

○ ○ ○ ○

BCCL 6 tháng cuối năm 2023

“ĐỦ NĂNG, HOA SẼ NỞ”

Tháng 6/2023



Tóm tắt

- **Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng chính cho kinh tế Việt Nam trong 6 tháng cuối năm 2023 chủ yếu đến từ các chính sách hỗ trợ kinh tế của Chính phủ.** Do đó, các chủ đề đầu tư chính trong nửa cuối năm 2023 gắn chặt với các chính sách hỗ trợ kinh tế, bao gồm chính sách tiền tệ nới lỏng và chính sách tài khóa mở rộng mà Chính phủ Việt Nam đã thực thi kể từ đầu năm 2023.
- **Trong nửa đầu năm 2023, Chính phủ Việt Nam đã ban hành nhiều biện pháp hỗ trợ nhằm “tháo gỡ các nút thắt hiện nay” của nền kinh tế.** Đầu tiên, Chính phủ ban hành Nghị định 08 cho phép doanh nghiệp thỏa thuận với trái chủ về việc gia hạn thời hạn trái phiếu và thực hiện các giải pháp khác nhằm khôi phục niềm tin của nhà đầu tư đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Thứ hai, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã 4 lần liên tiếp cắt giảm lãi suất điều hành và ban hành Thông tư 02, 03 hướng dẫn cơ cấu lại nợ, khơi thông tín dụng cho nền kinh tế. Thứ ba, Chính phủ đã quyết liệt triển khai các giải pháp tài khóa, bao gồm thúc đẩy đầu tư công, hoãn, miễn giảm thuế phí để hỗ trợ phục hồi kinh tế. Cuối cùng, Chính phủ đang tìm kiếm các giải pháp để gỡ nút thắt pháp lý cho các dự án bất động sản ở các tỉnh phía Nam và ban hành Quyết định số 338/QĐ-TTg về đề án phát triển 1 triệu lô nhà ở xã hội.
- **Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam sẽ phục hồi rõ rệt hơn trong nửa cuối năm 2023 với dự báo tăng trưởng của 6 tháng cuối năm nay đạt 7,1% svck, qua đó nâng mức tăng trưởng GDP cả năm 2023 lên 5,5% svck.** Đà phục hồi trong nửa cuối năm nay được thúc đẩy chủ yếu bởi chính sách tài khóa mở rộng và môi trường lãi suất thấp hơn.
- **Chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động và cho vay sẽ duy trì xu hướng giảm trong nửa cuối năm 2023.** Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy một số yếu tố có thể gia tăng áp lực lên tỷ giá VND trong 2H23, bao gồm (1) Lãi suất điều hành của FED có thể duy trì ở vùng đỉnh đến cuối năm 2023 để kiềm chế lạm phát, trong khi NHNN định hướng tiếp tục hạ lãi suất để hỗ trợ tăng trưởng, (2) Lạm phát trong nước có thể quay đầu tăng trở lại từ cuối Q3/23.

Tóm tắt

- **“Đủ nắng hoa sẽ nở”**. Chúng tôi cho rằng giai đoạn sóng gió của nền kinh tế đang dần qua đi, thay vào đó là những tia nắng đầu tiên của chu kỳ phục hồi. Chúng tôi kỳ vọng rằng những giải pháp hỗ trợ từ cả chính sách tiền tệ và tài khóa sẽ đưa nền kinh tế Việt Nam quay trở lại đúng quỹ đạo và bắt đầu cho một chu kỳ tăng trưởng mới. Về thị trường chứng khoán, chúng tôi nhận thấy dòng tiền vào thị trường bắt đầu có sự hồi phục, cho thấy niềm tin của nhà đầu tư đối với thị trường dần đang được cải thiện. Do đó, chúng tôi tin rằng đây là thời điểm “thích hợp” để nhà đầu tư quay trở lại thị trường và xây dựng danh mục đầu tư để đón đầu cho một chu kỳ tăng trưởng mới. “Đủ nắng hoa sẽ nở” là thông điệp chúng tôi muốn gửi gắm trong báo cáo này.
- Với kỳ vọng lãi suất duy trì xu hướng giảm trong những tháng tới và lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết phục hồi từ Q3/23 trở đi, **thị trường chứng khoán Việt Nam xứng đáng được trả mức định giá cao hơn**. Mặc dù EPS của một số DN niêm yết tăng trưởng âm trong 6T23 nhưng chúng tôi vẫn kỳ vọng kết quả kinh doanh của các DN này sẽ phục hồi trong giai đoạn 2023-2024 nhờ các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ. Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng của các công ty niêm yết trên HOSE sẽ tăng trưởng lần lượt là 10,4% và 19,3% cho năm 2023 và 2024. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ đạt 1.300 điểm trong 6 tháng cuối năm 2023, tương đương với P/E năm 2023 là 13,3 lần (tương ứng với mức -1 độ lệch chuẩn của P/E trung bình 10 năm). Rủi ro giảm giá bao gồm: dòng vốn đầu tư gián tiếp rút ra trong bối cảnh Fed duy trì chính sách lãi suất cao và (2) suy thoái kinh tế Mỹ và châu Âu mạnh hơn dự kiến.
- **Chúng tôi đưa ra hai luận điểm đầu tư chính cho 6 tháng cuối năm 2023**. Đầu tiên là **lãi suất thấp hơn sẽ có tác động tích cực lan tỏa đến nhiều ngành**. Lãi suất cho vay giảm sẽ giúp doanh nghiệp giảm chi phí vốn, đặc biệt với các ngành có nợ ròng cao như Xây dựng & Vật liệu xây dựng và Bất động sản. Ngành Ngân hàng cũng được hưởng lợi khi lãi suất huy động thường giảm nhanh hơn lãi suất cho vay. Bên cạnh đó, không thể không nhắc đến ngành Chứng khoán khi đây là ngành được hưởng lợi cả đầu vào (giảm chi phí vốn) và đầu ra nhờ thanh khoản thị trường cải thiện và nhu cầu margin (vay ký quỹ) tăng khi mặt bằng lãi suất giảm. Thứ hai, **đầu tư công như một phần của chính sách tài khóa mở rộng vẫn là câu chuyện đầy hứa hẹn trong nửa cuối năm 2023**.

Mục lục

•Điểm nhấn vĩ mô – Vượt qua giông bão – Trang 5
•Triển vọng vĩ mô 6 tháng cuối năm 2023 – Xoay chuyển tình thế – Trang 17
•Tổng quan thị trường – Đông qua xuân tới – Trang 30
•Triển vọng thị trường 6 tháng cuối năm 2023 – Rèn sắt khi còn nóng – Trang 40
•Luận điểm đầu tư – Trang 49
•Ngân hàng – Đi qua những ngày mưa – Trang 60
•Dịch vụ tài chính – Khi gió xoay chiều – Trang 82
•Xây dựng & VLXD – Tạo tiền đề cho tăng trưởng trong năm 2024 – Trang 92
•Điện – QHĐ8 – Bước ngoặt cho ngành điện– Trang 109
•Dầu khí – Hừng đông – Trang 130
•Hàng không – Chào đón du khách quay trở lại – Trang 146
•BDS Khu công nghiệp – Nhìn triển vọng ngắn hạn qua lăng kính thận trọng – Trang 157
•BDS nhà ở - Khó khăn nhất đã qua nhưng thách thức vẫn còn đó – Trang 178
•Tiêu dùng – Sẵn sàng cho chu kỳ tiêu dùng mới – Trang 199
•Ô tô – Bước ngoặt đến từ các chính sách ưu đãi – Trang 209
•Xuất khẩu – Mây đen dần tan – Trang 217
•Nông nghiệp – Đón đợi một năm tươi sáng hơn – Trang 236
•Khác – Trang 249

Điểm nhấn vĩ mô

Vượt qua giông bão

5

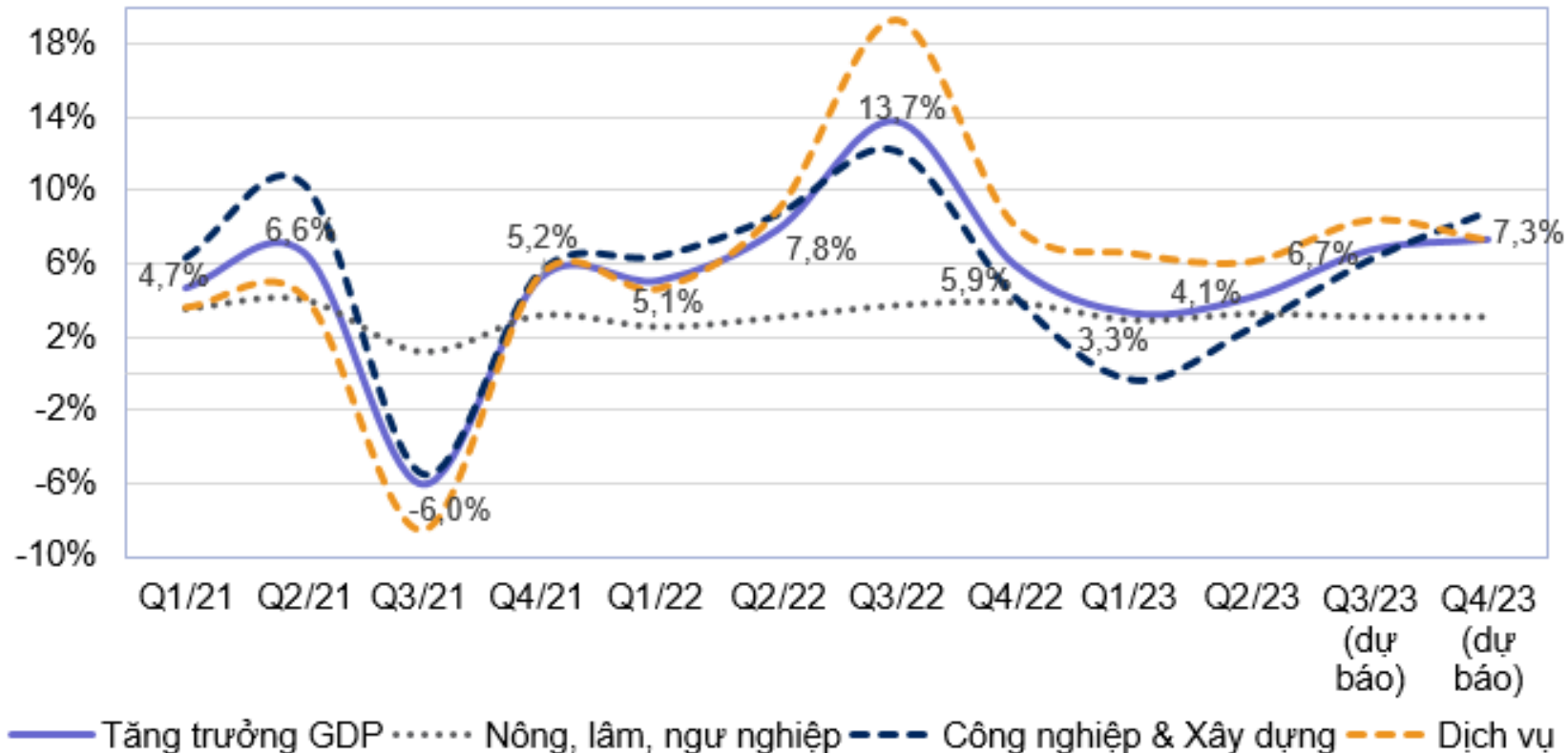
VNDIRECT



Tăng trưởng kinh tế Việt Nam giảm tốc trong nửa đầu năm 2023

Nền kinh tế đã phải đối mặt với nhiều thách thức đến từ cả bên trong lẫn bên ngoài trong nửa đầu năm 2023

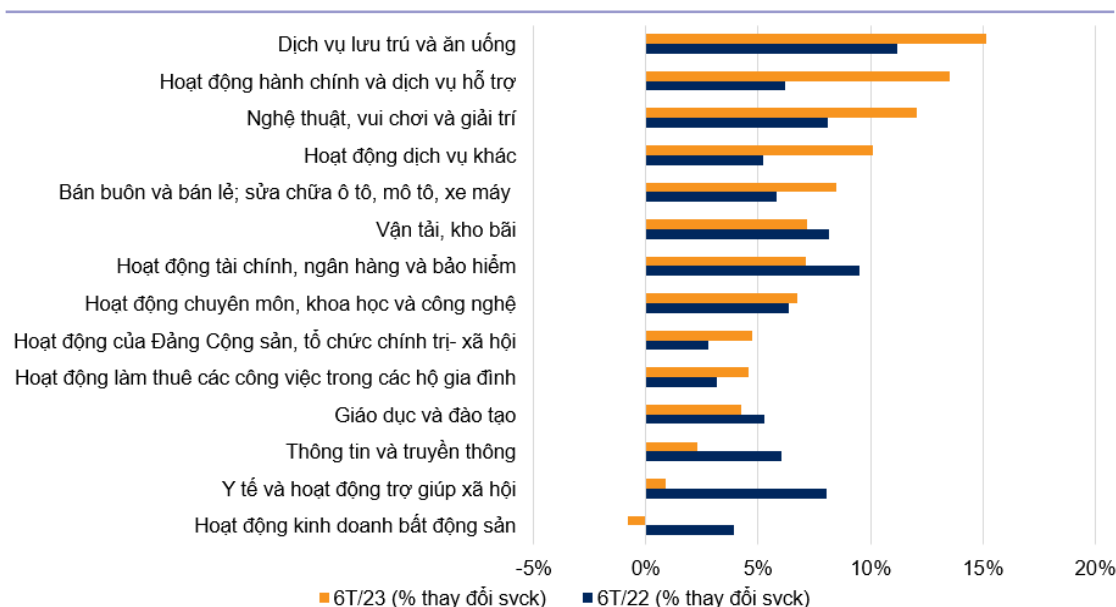
Tăng trưởng GDP Việt Nam giảm tốc trong 6 tháng đầu năm



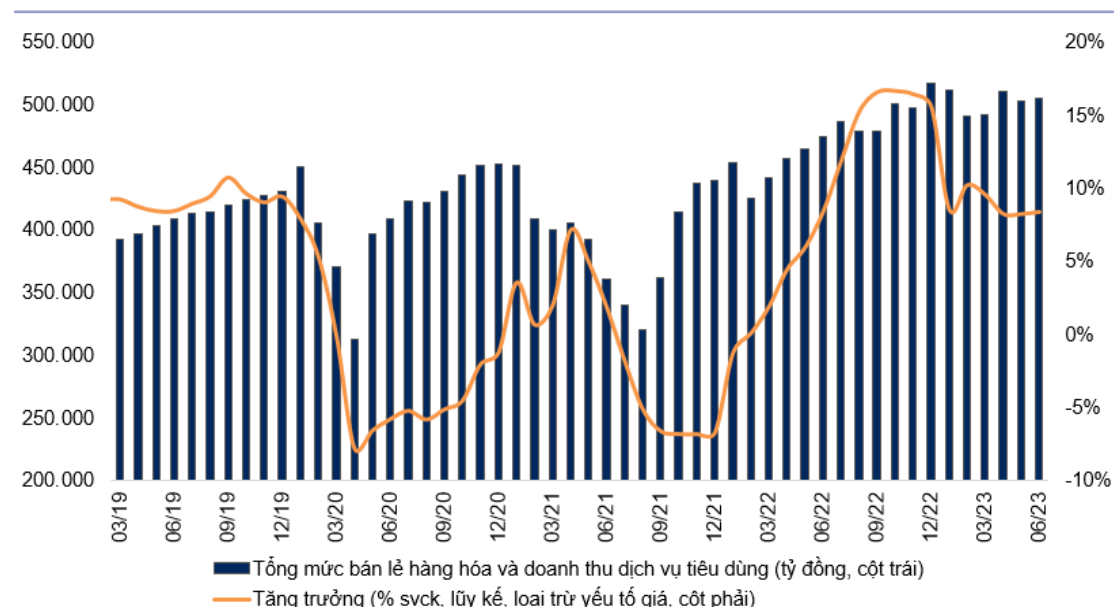
- Tăng trưởng kinh tế Việt Nam giảm tốc rõ nét trong nửa đầu năm do sự sụt giảm trong hoạt động sản xuất và xuất khẩu, lãi suất cho vay ở mức cao, sự suy giảm niềm tin của nhà đầu tư đối với thị trường trái phiếu và thị trường bất động sản đóng băng.
- Theo Tổng cục Thống kê (TCTK), tăng trưởng GDP của Việt Nam đạt 4,1% svck trong Q2/23 (sv 7,8% svck trong Q2/22). Về ba trụ cột của nền kinh tế, lĩnh vực công nghiệp và xây dựng tăng 2,5% svck, trong khi dịch vụ và nông nghiệp tăng lần lượt 6,1% và 3,2%.
- Trong 6T đầu năm, tăng trưởng kinh tế đạt 3,7% svck, mức thấp thứ hai trong giai đoạn 2021-2023. Trong đó, lĩnh vực dịch vụ tăng 6,3% svck, theo sau là nông – lâm – thủy sản (+3,1% svck), công nghiệp và xây dựng (1,1% svck).

Lĩnh vực dịch vụ là động lực tăng trưởng chính của nền kinh tế trong 6 tháng đầu năm 2023

Tăng trưởng của các phân ngành thuộc lĩnh vực dịch vụ (% svck)



Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng trưởng 10,9% svck trong nửa đầu năm 2023



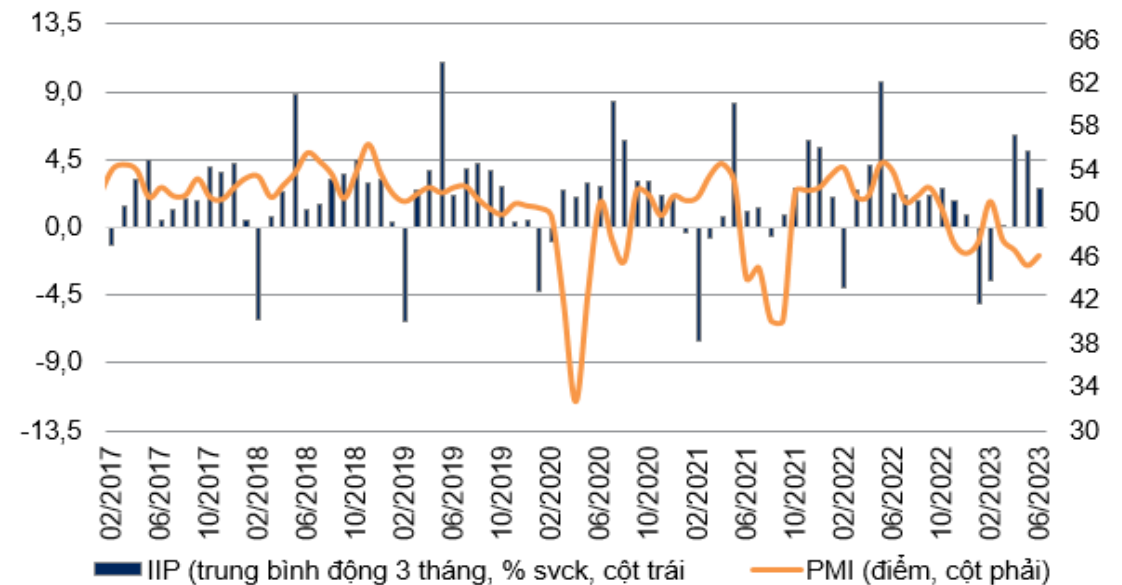
- Theo TCTK, lĩnh vực dịch vụ tăng trưởng 6,3% svck trong 6T23 (so với +6,6% svck trong 6T22). Mức tăng trưởng khá của ngành dịch vụ trong 6T23 được đóng góp bởi (1) lượng khách quốc tế phục hồi mạnh và (2) tiêu dùng trong nước ổn định. Theo dữ liệu của TCTK, tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng tăng 10,9% svck trong 6T23 (so với +12,2% svck trong 6T22). Nếu loại trừ yếu tố giá, chỉ tiêu này đã tăng 8,4% svck, tương đương với mức tăng trưởng của cùng kỳ năm 2022.
- Việt Nam đã đón 5,6 triệu lượt khách quốc tế trong nửa đầu năm, gấp 9,3 lần cùng kỳ năm trước nhưng vẫn chỉ bằng khoảng 80% so với cùng kỳ năm 2019 (mức trước đại dịch). Lượng khách quốc tế trong 6T23 cao gấp 1,5 lần tổng lượng khách quốc tế đến Việt Nam trong cả năm 2022, và vượt 2/3 kế hoạch Chính phủ đề ra cho năm 2023. Trong khi đó, tổng lượng khách nội địa đạt 64 triệu trong 6T23 (+5,8% svck). Tổng doanh thu từ khách du lịch đạt 343,1 nghìn tỷ trong 6T23 (+29% svck).

Lĩnh vực công nghiệp và xây dựng chịu tác động mạnh bởi nhu cầu bên ngoài sụt giảm

Lĩnh vực công nghiệp và xây dựng ghi nhận mức tăng trưởng rất thấp trong nửa đầu năm 2023

	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
Công nghiệp và xây dựng	6,3%	10,4%	-5,5%	5,6%	6,4%	8,7%	12,2%	4,2%	-0,4%	2,5%
Công nghiệp	6,3%	11,2%	-4,4%	6,5%	7,0%	9,5%	11,1%	3,6%	-0,7%	1,6%
Khai khoáng	-8,5%	-4,7%	-9,1%	-2,7%	1,1%	4,5%	6,4%	7,9%	-4,1%	1,2%
Sản xuất	8,9%	13,4%	-4,1%	8,0%	7,7%	11,1%	11,6%	3,0%	-0,5%	1,2%
Sản xuất và phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí	4,3%	12,8%	-2,6%	5,5%	7,1%	4,5%	11,6%	4,5%	-0,2%	3,7%
Cung cấp nước; hoạt động quản lý và xử lý rác thải, nước thải	5,4%	7,8%	-0,2%	3,6%	6,5%	6,3%	9,5%	8,2%	4,7%	6,1%
Xây dựng	6,5%	6,5%	-10,1%	2,1%	3,3%	4,9%	17,5%	6,7%	1,9%	7,1%

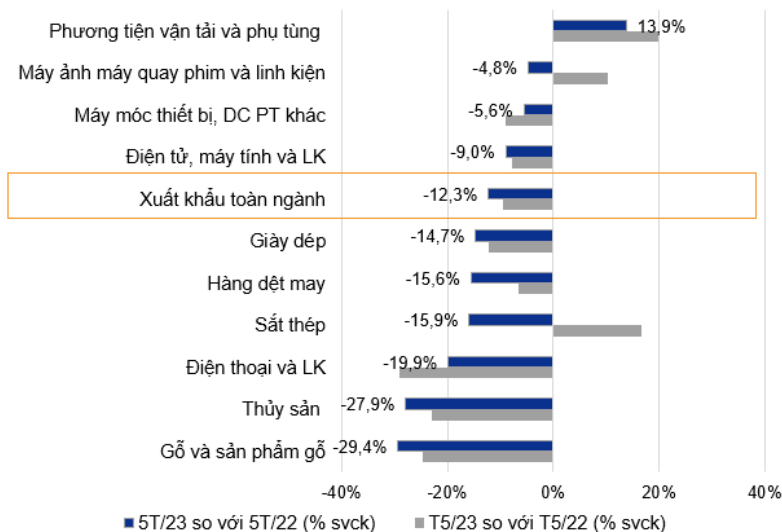
Chỉ số PMI đã ở dưới mức 50 từ trong giai đoạn tháng 3-tháng 6, cho thấy xu hướng thu hẹp của ngành chế biến, chế tạo



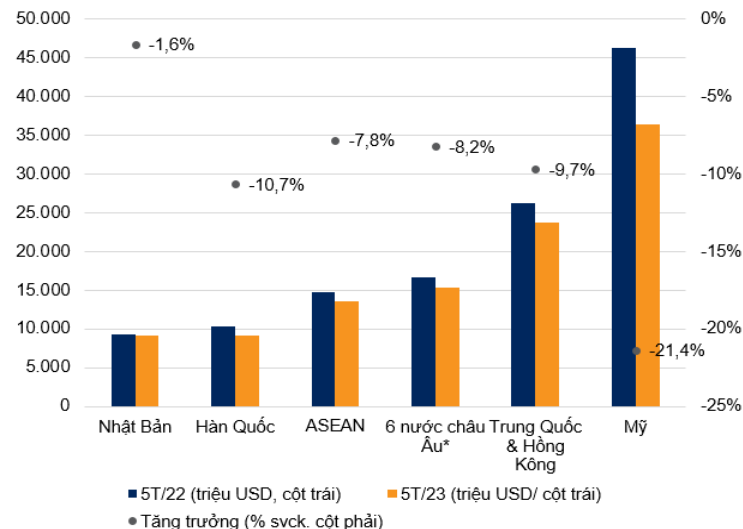
- Lĩnh vực công nghiệp và xây dựng tăng 2,5% svck trong Q2/23 sau khi ghi nhận mức tăng trưởng âm trong Q1/23. Trong nửa đầu năm 2023, lĩnh vực này chỉ tăng trưởng 1,1% svck, đây là mức tăng trưởng 6 tháng đầu năm thấp nhất trong giai đoạn 2011-2023. Đơn hàng sản xuất và xuất khẩu sụt giảm mạnh trong bối cảnh kinh tế toàn cầu giảm tốc là nguyên nhân chính khiến tốc độ tăng trưởng của lĩnh vực công nghiệp và xây dựng chậm lại đáng kể trong nửa đầu năm 2023.
- Hầu hết các phân ngành, bao gồm chế biến chế tạo, sản xuất và phân phối điện, khai khoáng, có tốc độ tăng trưởng thấp hơn nhiều trong nửa đầu năm 2023, trong khi phân ngành xây dựng ghi nhận kết quả tích cực trong giai đoạn này (đặc biệt là Q2/23) nhờ Chính phủ thúc đẩy đầu tư công mạnh mẽ.

Hoạt động xuất nhập khẩu giảm mạnh trong 5T23

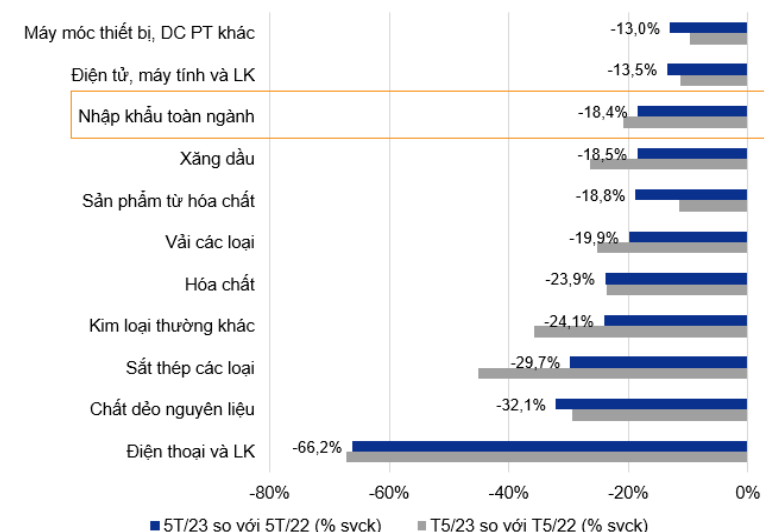
Xuất khẩu của Việt Nam chịu tác động tiêu cực từ bên ngoài trong 5T23



Giá trị xuất khẩu của Việt Nam sụt giảm ở tất cả các thị trường lớn trong 5T23



Chi tiêu cho nhập khẩu của Việt Nam giảm mạnh trong 5T23

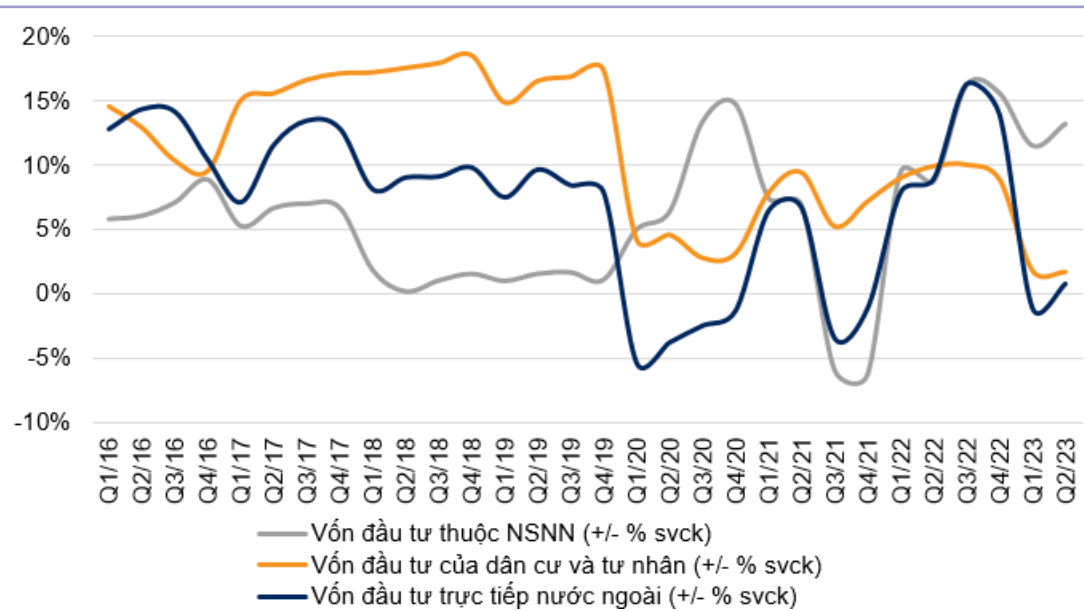


- Xu thế giảm giá hàng hóa trên toàn cầu và lượng đơn đặt hàng hàng thấp là nguyên chính khiến giá trị xuất khẩu của Việt Nam sụt giảm trong 5T23. Theo Tổng cục Hải quan, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam giảm 12,3% svck xuống còn 135,2 tỷ USD trong 5T23. Sự sụt giảm được ghi nhận ở hầu hết các mặt hàng xuất khẩu chủ lực, bao gồm: điện thoại và linh kiện (-19,9% svck), điện tử và máy tính (-9,0% svck), máy móc thiết bị dụng cụ (-5,6% svck), hàng dệt may (-15,6% svck) và giày dép (-14,7% svck).
- Chi tiêu cho nhập khẩu của Việt Nam trong 5T23 giảm 18,4% svck xuống còn 125,6 tỷ USD, phản ánh nhu cầu thấp đối với nhập khẩu nguyên vật liệu, tư liệu sản xuất và các sản phẩm trung gian trong bối cảnh số lượng đơn đặt hàng mới cho sản xuất suy giảm. Về cán cân thương mại, Việt Nam xuất siêu 9,7 tỷ USD trong 5T23, con số này cải thiện đáng kể so với mức xuất siêu 0,3 tỷ USD năm ngoái. Thặng dư được cải thiện góp phần ổn định tỷ giá VND trong nửa đầu năm 2023

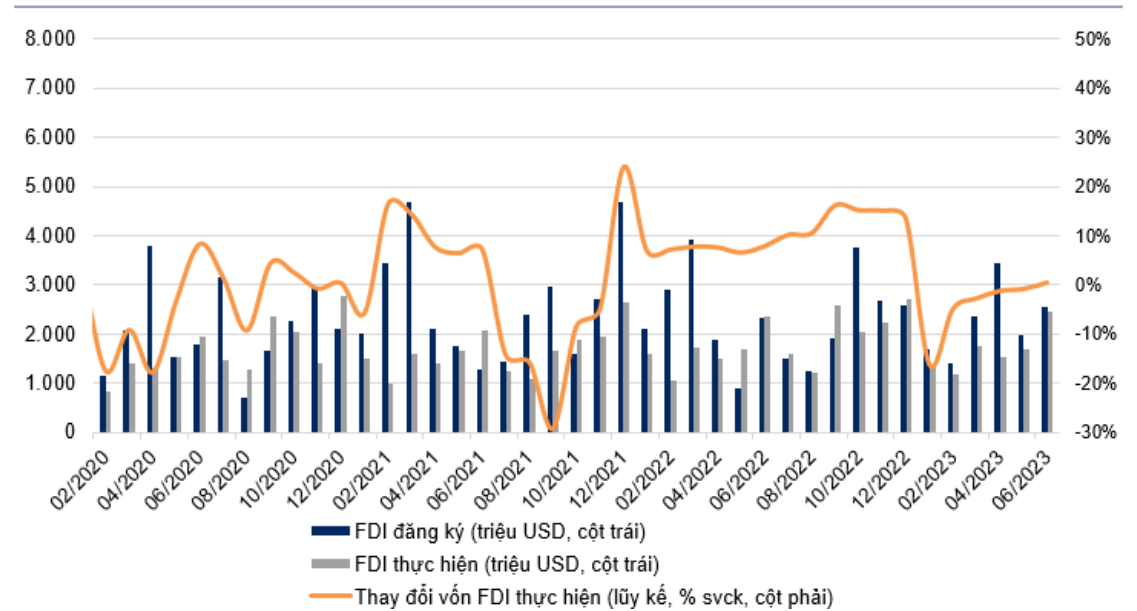
Vốn đầu tư tư nhân và đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) suy yếu trong 6T23

Đầu tư tư nhân và FDI gặp khó khăn trong nửa đầu năm 2023 do triển vọng kinh tế toàn cầu bất định, điều kiện tín dụng toàn cầu thắt chặt hơn và thị trường bất động sản trong nước đóng băng

Vốn đầu tư tư nhân và FDI suy yếu trong nửa đầu năm 2023



Dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam chững lại trong nửa đầu năm 2023

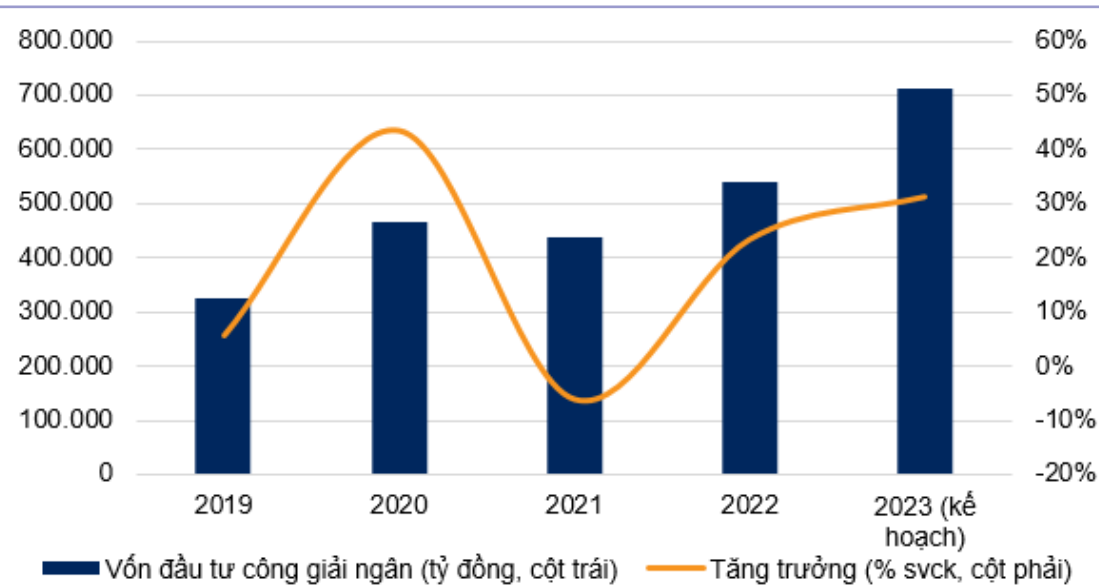


- Theo TCTK, vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội theo giá hiện hành tăng nhẹ 4,3% svck trong 6T23, dẫn đầu là vốn đầu tư công (+20,8% svck trong 6T23). Ngoài ra, vốn đầu tư tư nhân chỉ tăng 1,7% svck trong 6T23, giảm mạnh so với mức tăng trưởng 9,9% svck trong 6T22, trong khi vốn FDI tăng 0,8% svck trong 6 tháng đầu năm 2023, giảm mạnh so với mức tăng 8,9% svck trong nửa đầu năm 2022.
- Có 3 nguyên nhân chính khiến đầu tư tư nhân và FDI sụt giảm trong 6T23, bao gồm (1) Các DN trì hoãn các dự án đầu tư mới cũng như kế hoạch mở rộng sản xuất do tăng trưởng kinh tế toàn cầu ảm đạm và thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng, (2) điều kiện tín dụng toàn cầu thắt chặt hơn gây khó khăn cho DN tiếp cận vốn đầu tư, lãi suất tăng làm tăng chi phí tài chính, (3) Nhiều DN hoạt động trong lĩnh vực bất động sản, xây dựng dân dụng... dừng hoặc thu hẹp hoạt động trong 6T23 do thị trường bất động sản trong nước đóng băng.

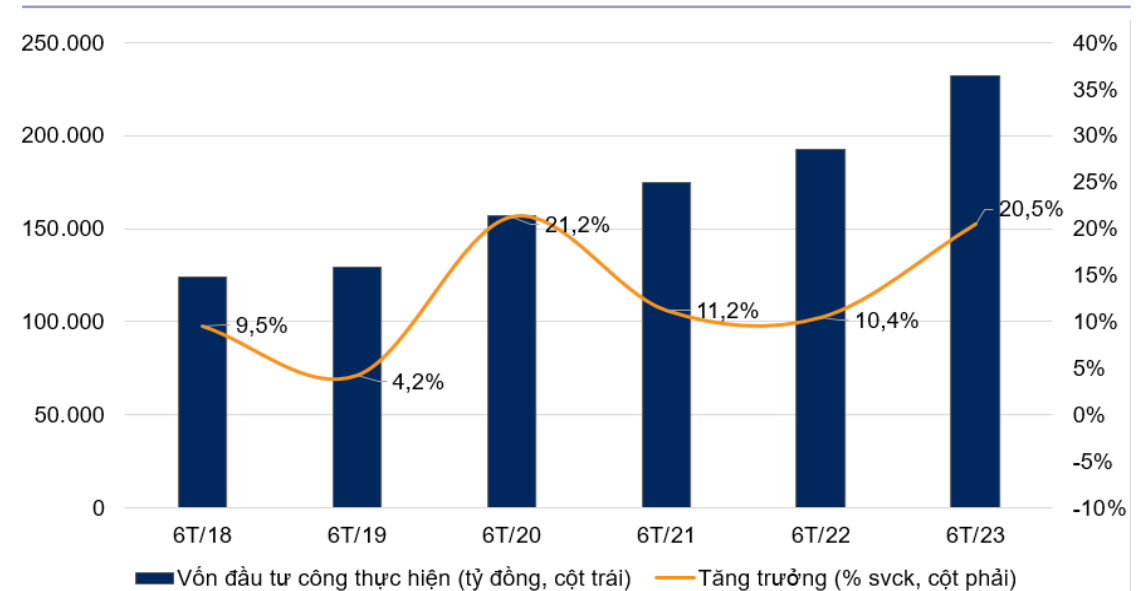
Đầu tư công là yếu tố quan trọng hàng đầu để phục hồi tăng trưởng kinh tế trong năm nay

Kể từ đầu năm 2023, Chính phủ Việt Nam đã đẩy mạnh đầu tư công để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh đầu tư tư nhân và dòng vốn FDI suy yếu

Việt Nam đặt kế hoạch tham vọng cho đầu tư công trong năm 2023



Vốn đầu tư công thực hiện tăng mạnh trong 6T23

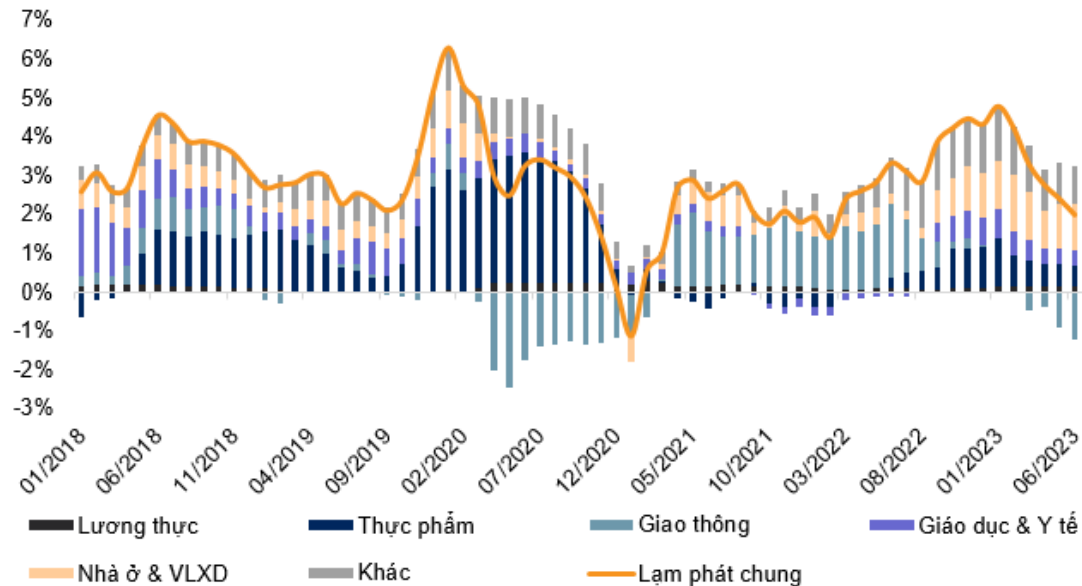


- Theo TCTK, vốn đầu tư công thực hiện tăng 21,8% svck lên 140,4 nghìn tỷ đồng trong Q2/23 (so với +18,5% svck trong Q1/23). Trong nửa đầu năm 2023, vốn đầu tư công thực hiện đã tăng 20,5% svck lên 232,2 nghìn tỷ đồng, cao hơn tốc độ tăng trưởng 10,1% svck trong nửa đầu năm 2022.
- Chính phủ đã đẩy nhanh tiến độ các dự án hạ tầng trọng điểm để hoàn thành ít nhất 95% kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công năm 2023 (kế hoạch Quốc hội giao cho năm 2023 là 711.684 tỷ đồng). Dự án nhà ga T3 sân bay Tân Sơn Nhất chính thức được khởi công vào ngày 24/12/2022. Ngoài ra, 25/25 dự án thành phần của cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2 đã khởi công trong 5T23. Chính phủ cũng đã lên kế hoạch khởi công các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm khác trong tháng 6/2023 như đường vành đai 4 Hà Nội, đường vành đai 3 thành phố Hồ Chí Minh, đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu; đường cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột; Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng.

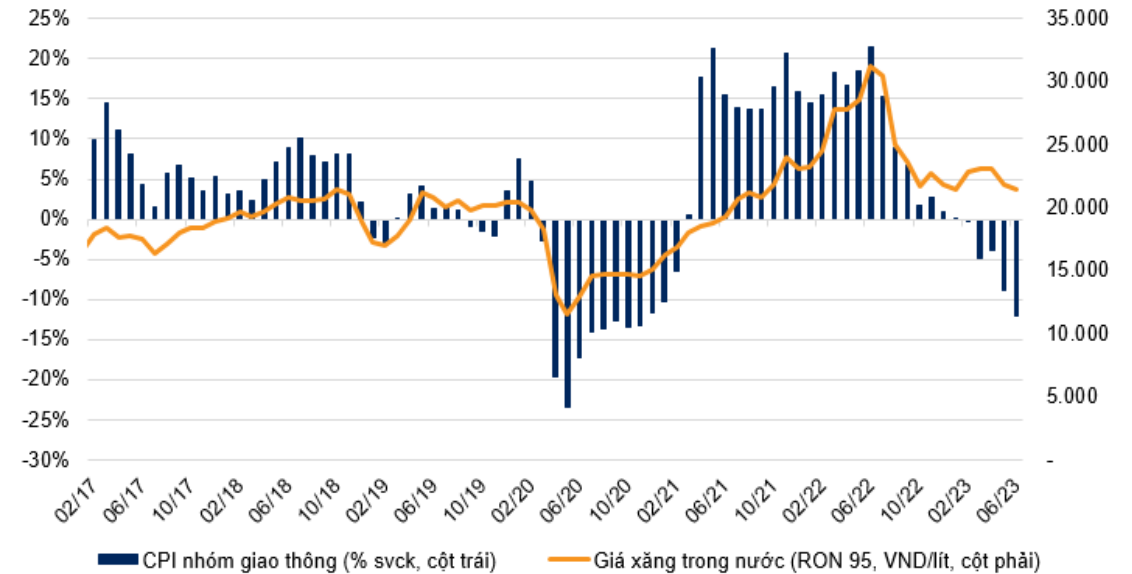
Lạm phát đã hạ nhiệt kể từ tháng 2/2023

Sau khi đạt đỉnh trong T1/23, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của Việt Nam đã chứng kiến chuỗi giảm tốc 5 tháng liên tiếp

Chỉ số CPI tăng 2,0% svck trong tháng 6/2023, ghi nhận chuỗi giảm tốc 5 tháng liên tiếp



Chỉ số giá nhóm giao thông điều chỉnh là yếu tố chính giúp hạ nhiệt lạm phát



- Lạm phát trong nước tiếp tục hạ nhiệt trong T6/23 với mức tăng 2,0% svck, đánh dấu mức tăng thấp nhất trong vòng 16 tháng qua. Trong 6T23, CPI bình quân tăng 3,3% svck.
- Giá xăng dầu trong nước giảm mạnh là yếu tố chính giúp giảm áp lực lạm phát trong 6T23.

Một loạt chính sách mới được ban hành nhằm giải quyết các nút thắt của nền kinh tế

Chính phủ ban hành nhiều chính sách tháo gỡ khó khăn cho người dân và doanh nghiệp

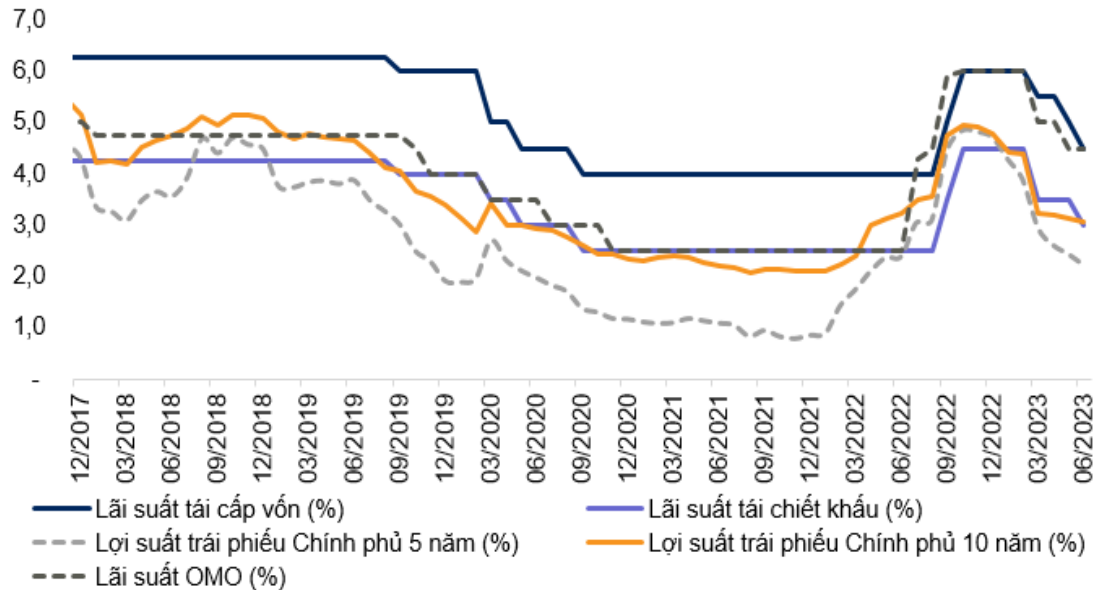
Ngày	Chính sách hỗ trợ
03/05/2023	Nghị định 08/2023/NĐ-CP về trái phiếu doanh nghiệp
03/11/2023	Nghị quyết 33/2023/NQ-CP về một số giải pháp tháo gỡ khó khăn và thúc đẩy phát triển thị trường bất động sản
03/15/2023	NHNN hạ lãi suất điều hành lần thứ 1 trong năm 2023
04/03/2023	NHNN hạ lãi suất điều hành lần thứ 2 trong năm 2023
04/03/2023	Quyết định số 338/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ: Phê duyệt Đề án "Đầu tư xây dựng ít nhất 1 triệu căn hộ nhà ở xã hội cho đối tượng thu nhập thấp, công nhân khu công nghiệp giai đoạn 2011-2030"
04/24/2023	Thông tư số 02/2023 của NHNN quy định về việc TCTD cơ cấu lại thời hạn trả nợ, giữ nguyên nhóm nợ đối với khoản vay tài trợ SXKD và cho vay tiêu dùng
04/24/2023	Thông tư số 03/2023/TT-NHNN: Quy định ngưng hiệu lực thi hành khoản 11 Điều 4 Thông tư số 16/2021/TT-NHNN về việc tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài mua, bán TPDN
05/23/2023	NHNN hạ lãi suất điều hành lần thứ 3 trong năm 2023
06/16/2023	NHNN hạ lãi suất điều hành lần thứ 4 trong năm 2023

Chúng tôi cho rằng một loạt chính sách hỗ trợ được ban hành trong thời gian qua sẽ góp phần gỡ dần các nút thắt hiện nay của nền kinh tế. Cụ thể, Nghị định 08/2023/NĐ-CP về trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) và Thông tư 16 sửa đổi sắp tới sẽ tháo gỡ nút thắt của thị trường TPDN và giải tỏa nguy cơ gia tăng nợ xấu. Thông tư 02/2023 vừa được NHNN ban hành giúp giảm áp lực trích lập dự phòng khi quy định phân bổ nợ tái cơ cấu vào năm 2023 và 2024. Thông tư 03/2023 cho phép ngân hàng mua lại ngay TPDN sẽ giúp cải thiện triển vọng tăng trưởng tín dụng năm nay trong bối cảnh đầu ra cho tín dụng đang gặp nhiều khó khăn.

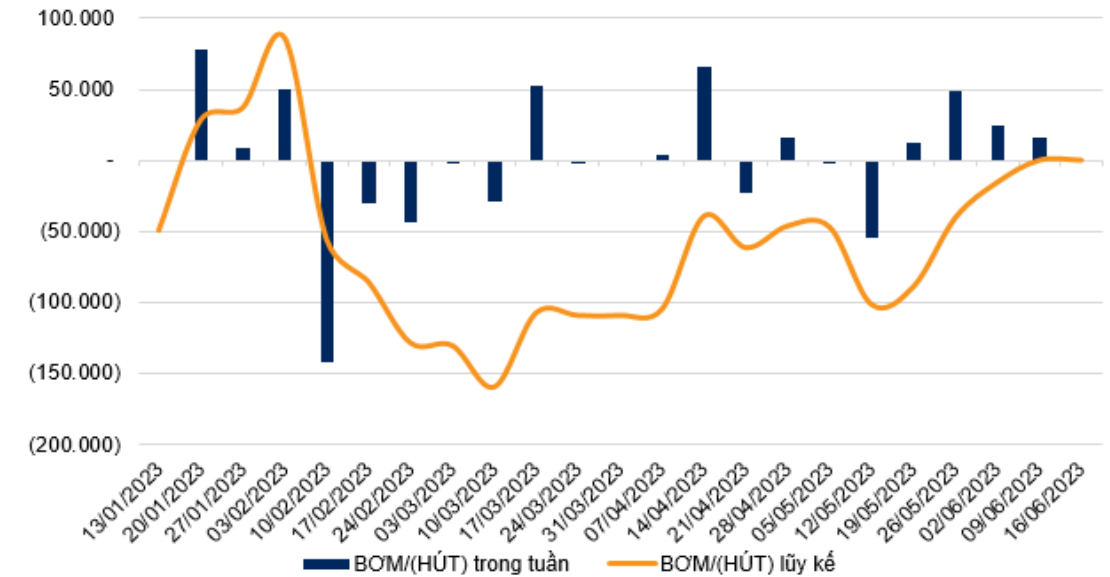
NHNN đảo chiều chính sách tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế

NHNN đã có 4 đợt giảm lãi suất điều hành trong nửa đầu năm 2023, đánh dấu sự đảo chiều chính sách tiền tệ trong nước.

NHNN đã có 4 đợt giảm lãi suất điều hành trong nửa đầu năm 2023



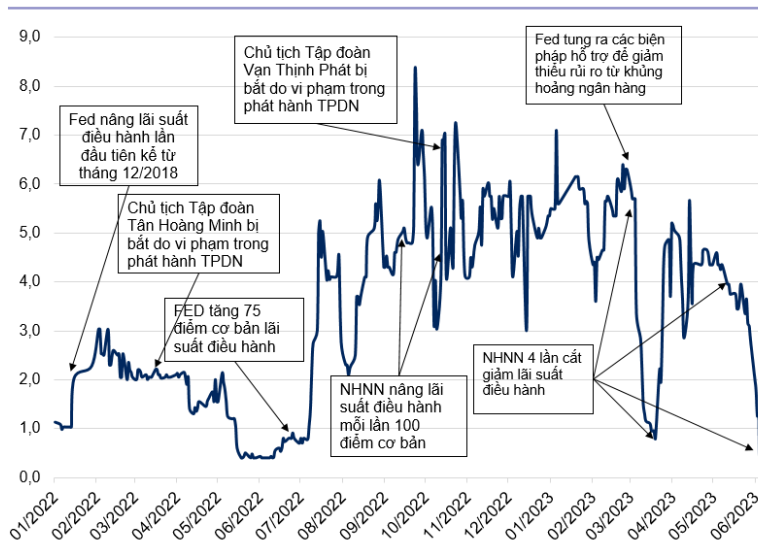
Bơm/hút ròng của NHNN qua kênh thị trường mở (Tỷ đồng)



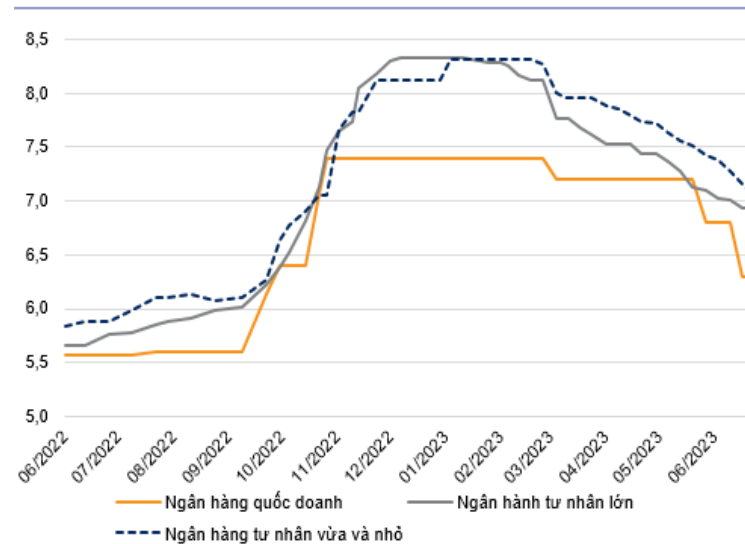
- Kể từ đầu năm 2023, NHNN đã có 4 đợt điều chỉnh giảm lãi suất điều hành, theo đó: lãi suất chiết khấu giảm 1,5 điểm % xuống 3,0%/năm, lãi suất tái cấp vốn giảm 1,5 điểm % xuống 4,5%/năm, lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng VND của các tổ chức tín dụng đối với một số hoạt động kinh tế giảm 1,5 điểm % xuống 4,0%/năm, lãi suất cho vay qua đêm của NHNN đối với các tổ chức tín dụng giảm 2,0 điểm % xuống 5%/năm. NHNN cũng giảm lãi suất tối đa đối với tiền gửi kỳ hạn dưới 1 tháng và dưới 6 tháng lần lượt là 0,5 điểm % và 1,25 điểm % xuống 0,5%/năm và 4,75%/năm.

Lãi suất tiền gửi giảm mạnh trong nửa đầu năm 2023

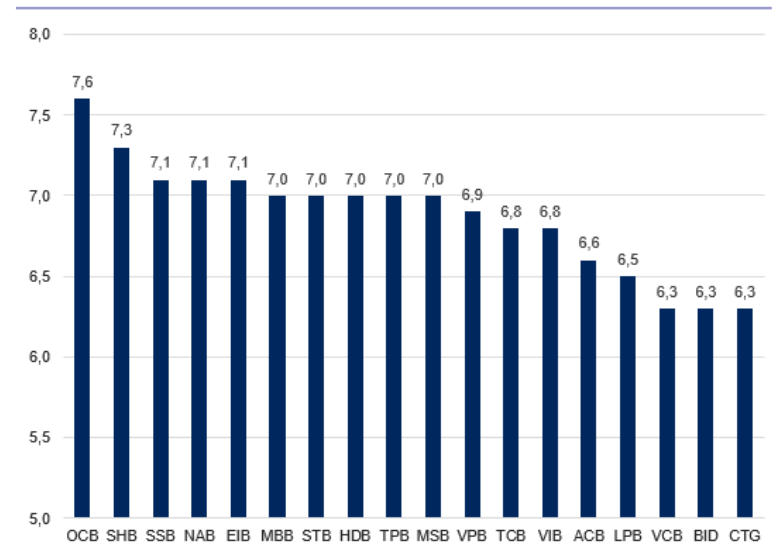
Lãi suất liên ngân hàng hạ nhiệt đáng kể trong nửa đầu năm 2023



Lãi suất huy động giảm rõ rệt trong 6 tháng đầu năm 2023 (Đơn vị: %)



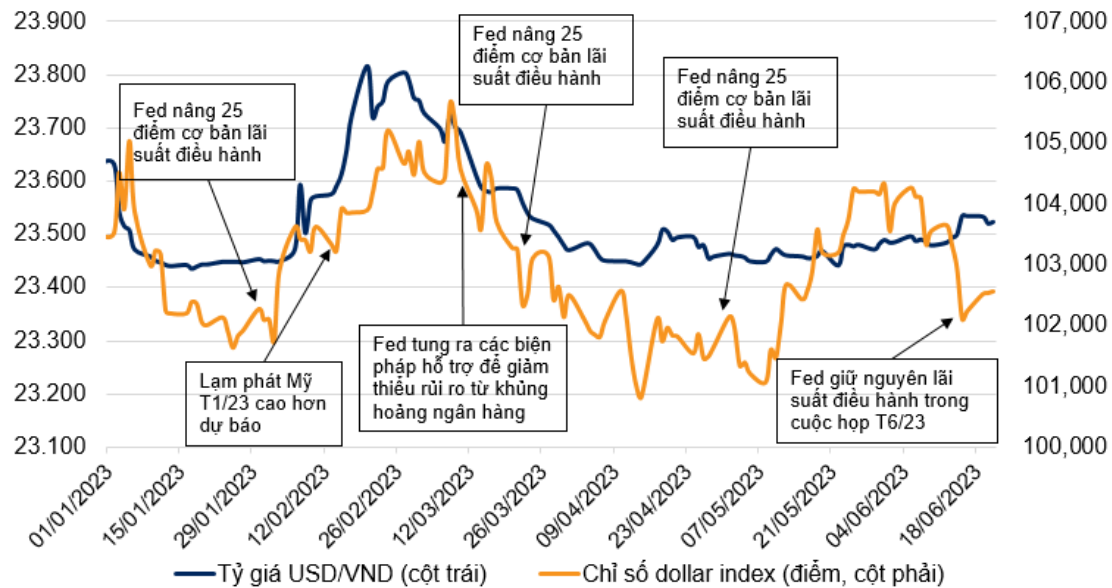
Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của một số NHTM (Đơn vị: %)



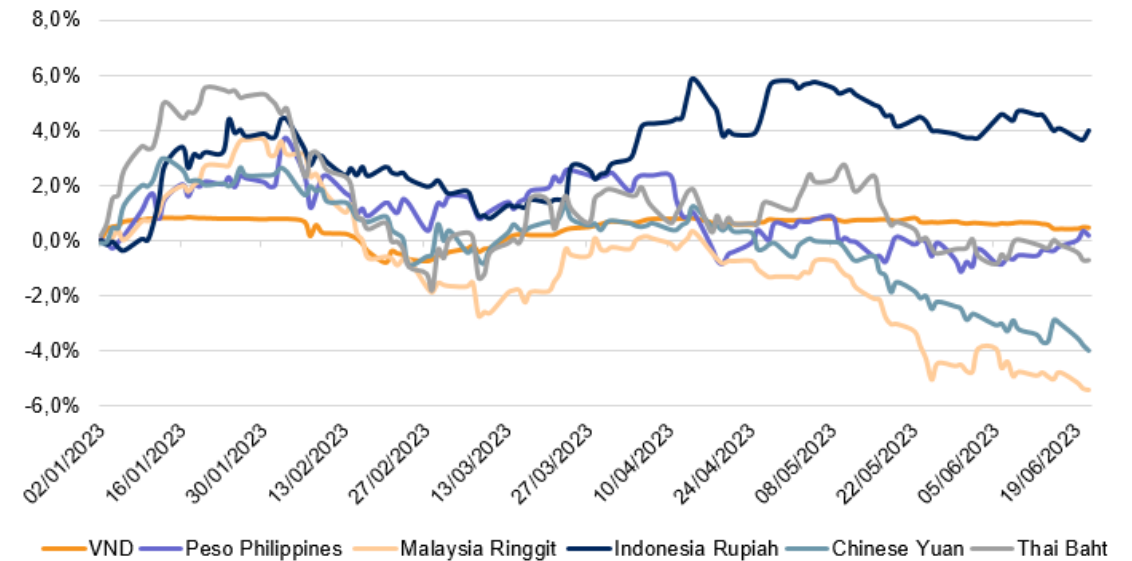
- Kể từ đầu năm 2023, lãi suất tiền gửi trung bình kỳ hạn 3 tháng của các ngân hàng thương mại (NHTM) đã giảm khoảng 137 điểm cơ bản, trong khi lãi suất tiền gửi trung bình kỳ hạn 12 tháng giảm 124 điểm cơ bản (số liệu tính đến ngày 26/6/2023).
- Lãi suất liên ngân hàng hạ nhiệt đáng kể trong 6T23. Tại ngày 19/06/2023, lãi suất qua đêm liên ngân hàng giảm xuống dưới 1%, thấp hơn nhiều so với mức 5% vào đầu năm 2023.

Tỷ giá ổn định trong nửa đầu năm 2023

Tỷ giá US\$/VND giảm 0,5% kể từ đầu năm (dữ liệu ngày 21/06/2023)



Tỷ giá các đồng tiền trong khu vực so với US\$ (+/- sv đầu năm), dữ liệu ngày 21/06/2023



- Tại ngày 21/06/2023, DXY giảm xuống còn 102,6 điểm (-0,9% so với đầu năm). Đà giảm của DXY kéo tỷ giá US\$/VND giảm 0,5% so với đầu năm xuống mức 23.524. Trong số các đồng tiền trong khu vực, USD mất giá so với đồng Peso của Philippines (-0,2% so với đầu năm) và Rupiah của Indonesia (-4,0% so với đầu năm) trong khi tăng so với Baht Thái (+0,7% so với đầu năm), Nhân dân tệ Trung Quốc (+4,0% so với đầu năm) và Ringgit Malaysia (+5,4% so với đầu năm).
- NHNN đã bổ sung dự trữ ngoại hối khoảng 6 tỷ USD trong nửa đầu năm 2023, nâng dự trữ ngoại hối lên khoảng 93 tỷ USD. Nhờ đó, NHNN đã bơm ra nền kinh tế khoảng 140.000 tỷ đồng để mua USD, qua đó hỗ trợ thanh khoản hệ thống ngân hàng và góp phần hạ lãi suất trong nước.

Triển vọng vĩ mô
6 tháng cuối năm
2023

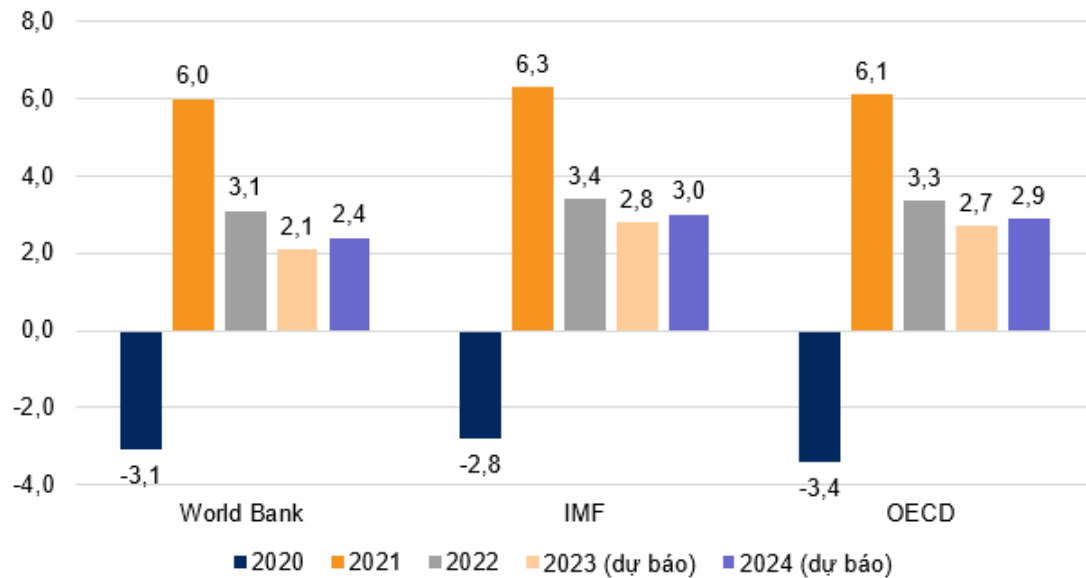
Xoay chuyển tình thế



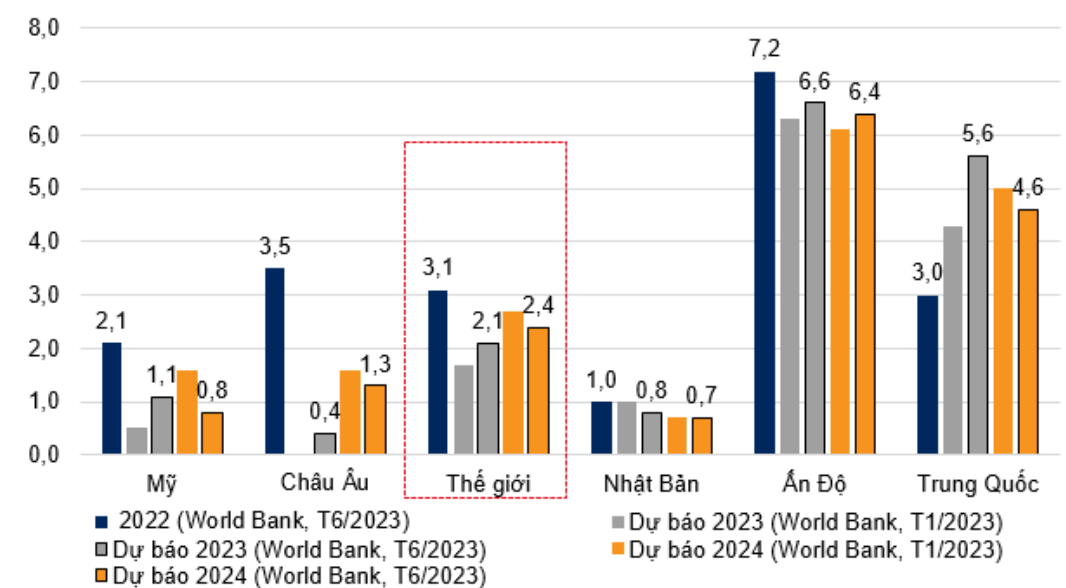
Tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại

Tăng trưởng toàn cầu sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức trong nửa cuối năm 2023

Tăng trưởng kinh tế toàn cầu được dự báo sẽ giảm tốc trong năm 2023 trước khi phục hồi nhẹ vào năm 2024 (Đơn vị: %)



Tăng trưởng sẽ chậm lại ở hầu hết các khu vực vào năm 2023 (Đơn vị: %) (Nguồn: Ngân hàng Thế giới)

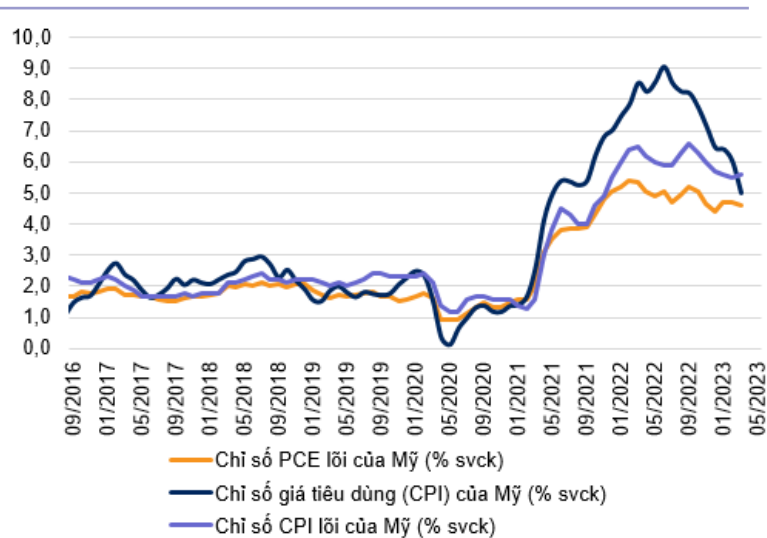


- Trong các báo cáo cập nhật mới đây, một số tổ chức lớn đã nâng dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2023 do Mỹ, Trung Quốc và các nền kinh tế lớn khác đã chứng tỏ khả năng phục hồi tốt hơn so với dự báo. Cụ thể, World Bank nâng dự báo tăng trưởng toàn cầu năm 2023 lên 2,1% so với dự báo trước đó là 1,7%; trong khi OECD nâng dự báo tăng trưởng toàn cầu năm 2023 lên 2,7% (dự báo trước đó là 2,6%). Tuy nhiên, các dự báo tăng trưởng cho năm 2023 vẫn thấp hơn đáng kể so với mức tăng trưởng của năm 2022, đặc biệt là ở các nước phát triển (xem chi tiết trong biểu đồ bên trái).
- Nền kinh tế toàn cầu có thể tiếp tục đối mặt với nhiều thách thức lớn trong nửa cuối năm 2023 và 2024, bao gồm: môi trường lãi suất cao, những tác động kéo dài của đại dịch COVID-19 và xung đột Nga-Ukraine và sự thắt chặt tín dụng do bất ổn của lĩnh vực ngân hàng tại Mỹ và Châu Âu. Do đó, hầu hết các tổ chức nghiên cứu chỉ kỳ vọng vào một sự hồi phục nhẹ của tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong năm 2024.

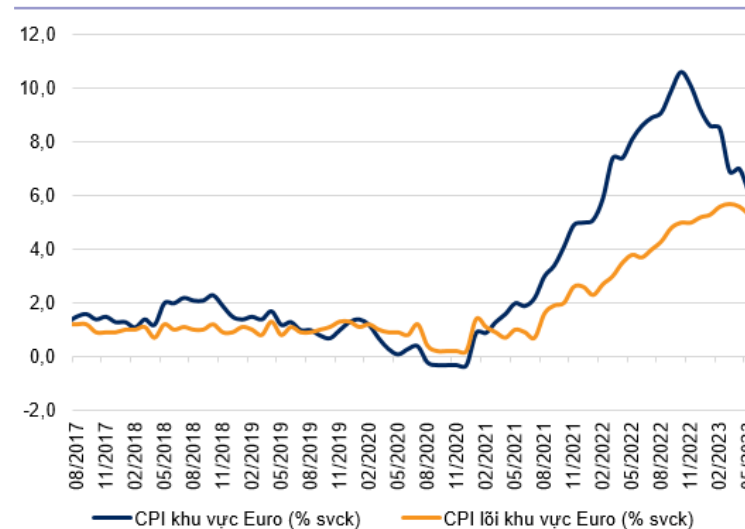
Lạm phát ở các nước phát triển sẽ tiếp tục hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2023

Lạm phát đã hạ nhiệt rõ rệt tại các nền kinh tế phát triển trong 6T23

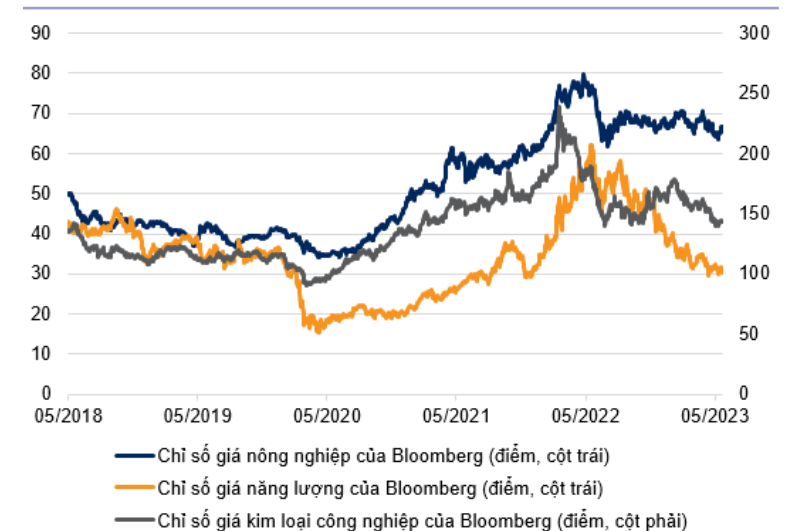
CPI tháng 5/2023 của Mỹ xuống mức thấp nhất trong hơn 2 năm



CPI tháng 5/2023 của khu vực đồng Euro giảm xuống mức thấp nhất trong 15 tháng



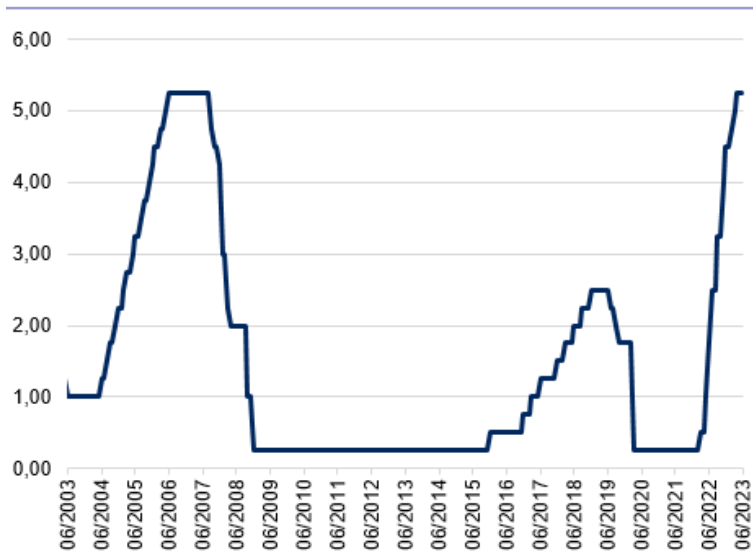
Giá năng lượng và nguyên vật liệu giảm là yếu tố quan trọng giúp hạ nhiệt lạm phát



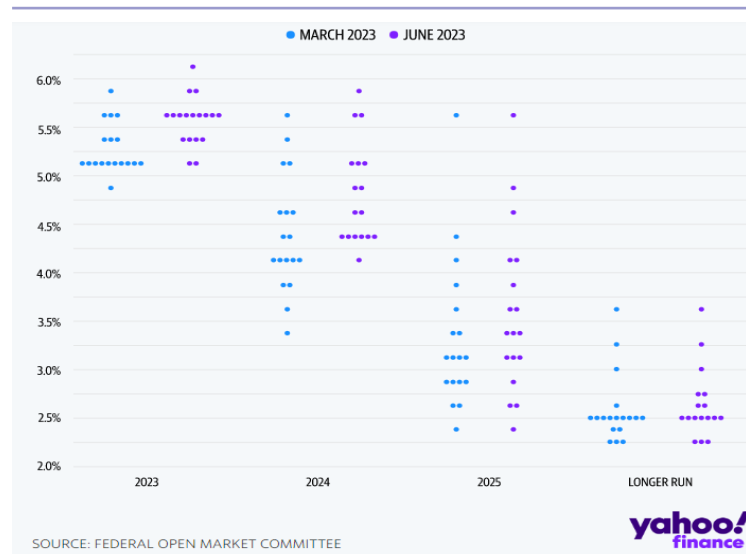
- Lạm phát hạ nhiệt rõ rệt tại các nền kinh tế phát triển trong 5T23. Cụ thể, CPI của Mỹ tháng 5/23 tăng 4,0% svck (so với mức 4,9% svck trong tháng 4/23), mức thấp nhất trong hơn 2 năm. Trong khi đó, CPI khu vực đồng Euro đã giảm xuống mức thấp nhất trong 15 tháng là 6,1% svck vào tháng 5/2023. Tuy nhiên, các chỉ số lạm phát cơ bản vẫn đang duy trì ở mức khá cao và khó có thể sớm quay trở lại mức mục tiêu của Fed và ECB.
- Chúng tôi kỳ vọng áp lực lạm phát ở các nền kinh tế phát triển sẽ hạ nhiệt hơn nữa trong nửa cuối năm 2023 nhờ (1) Fed & ECB mạnh tay tăng lãi suất điều hành để kiềm chế lạm phát, (2) Bất ổn gần đây của hệ thống tài chính ở Mỹ và châu Âu dẫn đến việc thắt chặt hơn nữa các điều kiện tín dụng, điều này sẽ làm suy yếu tiêu dùng và đầu tư khu vực tư nhân. Ở chiều ngược lại, rủi ro làm gia tăng áp lực lạm phát đến từ khả năng leo thang của cuộc xung đột Nga-Ukraine có thể làm gián đoạn chuỗi cung ứng và gây ra tình trạng thiếu hụt nguồn cung đối với các mặt hàng thiết yếu như thực phẩm và năng lượng.

