức PE thấp trong vòng 8 năm gần nhất (4.49 so với 6.51).

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	NPATMI 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
DGC	12,124	-16%	4,322	-22%	10,844	5.1	1.5	21%	33%	55,000	71,300	30%
CSV	2,071	-2%	323	-9%	7,300	4.1	1.0	15%	20%	29,800	30,000	1%

Nguồn: BSC Research

7.4. Nhóm ngành khác

NGÀNH DẦU KHÍ [KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Dương Quang Minh

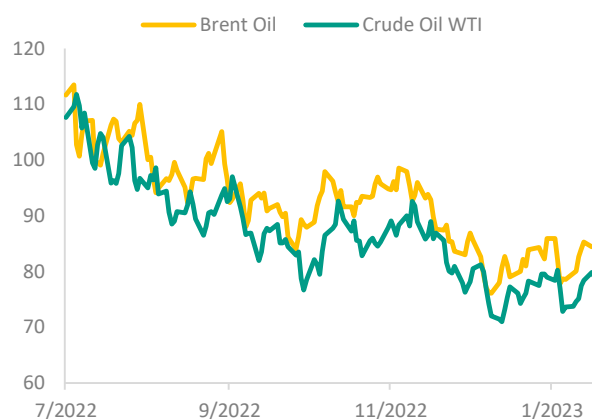
Email: Minhhdq@bsc.com.vn

- Giá dầu biến động mạnh, và quay về quanh mốc 90 USD/thùng.
- Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu vẫn đang duy trì ổn định, trong khi nguồn cung trong ngắn hạn bị thắt chặt do OPEC cắt giảm sản lượng.
- Sự suy giảm sản lượng từ các mỏ dầu khí lâu năm của Việt Nam sẽ thúc đẩy các dự án mới sớm được triển khai.
- Xu hướng LNG tiếp tục được đẩy mạnh trong dài hạn.
- BSC giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm ngành dầu khí, và khuyến nghị MUA với nhóm cổ phiếu GAS, BSR, PVD.

Thế giới: Nguồn cung bị thắt chặt có thể khiến giá dầu khó giảm sâu.

Giá dầu (Brent) tiếp tục xu hướng điều chỉnh và lui về quanh mức 90 USD/thùng. Sau khi đạt đỉnh quanh mốc 130 USD/thùng vào giữa năm, giá dầu thô đã chứng kiến một nhịp điều chỉnh mạnh, và đã quay về ngưỡng dưới 90 USD/thùng tại thời điểm cuối quý 4. Bên cạnh đó, giá khí cũng sụt giảm mạnh so với đỉnh, và đang giao dịch quanh mức 4 USD/mmbtu. Nguyên nhân khiến giá dầu và giá khí điều chỉnh chủ yếu đến từ những lo ngại về một cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu, khiến nhu cầu về dầu thô và năng lượng nói chung giảm xuống.

Hình: Giá dầu thô thế giới (USD/thùng)



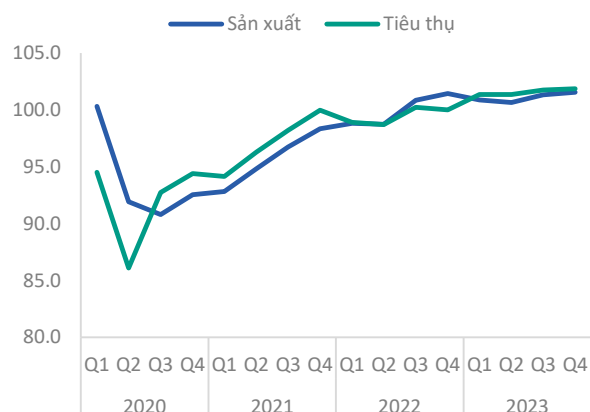
Hình: Giá khí tự nhiên thế giới (USD/mmbtu)



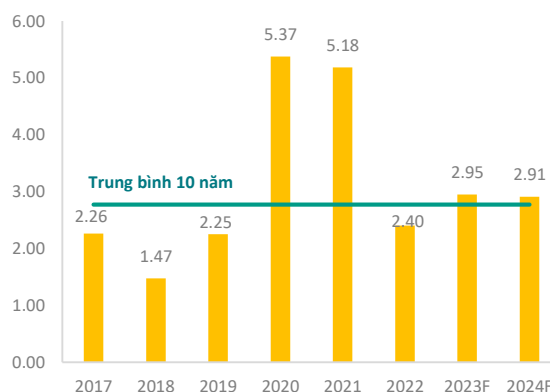
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Nhu cầu tiêu thụ dầu toàn cầu dự kiến đạt trên 100 triệu thùng/ngày. Trung Quốc mở cửa trở lại sẽ là chìa khóa tăng trưởng nhu cầu dầu thế giới. Trong năm 2022, tổng cầu tiêu thụ dầu thô toàn cầu mặc dù đã phục hồi trở lại, nhưng cũng chỉ đạt trung bình khoảng 99 triệu thùng ngày (+3.6% YoY). Nguyên nhân chính là do chính sách zero Covid đã làm giảm tiêu thụ dầu thô của Trung Quốc trong giai đoạn vừa qua. Vì vậy, việc Trung Quốc mở cửa trở lại sẽ là động lực chính cho nhu cầu dầu thế giới vào năm 2023. EIA dự báo Trung Quốc sẽ đóng góp thêm khoảng 0.8 triệu thùng/ngày vào tổng nhu cầu dầu toàn cầu năm 2023.

Hình: Dự báo sản lượng sản xuất và tiêu thụ dầu thô toàn cầu



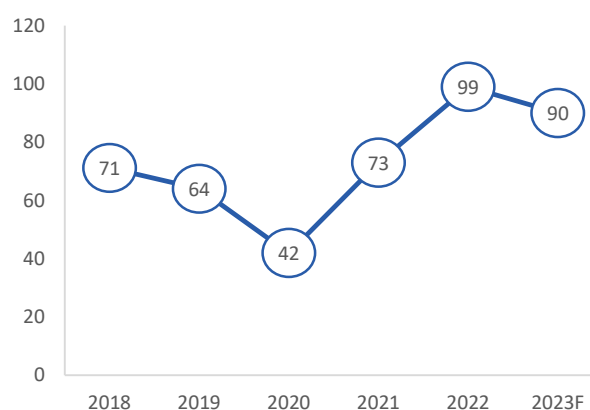
Hình: Thặng dư công suất khai thác dầu thô của OPEC



Nguồn: EIA, BSC Research

Chúng tôi cho rằng **giá dầu sẽ duy trì quanh mức 90 USD/thùng trong thời gian tới**, do nguồn cung vẫn đang bị thắt chặt. Theo IEA, sản lượng dầu của Nga dự kiến sẽ giảm 1,4 triệu thùng/ngày vào năm 2023 sau khi lệnh cấm vận của EU đối với dầu thô của Nga có hiệu lực. Bên cạnh đó, thặng dư công suất khai thác dầu thô của OPEC cũng được dự báo sẽ quay trở lại mức trung bình 10 năm trong giai đoạn 2023 – 2024. Do đó, BSC dự báo giá dầu sẽ khó giảm sâu, và nhiều khả năng sẽ duy trì quanh mức 90 USD/thùng trong năm 2023.