Chu kỳ tăng lãi suất toàn cầu có thể sắp kết thúc khi lãi suất của FED gần đạt đỉnh

Fed tạm dừng tăng lãi suất trong cuộc họp gần đây nhất (%)



Biểu đồ Dot Plot báo hiệu hai đợt tăng lãi suất nữa trong nửa cuối năm 2023



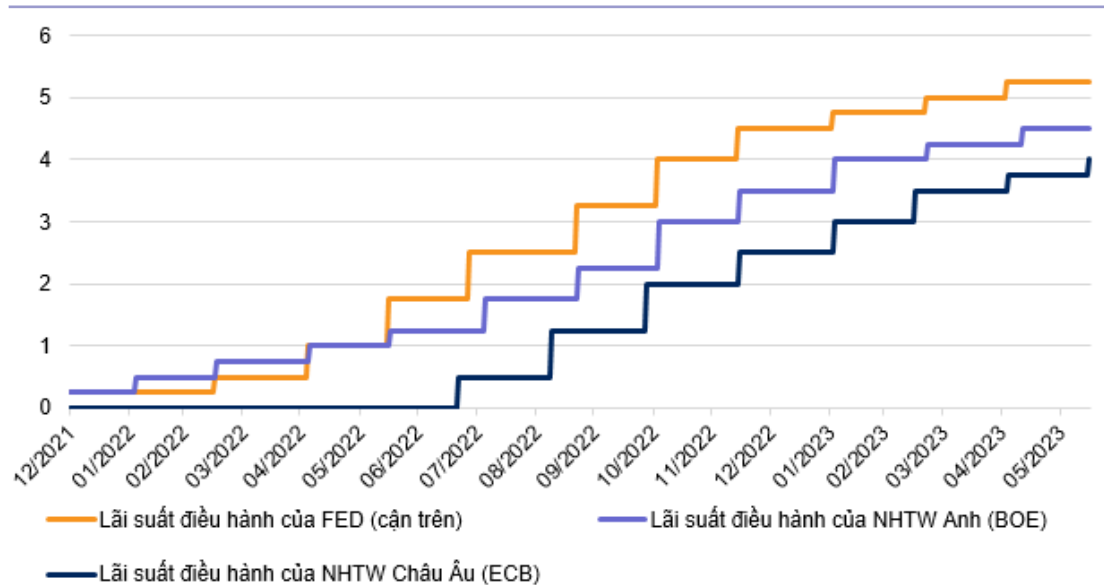
Tuy nhiên, thị trường hiện chỉ kỳ vọng một đợt tăng lãi suất trong 6 tháng cuối năm 2023

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
7/26/2023					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.1%	71.9%	0.0%
9/20/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.0%	64.0%	12.9%
11/1/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	25.3%	61.2%	12.2%
12/13/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.6%	33.2%	50.4%	9.5%
1/31/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	18.7%	41.0%	31.8%	5.2%
3/20/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.0%	12.9%	32.8%	35.2%	15.1%	1.9%
5/1/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.0%	12.6%	32.2%	35.2%	15.6%	2.3%	0.1%
6/19/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	8.6%	24.8%	34.0%	23.0%	7.3%	0.9%	0.0%
7/31/2024	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	7.5%	22.3%	32.6%	24.7%	9.7%	1.9%	0.2%	0.0%
9/25/2024	0.0%	0.0%	0.9%	6.2%	19.3%	30.6%	26.3%	12.7%	3.5%	0.5%	0.0%	0.0%
11/6/2024	0.0%	0.7%	5.3%	17.2%	28.7%	27.0%	15.0%	5.0%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%
12/18/2024	0.4%	3.3%	12.0%	23.7%	27.7%	20.2%	9.3%	2.7%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

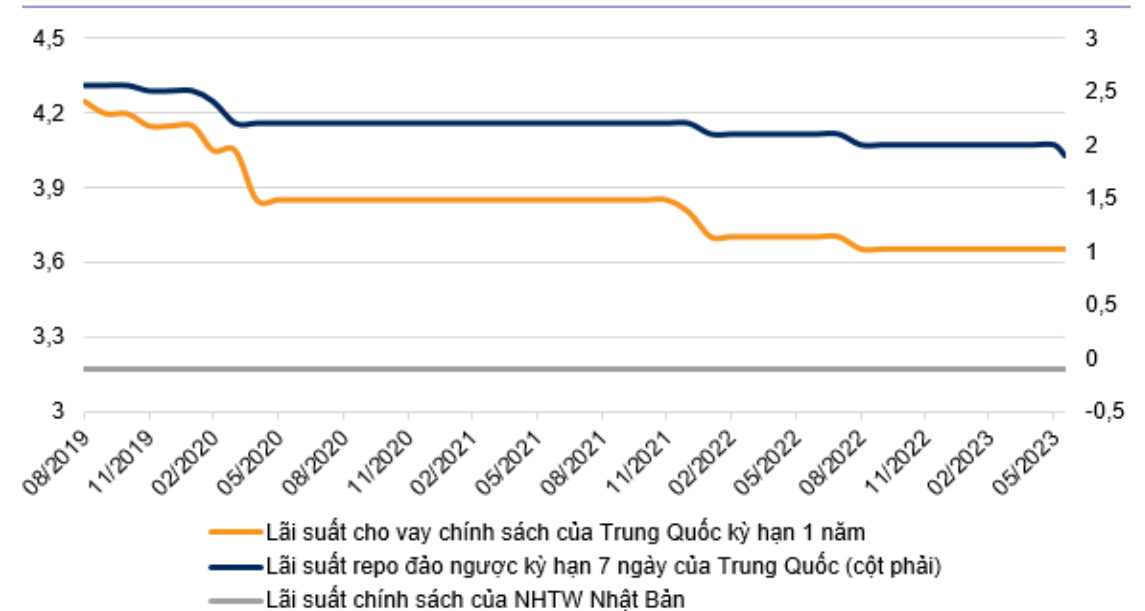
- Fed tạm dừng tăng lãi suất điều hành tại cuộc họp tháng 6 sau 10 lần tăng liên tiếp. Động thái này khiến lãi suất quỹ liên bang duy trì ở mức 5%-5,25%. Fed đồng thời đã phát đi tín hiệu về khả năng có thêm 2 đợt tăng lãi suất nữa trong năm nay do lạm phát dai dẳng. Tuy nhiên, việc tăng lãi suất vẫn chưa chắc chắn và phụ thuộc vào dữ liệu thực tế về kinh tế và lạm phát trước mỗi cuộc họp sắp tới. Biểu đồ Dot Plot của Fed cho thấy họ có thể bắt đầu cắt giảm lãi suất vào năm 2024.
- Mặc dù có thể có thêm 1-2 đợt tăng lãi suất nữa của Fed trong nửa cuối năm 2023, có thể nói rằng lãi suất điều hành của FED đã ở gần mức đỉnh và chu kỳ tăng lãi suất đang ở gần cuối hành trình.

Chính sách tiền tệ của các ngân hàng trung ương lớn đang có sự phân hóa

FED, NHTW châu Âu (ECB) và NHTW Anh (BOE) tăng lãi suất để kiềm chế lạm phát... (đơn vị: %)



...trong khi NHTW Trung Quốc (PBOC) và NHTW Nhật Bản (BOJ) nới lỏng chính sách tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế (đơn vị: %)

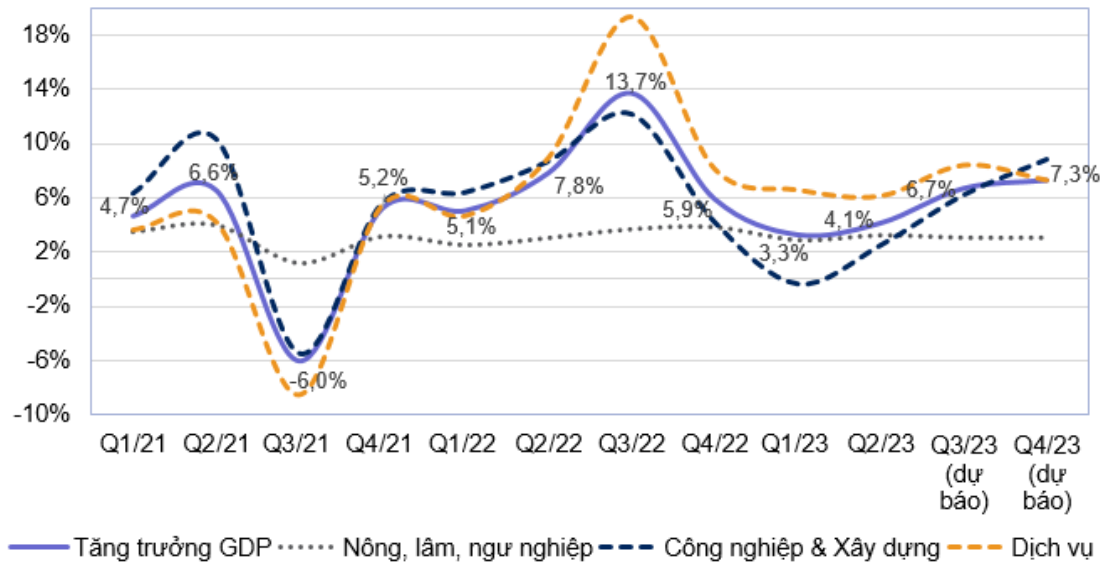


- Chúng tôi thấy sự khác biệt ngày càng tăng trong chính sách tiền tệ giữa các ngân hàng trung ương lớn. Trong khi FED, ECB và BOE tăng mạnh lãi suất điều hành để kiềm chế lạm phát thì PBOC và BOJ lại nới lỏng chính sách tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.
- Cụ thể, BOJ đã duy trì lãi suất điều hành ở mức gần bằng 0 để hỗ trợ nền kinh tế vượt qua tác động của đại dịch COVID-19. Trong khi đó, PBOC vừa quyết định hạ lãi suất repo đảo ngược kỳ hạn 7 ngày để hỗ trợ nền kinh tế do tốc độ phục hồi trong 5 tháng đầu năm 2023 thấp hơn kỳ vọng.

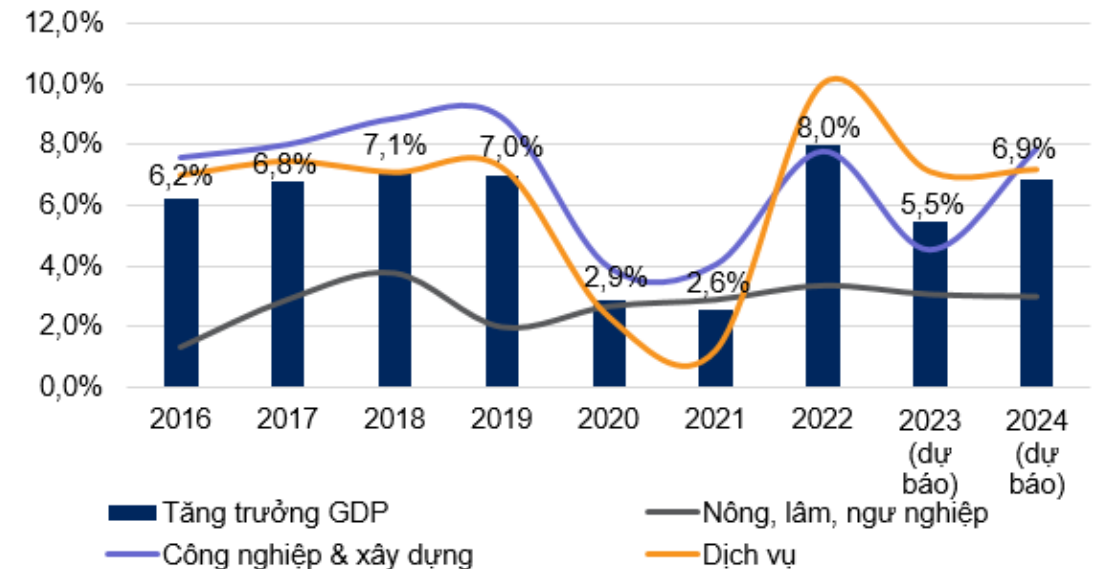
Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam tăng tốc độ phục hồi trong nửa cuối năm 2023

Chính sách nới lỏng tài khóa và lãi suất trong nước giảm là hai yếu tố chính thúc đẩy kinh tế Việt Nam phục hồi trong nửa cuối năm 2023.

Tăng trưởng của Việt Nam có thể phục hồi trong nửa cuối năm 2023 (Đơn vị: %)



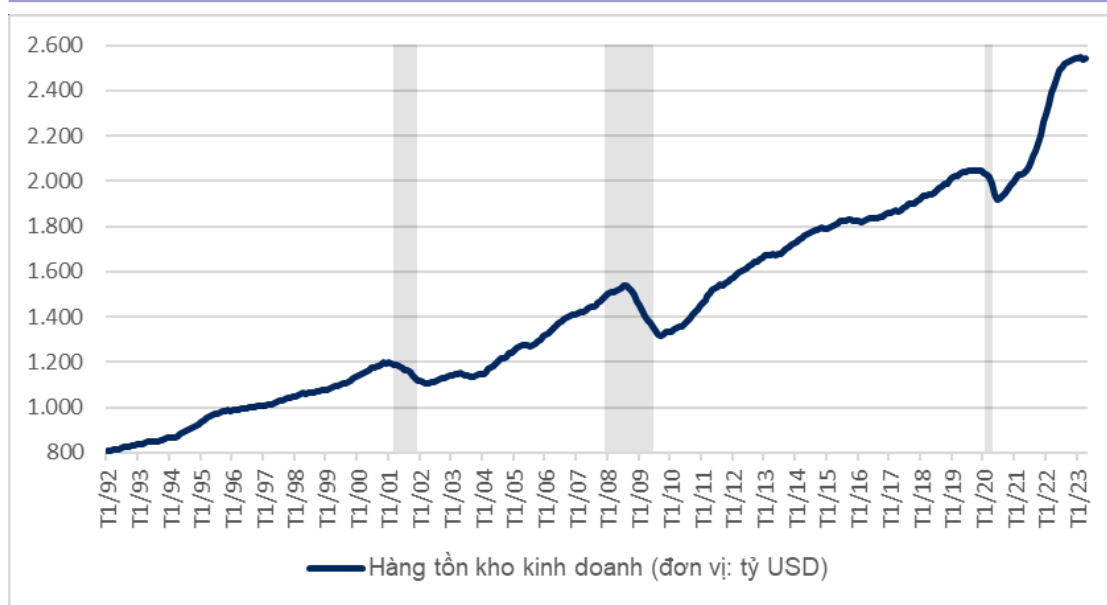
...và tăng tốc trong năm 2024 (Đơn vị: %)



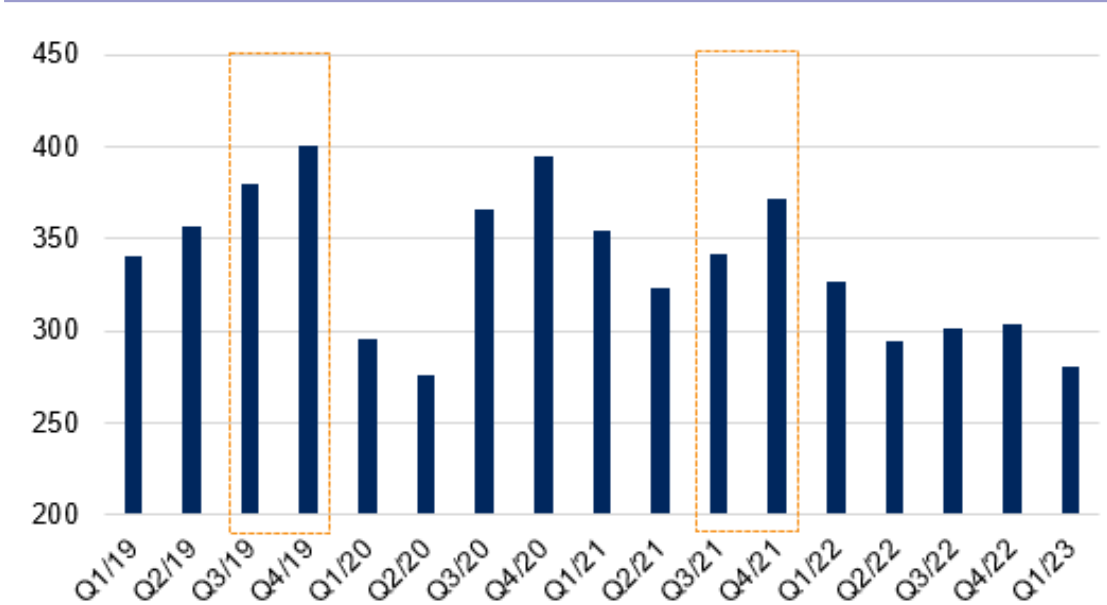
- Chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam tăng 7,1% svck (+/-0,3 điểm %) trong nửa cuối năm 2023 (so với mức tăng 3,7% svck trong nửa đầu năm nay), qua đó nâng tốc độ tăng trưởng cả năm 2023 lên 5,5% svck (+/-0,2 điểm %). Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam sẽ duy trì đà phục hồi trong năm tới và dự báo tăng trưởng GDP đạt 6,9% svck (+/-0,3 điểm %) trong năm 2024.
- Các yếu tố hỗ trợ chính đến từ: (1) Chính phủ thực hiện chính sách tài khóa mở rộng mạnh mẽ để thúc đẩy tăng trưởng, (2) Lãi suất cho vay giảm giúp kích thích tiêu dùng và đầu tư tư nhân, (3) Lượng khách du lịch quốc tế tiếp tục phục hồi, đặc biệt là từ Trung Quốc, và (4) Các đơn hàng xuất khẩu nông sản và sản phẩm công nghiệp của Việt Nam có thể phục hồi từ Q4/23 trong bối cảnh hàng tồn kho tại các nước đã phát triển giảm.

Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu của Việt Nam sẽ phục hồi trong Q4/23

Tổng lượng hàng tồn kho của các doanh nghiệp tại Mỹ có dấu hiệu đạt đỉnh vào Q1/23



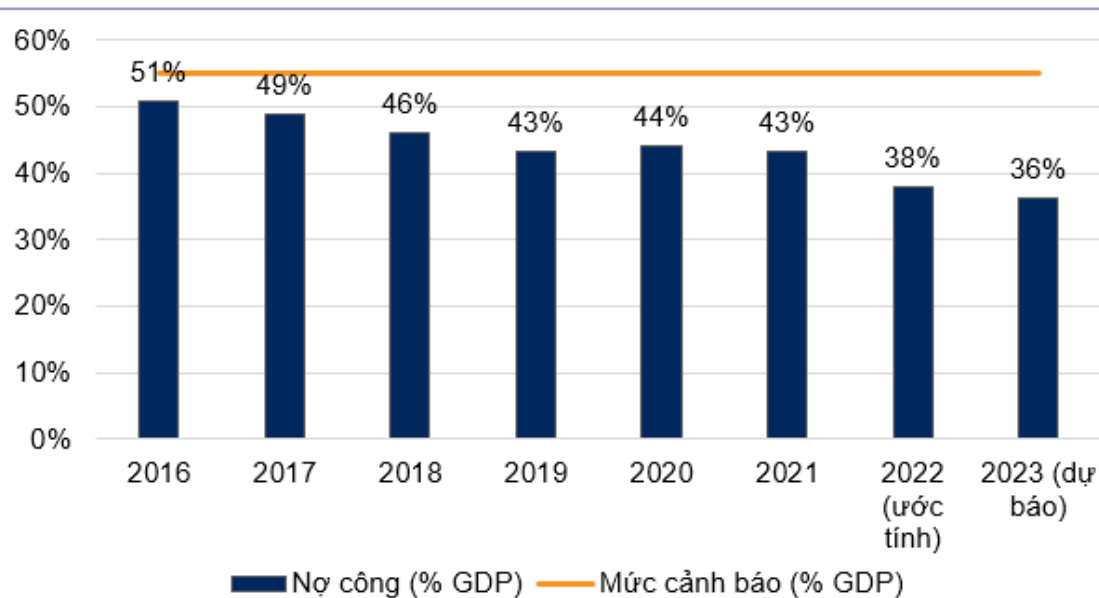
Tổng số lượng điện thoại thông minh được vận chuyển đến tay khách hàng trên toàn cầu (triệu sản phẩm)



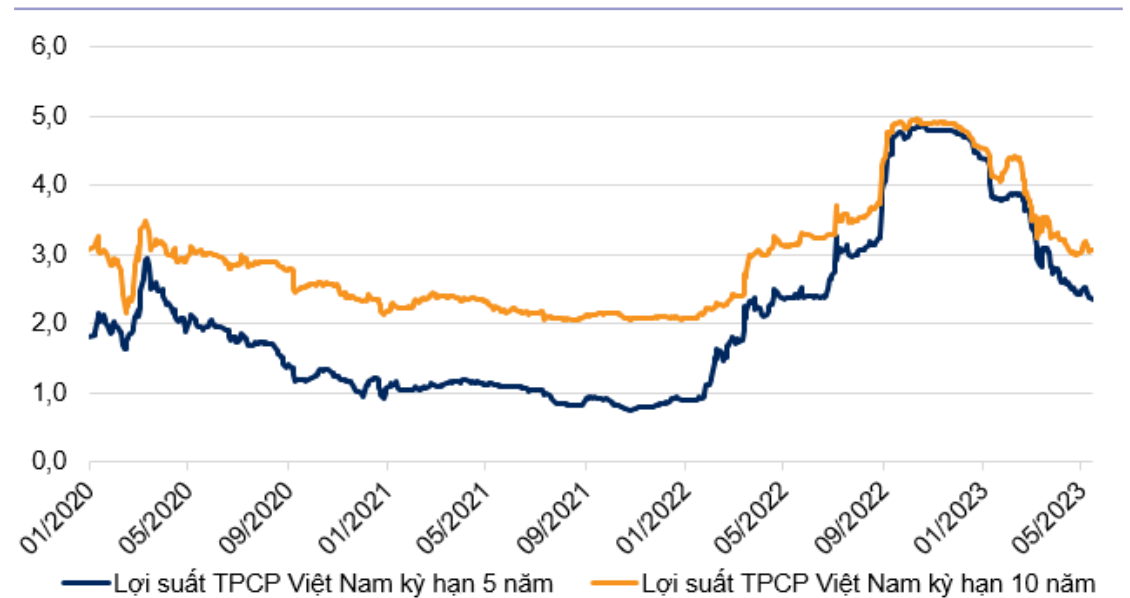
- Tổng tồn kho của các doanh nghiệp Mỹ tăng mạnh là một trong những yếu tố quan trọng nhất khiến số lượng đơn đặt hàng mới cho hàng xuất khẩu của Việt Nam giảm mạnh trong giai đoạn Q4/22 đến Q2/23. Tuy nhiên, tồn kho tại Mỹ đã có dấu hiệu đạt đỉnh vào cuối Q1/23 và dự kiến sẽ giảm trong những quý tiếp theo. Do đó, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu của Việt Nam sẽ phục hồi trong Q4/23 do (1) tồn kho tại các nước phát triển giảm sẽ kích thích nhu cầu đối với hàng xuất khẩu của Việt Nam, (2) chu kỳ thay thế smartphone cũ bằng mẫu mới là 25,3 tháng, tức khoảng 2 năm (theo nghiên cứu của China Mobile Terminal Lab), điều này có thể thúc đẩy xuất khẩu smartphone của Việt Nam kể từ Q4/23, (3) Nhu cầu từ Trung Quốc phục hồi mạnh mẽ hơn sau khi nền kinh tế mở cửa trở lại.

Việt Nam có điều kiện tương đối thuận lợi để thực hiện chính sách tài khóa mở rộng nhằm phục hồi tăng trưởng kinh tế

Tỷ lệ nợ công trên GDP của Việt Nam đã giảm mạnh trong vài năm qua



Lợi suất TPCP Việt Nam giảm mạnh kể từ đầu năm 2023 (Đơn vị: %)



- Hiện nay, đang có một số yếu tố hỗ trợ Chính phủ trong việc thực hiện chính sách tài khóa mở rộng trong nửa cuối năm 2023, bao gồm: (1) Nợ công thấp tạo dư địa cho nới lỏng chính sách tài khóa để hỗ trợ phục hồi kinh tế, (2) Lợi suất TPCP của Việt Nam giảm mạnh kể từ đầu năm 2023 và (3) Lạm phát trong nước đã hạ nhiệt đáng kể trong vài tháng qua.
- Chính sách tài khóa mở rộng bao gồm: đẩy nhanh giải ngân vốn đầu tư công, giảm thuế, phí (giảm 2% thuế GTGT, giảm 50% thuế trước bạ đối với ô tô sản xuất trong nước), tăng lương cơ bản cho cán bộ, công chức nhà nước từ ngày 01/07. Các doanh nghiệp nhà nước (như PVN) cũng có thể tăng cường đầu tư trong thời gian tới để phối hợp với chính sách tài khóa mở rộng của Chính phủ.

Các chính sách tài khóa hỗ trợ nền kinh tế đang được triển khai

Một số chính sách tài khóa hỗ trợ nền kinh tế đang được triển khai trong năm 2023

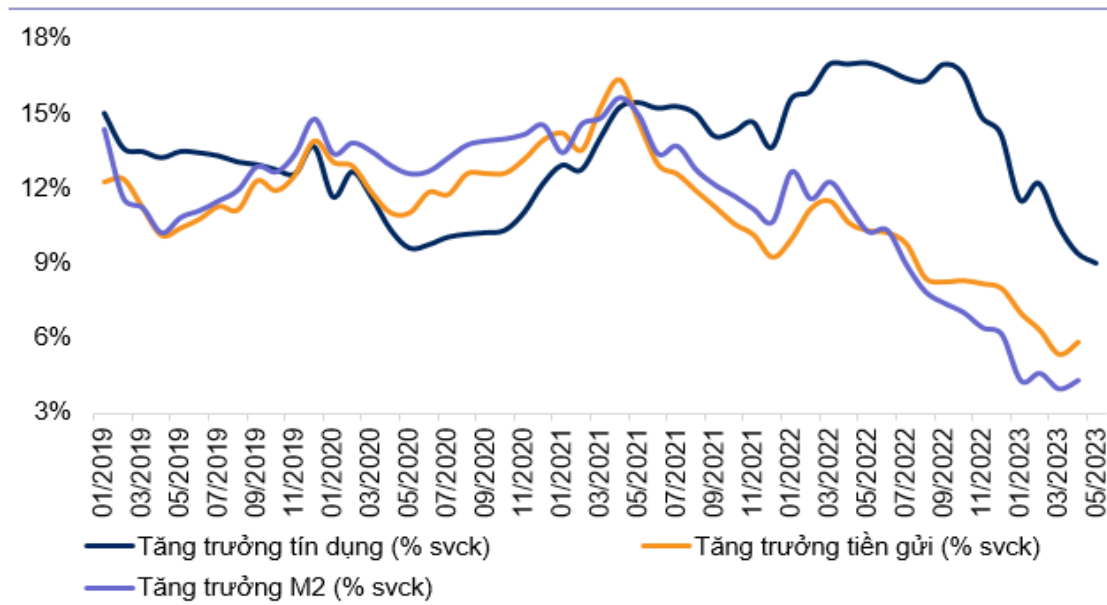
Văn bản pháp lập	Loại thuế	Nội dung
Nghị định số 12/2023/NĐ-CP về gia hạn thời hạn nộp thuế, tiền thuê đất năm 2023	Đối với thuế giá trị gia tăng (GTGT) (trừ thuế GTGT khấu nhập khẩu)	- Gia hạn 6 tháng đối với số thuế GTGT từ tháng 3 đến tháng 5 năm 2023 và quý 1/2023 - Gia hạn 4 tháng với số thuế GTGT của tháng 7/2023 - Gia hạn 5 tháng đối với số thuế GTGT của tháng 6 năm 2023 và quý 2/2023 - Gia hạn 3 tháng với số thuế GTGT của tháng 8 năm 2023
	Đối với thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN)	Gia hạn 3 tháng kể từ ngày kết thúc thời hạn nộp thuế TNDN theo quy định của pháp lập về quản lý thuế đối với số thuế TNDN tạm nộp của quý 1, quý 2 của kỳ tính thuế TNDN năm 2023
	Đối với thuế GTGT, thuế thu nhập cá nhân của hộ kinh doanh, cá nhân kinh doanh	Hộ kinh doanh, cá nhân kinh doanh được gia hạn nộp thuế GTGT, thu nhập cá nhân đối với số tiền thuế phải nộp phát sinh năm 2023 tới chậm nhất là ngày 30 tháng 12 năm 2023
	Đối với tiền thuê đất	Gia hạn thời hạn nộp tiền thuê đất đối với 50% số tiền thuê đất phát sinh phải nộp năm 2023 của doanh nghiệp, tổ chức, hộ gia đình, cá nhân theo quy định tại điều 3 Nghị định này. Thời gian gia hạn là 6 tháng kể từ ngày 31 tháng 5 năm 2023 đến ngày 30 tháng 11 năm 2023
Dự thảo Nghị định về giảm thuế trước bạ với ô tô sản xuất trong nước	Lệ phí trước bạ đối với ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước	Theo đó, Chính phủ có kế hoạch giảm 50% lệ phí trước bạ đối với ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước. Thời gian áp dụng là 6 tháng, từ ngày 1 tháng 7 đến hết năm nay.
Dự thảo Nghị quyết của Quốc hội về giảm thuế GTGT	Đề xuất giảm thuế GTGT đối với một số nhóm hàng hóa, dịch vụ đang áp dụng mức thuế suất 10%.	- Cơ sở kinh doanh được áp dụng mức thuế suất thuế giá trị gia tăng 8% đối với hàng hóa, dịch vụ đang áp dụng mức thuế suất 10% (trừ một số lĩnh vực như tài chính, ngân hàng, bất động sản, viễn thông,...) - Cơ sở kinh doanh (bao gồm hộ kinh doanh, cá nhân kinh doanh) tính thuế giá trị gia tăng theo phương pháp tỷ lệ % trên doanh thu được giảm 20% mức tỷ lệ % để tính thuế GTGT khi thực hiện xuất hóa đơn đối với hàng hóa, dịch vụ được giảm thuế GTGT quy định tại khoản 1 Điều 1 Dự thảo nghị quyết

- Việc triển khai Nghị định 12/2023/NĐ-CP cho phép doanh nghiệp giữ lại một phần tiền thuế trong thời gian nhất định để bổ sung nguồn vốn kinh doanh ngắn hạn, qua đó giảm bớt áp lực huy động vốn, tiết giảm chi phí tài chính và lãi vay trong bối cảnh các kênh huy động như tín dụng, TPDN, chứng khoán gặp khó khăn hiện nay.
- Chính phủ đã trình Quốc hội xem xét ban hành Nghị quyết về giảm thuế GTGT để hỗ trợ người dân và doanh nghiệp. Theo đó, đối tượng được giảm 2% thuế GTGT (từ 10% xuống 8%) sẽ được giữ nguyên như Nghị quyết 43/2022/QH15 về việc giảm thuế GTGT 2% vào năm 2022, tức là không bao gồm các ngành như viễn thông, chứng khoán, bất động sản và ngân hàng.
- Chính phủ đang có kế hoạch giảm 50% lệ phí trước bạ cho ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước. Thời gian áp dụng là 6 tháng, kể từ ngày 01/07 đến hết năm 2023.
- Ngoài ra, Chính phủ sẽ tăng lương cơ bản cho cán bộ, công chức nhà nước từ ngày 01/07/2023.

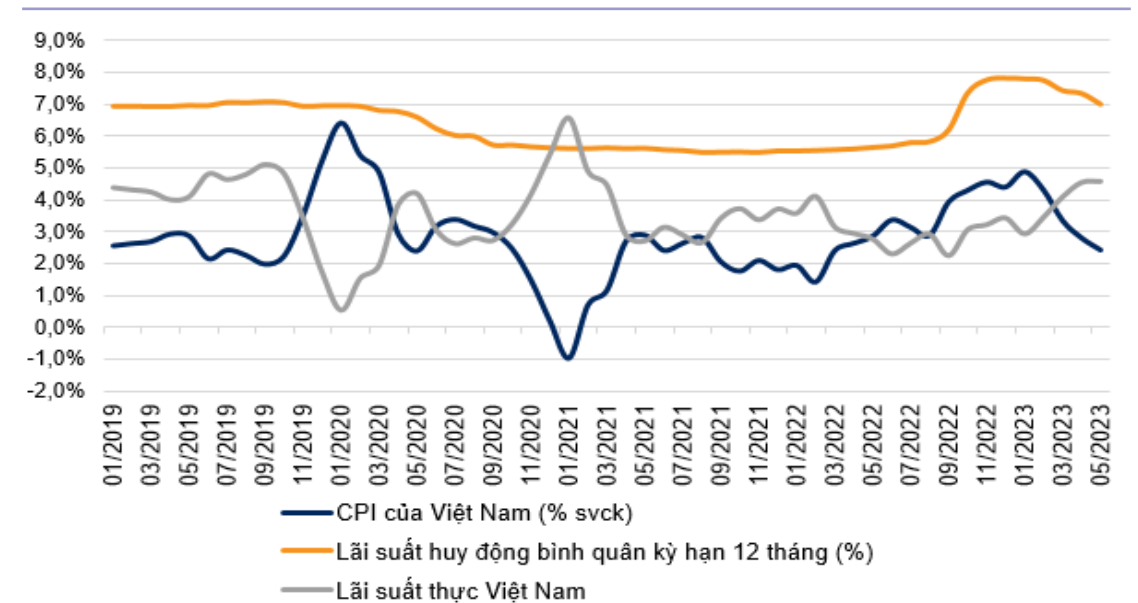
Lãi suất sẽ duy trì đà giảm trong nửa cuối năm 2023

Chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động và cho vay sẽ duy trì xu hướng giảm trong nửa cuối năm 2023

Tăng trưởng tín dụng giảm mạnh trong 5T23



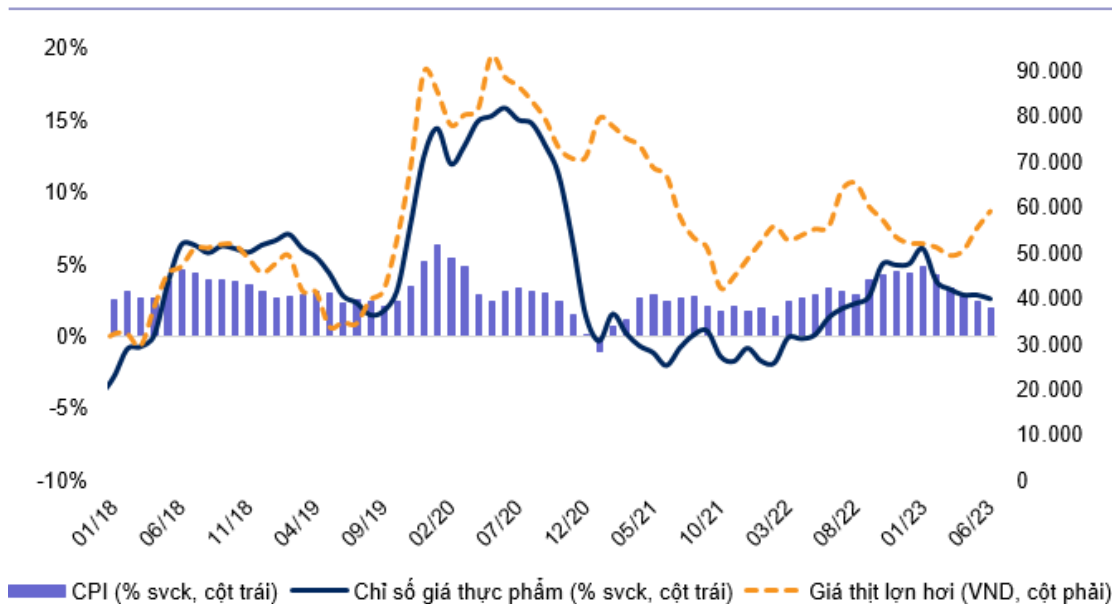
Việt Nam còn dư địa để giảm lãi suất trong bối cảnh lạm phát được kiểm soát tốt



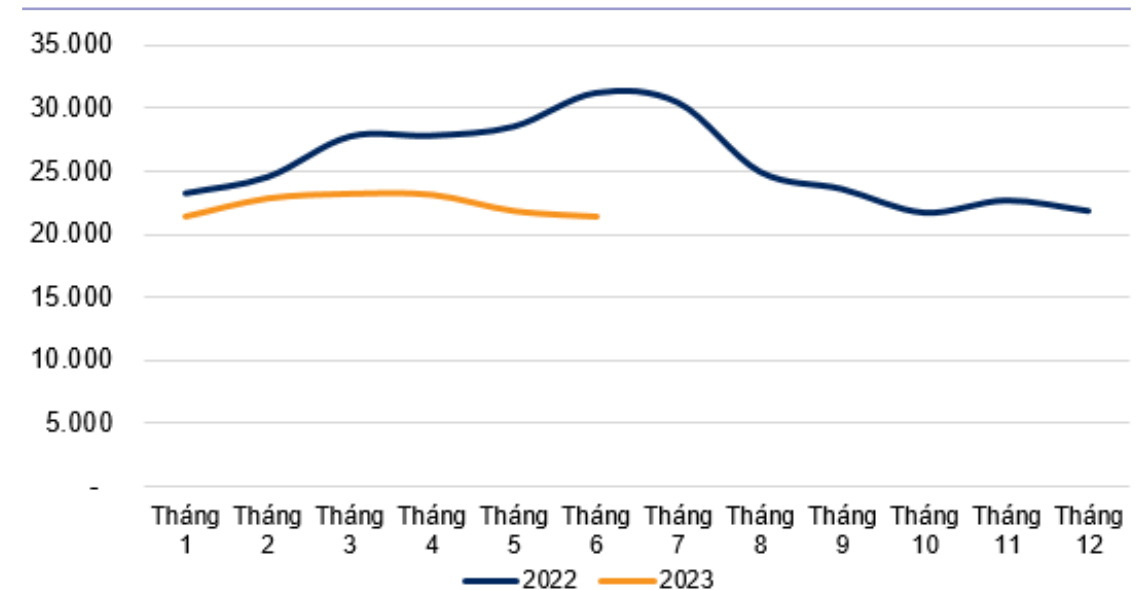
- Chúng tôi kỳ vọng lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 12 tháng sẽ giảm xuống 6,0-6,5%/năm vào cuối năm 2023, do: (1) nhu cầu tín dụng suy yếu do suy thoái kinh tế và thị trường bất động sản ảm đạm, (2) Chính phủ sẽ còn tiếp tục thúc đẩy đầu tư công, từ đó bơm thêm tiền vào nền kinh tế và (3) NHNN vẫn còn dư địa để giảm lãi suất điều hành.
- Lãi suất cho vay có thể giảm rõ rệt trong nửa cuối năm 2023 do chi phí vốn của các NHTM đang giảm nhờ: (1) tác động từ việc NHNN cắt giảm lãi suất điều hành trong 6T23 và (2) NHNN ban hành Thông tư 02 cho phép giãn trích lập dự phòng nợ xấu, v.v.

Lạm phát sẽ nằm trong tầm kiểm soát trong nửa cuối năm 2023

Giá thịt heo tăng trở lại kể từ tháng 4/2023



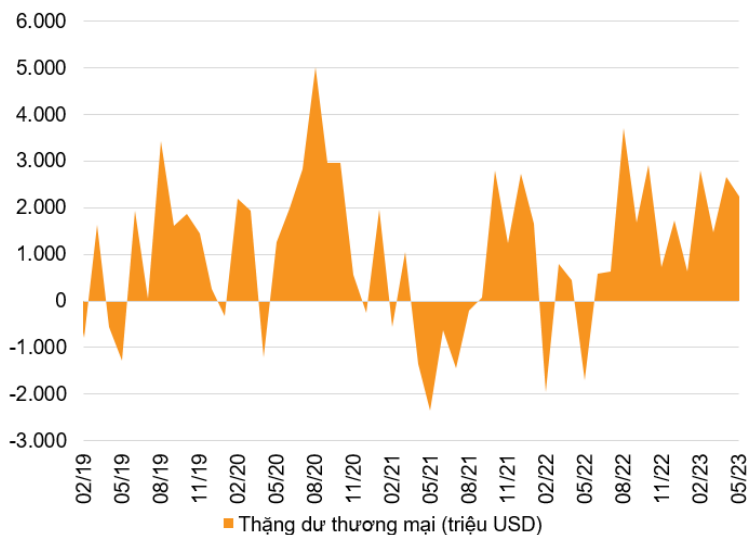
Giá xăng RON 95 (Đơn vị: đồng/lít)



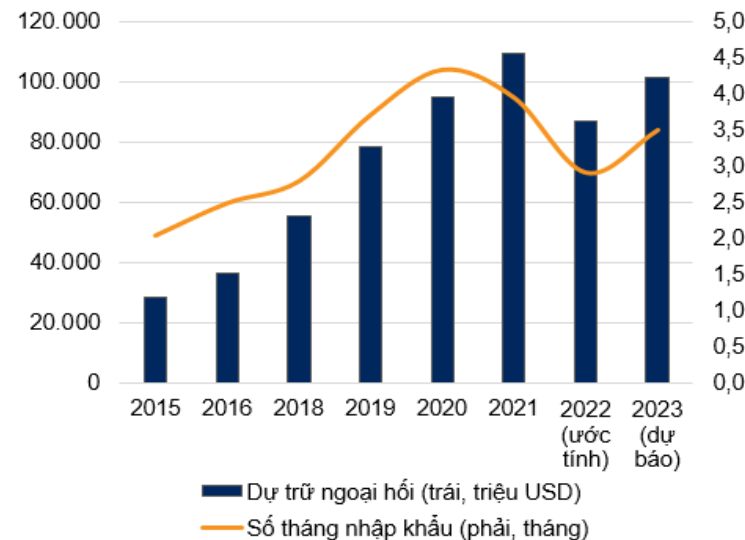
- Chúng tôi nhận thấy một số yếu tố có thể gia tăng áp lực lên lạm phát trong nửa cuối năm 2023, bao gồm: (1) Chênh lệch giá xăng giữa 6 tháng cuối năm 2023 và 6 tháng cuối năm 2022 sẽ thu hẹp đáng kể so với chênh lệch giá giữa nửa đầu năm 2023 và nửa đầu năm 2022, (2) việc Chính phủ tăng lương cơ bản cho cán bộ, công chức nhà nước từ ngày 01/07/2023 có thể gây áp lực lên lạm phát.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng áp lực lạm phát sẽ được kiểm soát do tổng cầu trong nước còn yếu trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế thấp. Chúng tôi hạ dự phóng lạm phát bình quân của Việt Nam năm 2023 xuống 3,3% (+/-0,2 điểm %) (đạt mục tiêu kiểm soát lạm phát dưới 4,5% đề ra đầu năm)

Tỷ giá có thể biến động mạnh hơn trong nửa cuối năm 2023

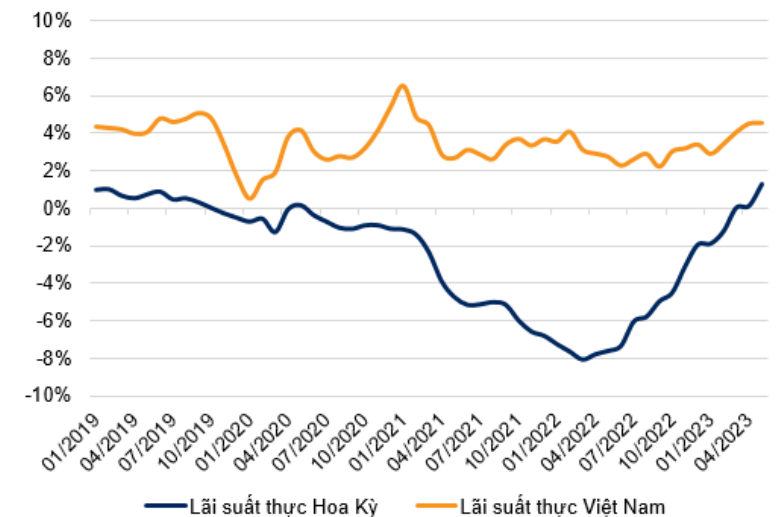
Thặng dư thương mại cải thiện trong 6 tháng đầu năm 2023



Dữ trữ ngoại hối và số tháng nhập khẩu



Việt Nam có mức lãi suất thực cao (đơn vị: %)



- Chúng tôi nhận thấy một số yếu tố có thể gây sức ép lên tỷ giá VND trong nửa cuối năm 2023, bao gồm (1) Lãi suất điều hành của FED có thể duy trì ở vùng đỉnh đến cuối năm 2023 để kiềm chế lạm phát, trong khi NHNN định hướng tiếp tục hạ lãi suất để hỗ trợ tăng trưởng, (2) Lạm phát trong nước có thể tăng từ cuối Q3/23. Tuy vậy, tỷ giá VND vẫn sẽ được hỗ trợ bởi: (1) Thặng dư thương mại duy trì mức cao, (2) FDI và kiều hối ổn định, (3) Các thỏa thuận bán cổ phần cho nhà đầu tư nước ngoài dự kiến thực hiện trong nửa cuối năm 2023 sẽ làm tăng nguồn cung ngoại tệ, (4) Việt Nam hiện duy trì lãi suất thực cao.
- Nhìn chung, chúng tôi cho rằng tỷ giá có thể biến động mạnh hơn trong nửa sau năm 2023, tuy nhiên, tỷ giá USD/VND được dự báo dao động không quá +/- 2,0% so với đầu năm 2023.

Tóm tắt dự báo vĩ mô của Việt Nam trong năm 2023

Các dự báo vĩ mô chính cho năm 2023

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (dự báo)
Tăng trưởng GDP	% svck	7,5	7,4	2,9	2,6	8,0	5,5
Tăng trưởng xuất khẩu	% svck	13,3	8,4	6,9	18,9	10,5	-2,0
Tăng trưởng nhập khẩu	% svck	11,8	6,9	3,7	26,7	7,8	-3,0
Cán cân thương mại	tỷ USD	6,9	10,9	18,9	3,3	12,4	15,7
Cán cân thanh toán	tỷ USD	5,8	12,8	12,7	-7,2	-1,1	6,2
Thặng dư cán cân thanh toán trên GDP	% GDP	1,9	3,8	3,7	-2,0	-0,3	1,4
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	55	78	95	109	87	102
Dự trữ ngoại hối trên GDP	% GDP	17,8	23,4	27,4	29,9	21,6	23,2
Số tháng nhập khẩu	tháng	2,8	3,7	4,3	3,9	2,9	3,5
Lạm phát bình quân	% svck	3,5	2,8	3,2	1,8	3,2	3,3
Tăng trưởng tín dụng	% từ đầu năm	13,9	13,7	12,1	13,6	14,0	10,0
Dư nợ tín dụng trên GDP	% GDP	102,9	106,3	114,3	123,2	125,3	130,4
Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán	% từ đầu năm	12,4	14,8	14,7	10,7	6,2	8,6
Lãi suất tái cấp vốn	%	6,3	6,0	4,0	4,0	6,0	4,5
Lãi suất huy động 12 tháng (cuối năm)	%	6,9	7,0	5,6	5,6	7,8	6,0-6,5
Lợi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm (cuối năm)	%	5,1	3,4	2,4	2,1	4,8	2,7
Tỷ giá (USD/VND) (cuối kỳ)	% svck	22.853	23.173	23.103	22.826	23.633	23.688
Thâm hụt ngân sách	% GDP	2,2	2,9	2,9	3,4	3,6	3,9
Nợ công	% GDP	46	43	44	43	38	36

- Chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng 5,5% svck (+/-0,2 điểm %) trong năm 2023.
- Lạm phát bình quân được dự báo ở mức 3,3% svck trong năm 2023.
- Chúng tôi cho rằng tỷ giá VND sẽ biến động mạnh hơn trong nửa cuối năm 2023, tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ giá US\$/VND sẽ biến động không quá +/-2,0% so với đầu năm.
- Chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động và cho vay sẽ duy trì xu hướng giảm trong nửa cuối năm. Chúng tôi kỳ vọng lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 12 tháng sẽ giảm xuống mức 6,0-6,5%/năm vào cuối năm 2023.
- Rủi ro của dự báo của chúng tôi bao gồm: (1) Lạm phát toàn cầu cao hơn dự kiến, (2) chỉ số DXY mạnh hơn dự kiến có thể gây thêm áp lực lên tỷ giá của Việt Nam, (3) Tăng trưởng kinh tế chậm hơn dự kiến của các đối tác thương mại lớn của Việt Nam ảnh hưởng mạnh hơn đến xuất khẩu.

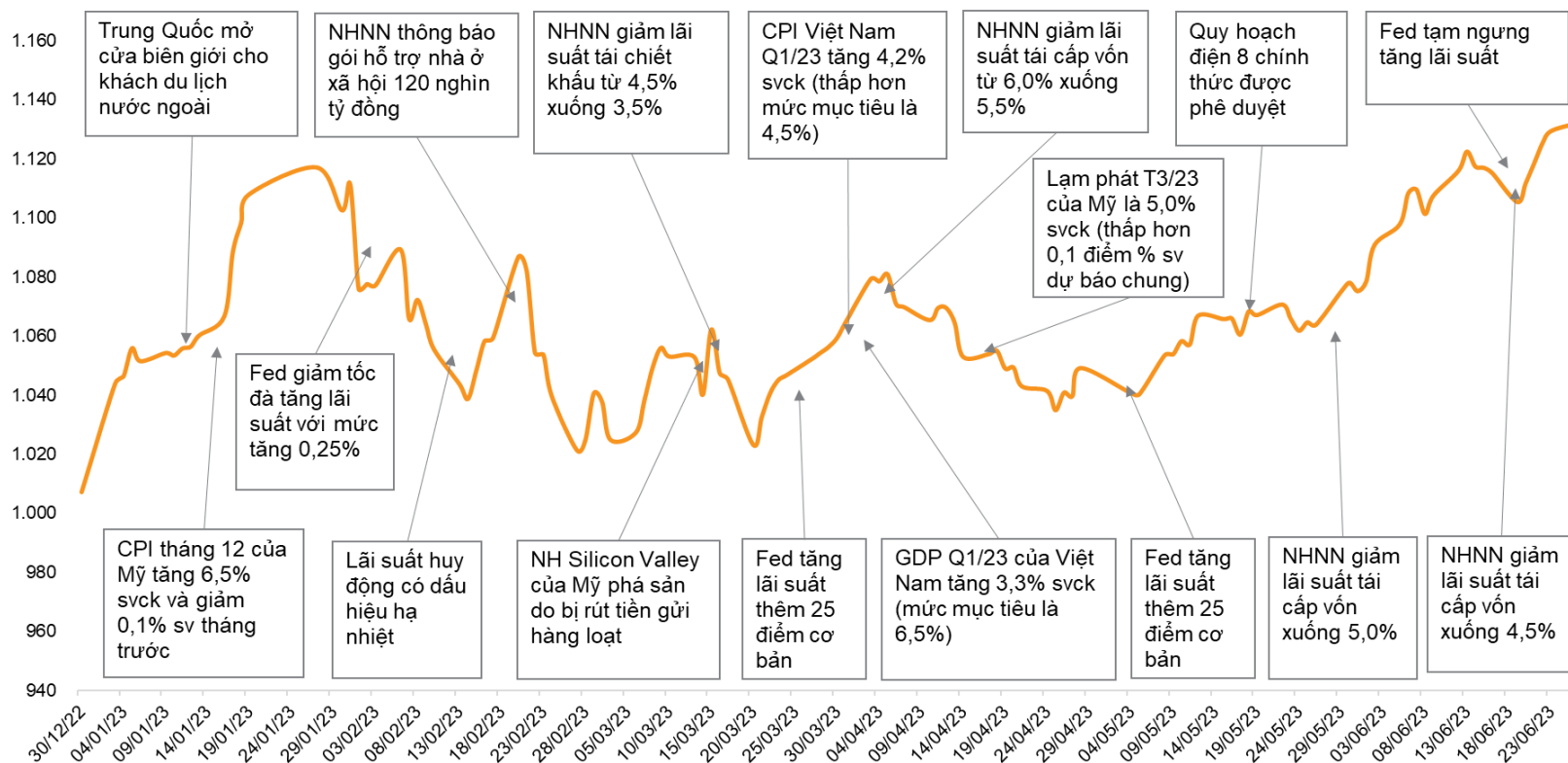
Tổng quan thị trường

Đông qua xuân tới



Thị trường chứng khoán Việt Nam tăng điểm trong nửa đầu năm 2023

VN-INDEX tăng 12,4% so với đầu năm



Sau đà hồi phục ấn tượng đầu năm 2023, VN-INDEX đối mặt với áp lực giảm điểm trước những rủi ro từ cả trong và ngoài nước. Tuy nhiên, VN-INDEX đã phục hồi đáng kể kể từ T3/23, đạt 1.132,0 điểm (+12,4% so với đầu năm) vào ngày 26/06/2023. Đà hồi phục của thị trường được hỗ trợ bởi:

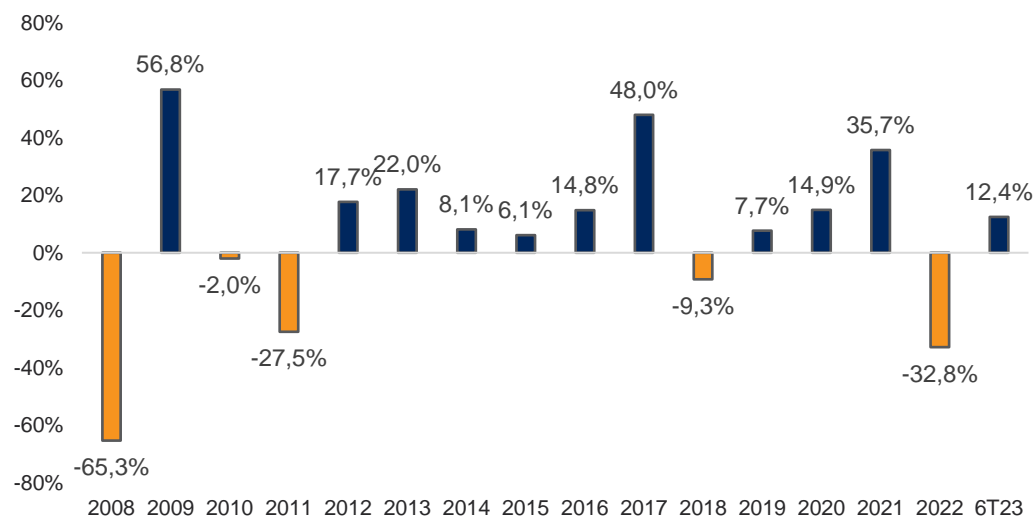
- NHNN nói lỏng chính sách tiền tệ bằng việc cắt giảm mạnh lãi suất điều hành.
- Hàng loạt quy định được chính phủ đưa ra nhằm tháo gỡ những “điểm nghẽn” của nền kinh tế.
- Chính phủ mở rộng chính sách tài khóa bằng cách thúc đẩy đầu tư công và giảm hoặc hoãn thuế.

Tương ứng, kể từ đầu năm 2023, HNX-INDEX tăng 12,5% so với đầu năm và UPCOM-INDEX tăng 19,5% so với đầu năm.

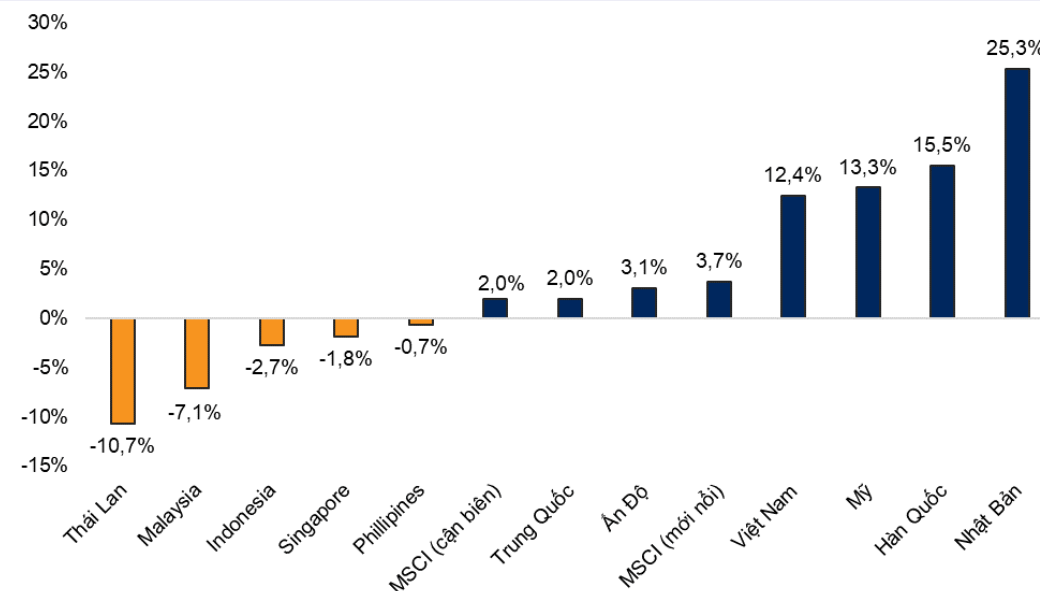
VN-INDEX có mức tăng điểm ấn tượng so với các chỉ số khác trong khu vực trong 6T23

VN-INDEX là chỉ số tăng điểm tốt nhất Đông Nam Á

VN-INDEX hồi phục mạnh mẽ trong 6T23 (số liệu đến ngày 26/06/2023)



VN-INDEX đạt mức tăng vượt trội các chỉ số khác trong Đông Nam Á trong 6T23 (số liệu đến ngày 26/06/2023)

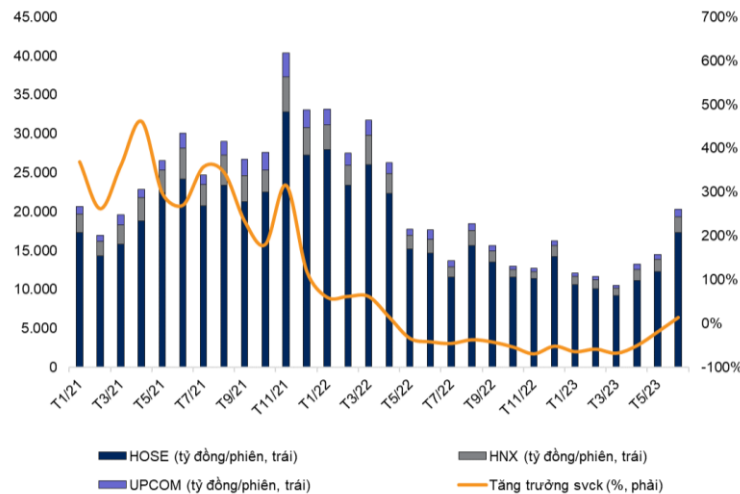


- Kể từ đầu năm 2023, chỉ số VN-INDEX đã tăng 12,4% sv đầu năm, vượt qua tất cả các TTCK khác ở Đông Nam Á, bao gồm Philippines (chỉ số PCOMP, -0,7% sv đầu năm), Singapore (chỉ số STI, -1,8% sv đầu năm), Indonesia (Chỉ số JCI, -2,7% sv đầu năm), Malaysia (Chỉ số FBMKLCI, -7,1% sv đầu năm) và Thái Lan (Chỉ số SET, -10,7% sv đầu năm). Trong 6T23, VN-INDEX thoát khỏi xu hướng giảm mạnh cuối năm 2022 phần lớn nhờ (1) NHNN cắt giảm lãi suất điều hành và (2) Chính phủ chủ động tháo gỡ các nút thắt của nền kinh tế.

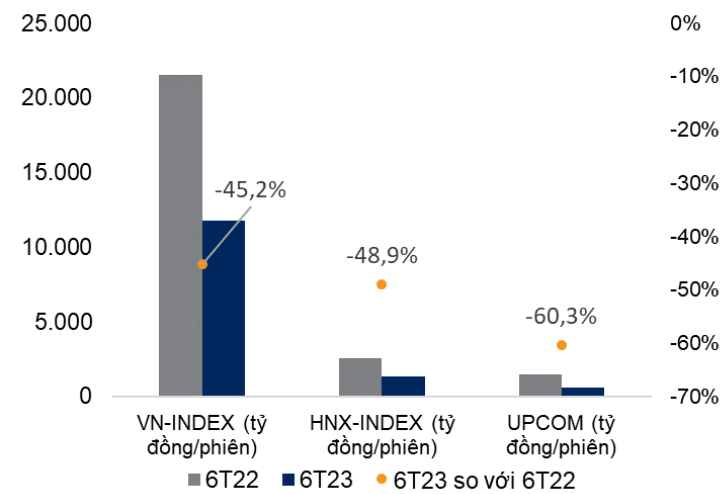
Thanh khoản hồi phục kể từ T4/23

Thanh khoản thị trường chứng khoán đã tăng trở lại kể từ T4/23, được thúc đẩy bởi mặt bằng lãi suất thấp hơn

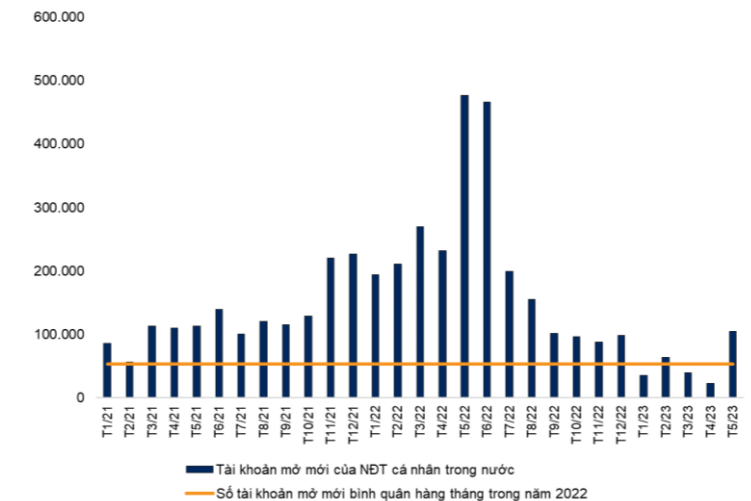
Giá trị giao dịch bình quân phiên đã phục hồi kể từ T4/2023



Trong 6T23 thanh khoản 3 sàn chính giảm mạnh svck



Số lượng tài khoản mở mới trong tháng 5 đạt mức cao nhất kể từ đầu năm

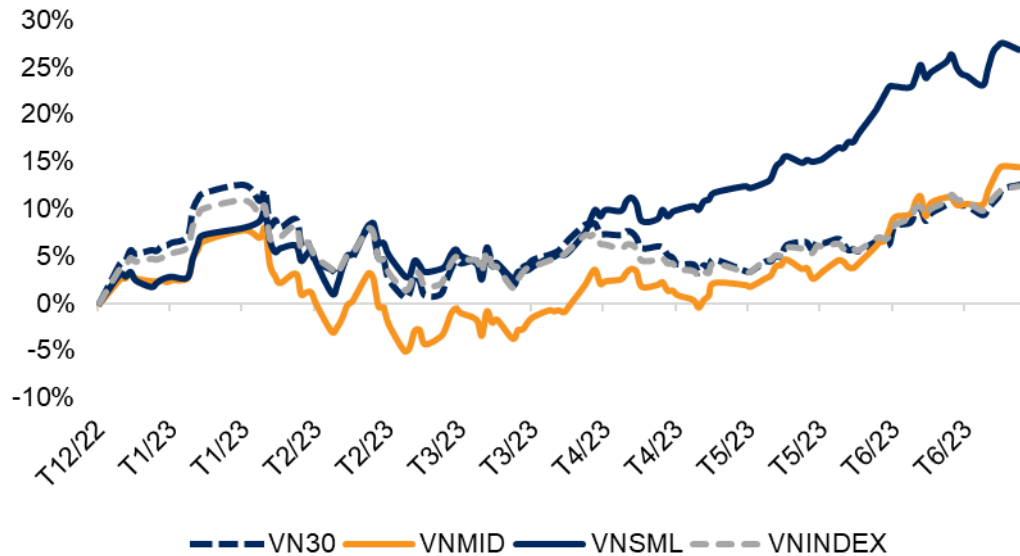


- Giá trị giao dịch bình quân của ba sàn giảm 45,2% svck xuống còn 13.732 tỷ đồng/phiên trong 6T23 (HOSE: 11.812 tỷ đồng/phiên, -42,5% svck; HNX: 1.325 tỷ đồng/phiên, -48,9% svck; UPCOM: 596 tỷ đồng/phiên, -60,3% svck). Tuy nhiên những tháng gần đây, thanh khoản thị trường có dấu hiệu phục hồi khi tăng mạnh 3 tháng liên tiếp sau đợt cắt giảm lãi suất điều hành đầu tiên của NHNN vào tháng 3.
- Số lượng tài khoản NĐT trong nước mở mới giảm đáng kể svck xuống còn 266.234 tài khoản trong 5T23. Tuy nhiên, song song với sự hồi phục của thanh khoản, NĐT trong nước đã mở mới 104.624 tài khoản trong tháng 5, mức cao nhất kể từ tháng 8/2022.

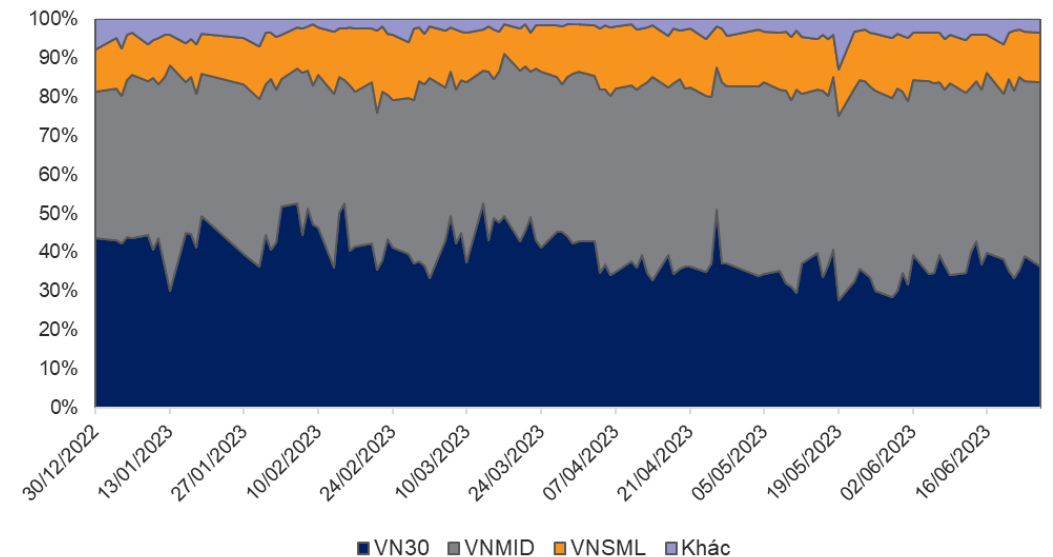
Phân tích dòng tiền: Nhóm vốn hóa nhỏ dẫn đầu

Dòng tiền ưa chuộng nhóm vốn hóa nhỏ trong giai đoạn đầu của chu kỳ phục hồi

Nhóm vốn hóa nhỏ tăng mạnh kể từ T4/23 (dữ liệu ngày 26/06/2023)



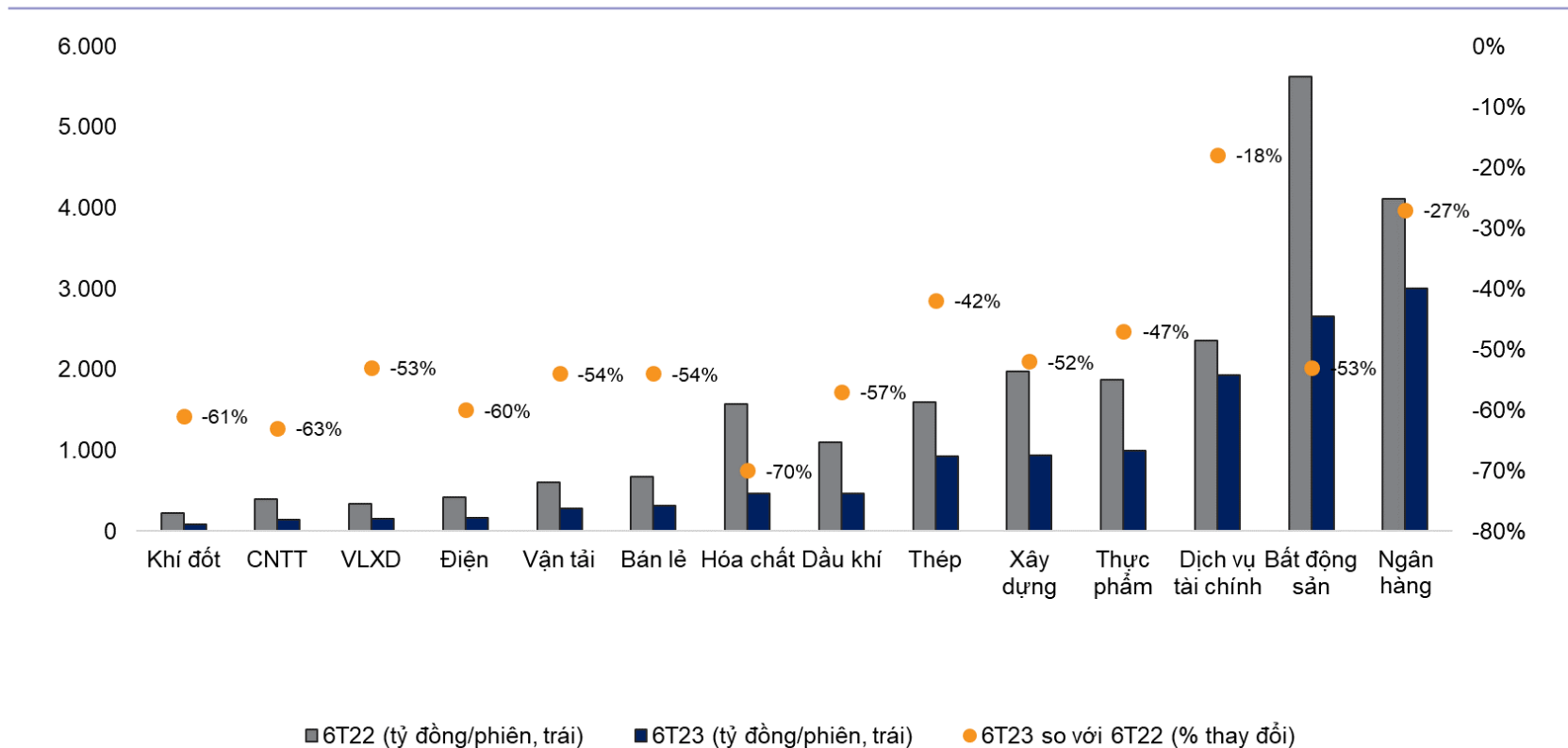
Dòng tiền đầu tư phân bổ vào các nhóm chỉ số theo vốn hóa (dữ liệu ngày 26/06/2023)



- Chỉ số VNSML (vốn hóa nhỏ) tăng vượt trội trong 6T23 do nhà đầu tư ưa chuộng cổ phiếu vốn hóa nhỏ trong giai đoạn đầu của chu kỳ phục hồi. Từ đầu năm 2023, chỉ số VNSML vượt trội với mức tăng 26,9%. Trong khi đó, nhóm VNMID (cổ phiếu vốn hóa trung bình) vượt qua VN-INDEX với mức tăng 14,5% so với đầu năm trong khi VN30 (+12,5% so với đầu năm) đi sát với VN-INDEX (+12,4 so với đầu năm).

Phân tích dòng tiền: Thanh khoản nhóm Dịch vụ tài chính trong 6T23 giảm ít nhất svck

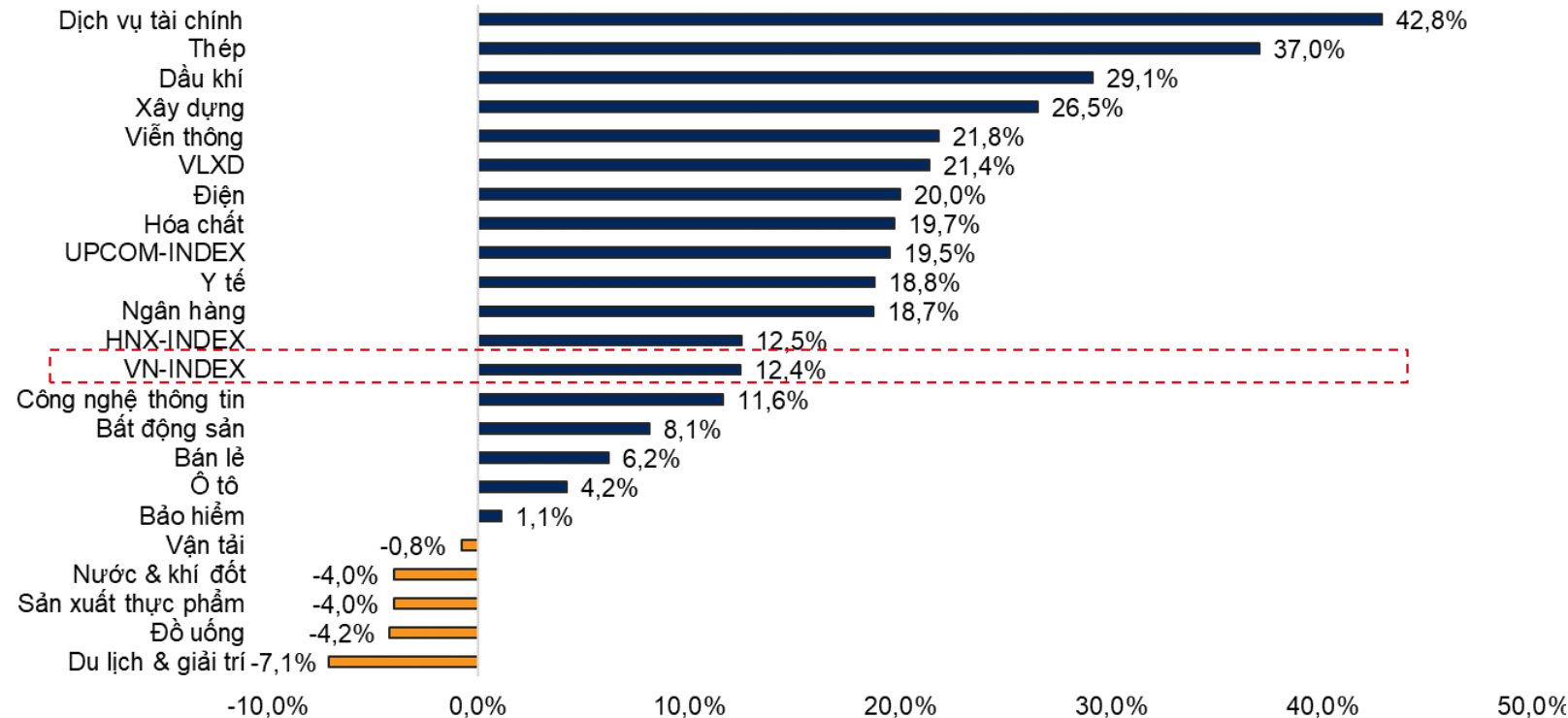
Thanh khoản sụt giảm ở tất cả các nhóm ngành



- Trong 6T23, thanh khoản sụt giảm đáng kể ở tất cả các nhóm ngành, tuy nhiên Dịch vụ tài chính (-18% svck) và Ngân hàng (-27% svck) bị ảnh hưởng ít hơn so với mức trung bình (-45% svck). Dòng tiền chảy vào các cổ phiếu Dịch vụ tài chính được cải thiện kể từ tháng 3 khi NHNN cắt giảm lãi suất điều hành báo hiệu sự đảo chiều trong chính sách tiền tệ. Việc này được cho là sẽ thúc đẩy hoạt động giao dịch trên thị trường chứng khoán và hỗ trợ triển vọng ngành.
- Ở chiều ngược lại, các nhóm ngành khác đều chứng kiến dòng tiền chảy ra trên cả 3 sàn chính. Dòng tiền rời khỏi ngành Hóa chất nhiều nhất do giá hóa chất giảm sâu so với mức cao của năm ngoái sau khủng hoảng địa chính trị Nga-Ukraine.

Dịch vụ tài chính tăng tốt nhất trong 6T23

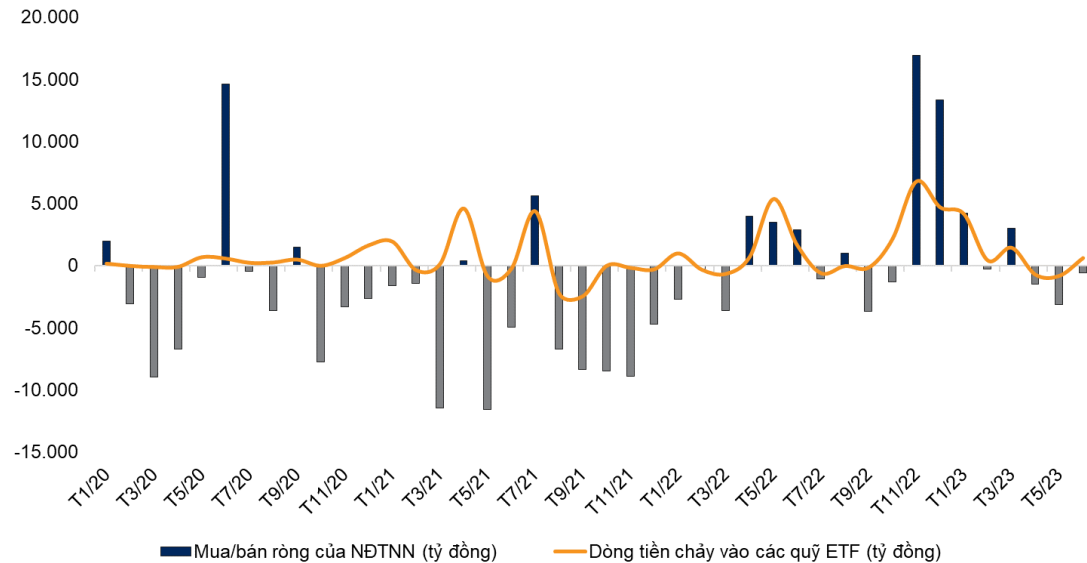
Theo sau là Thép và Dầu khí



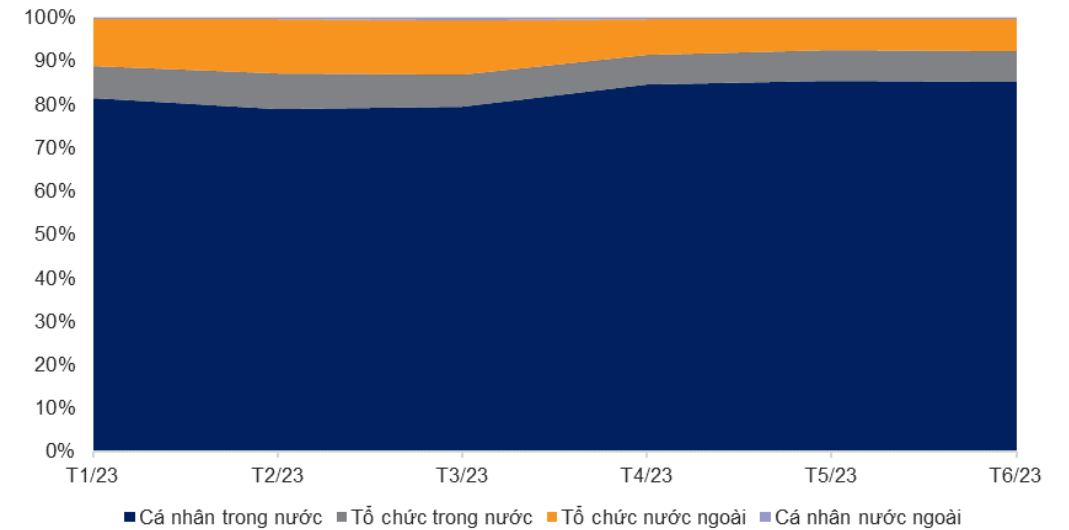
- Từ đầu năm 2023, Dịch vụ tài chính (+42,8% sv đầu năm), Thép (+37,0% sv đầu năm), Dầu khí (+29,1% sv đầu năm) và Xây dựng (+26,5% sv đầu năm) là những ngành tăng tốt nhất. Nhóm cổ phiếu Dịch vụ tài chính tăng giá mạnh nhất do việc cắt giảm lãi suất của NHNN sẽ cải thiện triển vọng ngành thông qua (1) giảm chi phí vốn và (2) thúc đẩy hoạt động giao dịch trên thị trường, giúp cải thiện thu nhập từ phí. Dầu khí tăng 29,1% so với đầu năm nhờ kỳ vọng các hoạt động Thăm dò và Khai thác (E&P) sôi động hơn, giá dịch vụ thượng nguồn (chẳng hạn như khoan) tăng và phân phối xăng dầu phục hồi.
- Mặt khác, các ngành Du lịch & giải trí (-7,1% sv đầu năm), Đồ uống (-4,2% sv đầu năm) Sản xuất thực phẩm (-4,0% sv đầu năm) và Cung cấp nước & khí đốt (-4,0% sv đầu năm) có hiệu suất kém nhất trong 6T23.

Phân tích dòng tiền: Khối ngoại chuyển sang bán ròng nhẹ từ tháng 4

Khối ngoại mua ròng 1.775 tỷ đồng trong 6T23 (đơn vị: tỷ đồng)



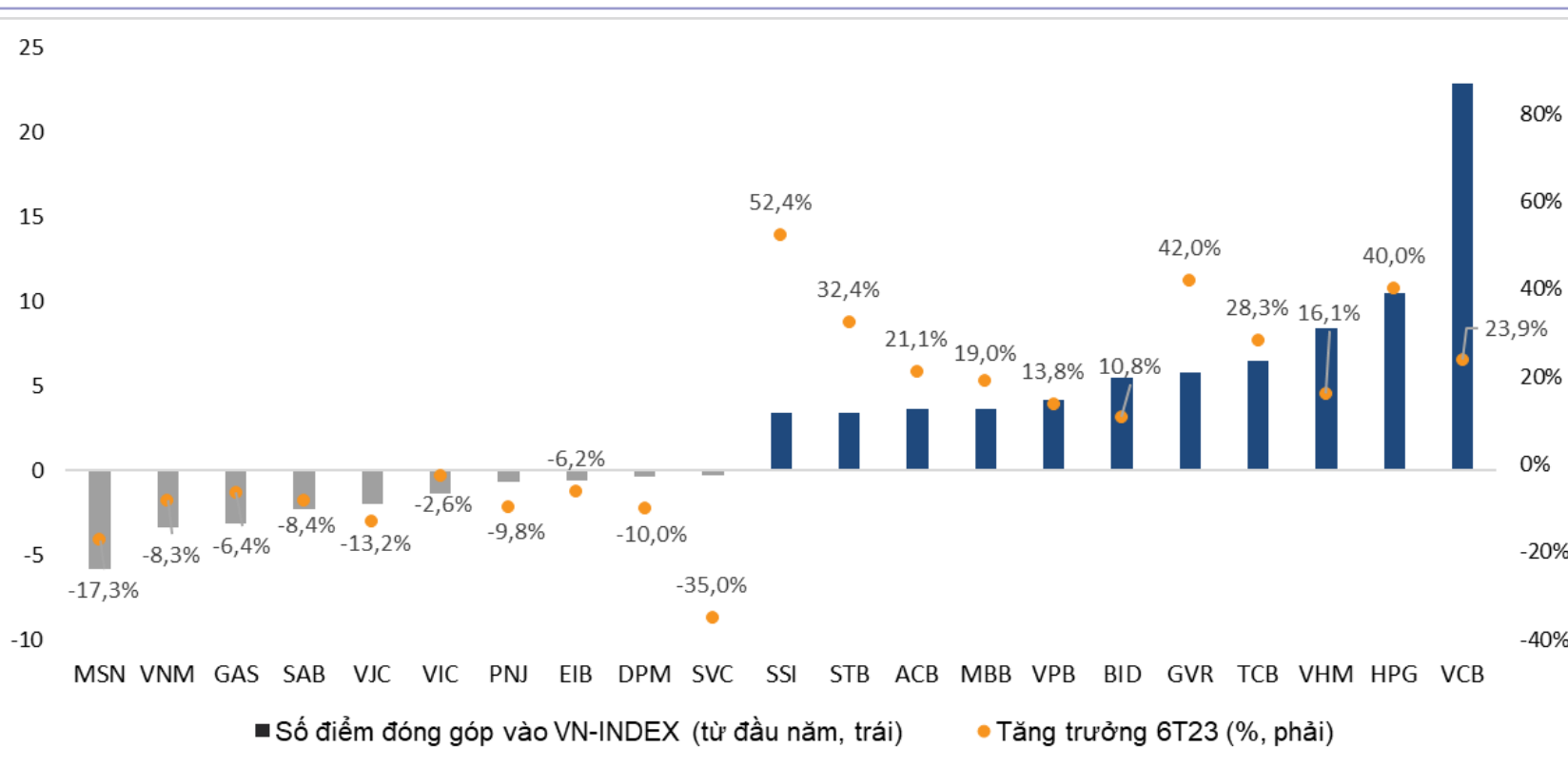
Trong 6T23, tỷ trọng thanh khoản của khối ngoại dần thu hẹp



- Trái ngược với mức mua ròng 6.969 tỷ đồng trong Q1/23, khối ngoại chuyển sang bán ròng 5.193 tỷ đồng trong Q2/23 do dòng vốn ngắn hạn có xu hướng rút khỏi thị trường Việt Nam khi mặt bằng lãi suất tại Việt Nam quay đầu giảm và trở nên kém hấp dẫn hơn so với một vài khu vực và thị trường phát triển khác.
- Đáng chú ý, tỷ trọng thanh khoản của nhà đầu tư nước ngoài giảm từ 11,1% vào tháng 1/2023 xuống còn 7,8% vào tháng 6/2023 do dòng tiền trong nước quay trở lại kể từ Q2/23.

VCB đóng góp nhiều điểm nhất vào VN-INDEX trong 6T23

Top cổ phiếu tác động đến VN-INDEX trong 6T23 (dữ liệu ngày 26/06/2023)

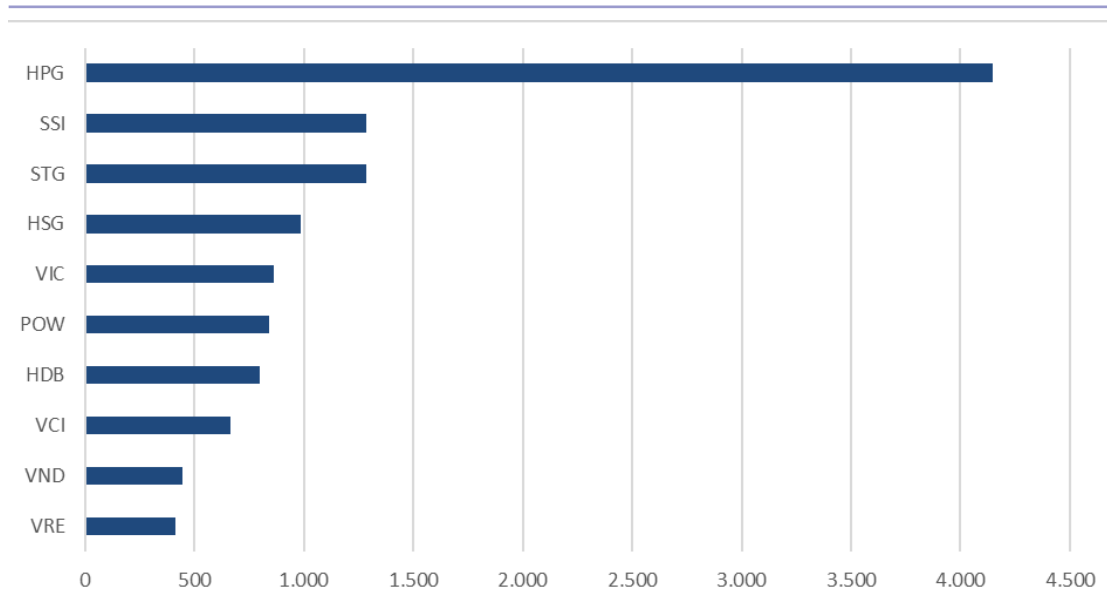


- VCB (+23,9% sv đầu năm) dẫn dắt đà hồi phục của VN-INDEX trong 6T23. Theo sau là HPG (+40,0% sv đầu năm), VHM (+16,1% sv đầu năm), TCB (+28,3% sv đầu năm) và GVR (+42,0% sv đầu năm). Các cổ phiếu dẫn đầu khác hầu hết thuộc ngành Ngân hàng.
- Ngược lại, MSN lấy đi nhiều điểm của VN-INDEX nhất, đồng thời ghi nhận mức giảm 17,3% kể từ đầu năm. Các mã giảm khác bao gồm VNM (-8,3% sv đầu năm), GAS (-6,4% sv đầu năm), SAB (-8,4% sv đầu năm) và VJC (-13,2% sv đầu năm).

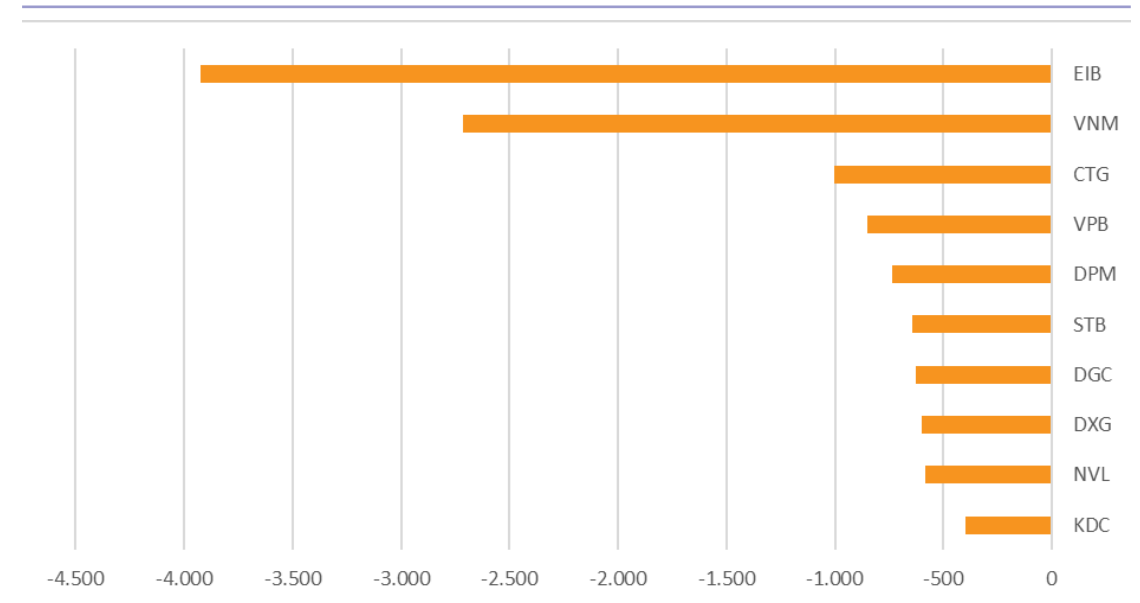
HPG, SSI và STG được khối ngoại mua ròng mạnh trong 6T23

Trong khi đó, EIB và VNM bị bán ròng nhiều nhất

Top cổ phiếu khối ngoại mua ròng nhiều nhất trong 6T23 (tỷ đồng, dữ liệu tính đến ngày 26/06/2023)



Top cổ phiếu khối ngoại bán ròng nhiều nhất trong 6T23 (tỷ đồng, dữ liệu tính đến ngày 26/06/2023)



Triển vọng thị trường 6 tháng cuối năm 2023

Rèn sắt khi còn nóng



Các yếu tố hỗ trợ thị trường và rủi ro

Yếu tố hỗ trợ

- **Tăng trưởng kinh tế dự kiến sẽ phục hồi nửa cuối 2023.** Chúng tôi tiếp tục duy trì dự phóng tăng trưởng GDP có thể đạt tăng trưởng 5,5% cho 2023 (GDP nửa cuối 2023 có thể tăng trưởng 7,1%).
- **Chính phủ sẽ tiếp tục đưa ra các biện pháp hỗ trợ nhằm phục hồi kinh tế,** những biện pháp này bao gồm mở rộng chính sách tài khóa lẫn tiền tệ.
- **Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trên sàn sẽ phục hồi vào 6 tháng cuối năm nhờ hạ lãi suất và các chính sách kích cầu kinh tế của chính phủ.** Chúng tôi dự đoán tăng trưởng EPS của các doanh nghiệp trên sàn HOSE sẽ đạt 10,4% cho năm 2023 và 19,3% cho năm 2024.
- **Định giá của VN-INDEX vẫn còn tương đối hấp dẫn khi so với quá khứ và các nước trong khu vực.** Tính đến ngày 23/06/2023, VN-INDEX được giao dịch với P/E lịch sử ở mức 13,2 lần (chiết khấu 20% so với P/E trung bình 5 năm). VN-INDEX có mức P/B là 1,74 lần (chiết khấu 8,4% so với trung bình các thị trường Đông Nam Á).

Yếu tố rủi ro

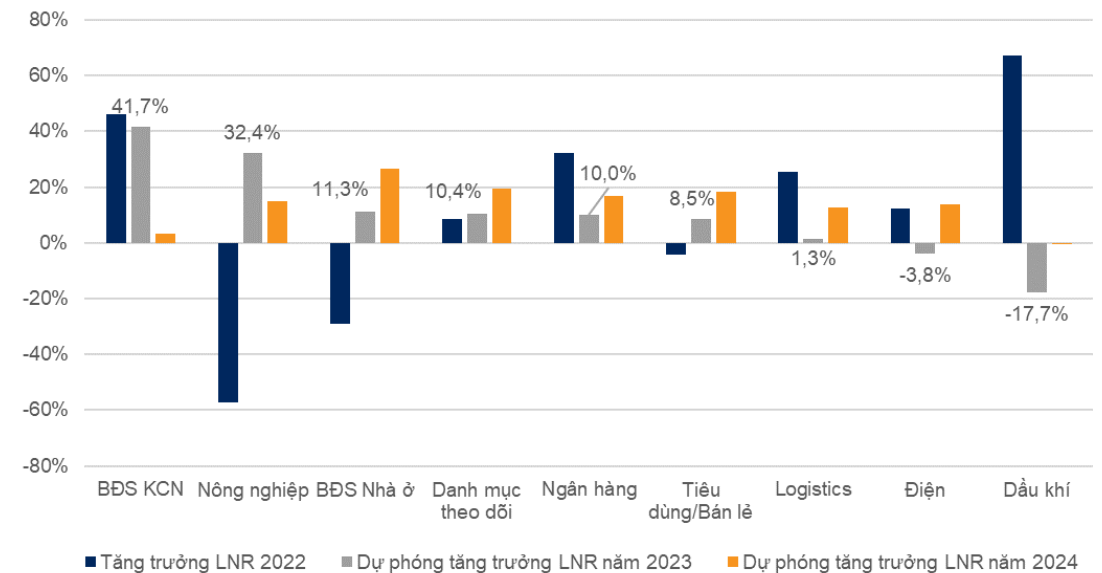
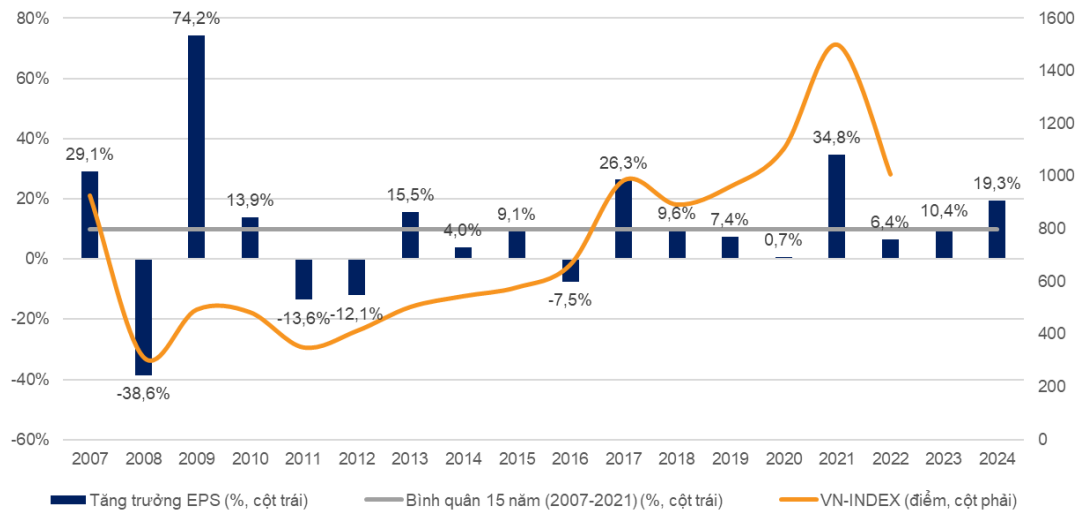
- **FED có thể sẽ quyết liệt hơn trong việc thắt chặt tiền tệ hơn dự đoán.** Chúng tôi tin rằng thị trường đã phần nào phản ánh kế hoạch tăng lãi suất. Vì vậy hành động quyết liệt hơn của FED có thể ảnh hưởng tới tâm lý thị trường phát triển và thị trường mới nổi.
- **Chênh lệch lãi suất giữa VND và USD có thể sẽ gây áp lực lên tỷ giá.** Điều này có thể tạo ra rủi ro dòng vốn đầu tư gián tiếp rút khỏi Việt Nam, và đồng thời gia tăng áp lực lên nợ công.
- **Kinh tế của Châu Âu và Mỹ có thể sẽ suy thoái mạnh hơn dự đoán sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới tăng trưởng kinh tế Việt Nam và tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp trên sàn chứng khoán.**

Lợi nhuận các doanh nghiệp trên sàn kì vọng phục hồi giai đoạn 2023 – 2024

Lợi nhuận sau thuế các doanh nghiệp trên sàn HOSE dự phóng tăng trưởng 10,4% và 19,3% lần lượt năm 2023 và 2024.

Chúng tôi dự đoán lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE sẽ phục hồi trong năm 2023 sau sự sụt giảm năm 2022

Tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp theo từng ngành giai đoạn 2023 - 2024

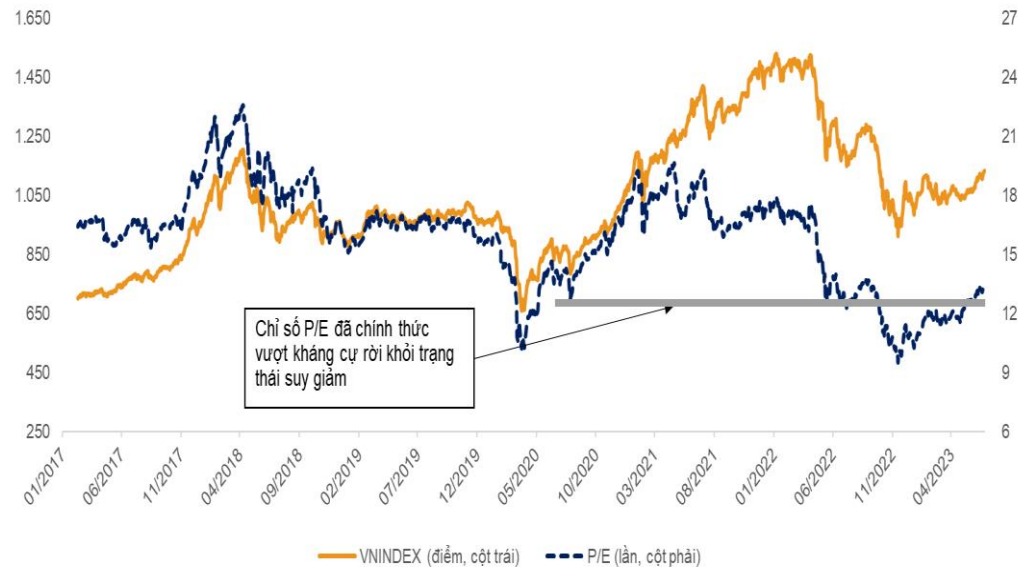


- Mặc dù EPS các doanh nghiệp trên sàn tăng trưởng âm trong 6T23, chúng tôi vẫn kỳ vọng lợi nhuận các doanh nghiệp sẽ phục hồi trong giai đoạn 2023-24 nhờ các chính sách hỗ trợ kinh tế của chính phủ. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận các doanh nghiệp trên sàn HOSE trong giai đoạn 2023-24 sẽ tăng trưởng lần lượt 10,4% và 19,3%.
- Dự kiến tăng trưởng lợi nhuận từ Q3/23 trở đi có thể sẽ tạo hiệu ứng tích cực cho VN-INDEX. Trong quá khứ, thời điểm năm 2015, 2017 và 2021, khi tăng trưởng của các doanh nghiệp được cải thiện thì thị trường chứng khoán cũng đã phục hồi tương đối tích cực.

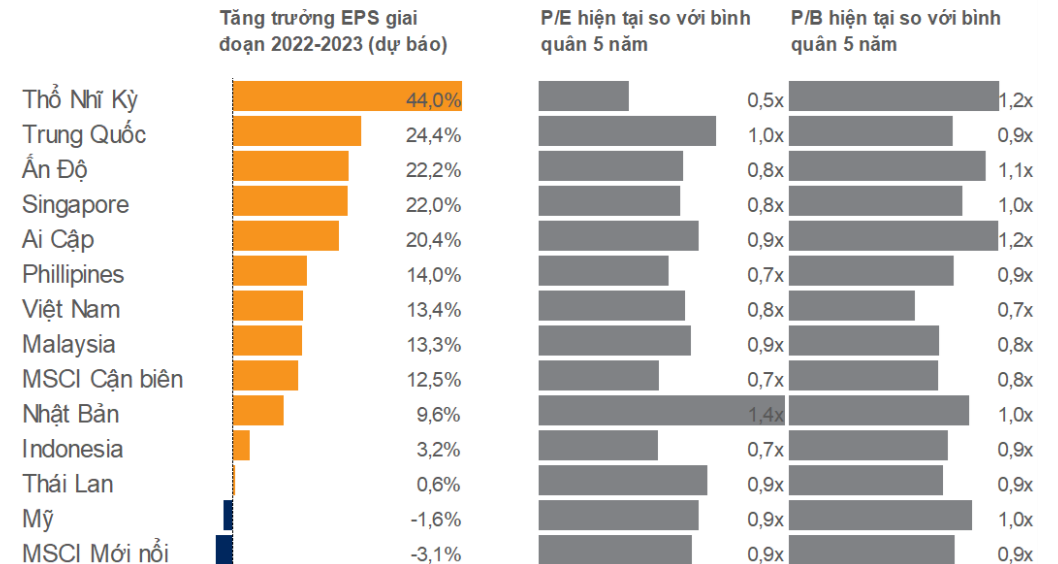
Định giá của VN-INDEX đã đủ hấp dẫn cho một chu kỳ tăng trưởng mới?

P/E dự phóng năm 2023 ở mức 11,5 lần nhờ lợi nhuận phục hồi trong 6T23. Trong khi đó, thị trường đang giao dịch ở mức P/B hiện tại là 0,7 lần của trung bình 5 năm, mức thấp nhất trong các thị trường mới nổi.

Mặc dù đã có một giai đoạn phục hồi, nhưng P/E của VN-INDEX vẫn tương đối thấp so với quá khứ



Chỉ số P/B của VN-INDEX đang ở mức rẻ nhất so với các thị trường mới nổi

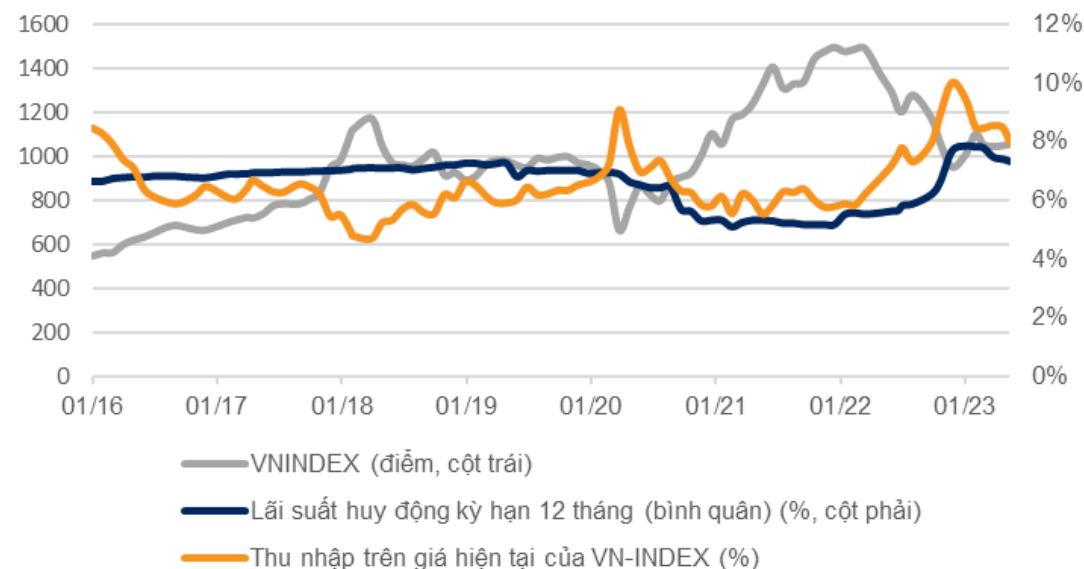


- Chỉ số P/E hiện tại đang ở mức hợp lý vì: (1) P/E đang được giao dịch ở mức 0,8 lần so với trung bình 5 năm của VN-INDEX, cho thấy định giá đang rẻ hơn tương đối so với quá khứ; (2) EPS dự kiến sẽ cải thiện trong nửa sau năm 2023, điều này sẽ giúp P/E hấp dẫn hơn (P/E năm 2023 dự phóng ở mức 11,5 lần).
- Định giá của VN-INDEX nếu nhìn theo P/B là tương đối hấp dẫn. Hiện tại, chỉ số vẫn đang giao dịch trong xu hướng tích lũy, chỉ cao hơn 20% so với đáy. P/B của chỉ số chỉ bằng 0,7 lần trung bình 5 năm quá khứ. Đây là mức giao dịch thấp nhất so với các thị trường mới nổi.

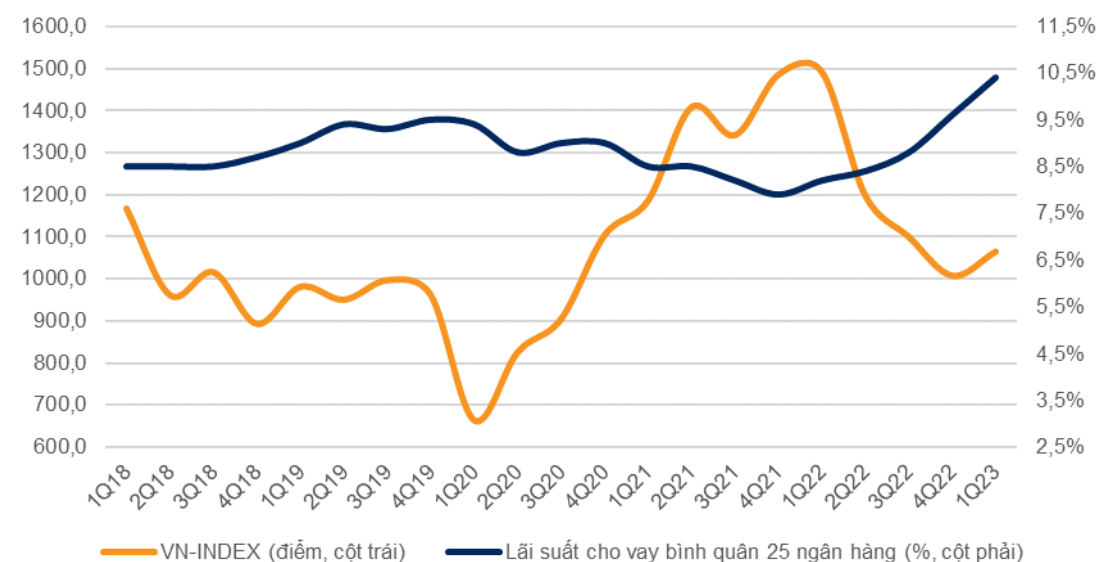
Hạ lãi suất sẽ hỗ trợ xu hướng tăng trưởng của thị trường

Xu hướng lãi suất và VN-INDEX có dấu hiệu vận động ngược chiều nhau

Lãi suất hạ nhiệt sẽ làm giảm áp lực về mặt định giá cho VN-INDEX nửa cuối 2023



VN-INDEX có tương quan ngược chiều với lãi suất cho vay



➤ Với kì vọng lãi suất huy động sẽ tiếp tục hạ trong những quý tiếp theo trong khi lợi nhuận các doanh nghiệp trên sàn bắt đầu phục hồi, thị trường chứng khoán Việt Nam xứng đáng được định giá cao hơn.

➤ VN-INDEX và lãi suất cho vay có tương quan ngược chiều với nhau. Vì vậy với kì vọng lãi suất cho vay sẽ giảm từ nửa sau năm 2023, VN-INDEX có thể bắt đầu tạo xu hướng tăng.

Các kịch bản thị trường

Kịch bản cơ sở (xác suất ~70%)

- Fed sẽ tăng lãi suất điều hành theo kế hoạch. Lãi suất điều hành của Fed có thể lên tới khoảng 5,25%-5,5% vào cuối năm 2023, tức là sẽ không có một đợt giảm lãi suất nào trong năm 2023.
- Tăng trưởng GDP sẽ phục hồi vào nửa sau năm 2023 giúp cho EPS các doanh nghiệp trên sàn được cải thiện đáng kể.
- Tỷ giá duy trì ở mức ổn định.
- **Chúng tôi dự phóng VN-INDEX có thể đạt 1.300 điểm trong nửa sau năm 2023, tương ứng với mức P/E năm 2023 là 13,3 lần (-1 độ lệch chuẩn của P/E trung bình 10 năm).**

Kịch bản tiêu cực (xác suất ~30%)

- Fed có thể tăng lãi suất cao hơn dự do lạm phát lõi cao hơn 2% so với mục tiêu.
- Tăng trưởng GDP chậm hơn dự kiến có thể khiến các doanh nghiệp tiếp tục duy trì EPS ở mặt bằng thấp.
- Áp lực tỷ giá khiến ngân hàng nhà nước quay trở lại thắt chặt tiền tệ.
- **Chúng tôi dự phóng VN-INDEX sẽ giao dịch xung quanh mốc 1.100 điểm trong nửa sau năm 2023, tương ứng với mức P/E năm 2023 là 11,7 lần (-1,5 độ lệch chuẩn của P/E trung bình 10 năm).**

Nghị định 08 tạo ra hành lang pháp lý cần thiết để gỡ một số nút thắt của thị trường TPDN

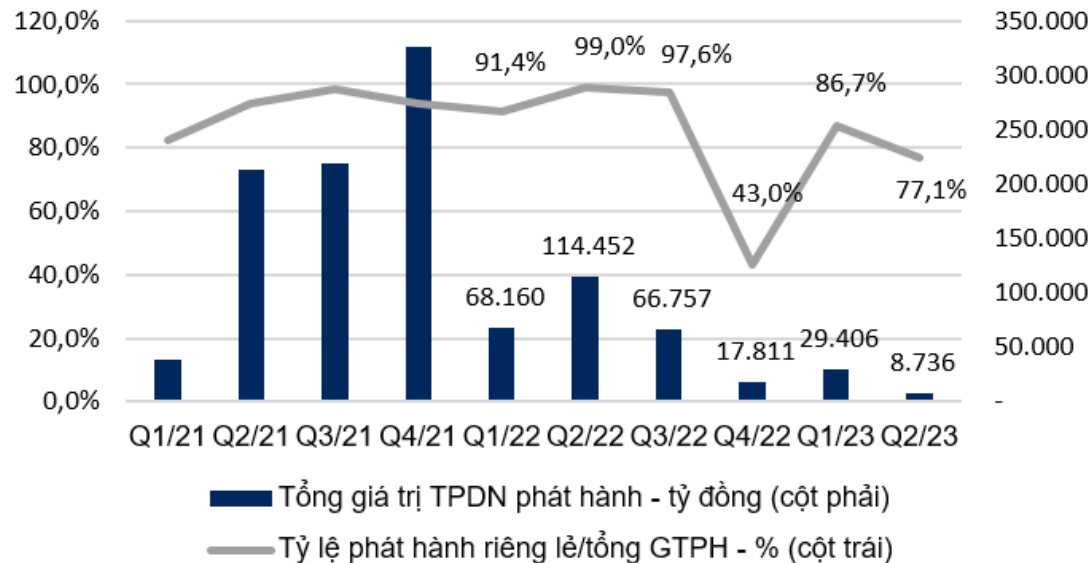
Ngày 05/03/2023 Chính phủ đã ban hành Nghị định 08/2023/NĐ-CP (NĐ08) nhằm tháo gỡ khó khăn cho thị trường TPDN

- Kể từ thời điểm NĐ08 được ban hành hoạt động đàm phán thay đổi điều kiện, điều khoản trái phiếu giữa các TCPH và các trái chủ diễn ra sôi động. Nhiều TCPH đã đạt được kết quả đàm phán với trái chủ về việc gia hạn kỳ hạn trái phiếu.

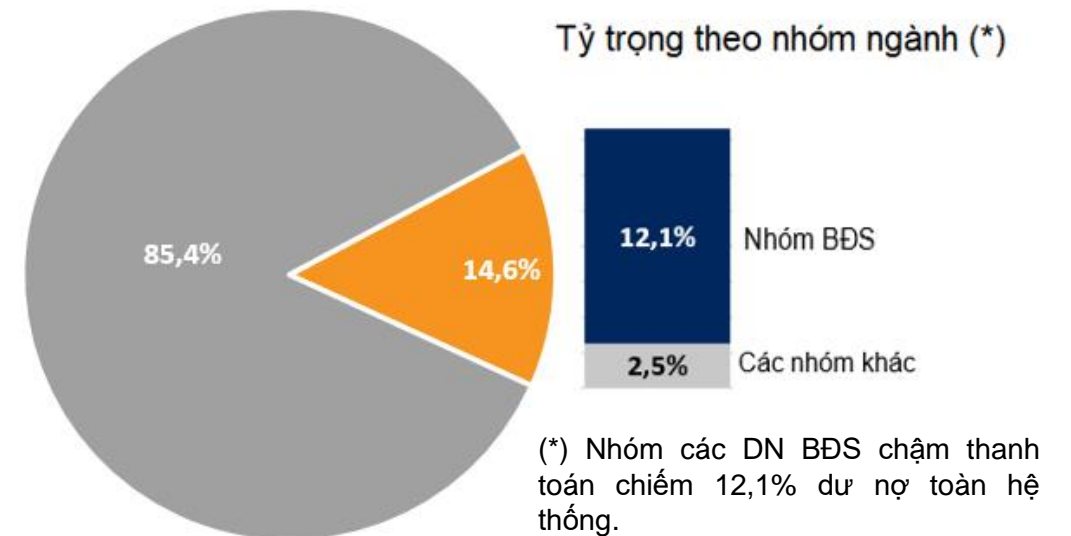
Những điều chỉnh của NĐ08	Thời gian hiệu lực	Đánh giá tác động
Cho phép tổ chức phát hành (TCPH) được đàm phán với trái chủ để gia hạn thêm kỳ hạn trái phiếu lên tối đa là 2 năm. Để thực hiện điều khoản này DN cần phải có sự đồng ý của các trái chủ sở hữu ít nhất 65% tổng số trái phiếu trở lên.	Hiệu lực từ 05/03/2023	Trong bối cảnh nhiều TCPH vẫn đang khó khăn trong hoạt động kinh doanh (HĐKD) và dòng tiền, việc được gia hạn thêm kỳ hạn các TP sắp đến hạn sẽ giúp các TCPH này có thời gian để phục hồi HĐKD và tạo ra đủ dòng tiền để chi trả cho các khoản nợ trái phiếu của mình.
Cho phép TCPH được đàm phán với trái chủ để được trả nợ trái phiếu bằng tài sản hợp pháp khác của TCPH. Để thực hiện điều khoản này TCPH cần phải có sự đồng ý của các trái chủ sở hữu ít nhất 65% tổng số trái phiếu trở lên.	Hiệu lực từ 05/03/2023	Điều khoản này mở ra một lựa chọn khả thi cho các TCPH đang gặp khó khăn về dòng tiền. Tuy nhiên, thỏa thuận cuối cùng có được các trái chủ chấp thuận hay không sẽ phụ thuộc vào các điều khoản cụ thể, chẳng hạn như tính hợp pháp và giá trị của tài sản mà doanh nghiệp đề xuất trả cho trái chủ.
Ngưng thi hành một số điều kiện phát hành bao gồm: Quy định nhà đầu tư chuyên nghiệp, quy định xếp hạng tín nhiệm bắt buộc, quy định giảm thời gian phân phối trái phiếu từ 90 ngày xuống 30 ngày	Hiệu lực từ 05/03/2023 đến 31/12/2023	Trong bối cảnh thị trường còn nhiều thách thức như hiện nay, những điều khoản này sẽ giúp tăng tỷ lệ phát hành thành công của các đợt phát hành mới.

Thị trường TPDN vẫn còn nhiều thách thức mặc dù một số nút thắt đang được tháo gỡ

Hoạt động phát hành TPDN vẫn trầm lắng, tổng giá trị phát hành trong 6T23 giảm 79,1% svck (số liệu cập nhật đến 26/06/2023)



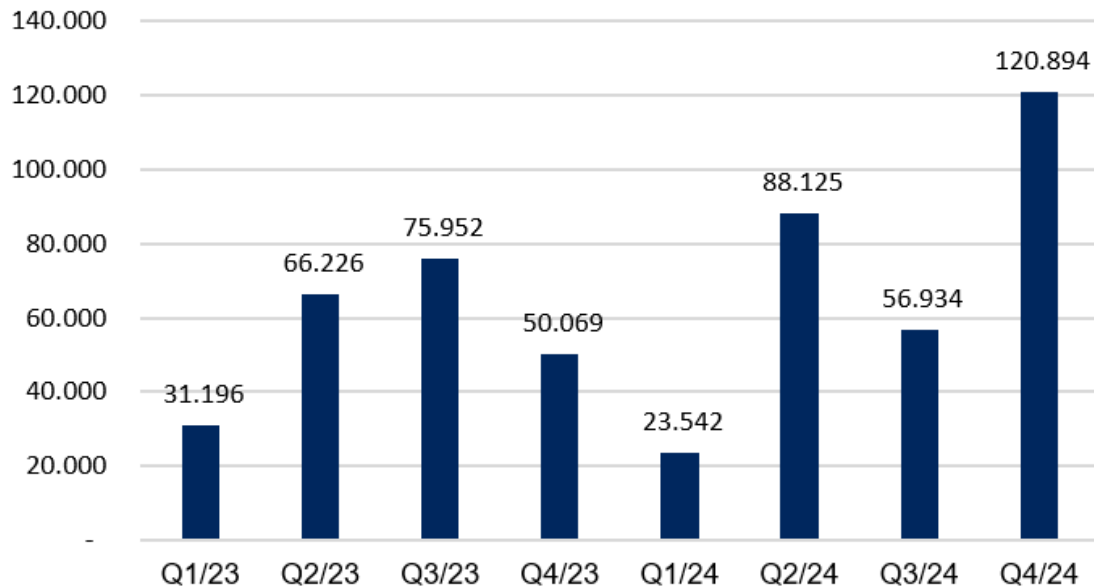
59 doanh nghiệp (DN) chậm nghĩa vụ thanh toán TPDN có dư nợ TPDN chiếm khoảng 14,6% tổng dư nợ TPDN toàn thị trường (số liệu cập nhật đến 26/06/2023)



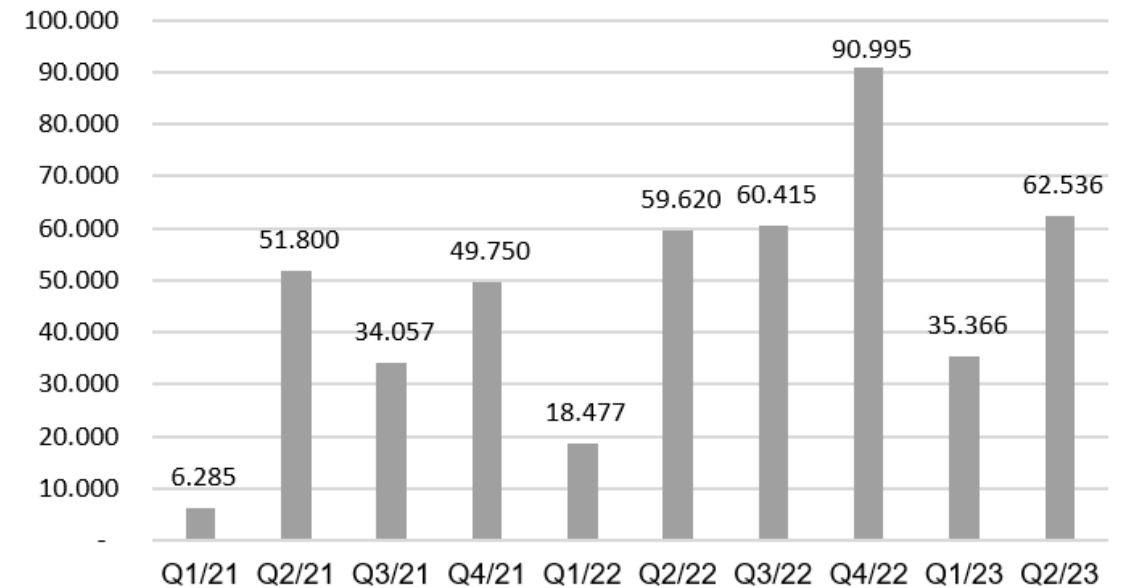
- Mặc dù NĐ08 được ban hành đã tháo gỡ một số điểm nghẽn cho thị trường TPDN, tuy nhiên trong bối cảnh niềm tin của các nhà đầu tư chưa trở lại, hoạt động phát hành TPDN vẫn trầm lắng trong nửa đầu năm 2023. Tổng giá trị TPDN phát hành trong 6T23 đạt khoảng 38.142 tỷ đồng, giảm 79,1% svck. Trong đó có 26 đợt phát hành riêng lẻ với tổng giá trị phát hành khoảng 32.242 tỷ đồng, giảm 81,6% svck.
- Trong bối cảnh khó khăn về dòng tiền, danh sách các TCPH chậm thanh toán nghĩa vụ nợ TP vẫn tiếp tục tăng lên, theo tổng hợp của chúng tôi hiện có khoảng 59 TCPH chậm thanh toán nợ TP đến hạn, tổng dư nợ TPDN của 59 TCPH này là khoảng hơn 159,5 nghìn tỷ đồng, chiếm khoảng 14,6% dư nợ TP toàn thị trường, và phần lớn trong số các TCPH này là các doanh nghiệp thuộc nhóm BĐS.

Hoạt động đàm phán gia hạn kỳ hạn trái phiếu sẽ tiếp tục sôi động

Áp lực TPDN đáo hạn tiếp tục gia tăng, giá trị đáo hạn trong nửa cuối năm 2023 cao hơn 29,4% so với nửa đầu năm (Đơn vị: tỷ đồng - số liệu cập nhật đến 26/06/2023)



Giá trị TPDN mua lại trước hạn trong nửa đầu năm 2023 giảm 35,3% so với nửa cuối năm 2022 (Đơn vị: tỷ đồng - số liệu cập nhật đến 26/06/2023)



- Theo số liệu tổng hợp của chúng tôi, giá trị trái phiếu đáo hạn trong nửa cuối năm 2023 ước khoảng 126.021 tỷ đồng, cao hơn 29,4% so với 6T23. Trong khi giá trị TPDN được mua lại trước hạn trong nửa đầu năm 2023 đã chững lại với giá trị đạt hơn 97,9 nghìn tỷ đồng, giảm 35,3% so với nửa cuối năm 2022.
- Theo quan sát của chúng tôi, hoạt động đàm phán để gia hạn kỳ hạn trái phiếu vẫn đang diễn ra sôi động kể từ sau khi NĐ08 được ban hành đến nay. Theo tổng hợp của chúng tôi, tính đến ngày 19/06 đã có trên 30 TCPH đạt được thỏa thuận gia hạn kỳ hạn TP với trái chủ và đã có báo cáo chính thức lên HNX. Tổng giá trị trái phiếu đã được gia hạn là khoảng hơn 42 nghìn tỷ đồng. Trong bối cảnh nhiều TCPH vẫn đang khó khăn trong hoạt động kinh doanh và dòng tiền, việc có thể đàm phán gia hạn thêm kỳ hạn các TP sắp đến hạn sẽ giúp các TCPH này có thời gian để phục hồi HĐKD và tạo ra đủ dòng tiền để chi trả cho các khoản nợ trái phiếu của mình.

Luận điểm đầu tư

“Đủ năng, hoa sẽ nở”



Luận điểm đầu tư

Chủ đề

Luận điểm đầu tư

Ngành được hưởng lợi

Cổ phiếu

#1: Lãi suất giảm

Ngành nào sẽ được hưởng lợi từ lãi suất giảm?

Theo quan điểm của chúng tôi, ngành Dịch vụ tài chính sẽ có lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhất khi lãi suất giảm. Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng ngành Ngân hàng sẽ là ngành đại diện cho sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam.

TCB, MBB, VIB

#2: Chính sách tài khóa mở rộng

Ngành nào sẽ được hưởng lợi từ đẩy mạnh đầu tư công?

Chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ tăng tốc trong những tháng tới nhờ những nỗ lực gần đây của Chính phủ. Do đó, các công ty xây dựng cơ sở hạ tầng được chỉ định thầu cho các dự án lớn và các công ty cung cấp vật liệu xây dựng (đá, thép) sẽ được hưởng lợi nhiều nhất.

VLB, HHV, C4G

Ngành nào sẽ được hưởng lợi từ giải ngân đầu tư từ khối doanh nghiệp nhà nước?

Chúng tôi tin rằng giải ngân đầu tư từ khối doanh nghiệp nhà nước sẽ đi vào lĩnh vực năng lượng. Hoạt động E&P ngành Dầu khí sẽ được đẩy mạnh để tăng cường nguồn cung cấp năng lượng. Bên cạnh đó, ngành Điện cũng bước sang một chương mới sau khi QHĐ8 được phê duyệt.

PC1, POW, GAS, PVD, PVS

Luận điểm đầu tư 1: Ngành nào sẽ được hưởng lợi trong môi trường lãi suất giảm

Lãi suất giảm sẽ có tác động tích cực đến nhiều ngành

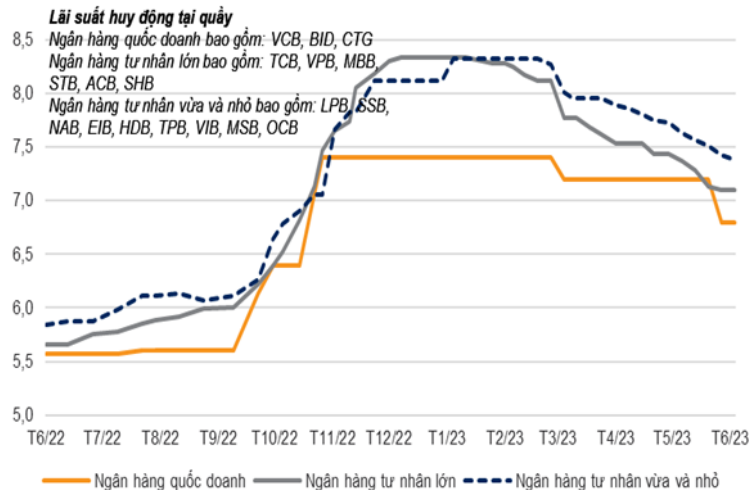
Nhiều ngân hàng thương mại cam kết sẽ giảm lãi suất cho vay



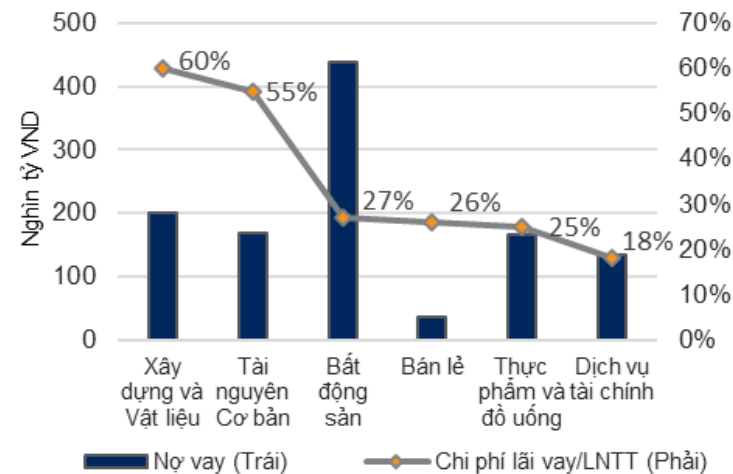
- Sau khi NHNN hạ lãi suất điều hành vào ngày 23-5, nhiều ngân hàng thương mại đã đồng ý giảm 0,3-0,5 điểm % lãi suất cho vay đối với tất cả khách hàng hiện hữu. Nhóm ngân hàng dự kiến giảm lãi suất thời gian tới sẽ tập trung vào các ngân hàng tư nhân chưa điều chỉnh lãi suất các khoản vay cũ từ đầu năm đến nay.
- Lãi suất cho vay giảm sẽ giúp doanh nghiệp giảm chi phí vốn, đặc biệt ở những ngành có nợ ròng cao. Ngành ngân hàng cũng được hưởng lợi khi lãi suất huy động thường giảm nhanh hơn lãi suất cho vay. Bên cạnh đó, không thể không nhắc đến ngành chứng khoán khi đây là ngành được hưởng lợi cả đầu vào (giảm chi phí vốn) và đầu ra (nhờ thanh khoản thị trường được cải thiện và nhu cầu ký quỹ tăng khi mặt bằng lãi suất giảm).

Luận điểm đầu tư 1: Ngành nào sẽ được hưởng lợi trong môi trường lãi suất giảm

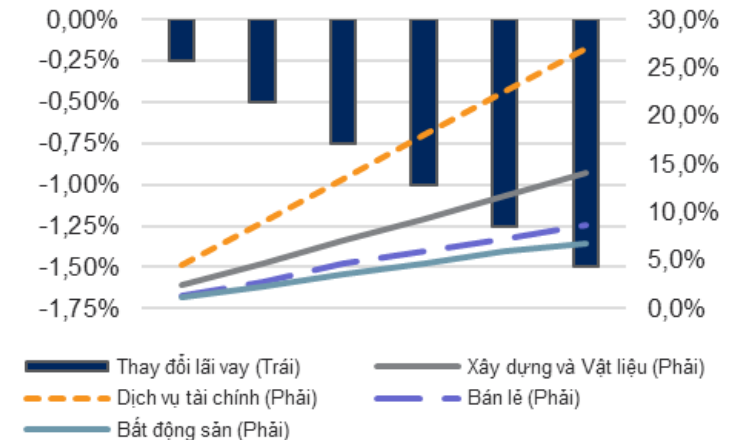
Lãi suất huy động kỳ hạn 12T đã giảm từ 0,6 - 1,2 điểm % trong 6T2023 (%)



Top các ngành có nợ vay lớn và tỷ lệ chi phí lãi vay/LNTT cao



Top các ngành có lợi nhuận tăng mạnh nhất khi lãi suất cho vay giảm (ước tính trên số liệu BCTC 2022)

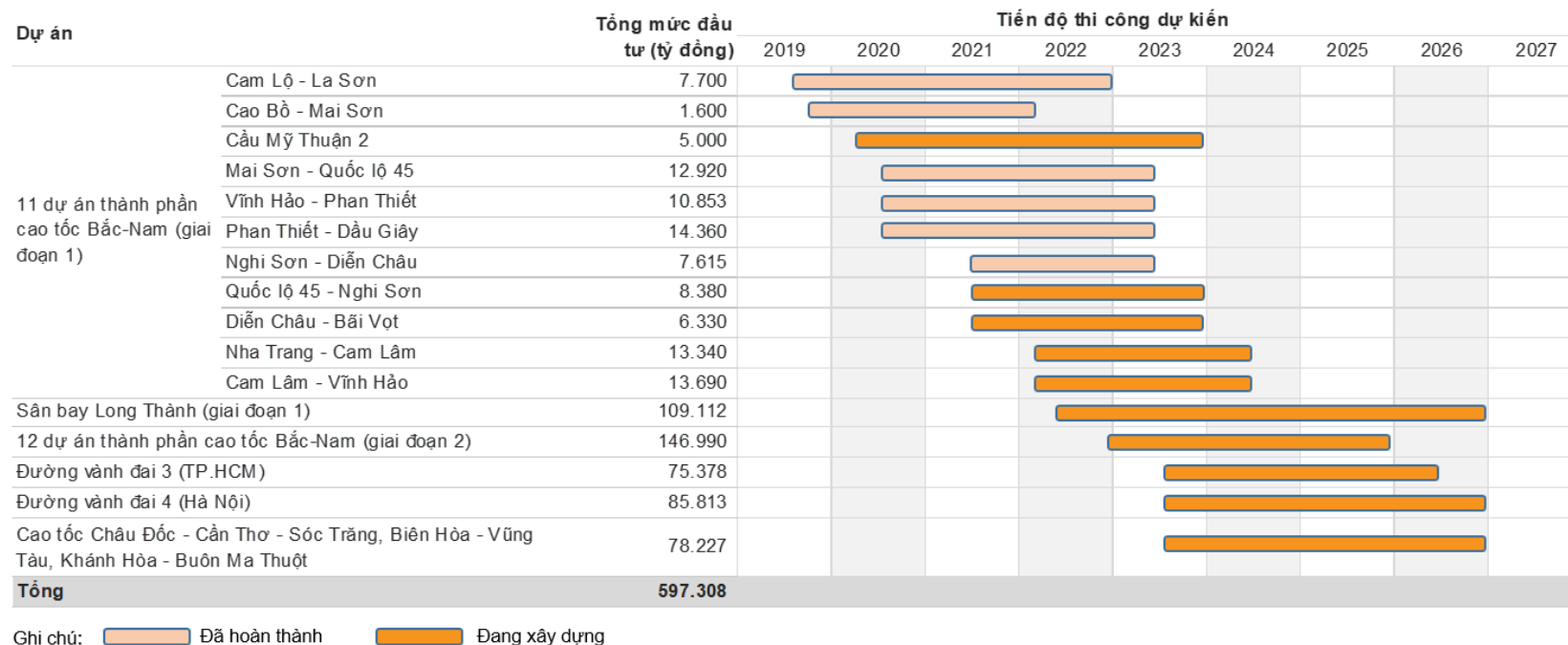


- Cuối tháng 5 sau cuộc họp với NHNN, 26 NHTM đã đồng thuận triển khai giảm 0,5 điểm % lãi suất cho vay đối với dự nợ hiện hữu. Với mặt bằng lãi suất huy động đã giảm khá mạnh trong 6 tháng đầu năm cùng xu hướng giảm vẫn đang tiếp diễn, chúng tôi cho rằng dự địa và khả năng để các NHTM giảm thêm lãi suất cho vay trong 6 tháng cuối năm 2023 vẫn còn lớn.
- Theo quan điểm của chúng tôi, các ngành đang có nợ vay lớn và có tỷ lệ chi phí lãi vay/LNTT cao sẽ là những ngành được hưởng lợi lớn nhất khi mặt bằng lãi suất cho vay giảm. Theo ước tính của chúng tôi, ngành Dịch vụ tài chính và ngành Xây dựng - Vật liệu sẽ là 2 ngành có mức tăng lợi nhuận mạnh nhất khi lãi suất cho vay giảm (ước tính dựa trên số liệu BCTC 2022)

Luận điểm đầu tư 2: Nhóm ngành sẽ được hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và giải ngân đầu tư từ khối doanh nghiệp nhà nước

Phát triển hạ tầng giao thông sẽ là ưu tiên trong giải ngân đầu tư công

Hàng loạt các dự án hạ tầng giao thông lớn được kỳ vọng sẽ hoàn thành trong 2023-26



- Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng giải ngân vốn nhà nước sẽ tăng 25% so với thực tế thực hiện năm 2022.
- Sau khi được chỉ định thầu tại dự án Cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2 (đầu năm 2023), các công ty xây dựng hạ tầng hàng đầu đã gia tăng đáng kể giá trị backlog của mình (tương đương 3,7 lần - 6,0 lần so với trung bình doanh thu xây lắp giai đoạn 2021-22). Trong Q2/23, nhóm các công ty này đã tiếp tục trúng thêm nhiều gói thầu đáng chú ý tại đường Vành đai 4 – Hà Nội, cao tốc Khánh Hòa – Buôn Mê Thuột,...
- Đối với ngành vật liệu xây dựng, chúng tôi kỳ vọng các công ty đã xây dựng sẽ được hưởng lợi chính từ việc đẩy nhanh tiến độ thi công tại sân bay Long thành và các dự án cao tốc khu vực phía Nam.

Luận điểm đầu tư 2: Nhóm ngành sẽ được hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và giải ngân đầu tư từ khối doanh nghiệp nhà nước

Hoạt động Thăm dò & Khai thác dầu khí trong nước sẽ sôi động hơn kể từ năm 2024 với động lực chính đến từ các công ty thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)

Một số dự án phát triển dầu khí dự kiến được triển khai trong thời gian tới

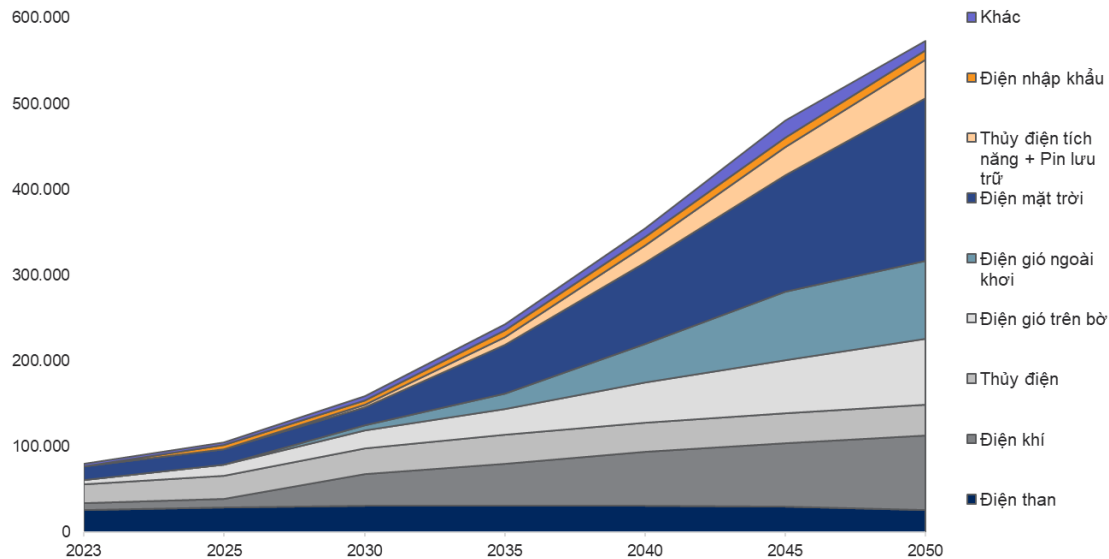
Dự án	Bể dầu khí	Nhà điều hành	Capex (tr. USD)	Thời gian triển khai					
				2022	2023	2024	2025	2026	2027
Mở rộng mỏ Bạch Hổ	Cửu Long	Vietsovpetro	90	[Bar chart showing start in 2022]					
Đại Hùng GD3	Nam Côn Sơn	PVEP POC	112	[Bar chart showing start in 2023]					
Kinh Ngư Trắng	Cửu Long	Vietsovpetro	650	[Bar chart showing start in 2023]					
Lạc Đà Vàng	Cửu Long	Murphy	693	[Bar chart showing start in 2024]					
Sư Tử Trắng GD 2B	Cửu Long	Cửu Long JOC	1.100	[Bar chart showing start in 2024]					
Nam Du - U Minh	PM3 - Cà Mau	Jadestone	N/A	[Bar chart showing start in 2024]					
Lô B - Ô Môn	PM3 - Cà Mau	Phú Quốc POC	6.700	[Bar chart showing start in 2024]					

- Chúng tôi nhận thấy nhiều dự án phát triển dầu khí quy mô vừa và nhỏ đã được bật đèn xanh và có những chuyển động đáng kể trong vài tháng qua, đơn cử như dự án Đại Hùng Giai đoạn 3, Kinh Ngư Trắng hay Lạc Đà Vàng. Nhờ mặt bằng giá dầu cao và có thể kết nối với hệ thống cơ sở hạ tầng ngoài khơi sẵn có, chúng tôi tin rằng các dự án này sẽ không gặp phải trở ngại đáng kể nào trong quá trình triển khai.
- Trong khi đó, nhiều tín hiệu cho thấy dự án phát triển mỏ khí trị giá nhiều tỷ USD Lô B – Ô Môn có thể được triển khai từ cuối năm 2023, trở thành động lực tăng trưởng chính cho ngành Dầu khí trong thời gian tới.
- Nhìn chung, những dự án này sẽ cung cấp khối lượng backlog khổng lồ cho các DN dịch vụ dầu khí trong nước, trước hết là cho các nhà thầu EPC (PVS) và các đơn vị cung cấp dịch vụ khoan (PVD).

Luận điểm đầu tư 2: Nhóm ngành sẽ được hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và giải ngân đầu tư từ khối doanh nghiệp nhà nước

Hạ tầng năng lượng bao gồm xây dựng lưới điện và nhà máy là nhiệm vụ trọng yếu nhằm phục vụ nhu cầu phát triển kinh tế. Trong giai đoạn đầu, chúng tôi cho rằng các nhà thầu xây dựng hạ tầng điện sẽ hưởng lợi, theo sau đó là chủ đầu tư các nhà máy điện

Theo QHĐ8, phát triển công suất nguồn điện dự kiến tăng mạnh trong 2023-50. Doanh nghiệp nhà nước vẫn đóng vai trò quan trọng, đặc biệt trong phân khúc nhiệt điện với quy mô lớn (MW)



Nhu cầu cao cho phát triển lưới điện truyền tải, củng cố triển vọng mảng xây lắp điện trong thời gian tới

Phân loại	Đơn vị	Khối lượng thực hiện	
		2021-30	2031-50
HVDC*			
Trạm biến áp	MW	-	40.000 - 60.000
Đường dây truyền tải	km	-	5.200 - 8.300
Trạm biến áp 500kV			
Xây dựng mới	MVA	45.750 - 52.050	90.900 - 105.400
Nâng cấp	MVA	36.000 - 38.700	117.482 - 120.150
Đường dây 500kV			
Xây dựng mới	km	11.048 - 12.300	9.276 - 11.152
Nâng cấp	km	1.324	801
Trạm biến áp 220kV			
Xây dựng mới	MVA	71.525 - 82.775	124.875 - 134.125
Nâng cấp	MVA	34.247 - 37.247	104.625 - 106.750
Đường dây 220kV			
Xây dựng mới	km	15.921 - 16.520	11.395 - 11.703
Nâng cấp	km	6.484	504 - 654

(*) HVDC: Hệ thống truyền tải một chiều điện áp cao

- Quy hoạch điện 8 (QHĐ8) chính thức được ban hành đã mở ra một chương mới cho ngành điện Việt Nam, định hướng tập trung các nguồn điện sạch hơn như điện khí và NLTT. Chúng tôi kỳ vọng khối lượng công việc nhiều cho nhu cầu phát triển cơ sở hạ tầng điện nhằm thực hiện hóa tham vọng xanh. Trong giai đoạn đầu, chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp xây lắp điện bao gồm lưới truyền tải và thầu xây dựng nhà máy sẽ được hưởng lợi sớm nhất.
- Hơn nữa, một số nhà phát triển điện khí và điện gió sở hữu dự án được đưa vào QHĐ 8 cũng sẽ có triển vọng tươi sáng hơn trong tương lai.

Danh sách cổ phiếu theo dõi (dữ liệu ngày 26/06/2023)

Mã cổ phiếu	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu điều chỉnh	Lợi suất cổ tức	Tiềm năng tăng giá	Khuyến nghị
ACB	22.250	30.000	0,0%	34,8%	Khả quan
ACG	40.800	68.300	1,0%	68,4%	Khả quan
ACV	77.700	117.900	0,0%	51,7%	Khả quan
AST	59.400	85.700	0,0%	44,3%	Khả quan
BAF	23.000	27.200	0,0%	18,3%	Khả quan
BCG	9.680	12.700	0,0%	31,2%	Khả quan
BSR	17.500	22.600	4,0%	33,1%	Khả quan
BVH	45.250	60.000	6,7%	39,3%	Khả quan
C4G	13.900	17.300	0,0%	24,5%	Khả quan
CTG	29.250	35.900	0,0%	22,7%	Khả quan
DBC	21.700	15.900	6,9%	-19,8%	Trung lập
DGC	64.900	79.200	0,7%	22,7%	Khả quan
DGW	42.800	44.400	1,3%	5,0%	Khả quan
FCN	16.100	13.000	1,6%	-17,7%	Trung lập

Danh sách cổ phiếu theo dõi (dữ liệu ngày 26/06/2023)

Mã cổ phiếu	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu điều chỉnh	Lợi suất cổ tức	Tiềm năng tăng giá	Khuyến nghị
FPT	85.800	116.800	2,3%	38,4%	Khả quan
GAS	96.000	119.900	3,8%	28,7%	Khả quan
GMD	52.500	62.300	2,6%	21,3%	Khả quan
HDB	18.800	25.000	0,0%	33,0%	Khả quan
HDG	39.300	40.200	0,0%	2,3%	Trung lập
HHV	15.000	19.500	0,0%	30,0%	Khả quan
IDC	44.100	42.600	9,2%	5,8%	Khả quan
KBC	30.000	37.700	7,2%	32,9%	Khả quan
KDC	63.000	70.900	3,5%	16,0%	Trung lập
KDH	31.450	30.000	0,0%	-4,6%	Trung lập
LPB	15.300	17.400	0,0%	13,7%	Khả quan
MBB	20.200	29.300	0,0%	45,0%	Khả quan
MIG	18.500	20.500	0,0%	10,8%	Khả quan

Danh sách cổ phiếu theo dõi (dữ liệu ngày 26/06/2023)

Mã cổ phiếu	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu điều chỉnh	Lợi suất cổ tức	Tiềm năng tăng giá	Khuyến nghị
MWG	44.350	61.500	0,4%	39,1%	Khả quan
NLG	34.000	39.850	0,9%	18,1%	Khả quan
NT2	31.950	33.000	5,1%	8,4%	Khả quan
PC1	27.400	33.600	0,5%	23,1%	Khả quan
PHR	47.700	57.500	6,5%	27,0%	Khả quan
PLX	37.550	45.600	1,9%	23,3%	Khả quan
PNJ	76.400	105.500	0,9%	39,0%	Khả quan
POW	13.650	17.800	0,0%	30,4%	Khả quan
PTB	47.750	56.000	3,1%	20,4%	Khả quan
PVD	24.500	29.300	0,0%	19,6%	Khả quan
PVS	32.600	38.100	2,2%	19,1%	Khả quan
PVT	21.350	26.300	1,4%	24,6%	Khả quan
REE	62.500	77.000	2,3%	25,5%	Trung lập
SCS	68.500	102.600	6,7%	56,5%	Khả quan

Danh sách cổ phiếu theo dõi (dữ liệu ngày 26/06/2023)

Mã cổ phiếu	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu điều chỉnh	Lợi suất cổ tức	Tiềm năng tăng giá	Khuyến nghị
STK	29.400	34.600	4,4%	22,1%	Khả quan
SZC	37.400	44.000	4,3%	21,9%	Khả quan
TCB	33.300	42.000	0,0%	26,1%	Khả quan
TPB	18.450	22.300	0,0%	20,9%	Khả quan
VCB	100.000	108.700	0,0%	8,7%	Trung lập
VHM	55.500	80.200	1,7%	46,2%	Khả quan
VIB	19.950	23.600	0,0%	18,3%	Khả quan
VLB	38.600	51.200	5,2%	37,8%	Khả quan
VNM	70.600	77.300	5,4%	14,9%	Khả quan
VPB	20.250	25.700	0,0%	26,9%	Khả quan
VRE	26.700	41.100	0,0%	53,9%	Khả quan

Ngân hàng

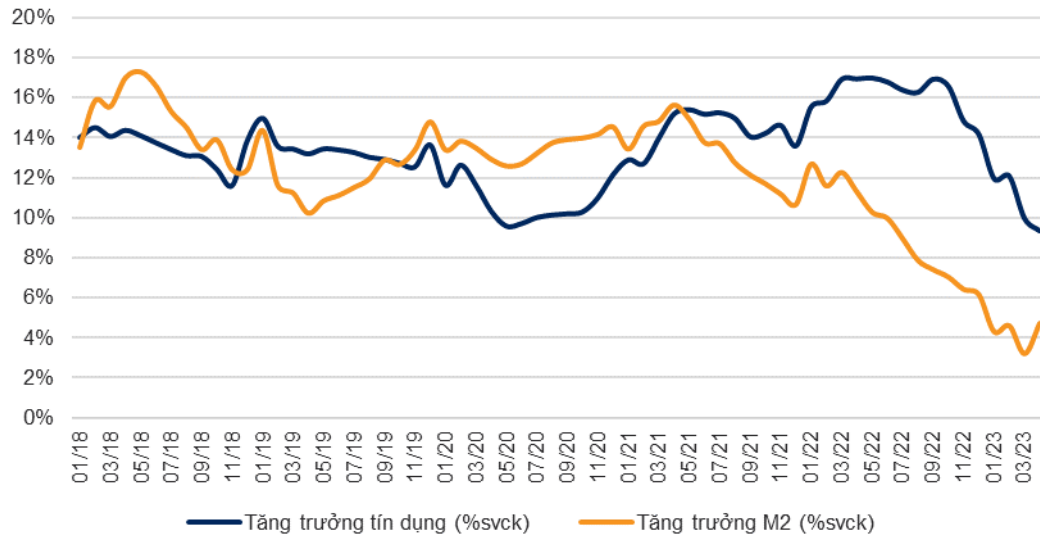
Đi qua những ngày mưa



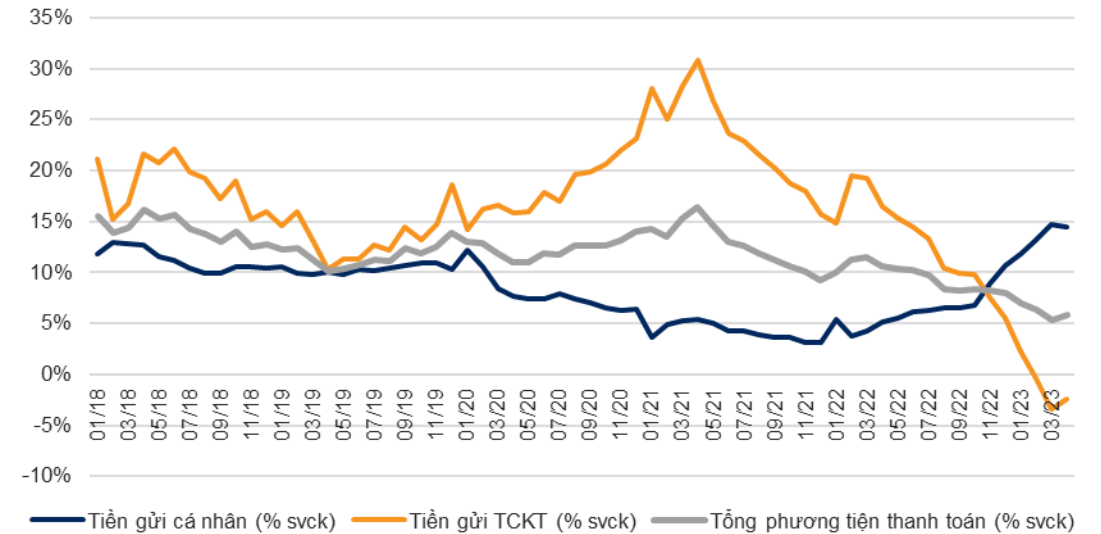
Huy động: thanh khoản thu hẹp khiến tăng trưởng cung tiền M2 chậm

Chúng tôi nhận thấy khoảng cách giữa tăng trưởng tín dụng-huy động ngày càng lớn, điều này sẽ gây áp lực lên các ngân hàng đang có thanh khoản thấp.

Chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và cung tiền từ M2 vẫn đang duy trì với khoảng cách lớn



Chúng tôi nhận thấy tăng trưởng tiền gửi cá nhân và tiền gửi tổ chức có xu hướng tăng trưởng ngược chiều nhau



- M2 cải thiện lên 4,72% svck tại cuối T4/23, và thấp hơn nhiều sv mức tăng trưởng 9,35% svck của tín dụng hệ thống tại cuối T4/23 cho thấy có nút thắt trong thanh khoản hệ thống. Điều này có thể là kết quả từ thị trường BĐS trầm lắng và tăng trưởng kinh tế thấp.
- Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán giảm tốc xuống 5,8% svck tại cuối T4/23 từ mức 10,6% svck tại cuối T4/22, trong đó tiền gửi cá nhân đóng vai trò động lực tăng trưởng chính với tốc độ tăng đạt 7,96% svck trong khi tiền gửi doanh nghiệp đạt mức tăng trưởng âm.

Nỗ lực của Chính phủ để hồi phục thị trường vốn

Các chính sách ban hành gần đây nhằm hỗ trợ nền kinh tế

Chính phủ đã liên tục ban hành các chính sách/quy định mới với nỗ lực thúc đẩy hoạt động thị trường vốn

Thông tư/Dự thảo	Nội dung
Thông tư 26	Điều chỉnh công thức tính tỷ lệ LDR bằng cách đưa tiền gửi có kỳ hạn của Kho bạc Nhà nước vào tổng huy động với một tỷ lệ trích nhất định.
Nghị quyết 08/2023	- Tổ chức phát hành có thể thanh toán gốc, lãi trái phiếu bằng các tài sản khác và có thể gia hạn thời điểm đáo hạn trái phiếu tối đa là 2 năm nếu được trái chủ đồng ý. - Hoàn quy định về điều kiện nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, thời gian phân phối giữa các đợt phát hành trái phiếu và yêu cầu xếp hạng tín nhiệm đối với tổ chức phát hành trái phiếu đến ngày 31 tháng 12 năm 2023.
Nghị quyết 33/2023	Chỉ đạo NHNN: - Hướng dẫn các tổ chức tín dụng áp dụng các biện pháp xử lý phù hợp đối với các khoản nợ có tài sản liên quan (gia hạn nợ gốc/lãi hoặc giữ nguyên nhóm nợ). - Khuyến khích các ngân hàng thương mại cho vay dự án nhà ở xã hội thông qua gói hỗ trợ tín dụng 120 nghìn tỷ đồng
Nghị quyết 10/2023	- Ban hành quy định về chứng nhận quyền sở hữu công trình xây dựng đối với đất sử dụng vào mục đích lưu trú du lịch (Condotel) - Hoàn thiện chính sách bàn giao đất đối với trường hợp được chấp thuận đầu tư - Quy định thời gian UBND tỉnh ban hành giá đất cụ thể là không quá 90 ngày kể từ ngày cấp đất.
Quyết định số 313/314/574/1123/124	Giảm tất cả các lãi suất điều hành bao gồm: - Lãi suất tái cấp vốn: từ 6,0%/năm đến 4,5%/năm. - Lãi suất tái chiết khấu: từ 4,5% đến 3,0%/năm - Trần lãi suất tiền gửi có kỳ hạn < 1 tháng: từ 1%/năm đến 0,5%/năm. - Trần lãi suất tiền gửi kỳ hạn < 6 tháng: từ 6%/năm đến 4,75%/năm. - Lãi suất cho vay tối đa đối với các khoản vay ngắn hạn bằng VND của các tổ chức tín dụng: từ 5,5%/năm đến 4,0%/năm.

- Thông tư 26/2022 giúp hỗ trợ thanh khoản hệ thống khi 50% tiền gửi Kho bạc Nhà nước sẽ được bơm ra nền kinh tế.
- Nghị quyết 8 và 33/2023 tạo cơ sở hành lang pháp lý cho việc giãn nợ và giải quyết nghĩa vụ thanh toán trái phiếu.
- Cùng với đó, các quyết định của NHNN hạ lãi suất điều hành đã tích cực thúc đẩy nhu cầu tín dụng và giảm thiểu rủi ro nợ xấu tại các NHTM.

Nỗ lực của Chính phủ để hồi phục thị trường vốn

Các chính sách ban hành gần đây nhằm hỗ trợ nền kinh tế

Theo sau đó, NHNN đã ban hành Thông tư 02-03/2023, cho phép các NH được giữ nguyên nhóm nợ/giãn nợ gốc/lãi và mua lại trái phiếu doanh nghiệp.