Hình: Dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2023



Hình: Dự báo giá dầu 2023 của một số tổ chức

Tổ chức	Dự báo
Intesa Sanpaolo SpA	87.0
Goldman Sachs Group Inc	110.0
Capital Economics Ltd	92.9
Citigroup Inc	88.0
Rabobank International	99.3
Fitch Solutions	95.0
Banco Santander SA	82.0
Westpac Banking Corp	87.4
Landesbank Baden-Wuerttemberg	87.5
Deutsche Bank AG	96.3
Trung bình	94.2

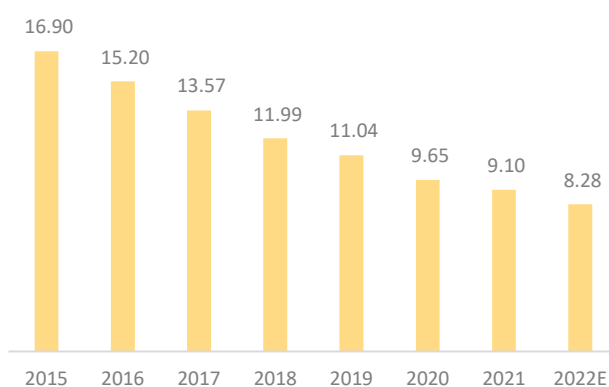
Nguồn: EIA, BSC Research

Việt Nam: Kỳ vọng vào các dự án mới

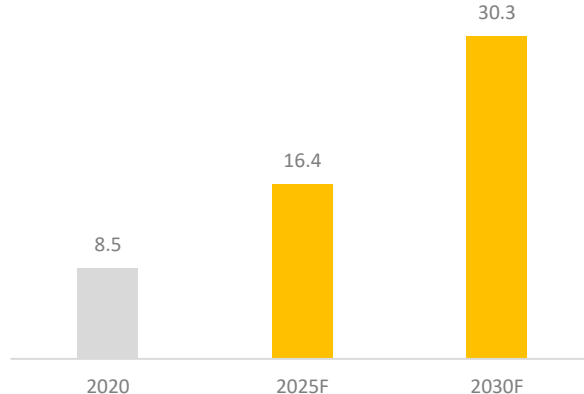
Các mỏ dầu khí lớn của Việt Nam đang suy giảm sản lượng từ 8-10%/năm. Theo thống kê từ năm 2015 đến nay, sản lượng khai thác dầu trong nước liên tục sụt giảm, từ mức 16,9 triệu tấn vào năm 2015 xuống còn 9,1 triệu tấn vào năm 2021. Theo PVN, phần lớn các mỏ dầu khí đang khai thác ở Việt Nam đều đã khai thác được 15 - 36 năm, và đang ở giai đoạn khai thác cuối đời mỏ. Do đó, sản lượng khai thác dầu khí từ các mỏ hiện hữu được dự báo sẽ còn tiếp tục suy giảm từ 5-8% trong những năm tiếp theo. Trong khi đó, các nhà máy điện dự

kiến cần huy động tới 16 tỷ m³ khí cho năm 2025, và 30 tỷ m³ cho năm 2030, theo dự thảo Kế hoạch Phát triển Năng lượng Quốc gia. Vì vậy, việc phát triển các dự án dầu khí mới là vô cùng cần thiết, để đáp ứng nhu cầu về năng lượng trong trung và dài hạn.

Hình: Sản lượng khai thác dầu thô trong nước suy giảm 8-10% mỗi năm



Hình: Nhu cầu khí đốt của Việt Nam theo các nhà máy điện



Nguồn: PVN, Dự thảo Kế hoạch Phát triển Năng lượng Quốc gia 2021-2030, BSC Research

Luật dầu khí sửa đổi được kỳ vọng sẽ thu hút đầu tư cho các hoạt động thượng nguồn dầu khí. Luật dầu khí sửa đổi được thông qua mới đây chú trọng vào cơ chế khuyến khích đầu tư, thông qua các chính sách ưu đãi thuế và quy định chi tiết rõ ràng hơn về quyền và nghĩa vụ của các bên liên quan (chi tiết xem bảng dưới). Chúng tôi kỳ vọng những thay đổi tích cực trong luật dầu khí sẽ giúp thu hút thêm đầu tư cho hoạt động thượng nguồn, từ đó đẩy nhanh tiến độ khởi công các dự án trong thời gian tới.

Bảng: Những thay đổi chính trong luật dầu khí sửa đổi

Nội dung chính	Cập nhật
Bổ sung hoàn thiện các nội dung liên quan đến hợp đồng dầu khí	<ul style="list-style-type: none"> - Thời hạn hợp đồng dầu khí có thể kéo dài thêm 5 năm (dự án thông thường) hoặc 10 năm (dự án có ưu đãi đầu tư và ưu đãi đầu tư đặc biệt) - Bổ sung nội dung cho phép nhà thầu được ưu tiên ký kết hợp đồng dầu khí mới sau khi hợp đồng dầu khí đã ký hết hiệu lực.
Quy định việc thực hiện các dự án dầu khí theo chuỗi	<ul style="list-style-type: none"> - Bổ sung quy định về dự án dầu khí triển khai theo chuỗi đồng bộ phù hợp với tình hình thực tiễn hoạt động dầu khí
Quy định khuyến khích đầu tư dầu khí thông qua chính sách thuế	<ul style="list-style-type: none"> - Đối với lô, mỏ dầu khí được nhận ưu đãi đầu tư: thuế TNDN là 32%, thuế xuất khẩu dầu thô là 10%, tỷ lệ thu hồi chi phí tối đa là 70% trên sản lượng dầu khai thác trong năm. - Đối với lô, mỏ dầu khí được nhận ưu đãi đầu tư đặc biệt: thuế TNDN là 25%, thuế xuất khẩu dầu thô là

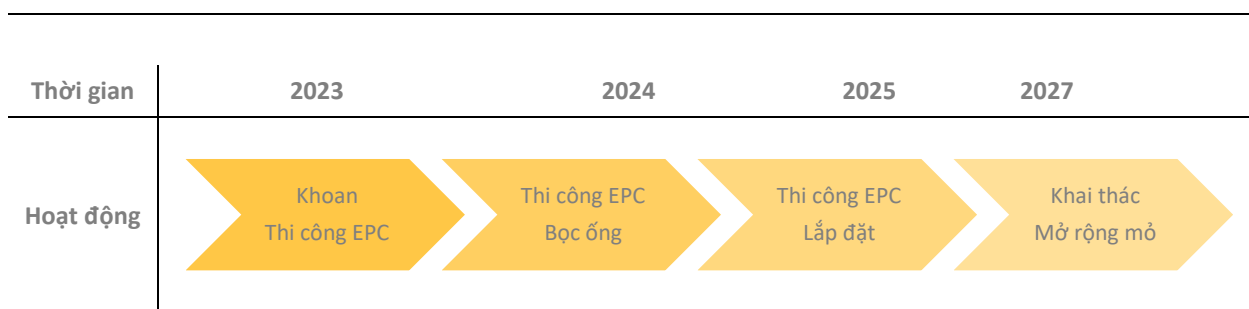
	5%, tỷ lệ thu hồi chi phí tối đa là 80% trên sản lượng dầu khai thác trong năm.
Quy định các bước triển khai dự án trong hoạt động dầu khí	- Quy định chi tiết hơn phạm vi thực hiện trong các hợp đồng có PVN và công ty con của PVN
Quy định công tác kế toán, quyết toán, kiểm toán trong hoạt động dầu khí	- Bổ sung quy định công tác kế toán, kiểm toán đối với hợp đồng dầu khí, dự án dầu khí - Bổ sung quyết toán chi phí
Bổ sung quy định việc cho phép bên thứ ba tiếp cận các cơ sở hạ tầng có sẵn của ngành dầu khí	- Bổ sung nội dung về chia sẻ cơ sở hạ tầng dầu khí sẵn có

Dự án Lô B – Ô Môn được kỳ vọng sẽ khởi công trong thời gian tới. Gần đây, Chính phủ đã ban hành Nghị định mở đường cho nhà máy điện Ô Môn III nhận vốn ODA. Đơn vị vận hành dự án dự kiến sẽ bắt đầu triển khai vào đầu năm 2023. Lô B - Ô Môn là một trong những dự án khai thác khí lớn nhất Việt Nam tính đến thời điểm hiện tại, với tổng vốn đầu tư khoảng 10 tỷ USD từ khâu thượng nguồn đến hạ nguồn.

Chúng tôi kỳ vọng, dự án Lô B – Ô Môn được thực hiện trong thời gian tới sẽ đem lại nguồn công việc lớn cho các doanh nghiệp thượng nguồn và trung nguồn dầu khí trong giai đoạn sắp tới. Cụ thể:

- Giai đoạn đầu: Hoạt động khoan thăm dò, thi công xây lắp giàn tạo khối lượng công việc lớn cho các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ khâu thượng nguồn như PVD, PVS hay PVC.
- Giai đoạn sau: Các phần việc liên quan tới lắp đặt và bọc ống trong dự án đường ống dẫn khí sẽ giúp các doanh nghiệp như PVS và PVB được hưởng lợi.
- Giai đoạn khai thác: GAS, nhà đầu tư chính của dự án đường ống Lô B (góp vốn 51%), sẽ vận chuyển tối đa 7 tỷ m³ khí tự nhiên mỗi năm, tương đương khoảng 70-80% sản lượng khí đường ống hiện tại của Việt Nam.

Hình: Dự kiến tiến độ dự án Lô B – Ô Môn (nếu được chấp thuận)



Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC giữ vững quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Dầu Khí do:

- Giá dầu thế giới tiếp tục duy trì ở mức cao, và dự báo đạt trung bình 90 USD/thùng trong năm 2023;
- Đơn giá các sản phẩm/dịch vụ của các doanh nghiệp dầu khí trong năm 2023 được cải thiện;
- Một số dự án dầu khí sẽ sớm có quyết định đầu tư trong thời gian tới, giúp cải thiện nguồn công việc cho một số doanh nghiệp thượng nguồn.

Đối với nhóm thượng nguồn, BSC đưa ra quan điểm khả quan đối với các cổ phiếu thuộc nhóm thượng nguồn ngành dầu khí như PVS hay PVD do (1) giá dịch vụ dàn khoan ký mới/gia hạn cùng hiệu suất được cải thiện (tham khảo [báo cáo cập nhật PVD](#)), và (2) tiềm năng từ các dự án mới trong thời gian tới sẽ đem lại nguồn công việc lớn cho PVS.

Đối với nhóm trung nguồn, chúng tôi khuyến nghị khả quan đối với **PVT**, với kỳ vọng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi sẽ được cải thiện trong thời gian tới, nhờ giá cước vận tải ký mới tăng (tham khảo [báo cáo cập nhật PVT](#)).

Đối với nhóm hạ nguồn, BSC khuyến nghị khả quan đối với các doanh nghiệp phân phối xăng dầu như **PLX**, do mức nền thấp của năm 2022, cùng với kỳ vọng biến động giá dầu thế giới trong năm 2023 sẽ có phần ổn định hơn, cùng nguồn cung từ các nhà máy lọc dầu trong nước được cải thiện sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận của PLX.

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
GAS	104,090	3%	13,819	-7%	6,793	15.8	3.2	16%	22%	107,300	122,300	14%
PVD	6,771	25%	250	-354%	266	73.3	0.7	2%	3%	19,500	24,600	26%
PVS	20,222	23%	956	24%	1,340	17.6	0.8	3%	6%	23,600	28,900	22%
PLC	9,527	11%	210	58%	2,149	11.9	1.4	3%	12%	25,600	32,500	27%
BSR	118,509	-29%	7,178	-50%	2,292	7.0	0.9	8%	12%	16,083	18,400	14%
PVT	10,597	17%	948	10%	2,929	6.5	0.7	8%	15%	19,100	24,300	27%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH CÔNG NGHỆ THÔNG TIN – BƯU CHÍNH VIỄN THÔNG [KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Nguyễn Cẩm Tú, CFA Email: tuntc@bsc.com.vn

- Trong năm 2022, doanh thu ngành công nghiệp ICT ước đạt 148 tỷ USD (+8.7% YoY), doanh thu ngành dịch vụ viễn thông ước đạt 138 nghìn tỷ đồng (+1.6% YoY).
- Năm 2023, BSC cho rằng triển vọng ngành Công nghệ và Viễn thông khả quan do (i) Xu hướng Chuyển đổi số tiếp diễn và Đầu tư vào Giao thông thông minh của Chính phủ (ii) Luật Viễn thông sửa đổi có tác động tích cực đối với doanh nghiệp
- Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông năm 2023.

Theo Bộ Thông tin và Truyền thông, đối với ngành công nghiệp ICT, doanh thu toàn ngành ước đạt 148 tỷ USD (+8.7% YoY), trong đó, doanh thu tại thị trường nước ngoài của doanh nghiệp phần mềm, CNTT ước đạt 2.2 tỷ USD. Doanh thu dịch vụ viễn thông năm 2022 ước đạt 138 nghìn tỷ đồng (+1.6% YoY). Lợi nhuận sau thuế toàn ngành ước đạt 44.5 nghìn tỷ đồng (+3.8% YoY). Tốc độ tăng trưởng giảm tốc do thị trường viễn thông đã bão hòa (tỷ lệ dùng SIM đạt 134%, tỷ lệ dùng cáp quang đạt 75%) khiến cạnh tranh giữa 3 nhà mạng lớn (chiếm hơn 90% thị phần) trở nên gay gắt.