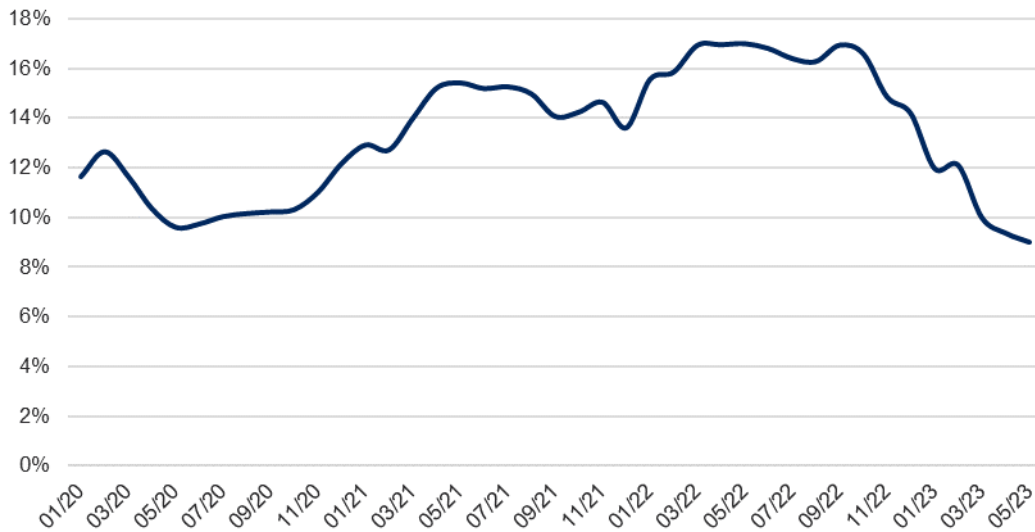
Thông tư/Dự thảo	Nội dung
<p>Thông tư 02/2023</p> <p>Hướng dẫn các tổ chức tín dụng rà soát, giãn nợ gốc/lãi hoặc giữ nguyên nhóm nợ đối với khách hàng cho vay SXKD và tiêu dùng</p>	<p>(1) Gia hạn chương trình tái cơ cấu thêm 6 tháng (đến 30/6/2024 thay vì 31/12/2023 như dự thảo). Khoản dư nợ được tái cơ cấu không được quá hạn quá 10 ngày.</p> <p>(2) Quy định về điều khoản trích lập:</p> <ul style="list-style-type: none"> - A: nếu trích lập thông thường - B: nếu trích lập theo quy định mới về giữ nguyên nhóm nợ - C (Số trích lập bổ sung) = A - B - Số cần trích lập thêm (C) được chia ra: <ul style="list-style-type: none"> Đến hết năm 2023: tối thiểu 50% C Đến hết năm 2024: trích hết 100% C
<p>Thông tư 03/2023</p> <p>Tạm hoãn Điều 11 Khoản 4 Thông tư 16, cho phép ngân hàng được mua lại trái phiếu doanh nghiệp chưa niêm yết đã bán/phân phối với một số điều kiện</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Thời gian hoãn thi hành từ 24/04/23 đến 31/12/2023 - Điều kiện: <ul style="list-style-type: none"> (1) Doanh nghiệp được TCTD mua lại TPDN đã phải thanh toán toàn bộ số tiền tại thời điểm mà TCTD ký kết hợp đồng bán trái phiếu trước đó. (2) Tổ chức phát hành trái phiếu cần có xếp hạng tín nhiệm (xếp hạng nội bộ của ngân hàng) cao nhất tại thời điểm được ngân hàng mua lại
<p>Dự thảo điều chỉnh Thông tư 41/2016 quy định về tỷ lệ an toàn vốn đối với các ngân hàng</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Hệ số rủi ro (HSRR) đối với khoản vay kinh doanh BĐS sẽ không thay đổi ở mức 200%; tuy nhiên HSRR sẽ giảm xuống 160% nếu tài trợ dự án kinh doanh BĐS khu công nghiệp. - Bổ sung quy định HSRR áp dụng cho các khoản vay thế chấp nhà ở theo tỷ lệ tài sản bảo đảm (LTV) và tỷ lệ khả năng trả nợ (DSC) với các khoản cho vay mua nhà ở xã hội.

- Với Thông tư 02/2023, áp lực trích lập dự phòng cho các ngân hàng sẽ giảm bớt khi các NH có thể cơ cấu lại chi phí trích lập dự phòng trong vòng 2 năm (2023-2024). Chúng tôi cho rằng điều này sẽ hỗ trợ tâm lý của nhà đầu tư đối với các ngân hàng có tỷ lệ cho vay bất động sản/tài chính tiêu dùng cao trong cơ cấu tín dụng như TCB, MBB, VPB trong bối cảnh chi phí tín dụng dự kiến sẽ tăng.
- Thị trường TPDN có thể ấm lên trong thời gian còn lại của năm 2023 do Thông tư 03/2023 đã hoãn Điều 11 Khoản 4 Thông tư 16/2021, tức ngân hàng vẫn được mua lại trái phiếu chưa niêm yết đã bán/phân phối với một số điều kiện đi kèm.

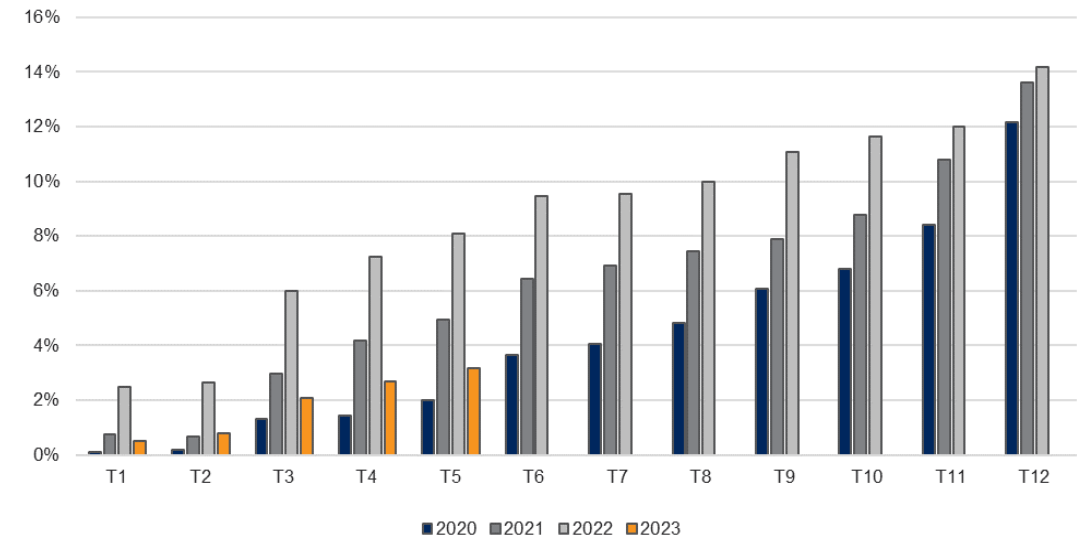
Tín dụng tăng trưởng yếu trong 6T23 nhưng có thể sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm

Tín dụng hệ thống tăng trưởng 3,17% so với đầu năm và 9,0% svck tính đến cuối tháng 05/0223, mức thấp nhất trong hai năm gần đây do nhu cầu tín dụng suy yếu

Tín dụng hệ thống tăng trưởng thấp trong nửa đầu năm 2023 do nhu cầu suy yếu...



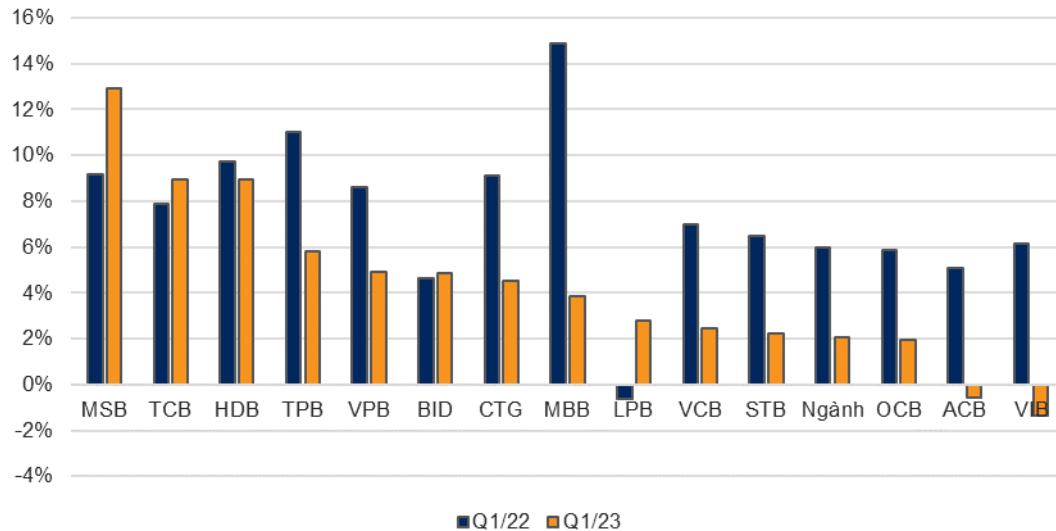
...nhưng vẫn cao hơn giai đoạn Covid



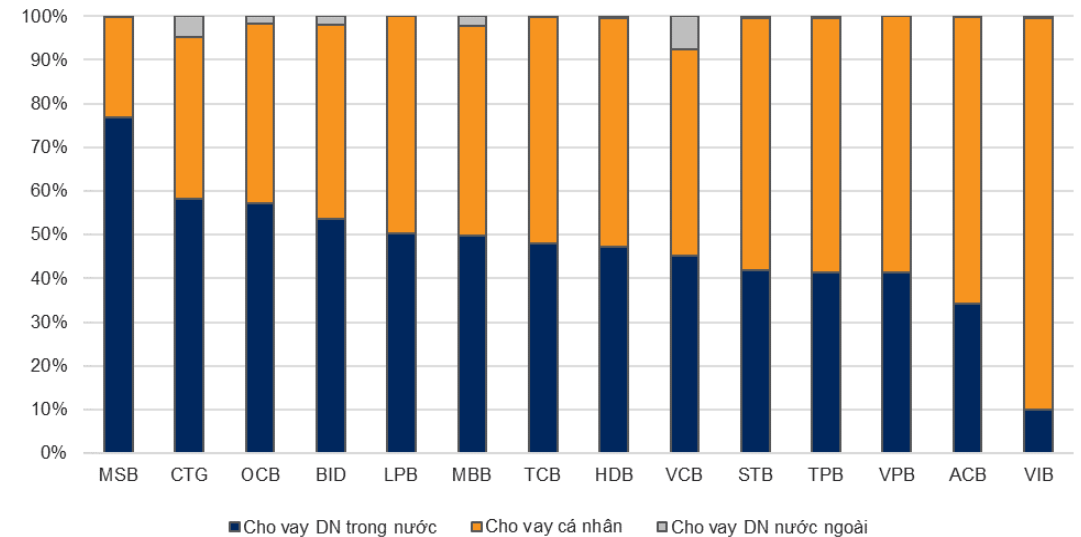
- Trong Q1/23, tín dụng hệ thống tăng nhẹ 2,1% so với đầu năm (so với mức tăng trưởng của Q1/22 là 5,97% sv đầu năm) và tăng 10% svck lên 12.170 nghìn tỷ đồng do (i) lãi suất cho vay vẫn được neo ở mức cao, chưa đủ hấp dẫn để doanh nghiệp đăng ký vay mới, (ii) thị trường BĐS âm ảm đè nặng lên tăng trưởng tín dụng và (iii) DN gặp khó khăn trong việc đáp ứng các tiêu chuẩn giải ngân của NH trong bối cảnh lợi nhuận bị bào mòn. Tổng tín dụng của 25 ngân hàng niêm yết (chiếm 75% tín dụng toàn hệ thống) đạt mức tăng 3,4% sv đầu kỳ tại cuối Q1/23. Ba ngân hàng quốc doanh là BID, VCB và CTG, chiếm 34% tín dụng hệ thống, đã có mức tăng trưởng tín dụng là 4,05% kể từ đầu năm, cao hơn mức trung bình toàn hệ thống (3,17%).

Tín dụng tăng trưởng yếu trong 6T23 nhưng có thể sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm

Hầu hết các ngân hàng ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng thấp hơn svck trong 6 tháng đầu năm 2023



Các NH có tỷ trọng cho vay doanh nghiệp cao có mức tăng trưởng tín dụng cao hơn (dữ liệu tại cuối năm 2022)



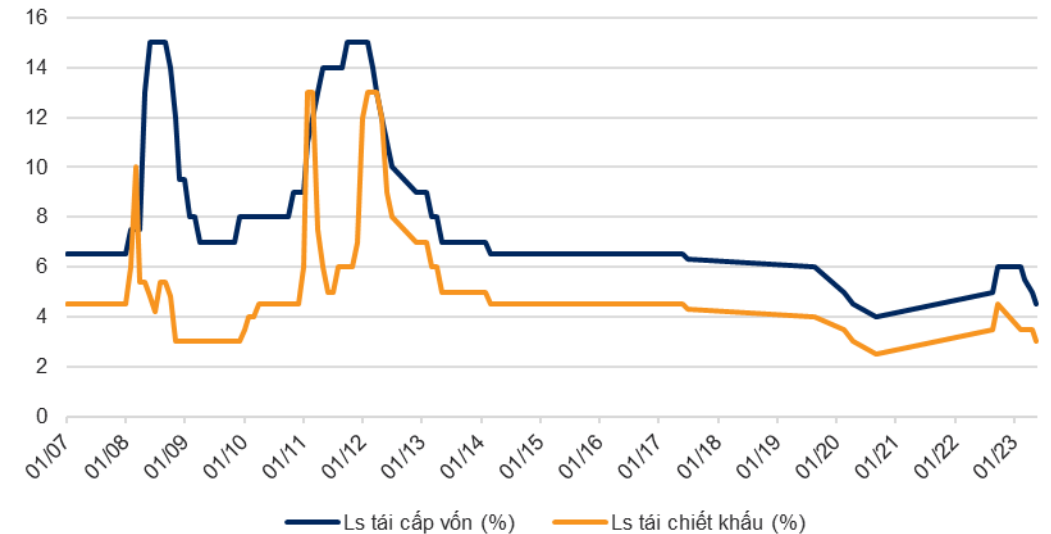
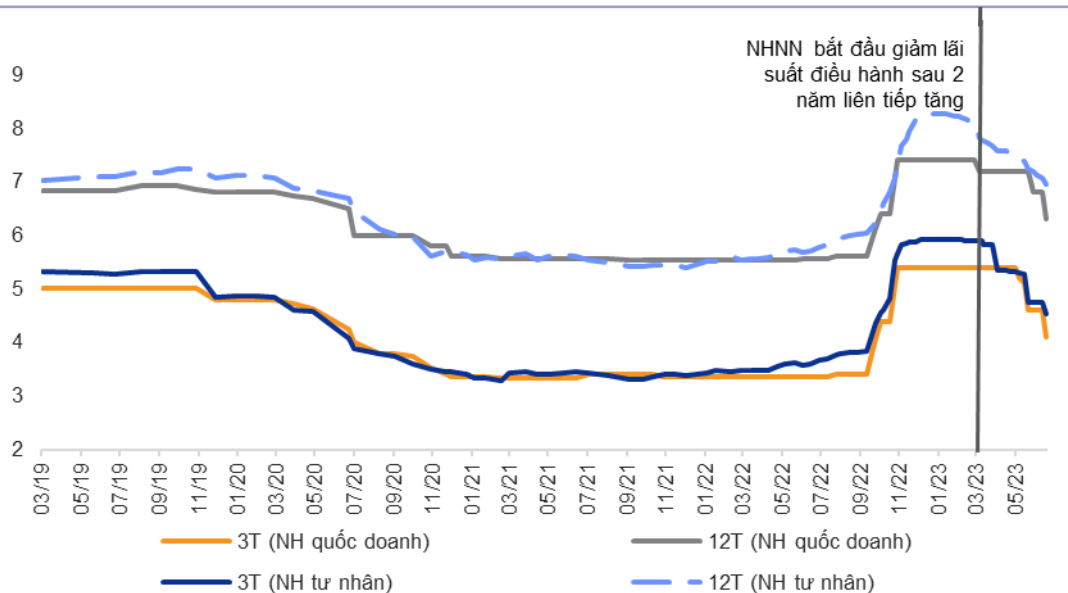
- Chúng tôi nhận thấy các NH có tỷ trọng cho vay doanh nghiệp cao (MSB, TCB, HDB) có mức tăng trưởng tín dụng trong Q1/23 cao hơn nhiều so với các NH tập trung vào cho vay bán lẻ (ACB, VIB), do nhu cầu về vốn lưu động và tái cấp vốn cao trong khi tăng trưởng kinh tế yếu đi làm giảm nhu cầu cho vay tiêu dùng mới.

Tín dụng tăng trưởng yếu trong 6T23 nhưng có thể sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm

Tại thời điểm giữa tháng 6/23, lãi suất huy động kỳ hạn 3 tháng và 12 tháng đều giảm đáng kể so với cuối năm 2022 nhưng vẫn neo ở mức cao

Chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng có thể tiếp tục giảm xuống mức 6-6,5% trong nửa cuối năm 2023 (%)...

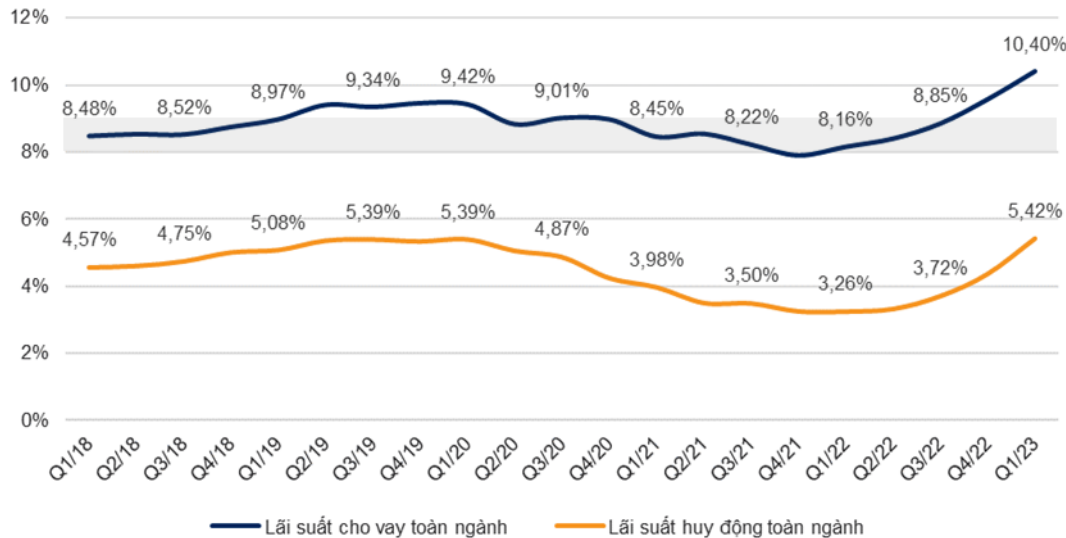
... nhờ lần cắt giảm lãi suất điều hành thứ tư 50 điểm cơ bản tại cuối Q2/23 (%)



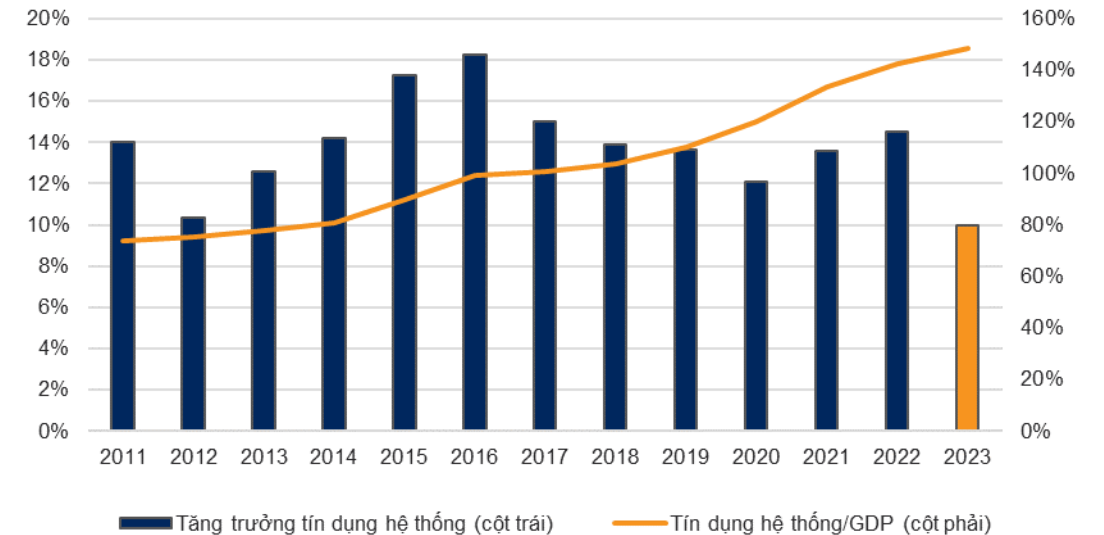
- Tại cuối Q1/23, lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 3 tháng và 12 tháng đạt xấp xỉ 5,6% và 7,4%, giảm 5-40 điểm cơ bản sau khi đạt đỉnh vào cuối năm 2022. Mức lãi suất này tiếp tục giảm đáng kể 0,8-1,3% xuống còn 4,3% và 6,6% cho đến giữa tháng 6/23 nhờ ba lần cắt lãi suất điều hành của NHNN trước đó từ tháng 3/23, nhưng vẫn neo ở mức cao hơn so với giai đoạn Covid. Đến cuối năm 2023, chúng tôi kỳ vọng lãi suất tiền gửi 12 tháng có thể giảm về mức 6,0-6,5%, tạo điều kiện môi trường cho vay với lãi suất phù hợp hơn, và từ đó thúc đẩy tăng trưởng tín dụng

Tín dụng tăng trưởng yếu trong 6T23 nhưng có thể sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm

Tại cuối Q1/23 lãi suất cho vay toàn ngành vẫn duy trì ở mức cao



Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng hệ thống sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm 2023 và đạt 10% tại cuối năm (% svck)



- Lãi suất cho vay bình quân của top 25 NH niêm yết tăng mạnh lên 10,4% trong Q1/23 sau khi dao động trong khoảng 8-9% trong năm 2018-22. Chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay sẽ giảm sâu hơn xuống 1,5 – 2% từ mức này để hấp dẫn doanh nghiệp và cá nhân mở vay mới.
- Xét về điều kiện đủ, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu dùng sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2023 nhờ (i) lãi suất cho vay thấp hơn, (ii) đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và (iii) thuế VAT giảm 2% trong nửa cuối 2023. Cùng với lãi suất cho vay giảm, chúng tôi vẫn kỳ vọng tăng trưởng tín dụng hệ thống sẽ tăng tốc trong nửa cuối 2023 và đạt 10% svck tại cuối năm 2023.

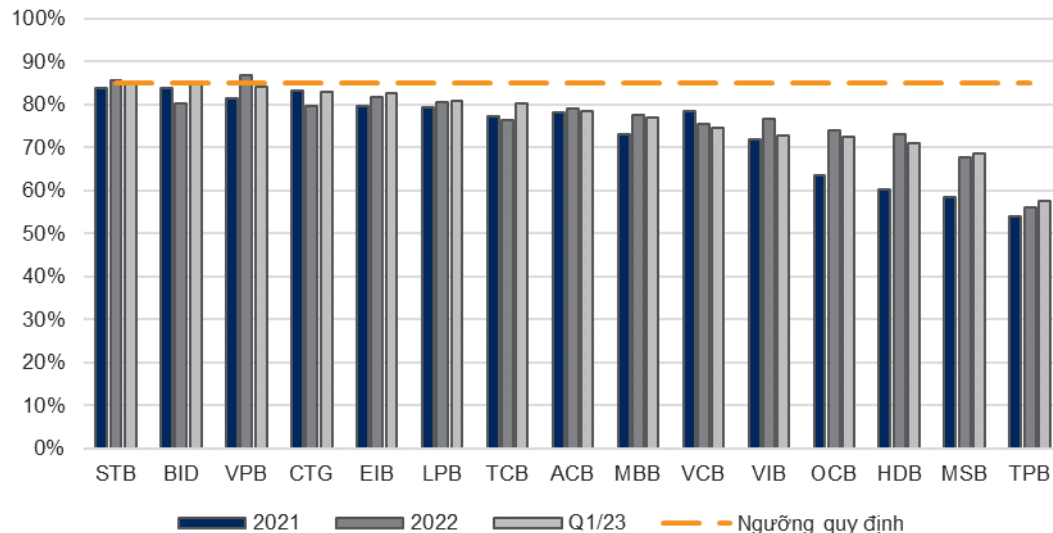
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NHNN, NHTM

*ngành: bao gồm 25 ngân hàng niêm yết lớn nhất theo dự nợ cho vay

Tín dụng tăng trưởng yếu trong 6T23 nhưng có thể sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm

Chúng tôi cho rằng một số ngân hàng sẽ có tăng trưởng tín dụng tốt hơn so với các NH khác trong năm 2023

Tỷ lệ LDR của các ngân hàng tại cuối Q1/23



Kế hoạch tăng trưởng tín dụng của ngân hàng cho năm 2023 và mức hoàn thành trong Q1/23

Ngân hàng	Tăng trưởng tín dụng 2023 (KHKD)	Tăng trưởng tín dụng Q1/23 (từ đầu năm)
MSB	15%	12,93%
TCB	11%	8,96%
HDB	20%	8,96%
TPB	10%	5,80%
VPB	22%	4,89%
BID	10%	4,88%
CTG	12%	4,53%
MBB	18%	3,83%
LPB	13%	2,81%
VCB	12%	2,45%
ACB	13%	-0,57%
VIB	11%	-1,34%

- Chúng tôi tin rằng các NHTM quốc doanh, với lợi thế cạnh tranh là một trong những kênh phân phối nguồn vốn chính của Chính phủ, sẽ là đối tượng chính được hưởng lợi từ việc thúc đẩy đầu tư công và có thể nhận mức tăng trưởng tín dụng cao hơn so với các NH khác trong ngành.
- Ngoài ra, TCB, HDB, VPB, MBB có thể sẽ đạt tăng trưởng tín dụng tốt hơn trong năm 2023 so với các ngân hàng cùng ngành nhờ (i) thanh khoản dồi dào (TCB, MBB) (ii) bộ đệm vốn tốt (ví dụ: VPB, TCB) và (iii) kế hoạch hỗ trợ trong việc tái cơ cấu lại các tổ chức tín dụng yếu kém (VCB, HDB, MBB)

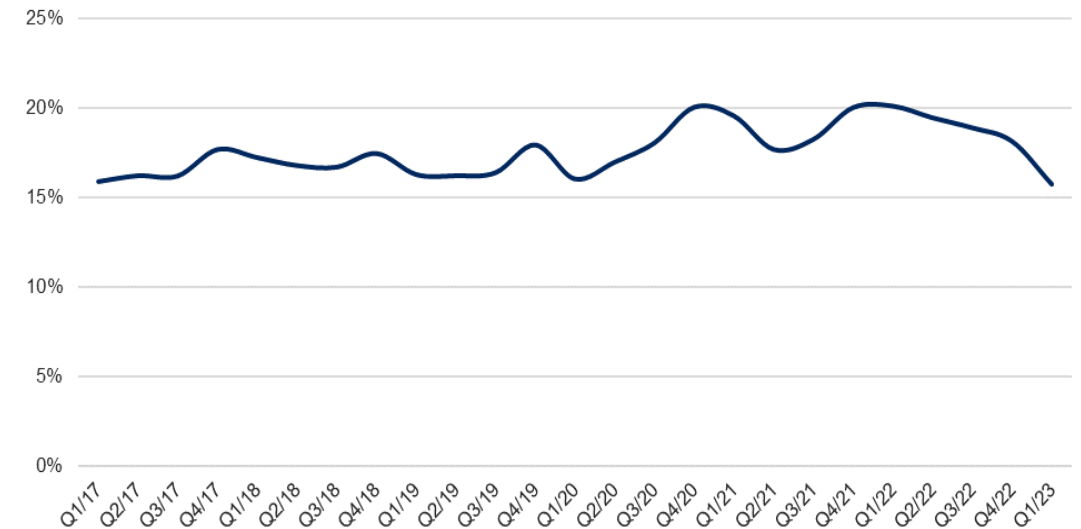
NIM: Kỳ vọng phục hồi trong năm 2024

Lợi suất tài sản của top 25 NH niêm yết ghi nhận mức tăng 1,74 điểm % svck lên 8,5%. Trong khi đó, tăng trưởng chi phí vốn của các ngân hàng cao hơn lợi suất tài sản với mức tăng 1,83% lên 4,9% svck, khiến tổng NIM giảm 3,4 điểm cơ bản xuống 3,6%.

Diễn biến NIM của các ngân hàng trong Q1/23 (điểm % svck)

+/-	Lợi suất tài sản sinh lãi	Chi phí vốn	NIM
	3,83	2,20	1,93
	2,79	2,69	0,48
	2,96	0,87	0,29
	1,78	1,57	0,28
	1,96	2,13	0,13
	2,48	2,88	(0,01)
	1,91	2,21	(0,02)
	2,21	2,53	(0,09)
	1,20	1,49	(0,20)
	0,71	1,10	(0,22)
	1,71	2,26	(0,28)
	1,37	2,07	(0,58)
	1,05	2,03	(0,70)
	0,81	2,53	(1,40)
	0,89	2,89	(1,78)

CASA toàn ngành giảm mạnh khi khách hàng chuyển từ tiền gửi không kỳ hạn sang tiền gửi có kỳ hạn



- Chúng tôi thấy rằng hầu hết các ngân hàng có mức tăng trưởng tín dụng cao trong Q1/23 đều ghi nhận tỷ lệ NIM thấp hơn svck do các ngân hàng chủ động giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng gặp khó khăn. Trong khi đó, các NHTM với mức tăng trưởng tín dụng âm trong Q1/23 như VIB, ACB ghi nhận mức tăng NIM tốt hơn so với ngành svck.
- Trong nửa cuối năm 2023, chúng tôi kỳ vọng chi phí vốn sẽ giảm mạnh hơn nhờ các lần cắt giảm lãi suất điều hành lần thứ 3 và thứ 4 tại thời điểm cuối Q2/23 sẽ có hiệu lực hoàn toàn vào nửa cuối năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi không kỳ vọng việc sẽ thấy NIM tăng trở lại ngay lập tức, khi việc giảm lãi suất cho vay vẫn là ưu tiên nhất trước mắt để hồi phục nền kinh tế

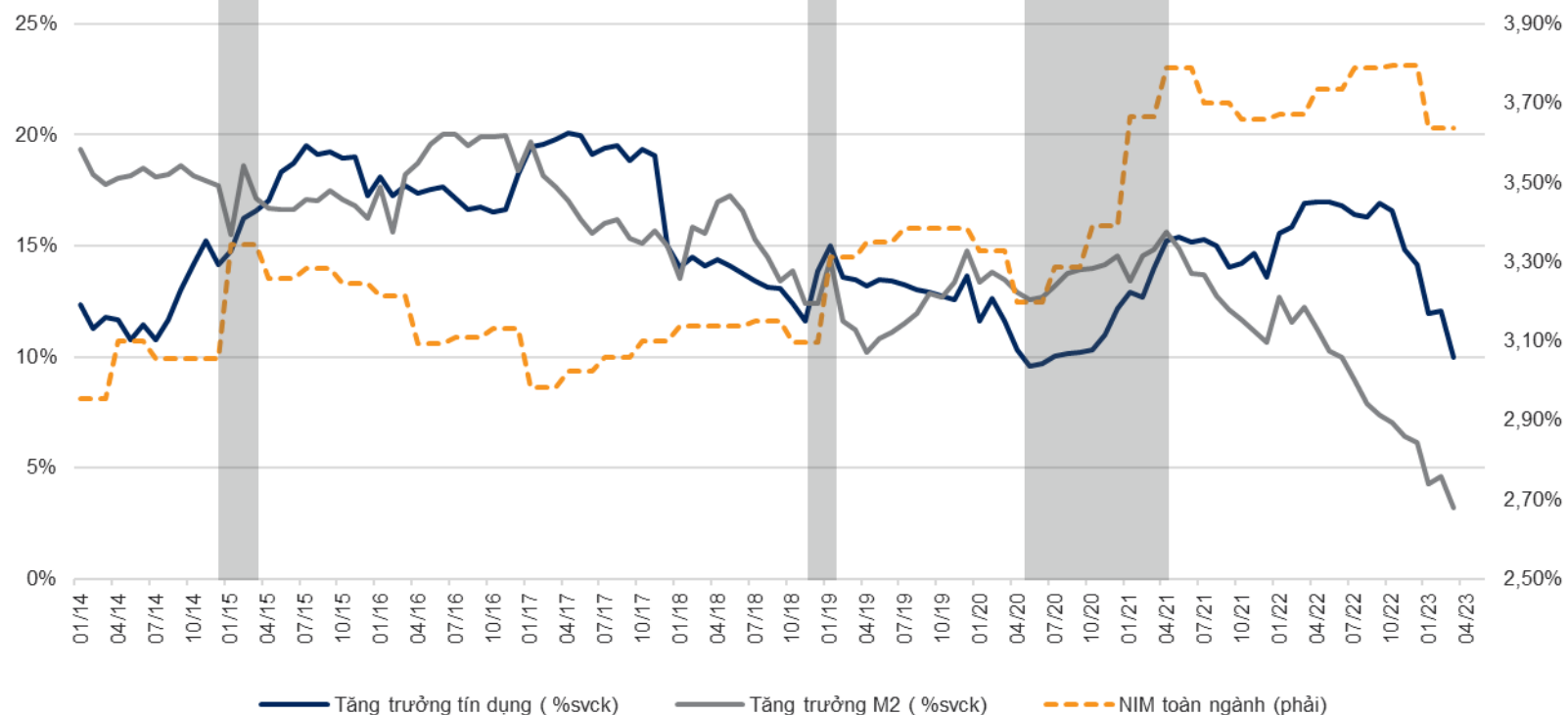
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NHTM

*ngành: bao gồm 25 ngân hàng niêm yết lớn nhất theo dự nợ cho vay

Điều gì có thể là yếu tố chỉ báo cho sự phục hồi NIM?

Để trả lời câu hỏi này, chúng ta cần nhìn lại vào cốt lõi của vấn đề

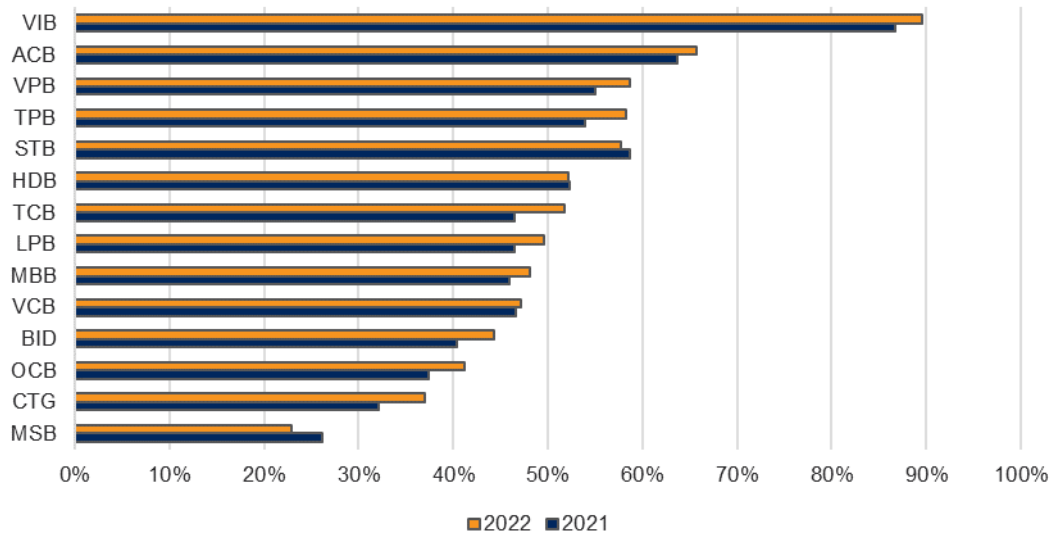
Trong 10 năm gần đây, chúng tôi quan sát thấy NIM thường tăng khi tăng trưởng M2 vượt lên trên tăng trưởng tín dụng



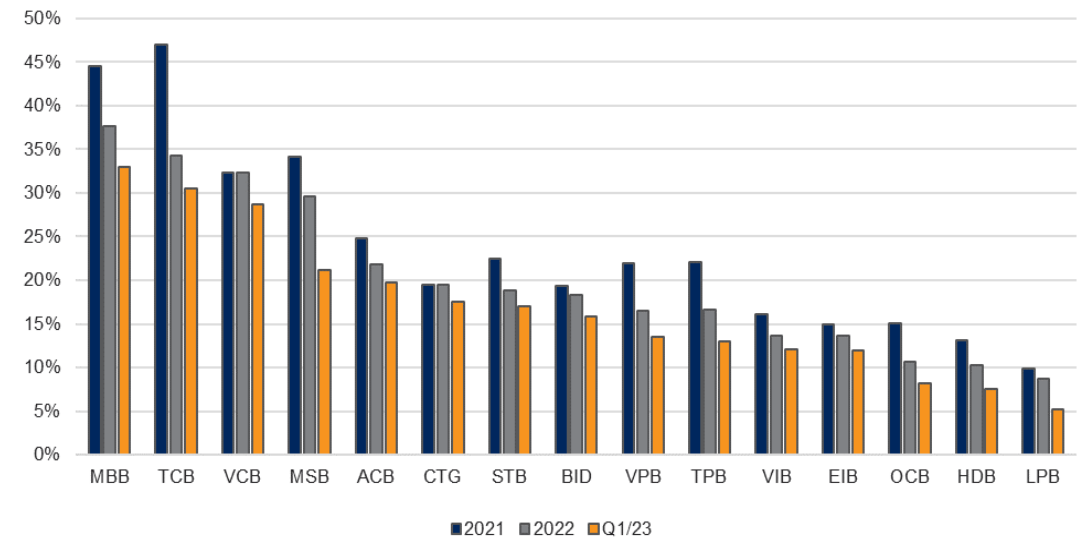
- Chúng tôi cho rằng việc mất cân bằng giữa chi phí nguồn cung và nhu cầu vốn là lý do chính cho tốc độ tăng trưởng chậm lại của tín dụng và NIM. Với mức chi phí vốn được neo ở mức cao như hiện tại, doanh nghiệp sẽ bị thiếu động lực để mở cho vay mới, từ đó dẫn đến làm giảm tỷ lệ vòng quay tiền giữa các đối tượng kinh tế, cùng với đó là tăng trưởng tín dụng và NIM
- Chúng tôi tin rằng sự cải thiện trong tăng trưởng M2 thể hiện tỷ lệ vòng quay tiền hay thanh khoản tốt hơn ở trong nền kinh tế. Với thanh khoản dồi dào, ngân hàng sẽ có nhiều dư địa để cải thiện NIM bằng việc đẩy mạnh cho vay (tăng tỷ lệ LDR) hoặc giảm chi phí vốn sâu hơn lợi suất tài sản.

Chúng tôi cho rằng một số ngân hàng sẽ có thể cải thiện NIM tốt hơn so với toàn ngành

Tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân trên tổng dư nợ (%)



... và tỷ lệ CASA của các ngân hàng vào cuối Q1/23 (%)

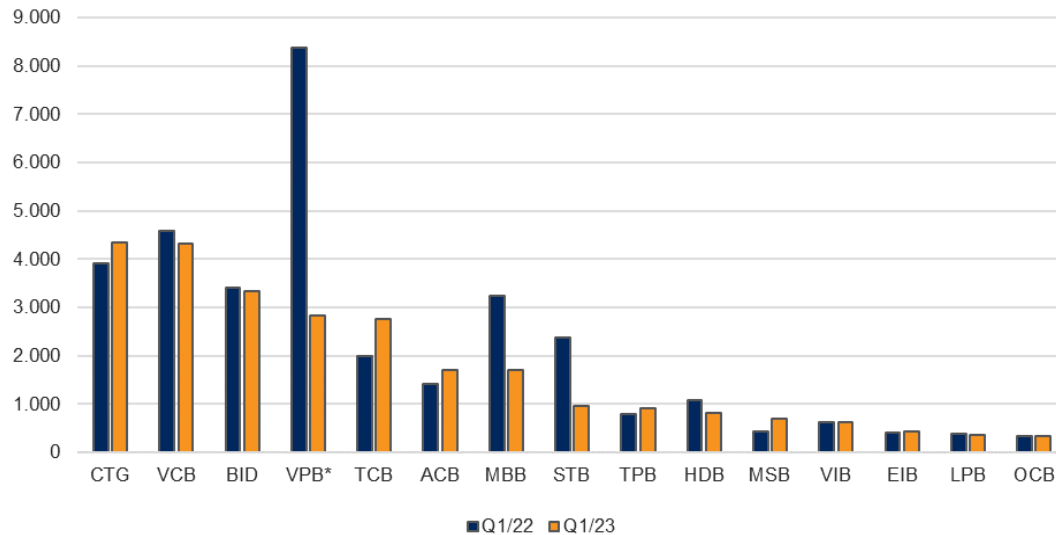


- Xu hướng cải thiện NIM có thể sẽ không đồng đều giữa các ngân hàng, do cấu trúc của từng ngân hàng đối với nhu cầu tiền gửi và huy động vốn rất khác nhau. Các ngân hàng có các lợi thế sau sẽ có nhiều cơ hội hơn để duy trì/cải thiện NIM:
 - Tỷ lệ CASA cao hoặc tỷ lệ cho vay/huy động thấp: dẫn đến chi phí vốn thấp hơn, đồng thời tạo điều kiện giảm lãi suất cho vay.
 - Có thể mạnh cho vay tệp khách hàng cá nhân - phân khúc có lợi suất tài sản hấp dẫn hơn.

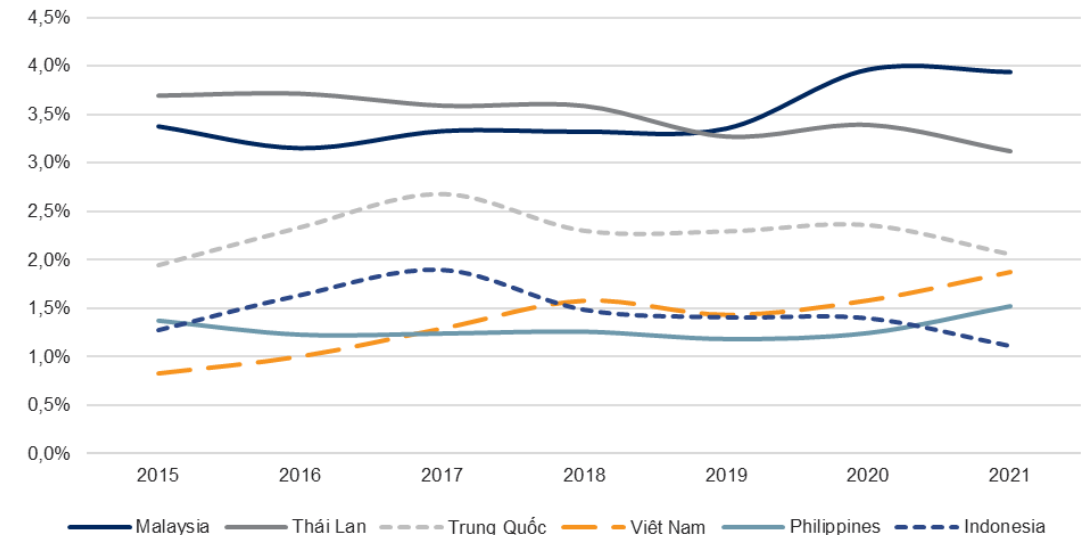
Thu nhập ngoài lãi: những khó khăn hiện tại chỉ là ngắn hạn

Thu nhập thuần từ phí và các hoạt động khác tiếp tục là động lực chính, đóng góp lần lượt 50% và 26% vào tổng thu nhập ngoài lãi của hệ thống trong Q1/23.

Thu nhập ngoài lãi các ngân hàng giảm 6,6% svck trong Q1/23 (không bao gồm khoản phí độc quyền của VPB trong Q1/22) do hoạt động banca trì trệ (Đơn vị: tỷ đồng)



Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm nhân thọ các nước trong khu vực



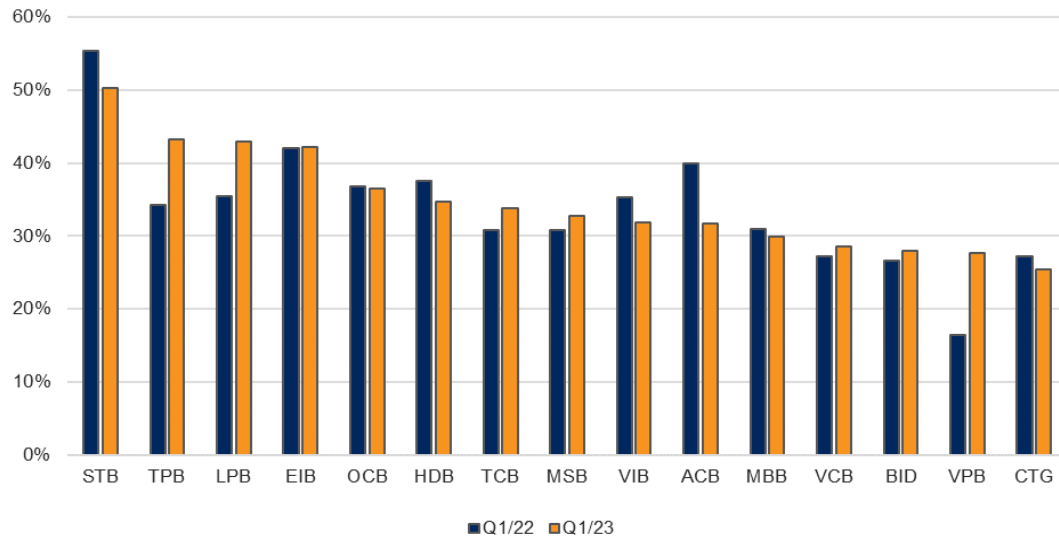
- Thu nhập ngoài lãi của các NH đạt ~28 nghìn tỷ đồng trong Q1/23 (-21,2% svck và -6,6% svck nếu loại trừ khoản phí độc quyền của VPB trong Q1/22) do hoạt động banca và thu hồi nợ xấu trì trệ. Các NH đã đạt được mức tăng trưởng thu nhập từ phí đáng kể từ hoạt động banca trong giai đoạn 2020-22 khi các công ty bảo hiểm đẩy mạnh bán hàng qua kênh NH. Tuy nhiên, thu nhập banca của các NH đã giảm vào năm 2023 do (i) kinh tế suy yếu ảnh hưởng đến thu nhập người dân, cũng như nhu cầu đối với các sản phẩm bảo hiểm và (ii) sự giám sát chặt chẽ hơn từ các cơ quan quản lý xung quanh các hoạt động banca.
- Bất chấp những khó khăn trong ngành, HDB và VIB dự kiến sẽ ký các hợp đồng banca mới trong giai đoạn 2023-24, chứng tỏ tiềm năng dài hạn của thị trường bancassurance tại Việt Nam.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NHTM

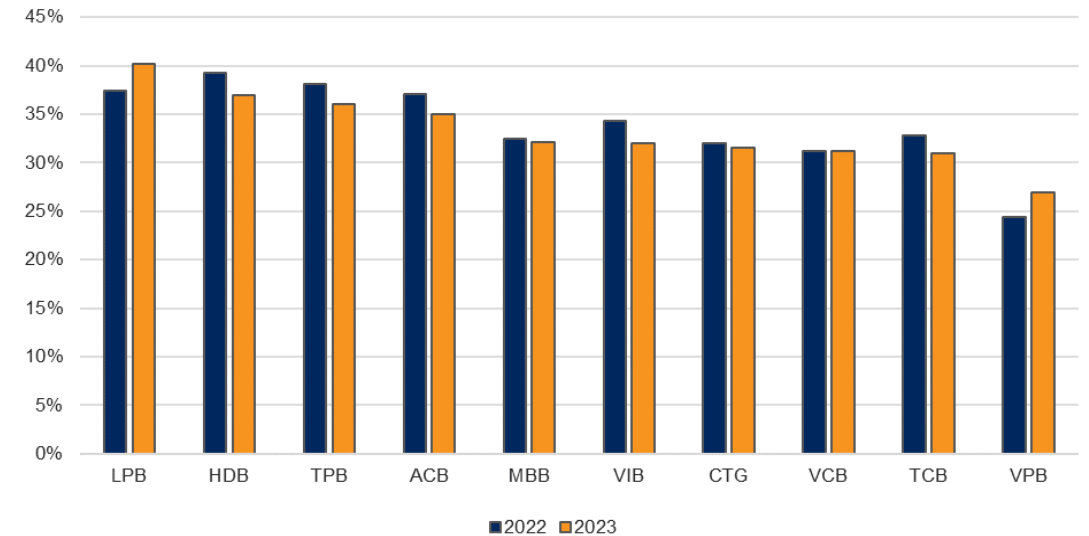
*ngành: bao gồm 25 ngân hàng niêm yết lớn nhất theo dự nợ cho vay

Tỷ lệ CIR trong năm 2023 sẽ giảm nhẹ hơn svck

Hầu hết các ngân hàng ghi nhận tỷ lệ CIR cao hơn trong Q1/23 so với Q1/22



Chúng tôi ước tính CIR trong năm 2023 sẽ dao động trong khoảng ~30-40%



- Chi phí hoạt động của 25 ngân hàng niêm yết đã tăng 11,0% svck trong Q1/23, trong khi tổng thu nhập HĐKD tăng 4,8% svck trong Q1/23, khiến CIR trung bình tăng lên 32% trong Q1/23 từ 30% trong Q1/22. Tuy nhiên nếu loại trừ khoản thu nhập bất thường của VPB, CIR Q1/22 sẽ là 31,4% - không chênh quá cao so với mức hiện tại.
- Chúng tôi dự báo tỷ lệ CIR nhìn chung sẽ giảm kể từ Q2/23 trở đi do các ngân hàng sẽ tiếp tục tích cực đầu tư vào công nghệ để chuyển đổi thành ngân hàng số. Chi phí đầu tư cho công nghệ của một số ngân hàng (CTG, VPB, TCB...) vào khoảng 50-100 triệu USD/năm trong giai đoạn 2022-25.

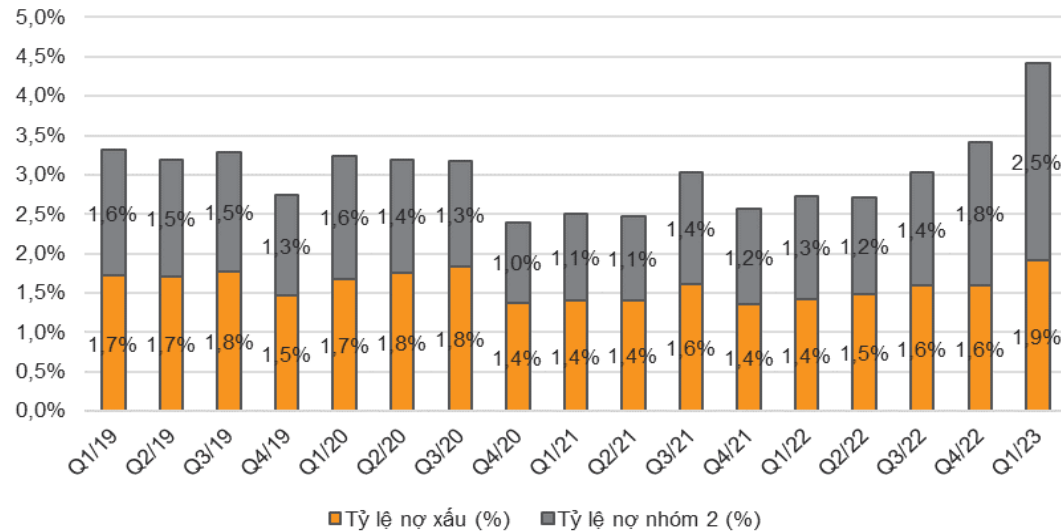
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NHTM

*ngành: bao gồm 25 ngân hàng niêm yết lớn nhất theo dự nợ cho vay

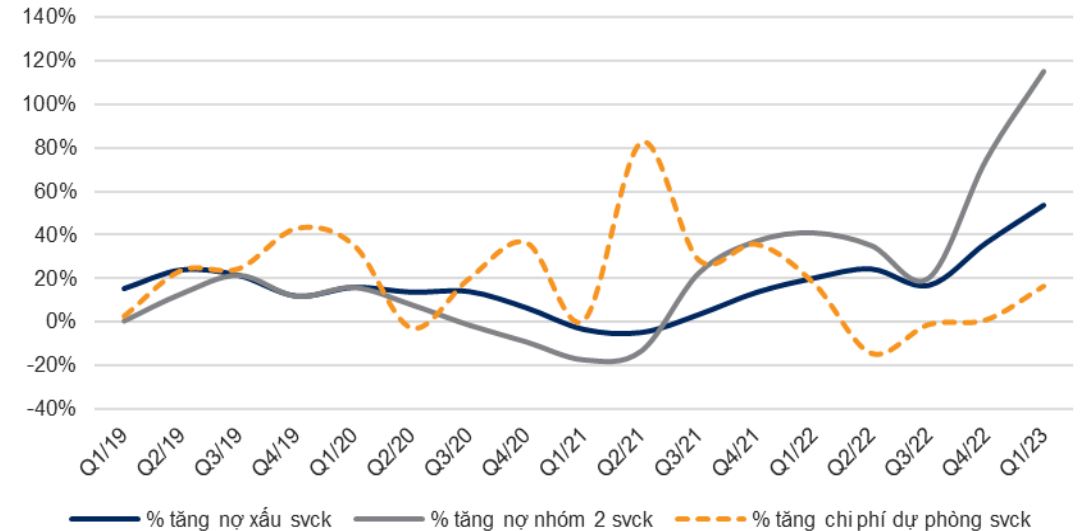
Chất lượng tài sản cần được chú ý

Chất lượng tài sản của ngân hàng đã chịu ảnh hưởng tương đối lớn từ hoạt động kinh doanh trì trệ

Cần chú ý đến việc nợ xấu tăng (%)...



...khi tốc độ tăng của nợ xấu và nợ nhóm 2 đã nhanh hơn mức tăng của chi phí dự phòng svck

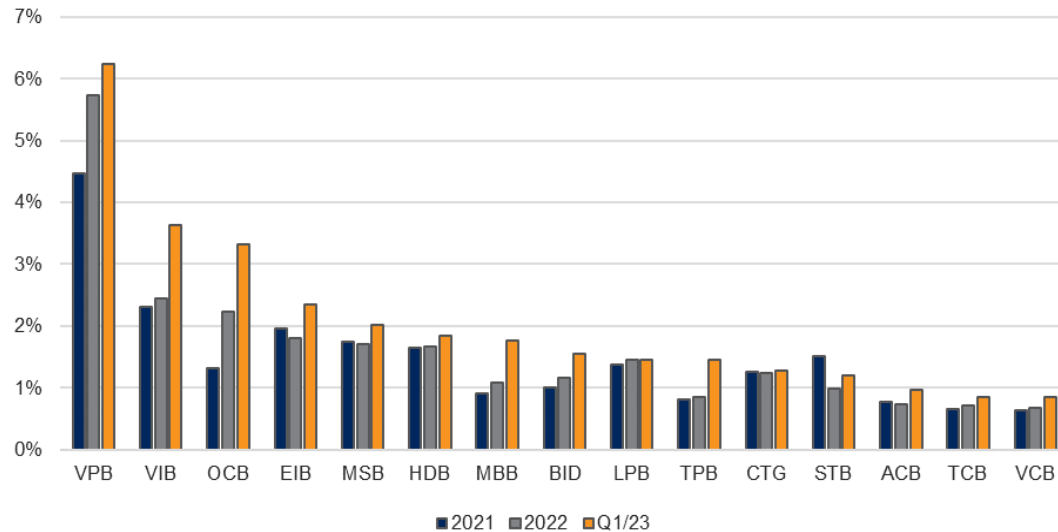


- Chi phí dự phòng trong những quý tới là điều cần được chú ý, khi vào cuối Q1/23, nợ nhóm 2 đã tăng 115% svck, nâng tỷ trọng của nhóm này trong tổng dư nợ cho vay từ 1,3% cuối Q1/22 lên 2,5% cuối Q1/23. Ngoài ra, tỷ lệ nợ xấu đã tăng lên mức 1,9% từ 1,4% vào cuối Q1/22 và 1,6% tại cuối năm 2022.
- Trước áp lực trích lập dự phòng lớn trong các quý tới, Thông tư 02/2023 được ban hành nhằm giữ nguyên nhóm nợ và giãn nợ gốc/lãi cho khách hàng gặp khó khăn. Ngoài ra, các ngân hàng có thể chủ động trích lập chi phí dự phòng cho các khoản nợ tái cơ cấu trong 2 năm (2023-24)

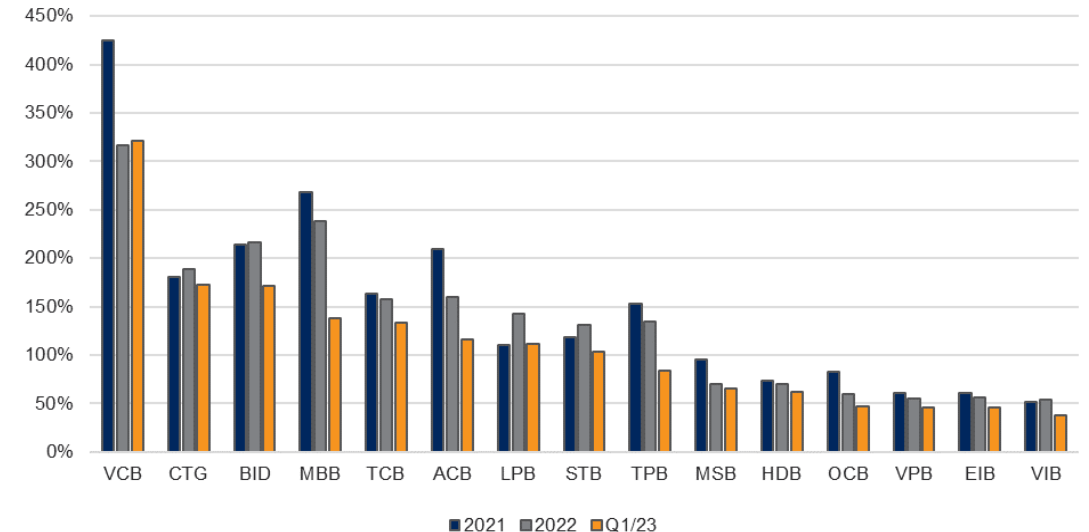
Chất lượng tài sản cần được chú ý

Chất lượng tài sản của ngân hàng đã chịu ảnh hưởng tương đối lớn từ hoạt động kinh doanh trì trệ

Nợ xấu của các ngân hàng niêm yết tăng trong Q1/23



Trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm từ mức đỉnh cuối 2022



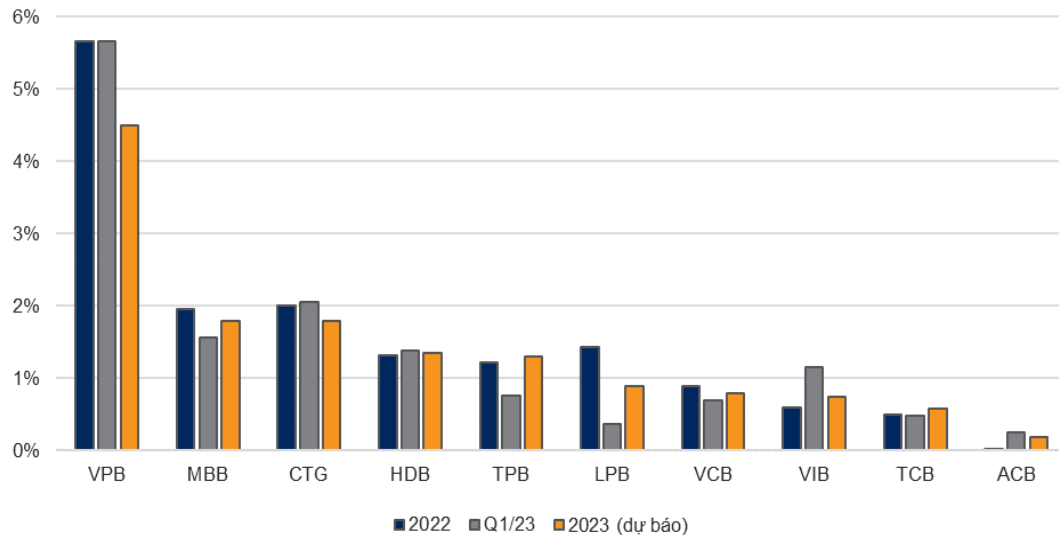
- Tỷ lệ nợ xấu của toàn ngành* tăng lên mức 1,9% vào cuối Q1/23 từ mức 1,6% tại cuối năm 2022. Tổng dư nợ cho vay của 25 ngân hàng niêm yết tăng 4,2% so với đầu năm, trong khi tổng nợ xấu tăng 25,2% so với đầu năm. Top 5 ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất gồm có VCB (0,85%), TCB (0,85%), ACB (1,0%), CTG (1,3%) và TPB (1,4%).
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) toàn ngành giảm xuống 106% vào cuối Q1/23 từ mức 124% tại cuối năm 2022 và 150% tại cuối Q1/22. Top 5 ngân hàng có tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất là VCB (321%), CTG (173%), BID (171%), MBB (138%) và TCB (134%).

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NHTM

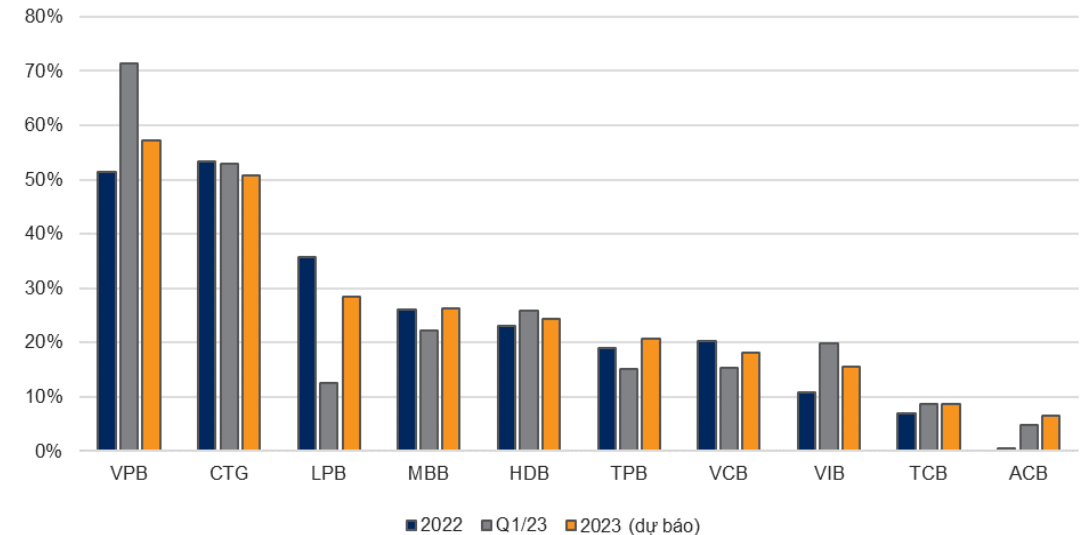
*ngành: bao gồm 25 ngân hàng niêm yết lớn nhất theo dư nợ cho vay

Chất lượng tài sản cần được chú ý

Chi phí tín dụng của các ngân hàng trong Q1/23 và dự phóng cả năm 2023 (%)...



...và chi phí dự phòng/lợi nhuận trước dự phòng của các ngân hàng (%)



- Chi phí tín dụng của top 25 ngân hàng niêm yết tăng từ 1,3% trong năm 2021 lên 1,4% trong Q1/23. Ngoài ra, tỷ lệ chi phí dự phòng/lợi nhuận trước dự phòng của các ngân hàng này đã tăng nhẹ lên 31,1% trong Q1/23 từ mức 27,2% trong Q1/22 trong môi trường nợ xấu gia tăng. Chúng tôi dự báo chi phí tín dụng của các ngân hàng này sẽ biến động trong biên độ của chi phí tín dụng trong giai đoạn 2020-2022 nhờ việc ban hành Thông tư 02 nhằm giữ nguyên nhóm nợ/giãn nợ gốc/lãi.

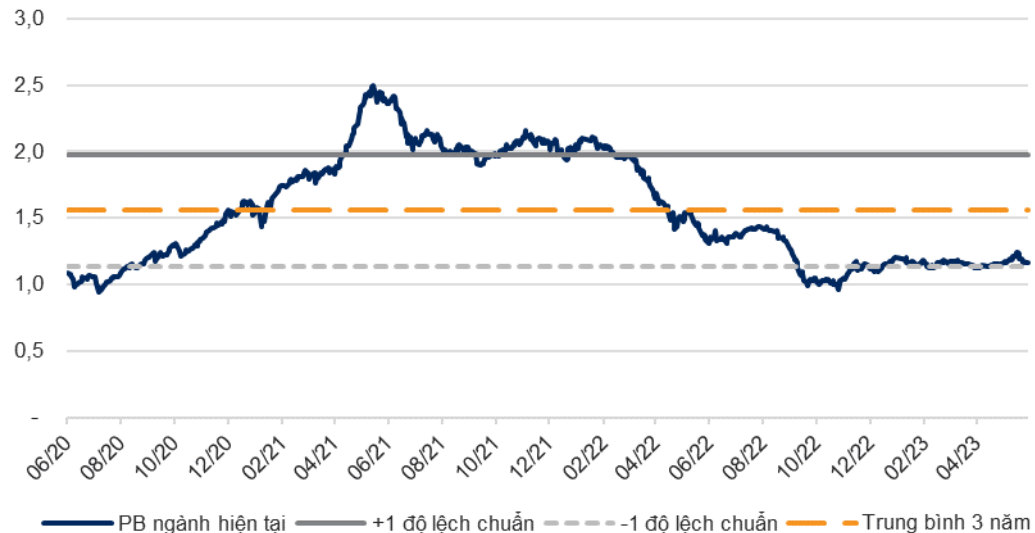
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NHTM

*ngành: bao gồm 25 ngân hàng niêm yết lớn nhất theo dư nợ cho vay

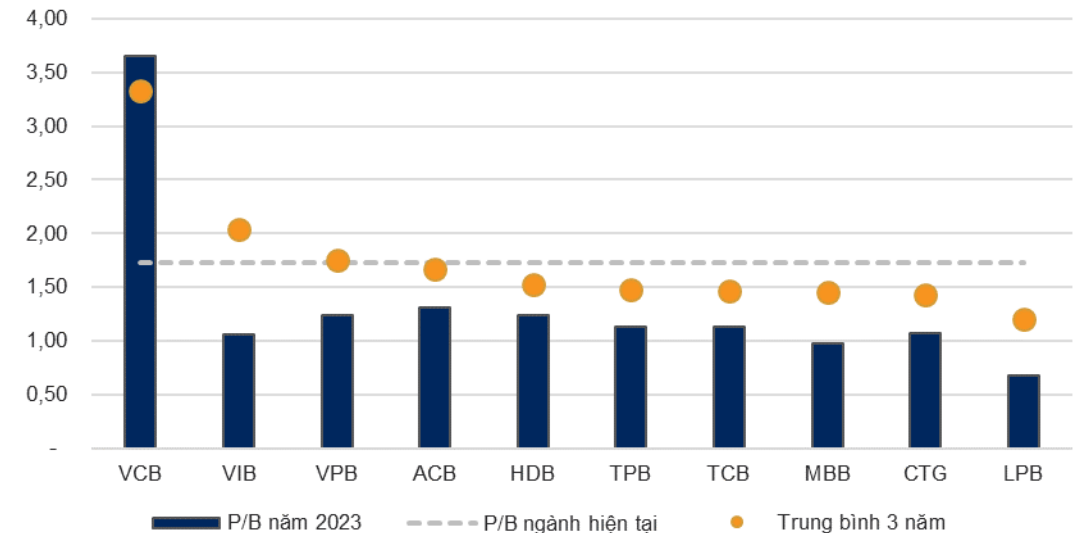
Ngành ngân hàng nửa cuối năm 2023: Đi qua những ngày mưa

Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm 2023 nhờ chính sách tiền tệ mở rộng và các hỗ trợ từ chính sách tài khóa. Trong kịch bản này, ngành Ngân hàng sẽ thể hiện rõ nhất sự phục hồi của nền kinh tế.

P/B của ngành (trong danh mục theo dõi, trừ VCB) hiện đang giảm dưới mức trung bình 3 năm, tương đương mức -1 độ lệch chuẩn, và P/B năm 2023 đang ở ngưỡng 1,0 lần



Ngoại trừ VCB, P/B của hầu hết các ngân hàng đang dao động dưới mức mức trung bình 3 năm






➤ Luận điểm đầu tư của chúng tôi bao gồm:

- (i) Tăng trưởng tín dụng phục hồi nhờ lãi suất điều hành cắt giảm và chính sách tài khóa mở rộng
- (ii) Thuế VAT giảm nhằm kích cầu tiêu dùng, và từ đó kích cầu tín dụng
- (iii) Thông tư 02 hỗ trợ giảm áp lực dự phòng cho các NHTM, đặc biệt là các ngân hàng có tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng mạnh.

Bảng dự phóng

%tăng trưởng svck	VCB		CTG		TCB		VPB		MBB		ACB		VIB		TPB		LPB		HDB	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Thu nhập lãi thuần	10,6%	11,3%	8,1%	3,9%	7,4%	17,5%	-2,0%	21,9%	16,8%	18,1%	10,7%	16,6%	11,6%	16,6%	6,3%	13,0%	2,4%	11,0%	13,2%	18,6%
Thu nhập ngoài lãi	28,4%	16,8%	-18,2%	-11,6%	10,5%	8,1%	-25,6%	26,2%	-7,1%	15,9%	-2,3%	17,7%	15,2%	14,6%	11,9%	13,8%	-11,3%	9,3%	25,5%	18,4%
Tổng thu nhập HĐKD	14,5%	12,6%	0,0%	0,0%	8,2%	15,0%	-8,9%	23,0%	11,8%	17,7%	8,3%	16,8%	12,2%	16,3%	7,8%	13,2%	0,2%	10,7%	15,4%	18,6%
Chi phí hoạt động	14,4%	11,6%	5,4%	-1,6%	2,4%	15,0%	-3,0%	23,0%	10,4%	16,8%	-6,0%	20,1%	4,7%	16,3%	1,9%	13,2%	7,4%	5,6%	8,7%	18,6%
Lợi nhuận trước dự phòng	14,5%	13,1%	-2,3%	0,7%	11,0%	15,0%	-10,8%	23,0%	12,4%	18,1%	17,9%	15,0%	16,2%	16,3%	11,4%	13,2%	-4,1%	14,2%	19,7%	18,6%
Chi phí dự phòng	1,6%	4,1%	-0,3%	-8,3%	36,0%	9,7%	-2,0%	5,6%	13,3%	21,9%	1053,2%	11,9%	44,8%	5,4%	20,3%	-3,9%	-24,0%	10,7%	26,6%	11,5%
Dự phòng/Lợi nhuận trước dự phòng	20,2%	17,9%	49,7%	50,7%	7,0%	8,6%	51,4%	56,4%	26,1%	26,4%	0,4%	4,0%	10,8%	13,4%	19,1%	20,6%	35,8%	28,4%	23,0%	24,3%
Lợi nhuận trước thuế	17,7%	15,1%	-4,3%	10,1%	9,1%	15,5%	-20,0%	45,5%	12,1%	16,8%	13,7%	15,1%	12,7%	18,0%	9,3%	17,7%	7,0%	15,5%	17,7%	20,8%
Lợi nhuận ròng	16,1%	13,0%	10,8%	20,8%	9,1%	15,5%	-22,0%	42,1%	12,3%	16,8%	13,7%	15,1%	12,7%	18,0%	9,3%	17,7%	7,8%	15,7%	17,7%	20,8%
Chỉ tiêu chính																				
Tăng trưởng cho vay	10%	12%	10%	10%	16%	17%	21%	25%	18%	18%	13%	17%	13%	18%	12%	15%	11%	11%	19%	19%
Tăng trưởng tiền gửi	13%	12%	10%	7%	13%	15%	22%	26%	10%	10%	15%	18%	12%	16%	8%	10%	15%	15%	20%	20%
NIM	3,2%	3,3%	2,9%	2,9%	4,9%	5,0%	6,2%	6,3%	5,5%	5,6%	4,1%	4,2%	4,7%	4,7%	3,8%	3,8%	3,6%	3,6%	5,0%	5,0%
CIR	31%	31%	32%	31%	31%	31%	26%	26%	32%	32%	35%	36%	32%	32%	36%	36%	40%	38%	37%	37%
Chi phí tín dụng	0,8%	0,8%	1,8%	1,5%	0,6%	0,5%	4,5%	4,4%	1,8%	1,8%	0,2%	0,2%	0,8%	0,7%	1,3%	1,1%	0,9%	1,0%	1,3%	1,3%
Tỷ lệ nợ xấu	0,6%	0,6%	1,6%	1,8%	1,1%	1,1%	5,2%	4,1%	1,5%	1,4%	1,0%	1,0%	2,7%	2,6%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,8%	1,6%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	369%	370%	215%	216%	107%	116%	50%	53%	141%	130%	120%	110%	58%	61%	209%	288%	96%	83%	74%	81%
CAR	8,6%	9,1%	9,2%	9,3%	15,1%	15,6%	17,8%	16,1%	11,0%	10,8%	14,8%	15,7%	13,7%	14,5%	14,8%	15,6%	10,9%	11,5%	14,9%	15,8%
ROA	1,8%	1,9%	1,0%	1,2%	3,0%	3,0%	1,8%	2,4%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,6%	2,7%	2,0%	2,1%	1,4%	1,5%	2,1%	2,2%
ROE	23,1%	21,5%	16,2%	16,9%	17,9%	17,4%	12,0%	13,9%	23,2%	22,2%	24,1%	22,5%	26,6%	25,2%	19,2%	18,7%	18,4%	17,7%	23,4%	23,9%

Cổ phiếu tiêu điểm: TCB, MBB, VIB và VPB trong danh mục theo dõi

STT	Mã	Giá mục tiêu (VND)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	TCB 	42.000	Khả quan	<p>Chúng tôi ưa thích TCB dựa trên những lý do sau:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) TT 02/2023 sẽ làm giảm áp lực dự phòng trong những quý tới, đặc biệt cho những ngân hàng có tỷ trọng cho vay cao với mảng bất động sản trong danh mục tín dụng (ii) chúng tôi tin rằng những NH có nền tảng CASA tốt như TCB sẽ có nhiều dư địa để cải thiện NIM, dẫn đến chi phí vốn thấp hơn trong bối cảnh lãi suất cho vay giảm toàn thị trường (iii) bộ đệm dự phòng vững chắc cho rủi ro nợ xấu (TCB nằm trong top 2 NH có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất và top 5 NH có tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất - số liệu tại cuối Q1/23) <p>Hiện tại, áp lực thị trường đã khiến định giá của cổ phiếu rơi xuống vùng thấp lịch sử. Dựa trên dự phóng của chúng tôi, TCB hiện đang giao dịch tại mức P/B 0,9 lần cho năm 2023.</p>
2	MBB 	29.300	Khả quan	<p>Tạm gác những bất ổn trong ngắn hạn, chúng tôi tin rằng câu chuyện tăng trưởng trong dài hạn của MBB vẫn hết sức hấp dẫn với những yếu tố:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) tăng trưởng tín dụng trên trung bình được hỗ trợ bởi nguồn vốn dồi dào, việc tham gia tái cơ cấu tổ chức tín dụng (TCTD) yếu kém, và lợi thế ở các lĩnh vực có tiềm năng tăng trưởng cao như NLTT hay bán lẻ (ii) lợi thế chi phí vốn thấp nhờ tỷ lệ CASA đầu ngành giúp duy trì NIM ở trong nhóm tốt nhất thị trường (iii) hệ sinh thái dịch vụ tài chính đa dạng hỗ trợ tăng trưởng bền vững trong dài hạn, bao gồm cho vay tiêu dùng, bảo hiểm (nhân thọ và phi nhân thọ), môi giới, chứng khoán và quản lý quỹ.
3	VIB 	23.600	Khả quan	<p>Trong dài hạn, chúng tôi vẫn ưa thích VIB với vị thế cạnh tranh của NH trong cuộc đua bán lẻ. VIB đã tận dụng triệt để lợi thế dân số lớn chưa sử dụng dịch vụ ngân hàng, tỷ lệ nợ hộ gia đình/GDP thấp và mức độ thâm nhập nhập các sản phẩm NH bán lẻ tại Việt Nam để tối đa hóa năng lực cho vay mua nhà và ô tô. Thêm vào đó, chúng tôi kỳ vọng chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ ô tô và gia hạn thuế tiêu thụ đặc biệt sẽ kích cầu tín dụng ô tô, đặc biệt với các NH có lợi thế về cho vay bán lẻ như VIB. Chất lượng tài sản của NH suy giảm trong Q1/23 nhưng ngân hàng vẫn có thể trả cổ tức tiền mặt cho cổ đông thể hiện năng lực tài chính lành mạnh của NH.</p>
4	VPB	25.700	Khả quan	<p>Chúng tôi tiếp tục đánh giá VPB là một trong những lựa chọn hàng đầu cho những nhà đầu tư tìm kiếm tăng trưởng và sẵn sàng nhìn qua những bất ổn vĩ mô trong ngắn hạn để nắm bắt tiềm năng tăng trưởng dài hạn của ngành ngân hàng Việt Nam. Chúng tôi ưa thích VPB vì:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) tỷ lệ CAR đầu ngành ở mức ~18% sau thương vụ SMBC sẽ cho phép tăng trưởng tín dụng trên mức trung bình (ii) nhiều cơ hội tăng trưởng ngoài lĩnh vực cho vay truyền thống thông qua các công ty con trong mảng cho vay tiêu dùng (FE Credit), chứng khoán (VPBank Securities) và bảo hiểm phi nhân thọ (OPES) (iii) định giá hấp dẫn với P/B năm 2023 là 1,0 lần, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 3 năm là 1,8 lần dù cho tăng trưởng lợi EPS là 15%+ trong giai đoạn 2022-25.