Đối với triển vọng năm 2023, BSC cho rằng triển vọng hai ngành Công nghệ và Viễn thông tiếp tục khả quan nhờ các yếu tố sau:

- Xu hướng Chuyển đổi số và Đầu tư công vào Giao thông thông minh (ITS) sẽ có tác động tích cực đối với doanh nghiệp Công nghệ.** Nhu cầu Chuyển đổi số tại Việt Nam vẫn tích cực trong chính phủ Việt Nam đẩy mạnh số hóa chính phủ và hỗ trợ các sản phẩm Make in Viet Nam (Doanh nghiệp được hưởng lợi: FPT, CMG). Tại thị trường thế giới, nhu cầu Chuyển đổi số (vd: Blockchain,...) sẽ chậm lại khi làn sóng sa thải nhân viên công nghệ diễn ra khá mạnh. Một xu hướng khác là nhu cầu đầu tư công vào Giao thông thông minh kỳ vọng được đẩy mạnh trong giai đoạn 2022 – 2025. BSC nhận thấy hai nhóm (i) ITS tại 12 tuyến đường thuộc cao tốc Bắc – Nam (với quy mô 200 – 300 tỷ/gói) (ii) ITS nội đô (với quy mô trung bình 100 – 200 tỷ/gói) sẽ là động lực chính giúp các doanh nghiệp (ELC, ITD) được hưởng lợi (vd: ELC, ITD). Tuy nhiên, việc Đầu tư công chậm trễ sẽ ảnh hưởng đến tiến độ triển khai Giao thông thông minh.
- Luật Viễn thông sửa đổi (dự kiến trình Quốc hội phê chuẩn vào tháng 10 năm 2023) sẽ có tác động lớn đối với các doanh nghiệp Viễn thông.** Luật Viễn thông sửa đổi dự kiến có nhiều nội dung mới: 5G, Điện toán đám mây, Nền tảng xuyên biên giới,...trong đó, một số nội dung sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp: vd: Quản lý bán buôn (CTR), Trung tâm dữ liệu và cloud (FPT, CMG),...

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu ngành CNTT – Viễn Thông. Đối với cổ phiếu ngành CNTT, chúng tôi kỳ vọng xu hướng Chuyển đổi số tiếp tục diễn ra tại Việt Nam cũng như thế giới kể cả khi dịch kết thúc (DN được hưởng lợi: FPT). Đối với ngành Viễn thông, BSC kỳ vọng CTR được hưởng lợi do tăng khối lượng công việc lắp đặt hạ tầng, bảo trì hệ thống, tăng tỷ lệ dùng chung hạ tầng giữa các nhà mạng.

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
FPT	51,669	17%	7,991	23%	5,901	13.8	4.1	11%	27%	81,200	91,900	13%
CTR	9,894	6%	571	29%	6,000	10.2	1.6	11%	28%	61,300	70,000	14%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ [TRUNG LẬP]

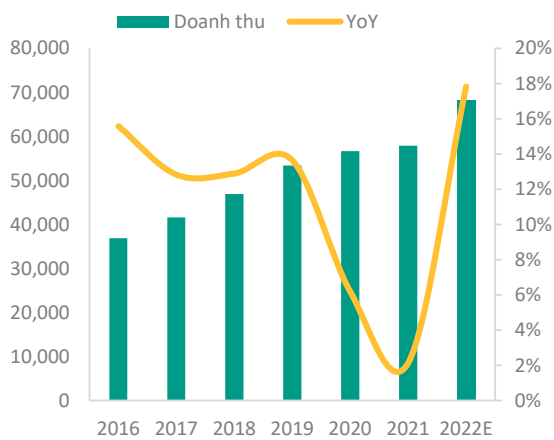
Chuyên viên phân tích: Dương Quang Minh

Email: Minh dq@bsc.com.vn

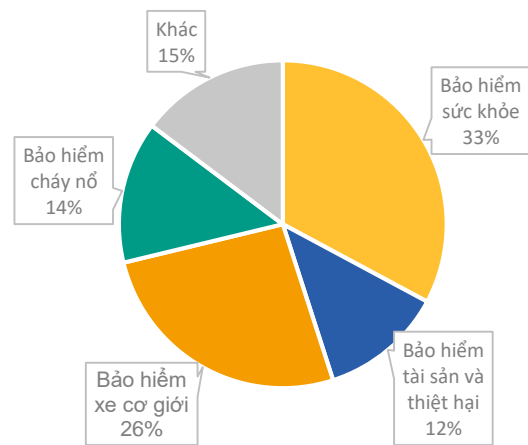
- Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm tăng trưởng khả quan, nhưng chi phí kinh doanh bảo hiểm tăng khiến **lợi nhuận từ kinh doanh bảo hiểm suy giảm ở nhiều doanh nghiệp**;
- Doanh thu tài chính dự báo tăng trong năm 2023 nhờ mặt bằng lãi suất có xu hướng tăng;
- BSC giữ quan điểm **TRUNG LẬP** đối với nhóm ngành bảo hiểm trong năm 2023.

Tổng doanh thu phí bảo hiểm toàn thị trường trong năm 2022 ước đạt khoảng 251,306 tỷ VND (+15% YoY), trong đó doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ ước đạt 183,105 tỷ VND (+22,1% yoy), còn doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ ước đạt 68,201 tỷ VND (+1,78% yoy). Phân khúc bảo hiểm sức khỏe (chiếm 32.8% tổng phí bảo hiểm của ngành) ghi nhận tăng trưởng nhanh +29.5% yoy, phân khúc bảo hiểm xe cơ giới (chiếm 26.2% tổng phí bảo hiểm của ngành) tăng trưởng ở mức +17.2% yoy.

Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm



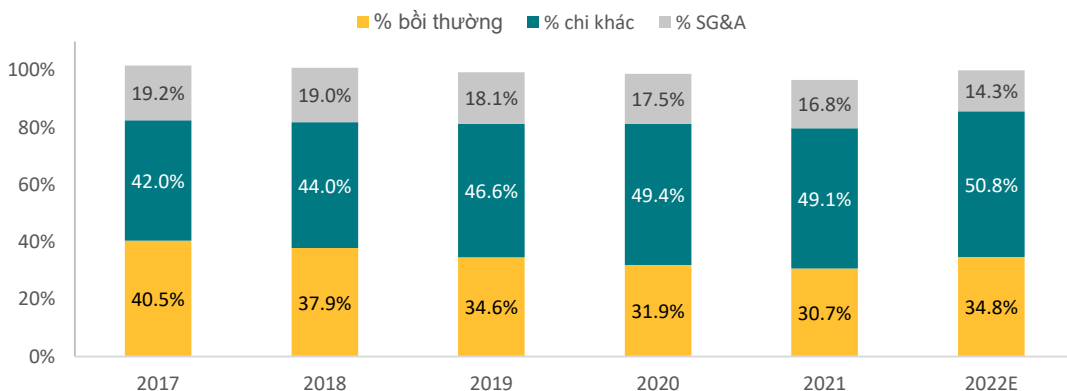
Tỷ trọng doanh thu theo nghiệp vụ bảo hiểm



Nguồn: IAV, BSC Research

Tỷ lệ kết hợp toàn ngành tăng mạnh trong năm 2022. Tỷ lệ bồi thường và tỷ lệ chi khác có xu hướng tăng trong 2022, chiếm tới 34.8% và 50.8% tổng doanh thu bảo hiểm. Trong đó, nghiệp vụ bảo hiểm có tỷ lệ bồi thường bảo hiểm gốc cao là: bảo hiểm xe cơ giới (47%), bảo hiểm thân tàu và TNDS chủ tàu (37.1%), bảo hiểm sức khỏe (31%). Chúng tôi cho rằng tỷ lệ bồi thường và tỷ lệ kết hợp nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức cao trong nửa đầu 2023 do mức nền thấp của giai đoạn cuối 2021 - đầu 2022.