Bảng so sánh các ngân hàng (số liệu ngày 26/06/2023)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)	
						2023	2024	2023	2024	%	2023	2024	2023	2024
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	99.700	108.700	20,1	2,9	2,4	13,6	12,0	12,4%	23,1%	21,5%	1,8%	1,9%
VietinBank	CTG VN	Khả quan	29.350	35.900	6,0	1,1	1,0	10,1	8,3	14,7%	16,2%	16,9%	1,0%	1,2%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	32.650	42.000	4,9	0,9	0,7	5,2	4,5	14,7%	17,9%	17,4%	3,0%	3,0%
VPBank	VPB VN	Khả quan	20.200	25.700	5,8	1,0	0,9	10,3	7,9	6,2%	12,0%	13,9%	1,8%	2,4%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	20.100	29.300	3,9	1,0	0,8	5,0	4,2	14,2%	23,2%	22,2%	2,5%	2,5%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	18.500	31.000	1,7	0,7	0,6	5,1	3,6	15,6%	19,2%	18,7%	2,0%	2,1%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	21.800	30.000	3,6	1,0	0,8	4,8	4,1	11,0%	24,1%	22,5%	2,4%	2,4%
HD Bank	HDB VN	Khả quan	18.650	25.000	2,0	1,2	0,9	5,6	4,6	14,6%	23,4%	23,9%	2,1%	2,2%
NH Quốc tế VIB	VIB VN	Khả quan	19.950	27.000	2,1	1,2	1,0	4,9	4,5	4,9%	26,6%	25,2%	2,6%	2,7%
LPBank	LPB VN	Khả quan	15.500	17.400	1,1	0,9	0,8	6,2	5,3	7,6%	18,4%	17,7%	1,4%	1,5%
Trung bình						1,2	1,0	7,1	5,9	12,4%	20,4%	20,0%	2,1%	2,2%

Bảng so sánh các ngân hàng trong khu vực (số liệu ngày 26/06/2023)

Mã CP	Ngân hàng	Giá hiện tại		P/B (lần)	P/E (lần)	NIM (%)	ROE (%)	ROA (%)	TA/TE (lần)	Tăng trưởng EPS trung bình 5 năm (%)
		(đồng nội tệ)	Vốn hóa thị trường (triệu USD)							
Trung Quốc										
1288 HK	Agricultural Bank of China Ltd	3,1	168.945	0,4	3,9	1,9%	11,8%	0,8%	12,7	5,0%
3988 HK	Bank of China Ltd	3,1	147.346	0,4	4,0	1,9%	10,8%	0,8%	11,3	5,4%
1398 HK	Industrial & Commercial Bank of China Ltd	4,2	228.266	0,4	3,8	2,1%	11,9%	1,0%	11,3	4,2%
939 HK	China Construction Bank Corp	5,0	162.821	0,4	3,6	2,1%	12,0%	0,9%	12,0	5,9%
Trung bình				0,4	3,8	2,0%	11,6%	0,9%	11,8	5,1%
Malaysia										
MAY MK	Malayan Banking Bhd	8,8	22.765	1,2	12,5	1,8%	10,0%	0,9%	10,7	-0,9%
PBK MK	Public Bank Bhd	3,9	16.450	1,5	11,9	2,1%	13,0%	1,3%	9,6	2,2%
CIMB MK	CIMB Group Holdings Bhd	5,3	12.136	0,9	9,9	2,0%	9,0%	0,9%	10,5	1,0%
HLBK MK	Hong Leong Bank Bhd	19,1	8.897	1,2	10,1	1,6%	12,2%	1,5%	8,2	8,9%
RHBANK MK	RHB Bank Bhd	5,5	5.025	0,8	8,0	1,5%	10,0%	0,9%	10,8	5,9%
Trung bình				1,1	10,5	1,8%	10,8%	1,1%	9,9	3,4%
Thái Lan										
KBANK TB	Kasikombank PCL	129,5	8.801	0,6	8,7	3,5%	7,1%	0,8%	7,5	1,0%
SCB TB	SCB X PCL	107,5	10.382	0,8	9,4	3,1%	8,3%	1,1%	7,4	-2,6%
BBL TB	Bangkok Bank PCL	163,5	8.952	0,6	9,7	2,6%	6,4%	0,7%	8,7	-2,4%
KTB TB	Krung Thai Bank PCL	20	7.857	0,7	7,8	2,7%	9,3%	1,0%	9,2	8,4%
Trung bình				0,7	8,9	3,0%	7,8%	0,9%	8,2	1,1%
Indonesia										
BBCA IJ	Bank Central Asia Tbk PT	9.125	75.440	5,3	25,4	4,8%	21,8%	3,4%	5,9	11,8%
BBRI IJ	Bank Rakyat Indonesia Persero Tbk PT	5.575	56.666	3,0	15,5	6,6%	19,8%	3,1%	6,1	7,9%
BMRI IJ	Bank Mandiri Persero Tbk PT	5.125	32.079	2,2	10,9	4,5%	21,2%	2,4%	7,9	14,8%
BBNI IJ	Bank Negara Indonesia Persero Tbk PT	9.175	11.475	1,2	8,7	4,2%	14,7%	2,0%	7,3	6,1%
Trung bình				2,9	15,1	5,0%	19,3%	2,7%	6,8	10,2%
Việt Nam										
VCB VN	Vietcombank	99.700	20.329	3,3	15,5	3,6%	23,6%	1,9%	13,4	30,1%
BID VN	NH TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	44.100	9.434	2,1	11,1	3,0%	20,9%	1,0%	20,4	21,3%
VPB VN	VPBank	20.200	5.625	1,3	11,0	7,1%	12,9%	1,9%	6,1	20,5%
TCB VN	Techcombank	32.650	4.914	1,0	6,0	4,4%	17,8%	2,9%	6,2	17,3%
CTG VN	VietinBank	29.350	5.999	1,3	8,3	3,0%	16,1%	1,0%	16,7	23,9%
MBB VN	NHTMCP Quân đội	20.100	3.876	1,1	5,1	5,7%	24,8%	2,5%	9,2	36,7%
ACB VN	NHTMCP Á Châu	21.800	3.593	1,4	5,8	4,5%	26,3%	2,6%	10,4	46,3%
VIB VN	NH Quốc tế VIB	19.950	2.124	1,5	5,7	4,9%	29,7%	2,5%	10,5	50,5%
TPB VN	NHTMCP Tiên Phong	18.500	1.737	1,2	6,4	3,9%	20,9%	2,0%	10,2	37,3%
HDB VN	HDBank	18.650	1.995	1,2	5,9	5,0%	22,6%	1,9%	10,7	32,3%
LPB VN	LPBank	15.500	1.125	1,0	5,6	3,5%	19,9%	1,4%	13,6	20,6%
STB VN	NHTMCP Sài Gòn Thương Tín	30.150	2.389	1,4	9,9	3,9%	14,9%	1,0%	15,3	37,0%
Trung bình				1,5	8,0	4,4%	20,9%	1,9%	11,9	31,1%

Dịch vụ tài chính

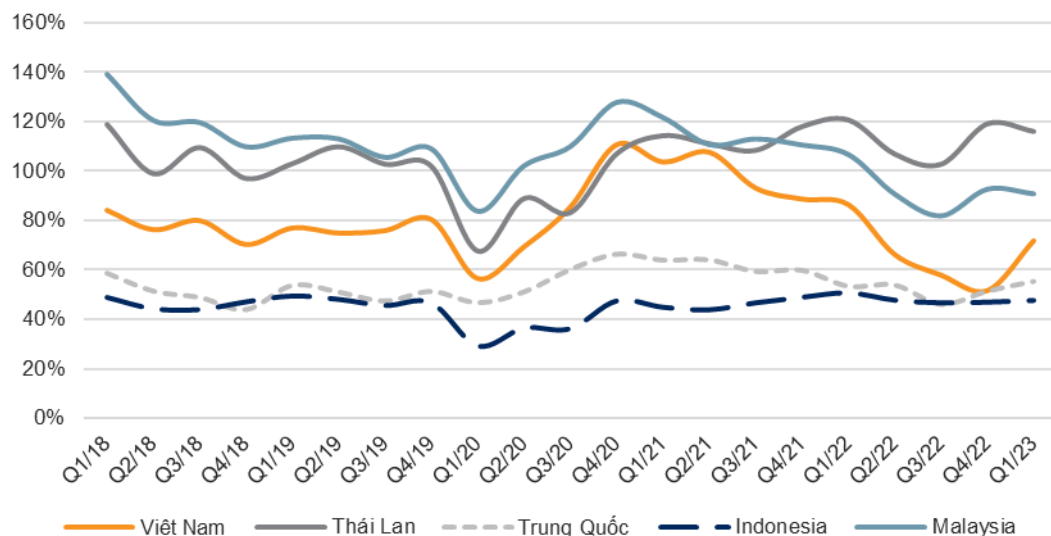
Khi gió xoay chiều



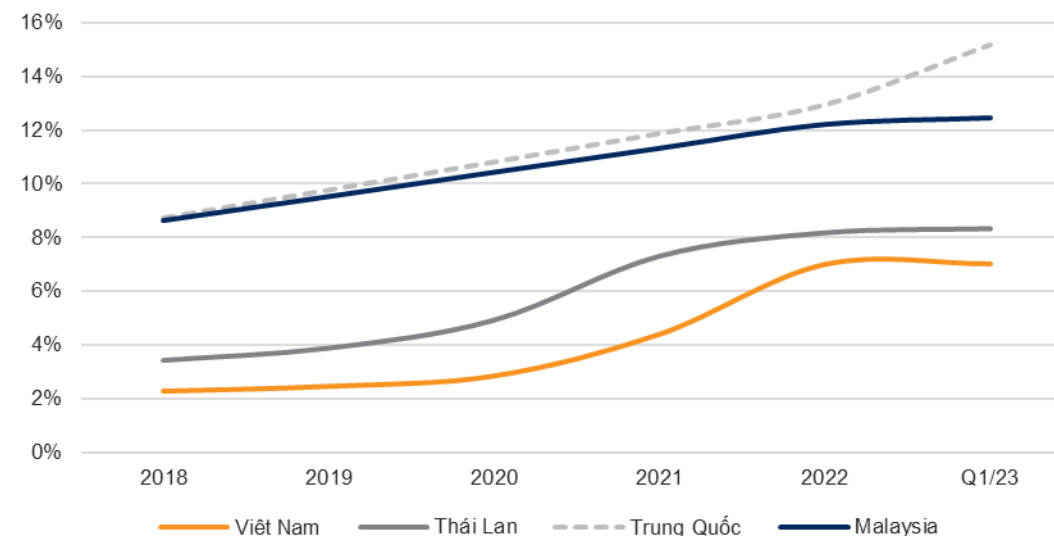
Ngành dịch vụ tài chính: tiềm năng đầy hứa hẹn

Việt Nam là một trong những địa điểm đầu tư hấp dẫn nhất đối với ngành dịch vụ tài chính với vốn hóa thị trường trên GDP và số lượng nhà đầu tư chứng khoán vẫn ở mức thấp.

Vốn hóa thị trường theo khu vực/GDP



So sánh lượng tài khoản chứng khoán/dân số theo khu vực

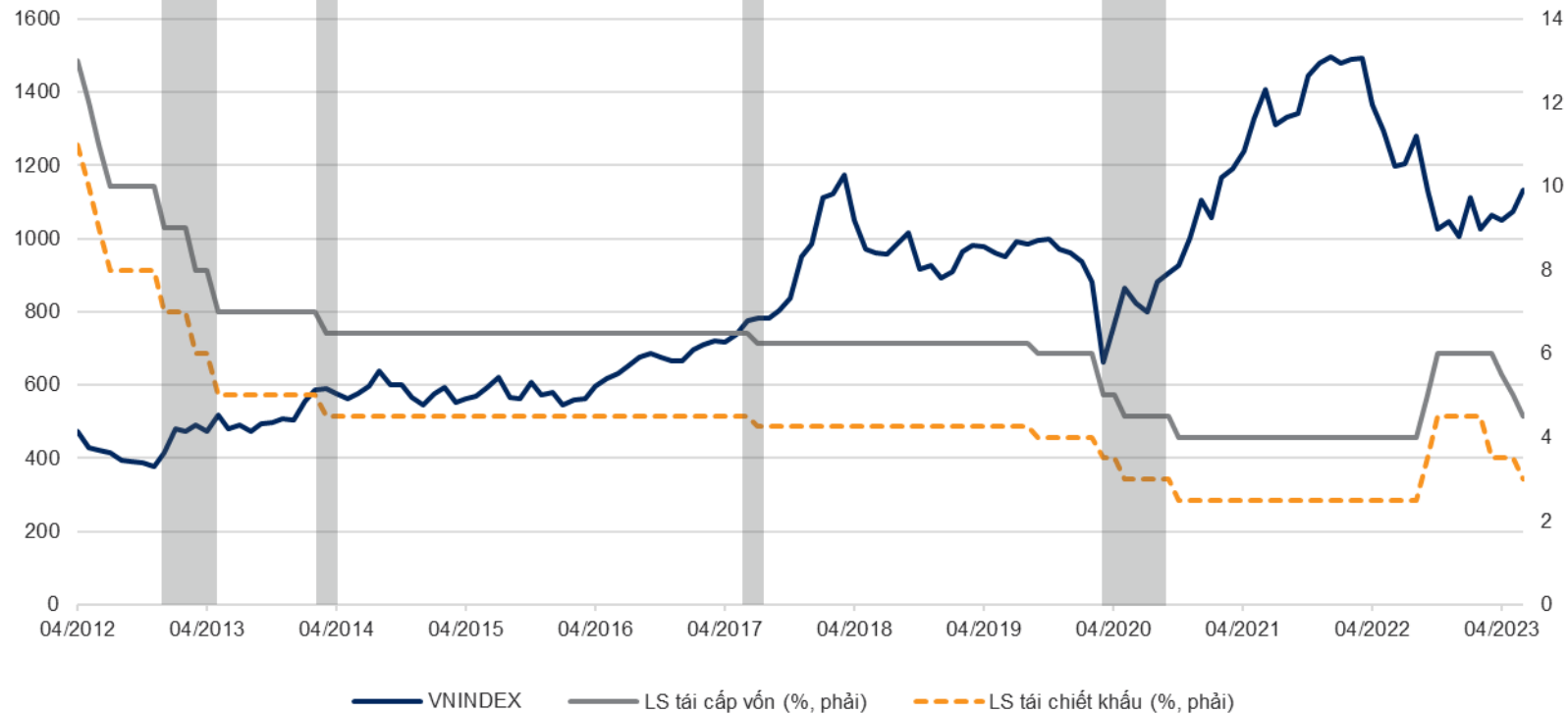


- Tính đến cuối Q1/23, tổng giá trị vốn hóa thị trường/GDP của Việt Nam đạt xấp xỉ 70%, thấp hơn nhiều so với mục tiêu của Chính phủ là 120% vào cuối năm 2025, cũng như tỷ lệ hiện tại của Thái Lan và Malaysia, lần lượt là 116% và 91%.
- Thêm vào đó, tỷ lệ số lượng nhà đầu tư/dân số tại Việt Nam thuộc hàng thấp nhất trong khu vực, chỉ khoảng 7,0% vào cuối Q1/23 (so với mức 8,3% và 12,4% tại Thái Lan và Malaysia).

Diễn biến VN-INDEX với những lần điều chỉnh lãi suất

NHNN đã thực hiện giảm lãi suất điều hành lần thứ 4 kể từ giữa T3/23 nhằm mục đích vực dậy thị trường vốn.

Nhìn lại 10 năm qua, thị trường thường hồi phục mỗi khi lãi suất giảm

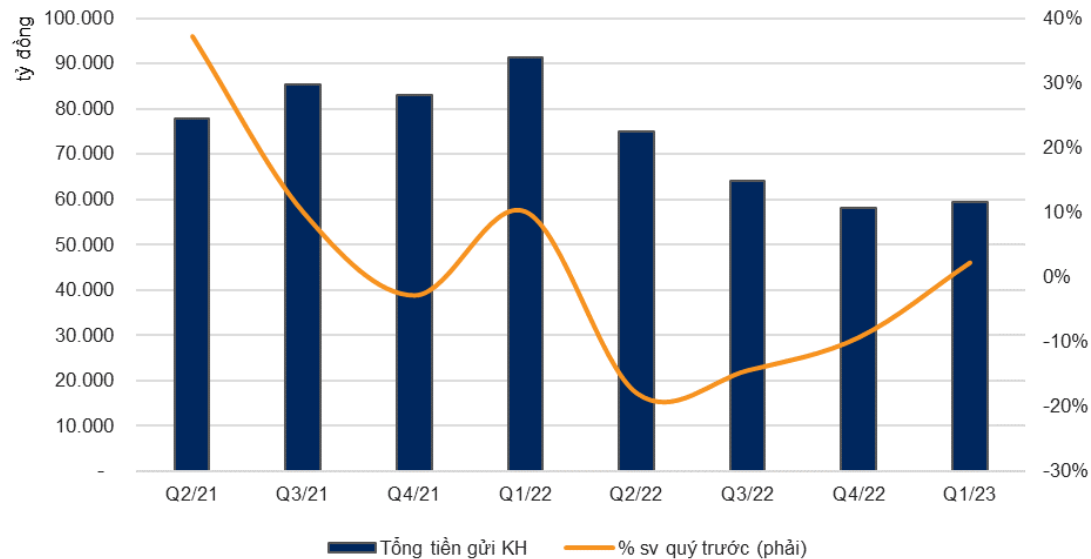


- Ngành Dịch vụ tài chính là một trong những lĩnh vực được hưởng lợi nhiều nhất khi lãi suất giảm do:
 - (i) Lãi suất cho vay margin thấp hơn giúp thúc đẩy hoạt động giao dịch: Với chi phí vốn thấp hơn, công ty sẽ có nhiều dư địa để giảm lãi suất cho vay margin, giúp đẩy mạnh hoạt động giao dịch chứng khoán, cũng như hoạt động giao dịch và gia tăng doanh thu cho các công ty môi giới.
 - (ii) Dòng tiền sẽ dịch chuyển từ kênh tiền gửi tiết kiệm sang các kênh tài sản khác, trong đó có kênh thị trường chứng khoán, thúc đẩy giá trị giao dịch, từ đó gia tăng doanh thu phí giao dịch cho các công ty chứng khoán.

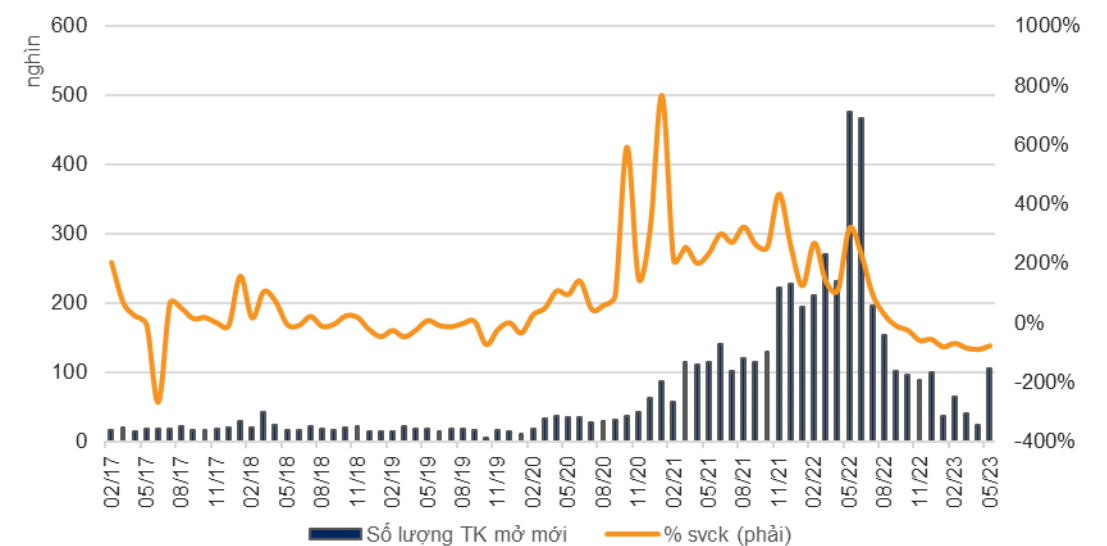
Dấu hiệu tích cực của dòng tiền chảy vào thị trường vốn

Tổng lượng tiền nhàn rỗi của nhà đầu tư và tốc độ tài khoản chứng khoán mở mới có dấu hiệu cải thiện

Tổng lượng tiền nhàn rỗi của các nhà đầu tư trong 30 công ty môi giới lớn nhất tăng nhẹ so với quý trước



Tốc độ tăng trưởng của số lượng tài khoản chứng khoán bắt đầu đảo chiều tăng nhẹ

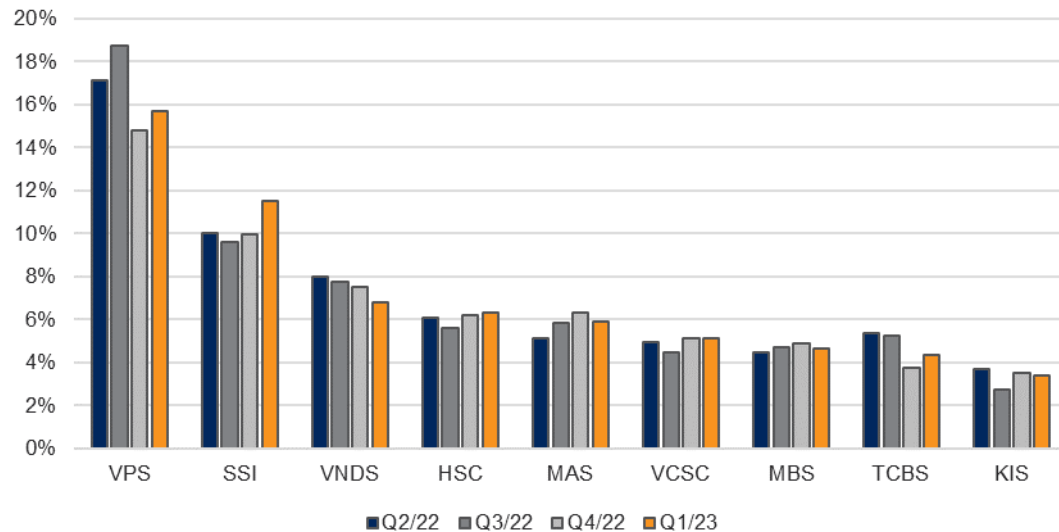


- Vào cuối Q1/23, tổng lượng tiền nhàn rỗi của các nhà đầu tư đạt ~60 nghìn tỷ đồng, giảm 36% so với mức đỉnh cuối Q1/22 nhưng tăng nhẹ 3,2% sv quý trước.
- Sau khi đạt đỉnh vào T5/22, số lượng tài khoản chứng khoán mở mới đã giảm đáng kể khi khách hàng chuyển sang kênh đầu tư tiền gửi kỳ hạn để hưởng lợi trong bối cảnh lãi suất cao. Tuy nhiên, số lượng tài khoản chứng khoán mở mới đã tăng lên xấp xỉ 105.000 tài khoản trong thời gian kể từ T5/23 (vẫn -78% svck nhưng +360% so với quý trước) sau khi các NHTM giảm mạnh lãi suất kỳ hạn vào T4/23.

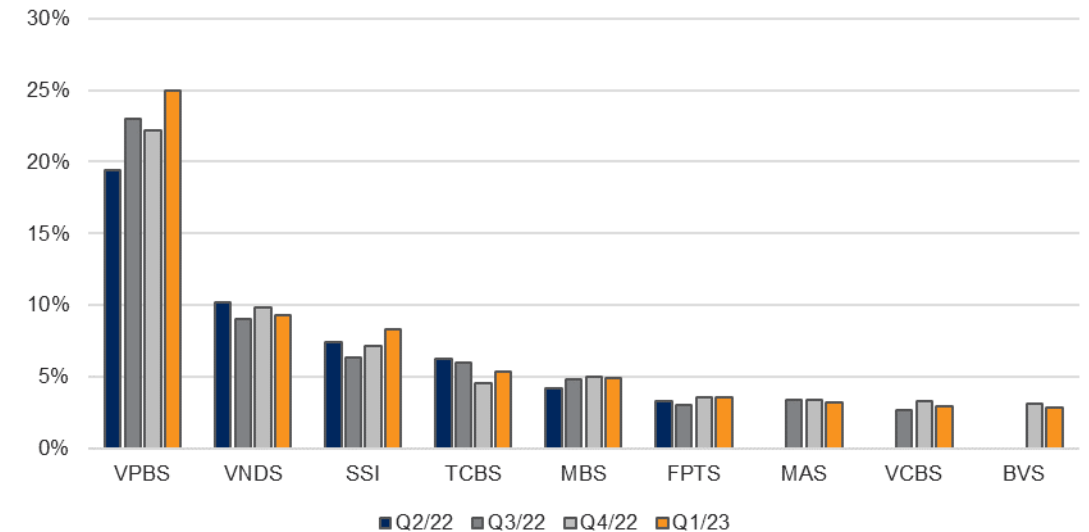
Bối cảnh ngành Dịch vụ tài chính: cạnh tranh khốc liệt nhằm thu hút khách hàng mới

Hiện nay, ngành chứng khoán tại Việt Nam khá phân mảnh với gần 90 công ty môi giới hoạt động trên thị trường. 5 công ty có thị phần môi giới hàng đầu tại HOSE trong Q1/23 bao gồm: VPS, SSI, VND, HSC, MAS.

Thị phần môi giới trên sàn HOSE trong 4 quý gần đây



Thị phần môi giới trên sàn HNX trong 4 quý gần đây

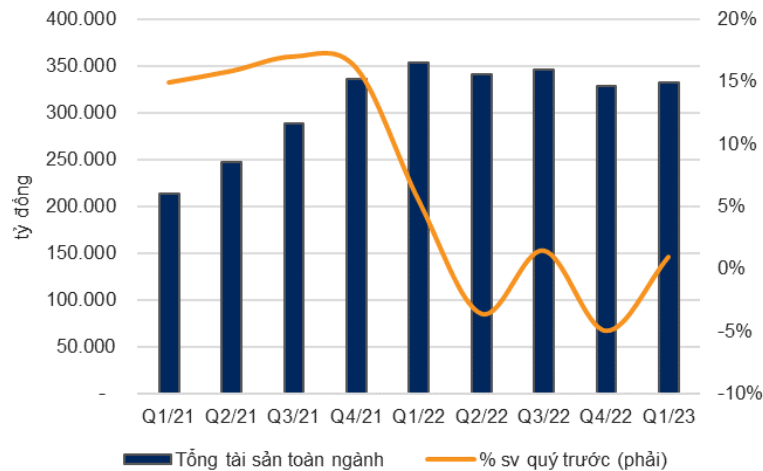


- Nổi bật trong tất cả các công ty môi giới, VPS vươn lên nhờ các chiến lược kinh doanh mạnh mẽ như phí giao dịch thấp và hoa hồng môi giới hấp dẫn.
- Đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt, một số công ty môi giới cũng đã thực hiện giảm phí giao dịch bằng “Chính sách miễn phí giao dịch”, hoặc tặng tiền mặt cho các tài khoản mở mới để thu hút khách hàng mới.

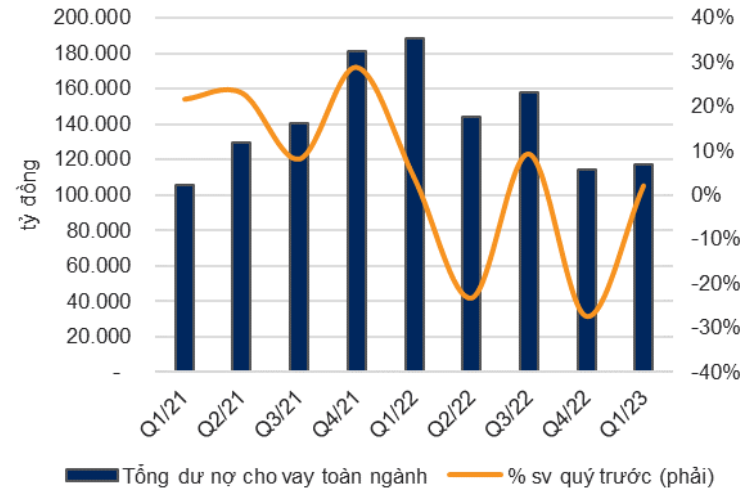
Phân bổ tài sản: tổng tài sản đầu tư tăng bù đắp cho hoạt động ký quỹ âm đậm

Tổng tài sản toàn ngành giảm nhẹ 2% svck vào cuối năm 2022 do những khó khăn của thị trường tuy nhiên đã cải thiện nhẹ 1% kể từ đầu năm vào cuối Q1/23.

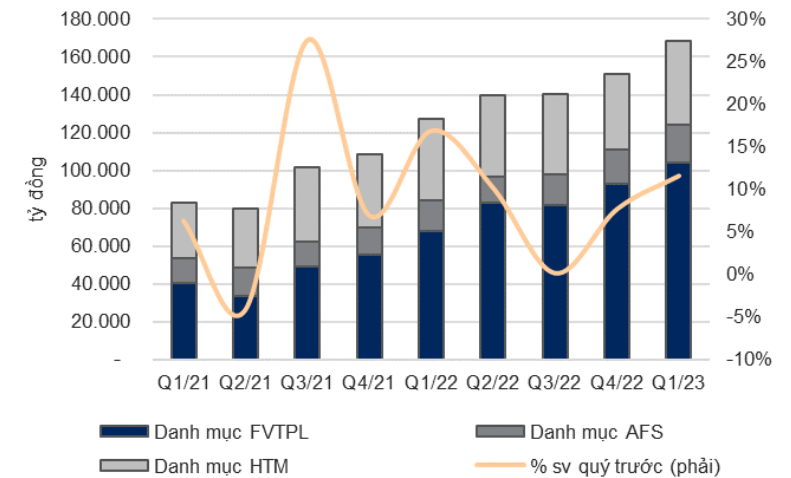
Sau nhiều năm tăng trưởng vượt bậc, tổng tài sản toàn ngành sụt giảm (-2% svck) tại cuối năm 2022...



...chủ yếu do tổng cho vay ký quỹ giảm (-40% svck) vào cuối năm 2022



...trong khi tổng tài sản đầu tư toàn ngành tăng mạnh (+40% svck) vào cuối năm 2022

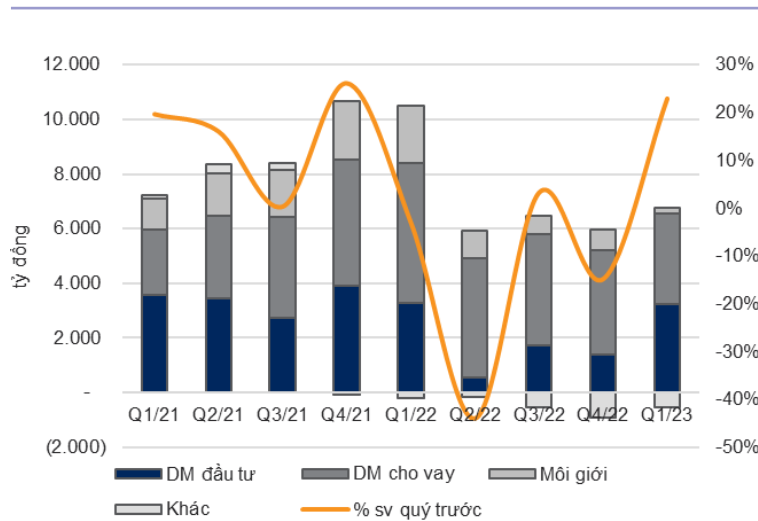


- Tổng dư nợ cho vay ký quỹ của ngành giảm mạnh 40% xuống còn xấp xỉ 115 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2022 sau khi đạt mức cao nhất là 190 nghìn tỷ vào cuối Q1/22 trước những biến động mạnh của VN-INDEX. Trong khi đó, tổng tài sản đầu tư toàn ngành tăng đáng kể khi các doanh nghiệp tăng mức độ tiếp cận với TPCP đang trên đà phát triển. Vào cuối năm 2022, tổng tài sản đầu tư tăng 40% svck, bù đắp cho sự sụt giảm của hoạt động cho vay ký quỹ trong tổng tài sản của công ty.
- Vào cuối Q1/23, tổng mức cho vay ký quỹ đạt 117 nghìn tỷ đồng (vẫn -28% svck nhưng +2% so với quý trước) nhờ sự phục hồi nhẹ của thị trường.

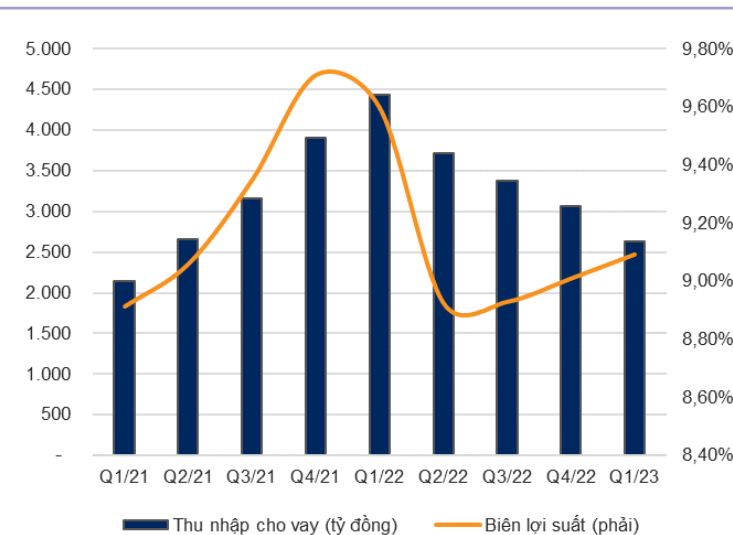
Hoạt động cho vay ký quỹ và danh mục đầu tư sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính

Vào cuối Q1/23, LN gộp của 30 công ty môi giới hàng đầu đạt xấp xỉ 6.350 tỷ đồng (+21% so với quý trước) chủ yếu nhờ lãi từ danh mục đầu tư tăng đột biến

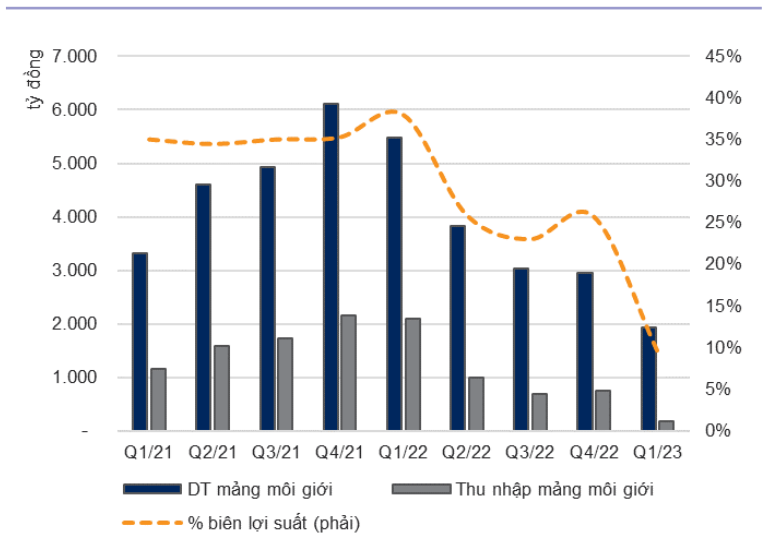
Cơ cấu lợi nhuận gộp của ngành



Lợi suất cho vay ký quỹ của ngành tăng so với quý trước



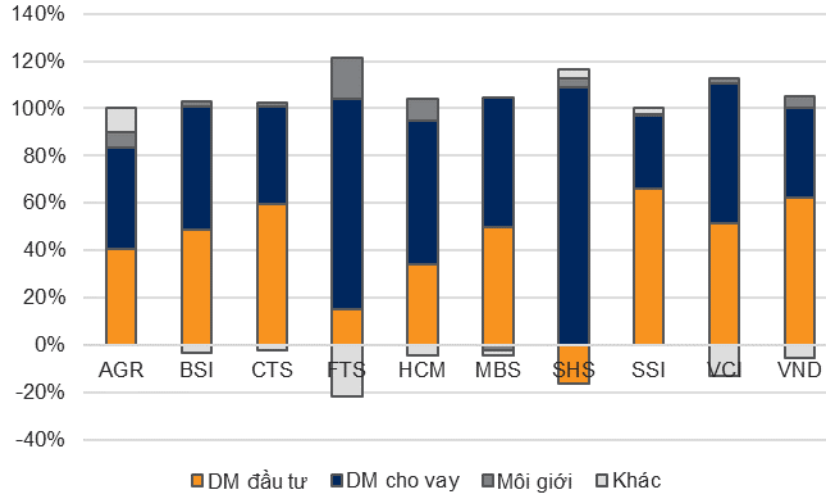
Trong khi đó, biên lợi nhuận mảng môi giới sụt giảm trước tình hình cạnh tranh gay gắt của thị trường



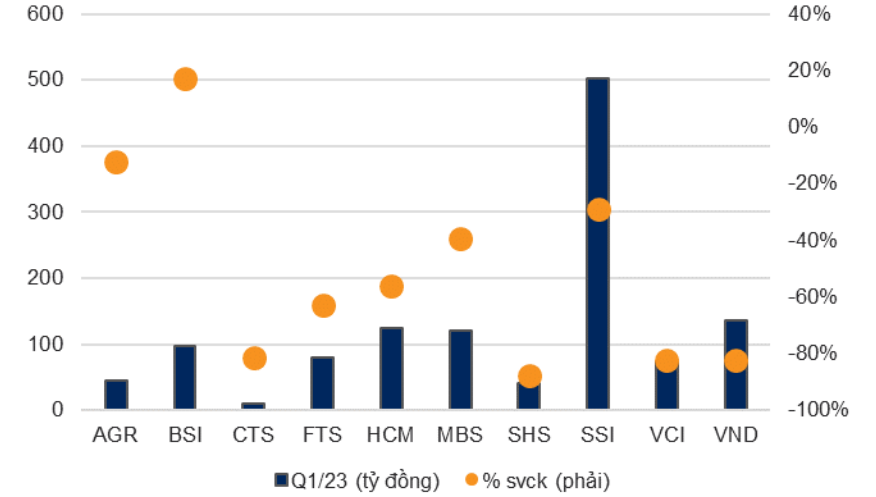
- Mặc dù biên lợi nhuận gộp mảng môi giới eo hẹp hơn với tình hình cạnh tranh cao, chúng tôi tin rằng lợi nhuận của các công ty môi giới sẽ phụ thuộc chủ yếu vào hoạt động cho vay ký quỹ và danh mục đầu tư. Do đó, các công ty có lợi thế tỷ trọng khách lẻ cao, tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn CSH thấp và danh mục đầu tư lành mạnh sẽ có thể nắm bắt cơ hội trong quá trình phục hồi của thị trường và ghi nhận khả năng phục hồi lợi nhuận tốt hơn với các công ty cùng ngành.

Biểu đồ hoạt động của các công ty dịch vụ tài chính

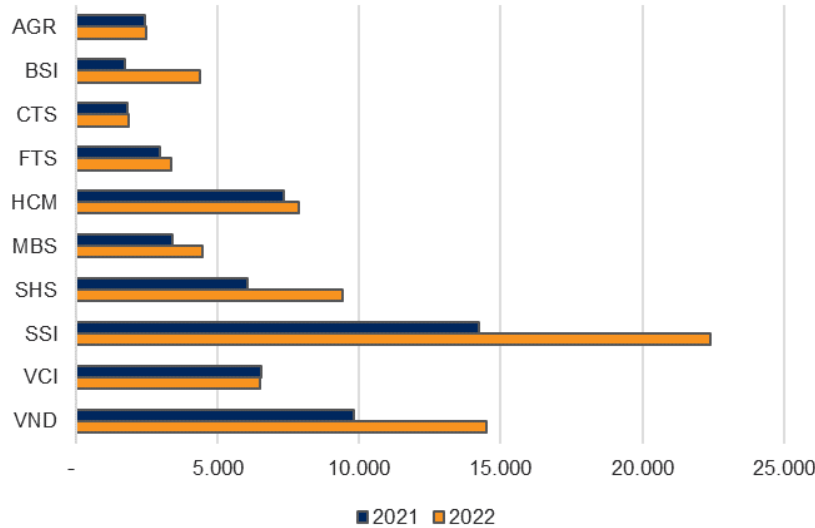
Cơ cấu lợi nhuận gộp trong Q1/23



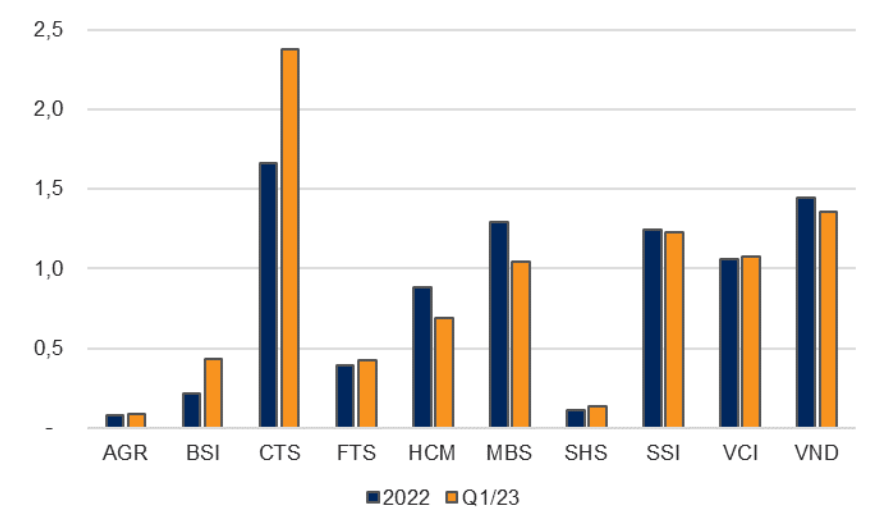
Tăng trưởng lợi nhuận ròng



Thay đổi vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)

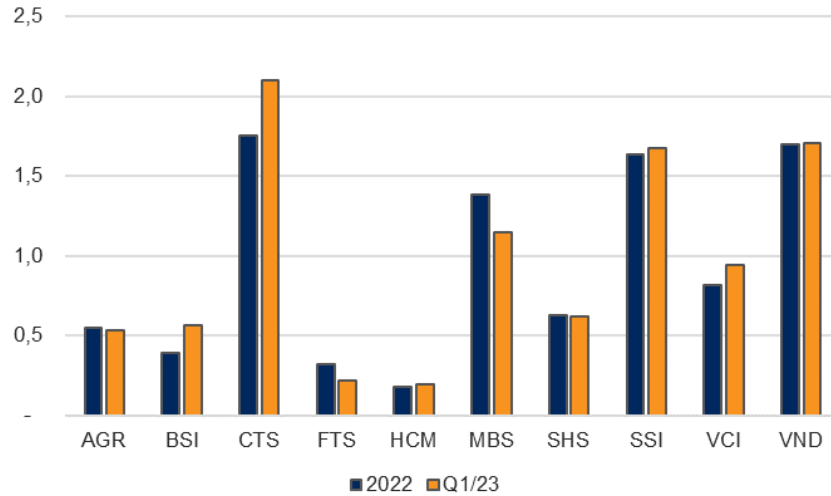


Nợ/Vốn CSH

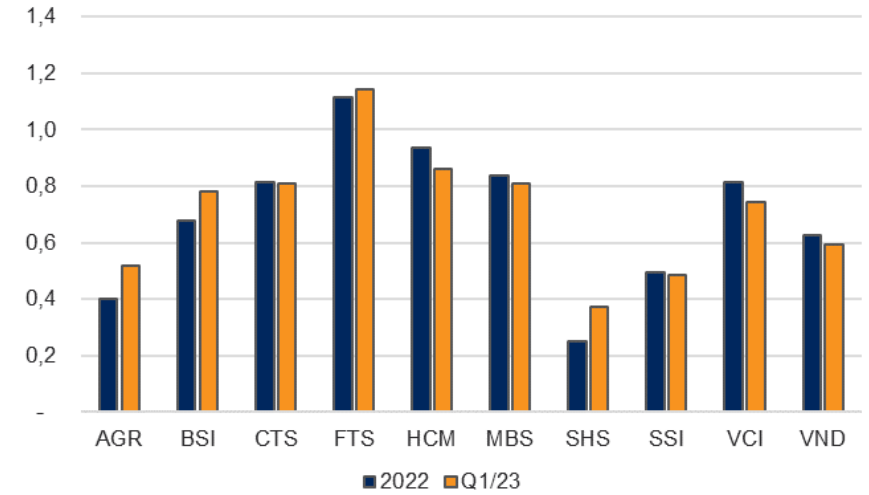


Biểu đồ hoạt động của các công ty dịch vụ tài chính

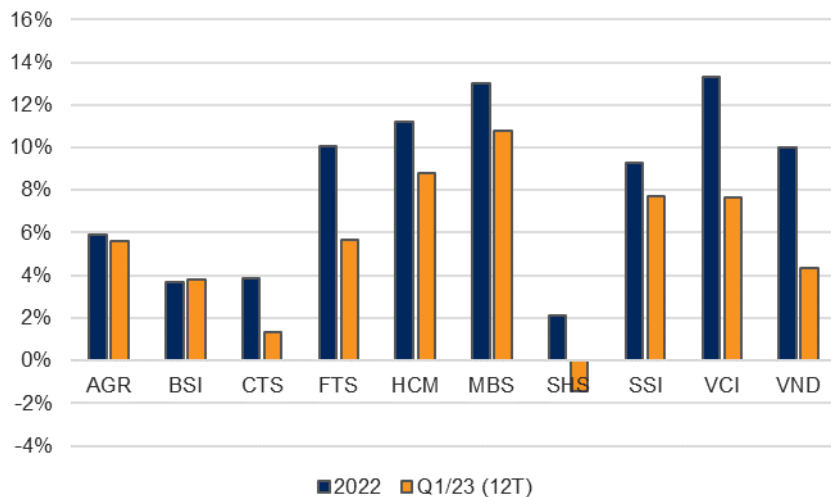
Danh mục đầu tư (FVTPL + AFS + HTM)/Vốn CSH



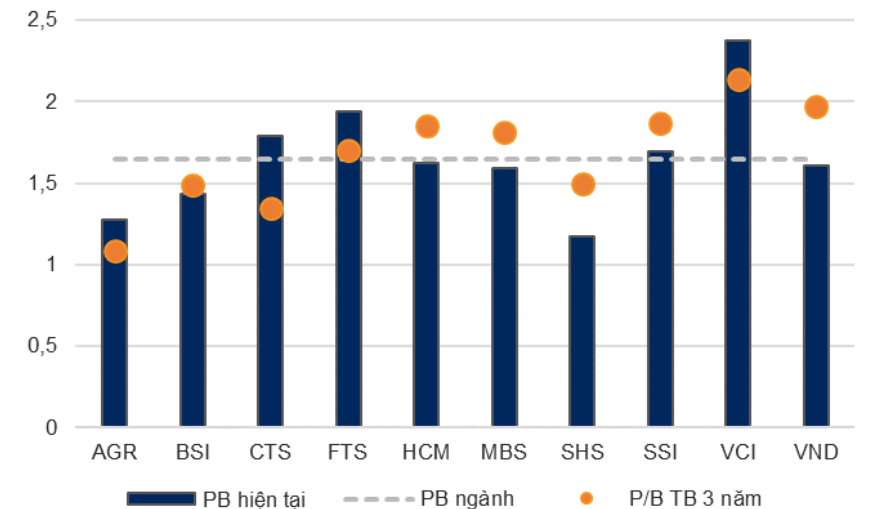
Cho vay ký quỹ/Vốn CSH



ROE



P/B hiện tại so với mức trung bình 3 năm (số liệu tại ngày 26/06/2023)



So sánh các công ty trong cùng khu vực (số liệu ngày 26/06/2023)

Mã CP	Tên công ty	Giá hiện tại (đồng nội tệ)	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	P/B (lần)	P/E (lần)	Biên thu nhập lãi thuần	ROE (%)	ROA (%)	
Trung Quốc									
1375 HK	Central China Securities Co Ltd	1,1	1.924	0,3	26,2	0,4%	1,2%	0,3%	
6881 HK	China Galaxy Securities Co Ltd	4,1	12.184	0,4	5,0	1,1%	8,9%	1,4%	
002736 CH	Guosen Securities Co Ltd	8,6	11.479	1,0	12,2	0,7%	9,0%	1,8%	
600837 CH	Haitong Securities Co Ltd	9,2	14.446	0,7	15,9	1,3%	4,5%	1,0%	
601555 CH	SooChow Securities Co Ltd	6,9	4.799	0,9	15,6	1,1%	5,8%	1,4%	
000166 CH	Shenwan Hongyuan Group Co Ltd	4,5	14.454	1,1	30,1	0,0%	3,9%	0,6%	
600909 CH	Huaan Securities Co Ltd	4,7	3.036	1,1	15,1	0,9%	7,3%	1,8%	
601377 CH	Industrial Securities Co Ltd	6,0	7.198	1,0	14,1	1,5%	7,0%	1,4%	
600030 CH	CITIC Securities Co Ltd	19,5	37.709	1,2	13,8	0,7%	8,8%	1,5%	
Trung bình				0,8	22,0	1,3%	2,7%	0,4%	
Thái Lan									
KGI TB	KGI Securities Thailand PCL	4,4	250	1,2	10,1	1,2%	11,2%	4,6%	
UOBKH TB	PCL	5	73	0,6	14,8	2,6%	4,2%	2,9%	
Trung bình				0,9	12,5	1,9%	7,7%	3,7%	
Hàn Quốc									
006800 KS	Mirae Asset Securities Co Ltd	7.330	3.412	0,4	6,6	0,9%	5,3%	0,6%	
039490 KS	KIWOOM Securities Co Ltd	89.600	1.807	0,5	3,8	2,8%	13,0%	1,3%	
005940 KS	NH Investment & Securities Co Ltd	9.570	2.441	0,4	8,5	1,6%	5,3%	0,6%	
016360 KS	Samsung Securities Co Ltd	35.750	2.455	0,5	6,1	2,1%	8,6%	0,8%	
Trung bình				0,5	6,3	1,8%	8,0%	0,8%	
Nhật Bản									
8604 JP	Nomura Holdings Inc	535,0	11.788	0,5	17,3	-0,1%	3,1%	0,2%	
8601 JP	Daiwa Securities Group Inc	722,5	7.897	0,7	16,6	0,3%	4,6%	0,2%	
8473 JP	SBI Holdings Inc/Japan	2.733,5	5.185	0,7	21,3	N/A	3,6%	0,2%	
Trung bình				0,5	10,8	1,5%	7,2%	0,7%	
Việt Nam									
VND VN	CTCP Chứng khoán VNDIRECT	19.650	1.017	1,6	40,2	1,7%	4,8%	1,5%	
HCM VN	CTCP Chứng khoán TP Hồ Chí Minh	28.800	560	1,6	19,0	8,9%	8,9%	3,8%	
SSI VN	CTCP Chứng khoán SSI	26.600	1.694	1,7	23,8	1,8%	7,9%	2,9%	
VCI VN	CTCP Chứng khoán Vietcap	37.550	698	2,4	31,1	3,3%	7,5%	3,3%	
CTS VN	CTCP Chứng khoán VietinBank	22.150	140	1,8	136,1	1,6%	1,3%	0,3%	
MBS VN	CTCP Chứng khoán MB	19.100	309	1,6	16,8	4,4%	10,6%	4,0%	
TVS VN	CTCP Chứng khoán Thiên Việt	23.800	153	2,0	123,4	3,9%	1,6%	0,3%	
BVS VN	CTCP Chứng khoán Bảo Việt	24.900	76	0,8	17,4	6,2%	5,7%	2,5%	
BSI VN	CTCP Chứng khoán BIDV	33.900	270	1,4	47,5	2,6%	4,0%	2,0%	
SHS VN	CTCP Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội	13.700	473	1,2	N/A	3,8%	-1,6%	-1,1%	
Trung bình				1,6	50,6	3,8%	5,1%	1,9%	

Xây dựng & Vật liệu xây dựng

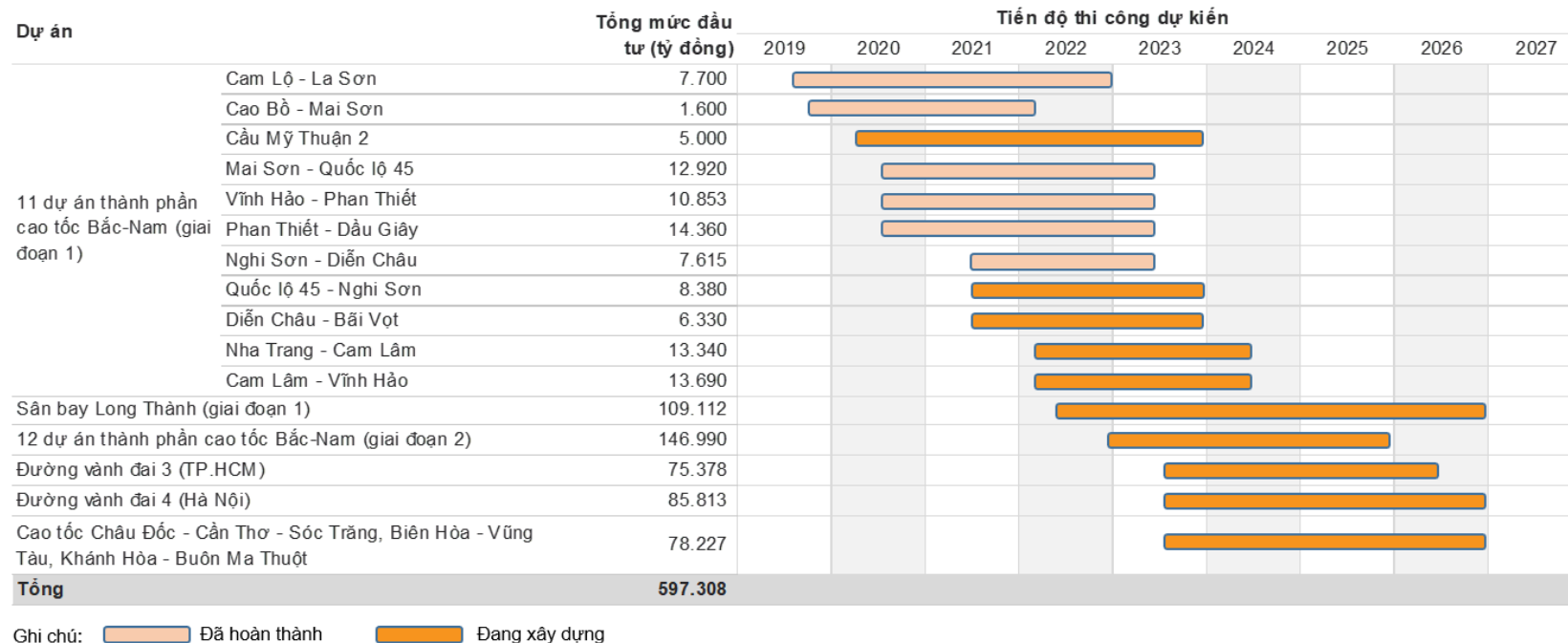
Tạo tiền đề cho tăng trưởng trong
năm 2024



Hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng

Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 1 & 2 sẽ là điểm nhấn

Hàng loạt dự án hạ tầng giao thông trọng điểm được kỳ vọng sẽ hoàn thành trong giai đoạn 2023-26

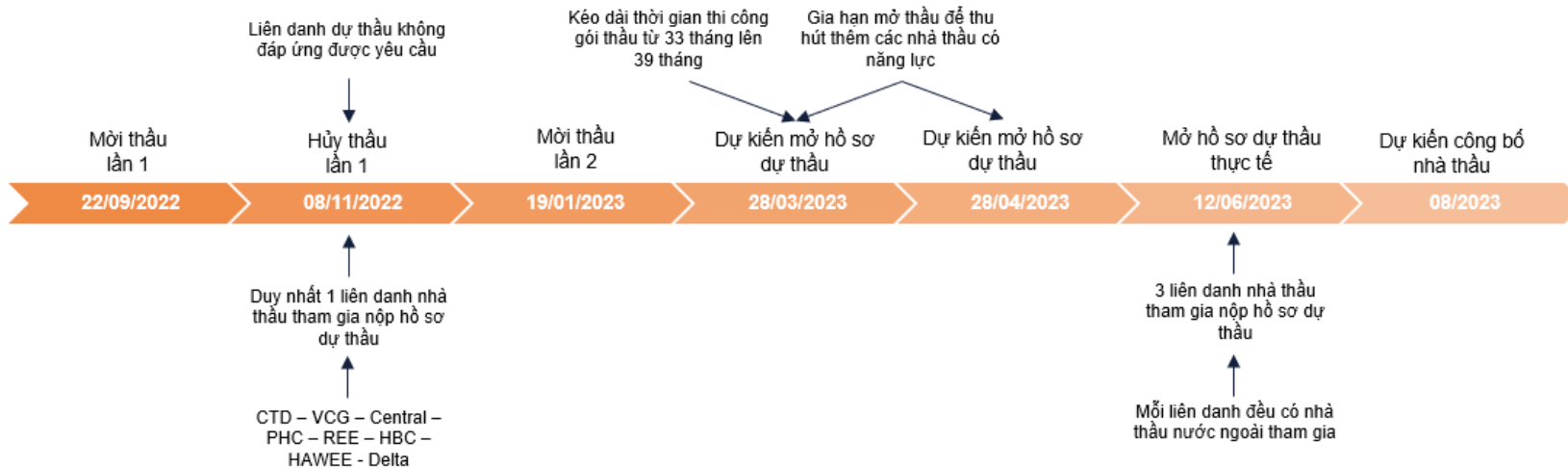


- Chúng tôi kỳ vọng giải ngân đầu tư công trong năm 2023 sẽ tăng 25% svck.
- Hàng loạt dự án hạ tầng giao thông sẽ được đẩy mạnh thi công trong thời gian tới như: cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 1 & 2, sân bay Long Thành,...
- Chính phủ đang đặt mục tiêu sẽ hoàn thành 3.000 km đường cao tốc tới năm 2025 (từ mức 1.729 km cuối tháng 6/2023).

Hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng

Sân bay Long Thành: đẩy mạnh thi công từ Q3/23

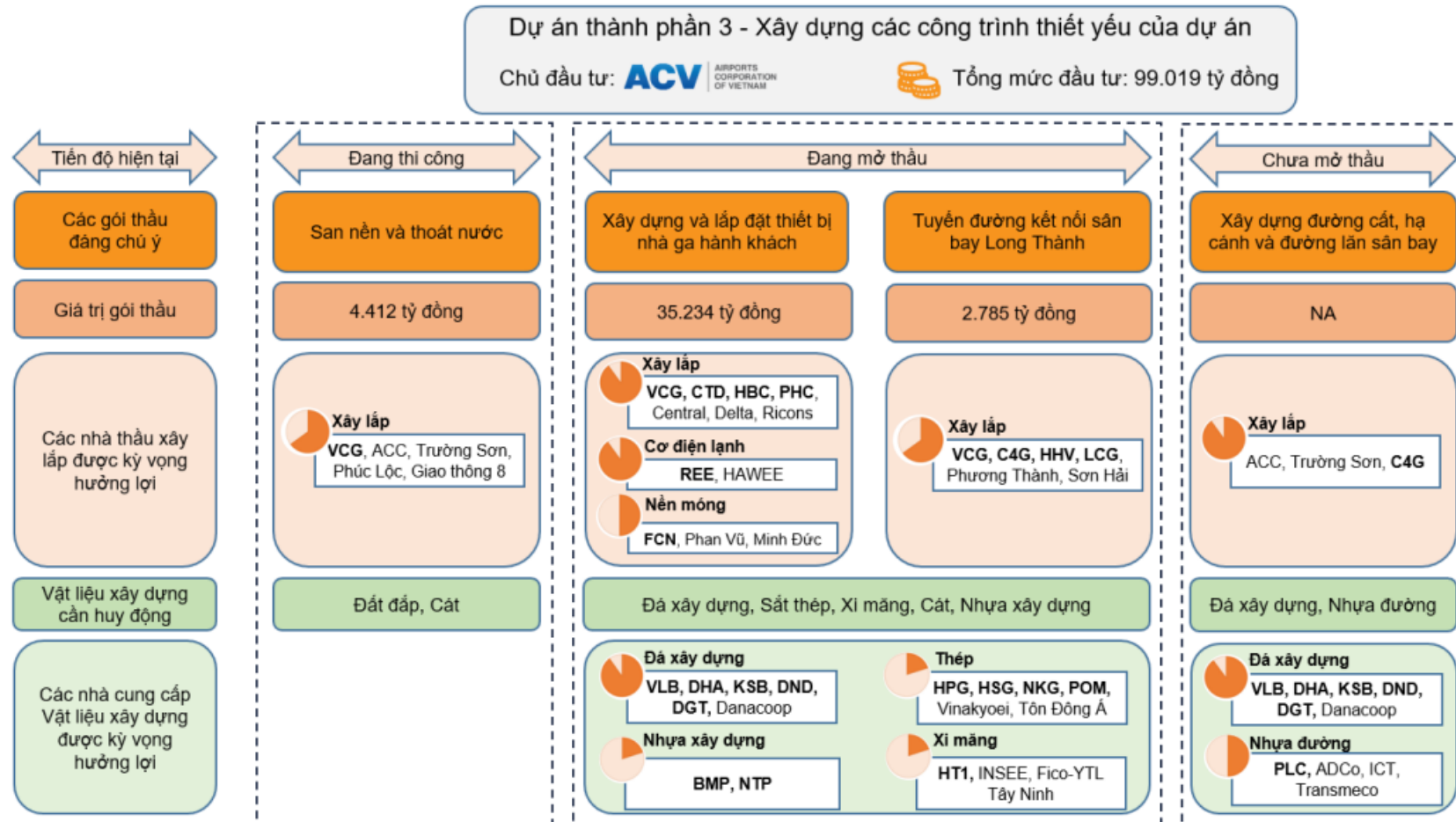
Gói thầu 5.10 - “Thi công xây dựng và lắp đặt thiết bị công trình nhà ga hành khách” được kỳ vọng sẽ khởi công trong tháng 8/2023



- Sau nhiều lần hủy & gia hạn mời thầu, chúng tôi kỳ vọng gói thầu xây dựng công trình hạ tầng lớn nhất Việt Nam – 5.10 (giá trị 35.233 tỷ đồng) sẽ được khởi công trong tháng 8/2023 nhờ (1) đã có 3 liên danh nhà thầu nộp hồ sơ dự thầu (so với chỉ 1 liên danh của lần mở thầu đầu tiên) và (2) cả 3 liên danh trên đều có tham gia của nhà thầu nước ngoài - với kinh nghiệm và năng lực thi công tốt - sẽ giúp gia tăng điểm thầu.
- Việc sớm thi công gói thầu 5.10 sẽ tạo tiền đề giúp sân bay Long Thành đẩy nhanh tiến độ thi công trong những tháng tới và sẽ là động lực tăng trưởng cho các công ty xây dựng và vật liệu xây dựng.

Hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng

Sân bay Long Thành: đẩy mạnh thi công từ Q3/23

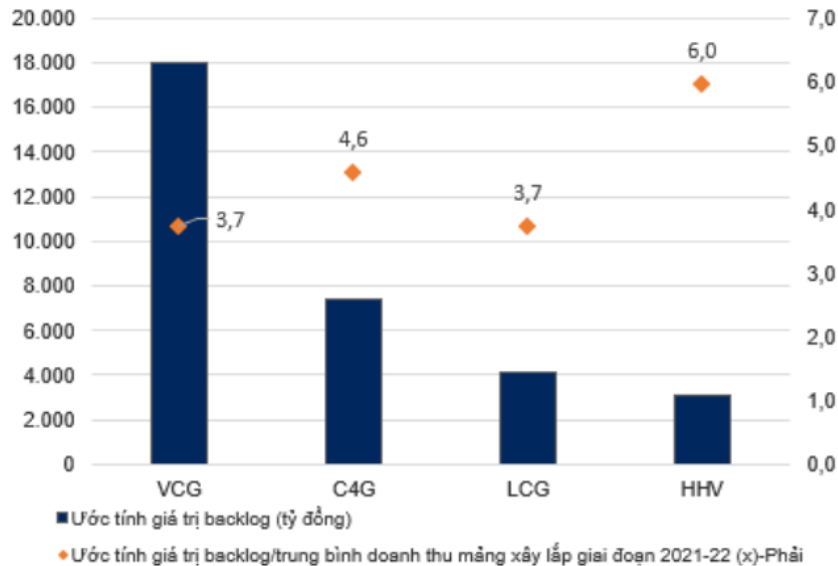


Ghi chú:  hưởng lợi lớn  hưởng lợi hạn chế

Xây dựng hạ tầng: Đảm bảo tăng trưởng nhờ giá trị backlog lớn

Giá trị backlog lớn đảm bảo tăng trưởng doanh thu của các công ty xây dựng hạ tầng

Giá trị backlog cao của các công ty xây dựng hạ tầng hàng đầu tại cuối Q1/23



Các gói thầu tại dự án Cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2 chiếm tỷ trọng lớn trong giá trị backlog của các công ty xây dựng hạ tầng

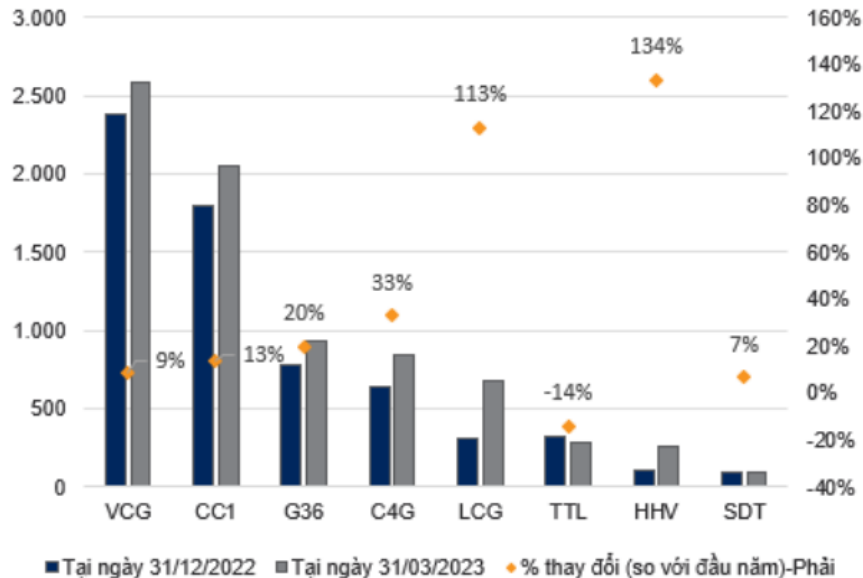
Công ty	Dự án cao tốc	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)
Tổng		5.509
VCG	Bãi Vọt - Hàm Nghi	3.035
	Vân Phong - Nha Trang	1.036
	Vũng Áng - Bùng	1.438
Tổng		3.583
C4G	Bùng - Vạn Ninh	1.805
	Hậu Giang - Cà Mau	1.778
Tổng		4.019
LCG	Vũng Áng - Bùng	1.274
	Nha Trang - Vân Phong	2.745
HHV	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	1.789

- Sau khi liên tiếp được chỉ định thầu tại các dự án thành phần của cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2 (đầu năm 2023), các công ty xây dựng hạ tầng hàng đầu đã ghi nhận giá trị backlog tăng đáng kể. Trong Q2/23, nhóm các công ty này đã tiếp tục giành thêm những gói thầu đáng chú ý tại đường Vành đai 4 – Hà Nội (VCG, C4G), cao tốc Khánh Hòa – Buôn Mê Thuật (C4G, DPG),...
- Việc các dự án hạ tầng giao thông thường có được thi công trong 2-2,5 năm, do đó trong giai đoạn 2023-25, các công ty xây dựng hàng đầu đang đứng trước cơ hội tăng gấp đôi quy mô doanh thu so với giai đoạn 2021-22.

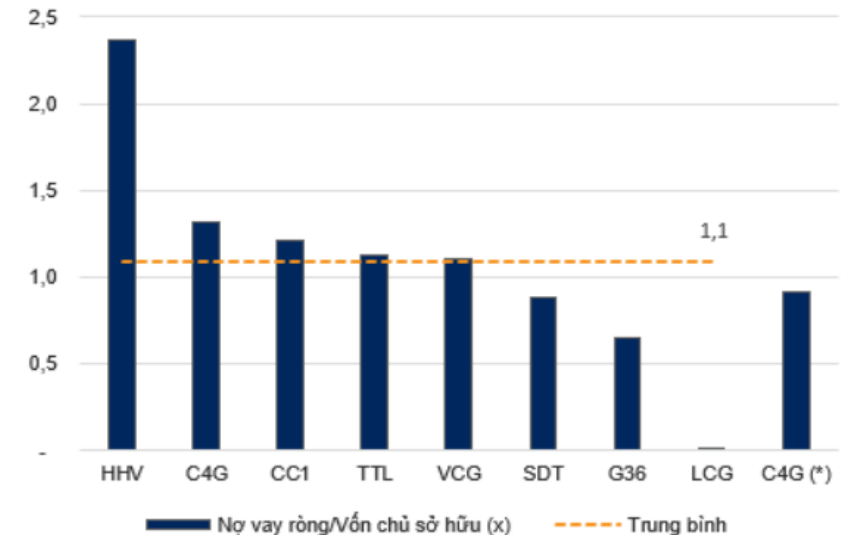
Xây dựng hạ tầng: Đảm bảo tăng trưởng nhờ giá trị backlog lớn

Năng lực tài chính sẽ quyết định đến khả năng sinh lời của các công ty xây dựng hạ tầng

Tại cuối Q1/23, khoản người mua trả tiền trước của các công ty xây dựng hạ tầng đã tăng mạnh so với đầu năm (tỷ đồng)



Tỷ lệ Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu của các công ty xây dựng hạ tầng tại cuối Q1/23



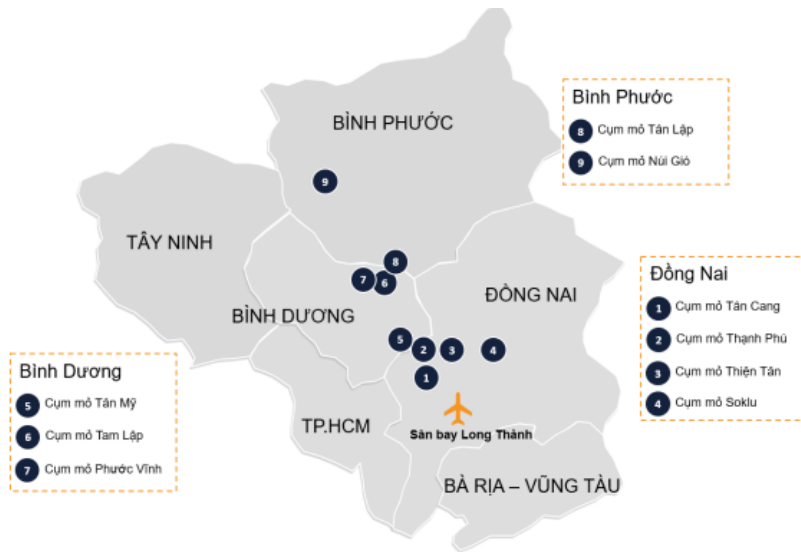
(*) Ước tính tỷ lệ Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu của C4G sau khi phát hành thành công cho cổ đông hiện hữu trong tháng 4/2023

- Tỷ lệ doanh thu/trung bình người mua trả trước của các công ty xây dựng hạ tầng đã giảm từ 2,7 lần trong 2022 xuống 2,4 lần trong Q1/23. Xu hướng này đến chủ yếu nhờ nỗ lực đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, các chủ đầu tư đã chủ động giải ngân khoản vốn đối ứng thực hiện dự án cho các nhà thầu.
- Chúng tôi tin rằng chỉ những doanh nghiệp xây dựng với năng lực thi công tốt, khả năng huy động máy móc thiết bị hợp lý và nguồn vốn dồi dào mới có hiệu quả sinh lời tốt tại dự án cao tốc Bắc-Nam do (1) yêu cầu thời gian thi công ngắn và (2) Chính phủ đã ấn định mức biên lợi nhuận cố định so với giá thầu tại các dự án.

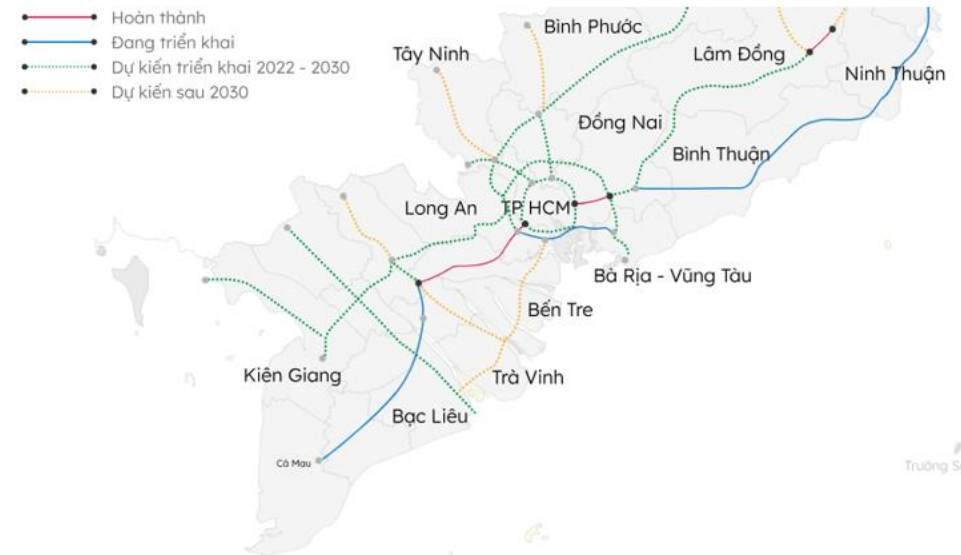
Đá xây dựng: Tâm điểm hướng về sân bay Long Thành

Đẩy mạnh thi công tại sân bay Long Thành và các dự án cao tốc khu vực phía Nam từ Q3/23

Vị trí các mỏ đá xây dựng nổi bật và sân bay Long Thành



Nhu cầu xây dựng cao tốc tại miền Nam vẫn còn rất lớn



- Do đặc thù của ngành đá xây dựng, chi phí vận chuyển thường chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành thành phẩm. Tùy thuộc vào khoảng cách và loại hình vận chuyển, giá đá giao đến công trường có thể cao gấp đôi giá đá tại mỏ.
- Với việc sân bay Long Thành và các dự án cao tốc phía Nam đẩy mạnh tiến độ thi công trong những tháng tới, chúng tôi tin rằng các mỏ đá sẽ được hưởng lợi chính bao gồm: (1) cụm mỏ Tân Cang – nguồn cung chính cho sân bay Long Thành và vành đai 3 – TP.HCM nhờ vị trí gần công trường thi công nhất và (2) cụm mỏ Thạnh Phú và Thiện Tân – nguồn cung cho các dự án tại Đồng bằng sông Cửu Long nhờ nằm gần sông Đồng Nai, thuận tiện vận chuyển đường thủy.

Đá xây dựng: Tâm điểm hướng về sân bay Long Thành

Nhu cầu tăng cao trong khi nguồn cung đá xây dựng lại khá hạn chế

Danh sách mỏ đá của các công ty đá xây dựng niêm yết

Công ty	Mỏ đá	Huyện	Tỉnh	Công suất cấp phép (m3/năm)	Năm hết hạn khai thác
KSB	Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	1.500.000	08/2029
	Phước Vĩnh	Phú Giáo	Bình Dương	1.200.000	01/2023
	Thiện Tân 7	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	280.000	01/2035
MDG	Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	1.000.000	12/2025
DHA	Thạnh Phú 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	818.000	09/2026
	Tân Cang 3	Biên Hòa	Đồng Nai	490.000	03/2037
	Núi Gió	Hớn Quản	Bình Phước	300.000	08/2038
NNC	Mũi Tàu	Tân Lập	Bình Phước	1.000.000	01/2042
VLB	Thạnh Phú 1	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	1.800.000	07/2042
	Thiện Tân 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	1.500.000	06/2038
	Soklu 2	Thống Nhất	Đồng Nai	400.000	01/2026
	Soklu 5	Thống Nhất	Đồng Nai	500.000	06/2025
	Tân Cang 1	Biên Hòa	Đồng Nai	1.500.000	01/2039
DND	Tân Cang 5	Biên Hòa	Đồng Nai	1.000.000	01/2023
	Thiện Tân 5	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	354.000	01/2026
CTI	Xuân Hòa	Xuân Lộc	Đồng Nai	750.000	01/2030
TCD	Núi Dài	Tri Tôn	An Giang	2.200.000	12/2024
BMJ	An Bình	Phú Giáo	Bình Dương	800.000	06/2035
DGT	Tân Cang 4	Biên Hòa	Đồng Nai	400.000	01/2031
CI5	Soklu 6	Thống Nhất	Đồng Nai	397.000	04/2026

- Chúng tôi nhận thấy việc cấp phép khai thác cho các mỏ đá xây dựng đang gặp khó khăn ở cả việc gia hạn thời gian, tăng công suất khai thác và đặc biệt là cấp phép khai thác mỏ đá mới do (1) sự phản đối của người dân địa phương khi việc khai thác đá đang để lại nhiều hệ lụy xấu đến môi trường và (2) hầu hết các mỏ đá cũ (đã hết thời hạn khai thác) đều chưa thực hiện các thủ tục đóng mỏ theo như cam kết ban đầu.
- Do đó, các doanh nghiệp đá xây dựng niêm yết (bao gồm VLB, DHA, KSB) đang sở hữu các mỏ đá có thời gian khai thác dài, công suất khai thác lớn sẽ có nhiều lợi thế so với các đối thủ cạnh tranh và được hưởng lợi từ nhu cầu xây dựng hạ tầng giao thông rất lớn của Việt Nam trong giai đoạn 2023-30, theo quan điểm của chúng tôi.