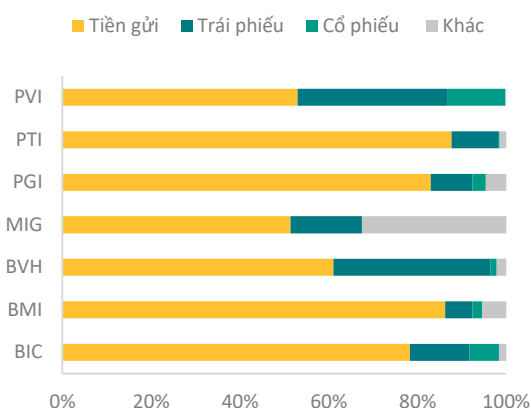
Tỷ lệ chi bồi thường toàn ngành tăng trở lại trong năm 2022



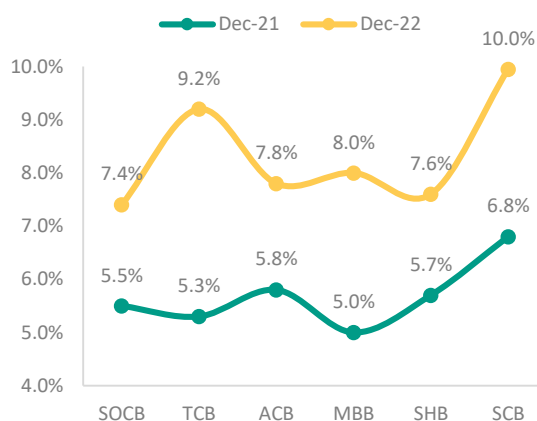
Nguồn: BCTC công ty, BSC Research

Lợi nhuận tài chính của các doanh nghiệp bảo hiểm dự kiến sẽ tăng trong năm 2023 nhờ mặt bằng lãi suất huy động tăng. Do phần lớn danh mục đầu tư là tiền gửi, các doanh nghiệp bảo hiểm sẽ hưởng lợi khi lãi suất huy động có xu hướng tăng trong thời gian tới do áp lực thanh khoản trong các quý gần đây gia tăng. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng trong thời gian tới, rủi ro thanh khoản đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp vẫn đang hiện hữu, do đó cần theo dõi kỹ danh mục của các doanh nghiệp bảo hiểm có tỷ trọng đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp lớn như PVI hay MIG.

Tiền gửi ngân hàng chiếm phần lớn trong cơ cấu danh mục đầu tư các công ty BHPNT



Lãi suất tiền gửi (kỳ hạn 12 tháng) tăng mạnh ở tất cả các ngân hàng trong năm 2022



Nguồn: BCTC công ty, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với ngành bảo hiểm phi nhân thọ trong năm 2023 do (1) Doanh thu phí bảo hiểm dự kiến tăng trưởng 12%, (2) Chi phí bồi thường tăng làm giảm lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm, (3) Mặt bằng lãi suất tăng giúp tăng doanh thu tài chính trong năm 2023. Bên cạnh đó, mức định giá của các doanh nghiệp bảo hiểm tại Việt Nam đạt trung bình khoảng 1.3 lần PB, kém hấp dẫn hơn so với mức trung bình của khu vực Đông Nam Á là 1.1 lần, và cao hơn so với một số ngành khác trong lĩnh vực tài chính như ngân hàng hay chứng khoán. Do đó, chúng tôi tiếp tục giữ quan điểm trung lập đối với ngành bảo hiểm cho năm 2023.

Một số cổ phiếu được chúng tôi quan tâm do còn triển vọng thoái vốn nhà nước và đã chiết khấu tương đối nhiều trong thời gian vừa qua:

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
MIG	3,460	30%	146	-8%	885	17.6	1.2	2%	8%	15,100	16,000	6%
BMI	4,145	9%	244	-17%	2,228	10.8	1.1	3%	9%	25,200	24,500	-3%
PVI	5,470	15%	938	12%	3,821	13.3	1.4	3%	11%	49,900	45,900	-8%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH ĐIỆN [TRUNG LẬP]

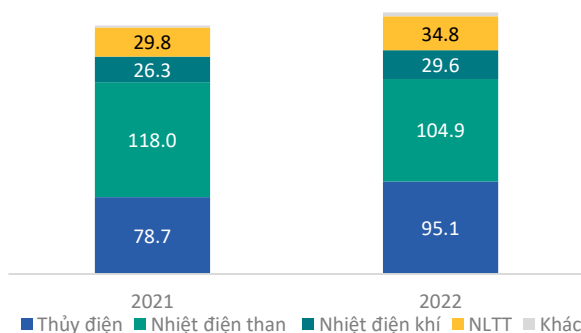
Chuyên viên phân tích: Dương Quang Minh

Email: Minhda@bsc.com.vn

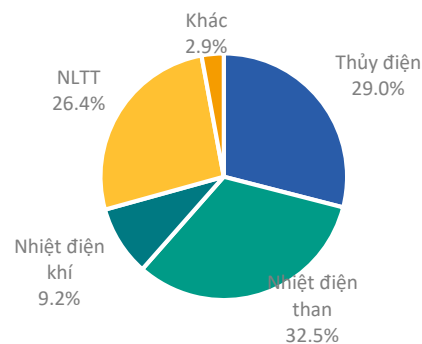
- Sản lượng điện thương phẩm 2022 tăng trưởng +5.3% YoY.
- Chu kỳ El Nino được dự kiến sớm quay trở lại là tín hiệu tích cực với các nhà máy nhiệt điện.
- Khung giá phát điện mới sẽ làm giảm tốc độ đầu tư vào các nhà máy điện gió và điện mặt trời.
- Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Điện trong năm 2023.

Sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống 2022 +5.3% YoY. Năm 2022, sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu toàn hệ thống đạt mức 268.4 tỷ kWh (+5.3% YoY). Trong đó, nhiệt điện than và thủy điện chiếm tỷ trọng lớn nhất với lần lượt 39.1% và 35.4% tổng sản lượng. Về quy mô hệ thống điện, tính đến cuối năm 2022, tổng công suất nguồn điện toàn hệ thống đạt khoảng 77,800 MW (+1.8% YoY). Trong đó, tổng công suất các nguồn điện năng lượng tái tạo (điện gió, điện mặt trời) là 20,165 MW - chiếm tỷ trọng 26.4%, và đóng góp vào 12.8% tổng sản lượng hệ thống.

Hình: Sản lượng điện toàn hệ thống theo nguồn phát



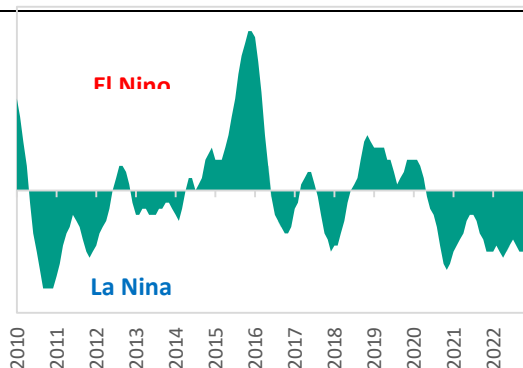
Hình: NLTT chiếm tới 1/4 tổng công suất nguồn điện



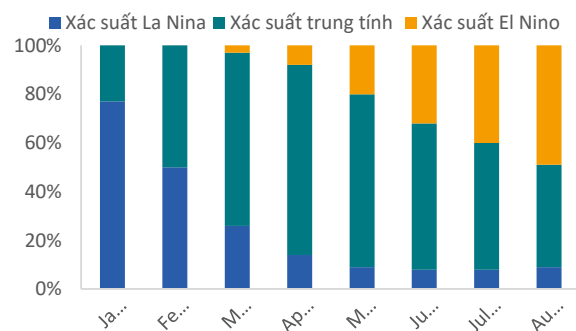
Nguồn: EVN, BSC Research

Nhiệt điện được kỳ vọng sẽ hưởng lợi trong thời gian tới do chu kỳ El Nino quay trở lại. Chu kỳ La Nina đã bắt đầu từ cuối năm 2020, và kéo dài cho tới hiện tại. Theo quan sát của chúng tôi, 1 chu kỳ khí tượng thủy văn này thường kéo dài khoảng 2 năm, sau đó sẽ đảo chiều sang hiện tượng đối lập. Bên cạnh đó, theo dự báo từ IRI, chu kỳ La Nina đã đi qua giai đoạn đỉnh điểm, và El Nino được dự báo sẽ sớm quay trở lại kể từ năm sau. Do đó, BSC kỳ vọng các nhà máy nhiệt điện sẽ được huy động sản lượng nhiều hơn trong giai đoạn tới.

Hình: Giá điện trên thị trường cạnh tranh tăng cao hơn so với cùng kỳ (VND/kWh)



Hình: El Nino được dự báo sẽ quay trở lại từ năm 2023

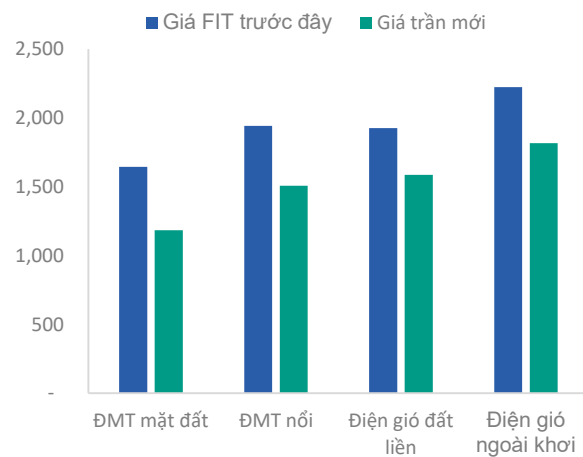


Nguồn: NOAA, IRI, BSC Research

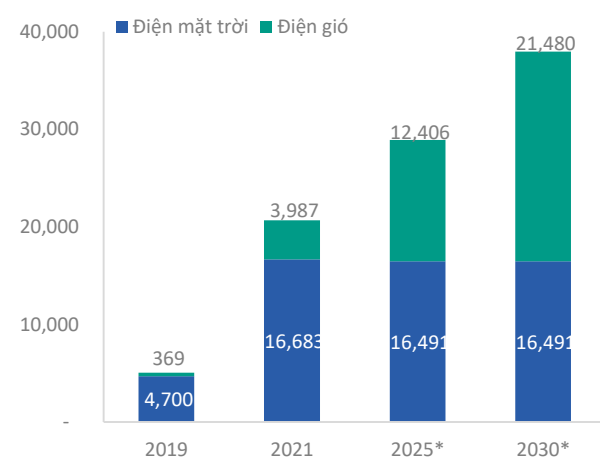
Quy định mới sẽ ảnh hưởng tới tốc độ đầu tư các dự án điện mặt trời và điện gió. Mới đây, Bộ Công Thương đã ban hành quyết định khung giá phát điện mặt trời, điện gió cho các dự án chuyển tiếp. Theo đó, mức giá trần cho các loại hình phát điện giảm khoảng 20% so với mức giá FIT trước đây. **BSC đánh giá, chính sách giá mới này sẽ tác động kém tích cực đối với các doanh nghiệp đang có dự án điện mặt trời/điện gió chưa được ký kết giá điện đúng thời hạn,** do (1) Làm giảm tỷ suất lợi nhuận của các dự án NLTT, kéo dài thời gian thu hồi vốn, từ đó khó thu hút nhà đầu tư hơn, (2) Giá phát điện mới được quy định theo đơn vị VND thay vì Cent, trong khi một số doanh nghiệp vay vốn bằng ngoại tệ có thể chịu ảnh hưởng từ rủi ro tỷ giá. Tuy nhiên về dài hạn, xu hướng triển khai các dự án điện mặt trời và điện gió mới sẽ trở nên bền vững hơn nhờ cơ chế giá mới mang tính thị trường cao hơn.

Ngoài ra, tính đến cuối năm ngoái, tổng công suất dự án điện mặt trời mặt đất và mái nhà đã lên tới hơn 16,000 MW, vượt qua cả kế hoạch trong Quy hoạch điện VIII. Do đó, **BSC cho rằng các dự án điện mặt trời sẽ bị hạn chế đầu tư mới trong thời gian tới.**

Hình: Giá điện trên thị trường cạnh tranh tăng cao hơn so với cùng kỳ (VND/kWh)



Hình: Tổng công suất điện mặt trời và điện gió dự kiến theo QHĐ8



Nguồn: EVN, Quy hoạch điện VIII

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Chúng tôi đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với nhóm ngành Điện cho năm 2023, tuy nhiên vẫn có sự phân hoá đối với triển vọng của từng nhóm cổ phiếu ngành điện:

- Nhóm cổ phiếu thủy điện: BSC có quan điểm **TRUNG LẬP** đối với các cổ phiếu thủy điện cho năm 2023, do chu kỳ La Nina chuẩn bị kết thúc sẽ khiến sản lượng của các nhà máy thủy điện khó duy trì mức cao như giai đoạn 2021-2022.
- Nhóm cổ phiếu nhiệt điện: Giá khí và giá than đầu vào có xu hướng hạ nhiệt sẽ giúp cải thiện lợi nhuận của các nhà máy nhiệt điện, bên cạnh việc sản lượng điện huy động từ A0 của nhóm này sẽ được cải thiện so với năm trước nhờ chu kỳ El Nino quay trở lại. Vì vậy, BSC có quan điểm **KHẢ QUAN** đối với các cổ phiếu nhiệt điện như POW, QTP và HND.
- Nhóm cổ phiếu xây lắp điện: BSC đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** đối với PC1, nhờ kỳ vọng hưởng lợi từ chính sách đầu tư xây dựng từ Quy hoạch điện VIII.