Thép: Ánh sáng cuối đường hầm

Thời điểm khó khăn nhất dường như đã ở lại phía sau

Các công ty thép niêm yết đều đặt kế hoạch có lãi ròng dương trong năm 2023

Công ty	Kết quả kinh doanh 2022 (tỷ đồng)		Kế hoạch kinh doanh 2023 (tỷ đồng)		Thay đổi svck (%)		Kết quả kinh doanh nửa cuối năm 2022 (tỷ đồng)		Kết quả kinh doanh Q1/2023 (tỷ đồng)	
	Doanh thu	LNST	Doanh thu	LNST	Doanh thu	LNST	Doanh thu	LNST	Doanh thu	LNST
HPG	142.771	8.444	150.000	8.000	5,1%	-5,3%	60.653	(3.785)	26.865	383
HSG (*)	49.711	251	36.000	300	-27,6%	19,5%	16.094	(1.567)	6.981	251
SMC	23.182	(652)	20.350	150	-12,2%	NA	9.903	(778)	3.887	21
NKG	23.128	(125)	20.000	320	-13,5%	NA	8.758	(833)	4.380	(49)
TIS	16.832	4	15.826	39	-6,0%	964,4%	9.911	(29)	2.446	(19)
VGS	8.491	100	7.000	90	-17,6%	-10,0%	4.293	23	2.124	14
TLH	5.324	8	5.000	100	-6,1%	1150,0%	2.820	(107)	1.432	6

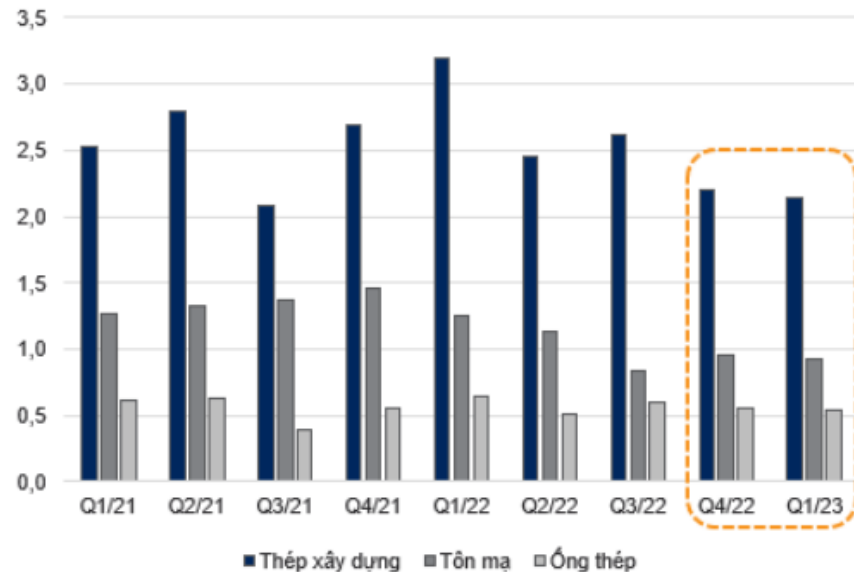
(*) Kế hoạch kinh doanh 2023 của HSG là theo niên độ tài chính năm 2022-23 với thời gian từ Q4/22-Q3/23

- Chúng tôi đã tham gia ĐHCĐ 2023 của một số công ty thép niêm yết, đáng chú ý hầu hết ban lãnh đạo nhóm công ty này đều đưa ra thông điệp tích cực hơn. Những gì khó khăn nhất đối với ngành thép đã diễn ra trong nửa cuối năm 2022, tình hình đã được cải thiện trong Q1/23 và gần như chắc chắn sẽ có lãi trong Q2/23.
- Tất cả các công ty đều đặt kế hoạch kinh doanh 2023 có lãi ròng trở lại, tích cực hơn rất nhiều so với việc liên tiếp báo lỗ trong nửa cuối năm 2022. Tuy nhiên nhu cầu tiêu thụ vẫn sẽ yếu trong suốt cả năm 2023 và sẽ phải rất nỗ lực thì nhóm các công ty này mới có thể hoàn thành kế hoạch kinh doanh cả năm.

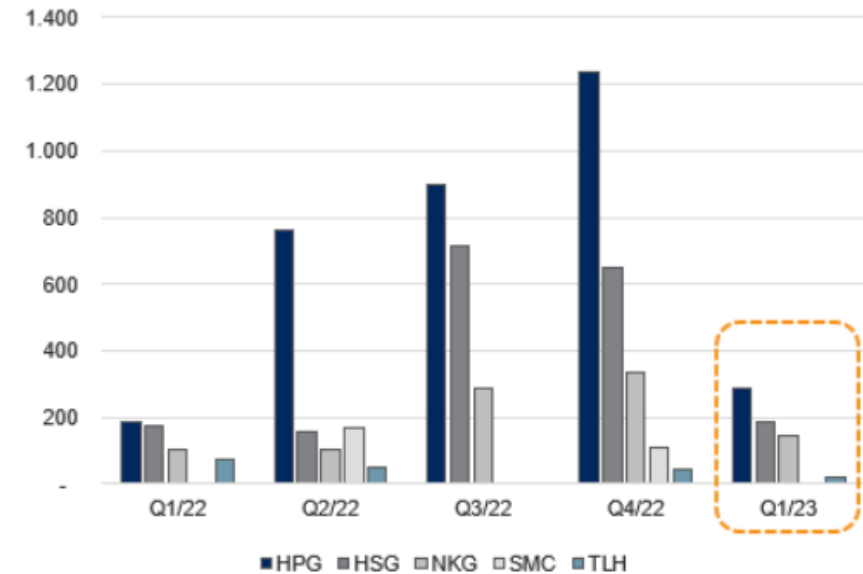
Thép: Ánh sáng cuối đường hầm

Kết quả kinh doanh Q1/23 tích cực nhờ giá bán thép phục hồi tăng và hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng tồn kho

Sản lượng tiêu thụ thép Việt Nam vẫn yếu trong Q1/23 (triệu tấn)



Hầu hết các công ty thép niêm yết trong Q1/23 đều giảm đáng kể dự phòng giảm giá hàng tồn kho so với đầu năm (tỷ đồng)

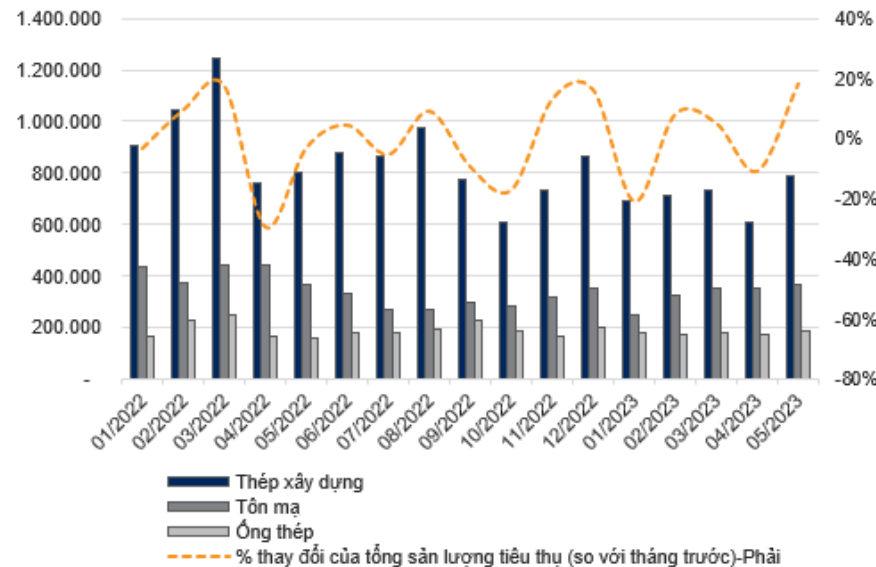


- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành thép trong Q1/23 đều ghi nhận mức giảm mạnh so với cùng kỳ, tuy nhiên đã được cải thiện đáng kể về mặt lợi nhuận so với 2 quý trước đó. Chúng tôi cho rằng xu hướng này đến chủ yếu bởi: (1) Tổng sản lượng tiêu thụ thép trong Q1/23 đã giảm mạnh 29,2% svck từ mức nền cao của Q1/22, theo dữ liệu của VSA; (2) Giá bán thép Q1/23 mặc dù giảm mạnh svck tuy nhiên đã tăng đáng kể so với mức trung bình của Q4/22 và (3) Giá bán thép tăng cũng giúp nhiều doanh nghiệp trong Q1/23 ghi nhận hoàn nhập dự phóng giảm giá hàng tồn kho.
- Chúng tôi ước tính trung bình giá thép xây dựng và HRC Việt Nam trong Q2/23 lần lượt là 15,9 triệu đồng/tấn (-7% svck; +6% so với Q1/23) và 660 USD/tấn (-20% svck/ +18% so với Q1/23). Do đó, các công ty thép sẽ không còn nhiều dư địa để hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho trong Q2/23.

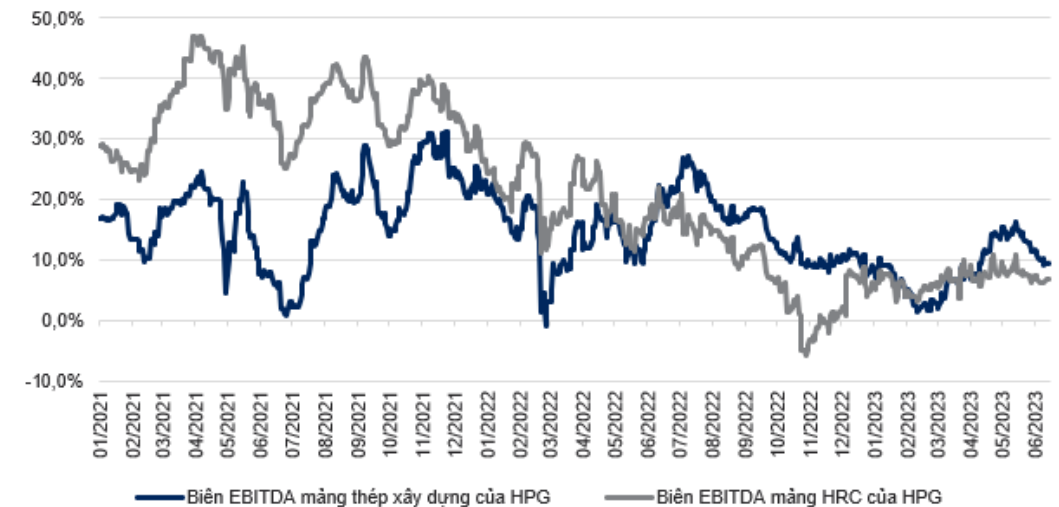
Thép: Ánh sáng cuối đường hầm

Một số tín hiệu tích cực đã xuất hiện

Sản lượng tiêu thụ thép Việt Nam phục hồi trong tháng 5/2023 (tấn)



Biên EBITDA của mảng thép của HPG vẫn đang tốt hơn so với trung bình Q4/22 và Q1/23

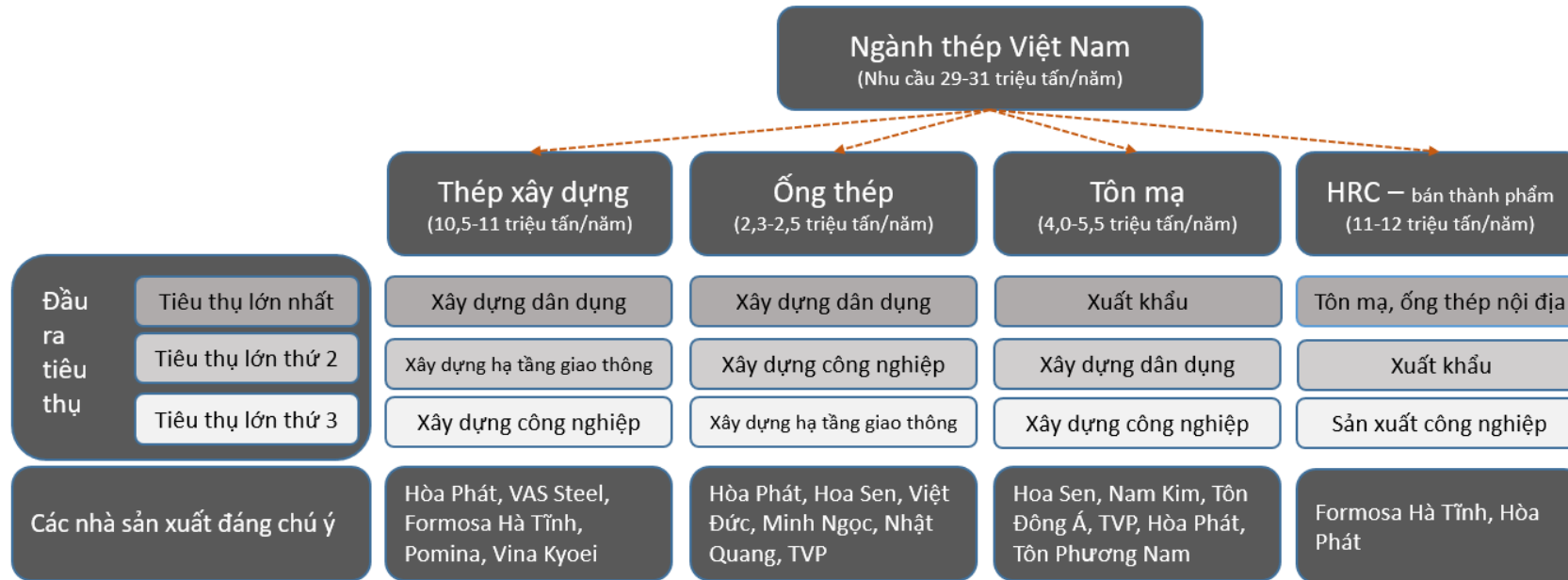


- Theo dữ liệu của VSA, sản lượng tiêu thụ thép tháng 5/2023 của Việt Nam đạt 1,3 triệu tấn, tăng 18,1% so với tháng trước và là tháng cao nhất kể từ đầu năm. Chúng tôi cho rằng vẫn còn quá sớm để khẳng định nhu cầu thép đã phục hồi, tuy nhiên một số tín hiệu tích cực đã xuất hiện như (1) nhiều dự án BĐS (NovaWorld Hồ Tràm – Vũng Tàu, Bcons Polaris – Bình Dương, De La Sol – TP.HCM,...) đã được khởi công trở lại và (2) nhà sản xuất thép lớn nhất Việt Nam – HPG mới đây đã tiếp tục mở lại thêm một lò cao nữa từ ngày 5/6 và sẽ mở lại toàn bộ lò cao từ 1/7, điều này đồng nghĩa với việc công ty đang kỳ vọng nhu cầu thép hồi phục trong thời gian tới.
- Theo diễn biến của giá hàng hóa giao ngay (thép, quặng sắt, than cốc và thép phế), chúng tôi ước tính trung bình biên EBITDA mảng thép của HPG trong Q2/23 cao hơn 1 điểm % so với quý trước đó. Chúng tôi kỳ vọng biên EBITDA của công ty sẽ tiếp tục cải thiện trong các quý tới.

Thép: Ánh sáng cuối đường hầm

Nhu cầu tiêu thụ yếu vẫn sẽ phủ bóng lên triển vọng phục hồi của các công ty thép nửa cuối năm 2023

Triển vọng ngành BĐS dân dụng ảnh hưởng lớn nhất đến nhu cầu ngành thép Việt Nam khi chiếm khoảng 60-65% nhu cầu toàn ngành và ảnh hưởng đến hầu hết các mặt hàng thép thành phẩm

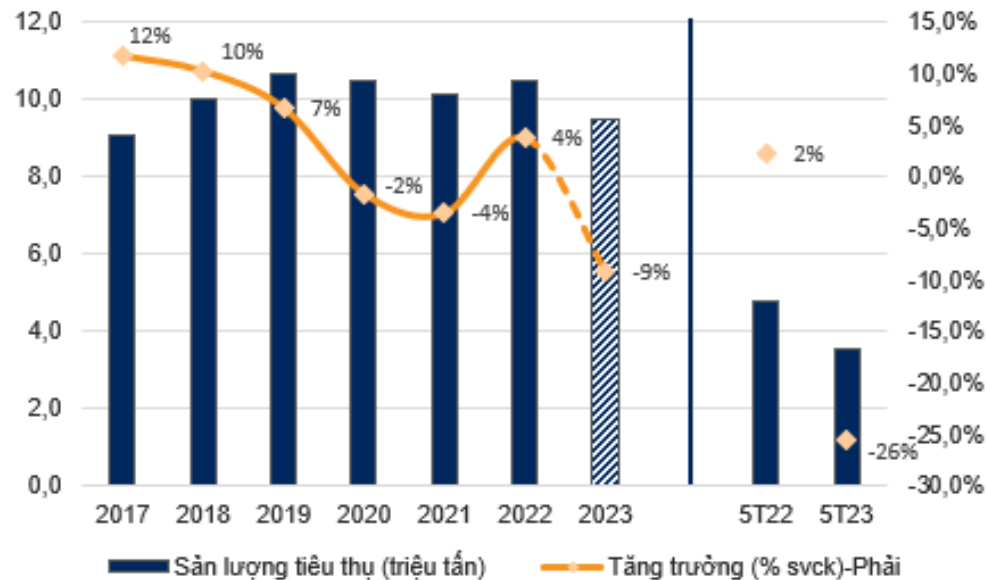


- Ngành BĐS Việt Nam đã chứng lại kể từ Q2/22.
- Các tín hiệu tích cực hơn đối với ngành BĐS đã dần xuất hiện thời gian gần đây. Hàng loạt chính sách nhằm tháo gỡ thị trường BĐS được ban hành kể từ đầu năm 2023 như Nghị định 08/2023 về trái phiếu doanh nghiệp, Nghị quyết 33 về một số giải pháp tháo gỡ thị trường BĐS, Quyết định 388 về đề án phát triển nhà ở xã hội và mới đây nhất là NĐ10 tạo cơ sở giải quyết các nút thắt pháp lý.
- Chúng tôi cho rằng vẫn còn quá sớm để đánh giá thị trường BĐS liệu có “rã đông” khi thực tế triển khai các chính sách vẫn còn bỏ ngõ và nhiều điểm nghẽn về pháp lý vẫn chưa được giải quyết triệt để.
- Do đó, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung BĐS nội địa sẽ chỉ có thể tăng trở lại từ năm 2024 và nhu cầu thép của Việt Nam sẽ chưa thể hồi phục mạnh mẽ cho tới năm sau.

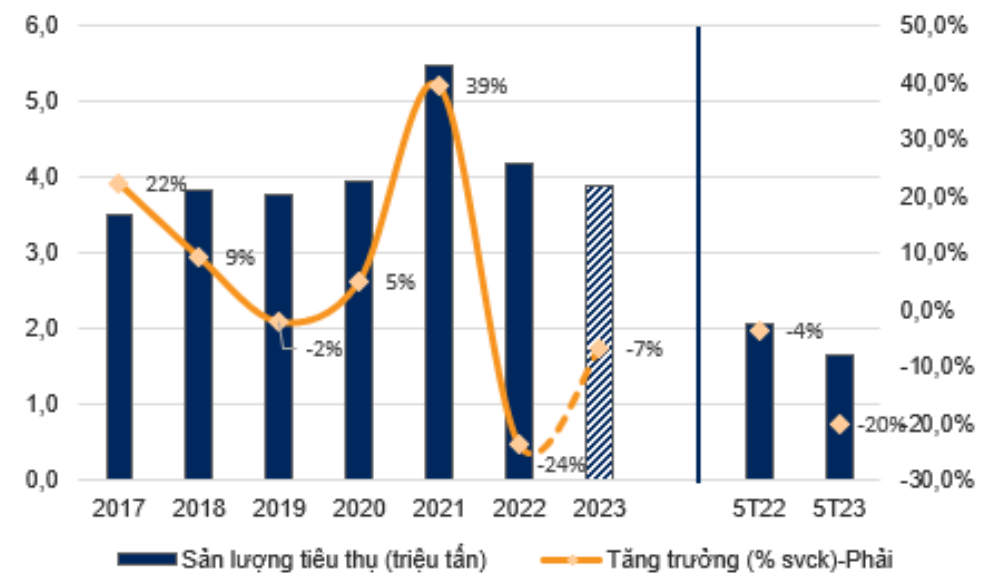
Thép: Ánh sáng cuối đường hầm

Nhu cầu tiêu thụ yếu vẫn sẽ phủ bóng lên triển vọng phục hồi của các công ty thép nửa cuối năm 2023

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của Việt Nam sẽ giảm 9% svck trong năm 2023





Sản lượng tiêu thụ tôn mạ của Việt Nam sẽ giảm 7% svck trong năm 2023




- Nhu cầu ảm đạm kéo dài của lĩnh vực xây dựng dân dụng nội địa sẽ tác động đáng kể đối với nhu cầu vật liệu xây dựng trong năm 2023. Do đó, mặc dù giải ngân đầu tư công được kỳ vọng sẽ tăng tốc trong những quý tới, chúng tôi dự báo tổng nhu cầu thép trong nước sẽ tăng trưởng âm một chữ số vào năm 2023. Cụ thể, tổng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng-tôn mạ của Việt Nam trong năm 2023 sẽ giảm lần lượt 9,2%-7,0% svck xuống mức 9,5 triệu tấn – 3,9 triệu tấn.

Cổ phiếu ưa thích: HHV, VLB và C4G

STT	Mã CK	Giá mục tiêu 1 năm (đồng/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	HHV 	19.500	Khả quan	<p>Năng lực thi công của HHV đã được chứng minh sau khi hoàn thành hàng loạt công trình giao thông quy mô lớn, đòi hỏi kỹ thuật cao như hầm xuyên núi, hầm bao biển, cao tốc,... Mới đây, HHV là số ít các nhà thầu được chỉ định tham gia dự án cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2 với tổng giá trị xây lắp đạt 1.759 tỷ đồng. Trong 6 tháng cuối năm 2023, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tiếp tục giành thêm những gói thầu giá trị cao tại 3 dự án PPP (Tân Phú - Bảo Lộc, Đồng Đăng - Trà Lĩnh, Hữu Nghị - Chi Lăng) với tổng mức đầu tư gần 41.000 tỷ đồng.</p> <p>Chúng tôi ước tính giá trị backlog của công ty tại cuối Q1/23 là 2.907 tỷ đồng, tương đương 6 lần trung bình doanh thu của giai đoạn 2020-22. Đây sẽ là tiền đề giúp doanh thu mảng xây lắp của HHV bứt phá tăng lần lượt 87%/21% svck lên 991 tỷ đồng/1.200 tỷ đồng, trong giai đoạn 2023-24, theo dự phóng của chúng tôi.</p> <p>Chúng tôi kỳ vọng LN ròng giai đoạn 2023-24 sẽ tăng lần lượt 15,3%/28,0% svck, đạt 304 tỷ đồng/390 tỷ đồng nhờ (1) giá trị backlog lớn của mảng xây lắp; (2) giá nguyên vật liệu thấp hơn sẽ giúp biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp giai đoạn 2023-24 tăng 0,9 điểm % so với 2022 và (3) dòng tiền thu được tốt hơn tại mảng thu phí BOT.</p>
2	VLB 	51.200	Khả quan	<p>Chúng tôi tin rằng nhu cầu đá xây dựng tại miền Nam sẽ tăng đáng kể kể từ Q4/23 nhờ (1) đẩy mạnh thi công tại các dự án sân bay Long Thành và nhiều cao tốc (Biên Hòa-Vùng Tàu, Cần Thơ-Hậu Giang, Hậu Giang-Cà Mau, đường vành đai 3-TP.HCM,...) và (2) thị trường BĐS dần ấm trở lại trong năm 2024.</p> <p>VLB đang là công ty đá xây dựng niêm yết lớn nhất Việt Nam. Công ty hiện đang sở hữu 5 mỏ đá tại Đồng Nai với công suất khai thác hàng năm là 5,7 triệu m3. Đáng chú ý, VLB sở hữu mỏ Tân Cang 1 – được đánh giá sẽ là nguồn cung cấp chính cho dự án sân bay Long Thành và đườn vành đai 3 – TP.HCM nhờ vị trí gần công trường và chất lượng đá cao. Trong cụm mỏ đá Tân Cang, mỏ Tân Cang 1 có công suất khai thác lớn nhất (1,5 triệu m3/năm), thời gian khai thác dài và trữ lượng còn lại tại cuối năm 2022 lên tới 25,7 triệu m3.</p> <p>Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm 2023-24 của VLB sẽ đạt lần lượt 197 tỷ đồng/244 tỷ đồng, tăng mạnh từ khoản lỗ 23 tỷ đồng của năm 2022 nhờ vào (1) giá bán đá tăng lần lượt 1,0%-5,1% svck trong năm 2023-24; (2) sản lượng đá tiêu thụ giảm nhẹ 2,4% svck trong năm 2023 trước khi tăng mạnh 12,2% svck trong năm 2024 và (3) công ty không phải chịu khoản chi phí ghi nhận một lần như trong năm 2022 là 270 tỷ đồng tiền nộp bổ sung việc cấp quyền khai thác khoáng sản.</p> <p>VLB thường xuyên chi trả cổ tức tiền mặt với tỷ suất trung bình 6,4% trong giai đoạn 2019-22.</p> <p>Động lực tăng giá: (1) VLB được chấp thuận mở rộng và kéo dài thời hạn khai thác tại các mỏ Soklu 2 và Soklu 5; (2) cổ đông lớn nhất hiện tại – Dofico – một doanh nghiệp Nhà nước (nắm giữ 49,3% cổ phần) tiến hành thoái vốn tại VLB.</p>

Cổ phiếu ưa thích: HHV, VLB và C4G

STT	Mã CK	Giá mục tiêu 1 năm (đồng/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
				Trong ngành xây dựng hạ tầng, chúng tôi nhận thấy C4G là một ứng cử viên sáng giá nhờ:
				(1) vị thế hàng đầu của công ty trong lĩnh vực thi công hạ tầng giao thông tại Việt Nam; C4G đã dần trở lên “quen mặt” với các dự án quy mô lớn và đòi hỏi kỹ thuật cao như cao tốc Bắc-Nam, đường lãn sân bay, cầu vượt biển,... đây sẽ là tiền đề giúp C4G có thể tiếp tục giành được các gói thầu mới trong giai đoạn 2023-25;
3	C4G	17.300	Khả quan	(2) Sau đợt phát hành thành công cho cổ đông hiện hữu trong tháng 4/2023, vốn chủ sở hữu của C4G tại cuối Q2/23 đã tăng 46% so với đầu năm, giúp công ty cải thiện đáng kể năng lực tài chính; và (3) C4G đang sở hữu nhiều “cửa để dành” giá trị lớn tại các dự án BĐS và đang có kế hoạch triển khai phát triển nhằm làm tăng giá trị BĐS như dự án khu du lịch nghỉ dưỡng Cầu Cau, khu ẩm thực sinh thái Nghi Hải, tòa nhà 29 Quang Trung (Nghệ An), tòa văn phòng 136 Lê Văn Duyệt (TP.HCM),...

Rủi ro giảm giá:

- Ngành Xây dựng: (1) giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn dự kiến; và (2) giá nguyên vật liệu tăng cao ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp trong ngành.
- Ngành Vật liệu xây dựng: giá nguyên liệu đầu vào và thuế tài nguyên môi trường tăng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp trong ngành.

Tóm tắt dự phóng KQKD năm 2023-24 các cổ phiếu trong danh mục của chúng tôi

Tỷ đồng	C4G		HHV		VLB	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Doanh thu	3.684	4.324	2.786	3.145	1.217	1.405
% svck	35,2%	17,4%	33,0%	12,9%	-4,5%	15,5%
Biên LN gộp (%)	13,0%	12,8%	42,0%	40,0%	23,8%	25,0%
Biên EBITDA (%)	13,9%	13,4%	55,0%	53,1%	19,4%	20,6%
LN ròng	204	221	304	390	197	244
% svck	34,1%	8,7%	15,3%	28,0%	na	23,9%
EPS (đ/cp)	912	990	924	1.183	4.028	4.991
BVPS (đ/cp)	16.657	17.244	23.372	24.556	13.383	16.840
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	-8.377	-8.950	-62.445	-61.766	495	641
Nợ/VCSH	0,9	0,9	2,4	2,2	0	0
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,3%	5,3%
ROAE (%)	6,5%	5,8%	4,1%	4,9%	34,0%	34,4%
ROAA (%)	2,1%	2,0%	0,8%	1,1%	25,9%	27,1%

So sánh các công ty trong ngành

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Vốn hóa	P/E (lần)		EPS 3 năm	P/B (lần)		EV/EBITDA (lần)		ROE (%)	
		VND	triệu USD	TTM	2023	tăng trưởng kép (%)	Hiện tại	2023	TTM	2023	TTM	2023
Thép												
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	25.000	6.178,6	218,9	14,8	48,1	1,5	1,4	14,9	9,3	0,7	10,3
CTCP Tập đoàn Hoa Sen	HSG VN	16.800	439,8	na	na	177,0	1,0	0,9	8,2	9,7	(9,7)	(0,7)
CTCP Thép Nam Kim	NKG VN	17.800	199,2	na	16,7	na	0,9	0,8	18,1	9,1	(11,8)	5,4
Đá xây dựng												
CTCP Khoáng sản và Xây dựng Bình Dương	KSB VN	29.250	94,9	21,0	na	(17,1)	1,1	na	11,1	na	5,3	na
CTCP Xây dựng và Sản xuất VLXD Biên Hòa	VLB VN	38.200	75,9	na	9,5	na	3,4	2,9	6,1	7,2	(3,9)	34,0
CTCP Hóa An	DHA VN	41.250	25,8	12,6	na	(1,4)	1,5	na	4,1	na	11,1	na
Xây dựng hạ tầng												
Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam	VCG VN	21.450	487,3	26,6	na	56,9	1,7	na	28,8	na	(1,2)	na
CTCP Tập đoàn CIENCO4	C4G VN	13.600	194,8	17,2	14,9	20,5	1,2	0,8	18,2	12,1	8,1	6,5
CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	HHV VN	14.650	205,1	16,2	16,6	(9,2)	0,7	0,6	20,9	15,9	3,9	4,1
CTCP Lizen	LCG VN	13.450	108,4	17,2	na	3,5	1,0	na	19,8	na	(0,5)	na

Điện

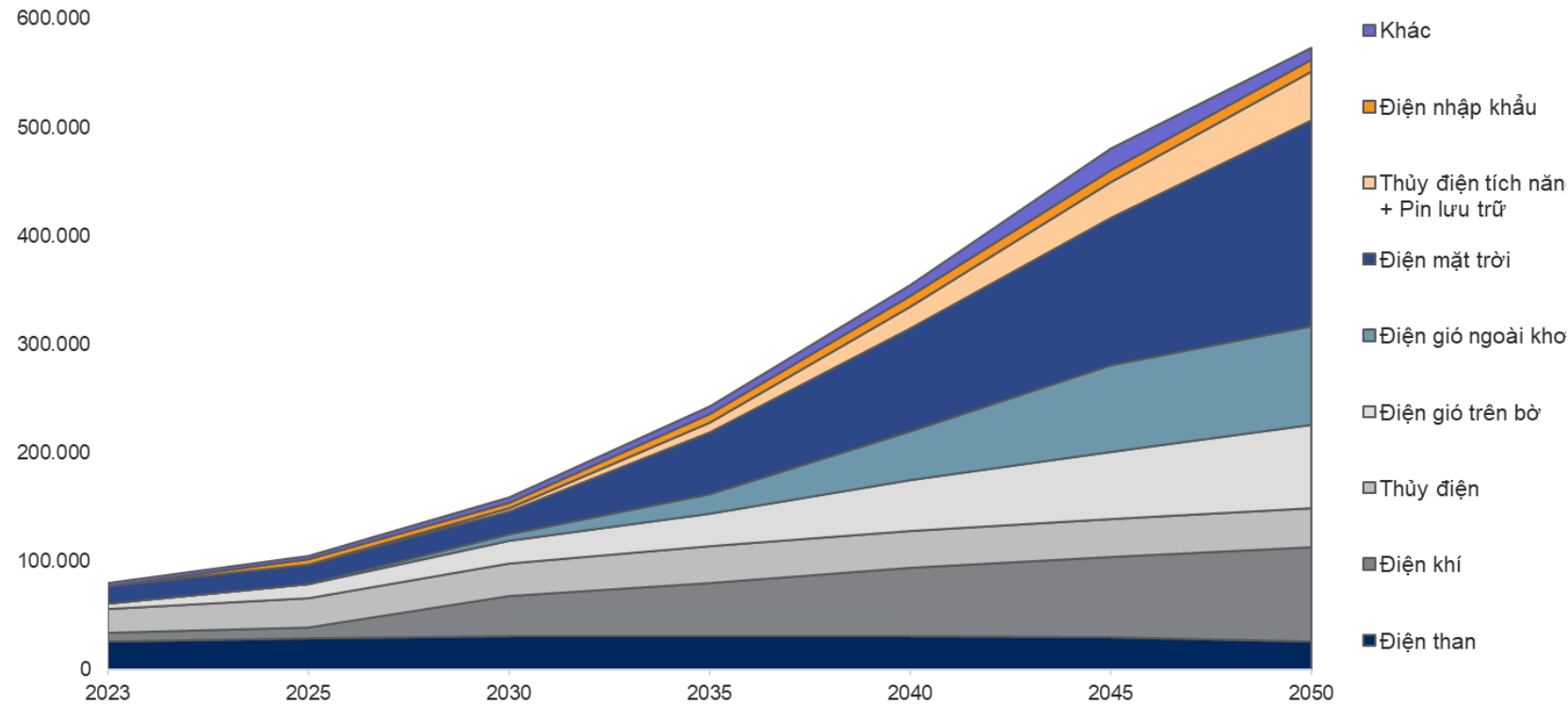
Quy hoạch điện 8 – Bước ngoặt cho ngành điện



Quy hoạch điện 8 – Bước ngoặt quan trọng cho ngành điện Việt Nam

Ngày 15/05/2023, Quy Hoạch Điện 8 (QHĐ8) đã chính thức được phê duyệt, mở ra một chương mới cho ngành điện Việt Nam.

QHĐ8 ưu tiên phát triển điện gió và điện khí trong 2021-30 sau khi đẩy mạnh hơn nữa phát triển điện NLTT từ sau 2030 (Đơn vị: MW)

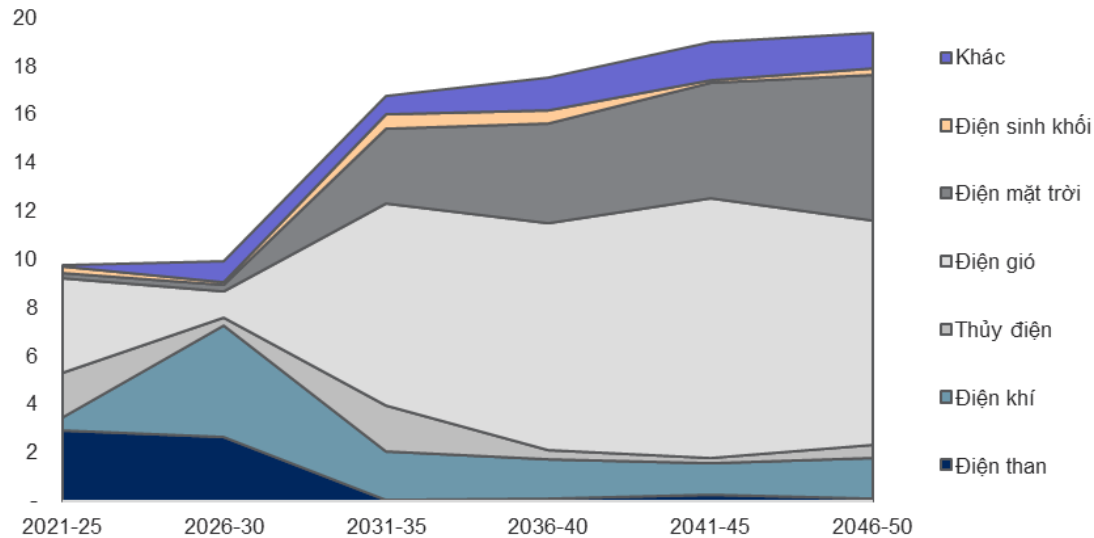


- **Điện than:** QHĐ8 chính thức loại bỏ tổng cộng 13.220MW điện than, đánh dấu hồi kết sớm cho nguồn điện này
- **Điện khí:** Dự kiến điện khí sẽ là nguồn điện mũi nhọn trong giai đoạn 2021-30 với tăng trưởng kép đạt 26%, mức cao nhất trong số các nguồn điện.
- **Điện gió:** Phát triển điện gió sẽ là mục tiêu quan trọng trong cả ngắn và dài hạn. Điện gió trên bờ dự kiến tăng trưởng kép 25% trong 2021-30. Ngoài ra, Việt Nam sẽ có 6.000 MW điện gió ngoài khơi đầu tiên trong 2021-30, sau đó sẽ bắt đầu phát triển mạnh mẽ hơn nguồn điện này với tăng trưởng kép đạt 15% trong 2030-50.
- **Điện mặt trời:** Sau giai đoạn phát triển ồ ạt từ 2020-21, dự kiến tăng trưởng công suất điện mặt trời sẽ chậm lại từ nay đến 2030. Tuy nhiên, QHĐ8 vẫn khuyến khích phát triển không giới hạn điện mặt trời áp mái với mục đích tự tiêu thụ.
- **Thủy điện:** Công suất thủy điện tăng trưởng kép 1% trong giai đoạn 2021-50 do nguồn điện này về cơ bản đã gần hết tiềm năng khai thác

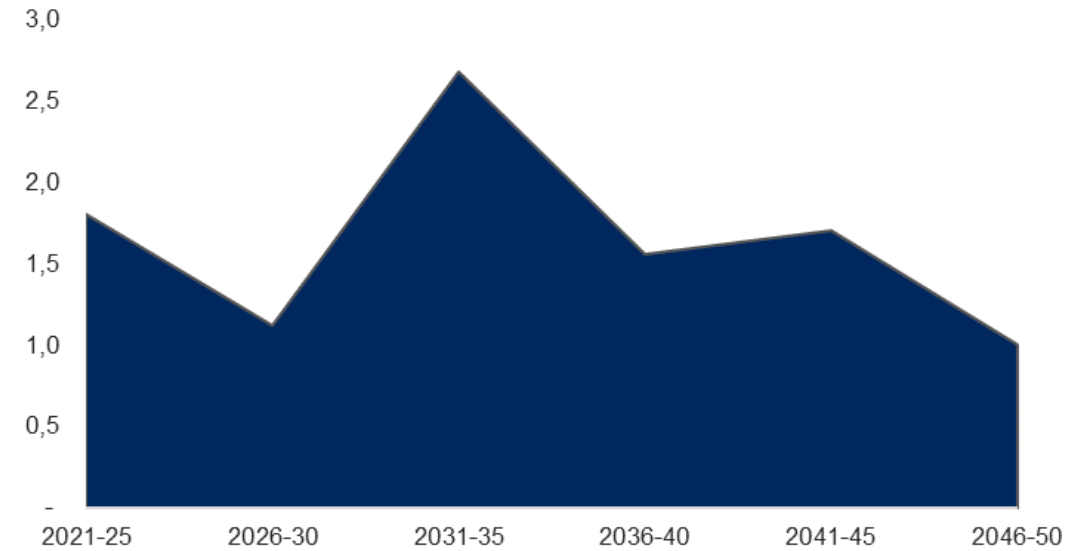
Áp lực nhu cầu vốn lớn nhằm hiện thực hóa tham vọng xanh

QHĐ8 đã thống nhất được một phương án “đủ và xanh”, nhưng có thể sẽ khó thực hiện hơn QHĐ7 điều chỉnh do sự phát triển mạnh mẽ của các nguồn điện giá cao như điện khí và điện NLTT

Nhu cầu vốn lớn trong kịch bản chuyển đổi năng lượng xanh, phân bổ chủ yếu cho điện gió (Đơn vị: tỷ USD/năm)



Nhu cầu vốn cho phát triển lưới điện chiếm 11% tổng nhu cầu trong 2021-30 và 7% trong 2031-50 (Đơn vị: tỷ USD/năm)

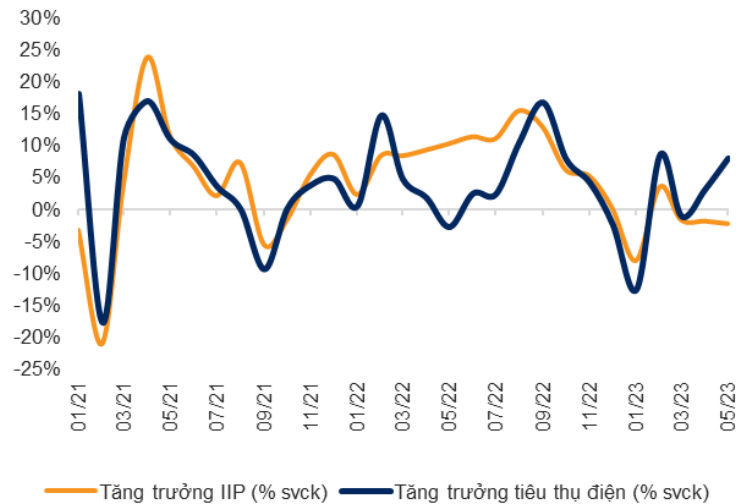


- Theo kịch bản cơ sở, tổng mức đầu tư cho nguồn điện dự kiến đạt 98 tỷ USD trong giai đoạn 2021-30, tương đương 9,8 tỷ USD/năm, phân bổ chủ yếu cho điện khí (30%) và điện gió (35%).
- Giai đoạn 2031-50, tổng nhu cầu vốn sẽ tăng mạnh và đạt khoảng 363 tỷ USD, tương đương 18,2 tỷ USD/năm, trong đó nhu cầu vốn cho điện gió chiếm phần lớn (63%) và sau đó là điện mặt trời (18%).
- Nhu cầu phát triển lưới điện dự kiến chiếm khoảng 11% tổng nhu cầu vốn ngành điện trong 2021-30 và 7% trong 2031-50. Chúng tôi nhận thấy việc đảm bảo đúng tiến độ các dự án lưới điện trở nên quan trọng hơn bao giờ hết trong bối cảnh nguồn điện sẽ phát triển rất nhanh.

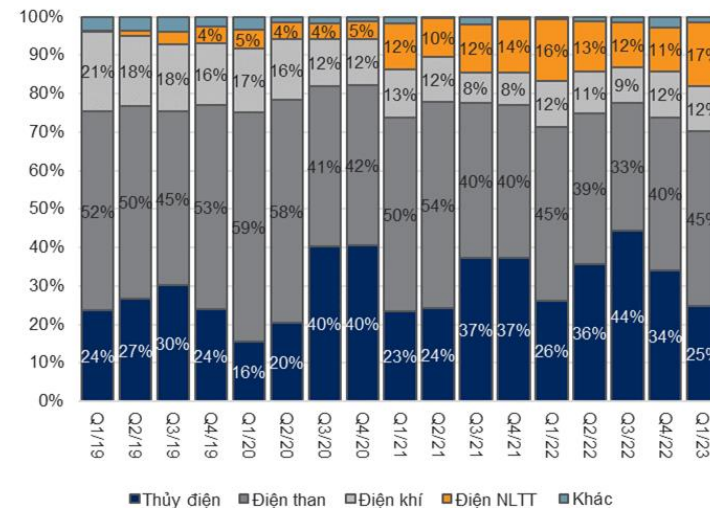
Tổng quan ngành điện 5T23: Nhu cầu điện tiêu dùng dân cư tăng mạnh do nền nhiệt cao đột biến, bù đắp cho nhu cầu yếu của nhóm sản xuất công nghiệp

Trong bối cảnh hoạt động Công nghiệp – Xây dựng đình trệ, sản lượng điện tiêu thụ ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn. Tuy nhiên, lượng mưa ít cùng với nhiều đợt nắng nóng gay gắt đẩy nhu cầu nhóm dân cư tăng đột biến từ T5/23, hỗ trợ huy động tốt nhóm nhiệt điện.

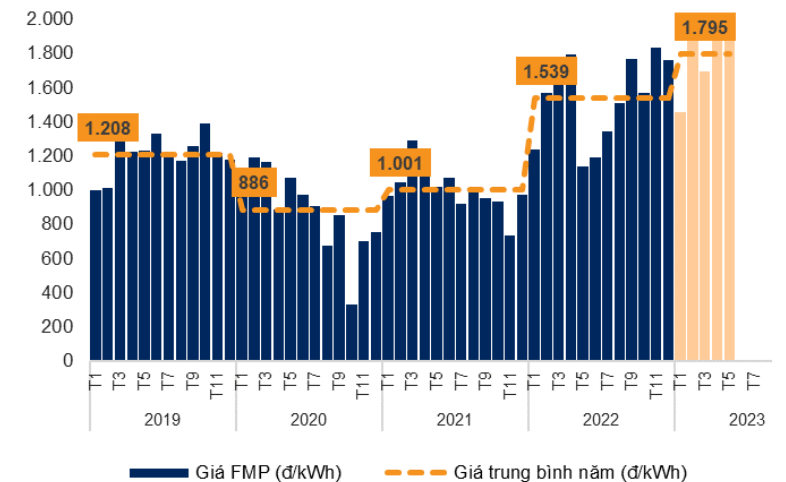
Sản lượng điện tăng khiêm tốn trong 5T23 với IIP tăng trưởng kém. Sản lượng điện T5/23 tăng mạnh do nền nhiệt tăng cao



Huy động thủy điện giảm do thủy văn kém thuận lợi, tạo dư địa cho huy động nguồn nhiệt điện và NLTT cải thiện



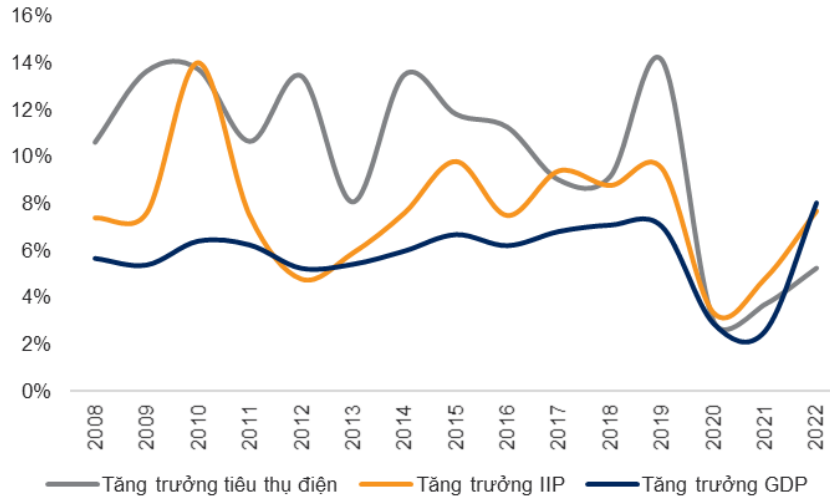
Giá trung bình thị trường điện cạnh tranh trong 5T23 tăng mạnh do tỉ trọng huy động nhiệt điện cao hơn



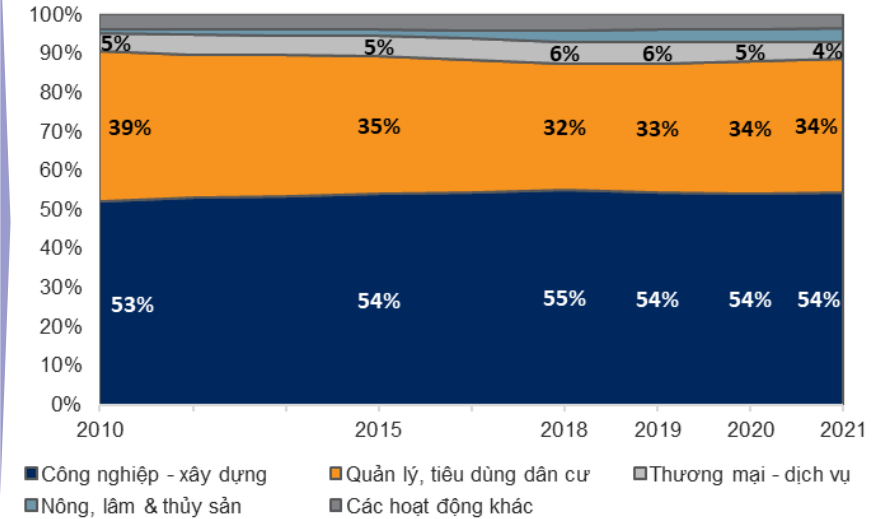
- Sản lượng điện toàn quốc trong 5T23 tăng nhẹ 1,4% svck, thấp hơn nhiều so với mức 9% trong dự báo QHĐ8 do nhu cầu điện nhóm ngành Công Nghiệp – Xây dựng suy yếu. Tuy nhiên, tính riêng T5/23, sản lượng điện tăng lên mức 8% svck do nhu cầu đột biến nhóm tiêu dùng dân cư trong bối cảnh mùa hè nóng bức.
- Trong Q1/23, huy động thủy điện có xu hướng giảm từ mức nền cao 2022 do thủy văn kém thuận lợi, tạo dư địa lớn cho các nguồn nhiệt điện được huy động. Tỉ trọng sản lượng điện NLTT cũng lớn hơn do sản lượng điện gió cải thiện nhờ mùa gió tốt cùng với tỉ lệ cắt giảm công suất điện mặt trời giảm.
- Giá điện toàn phần (FMP) trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) tăng 20% svck đạt 1.785đ/kWh trong 5T23 do tỉ trọng huy động nhóm nhiệt điện cao hơn.

Chúng tôi đánh giá tăng trưởng tiêu thụ điện năm 2023 sẽ thấp hơn mức dự báo trong QHĐ8

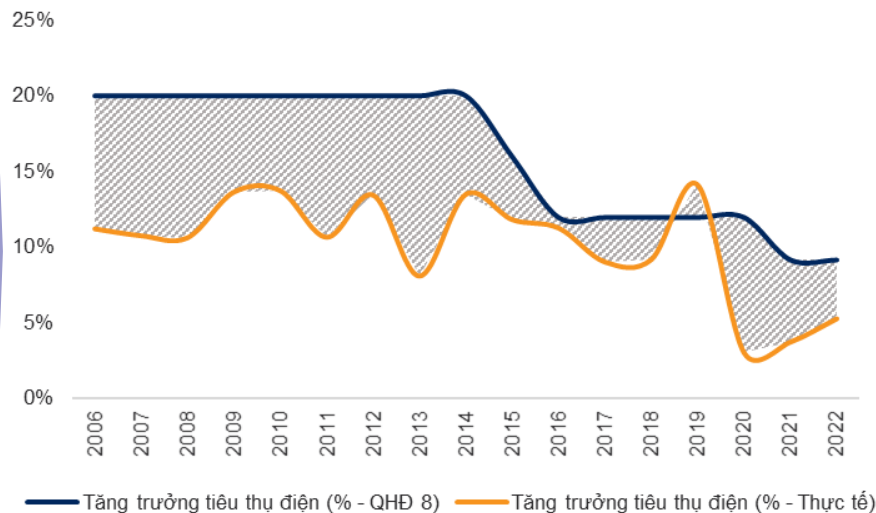
Tăng trưởng nhu cầu điện thấp hơn GDP lần đầu tiên giai đoạn 2008-22, trong bối cảnh tăng trưởng IIP thấp (Đơn vị: %)



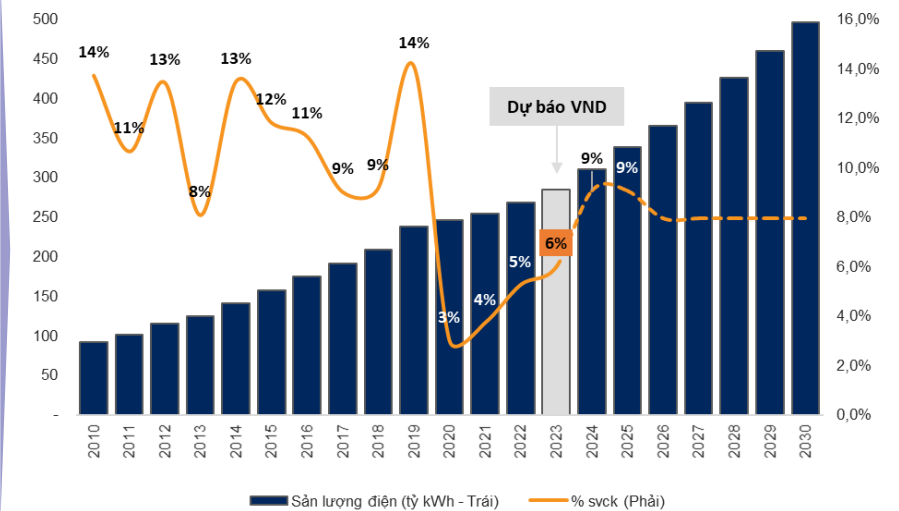
Trong giai đoạn 2010-21, nhóm Công nghiệp – Xây dựng vẫn chiếm 54% tổng nhu cầu điện, theo sau là nhóm tiêu dùng dân cư với 34% (Đơn vị: %)



Tăng trưởng tiêu thụ điện dự báo trong các bản QHĐ cao hơn so với thực tế trong 2006-14, sau đó ghi nhận số chính xác hơn từ năm 2015



Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sản lượng điện 2023 đạt 6% svck, thấp hơn QHĐ8 là 9,1% svck. Trong giai đoạn 2024-30, tăng trưởng sản lượng sẽ bám sát kịch bản cơ sở QHĐ8

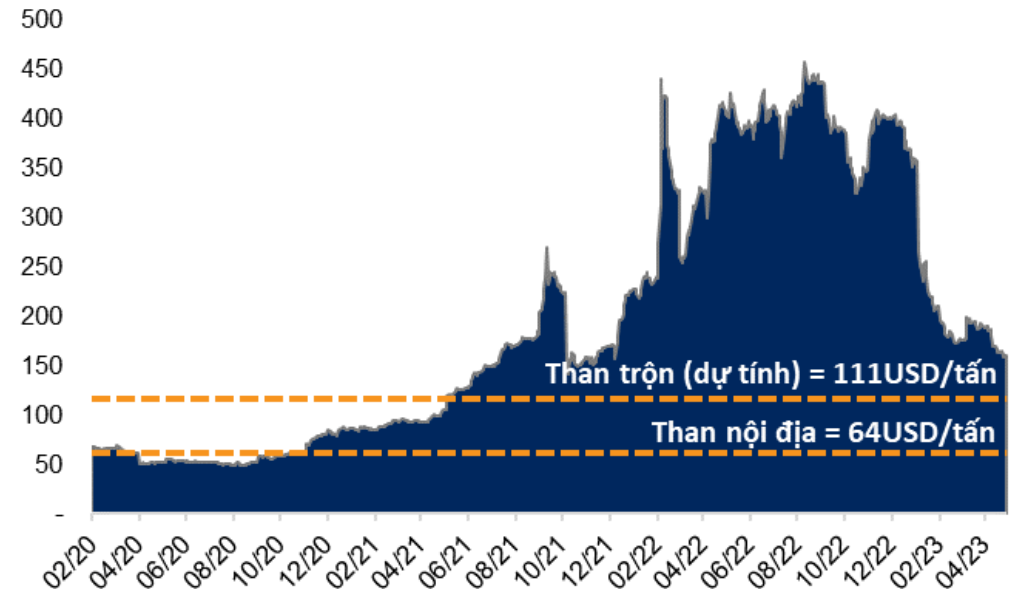
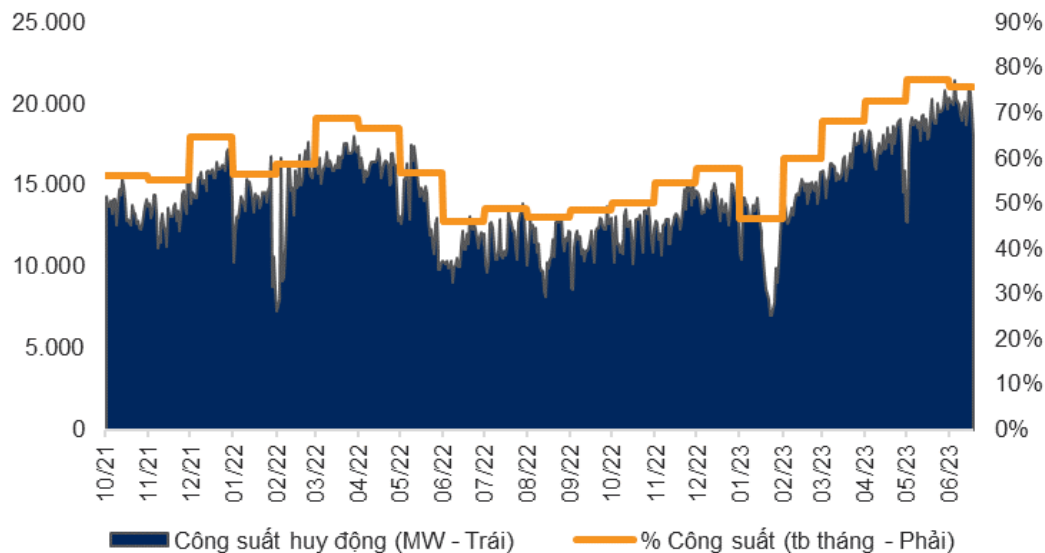


Điện than: Huy động tích cực hơn bù đắp cho sự suy yếu của thủy điện

Chúng tôi nhận thấy nhóm nhiệt điện than, đặc biệt các nhà máy ở miền Bắc sẽ hưởng lợi lớn nhất trong đợt nắng nóng kéo dài và thủy văn kém thuận lợi, đặc biệt khi đây là khu vực thiếu điện. QTP, HND là một số doanh nghiệp tiềm năng hưởng lợi từ xu hướng này

Huy động điện than cải thiện mạnh từ đầu năm 2023, củng cố bởi nhu cầu đột biến phía Bắc cũng như sản lượng cung cấp của thủy điện rất khiêm tốn

Trong 2023, hầu hết các nhà máy điện than đều chạy bằng than trộn với giá cao hơn so với than nội địa. Điều này ảnh hưởng đến giá bán cũng như hiệu suất hoạt động của các nhà máy

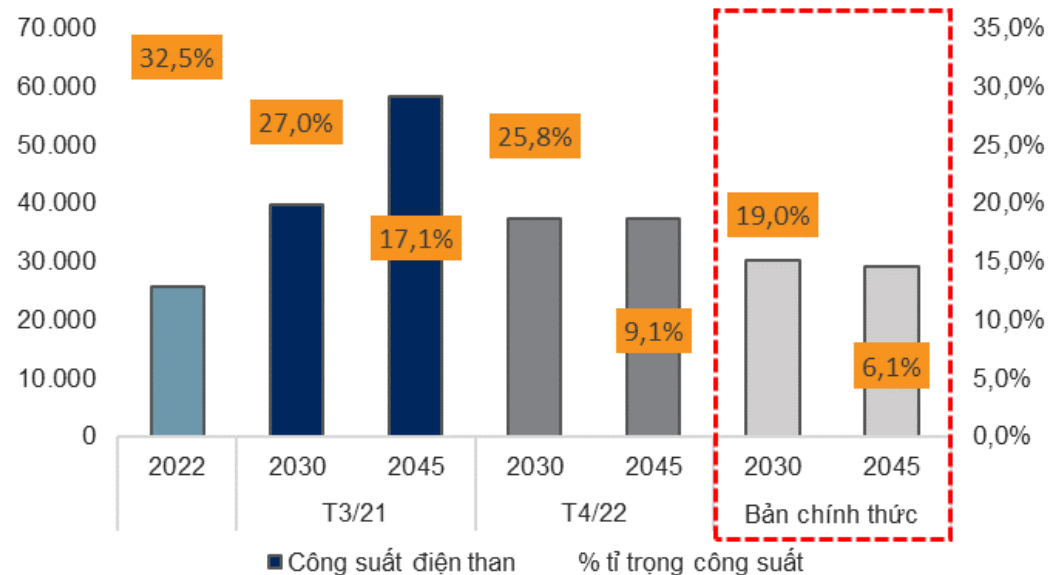


- Trong 6T23, công suất huy động điện than cải thiện đáng kể, đạt 84% tổng công suất trong T6/23, hỗ trợ bởi nhu cầu tăng đột biến trong mùa hè cùng với sự thoái trào của thủy điện. Bên cạnh đó, nguồn than cấp trong 6T23 cũng được đảm bảo, nhiều nhà máy nhờ đó ghi nhận mức sản lượng điện cao như QTP, HND, PPC. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục kéo dài trong 2023.
- Trong 2023, hầu hết các nhà máy sẽ phải sử dụng tỷ trọng than trộn lớn. Mặc dù giá than nhập khẩu có xu hướng giảm từ mức đỉnh năm 2022, đây vẫn là mức cao hơn nhiều so với than giá than nội địa và chúng tôi cho rằng giá than sẽ neo ở mức này trong 2023 do nhu cầu hồi phục từ Trung Quốc trong bối cảnh nền kinh tế của đất nước này đang trong đà hồi phục. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ảnh hưởng giá sẽ không đáng kể trong bối cảnh miền Bắc rất thiếu nguồn điện và nhu cầu dự kiến tăng mạnh trong thời gian tới.

Nhiệt điện than: Triển vọng dài hạn kém khả quan sau khi bị cắt giảm đáng kể trong QHĐ8

Các nhà máy nhiệt điện than hoạt động trên 40 năm sẽ phải dừng hoạt động và các nhà máy mới sẽ phải tăng dần tỷ trọng đốt kèm nhiên liệu sinh khối và amoniac sau 20 năm vận hành

QHĐ8 đã chính thức loại bỏ khoảng 13.220MW điện than, đánh dấu hồi kết sớm cho nguồn điện này



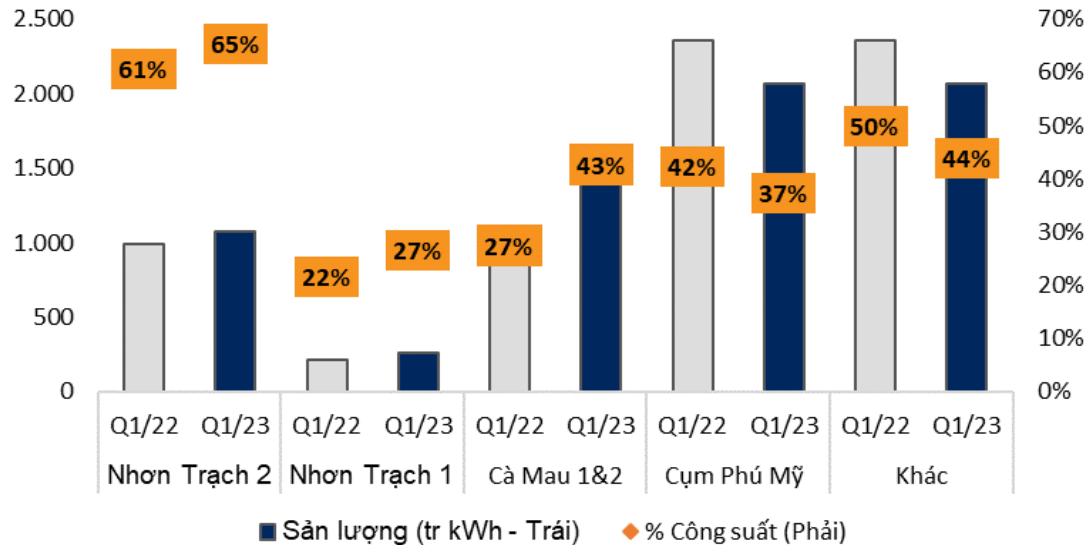
Chúng tôi điểm tên một số dự án nổi bật dự kiến sẽ được phát triển trong giai đoạn 2021-30. Một số nhà phát triển đầu ngành được hưởng lợi bao gồm GEG, TKV, PVN

Nhà máy	Công suất (MW)	Tiến độ dự kiến	Chủ đầu tư
Na Dương II	110	2021-25	TKV
An Khánh - Bắc Giang	650	2021-25	NA
Vũng Áng II	665	2021-30	Kepeco - Misubishi
Vân Phong I	1.432	2021-25	Sumitomo Corp
Long Phú I	1.200	2021-25	PVN
Quảng Trạch I	1.200	2021-25	GENCO 2

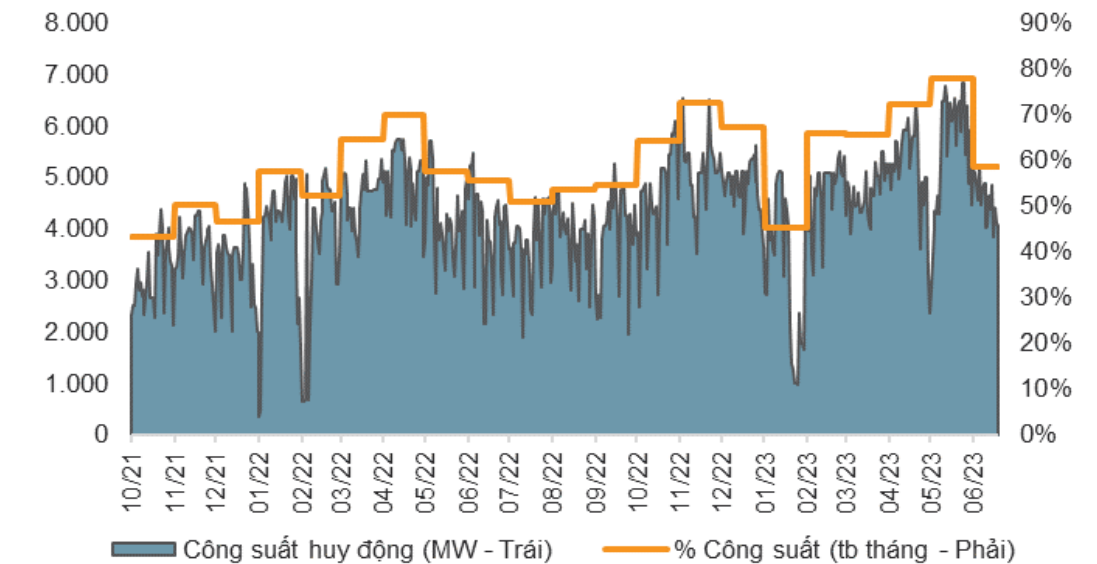
- QHĐ8 chính thức loại bỏ 13.220MW điện than. Ngoài ra, đối với khoảng 6.800MW điện than đang gặp khó khăn trong thu xếp vốn, vẫn sẽ có kế hoạch phát triển nhưng tạm đưa ra khỏi QHĐ8 và được bù đắp bằng tỷ trọng cao hơn của nhiệt điện khí và điện gió.
- Dự kiến công suất điện than tăng trưởng kép 2% trong 2023-30, và lần lượt chiếm 19% và 4% tỉ trọng nguồn điện cả nước trong 2030 và 2050.
- Chúng tôi nhận thấy tầm quan trọng của một số dự án trọng điểm phía Bắc, cần được nhanh chóng đưa vào hoạt động để đảm bảo đủ điện cho khu vực miền Bắc như Quảng Trạch I, Vũng Áng II. Dự kiến trong Q4/23 nhiệt điện Vân Phong I sẽ đi vào hoạt động, củng cố hệ thống điện quốc gia.

Điện khí: Sản lượng điện dự kiến cải thiện trong 2023-24, củng cố bởi nhu cầu điện phục hồi, dần hấp thụ hết công suất dự thừa tại miền Nam

Một số nhà máy điện khí hiệu suất cao vẫn ghi nhận huy động sản lượng ổn định trong bối cảnh sản lượng toàn ngành sụt giảm trong Q1/23 do thiếu khí



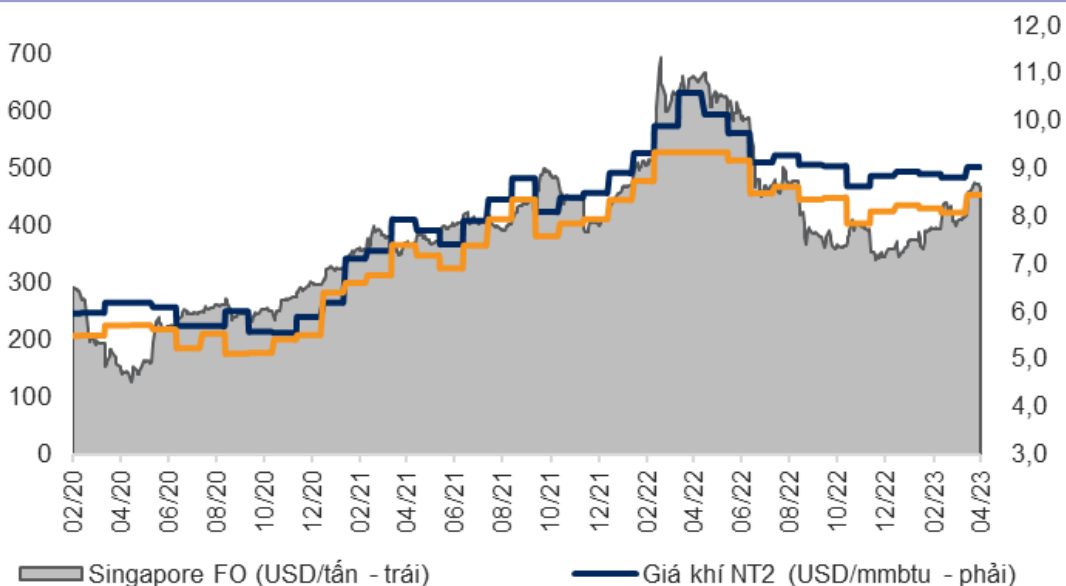
Công suất huy động nhiệt điện khí cải thiện so với Q4/22 nhờ giá điện bình quân giảm cũng như xu hướng truyền tải điện từ Nam ra Bắc được tăng cường



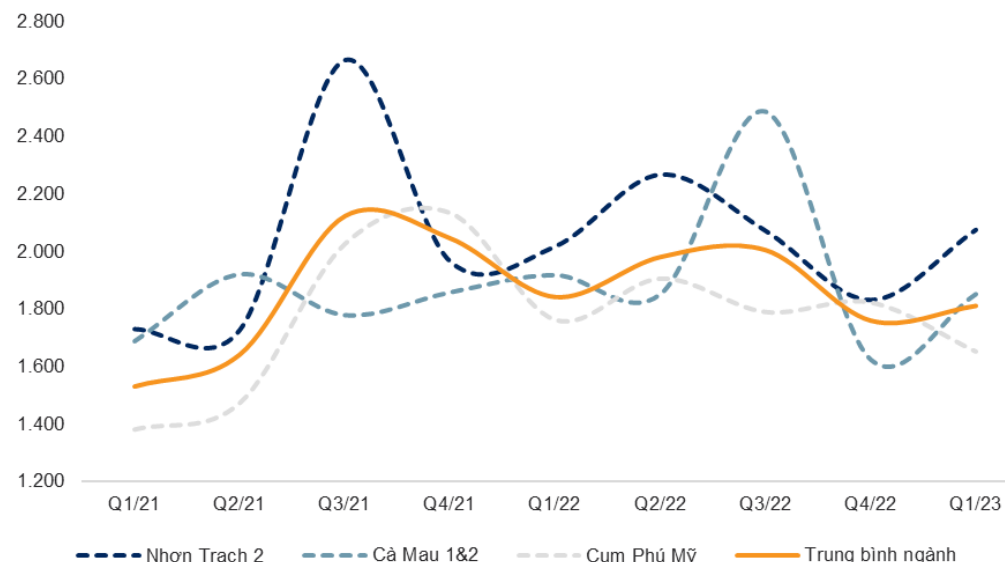
- Trong Q1/23, một số nhà máy điện khí vẫn ghi nhận sản lượng huy động khả quan như Nhơn Trạch 2, Cà Mau 1&2 nhưng nhìn chung tổng sản lượng cả ngành vẫn giảm nhẹ do nhu cầu điện yếu đặc biệt tại các khu công nghiệp phía Nam. Từ Q2/23, chúng tôi nhận thấy sản lượng điện khí sẽ được cải thiện trong bối cảnh sản lượng thủy điện thấp cũng như xu hướng tăng cường truyền tải điện từ Nam ra Bắc để hỗ trợ tình trạng thiếu điện.
- Trong 2023-24, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sản lượng điện khí tích cực hơn do 1) Tiêu thụ điện Việt Nam dự kiến tăng cao trở lại, trung bình 9% trong 2023-30; 2) Thủy điện bước vào pha El Nino kém tích cực, tạo dự địa lớn cho nhóm nhiệt điện; 3) Tình trạng dư thừa nguồn cung ở miền Nam sẽ dần được hấp thụ bởi nhu cầu tăng nhanh trong bối cảnh tình trạng phát triển nguồn điện mới đang chậm lại; 4) Nhu cầu điện hồi phục nhóm Công nghiệp – Xây dựng sẽ tác động tích cực lên tăng trưởng nhu cầu điện toàn quốc khi nền kinh tế Việt Nam quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng.

Điện khí: Sản lượng điện dần cải thiện trong 2023-24, củng cố bởi nhu cầu ngày càng tăng, dần hấp thụ tình trạng thừa nguồn cung tại miền Nam

Giá khí giảm từ đỉnh năm 2022 nhưng xu hướng giảm đã chậm lại trong 4T23 do giá dầu FO vẫn được neo ở mức cao, trong khi chi phí khai thác các mỏ khí trong nước tăng dần...



...theo đó, giá bán bình quân điện khí cũng đã giảm từ mức cao trong năm 2022 xuống còn khoảng 1.800 đ/kWh trong Q1/23



- Giá khí ghi nhận xu hướng giảm, neo theo đà giảm của giá dầu FO Singapore. Cụ thể, giá dầu FO đã giảm từ mức đỉnh năm 2022 là 700USD/tấn xuống dưới mức 400USD/tấn vào T5/23. Mặc dù đây vẫn là mức giá cao hơn so với trung bình trong quá khứ, chúng tôi cho rằng đây vẫn là dấu hiệu lạc quan, cải thiện khả năng cạnh tranh về giá cho điện khí.
- Trong giai đoạn 2023-24, chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ duy trì ở mức thấp hơn khoảng 85-80 USD/thùng, hỗ trợ giá khí giảm. Chúng tôi nhận thấy giá bán điện khí đang trở nên cạnh tranh hơn so với các nhà máy nhiệt điện than sử dụng than nhập khẩu. Với việc chênh lệch giá bán giữa nhiệt điện khí và nhiệt điện than đang dần được thu hẹp, chúng tôi nhận thấy điều này sẽ hỗ trợ một phần cho tình hình huy động điện khí trong bối cảnh EVN ưu tiên tối ưu hóa chi phí mua điện trong điều kiện tài chính khó khăn.

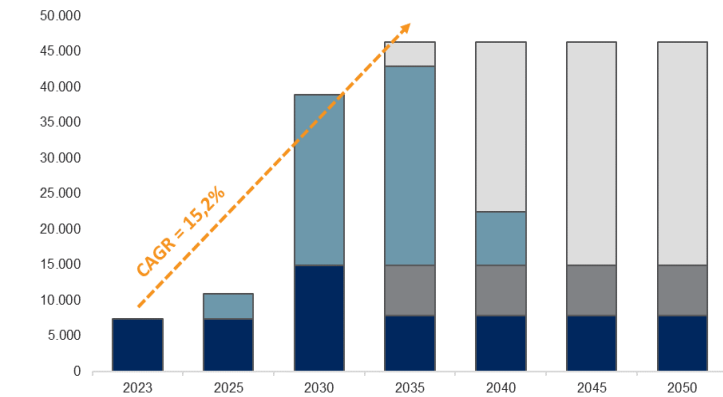
Điện khí: Nguồn điện mũi nhọn trong dài hạn với định hướng rõ ràng của Chính phủ

Về triển vọng phát triển công suất, điện khí dự kiến sẽ là một trong những mũi nhọn chính theo định hướng của QHĐ8. Chúng tôi cho rằng điện khí đóng vai trò là nguồn chạy nền ổn định, đáng tin cậy và ít phát thải hơn so với nhiệt điện than

Điện khí dự kiến sẽ là mũi nhọn phát triển trong giai đoạn 2021-30 với tăng trưởng kép đạt 26%

Giá khí trên thị trường quốc tế đã giảm đáng kể trong 2023, hỗ trợ tình hình đàm phán và mua bán khí cho các dự án điện khí LNG sắp tới của Việt Nam

Chúng tôi điểm tên một số dự án điện khí nổi bật dự kiến được xây dựng trong giai đoạn 2023-35



Nhà máy	Công suất (MW)	Tiến độ dự kiến	Chủ đầu tư
Điện khí LNG			
Nhơn Trạch 3&4	1.600	2021-30	PVPower
LNG Hiệp Phước 1	1.200	2021-30	Công ty TNHH Hải Linh
LNG Bạc Liêu	2.400	2021-30	Delta Offshore Energy
LNG Quảng Ninh 1	1.500	2021-30	PVPower - Colavi - Tokyo Gas - Marubeni
LNG Thái Bình	1.500	2021-30	TTVN Group - Tokyo Gas - Kyuden
LNG Nghi Sơn	1.500	2021-30	Milennium (USA)
LNG Quỳnh Lập	1.500	2021-30	
LNG Quảng Trạch	1.500	2021-30	EVN
LNG Hải Lăng	1.500	2021-30	Tập đoàn T&T - Hanwha - Kospo - Kogas
LNG Cà Ná	1.500	2021-30	
LNG Sơn Mỹ 2	2.250	2021-30	Tập đoàn AES
LNG Sơn Mỹ 1	2.250	2021-30	EDF - Sojitz - Kyushu - Pacific Group
LNG Long Sơn	1.500	2031-35	PGV - TTC - TV2 - Mitsubishi - GE - GTPP
LNG Long An 1	1.500	2021-30	VinaCapital - GE
LNG Long An 2	1.500	2031-35	VinaCapital - GE
Điện khí nội địa			
Ô Môn III, IV (Lô B)	2.100	2026-27	PVN
Ô Môn II (Lô B)	1.050	2027	Vietracimex - Marubeni
Dung Quất 1,2,3 (CVX)	2.250	2028	
Miền Trung 1,2 (CVX)	1.500	2028	PVN

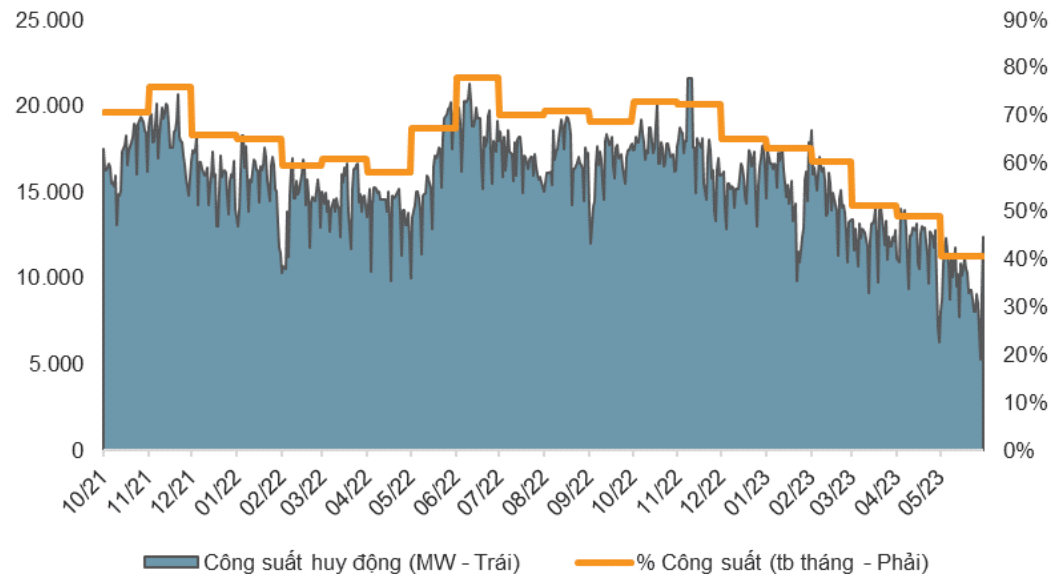
□ TBKHH sử dụng LNG chuyển đổi Hydrogen ■ TBKHH sử dụng nhiên liệu LNG mới
■ Nhiệt điện khí nội địa chuyển đổi LNG + Hydrogen ■ TBKHH + nhiệt điện khí nội địa

— Giá khí Henry Hub Mỹ (USD/mmbtu - Trái) — Giá khí TTF Dutch (USD/mmbtu - Phải)
— Giá khí LNG JKM Châu Á (USD/mmbtu - Phải)

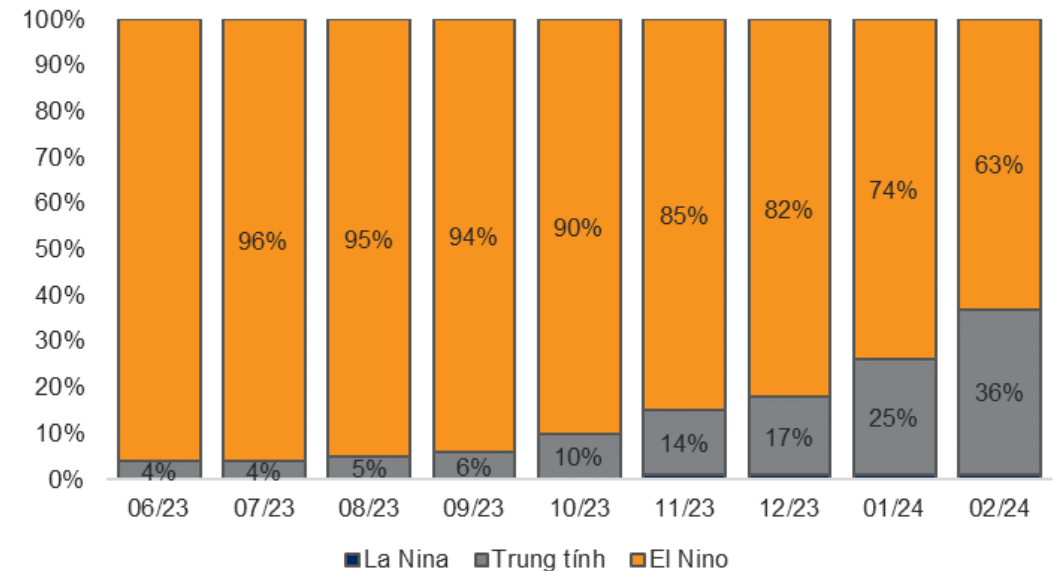
- Điện khí sẽ là thành mũi nhọn chính trong giai đoạn 2021-2030 với tăng trưởng kép đạt 26%, mức tăng trưởng cao nhất trong số các nguồn điện chính và chiếm 27% tổng công suất nguồn điện cả nước. Tương tự như nhiệt điện than, để đẩy nhanh quá trình chuyển đổi xanh, nhiệt điện khí cũng phải chuyển sang đốt kèm hydro sau 20 năm. Từ giai đoạn 2030-50, phát triển điện khí sẽ chậm lại với tốc độ tăng trưởng kép đạt 4% và chiếm tổng 15% tỉ trọng nguồn vào năm 2050.
- Chúng tôi điểm tên một số doanh nghiệp điện khí trong nước nói chung và LNG nói riêng, đang sở hữu các dự án nội bật dự kiến được phát triển bao gồm Nhơn Trạch 3&4 (POW), LNG Long Sơn (PGV, TV2) và Ô Môn III, IV (PVN). Trong giai đoạn đầu, chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp tham gia vào chuỗi giá trị phát triển hạ tầng năng lượng, bao gồm xây dựng và vận hành các dự án điện, và khí như TV2, GAS sẽ được hưởng lợi sớm nhất.

Thủy điện chính thức bước ra khỏi pha thời tiết thuận lợi từ T3/23, nhường dư địa huy động cho các nguồn điện khác

Theo số liệu từ EVN, công suất huy động thủy điện giảm mạnh trong 6T23 do mức thấp kỷ lục tại một số hồ chứa và sông



Pha La Nina kết thúc từ T2/23, trong khi đó pha El Nino chính thức xuất hiện từ T5/23 kéo theo những đợt nắng nóng gay gắt và hạn hán kéo dài (Đơn vị: %)



- Theo EVN, mực nước thượng nguồn các sông và hồ chứa thủy điện trên toàn quốc đang ghi nhận giảm mạnh so với cùng kỳ, kéo theo việc huy động công suất thấp hơn. Chúng tôi thấy thủy điện đã chính thức bước ra khỏi giai đoạn thời tiết thuận lợi, nhường chỗ cho các nguồn điện khác.
- Theo Viện Nghiên cứu Quốc tế (IRI), hiện tại đã chính thức chuyển sang giai đoạn El Nino từ ngày T5/23. Pha El Nino kéo theo thời tiết nóng và lượng mưa thấp, do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện sẽ giảm từ mức nền cao năm 2022, ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của các nhà máy thủy điện.
- Về triển vọng phát triển công suất trong dài hạn, công suất thủy điện dự kiến tăng trưởng kép 1% trong 2021-50 do hiện tại về cơ bản Việt Nam đã khai thác gần hết tiềm năng của thủy điện, chỉ còn dư địa để phát triển các dự án thủy điện vừa và nhỏ.

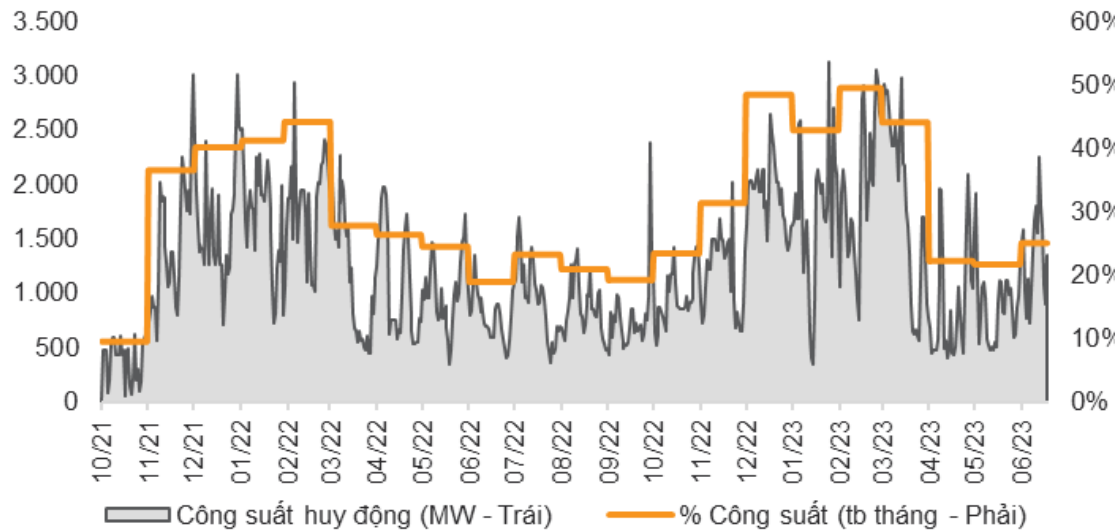
Thủy điện chính thức bước ra khỏi pha thời tiết thuận lợi từ T3/23, nhường dư địa huy động cho các nguồn điện khác

Theo số liệu từ EVN, mực nước thượng lưu của các sông, hồ thủy điện trên toàn quốc đang ghi nhận mức giảm mạnh so với cùng kỳ, đặc biệt tại các khu vực Tây Bắc Bộ, Nam Trung Bộ và Tây Nguyên

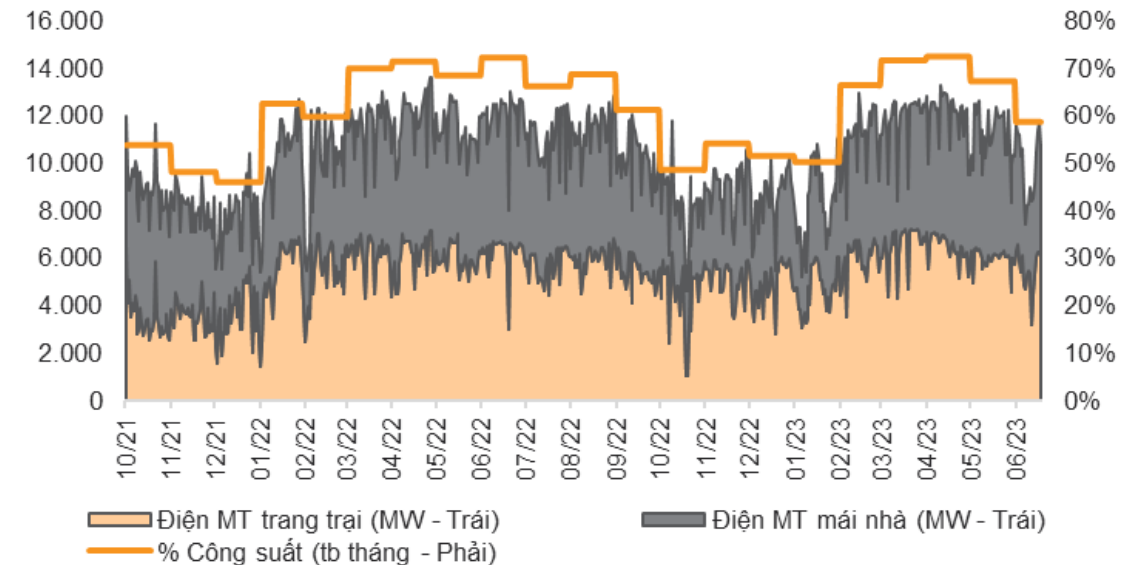
	Tây Bắc Bộ					Bắc Trung Bộ			Nam Trung Bộ					Tây Nguyên					Đông Nam Bộ					
	Sơn La	Hòa Bình	Thác Bà	Bản Chát	Lai Châu	Bản Vẽ	Quảng Trị	Trung Sơn	Vĩnh Sơn A	A Vương	Sông Tranh 2	Sông Hình	Sông Bung 2	Tua Srah	Srêpók 3	An Khê	Pleik rông Ialy	Đơn Dương	Đông Nai 3	Sê San 4	Hàm Thuận	Trị An	Thác Mơ	
01/23	-2,0%	5,0%	3,0%	-0,8%	-3,7%	-0,3%	-0,1%	-1,1%	-0,03%	0,1%	0,2%	0,00%	-0,2%	0,0%	-0,2%	-0,02%	-0,1%	-0,4%	0,1%	-0,2%	-0,3%	-0,8%	-4,5%	-0,4%
02/23	-2,6%	5,2%	0,7%	-1,4%	-4,7%	-1,9%	0,0%	-4,3%	-0,04%	0,1%	0,5%	0,01%	-0,3%	0,0%	-0,4%	-0,04%	-0,3%	-0,5%	0,2%	-0,3%	0,1%	-0,7%	-5,6%	-0,5%
03/23	-2,9%	1,6%	-1,5%	-2,6%	-2,8%	-3,7%	0,1%	-5,3%	-0,03%	-0,1%	0,6%	-0,04%	-0,1%	-0,1%	-0,5%	0,01%	-0,6%	-0,5%	0,2%	-0,3%	-0,5%	-0,6%	-7,2%	-0,6%
04/23	-6,3%	3,8%	-3,0%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-0,3%	-2,5%	-0,04%	-2,3%	-2,3%	-0,8%	-0,2%	-0,8%	-0,4%	-0,1%	-1,5%	-0,4%	0,0%	-0,7%	-1,0%	-0,8%	-11,5%	-1,0%
05/23	-12,8%	4,0%	-7,8%	-5,7%	-3,5%	-6,9%	-0,6%	-4,0%	-0,04%	-2,9%	-4,3%	-1,5%	-0,4%	-0,8%	-0,4%	0,02%	-1,4%	-1,2%	-0,2%	-1,3%	-0,6%	-0,9%	-9,0%	-2,6%
06/23	-11,9%	-2,5%	-11,5%	-6,9%	-5,4%	-9,8%	-0,9%	-2,9%	-33,4%	-2,2%	-5,2%	-2,0%	-1,4%	-0,4%	-0,6%	-33,3%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-1,1%	-33,4%	-0,9%	-0,6%	-2,9%

Năng lượng tái tạo: Nút thắt chính sách vẫn chưa được tháo gỡ

Điện gió ghi nhận sản lượng tốt trong Q4/22 và Q1/23, được hỗ trợ bởi mùa gió tốt sau khi giảm mạnh từ T4/23



Huy động công suất điện mặt trời cải thiện nhẹ từ đầu năm, đạt 60-70% tổng công suất



- Theo số liệu từ Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (NLDC), chúng tôi nhận thấy điện gió có tính mùa vụ cao. Trong khi điện gió thường ghi nhận mức sản lượng tốt vào Q1 và Q4, điện mặt trời thường ghi nhận mức sản lượng ổn định và giảm vào Q4 để nhường chỗ cho huy động điện gió.
- Trong 2023-24, tình trạng dư thừa công suất ở miền Nam sẽ dần được hấp thụ, hỗ trợ bởi tăng trưởng tiêu thụ điện cao hơn khi nhu cầu điện tại các trung tâm Công nghiệp trọng điểm tại khu vực này quay trở lại trạng thái tăng trưởng. Bên cạnh đó, việc nâng cấp lưới truyền tải cũng sẽ giúp giảm thiểu tình trạng cắt giảm công suất của các nhà máy điện mặt trời. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc cải thiện sản lượng điện NLTT sẽ không đáng kể vì về cơ bản các nhà máy đang được huy động gần tối đa tiềm năng. Chúng tôi nhận thấy triển vọng thật sự của các doanh nghiệp NLTT nằm ở khả năng phát triển dự án.

Năng lượng tái tạo: Các dự án NLTT chuyển tiếp đang gấp rút đi vào vận hành

Tình hình đàm phán giá cho các dự án chuyển tiếp đang được diễn ra tích cực. EVN đã đưa vào vận hành 10/85 nhà máy điện hoàn thành thủ tục COD với tổng công suất 541,5MW

Danh sách các dự án chuyển tiếp đã hoàn thành COD và chính thức phát điện lên lưới, dự kiến bán giá tạm tính bằng 50% giá chuyển tiếp trong thời gian mức giá cuối cùng đang được đàm phán với Bộ Công Thương

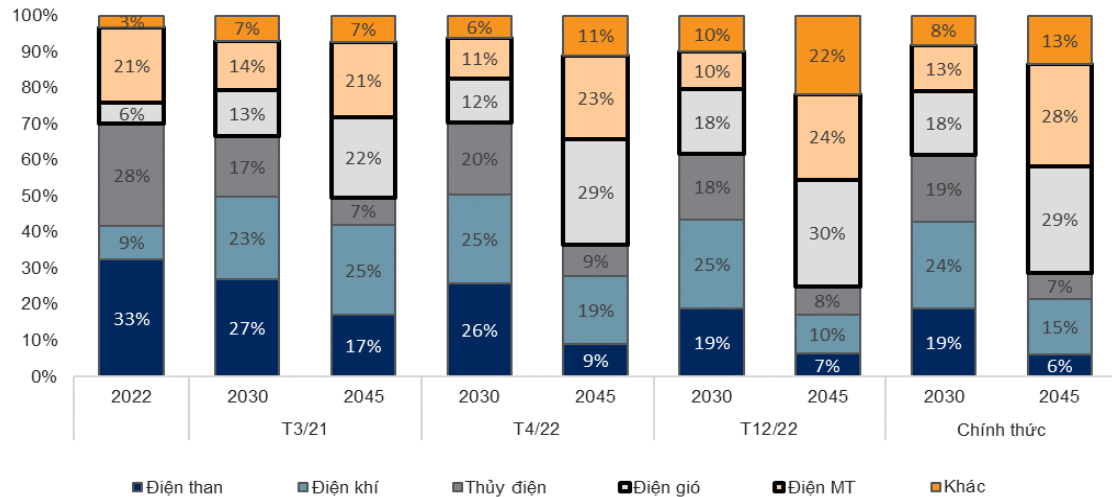
Nhà máy	Loại hình	Công suất (MW)	Chủ đầu tư	Chú ý
Hoàn thành COD				
Nhơn Hội GD 2	Điện gió	30,0		
Tân Phú Đông 1	Điện gió	100,0	GEG	
Hiệp Thạnh	Điện gió	64,5		
Hướng Linh 7	Điện gió	16,8	SCI	
Hướng Hiệp 1	Điện gió	25,5	Tân Hoàn Cầu Group	
Phù Mỹ 1	Điện MT	64,8	BCG	
Phù Mỹ 3	Điện MT	23,8	BCG	
Thiên Tân 1.2	Điện MT	85,4	Tập đoàn T&T	Đã COD 37,8/85,4MW
Thiên Tân 1.3	Điện MT	41,3	Tập đoàn T&T	Đã COD 6,3/41,3MW
Trung Nam Thuận Nam (172MW)	Điện MT	172,1	Tập đoàn Trung Nam	Đã có Văn bản chấp thuận kết quả nghiệm thu cho 85,54/172MW

- Cập nhật đến ngày 16/6/2023, đã có 68/85 dự án năng lượng tái tạo chuyển tiếp với tổng công suất 3791,86MW gửi hồ sơ cho Công ty Mua bán điện để đàm phán giá điện, hợp đồng mua bán điện
- EVN và chủ đầu tư đã hoàn thành đàm phán giá và ký tắt hợp đồng PPA với 55/59 dự án; trong đó Bộ Công Thương đã phê duyệt giá tạm cho 51 dự án.
- Có 11 dự án năng lượng tái tạo chuyển tiếp đã gửi hồ sơ công nhận ngày vận hành thương mại (COD), trong đó có **10 dự án/phần dự án với tổng công suất 541,52MW** đã hoàn thành thủ tục COD, được phát điện thương mại lên lưới với mức giá tạm được tính bằng 50% giá trần khung giá chuyển tiếp.

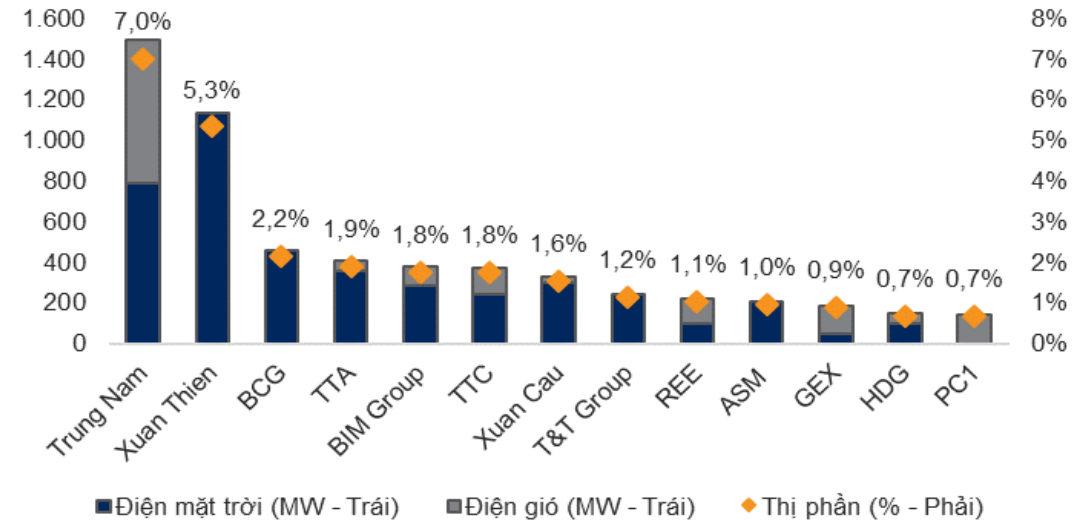
Năng lượng tái tạo: Nút thắt chính sách vẫn chưa được tháo gỡ

Giai đoạn phát triển tiếp theo của ngành NLTT dần được định hình khi chính phủ đang triển khai hoàn thiện cơ chế thí điểm mua bán điện trực tiếp (DPPA), cũng như xây dựng cơ chế đấu thầu cho dự án NLTT. Chúng tôi nhận thấy giai đoạn mới có tính cạnh tranh lành mạnh hơn

Quy hoạch điện 8 bản chính thức tiếp tục nâng tỉ trọng công suất nhóm NLTT trong 2023-45



Doanh nghiệp có lợi thế về quy mô, năng lực đàm phán giá và khả năng huy động vốn lớn, sẽ vươn lên trong giai đoạn phát triển tiếp theo của ngành NLTT

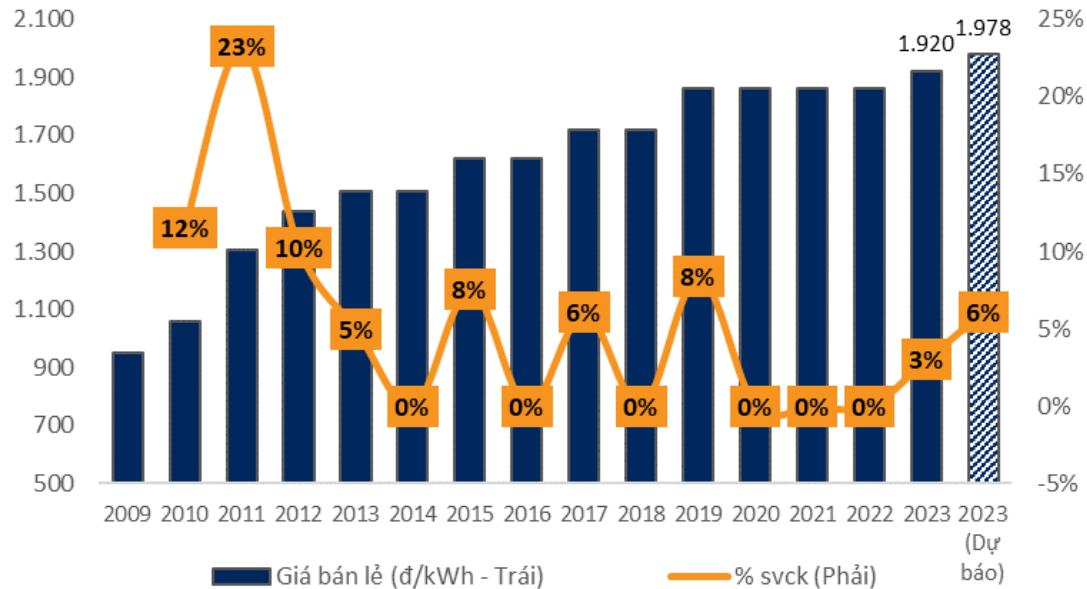


- Điện NLTT dự kiến sẽ là nguồn điện chính trong dài hạn, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu nguồn điện năm 2050. Tuy nhiên, giai đoạn phát triển tiếp theo vẫn đang giậm chân tại chỗ do chưa có cơ chế giá rõ ràng. Việt Nam dự kiến sẽ áp dụng cơ chế thí điểm mua bán điện trực tiếp (DPPA) cho khoảng 1.000MW điện NLTT. Bên cạnh đó, Chính phủ cũng yêu cầu cần có giải pháp đột phá để khuyến khích phát triển DMT áp mái phục vụ tự tiêu, cũng như hoàn thiện cơ chế đấu thầu. Mặc dù hiện tại vẫn chưa thể nhận định khi nào chính sách sẽ được ban hành, giai đoạn phát triển tiếp theo của NLTT đang dần được hình thành. Chúng tôi vẫn kỳ vọng vào một cơ chế cạnh tranh hơn, nhưng vẫn đủ hấp dẫn để khuyến khích nhà đầu tư tham gia.
- Trong giai đoạn đầu, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp phát triển hạ tầng điện bao gồm xây dựng nhà máy và lưới điện như PC1, FCN, PVS, TV2 sẽ được hưởng lợi sớm nhất nhờ khối lượng công việc lớn theo QHĐ8. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng những nhà phát triển điện NLTT hàng đầu, có khả năng đàm phán giá, tiềm lực tài chính và kinh nghiệm dồi dào trong ngành sẽ có lợi thế vươn lên trong giai đoạn này như BCG, GEG, REE.

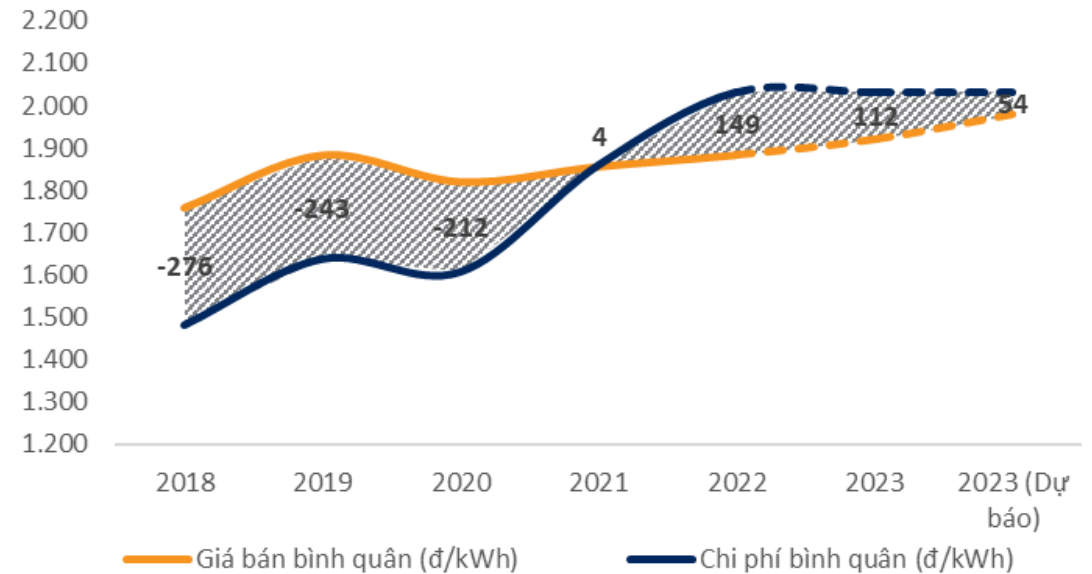
Giá điện chính thức tăng từ T5/23 - Vẫn còn sớm để kỳ vọng vào một sự cải thiện đáng kể

EVN đã chính thức tăng giá bán lẻ điện 3% lên trung bình 1.920đ/kWh, phần nào xoa dịu đi những áp lực tài chính của doanh nghiệp này. Hơn nữa, EVN vừa tiếp tục đề xuất tăng giá bán điện thêm 3% nữa từ Q3/23.

Giá điện bán lẻ trung bình của Việt Nam tăng 3% lên 1.920đ/kWh. Nếu tiếp tục tăng 3% như đề xuất, mức giá sẽ đạt 1.978đ/kWh



Chúng tôi cho rằng đợt tăng giá chưa có tác động đáng kể lên tình hình tài chính do chênh lệch chi phí năm 2022 là tương đối lớn, đặc biệt khi giá đầu vào than, khí vẫn neo cao

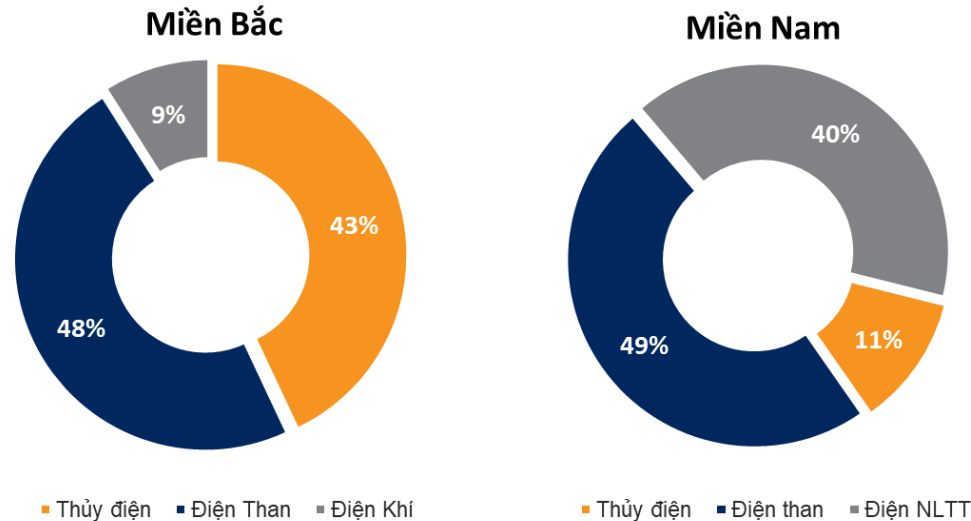


- Mặc dù đã có nhiều biện pháp tiết giảm chi phí, các giải pháp vẫn chưa đủ để bù đắp cho mức tăng rất cao của giá đầu vào như than nhập khẩu, giá khí và giá dầu. Theo báo cáo đánh giá hoạt động kinh doanh, EVN ghi nhận khoản lỗ ròng 26.235 tỷ đồng trong năm 2022 và tình hình vẫn chưa được cải thiện trong 2023 trong bối cảnh giá điện đã tăng 3%. Hiện tại chỉ duy nhất giá bán thủy điện đang thấp hơn so với giá bán lẻ, mặc dù nguồn điện này chỉ chiếm 33% tổng công suất, còn lại 67% huy động từ các nguồn điện giá cao như nhiệt điện và NLTT.
- Chúng tôi nhận thấy giá điện bán lẻ nếu chính thức tăng thêm một đợt nữa sẽ hỗ trợ rất nhiều cho EVN trong việc cân đối tài chính và có nguồn tiền để thanh toán cho các nhà máy điện, cũng như tạo dư địa để huy động tăng cường các nguồn điện giá cao. Tuy nhiên trong bối cảnh nguồn thủy điện giá rẻ ghi nhận sản lượng thấp và giá bán các nhà máy nhiệt điện vẫn đang neo cao, chúng tôi nhận thấy vẫn còn quá sớm để kỳ vọng vào một sự cải thiện mạnh mẽ từ EVN

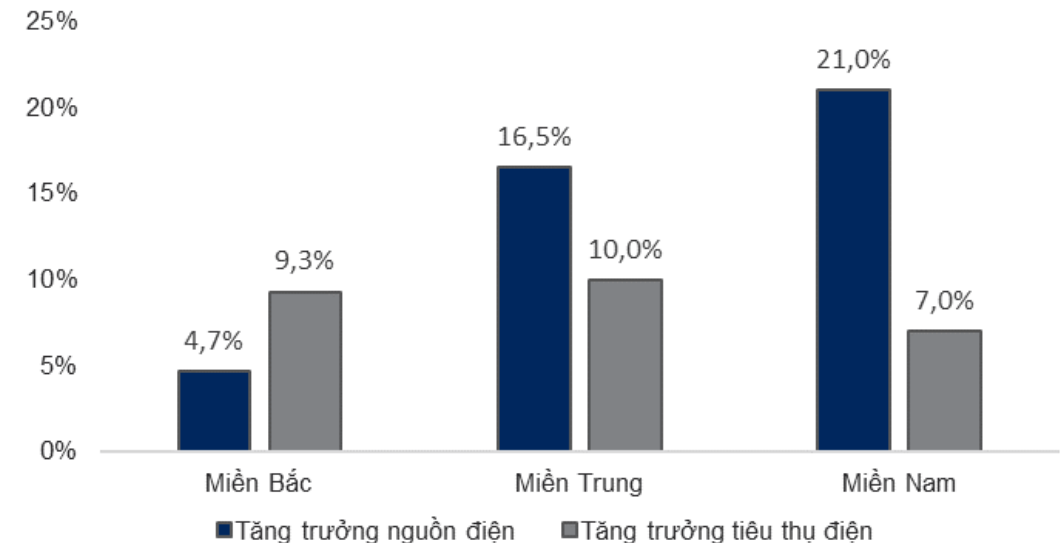
Thiếu điện – Rủi ro trong trung hạn và cần được khẩn trương giải quyết

Tình trạng thiếu điện tại miền Bắc đang đẩy lên những lo ngại cho cả an sinh xã hội cũng như phát triển kinh tế đất nước và hiện tại có rất ít giải pháp ngắn hạn. Nhìn về dài hạn, việc bổ sung nguồn điện mới phía Bắc cũng như nâng cấp hệ thống truyền tải là ưu tiên hàng đầu

Tỷ trọng công suất thủy điện tại miền Bắc chiếm 43%, gây ra tình trạng thiếu điện nghiêm trọng trong bối cảnh mực nước các hồ thủy điện đang xuống thấp



Trong giai đoạn 2016-20, miền Bắc ghi nhận mức tiêu thụ điện tăng nhanh nhất trong khu vực, nhưng tăng trưởng công suất lại chậm nhất cả nước





- Khu vực miền Bắc vừa trải qua một đợt hè với tình trạng cắt điện liên tục ở nhiều quận huyện, nguyên nhân là do nhu cầu điện tiêu dùng tăng đột biến khi nắng nóng gay gắt, và nguồn điện chính của khu vực là thủy điện phải hứng chịu một năm mực nước thấp kỷ lục trong khi nhiều nhà máy nhiệt điện gặp sự cố.
- Trong ngắn hạn, một số những giải pháp tình thế đã được triển khai để giảm bớt phần nào tình trạng cực đoan của khu vực bao gồm 1) Tăng cường truyền tải liên miền từ Nam ra Bắc; 2) Đảm bảo đủ nguồn cung than, khí để các nhà máy nhiệt điện hoạt động ở mức tối đa; 3) Đưa bổ sung các dự án NLTT chuyển tiếp vào vận hành. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những giải pháp này không giải quyết được vấn đề cốt lõi. Về dài hạn, việc phát triển thêm công suất tại miền Bắc, cũng như nâng cấp, xây dựng hệ thống truyền tải bắt kịp với tốc độ tăng trưởng nguồn là nhiệm vụ quan trọng để cải thiện triệt để hơn tình trạng này.

Tổng hợp dự phóng KQKD các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	POW		PC1		REE		NT2	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Doanh thu	32.394	40.536	9.446	10.280	8.366	9.758	7.516	7.836
% svck	14,8%	25,1%	13,4%	8,8%	-10,8%	16,6%	-14,5%	4,3%
Biên LN gộp (%)	11,9%	12,8%	20,5%	20,8%	40,0%	39,2%	11,7%	13,9%
Biên EBITDA (%)	17,9%	18,7%	22,6%	22,4%	43,6%	41,7%	19,8%	21,5%
LN ròng	2.204	2.575	452	705	2.208	2.631	712	898
% svck	7,0%	16,8%	0,6%	55,8%	-17,9%	19,1%	-2,3%	26,1%
EPS (đ/cp)	941	1.100	1.673	2.606	7.123	8.485	2.475	3.120
BVPS (đ/cp)	28.147	35.592	24.370	27.642	65.199	74.032	16.406	18.119
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	(1.188)	(2.755)	(29.788)	(25.722)	(19.897)	(12.917)	5.455	10.143
Nợ/VCSH	0,8	1,0	2,1	1,7	0,7	0,6	0,5	0,5
Tỷ suất cổ tức (%)	1,1%	1,0%	0,7%	0,7%	2,0%	2,2%	8,6%	8,5%
ROAE (%)	6,8%	7,3%	6,9%	9,4%	10,9%	11,5%	15,1%	17,2%
ROAA (%)	3,6%	3,5%	2,0%	3,0%	6,3%	7,1%	9,8%	11,9%

Chúng tôi ưa thích POW, PC1 và đưa NT2, QTP, BCG, GEG vào danh mục theo dõi

STT	Mã CK	Giá mục tiêu (đ/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	POW 	17.800	Khả quan	<p>Chúng tôi cho rằng POW - doanh nghiệp điện khí hàng đầu sẽ được hưởng lợi từ xu hướng phát triển công suất điện khí mạnh mẽ theo những định hướng rõ ràng trong QHĐ8. Doanh nghiệp đang là chủ đầu tư của một trong những dự án trọng điểm, dự kiến sẽ là nhà máy điện khí sử dụng LNG đầu tiên tại Việt Nam - Nhơn Trạch 3&4 (1.600MW), đồng thời liên doanh đầu tư (30%) vào một dự án điện khí khác đó là LNG Quảng Ninh (1.500MW). Trong khi Nhơn Trạch 3&4 sẽ đi vào vận hành từ lần lượt Q4/24 và Q2/25, LNG Quảng Ninh sẽ triển khai trong giai đoạn 2025-30.</p> <p>Trong 2023-24 chúng tôi dự kiến LN ròng của POW sẽ tăng trưởng kép 15% bởi 1) Chúng tôi nhận thấy nhu cầu đột biến từ nhóm tiêu dùng dân cư trong mùa hè sẽ là yếu tố hỗ trợ huy động sản lượng của các nhà máy nhiệt điện, đặc biệt trong bối cảnh thủy điện ghi nhận thủy văn kém thuận lợi; 2) Xu hướng giảm của giá dầu Brent và giá dầu FO sẽ kéo theo giá bán điện giảm, hỗ trợ tình hình huy động các nguồn nhiệt điện trên thị trường điện cạnh tranh, trong khi giá LNG thế giới đang giảm nhanh là động lực thúc đẩy tiến độ đàm phán PPA, GSA cho Nhơn Trạch 3&4; 3) Chúng tôi kỳ vọng một số những khoản LN bất thường được ghi nhận trong năm nay bao gồm khoản bồi thường Vũng Áng 1, và thoái vốn EVN Việt Lào; 4) Chúng tôi nhận thấy sự quay trở lại của tổ máy 1 Vũng Áng 1 (600MW) từ Q3/23 sau thời gian dài sửa chữa sẽ hỗ trợ kết quả sản lượng tích cực hơn.</p>
2	PC1 	33.600	Khả quan	<p>Chúng tôi dự báo 2024 sẽ là giai đoạn ghi nhận tăng trưởng LN ròng tốt cho PC1, hỗ trợ bởi các hoạt động mở rộng kinh doanh ở nhiều ngành nghề, làm dày hơn hệ sinh thái của công ty bao gồm khai khoáng Niken, Bất động sản KCN và BDS nhà ở. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng kép EPS đạt 35% giai đoạn 2023-24 từ mức thấp 2022. Chúng tôi nhận thấy những áp lực từ tỉ giá sẽ giảm trong 2023 và áp lực lãi vay sẽ hạ nhiệt từ 2024, hỗ trợ kết quả lợi nhuận tích cực hơn trong giai đoạn này.</p> <p>Hơn nữa, chúng tôi nhận thấy PC1 - với vị thế là nhà thầu EPC điện gió và xây lắp điện hàng đầu sẽ được hưởng lợi sớm nhất khi QHĐ8 được ban hành và các vướng mắc trong chính sách giá mới cho NLTT được tháo gỡ. Chúng tôi cho rằng khối lượng công việc lớn trong QHĐ8 sẽ củng cố triển vọng nhóm xây lắp điện, đặc biệt sau khi miền Bắc trải qua tình trạng thiếu điện nghiêm trọng cũng như tình hình cắt giảm công suất tại miền Nam. Đây sẽ là những động lực để PC1 tiếp tục nâng tỷ lệ back-log ký mới trong tương lai.</p>
3	NT2	33.000	Trung lập	<p>Trong 2023, NT2 sẽ có lịch đại tu, thông thường diễn ra trong 45 ngày. Chúng tôi dự báo doanh thu và LN ròng 2023 sẽ giảm 16% svck và 23% svck sau khi hồi phục 13% svck và 28% svck trong 2024.</p> <p>Chúng tôi nhận thấy luận điểm đầu tư đáng chú ý nhất của NT2 không hoàn toàn đến từ tăng trưởng LN mà bao gồm sức khỏe tài chính lành mạnh và nguồn cổ tức ổn định. NT2 đã hoàn thành nghĩa vụ trả nợ dài hạn từ 2021 và hiện tại, doanh nghiệp ghi nhận dòng tiền dồi dào. Chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ duy trì trả cổ tức đều đặn ít nhất 15%/năm, với nhu cầu vốn từ công ty mẹ POW là một trong những động lực chính.</p>

Chúng tôi ưa thích POW, PC1 và đưa NT2, QTP, BCG, GEG vào danh mục theo dõi

STT	Mã CK	Giá mục tiêu (đ/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
4	QTP	NA	KKN	<p>Chúng tôi nhận thấy câu chuyện của QTP đang khá giống với luận điểm đầu tư NT2, bao gồm nợ vay sắp hết và chính sách cổ tức ổn định. Hơn nữa, dự kiến Quảng Ninh 2 sẽ hết khấu hao từ 2024, hỗ trợ cải thiện biên LN của doanh nghiệp.</p> <p>Chúng tôi cho rằng điện than tại miền Bắc sẽ hưởng lợi trong giai đoạn 2023-24 nhờ 1) Nhu cầu điện miền Bắc dự kiến tăng mạnh trong các năm tới, với rủi ro thiếu điện hiện hữu khi công suất phát triển thêm tại khu vực này đang không cao; 2) QTP hưởng lợi từ vị trí đặt nhà máy thuận lợi, gần mỏ than có chi phí vận chuyển thấp. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng được đảm bảo một nguồn than ổn định từ TKV, đảm bảo nguồn đầu vào và hỗ trợ huy động sản lượng tích cực hơn.</p>
5	BCG	12.100	Khả quan	<p>KQKD Q1/23 của BCG giảm mạnh 44% svck xuống còn 701,3 tỷ đồng do ghi nhận doanh thu mảng xây dựng thấp hơn từ Tracodi cũng như thị trường bất động sản đóng băng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn nhận thấy tiềm năng tăng trưởng của BCG cả trong ngắn hạn và dài hạn nhờ (1) Lãi suất thấp hơn làm giảm chi phí lãi vay; (2) Bàn giao lượng lớn sản phẩm từ các dự án đã mở bán. Chúng tôi kỳ vọng BCG sẽ bàn giao một phần dự án Hội An D'Or và Malibu Hội An trong năm 2023, mang lại doanh thu 2.495 tỷ đồng (+130% svck), và ghi nhận doanh thu đạt 2.012 tỷ đồng (-19% svck) trong năm 2024; (3) Năng lượng tái tạo là nền tảng cho tăng trưởng dài hạn. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng điện của BCG sẽ đạt 1.186 tỷ đồng (+11% svck) trong năm 2023 và 1.643 tỷ đồng (+38% svck) trong năm 2024. Ngoài ra, BCG đang có danh mục khoảng 670 MW đang chờ cơ chế giá mới cho các dự án NLTT để tiếp tục triển khai.</p>
6	GEG	NA	KKN	<p>GEG nằm trong nhóm những doanh nghiệp NLTT hàng đầu, với tổng công suất đạt 556MW, bao gồm 81MW thủy điện, 245MW điện mặt trời và 230MW điện gió. Trong đó, điện gió Tân Phú Đông 1 (100MW) đã chính thức vận hành từ T6/23 với giá tạm là 908đ/kWh (50% giá trần khung giá chuyển tiếp). Hiện tại GEG đang tích cực đàm phán với Bộ Công thương và dự kiến mức giá chính thức sẽ vào khoảng 1.815đ/kWh. Chúng tôi nhận thấy Tân Phú Đông 1 đi vào vận hành sẽ phần nào cải thiện dòng tiền của doanh nghiệp để thanh toán các nghĩa vụ nợ khá cao của mình. Trong 2024, GEG dự kiến đưa vào vận hành 1 dự án điện gió - VPL2 Bến Tre (30MW) và 1 dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (49MW), củng cố vị thế doanh nghiệp tái tạo hàng đầu trên thị trường.</p> <p>Hơn nữa, GEG có cơ hội để cải thiện cấu trúc tài chính nhờ nhóm cổ đông lớn là những tập đoàn hàng đầu trong ngành bao gồm TEPCO - Nhật Bản và DEG - Đức. Doanh nghiệp tự tin có thể tiếp cận được các nguồn vốn xanh giá rẻ trong thời gian tới.</p>

So sánh doanh nghiệp cùng ngành và rủi ro đầu tư ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (lần)		P/BV (lần)		EV/EBITDA (lần)		ROE (%)	
						Triệu USD	Trượt 12T	2023	Hiện tại	2023	Trượt 12T	2023	Trượt 12T
	Bloomberg	Nội tệ	Nội tệ										
Điện khí													
PVPower	POW VN	13.650	18.400	Khả quan	1.356,4	19,1	11,2	0,9	0,9	4,9	2,4	7,3	8,5
GENCO 3	PGV VN	18.600	NA	KKN	1.182,2	12,1	12,3	1,6	1,5	6,8	6,3	12,8	14,3
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	NT2 VN	31.200	31.300	Trung Lập	381,1	9,6	10,4	2,0	2,0	5,1	NA	20,9	19,8
CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	BTP VN	13.000	NA	KKN	40,3	9,8	NA	0,8	NA	9,6	NA	7,7	NA
<i>Trung bình</i>						12,7	11,3	1,3	1,4	6,6	4,3	12,2	14,2
<i>Trung vị</i>						10,9	11,2	1,3	1,5	5,9	4,3	10,3	14,3
Điện than													
Tổng Công ty Điện lực TKV	DTK VN	11.600	NA	KKN	336,1	11,5	NA	0,9	NA	4,6	NA	8,3	NA
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	15.800	NA	KKN	335,2	14,4	12,0	1,3	1,2	5,2	NA	8,7	14,6
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	17.000	NA	KKN	324,6	10,0	7,9	1,2	1,2	4,1	NA	12,4	16,2
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	16.200	NA	KKN	220,4	11,4	6,1	1,0	NA	16,6	NA	9,0	15,7
<i>Trung bình</i>						11,8	8,7	1,1	NA	7,6	NA	9,6	15,5
<i>Trung vị</i>						11,4	7,9	1,1	1,2	4,9	NA	8,9	15,7
Thủy điện													
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hìn	VSH VN	44.000	NA	KKN	441,0	7,8	NA	1,9	NA	5,5	NA	27,0	NA
CTCP Thủy điện Hủa Na	HNA VN	17.600	NA	KKN	175,7	7,1	NA	1,2	NA	4,4	NA	19,0	NA
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC VN	36.300	NA	KKN	97,8	7,2	NA	2,2	NA	4,8	NA	32,0	NA
<i>Trung bình</i>						7,4	14,5	1,8	NA	NA	NA	26,0	NA
<i>Trung vị</i>						7,2	NA	1,9	NA	NA	NA	27,0	NA
Năng lượng tái tạo													
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	16.200	NA	KKN	221,3	16,9	17,8	1,7	NA	11,4	NA	5,7	6,4
Doanh nghiệp đa ngành													
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	64.300	85.500	Khả quan	1.115,1	9,6	10,8	1,7	1,4	7,7	7,5	18,6	15,3
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HGD VN	38.700	43.800	Trung Lập	401,7	8,2	10,0	1,7	1,6	6,0	NA	22,6	16,0
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN	27.350	30.800	Khả quan	313,8	21,8	9,9	1,4	1,2	9,5	9,9	6,8	13,4
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN	9.220	12.100	Khả quan	208,7	41,8	NA	0,7	NA	30,3	NA	1,5	NA
<i>Trung bình</i>						20,3	10,2	1,4	1,4	13,4	8,7	12,4	14,9
<i>Trung vị</i>						23,0	10,0	1,3	1,4	14,8	9,3	10,8	14,8

Rủi ro đầu tư ngành điện bao gồm:

- Tình hình tài chính khó khăn của EVN không sớm được cải thiện, ảnh hưởng đến dòng tiền của các nhà máy điện cũng như tiến độ đầu tư các dự án mới và lưới điện truyền tải.
- Giá đầu vào than, khí tiếp tục neo cao, và thiếu hụt nguồn cung các nhiên liệu này làm gián đoạn hoạt động nhiệt điện.
- Cơ chế giá mới cho NLTT được ban hành chậm hơn dự kiến, đẩy lùi giai đoạn phát triển mới của nhóm.

Dầu khí

Hưng đông

130

VNDIRECT



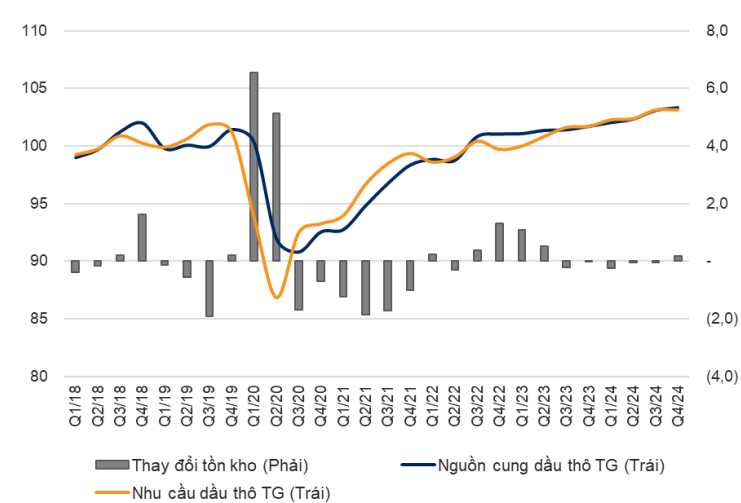
Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent trung bình đạt 80-85 USD/thùng trong năm 2023-24

Việc OPEC+ gia hạn thỏa thuận cắt giảm sản lượng có thể hỗ trợ giá dầu từ cuối năm 2023 và năm 2024

Giá dầu Brent đã giảm về mức trước cuộc khủng hoảng nhưng vẫn cao hơn giai đoạn 2015-21 (Đơn vị: USD/thùng)



EIA dự báo tiêu thụ dầu thô toàn cầu có khả năng vượt sản lượng dầu thô trong nửa cuối 2023 (Đơn vị: triệu thùng/ngày)



Một số sự kiện tác động đến giá dầu thời gian tới, trong đó sự can thiệp của OPEC+ có thể khiến nguồn cung bị khan hiếm

	Sự kiện	Tác động lên giá dầu
Nhu cầu	Nhu cầu Trung Quốc hồi phục sau khi mở cửa	▲
	FED tăng lãi suất	●
Nguồn cung	Thỏa thuận hạt nhân Iran / Giảm nhẹ cấm vận đối với Venezuela	●
	Sản lượng khai thác dầu thô của Mỹ tăng	●
	Khủng hoảng Nga - Ukraine kéo dài	▲
	Sự can thiệp của OPEC+ vào sự vận động của thị trường	▲

Ghi chú: ● Tích cực; ● Tiêu cực

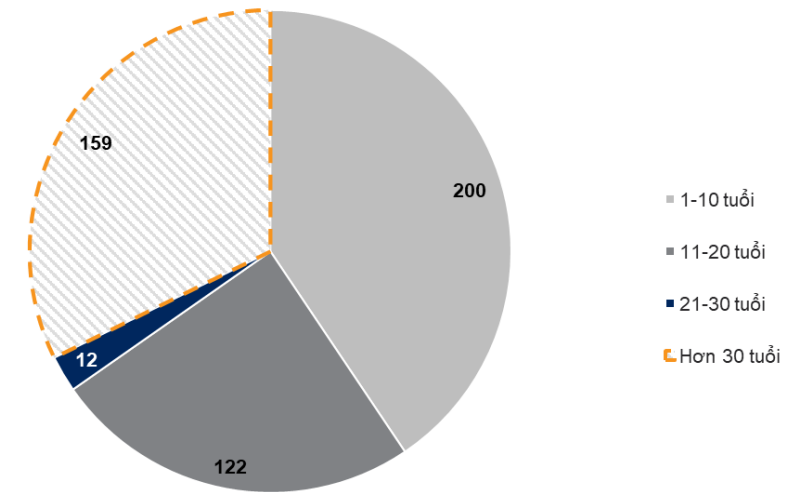
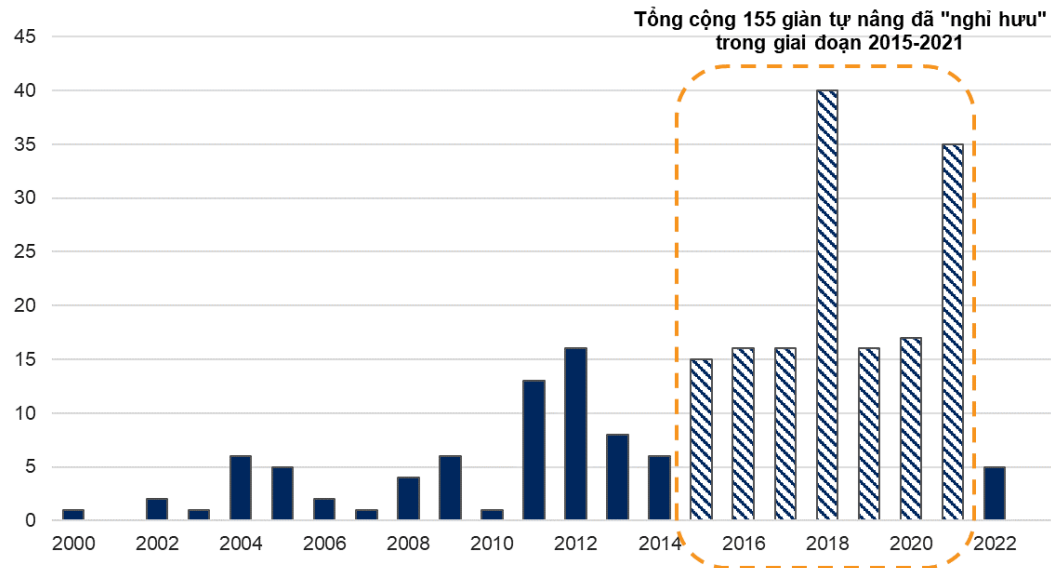
- Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA) dự báo tiêu thụ dầu toàn cầu sẽ tăng 1,6 triệu thùng/ngày trong năm 2023 từ mức trung bình 99,4 triệu thùng/ngày của năm 2022, sau đó tiếp tục tăng 1,7 triệu thùng/ngày trong năm 2024. Phần lớn mức tăng trưởng này đến từ các quốc gia không thuộc nhóm OECD.
- Mặt khác, OPEC+ vào ngày 4/6 đã ra quyết định gia hạn thỏa thuận cắt giảm sản lượng dầu thô đến hết năm 2024, điều này có thể gây ra tình trạng thiếu hụt nguồn cung trên thị trường dầu mỏ trong bối cảnh tiêu thụ dầu thô được dự báo sẽ tiếp tục tăng trong năm 2023-24, gây áp lực tăng lên giá dầu thô.
- Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent sẽ tăng trở lại trong nửa cuối 2023 do nguồn cung hạn chế, đạt mức trung bình 80-85 USD/thùng trong năm 2023-24.

Thượng nguồn: Thị trường khoan dầu khí đang tăng tốc trên phạm vi toàn cầu

Nguồn cung giàn khoan tự nâng (JU) dường như đang ngày càng thắt chặt...

Tổng cộng 155 giàn khoan JU đã ngừng hoạt động trên toàn cầu trong giai đoạn 2015-2021 (Đơn vị: giàn)

Hiện có 159 giàn khoan JU có tuổi đời trên 30 năm, trong đó có 60 giàn không sẵn sàng để đưa vào hoạt động (Đơn vị: giàn)



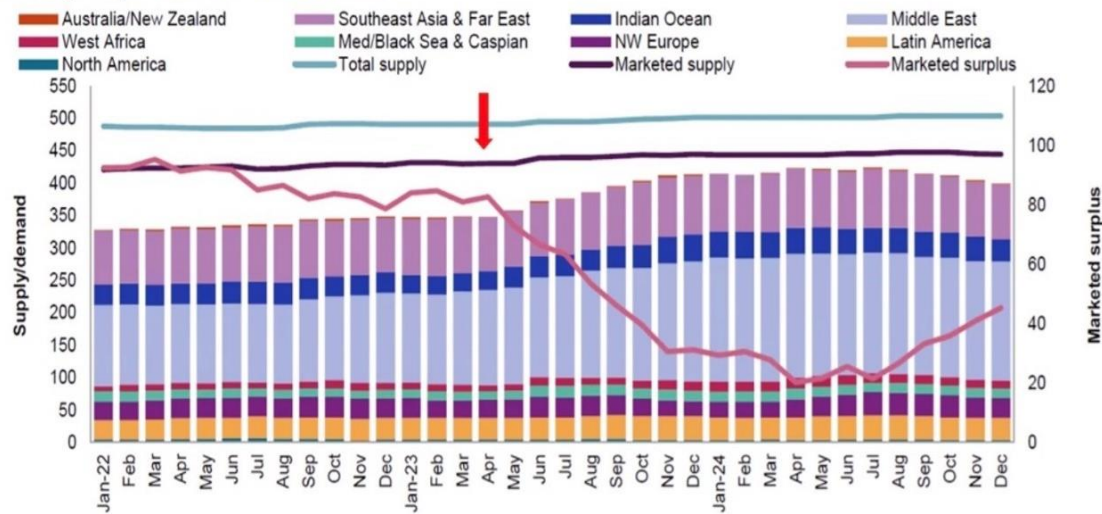
- Tổng cộng có 155 giàn JU đã ngừng hoạt động trên toàn cầu trong giai đoạn 2015-2021, trong khi đó chỉ có khoảng 20 giàn JU mới đang được chế tạo tại các nhà máy đóng tàu có thể được bàn giao cho các nhà khai thác trong một vài năm tới do lượng đơn đặt hàng ở mức thấp, do TT khoan âm đạm kéo dài kể từ sau đợt sụp đổ của giá dầu vào năm 2014. Ngoài ra, hơn 30% đội giàn JU hiện có tuổi đời trên 30 năm, độ tuổi khó có thể đáp ứng được những yêu cầu ngày càng cao hơn của các chiến dịch khoan ngày nay.
- Với việc nguồn cung giàn JU tăng chậm (~14 giàn JU sẽ được bổ sung vào đội giàn JU sẵn sàng hoạt động trong vòng 2 năm tới) trong bối cảnh nhu cầu ngày càng tăng, chúng tôi kỳ vọng thị trường giàn JU sẽ tiếp tục bị thắt chặt trong một vài năm tới.

Thượng nguồn: Thị trường khoan dầu khí đang tăng tốc trên phạm vi toàn cầu

...trong khi đó nhu cầu huy động giàn khoan đang tăng mạnh trên toàn cầu

Nhu cầu giàn JU toàn cầu sẽ tăng tốc trong hai năm tới, được thúc đẩy chính bởi nhu cầu đang tăng mạnh tại khu vực Trung Đông

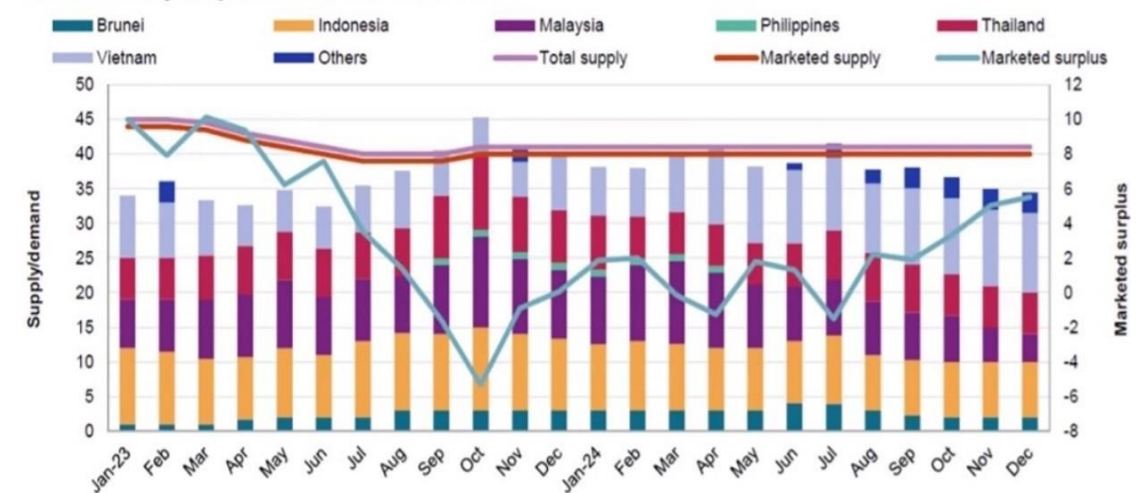
Global jackup forecast demand 2022-24



Data compiled April 14, 2023.

IHS Markit dự báo TT giàn JU tại Đông Nam Á (ĐNÁ) cũng sẽ bị thắt chặt trong thời gian tới

Southeast Asia jackup forecast demand 2023-24



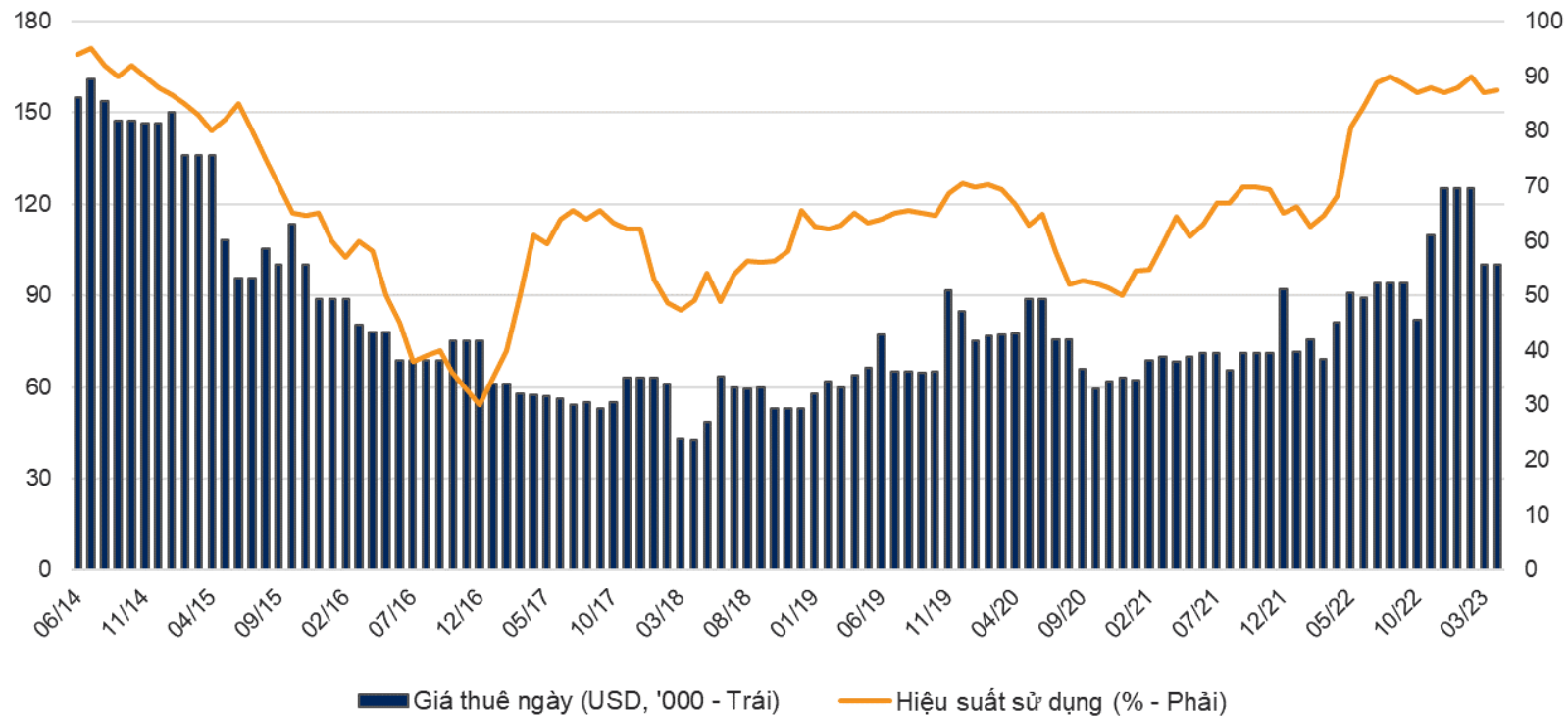
Data compiled April 21, 2023.

- Theo IHS Markit, nhu cầu giàn JU tại Trung Đông dự kiến sẽ tăng từ 125 giàn vào năm 2022 lên lần lượt là 158 giàn (+26,4% svck) và 187 giàn (+18,4% svck) vào năm 2023-24, trở thành động lực chính thúc đẩy TT khoan toàn cầu. Điều này đã kéo theo làn sóng dịch chuyển giàn JU ồ ạt vào khu vực này trong thời gian gần đây. Động lực từ khu vực Trung Đông sẽ nâng hiệu suất sử dụng trung bình giàn JU trên toàn cầu từ ~80% vào năm 2022 lên 86%/93% vào năm 2023-24.
- Đối với thị trường ĐNÁ, IHS dự báo nhu cầu trung bình giàn JU cũng sẽ tăng từ 32,4 giàn vào năm 2022 lên 36,8/38,2 giàn vào năm 2023-24 với động lực chính tới từ Indonesia và Malaysia. Ngược lại, theo thống kê có khoảng 28 giàn JU đã rời khỏi khu vực Châu Á Thái Bình Dương đến Trung Đông trong năm 2022-23. Điều này có thể dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguồn cung giàn JU từ Q3/23 khi Chính phủ các nước ĐNÁ đẩy mạnh các chiến dịch Thăm dò & Khai thác (E&P) dầu khí.

Thượng nguồn: Thị trường khoan dầu khí đang tăng tốc trên phạm vi toàn cầu

Thị trường khoan ĐNÁ tăng tốc nhờ tác động cộng hưởng tới từ nhu cầu đang cải thiện và nguồn cung giàn JU bị thu hẹp do nhiều giàn JU đã di chuyển ra khỏi ĐNÁ để đến Trung Đông

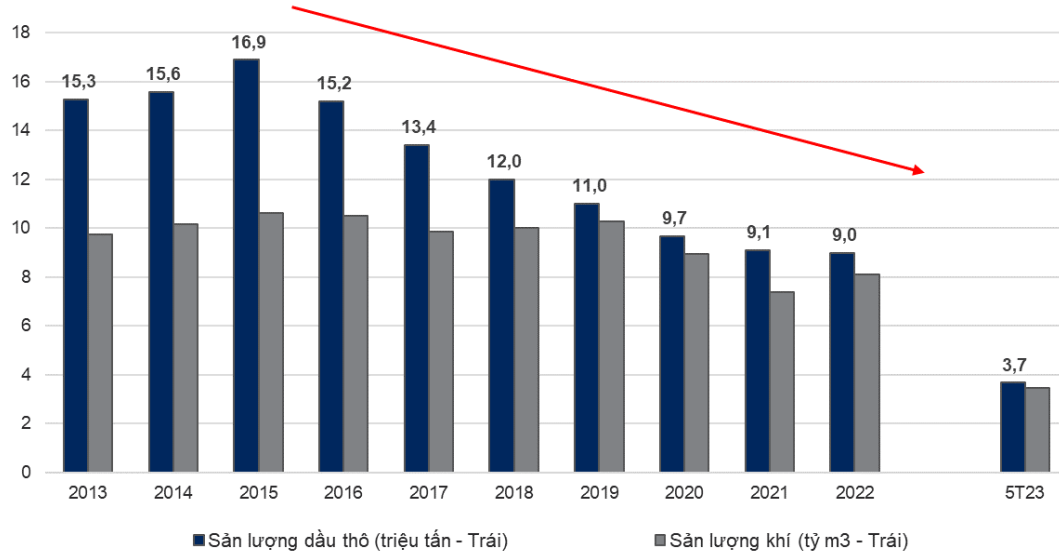
Giá thuê giàn khoan JU tại ĐNÁ đạt mức cao chưa từng thấy kể từ năm 2015, là tín hiệu tốt cho các nhà cung cấp dịch vụ giàn khoan



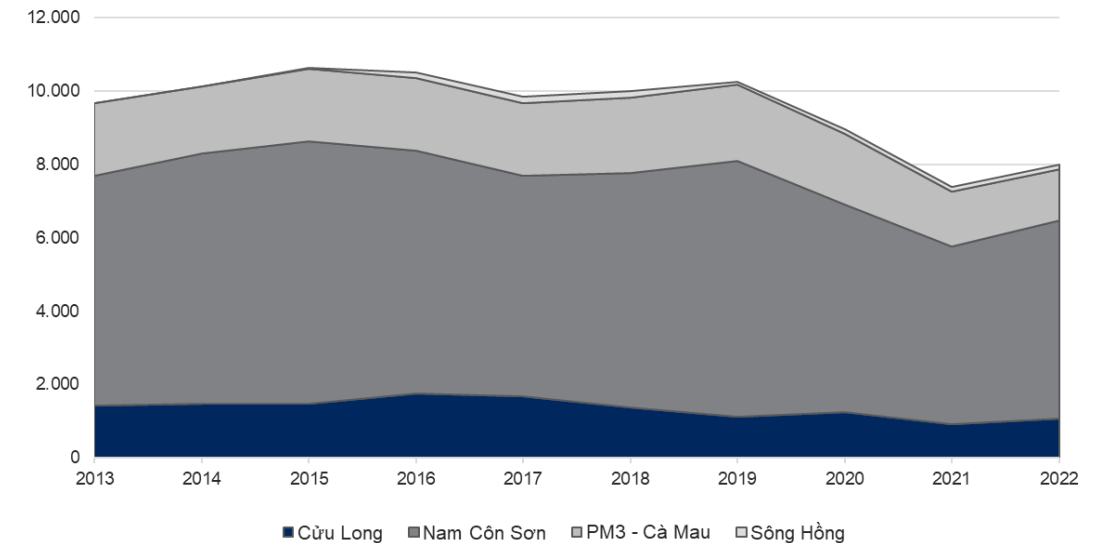
- Theo sau sự thắt chặt của TT khoan toàn cầu, hiệu suất sử dụng trung bình giàn JU tại ĐNÁ đã tăng vọt lên 90% từ nửa cuối năm 2022 do đội giàn JU bị thu hẹp khi nhiều giàn khoan di chuyển đến Trung Đông. Điều này đã giúp giá thuê giàn JU tham chiếu (loại 301-400 IC) tăng lên mức cao chưa từng thấy kể từ năm 2015 từ cuối năm 2022, dao động từ 95.000 USD đến 134.000 USD. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng giá thuê giàn JU tại ĐNÁ sẽ duy trì đà tăng trong thời gian tới do nhu cầu tiếp tục tăng mạnh trong bối cảnh nguồn cung giàn bị thu hẹp và nguồn cung bổ sung từ giàn mới khó có thể xảy ra trong ngắn hạn.
- Đáng chú ý, chúng tôi kỳ vọng TT khoan trong nước sẽ sôi động hơn từ năm 2024 trở đi với nhiều dự án E&P dự kiến được triển khai (chúng tôi sẽ *đề cập chi tiết hơn bên dưới*).
- Theo đó, chúng tôi tin rằng đơn vị cung cấp dịch vụ khoan như PVD sẽ được tận hưởng điều kiện kinh doanh thuận lợi trong vài năm tới.

Thượng nguồn: Hoạt động E&P nội địa sẽ sôi động hơn kể từ năm 2024 trở đi

Sản lượng khai thác dầu khí trong nước liên tục sụt giảm kể từ năm 2015 do thiếu vắng các dự án E&P lớn



Sản lượng khí theo bể (Đơn vị: nghìn m3). Sản lượng khí đã giảm trong 3 năm qua do sản lượng khai thác suy giảm tự nhiên và huy động điện khí thấp



- Chúng tôi nhận thấy sản lượng khai thác dầu khí liên tục sụt giảm kể từ năm 2015 do thiếu vắng các dự án E&P lớn mà nguyên nhân đến từ việc giá dầu sụt đổ trong năm 2014 và duy trì ở mức thấp trong nhiều năm. Theo chúng tôi, cuộc khủng hoảng năng lượng do căng thẳng địa chính trị vừa qua đã nêu bật tầm quan trọng của việc tự chủ nguồn cung năng lượng. Trong khi đó, hầu hết các mỏ hiện hữu tại Việt Nam đều đã đi vào giai đoạn cuối vòng đời khai thác, với sản lượng suy giảm tự nhiên giảm ~15%-25% mỗi năm. Điều này có thể là động lực để các cơ quan quản lý đẩy mạnh hoạt động E&P tại Việt Nam trong thời gian tới.
- Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng hoạt động E&P trong nước sẽ sôi động hơn kể từ năm 2024 trở đi, được thúc đẩy bởi môi trường giá dầu cao và Luật Dầu khí sửa đổi chính thức có hiệu lực (từ tháng 7/2023).

Thượng nguồn: Hoạt động E&P nội địa sẽ sôi động hơn kể từ năm 2024 trở đi

Một số dự án phát triển mỏ dầu khí dự kiến được triển khai trong thời gian tới

Dự án	Bể dầu khí	Nhà điều hành	Capex (tr. USD)	Thời gian triển khai					
				2022	2023	2024	2025	2026	2027
Mở rộng mỏ Bạch Hổ	Cửu Long	Vietsovpetro	90	[Bar chart showing start in 2022]					
Đại Hùng GD3	Nam Côn Sơn	PVEP POC	112	[Bar chart showing start in 2023]					
Kinh Ngư Trắng	Cửu Long	Vietsovpetro	650	[Bar chart showing start in 2023]					
Lạc Đà Vàng	Cửu Long	Murphy	693	[Bar chart showing start in 2024]					
Sư Tử Trắng GD 2B	Cửu Long	Cửu Long JOC	1.100	[Bar chart showing start in 2024]					
Nam Du - U Minh	PM3 - Cà Mau	Jadestone	N/A	[Bar chart showing start in 2024]					
Lô B - Ô Môn	PM3 - Cà Mau	Phú Quốc POC	6.700	[Bar chart showing start in 2024]					

- Chúng tôi nhận thấy nhiều dự án phát triển mỏ dầu khí quy mô vừa và nhỏ đã được bật đèn xanh và có những chuyển động đáng kể trong vài tháng qua, đơn cử như dự án Đại Hùng Giai đoạn 3, Kinh Ngư Trắng hay Lạc Đà Vàng.
- Nhờ mặt bằng giá dầu cao và có thể kết nối với hệ thống cơ sở hạ tầng ngoài khơi sẵn có, chúng tôi tin rằng các dự án này sẽ không gặp phải trở ngại đáng kể nào trong quá trình triển khai, qua đó cung cấp cơ hội việc làm tiềm năng cho các nhà cung cấp dịch vụ Dầu khí trong nước, trước hết là cho các nhà thầu EPC và các đơn vị cung cấp dịch vụ khoan.

Thượng nguồn: Hoạt động E&P nội địa sẽ sôi động hơn kể từ năm 2024 trở đi

Chúng tôi kỳ vọng chuỗi dự án Lô B – Ô Môn sẽ là động lực tăng trưởng chính cho các DN trong chuỗi giá trị Dầu khí kể từ cuối năm 2023

Với vòng đời dự án kéo dài 20 năm, chúng tôi tin rằng dự án Lô B – Ô Môn sẽ là động lực tăng trưởng lớn cho nhiều DN niêm yết trong chuỗi giá trị ngành dầu khí tại Việt Nam trong thời gian tới

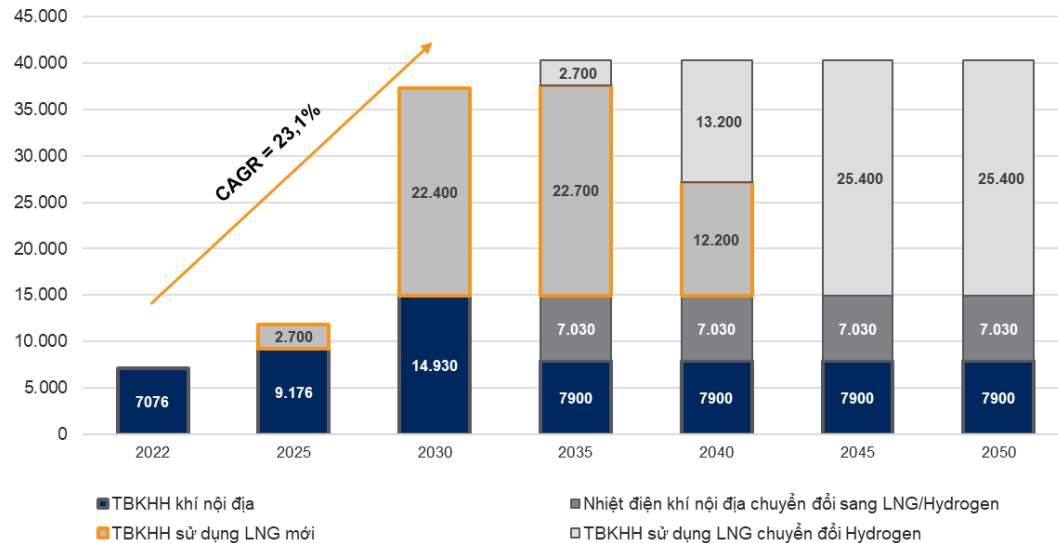
Loại nguồn	Capex (tr. USD)	Chủ đầu tư	Phạm vi công việc	Hoạt động	DN hưởng lợi tiềm năng	Tác động
Thượng nguồn: Dự án phát triển mỏ khí Lô B	6.700	<ul style="list-style-type: none"> PVN (42,9%) PVEP (26,8%) MOECO (22,6%) PTTEP (7,7%) 	Dự án bao gồm một giàn xử lý trung tâm (CPP), 6 giàn đầu giếng (WHP), một giàn nhà ở, một tàu chứa condensate (FSO) và 7 0 giếng khai thác	EPCI	<ul style="list-style-type: none"> PVS PVX, PXS 	
				Tàu FSO	PVS	
				Khoan/Dịch vụ giếng khoan	PVD	
				Dung dịch khoan	PVC	
Trung nguồn: Đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn	1.300	<ul style="list-style-type: none"> PVGAS (51%) PVN (28,7%) MOECO & PTTEP (20,3%) 	Dự án đường ống có tổng chiều dài 31km với công suất thiết kế 20,3 triệu m3/ngày, bao gồm: <ul style="list-style-type: none"> Đường ống biển dài 29 km, đường kính 28in. Đường ống trên bờ dài 102 km (đường kính 30in) cung cấp khí đến các nhà máy điện khí tại Ô Môn. Trạm tiếp bờ, các trạm van ngắt và trung tâm phân phối khí dọc theo tuyến đường ống. 	Phân phối khí	GAS	
				Bọc ống	PVB	
				EPCI	<ul style="list-style-type: none"> PVS, POS PVX, PXT 	
Hạ nguồn: Nhà máy nhiệt điện	NA	<ul style="list-style-type: none"> Marubeni PVN 	3 nhà máy nhiệt điện khí mới tại Trung tâm Điện lực Ô Môn (Ô Môn II, III và IV)	EPCI	-	
				Sản xuất điện	-	

- Với việc EVN hiện đang gặp khó khăn trong việc sử dụng nguồn vốn ODA cho dự án Ô Môn 3 cũng như khả năng huy động vốn vay thương mại cho Ô Môn 4, chủ đầu tư 2 nhà máy nhiệt điện (NMD) này sẽ được chuyển giao từ phía EVN về PVN.
- Đây là giải pháp khả thi để thúc đẩy chuỗi dự án Lô B – Ô Môn khi PVN hiện đang là chủ đầu tư của các dự án phía thượng nguồn và trung nguồn, và sở hữu tiềm lực tài chính vững mạnh. Tuy nhiên, quá trình chuyển giao sẽ cần nhiều thời gian, và điều này sẽ ảnh hưởng đến mục tiêu có FID vào tháng 6/2023.
- Vì vẫn còn những bước quan trọng cần phải hoàn thành liên quan đến việc tài trợ vốn ODA cho NMD Ô Môn III và hoàn tất các đàm phán thương mại (GSPA, GSA và PPA), chúng tôi cho rằng mốc FID cho dự án này sẽ rơi vào cuối năm 2023 thay vì giữa năm 2023 như kế hoạch. Về cơ bản, Lô B – Ô Môn vẫn sẽ là động lực tăng trưởng chính cho ngành Dầu khí trong thời gian tới.