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
HND	11,119	6%	822	44%	1,562	9.0	0.9	10%	12%	13,988	17,200	23%
QTP	11,349	9%	958	24%	2,129	7.0	0.9	11%	16%	14,889	21,300	43%
POW	29,967	6%	2,128	12%	993	12.3	0.8	5%	8%	12,250	13,000	6%
NT2	8,931	2%	790	8%	2,737	10.3	1.8	11%	19%	28,100	28,000	0%
REE	9,034	-4%	2,736	2%	7,698	9.5	1.2	10%	19%	73,500	85,000	16%

Nguồn: BSC Research

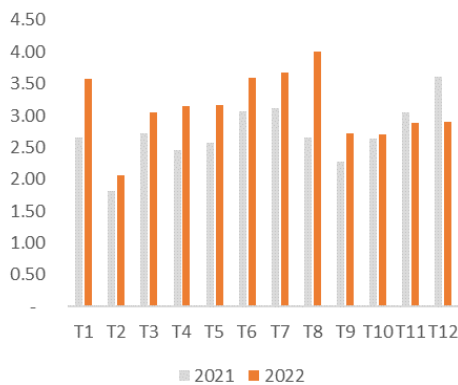
NGÀNH DỆT MAY [KÉM KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Nguyễn Cẩm Tú, CFA Email: tuntc@bsc.com.vn

- Trong năm 2022, xuất khẩu hàng dệt may đạt kim ngạch 37.57 tỷ USD (+14.7% YoY và 28% QoQ). Tốc độ tăng trưởng cả năm 2022 khả quan nhưng suy giảm vào quý 4 (-5% YoY) do lạm phát cao và người dân thắt chặt chi tiêu tại Mỹ.
- Triển vọng ngành Dệt may năm 2023: BSC cho rằng trong năm 2023, các doanh nghiệp Dệt may tiếp tục gặp nhiều thách thức: các doanh nghiệp may gặp nhiều khó khăn trong ký kết đơn hàng khi các khách hàng tiếp tục xử lý hàng tồn kho cao trong bối cảnh nền kinh tế gặp nhiều khó khăn.
- Chúng tôi hạ quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành Dệt may trong năm 2023

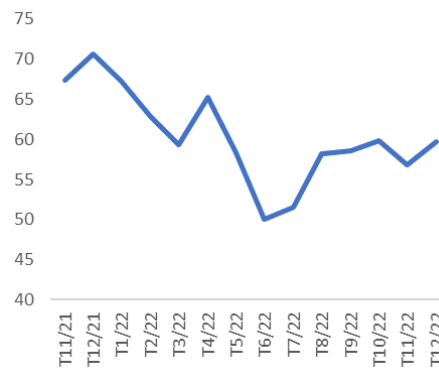
Trong năm 2022, hàng dệt may xuất khẩu đạt 37.57 tỷ USD (+14.7% YoY), trong đó Mỹ vẫn đang là đối tác chính với 17.36 tỷ USD (+7.9% YoY) chiếm 46.2% tổng giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam. Tuy tốc độ tăng trưởng cả năm khả quan, nhưng trong quý 4 năm 2022, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may chỉ đạt 8.49 tỷ USD (-5% YoY và -18.4% QoQ). Mức suy giảm phản ánh sức ép lạm phát lớn và sự thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng đặc biệt tại thị trường Mỹ (-22.2% YoY và -22.8% QoQ).

Hình: Xuất khẩu hàng dệt may 2022 (tỷ USD)



Nguồn: TCHQ

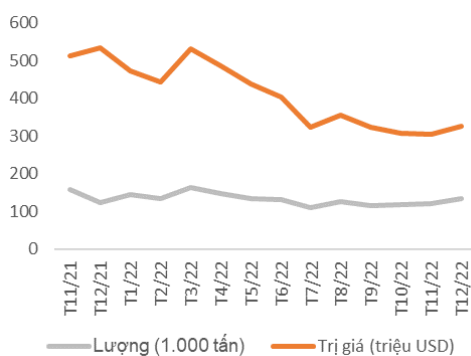
Hình: Chỉ số tự tin của người tiêu dùng Mỹ



Nguồn: Trading Economics

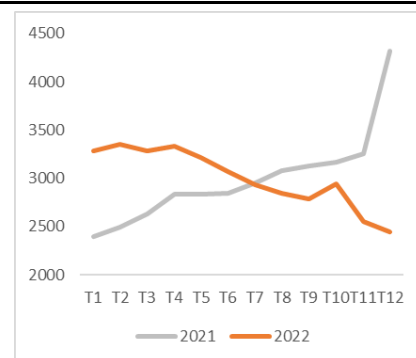
Trong năm 2022, xuất khẩu xơ, sợi dệt của Việt Nam đạt 1,573 triệu tấn (-18.4% YoY), kim ngạch 4,713 tỷ USD (-16% YoY). Nguyên nhân của sự suy giảm đến từ (1) giá nguyên liệu đầu vào tăng cao (giá bông tăng 50%, giá xơ tăng 10.5% theo VCOSA) (2) đơn giá xuất khẩu giảm mạnh so với cùng kỳ năm 2021 khi trong tháng 12 đơn giá giảm -4.1% MoM và -43.3% YoY, tháng 12 cũng là tháng thứ 8 liên tiếp ghi nhận giảm ở đơn giá xuất khẩu.

Hình: Xuất khẩu xơ, sợi dệt năm 2022



Nguồn: TCHQ

Hình: Giá xuất khẩu trung bình xơ, sợi dệt



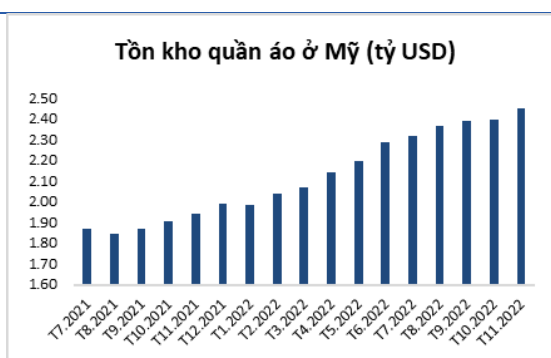
Nguồn: VCOSA

Kết quả kinh doanh quý 4 của 12 doanh nghiệp Dệt may cho thấy mức sụt giảm mạnh. Tổng doanh thu của 12 doanh nghiệp đạt 12,910 tỷ (-9% YoY, -9% QoQ) và lợi nhuận sau thuế đạt 365 tỷ (-68% YoY, -58% QoQ). Mức giảm sút đến từ (i) Đơn hàng giảm, mất đơn hàng (MSH, GIL) trong khi (ii) Chi phí tăng cao khiến một số doanh nghiệp lỗ (GMC, VGT) khiến kết quả kinh doanh quý 4 các doanh nghiệp dệt may sụt giảm mạnh.

Triển vọng ngành Dệt may năm 2023: BSC cho rằng trong năm 2023, các doanh nghiệp Dệt may tiếp tục gặp nhiều thách thức: các doanh nghiệp may gặp nhiều khó khăn trong ký kết đơn hàng khi các khách hàng tiếp tục xử lý hàng tồn kho cao khi bối cảnh nền kinh tế gặp nhiều khó khăn.

+ Mảng may truyền thống: BSC cho rằng thị trường Mỹ với mức hàng tồn kho đang cao và rủi ro suy thoái tiếp tục giảm giá trị đơn hàng ký mới trong năm 2023. Thị trường EU với nền kinh tế dự kiến gặp nhiều khó khăn hơn thị trường Mỹ cũng sẽ gặp áp lực cắt giảm đơn hàng mới cho năm sau.

Doanh nghiệp	Tỷ trọng thị trường Mỹ	Tỷ trọng thị trường EU
MSH	60%	40%
TNG	42%	33%
TCM	24%	4%



Nguồn: ychart

+ Mảng sợi: Sau một năm gặp nhiều khó khăn do giá sợi suy giảm, BSC cho rằng năm 2023, giá sợi tiếp tục giao dịch quanh mức nền thấp khi nhu cầu may truyền thống suy giảm do hàng tồn kho cao và nhu cầu mua sắm giảm sút khi kinh tế thế giới suy thoái.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

BSC hạ quan điểm xuống **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành dệt may trong năm 2023 do rủi ro nhu cầu giảm tốc khi người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu và mức tồn kho cao ảnh hưởng đến sản lượng đơn hàng. Các doanh nghiệp sợi gặp nhiều thách thức khi giá sợi kỳ vọng tiếp tục giao dịch quanh mức nền thấp.

Mã CK	DTT		LNST		EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 09/02/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
	2023 (tỷ VND)	% YoY	2023 (tỷ VND)	% YoY								
MSH	5,437	-2%	291	-14%	5,800	5.7	0.9	9%	18%	33,000	38,000	15%
TNG	6,375	-6%	274	-6%	2,900	5.2	1.6	6%	15%	15,200	14,750	-3%

Nguồn: BSC Research

PHỤ LỤC

2023: Tháng 1

Thứ 2	Thứ 3	Thứ 4	Thứ 5	Thứ 6	Thứ 7	Chủ nhật
26	27	28	29	30	31	01
02	03	04	05	06	07	08
09	10	11	12	13	14	15
16 ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 công bố	17	18	19 Future VN30: Đảo hạn	20 DN: Hạn cuối nộp BCTC quý 4	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30	31 FED: Meeting	Notes:				

2023: Tháng 2

Thứ 2	Thứ 3	Thứ 4	Thứ 5	Thứ 6	Thứ 7	Chủ nhật
30	31 FED: Meeting	01 FED: Meeting	02 ECB: Meeting	03	04	05
06 ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 cơ cấu	07	08	09	10	11	12
13	14 ETF: iShares công bố	15	16 Future VN30: Đảo hạn	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28 ETF: iShares cơ cấu	01	02	03	04	05
06	07	Notes:				

2023: Tháng 3

Thứ 2	Thứ 3	Thứ 4	Thứ 5	Thứ 6	Thứ 7	Chủ nhật
27	28 ETF: iShares c.cấu	01	02	03	04	05
06	07	08	09	10 ETF: FTSE VN c.bố	11	12
13	14	15	16 Future VN30: đ.hạn	17 ETF: VNM công bố	18	19
20	21	22	23	24 ETF: VNM, FTSE VN cơ cấu	25	26
27	28	29	30	31	01	02
03	04	Notes:				

2023: Tháng 4

Thứ 2	Thứ 3	Thứ 4	Thứ 5	Thứ 6	Thứ 7	Chủ nhật
-------	-------	-------	-------	-------	-------	----------

27	28	29	30	31	01	02
03	04	05	06	07	08	09
10	11	12	13 Future VN30: đ/hạn	14	15	16
17 ETF: Vn-Diamond công bố	18	19	20 DN: Hạn cuối nộp BCTC quý 1	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30
01	02 ETF: Vn-Diamond cơ cấu	Notes:				

Tháng 5

Thứ 2	Thứ 3	Thứ 4	Thứ 5	Thứ 6	Thứ 7	Chủ nhật
01	02 ETF: Vn-Diamond cơ cấu	03	04 ECB: Meeting	05	06	07
08	09	10	11	12	13	14
15	16	17 ETF: iShares công bố	18 Future VN30: Đảo hạn	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30	31 ETF: iShares cơ cấu	01	02	03	04
05	06	Notes: VN: Hội nghị TW Đảng 07				

2023: Tháng 6

Thứ 2	Thứ 3	Thứ 4	Thứ 5	Thứ 6	Thứ 7	Chủ nhật
29	30	31 ETF: iShares cơ cấu	01	02	03	04
05	06	07	08	09 ETF: FTSE VN công bố	10	11
12	13	14	15 Future VN30: Đảo hạn	16 ETF: VNM công bố	17	18
19	20	21	22 MSCI: Market Review	23 ETF: VNM, FTSE VN cơ cấu	24	25
26	27	28	29	30	01	02
03	04	Notes:				

2023: Tháng 7

Thứ 2	Thứ 3	Thứ 4	Thứ 5	Thứ 6	Thứ 7	Chủ nhật
26	27	28	29	30	01	02
03	04	05	06	07	08	09
10	11	12	13 Future VN30: Đáo hạn	14	15	16
17 ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 công bố	18	19	20 DN: Hạn cuối hợp BCTC quý 2	21	22	23
24	25	26	27 ECB: Meeting	28	29	30
31	01	Notes: VN: Họp quốc hội				

2023: Tháng 8

Thứ 2	Thứ 3	Thứ 4	Thứ 5	Thứ 6	Thứ 7	Chủ nhật
31	01	02	03	04	05	06
07 ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 cơ cấu	08	09	10	11	12	13
14	15	16	17 Future VN30: Đáo hạn, ETF: iShares công bố	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30	31 ETF: iShares c/cấu	01 ETF: FTSE VN c.bố	02	03
04	05	Notes:				

2023: Tháng 9

Thứ 2	Thứ 3	Thứ 4	Thứ 5	Thứ 6	Thứ 7	Chủ nhật
28	29	30	31 ETF: iShares c/cấu	01 ETF: FTSE VN công bố	02	03
04	05	06	07	08 ETF: VNM c/bố	09	10
11	12	13	14 Future VN30: Đáo hạn	15 ETF: VNM, FTSE VN cơ cấu	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28 FTSE: Market Review	29	30	01
02	03	Notes:				

2023: Tháng 10

Thứ 2	Thứ 3	Thứ 4	Thứ 5	Thứ 6	Thứ 7	Chủ nhật
25	26	27	28 FTSE: Market Review	29	30	01
02	03	04	05	06	07	08
09	10	11	12	13	14	15
16 ETF: Vn-Diamond công bố	17	18	19 Future VN30: Đáo hạn	20 DN: Hạn cuối hộp BCTC quý 3	21	22
23	24	25	26 ECB: Meeting	27	28	29
30	31 FED: Meeting	Notes: VN: Hội nghị TW Đảng 08				

2023: Tháng 11

Thứ 2	Thứ 3	Thứ 4	Thứ 5	Thứ 6	Thứ 7	Chủ nhật
30	31 FED: Meeting	01 FED: Meeting	02	03	04	05
06 ETF: Vn-Diamond cơ cấu	07	08	09	10	11	12
13	14	15	16 Future VN30: Đáo hạn, ETF: iShares công bố	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30 ETF: iShares cơ cấu	01 ETF: FTSE VN công bố	02	03
04	05	Notes: VN: Họp quốc hội				

2023: Tháng 12

Thứ 2	Thứ 3	Thứ 4	Thứ 5	Thứ 6	Thứ 7	Chủ nhật
27	28	29	30 ETF: iShares cơ cấu	01 ETF: FTSE VN công bố	02	03
04	05	06	07	08 ETF: VNM c/bố	09	10
11	12	13	14 Future VN30: Đáo hạn	15 ETF: VNM, FTSE VN cơ cấu	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	31
01	02	Notes:				

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (1) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (2) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>





Công ty Cổ phần chứng khoán
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam

 www.bsc.com.vn

 *Trụ sở chính*
Trụ sở chính: Tầng 08,09 Toà nhà Thái Holdings,
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

 HN:(024) 3935 2722 | HCM:(028) 3821 8885

Chi nhánh
Lầu 9, Toà nhà 146 Nguyễn Công Trứ,
Q.1, Tp Hồ Chí Minh