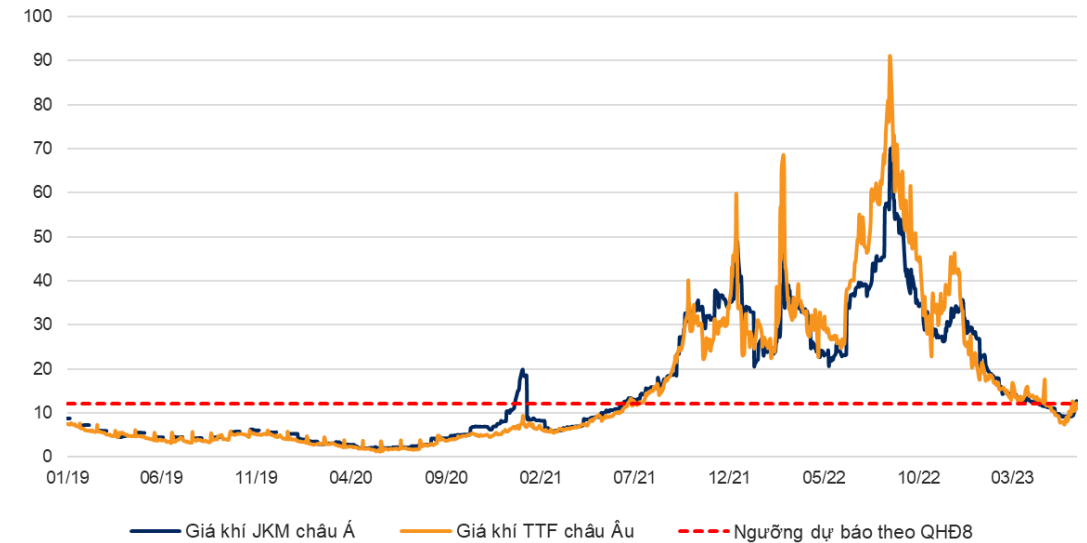
Trung nguồn: QHĐ8 ưu tiên phát triển nguồn điện khí, bao gồm cả nguồn điện khí nội địa và LNG

Trong quá trình chuyển dịch sang năng lượng xanh, QHĐ8 nêu bật ưu tiên phát triển nguồn điện khí (sử dụng nguồn khí nội địa và LNG) trở thành nguồn nguồn điện chạy nền cho hệ thống

Theo QHĐ8, điện khí (từ cả nguồn khí trong nước và LNG) sẽ là mũi nhọn phát triển chính trong giai đoạn 2022-30 (Đơn vị: MW)



Giá LNG tham chiếu tại châu Á đã giảm về vùng hợp lý, điều này có thể đảm bảo hiệu quả kinh tế và thúc đẩy tiến độ các dự án LNG tại Việt Nam (Đơn vị: USD/mmbtu)



- Trong quá trình chuyển đổi sang năng lượng sạch, nhiệt điện khí sẽ đóng vai trò quan trọng, là nguồn điện chạy nền của hệ thống nhờ tính ổn định, liên tục và linh hoạt trong sản xuất điện và ít phát thải hơn so với nhiệt điện than (để sản xuất cùng một đơn vị năng lượng).
- Theo Quy hoạch Phát triển Điện 8 (QHĐ8), điện khí (từ cả nguồn khí trong nước và LNG) sẽ là điểm nhấn trong giai đoạn 2022-30 với tốc độ tăng trưởng kép công suất đạt 23,1%, và chiếm 25% tổng công suất vào năm 2030. Đây có thể là động lực để thúc đẩy các dự án phát triển mỏ khí nhiều tỷ đô vốn bị đình trệ lâu nay như Lô B và Cá Voi Xanh trong những năm tới. Bên cạnh đó, việc giá LNG sụt giảm gần đây có thể tạo điều kiện thuận lợi cho xu hướng chuyển dịch sang LNG tại Việt Nam trong những năm tới nhờ giá LNG tham chiếu tại châu Á đã giảm về vùng hợp lý.

Trung nguồn: QHĐ8 ưu tiên phát triển nguồn điện khí, bao gồm cả nguồn điện khí nội địa và LNG

Các nhà máy nhiệt điện LNG trong QHĐ8. Trong đó, chúng tôi nhận thấy NT3&4 nhiều khả năng sẽ trở thành nhà máy nhiệt điện khí LNG đầu tiên đi vào vận hành tại Việt Nam

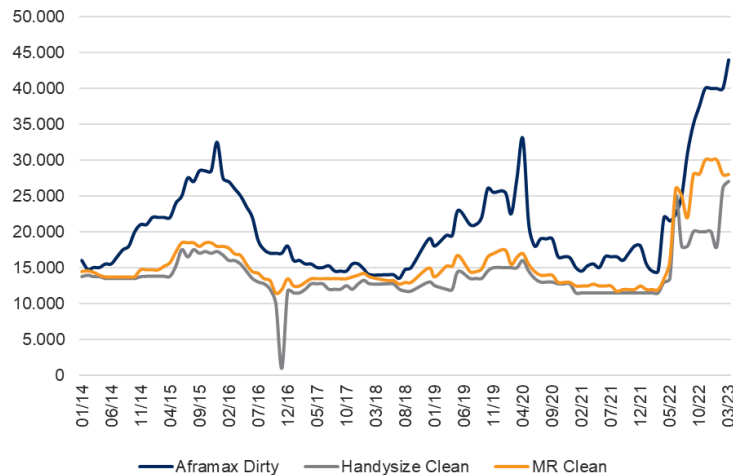
STT	Dự án	Vị trí	Công suất (MW)	Thời gian	Chủ đầu tư
1	LNG Quảng Ninh	Quảng Ninh	1500	2021-30	PVPower - Colavi - Tokyo Gas - Marubeni
2	LNG Thái Bình	Thái Bình	1500	2021-30	Trường Thành VN - Tokyo Gas - Kyuden
3	LNG Nghi Sơn	Thanh Hóa	1500	2021-30	Milennium
4	LNG Quảng Trạch II	Quảng Bình	1500	2021-30	EVN
5	LNG Quỳnh Lập	Nghệ An	1500	2021-30	-
6	LNG Hải Lăng I	Quảng Trị	1500	2021-30	Tập đoàn T&T - Hanwha - Kospo - Kogas
7	LNG Cà Ná	Ninh Thuận	1500	2021-30	-
8	Sơn Mỹ I (BOT)	Bình Thuận	2250	2021-30	EDF - Sojitz - Kyushu - Pacific Group
9	Sơn Mỹ II	Bình Thuận	2250	2021-30	AES Group
10	LNG Long Sơn	Bà Rịa - Vũng Tàu	1500	2021-35	PGV - TTC - TV2 - Mitsubishi - GE - GTPP
11	Nhơn Trạch 3&4	Đồng Nai	1624	2021-30	PVPower
12	LNG Hiệp Phước I	HCMC	1200	2021-30	Công ty TNHH Hải Linh
13	LNG Long An I	Long An	1500	2021-30	VinaCapital - GE
14	LNG Long An II	Long An	1500	2031-35	VinaCapital - GE
15	LNG Bạc Liêu	Bạc Liêu	3200	2021-30	Delta Offshore Energy

- Hiện GAS đã hoàn thành việc xây dựng kho cảng LNG Thị Vải và dự kiến sẽ bắt đầu cung cấp những lô hàng LNG đầu tiên tại Việt Nam vào tháng 7. Kho cảng LNG Thị Vải sẽ là dự án liên quan đến LNG đầu tiên đi vào hoạt động tại Việt Nam.
- Dựa trên các lĩnh vực được ưu tiên phát triển trong QHĐ8, chúng tôi cho rằng GAS sẽ là doanh nghiệp được hưởng lợi chính với tư cách là nhà phát triển cơ sở hạ tầng năng lượng (với nhiều dự án lớn như các dự án kho cảng LNG và đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn) cũng như nhà cung cấp LNG.

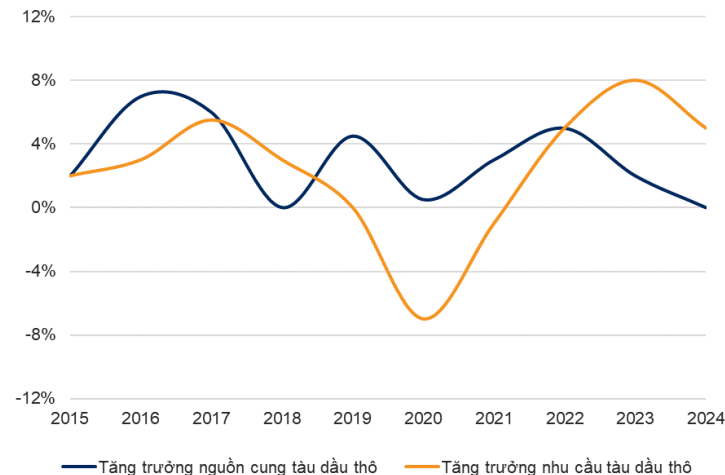
Trung nguồn: DN vận tải dầu khí sẽ tiếp tục được tận hưởng môi trường giá cước thuê tàu cao trong thời gian tới

Sự thay đổi không thể đảo ngược trong dòng chảy thương mại năng lượng toàn cầu sẽ giữ mặt bằng giá cước thuê tàu ở mức cao

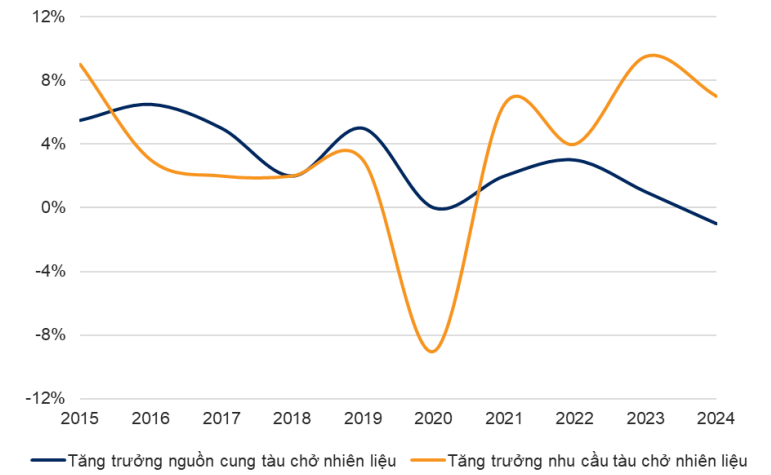
Giá cước thuê tàu định hạn tăng mạnh do việc hiệu chỉnh lại dòng chảy thương mại năng lượng toàn cầu (Đơn vị: USD)



Cân bằng cung-cầu trên thị trường vận tải dầu thô



Cân bằng cung-cầu trên thị trường vận tải xăng dầu thành phẩm (nhiên liệu)

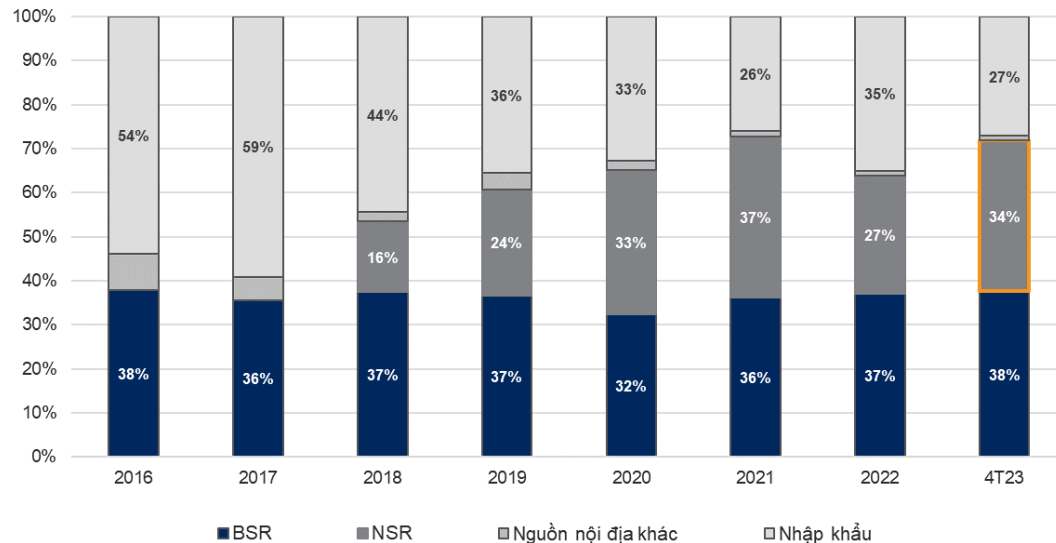


- Đối với cả TT vận tải dầu thô và nhiên liệu, chúng tôi nhận thấy xu hướng vững chắc của TT vận tải với triển vọng khả quan trong năm nay nhờ: (1) sự dịch chuyển dòng chảy thương mại sang các tuyến hải trình dài hơn sau lệnh cấm nhập khẩu của EU đối với dầu Nga và nhu cầu của Trung Quốc phục hồi sau khi mở cửa trở lại, và (2) tốc độ tăng trưởng đội tàu bị giới hạn do số lượng đơn đặt hàng ở mức thấp trong những năm gần đây.
- Với kỳ vọng giá cước thuê tàu tiếp tục duy trì ở mức cao, chúng tôi cho rằng những DN có mức độ tham gia vào thị trường quốc tế cao như PVT sẽ là DN được hưởng lợi chính.

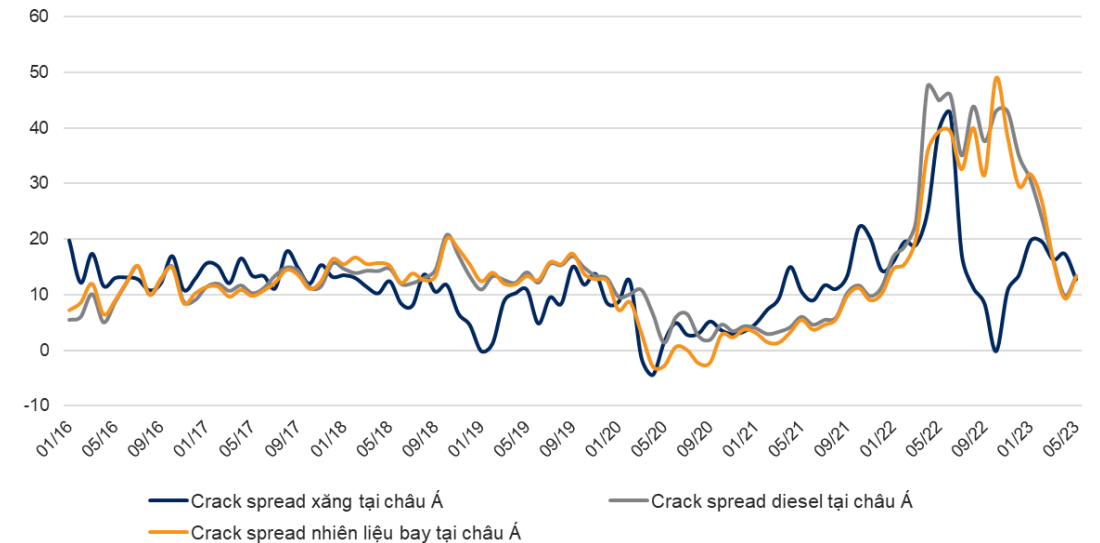
Hạ nguồn: Bức tranh đảo ngược đối với lĩnh vực lọc dầu và phân phối xăng dầu trong năm 2023

Trái ngược với năm 2022, lĩnh vực phân phối xăng dầu được dự báo sẽ khởi sắc trong năm nay khi thị trường xăng dầu trong nước đã ổn định trở lại

Tỷ trọng nguồn cung xăng dầu của Việt Nam. Lọc dầu Nghi Sơn vận hành hết công suất góp phần đưa TT xăng dầu Việt Nam trở lại trạng thái bình thường từ cuối năm 2022



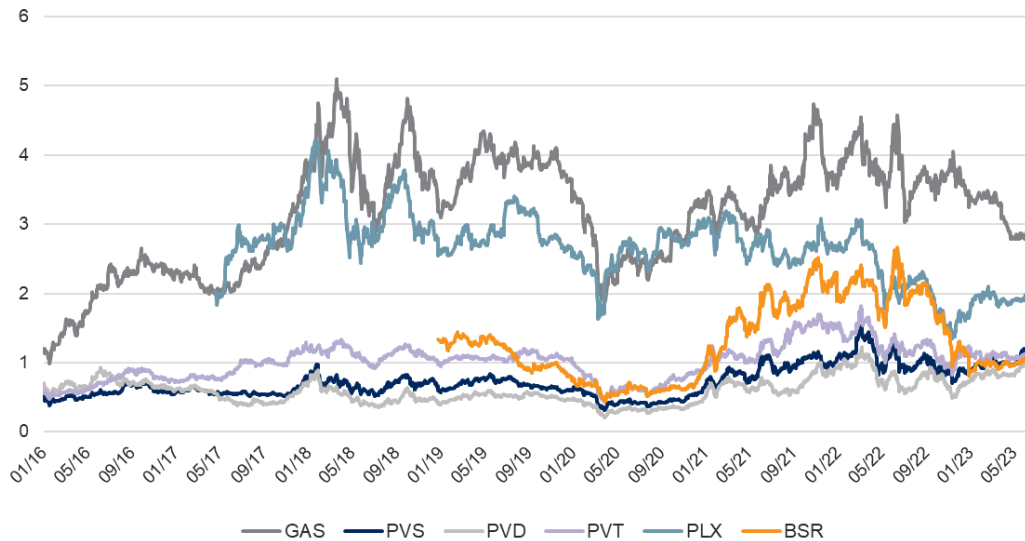
Crack spread các sản phẩm hóa dầu tại châu Á giảm xuống mức trước cuộc khủng hoảng Nga – Ukraine (Đơn vị: USD/bbl)



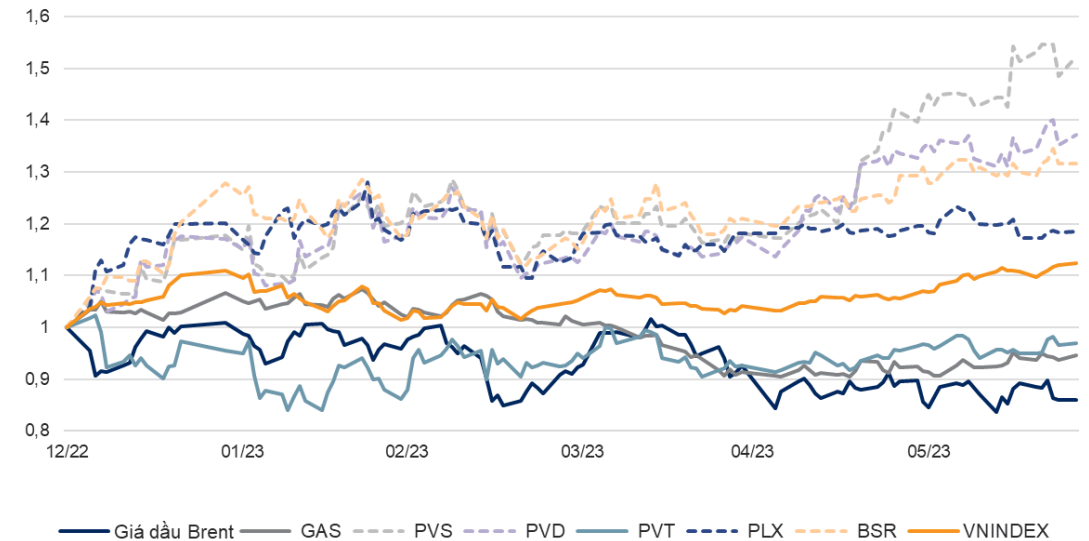
- Đối với lĩnh vực phân phối xăng dầu, chúng tôi nhận thấy triển vọng tươi sáng cho lĩnh vực này nhờ: (1) TT trong nước ổn định trở lại kể từ năm 2023 nhờ nhà máy lọc dầu (NMLD) Nghi Sơn vận hành hết công suất, và (2) việc điều chỉnh các khoản phụ phí kinh doanh xăng dầu kịp thời và đầy đủ của cơ quan quản lý, giúp hạn chế các chi phí kinh doanh xăng dầu đột biến như đã phát sinh trong năm 2022.
- Ngược lại, các NMLD sẽ phải đối mặt với việc tăng trưởng LN âm trong năm nay khi biên LN lọc dầu đã giảm xuống mức trước khủng hoảng do suy thoái kinh tế gia tăng, đặc biệt là tại châu Âu, trong bối cảnh nguồn cung dồi dào đến từ: (1) sự trở lại của Trung Quốc trong việc xuất khẩu sản phẩm lọc dầu, (2) Nga thành công trong việc điều chỉnh dòng chảy sản phẩm từ châu Âu sang Trung Đông, Châu Phi và Nam Mỹ, và (3) công suất bổ sung từ các NMLD mới tại Trung Đông.

Định giá: Định giá vẫn còn hấp dẫn

Chỉ số P/B của các DN Dầu khí kể từ năm 2016 đến nay



Diễn biến giá cổ phiếu Dầu khí kể từ đầu năm 2023 cho thấy sự phân hóa do triển vọng khác nhau của các DN trong bối cảnh giá dầu sụt giảm






- Kể từ đầu năm 2023, giá cổ phiếu Dầu khí cho thấy sự phân hóa trong bối cảnh giá dầu sụt giảm, trong đó chúng tôi nhận thấy sự vượt trội của các DN thượng nguồn (PVS, PVD) và DN phân phối (PLX) nhờ: (1) triển vọng lĩnh vực thượng nguồn rõ nét hơn nhờ các hoạt động E&P sôi động hơn, và (2) lĩnh vực phân phối xăng dầu phục hồi nhờ TT xăng dầu trong nước ổn định trở lại.
- Chúng tôi tin rằng triển vọng rõ nét của lĩnh vực E&P tại Việt Nam kể từ năm 2024 trở đi sẽ là động lực tăng giá mạnh mẽ cho các DN dịch vụ thượng nguồn vì điều này sẽ cung cấp khối lượng backlog tiềm năng rất lớn, đảm bảo công việc cũng như cải thiện hiệu quả kinh doanh của các DN dịch vụ thượng nguồn trong nhiều năm tới.

Tóm tắt dự phóng KQKD năm 2023-24 các cổ phiếu trong danh mục của chúng tôi

	GAS			BSR			PLX			PVS			PVT			PVD		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu (tỷ đồng)	100.724	95.757	98.350	167.124	136.040	111.963	304.064	277.703	271.305	16.373	19.942	24.822	9.047	9.390	9.866	5.432	5.814	6.625
% svck	27,5%	-4,9%	2,7%	65,3%	-18,6%	-17,7%	79,9%	-8,7%	-2,3%	14,8%	21,8%	24,5%	21,3%	3,8%	5,1%	35,9%	7,0%	14,0%
<i>Biên LN gộp (%)</i>	21,2%	19,2%	19,1%	9,6%	6,8%	6,6%	4,1%	5,1%	5,6%	5,6%	5,7%	5,9%	18,3%	17,8%	17,6%	10,6%	19,4%	25,3%
<i>Biên EBITDA (%)</i>	20,7%	19,6%	19,9%	10,1%	7,5%	7,6%	1,0%	2,0%	2,6%	2,9%	4,2%	4,8%	26,9%	25,8%	26,2%	15,6%	26,9%	31,4%
LN ròng (tỷ đồng)	14.798	12.773	13.169	14.726	7.901	6.411	1.450	3.783	4.195	884	1.059	1.318	857	870	957	(103)	471	992
% svck	70,6%	-13,7%	3,1%	119,3%	-46,3%	-18,9%	-48,9%	161,0%	10,9%	31,0%	19,8%	24,5%	29,9%	0,9%	10,1%	N/A	N/A	110,3%
EPS (đ/cp)	7.732	6.674	6.880	4.750	2.548	2.068	1.120	2.924	3.242	1.849	2.216	2.758	2.649	2.686	2.957	(185)	846	1.780
BVPS (đ/cp)	31.274	33.139	35.971	16.531	17.693	18.568	18.930	20.766	21.952	25.564	27.072	29.032	18.546	19.958	21.818	24.896	25.571	26.441
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	14.730	18.477	21.551	5.183	7.441	8.073	1.781	2.785	3.314	18.162	18.552	19.345	2.501	5.128	8.214	(2.394)	(894)	1.023
Nợ/VCSH	0,10	0,10	0,09	0,17	0,14	0,15	0,52	0,49	0,49	0,11	0,10	0,10	0,46	0,44	0,41	0,27	0,25	0,23
<i>Tỷ suất cổ tức (%)</i>	3,1%	3,8%	4,2%	1,7%	4,0%	4,0%	3,2%	1,9%	5,3%	2,5%	2,1%	3,1%	0,0%	1,4%	4,7%	0,0%	1,2%	2,0%
<i>ROAE (%)</i>	26,7%	20,7%	19,9%	33,2%	14,9%	11,4%	5,8%	14,7%	15,2%	7,3%	8,4%	9,8%	15,5%	14,0%	14,2%	-0,8%	3,4%	6,8%
<i>ROAA (%)</i>	18,3%	15,1%	14,7%	20,3%	10,2%	8,3%	2,1%	5,1%	5,7%	3,5%	4,0%	4,8%	6,4%	5,9%	6,2%	-0,5%	2,3%	4,6%

Cổ phiếu ưa thích: Chúng tôi ưa thích PVD, PVS và GAS

STT	Cổ phiếu	Giá mục tiêu (đ/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	 PVD	29.300	Khả quan	<p>Chúng tôi ưa thích PVD do triển vọng rõ ràng và vững chắc của DN trong những năm tới nhờ vào:</p> <p>(1) Triển vọng TT khoan toàn cầu vững chắc trong vài năm tới nhờ việc đẩy mạnh hoạt động khai thác trong bối cảnh nguồn cung giàn JU khan hiếm, giúp cho giá thuê giàn JU duy trì ở mức cao. Đây là tín hiệu tích cực cho các nhà cung cấp dịch vụ khoan như PVD.</p> <p>(2) TT khoan nội địa dự báo sẽ sôi động hơn kể từ năm 2024, qua đó mang lại nhiều cơ hội việc làm cho PVD trong những năm tới. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng hiệu suất sử dụng giàn JU của PVD sẽ duy trì ở mức cao lần lượt là 96%/95%/92% trong giai đoạn 2023-25.</p> <p>Nhìn chung, chúng tôi dự báo KQKD của PVD sẽ phục hồi mạnh mẽ từ năm 2023 với LN ròng là 470,7 tỷ đồng, sau đó tiếp tục tăng trưởng 110,8%/21,3% svck trong năm 2024-25.</p>
2	 PVS	38.100	Khả quan	<p>Chúng tôi ưa thích PVS trong cả ngắn và dài hạn với dự phóng tăng trưởng kép LN ròng là 18,4% trong giai đoạn 2022-24, nhờ:</p> <p>(1) Vị thế dẫn đầu của PVS trong lĩnh vực xây lắp các công trình dầu khí ngoài khơi tại Việt Nam có thể giúp công ty hưởng lợi từ QHĐ8 (trong đó, QHĐ8 nêu bật ưu tiên phát triển các dự án mỏ khí lớn trong nước để cung cấp khí sản xuất điện như Lô B – Ô Môn và phát triển điện gió ngoài khơi trong cả ngắn và dài hạn). Hiện PVS đang tham gia vào nhiều hợp đồng điện gió ngoài khơi trong mảng M&C trên thị trường quốc tế như: điện gió Hai Long và Changhua tại Đài Loan hay điện gió Baltica tại Ba Lan. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng tin rằng PVS sẽ là DN hưởng lợi chính từ việc hoạt động E&P tại Việt Nam dự kiến sẽ sôi động hơn kể từ năm 2024 trở đi.</p> <p>(2) Tình hình tài chính rất vững mạnh của PVS với vị thế tiền mặt ròng hơn 8.800 tỷ đồng (tương đương 18.400 đồng/cp) và tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH là -67% vào cuối Q1/23. Điều này có thể giúp công ty hưởng lợi từ môi trường lãi suất cao.</p>
3	 GAS	119.900	Khả quan	<p>Mặc dù LN dự kiến sẽ giảm trong năm 2023 từ mức kỷ lục của năm 2022 (-13,7% svck), chúng tôi tin rằng GAS vẫn là một lựa chọn đầu tư tốt trong dài hạn dựa trên:</p> <p>(1) Vị trí quan trọng của doanh nghiệp trong quá trình chuyển dịch sang điện khí LNG tại Việt Nam trong dài hạn với nhiều dự án kho cảng LNG đã, đang và dự kiến sẽ được triển khai (LNG Thị Vải, LNG Sơn Mỹ).</p> <p>(2) Tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ đến từ chuỗi dự án đường phát triển mỏ khí Lô B – Ô Môn.</p> <p>(3) Vị thế tài chính vững mạnh với số dư tiền mặt ròng là 30.800 tỷ đồng và tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH là -47,7% vào cuối Q1/23. Điều này có thể giúp GAS hưởng lợi từ môi trường lãi suất cao.</p>

So sánh các công ty trong ngành và Rủi ro đối với ngành

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa tr.USD	P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng trưởng	ROE (%)		ROA (%)	
		Nội tệ	Nội tệ			2023	2024	2023	2024	EPS 3 năm (%)	2023	2024	2023	2024
Công ty phân phối khí														
PV GAS	GAS VN	96.000	119.900	Khả Quan	7.810	14,4	14,0	2,9	2,7	-4,0%	20,7%	19,9%	18,3%	15,1%
Indraprastha Gas	IGL IN	480,5	NA	KKN	4.109	18,1	16,1	3,5	3,0		21,6%	20,6%	14,0%	13,7%
Toho Gas Ltd	9533 JP	2.535	NA	KKN	1.864	13,7	14,1	0,6	0,6		5,1%	4,1%	3,0%	2,4%
Petronas Gas Bhd	PTG MK	16,9	NA	KKN	7.151	18,0	17,7	2,5	2,4		13,9%	13,8%	10,6%	10,7%
China Gas Holdings	384 HK	8,9	NA	KKN	6.158	7,8	6,7	0,7	0,7		9,5%	10,4%	3,9%	4,3%
<i>Trung bình</i>						14,4	13,7	2,0	1,9		14,2%	13,8%	9,9%	9,2%
<i>Trung vị</i>						14,4	14,1	2,5	2,4		13,9%	13,8%	10,6%	10,7%
Công ty dịch vụ dầu khí														
PTSC	PVS VN	32.600	38.100	Khả Quan	662	14,7	11,8	1,2	1,1	18,4%	8,4%	9,8%	4,0%	4,7%
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	0,52	NA	KKN	178	14,1	14,1	0,5	0,5		3,5%	3,2%	2,0%	1,7%
Yinson Holdings	YNS MK	2,53	NA	KKN	1.579	10,5	9,6	1,3	1,2		14,2%	13,9%	6,0%	5,7%
Seatrium Ltd	STM SP	0,13	NA	KKN	6.301	N/A	25,0	1,0	1,0		-1,8%	2,7%	-0,9%	1,1%
Hyundai Engineering	000720 KS	40.800	NA	KKN	3.474	9,0	8,2	0,6	0,5		6,4%	6,6%	2,7%	2,9%
<i>Trung bình</i>						12,1	13,7	0,9	0,9		6,2%	7,2%	2,8%	3,2%
<i>Trung vị</i>						12,3	11,8	1,0	1,0		6,4%	6,6%	2,7%	2,9%
Công ty dịch vụ khoan dầu khí														
PV Drilling	PVD VN	24.500	29.300	Khả Quan	579	29,0	13,7	1,0	0,9	N/A	3,4%	6,8%	2,3%	4,7%
Borr Drilling Ltd	BORR NO	70,6	NA	KKN	1.664	6,0	4,7	1,5	1,2		10,0%	22,2%	23,5%	42,7%
Velesto Energy Bhd	VEB MK	0,22	NA	KKN	378	14,7	12,9	0,8	0,8		4,1%	4,8%	3,3%	3,8%
Valaris Ltd	VAL US	56,6	NA	KKN	4.252	8,2	3,9	3,0	2,1		6,5%	33,0%	1,1%	9,0%
Transocean	RIG US	6,0	NA	KKN	4.591	14,3	10,1	0,4	0,4		-5,1%	2,4%	-2,0%	0,6%
<i>Trung bình</i>						14,4	9,1	1,3	1,1		3,8%	13,9%	5,6%	12,2%
<i>Trung vị</i>						14,3	10,1	1,0	0,9		4,1%	6,8%	2,3%	4,7%
Công ty vận tải dầu khí														
PVTrans	PVT VN	21.350	26.300	Khả Quan	294	7,9	7,2	1,1	1,0	5,8%	14,0%	14,2%	5,9%	6,2%
Vietnam Tanker JSC	VTO VN	8.910	NA	KKN	30	N/A	N/A	N/A	N/A		N/A	N/A	N/A	N/A
Great Eastern Shipping	GESCO IN	716	NA	KKN	1.248	6,4	8,2	0,9	0,8		14,7%	10,3%	N/A	N/A
Thoresen Thai Agencies PCL	TTA TB	6,6	NA	KKN	341	5,7	8,6	0,5	0,4		8,0%	4,9%	6,7%	6,6%
MISC Bhd	MISC MK	7,2	NA	KKN	6.825	14,1	13,9	0,8	0,8		5,9%	5,6%	3,8%	3,6%
<i>Trung bình</i>						8,5	9,5	0,8	0,8		10,6%	8,7%	5,5%	5,5%
<i>Trung vị</i>						7,2	8,4	0,9	0,8		11,0%	7,9%	5,9%	6,2%
Công ty lọc hóa dầu														
Lọc hóa dầu Bình Sơn	BSR VN	17.500	22.600	Khả Quan	2.306	6,9	8,5	1,0	0,9	-20,9%	14,9%	11,4%	10,2%	8,3%
IRPC	IRPC TB	2,3	NA	KKN	1.323	16,4	10,2	0,6	0,5		3,6%	6,1%	1,7%	2,8%
Star Petroleum Refining	SPRC TB	8,3	NA	KKN	1.016	6,6	6,2	0,9	0,8		13,4%	13,0%	7,8%	8,7%
PTT Global Chemical	PTTGC TB	37,0	NA	KKN	4.704	14,8	8,6	0,6	0,5		3,8%	6,1%	1,8%	2,8%
Hindustan Petroleum	HPCL IN	270	NA	KKN	4.670	5,7	5,1	1,2	1,0		18,4%	20,3%	4,2%	5,5%
<i>Trung bình</i>						10,1	7,7	0,8	0,8		10,8%	11,4%	5,1%	5,6%
<i>Trung vị</i>						6,9	8,5	0,9	0,8		13,4%	11,4%	4,2%	5,5%
Công ty phân phối xăng dầu														
Petrolimex	PLX VN	37.550	45.600	Khả Quan	2.028	12,8	11,6	1,8	1,7	47,2%	14,7%	15,2%	5,1%	5,7%
PVOil	OIL VN	10.400	NA	KKN	457	15,5	15,5	1,0	1,0		6,5%	6,7%	6,5%	NA
PTT Oil & Retail	OR TB	20,6	NA	KKN	7.018	19,7	17,9	2,2	2,1		11,4%	11,5%	5,3%	5,9%
Petronas Daqangan Bhd	PETD MK	21,8	NA	KKN	4.623	23,4	22,4	3,7	3,7		16,4%	16,8%	9,1%	9,4%
Thai Oil PCL	TOP TB	43,8	NA	KKN	2.774	7,2	7,2	0,6	0,6		8,5%	8,1%	3,3%	3,4%
<i>Trung bình</i>						15,7	14,9	1,9	1,8		11,5%	11,6%	5,9%	6,1%
<i>Trung vị</i>						15,5	15,5	1,8	1,7		11,4%	11,5%	5,3%	5,8%

Những rủi ro chính đối với ngành Dầu khí bao gồm:

- Giá dầu thấp hơn kỳ vọng do việc giá dầu giảm sâu có thể làm suy yếu nền tảng cơ bản của ngành cũng như tâm lý thị trường đối với giá cổ phiếu Dầu khí.
- Việc chậm trễ hơn nữa trong việc triển khai các dự án E&P, đặc biệt là một số dự án lớn như Lô B – Ô Môn, vì nó sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến khối lượng công việc tiềm năng cho các DN dịch vụ thượng nguồn cũng như nguồn cung dầu khí trong nước trong dài hạn.

Hàng không

Chào đón du khách quay trở lại

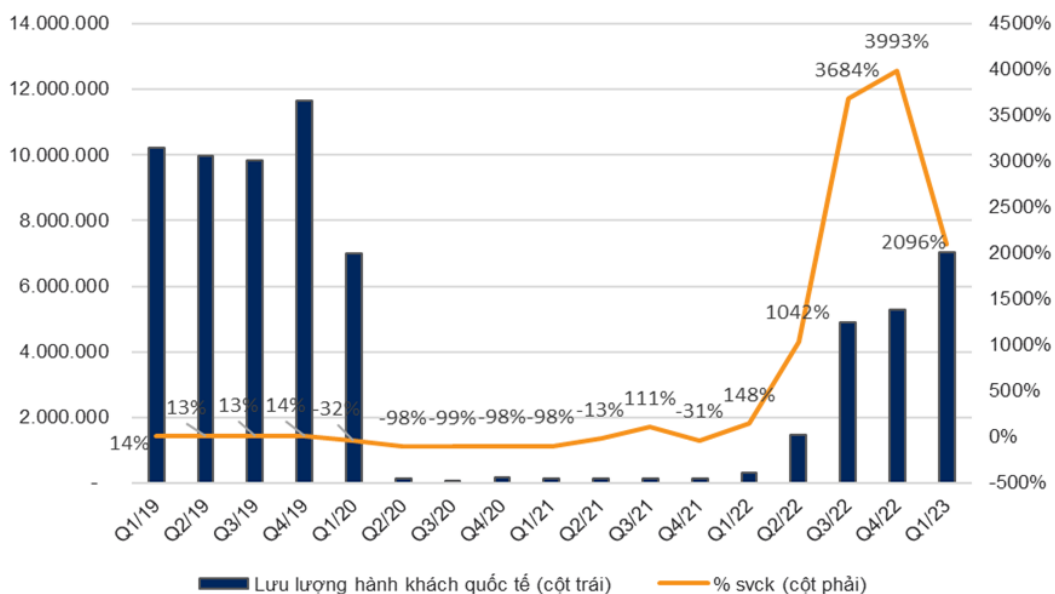
146

VNDIRECT

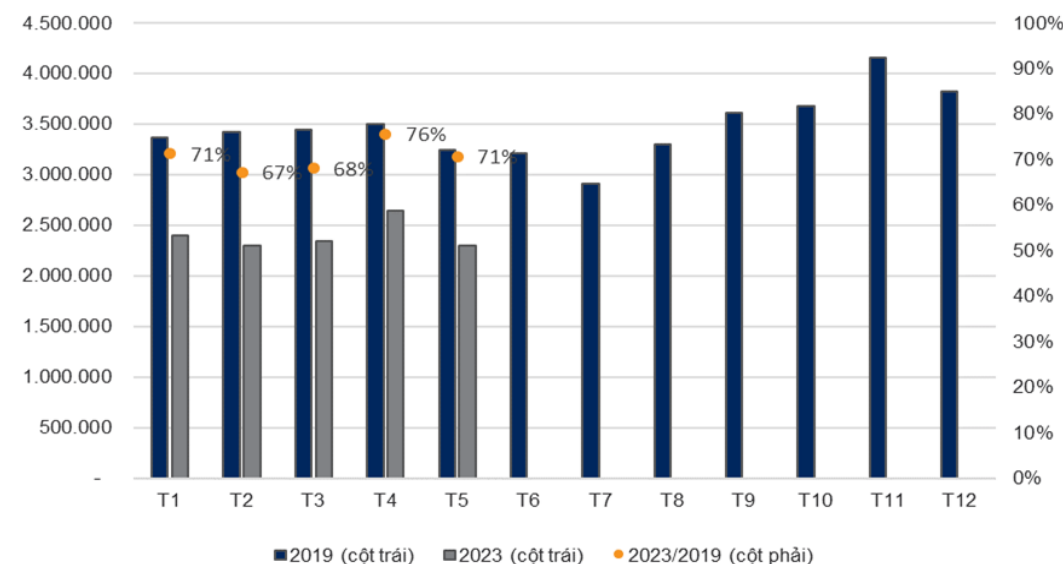


Lưu lượng hành khách quốc tế phục hồi mạnh mẽ

Lưu lượng hành khách quốc tế ghi nhận kết quả ấn tượng (Đơn vị: Hành khách)



Lưu lượng hành khách theo tháng (Đơn vị: Hành khách)



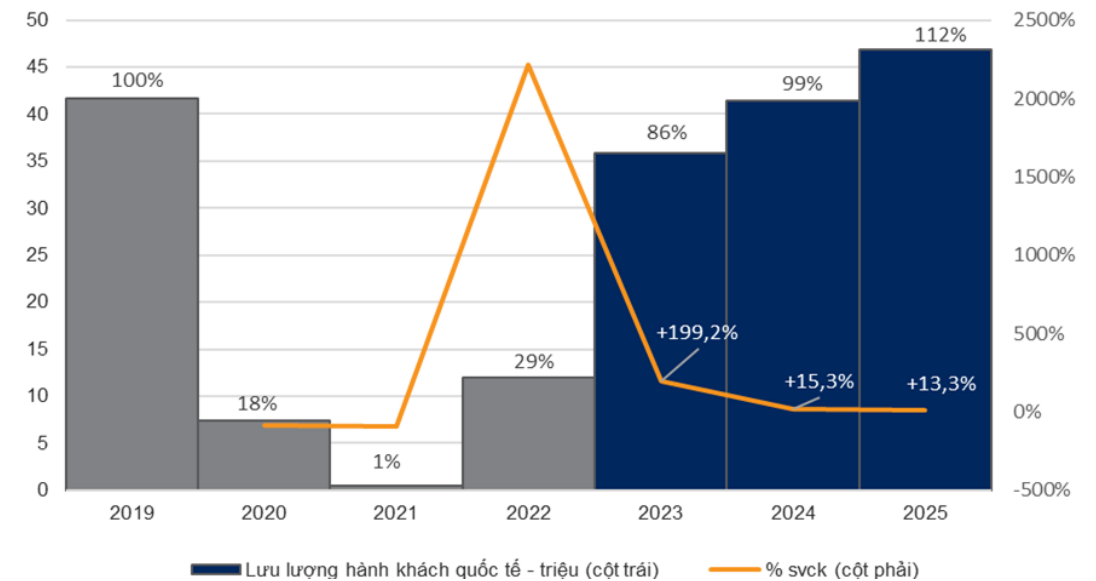
- Lưu lượng hành khách quốc tế đã tăng gần 21 lần svck trong Q1/23. Trong 5T23, lượng hành khách quốc tế đã tăng 680% svck lên 12 triệu khách, phục hồi 71% so với mức trước đại dịch Covid.
- Mặc dù ghi nhận mức phục hồi ấn tượng tuy nhiên tỷ trọng hành khách Trung Quốc vẫn còn khiêm tốn. Lượng khách Trung Quốc trong T523 phục hồi 34% so với mức trước Covid do Trung Quốc chỉ mới nới lỏng chính sách cấp thị thực với Việt Nam kể từ T3/23.

Thị trường quốc tế trở thành động lực tăng trưởng

Tỷ lệ phục hồi lưu lượng hành khách quốc tế theo ước tính, trong kịch bản cơ sở của chúng tôi

Quốc gia	Tỷ trọng								
	2019	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
Trung Quốc	34,5%	4%	5%	15%	20%	20%	30%	60%	90%
Hàn Quốc	25,5%	5%	20%	40%	70%	90%	100%	100%	105%
ĐNA	12,5%	5%	50%	80%	90%	100%	100%	105%	110%
Châu Âu	8,1%	5%	20%	40%	60%	90%	100%	100%	105%
Nhật Bản	5,6%	6%	20%	40%	60%	80%	100%	100%	105%
Đài Loan	5,5%	4%	10%	20%	40%	60%	80%	100%	100%
Mỹ	4,5%	5%	20%	40%	60%	80%	100%	100%	105%
Nga	3,8%	5%	10%	20%	50%	80%	90%	100%	100%
Ấn Độ	0,0%	5%	20%	40%	60%	80%	100%	100%	100%
Tổng cộng	100,0%	5%	19%	37%	54%	68%	79%	92%	105%
		28,5%				86,1%			

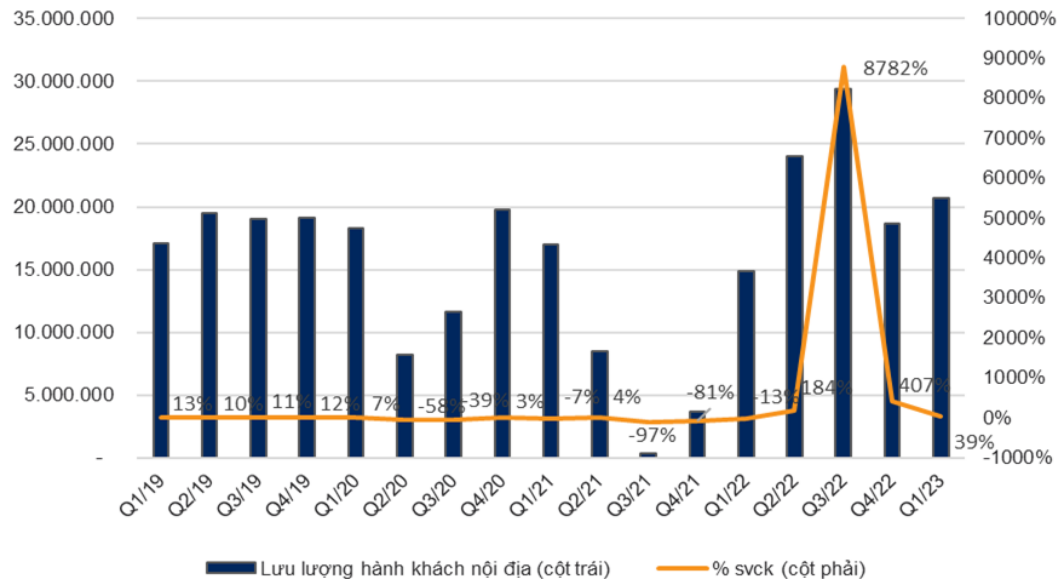
Dự phóng lưu lượng khách quốc tế trong trung hạn của Việt Nam



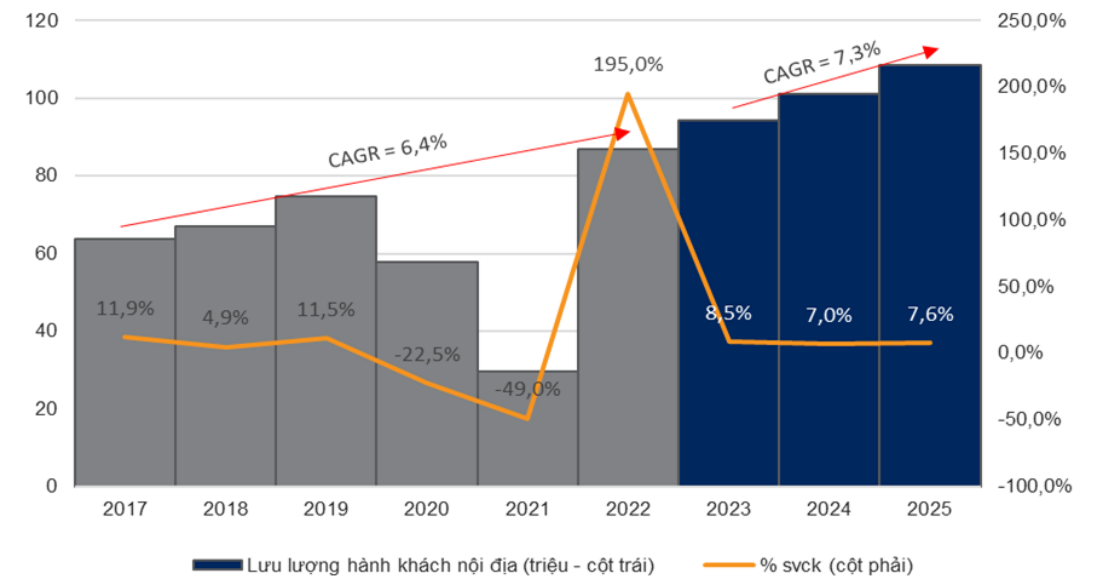
- Chúng tôi kỳ vọng Trung Quốc sẽ là động lực chính cho sự phục hồi lưu lượng hành khách quốc tế vào năm 2023. Lượng hành khách Trung Quốc đến Việt Nam có thể phục hồi mạnh từ Q2/23 và phục hồi tới 90% về mức trước dịch trong cuối năm 2023.
- Cùng với lưu lượng hàng không đến các quốc gia khác sẽ hoàn toàn phục hồi vào cuối năm 2023, chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế của Việt Nam sẽ tăng 199% svck lên 35,9 triệu khách trong 2023 (86% so với mức trước dịch) và có thể tiếp tục tăng 15,3% svck lên 41,4 triệu khách trong năm 2024 (99% mức trước dịch).

Trong khi tăng trưởng nội địa đang chậm lại

Tăng trưởng lưu lượng khách nội địa đang chậm lại



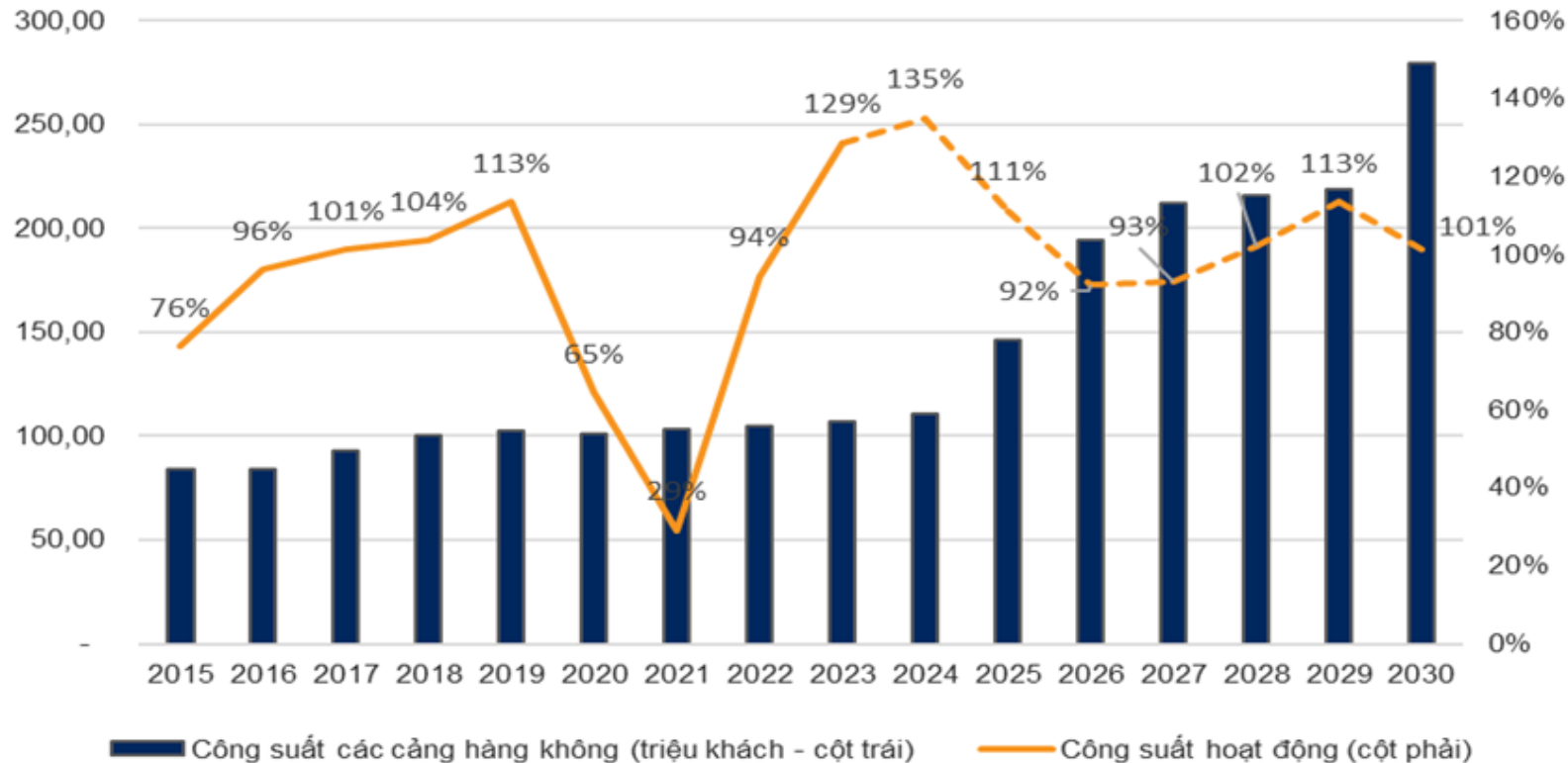
Dự phóng lưu lượng khách nội địa trong trung hạn của Việt Nam



- Trong Q1/23, lượng khách nội địa đã tăng 39% svck từ mức nền thấp trong Q1/22. Tuy nhiên, trong 5T23, tỷ lệ tăng trưởng sản lượng khách nội địa đã giảm tốc xuống còn 5,7% svck do (1) mức nền cao trong Q2/22 và (2) người dân hiện có nhiều lựa chọn hơn cho việc du lịch quốc tế.
- Trong giai đoạn 2017-22, lượng hành khách nội địa đã tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 6,4% khi chịu nhiều tác động đến từ những yếu tố bất ngờ. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng lượng khách nội địa có thể tăng trưởng với tốc độ CAGR là 7,3% trong giai đoạn 2023-25.

Thiếu hụt cơ sở hạ tầng hàng không có thể trở nên nghiêm trọng hơn vào năm 2023-24 trước khi được nới lỏng từ năm 2025

Dự phóng công suất hoạt động các cảng hàng không Việt Nam đến năm 2030



- Thiếu hụt công suất là vấn đề cấp bách khiến cơ sở hạ tầng hàng không không theo kịp tốc độ tăng trưởng nhu cầu hàng không trong thời gian tới và các cảng hàng không Việt Nam có thể rơi vào tình trạng quá tải nặng nề.
- Chúng tôi ước tính các cảng hàng không Việt Nam có thể mở rộng công suất thiết kế lên tới 129%/135% trong năm 2023-24 trước khi giảm từ năm 2025 khi nhiều dự án cơ sở hạ tầng hàng không trọng điểm được triển khai như nhà ga T3 tại Sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA) và mở rộng T2 tại Sân bay quốc tế Nội Bài (NIA). Đáng chú ý, dự án T3 đã khởi công vào cuối T12/22 và có thể được đưa vào khai thác từ Q4/24.

Đẩy nhanh xây dựng cơ sở hạ tầng hàng không

Dự án sân bay quốc tế Long Thành có thể chậm tiến độ

Hạng mục	Nửa cuối 2021		Nửa cuối 2022		Nửa cuối 2023		Nửa cuối 2024		Nửa cuối 2025		Nửa cuối 2026	
	6T21	2021	6T22	2022	6T23	2023	6T24	2024	6T25	2025	6T26	2026
Đền bù và GPMB												
Rà soát bom mìn												
Xây dựng tường rào												
Thiết kế kỹ thuật												
Sàn nền thoát nước												
Xây dựng móng												
Xây dựng nhà ga												
Xây dựng khu bay												
Xây dựng các tòa nhà quản lý												
Xây dựng các công trình phục vụ quản lý bay												
Hệ thống hỗ trợ												
Chính thức vận hành												

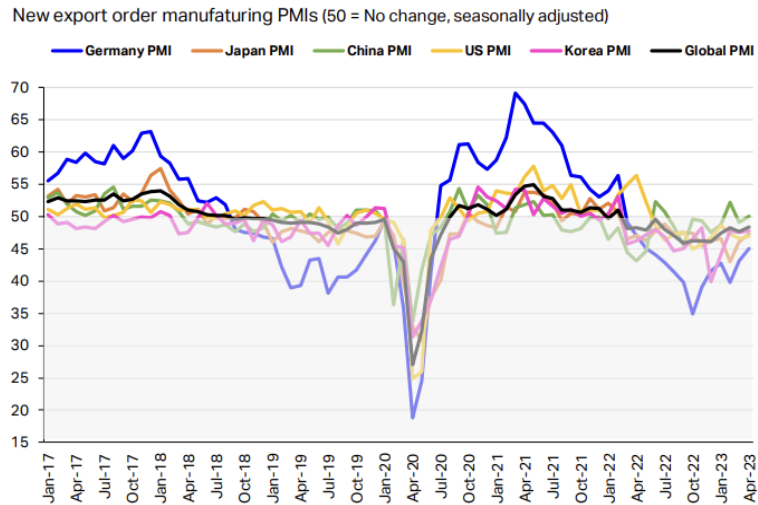
Các dự án hạ tầng hàng không trọng điểm trong những năm tới

Dự án	CAPEX (tỷ đồng)	Công suất thiết kế hiện tại (triệu khách)	Công suất mở rộng (triệu khách)	Chủ đầu tư	Kế hoạch xây dựng										
					2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030			
Long Thành GD1	109.000	0,0	25,0	ACV											
Long Thành GD2	76.600	25,0	25,0	ACV											
Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất	10.990	30,0	20,0	ACV											
Mở rộng nhà ga T2 Nội Bài	4.983	25,0	5,0	ACV											
Nhà ga T2 Cát Bi - Hải Phòng	2.405	2,0	5,0	ACV											
Sân bay Phan Thiết	13.833	0,0	2,0	BOT											
Sân bay Sapa	3.651	0,0	1,5	BOT											
Sân bay Quảng trị	2.913	0,0	1,0	T&T											
Sân bay Nà Sản	2.500	0,0	1,0	BOT											
Sân bay Lai Châu	4.350	0,0	0,5	BOT											
Mở rộng sân bay Điện Biên	1.467	0,3	0,5	ACV											

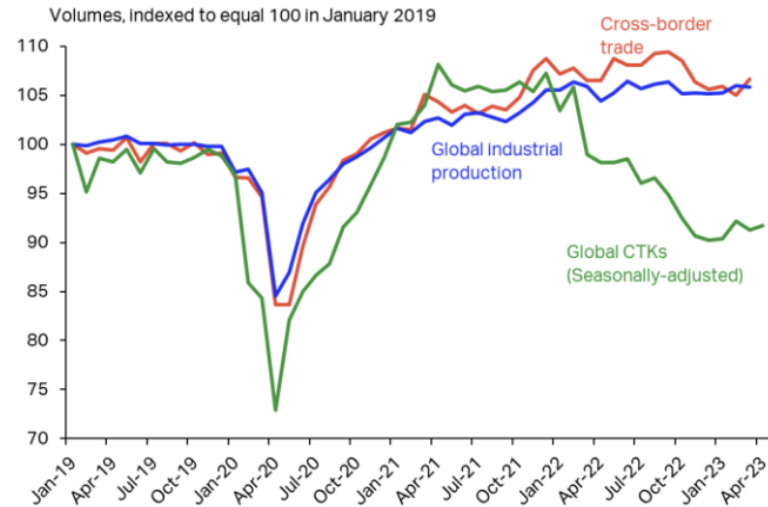
- Về công tác giải phóng mặt bằng (GPMB), hiện chỉ còn 0,33% diện tích giai đoạn 1 chưa được bàn giao. Trong khi đó, việc rà soát bom mìn và xây dựng tường rào đã hoàn thành.
- Gói thầu xây dựng nhà ga đã chính thức được mở thầu lần 2 vào ngày 12/06/2023. Chúng tôi tin rằng gói thầu quan trọng này sẽ tìm được nhà đầu tư và chính thức khởi công trong T8/23 (sau 2 tháng đấu thầu), đảm bảo chính thức đưa vào khai thác toàn bộ dự án vào cuối năm 2026.
- Nhiều dự án sân bay quan trọng khác cũng sẽ được khởi công và đưa vào khai thác vào cuối năm 2025 như T2 Hải Phòng, Phan Thiết, Sapa...

Cảng hàng hóa hàng không: Phục hồi chậm

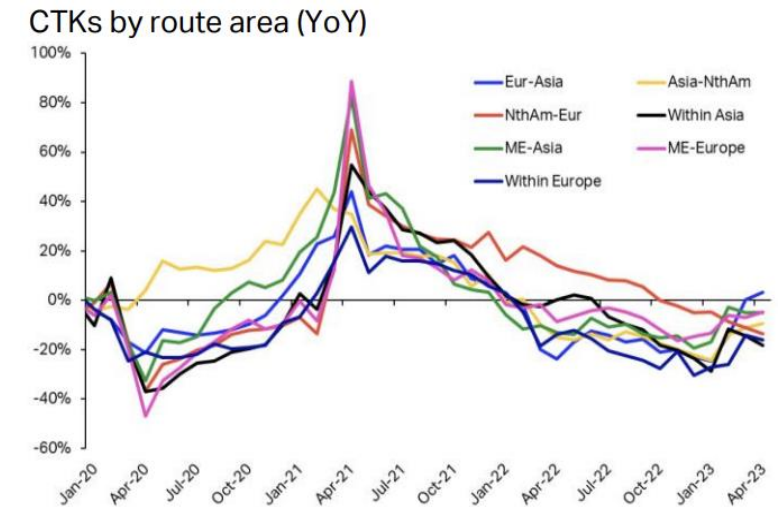
Đơn hàng xuất khẩu mới dường như chạm đáy tại Mỹ và EU



Xu hướng phân hóa giữa các CTK (tấn hàng/km) toàn cầu và thương mại & sản xuất công nghiệp toàn cầu



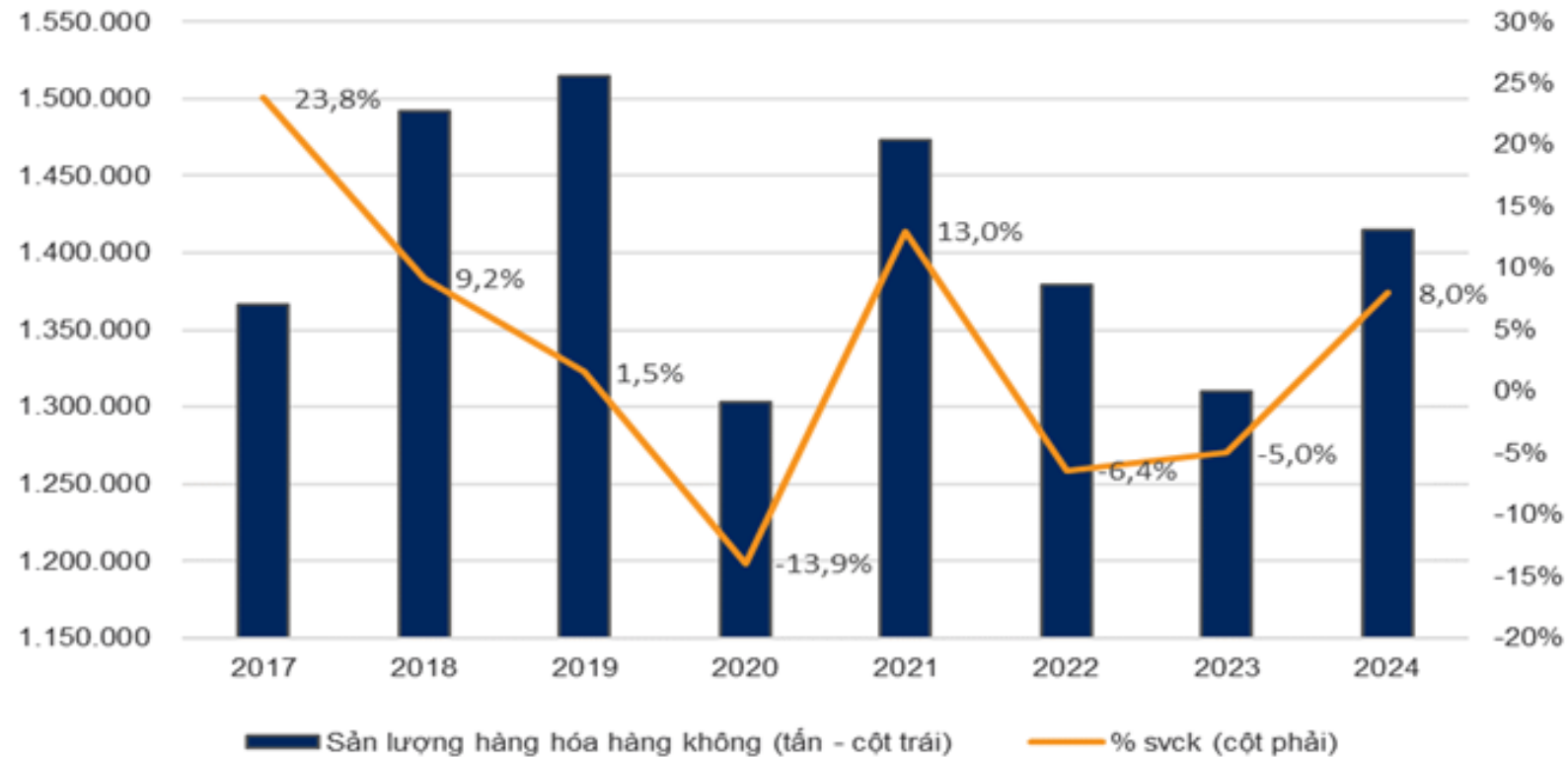
CTK theo khu vực tuyến đường



- Chỉ số PMI cho các đơn hàng xuất khẩu mới trên toàn cầu đã có sự cải thiện, mặc dù đây vẫn là mức dưới ngưỡng trung bình. Tại các thị trường Mỹ và EU, chỉ số PMI đã có sự cải thiện liên tục gần đây, cho thấy tốc độ suy thoái tại các nền kinh tế này đang chậm lại.
- Xu hướng phân hóa CTK toàn cầu có thể do sản lượng hàng hóa hàng không giảm chậm hơn so với mức sản lượng hàng hóa đường biển trong cùng kỳ. Trong T3/23, sản lượng hàng hóa hàng không vẫn cao hơn 45% so với sản lượng năm 2019, trong khi sản lượng container đã giảm xuống còn 8% so với mức của năm 2019.
- Do đó, thị trường vận tải hàng không giữa châu Á và Mỹ & EU dường như đã chạm đáy nhưng vẫn phục hồi chậm.



Sản lượng hàng hóa hàng không của Việt Nam có thể chạm đáy trong Q3/23

Sản lượng hàng hóa hàng không Việt Nam năm 2023-24



- Trong 4T23, sản lượng hàng hóa thông qua vận tải hàng không của Việt Nam giảm 24,3% svck, chủ yếu do lượng hàng hóa quốc tế giảm 32,1% svck.
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa hàng không sẽ bắt đầu phục hồi từ Q4/23 nhờ (1) phục vụ nhu cầu bổ sung hàng hóa cho các đợt mua hàng cuối năm tại Mỹ và EU, (2) sản xuất thiết bị điện tử và di động phục hồi cho vòng chu kỳ sản phẩm mới và (3) mức nền thấp Q4/22.

Cổ phiếu ưa thích: ACV và AST

STT	Mã	Giá mục tiêu 1 năm (VND/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	ACV 	117.900	KHẢ QUAN	<p>(1) ACV hiện đang chờ phê duyệt báo cáo quyết toán IPO để có thể niêm yết trên HSX. Báo cáo đã được đệ trình lên Siêu Ủy ban.</p> <p>(2) Kế hoạch tiềm năng chia cổ tức bằng cổ phiếu: Chính phủ đã chấp thuận cho ACV giữ lại lợi nhuận trước năm 2021 để tái đầu tư. Chúng tôi kỳ vọng kế hoạch cổ tức bằng cổ phiếu tiềm năng là 44%.</p> <p>(3) Kế hoạch hợp nhất tài sản sân bay dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2025.</p> <p>(4) Chúng tôi dự báo LNST của ACV tăng trưởng 27,0%/6,8% trong 2023-24.</p>
2	AST 	85.700	KHẢ QUAN	<p>(1) Trong giai đoạn khó khăn, AST đã chớp thời cơ mở rộng chuỗi bán lẻ, qua đó tổng số cửa hàng bán lẻ tăng từ 92 trước giai đoạn đại dịch lên 120 vào năm 2022 (+30,4%). Kết hợp với sự phục hồi doanh số cùng cửa hàng khi hàng không Việt Nam phục hồi, đặc biệt là vận tải hàng không quốc tế, LN ròng trong năm 2023 của AST có khả năng vượt qua mức đỉnh thiết lập trong năm 2019.</p> <p>(2) Dựa trên sự phục hồi lưu lượng hàng không và việc mở rộng chuỗi bán lẻ của AST, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của AST sẽ tăng 732,6%/10,7% svck trong năm 2023-24.</p>
3	SCS	102.600	KHẢ QUAN	<p>(1) SCS là nhà ga hàng hóa duy nhất tại Sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA) có khả năng mở rộng công suất thêm 75%.</p> <p>(2) KQKD của SCS có thể phục hồi từ Q4/23 sau sự phục hồi của thị trường hàng hóa hàng không Việt Nam. Chúng tôi dự báo LNST của SCS sẽ giảm 5,8% svck trong năm 2023 trước khi phục hồi 10,6% svck trong năm 2024.</p> <p>(3) SCS đang cung cấp cho ACV những hiểu biết sâu sắc về cách bố trí nhà ga hàng hóa hàng không dựa trên kinh nghiệm của SCS và chúng tôi tin rằng SCS có nhiều lợi thế trong việc đấu thầu nhà ga hàng hóa hàng không tại Sân bay quốc tế Long Thành (LTIA).</p>

Dự phóng KQKD năm 2023-24 các cổ phiếu mà chúng tôi theo dõi

Tỷ đồng	ACV			AST			VJC			SCS		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu	13.834	20.844	23.632	604	1.554	1.848	39.342	50.385	88.341	851	822	977
% svck	191,1%	50,7%	13,4%	291,8%	157,4%	18,9%	211,8%	28,1%	75,3%	1,4%	-3,4%	18,8%
Biên LN gộp (%)	47,4%	57,2%	57,4%	52,9%	51,8%	51,4%	-5,5%	4,6%	7,4%	82,0%	83,7%	85,3%
Biên EBITDA (%)	81,3%	77,7%	75,9%	11,2%	17,8%	18,8%	-8,4%	2,7%	5,5%	87,0%	92,1%	91,6%
LN ròng	6.236	7.923	8.465	23	193	213	(2.172)	1.317	3.533	646	609	673
% svck	1199,9%	27,0%	6,8%	N/A	732,6%	10,7%	-3133,5%	N/A	168,3%	14,6%	-5,8%	10,6%
EPS (đ/cp)	2.864	3.639	3.888	514	4.283	4.740	(4.148)	2.515	6.745	6.883	6.483	7.170
BVPS (đ/cp)	20.099	23.655	27.349	8.769	13.070	20.846	27.932	34.046	40.432	15.271	16.894	18.664
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	10.010	7.546	(5.200)	3.950	6.336	13.729	(30.121)	(27.129)	(31.668)	9.017	9.555	10.111
Nợ/VCSH (lần)	0,26	0,47	0,80	0,08	0,13	0,10	1,30	1,10	1,20	0,00	0,00	0,00
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,8%	7,1%	7,8%
ROAE (%)	15,3%	16,6%	15,2%	6,0%	39,4%	35,2%	-13,5%	7,6%	18,1%	48,2%	40,3%	40,3%
ROAA (%)	10,8%	11,1%	8,6%	4,3%	24,4%	19,9%	-3,7%	2,3%	5,0%	43,5%	37,5%	37,8%

So sánh giữa các công ty trong ngành

Tên công ty	Mã công ty	Giá trị	Giá mục	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E		Tăng trưởng	P/BV		ROE (%)		EV/EBITDA	
		trường	tiêu			Triệu USD	2023	2024	CAGR (%)	2023	2024	2023	2024	2023
		Nội tệ	Nội tệ											
Cảng hàng không														
TCT Cảng hàng không Việt Nam	ACV VN	75.000,0	117.900	Khả quan	7.209	20,6	19,3	119,0	3,2	2,7	16,6	15,2	12,0	10,9
Airport of Thailand	AOT TB	71,3	N/A	KKN	28.575	91,0	36,6	NA	9,1	7,9	10,5	22,9	41,0	22,8
Shanghai International Air-A	600009 CH	45,4	N/A	KKN	15.612	57,3	25,0	NA	2,7	2,4	4,9	10,5	26,5	17,5
Beijing Capital Intl Airpo-H	694 HK	5,0	N/A	KKN	2.940	NA	16,0	NA	1,3	1,2	-2,3	8,3	21,5	8,2
Japan Airport Terminal Co	9706 JP	6.597,0	N/A	KKN	4.256	81,9	39,9	NA	3,9	3,7	4,8	9,0	17,4	12,9
Shenzen Airport Co-A	000089 CH	6,9	N/A	KKN	1.957	181,8	29,4	NA	1,3	1,3	0,2	4,0	19,1	12,6
Malaysia Airports Holdings	MAHB MK	N/A	N/A	KKN	N/A	28,3	17,2	NA	1,6	1,5	5,9	9,1	7,8	6,6
Trung bình						76,8	26,2		3,3	3,0	5,8	11,3	20,8	13,1
Bán lẻ hàng không														
CTCP DV Hàng không Sân bay TSN	SAS VN	24.900,0	N/A	KKN	141,0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
CTCP DV Sân bay Quốc tế Cam Ranh	CIA VN	11.700,0	N/A	KKN	9,3	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
CTCP DV Hàng không Sân bay ĐN	MAS VN	34.200,0	N/A	KKN	6,2	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
CTCP DV Hàng không Taseco	AST VN	58.400,0	85.700	Khả quan	111,5	13,6	12,3	281,4	4,5	2,8	39,4	35,2	8,9	8,2
Trung bình						13,6	12,3		4,5	2,8	39,4	35,2	8,9	8,2
Hàng không giá rẻ														
CTCP Hàng không Vietjet	VJC VN	94.000,0	132.000	Nắm giữ	2.160,3	37,4	13,9	-40,6	2,8	2,3	7,6	18,1	17,3	8,6
CEBU AIR INC	CEB PM	36,8	N/A	KKN	412,0	10,4	4,0	NA	NA	6,1	112,3	-101,4	5,6	3,7
ASIA AVIATION PCL	AAV TB	2,7	N/A	KKN	928,9	42,2	17,1	-299,2	3,7	3,1	10,1	18,7	9,3	8,6
Trung bình						52,7	22,8		2,2	1,9	-4,5	16,1	45,8	10,1
Cảng hàng hóa hàng không														
Xiamen Interna-A	600897 CH	20,6	N/A	KKN	846,2	13,6	11,9	-55,1	1,5	1,4	11,4	12,3	6,0	5,3
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn	SCS VN	69.000,0	102.600	Khả quan	276,3	10,6	14,3	12,6	4,1	3,7	40,3	40,3	6,4	7,1
Trung bình						12,1	13,1		2,8	2,6	25,8	26,3	6,2	6,2

Dữ liệu cập nhật ngày 26/06/2023. Tất cả các ước tính cho cổ phiếu không khuyến nghị đều dựa trên ước tính của Bloomberg.

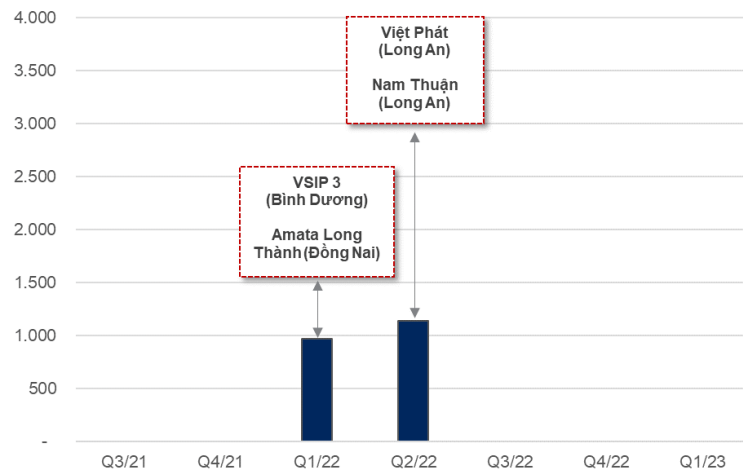
Bất động sản Khu công nghiệp

**Nhìn triển vọng ngắn hạn qua lăng kính
thận trọng**

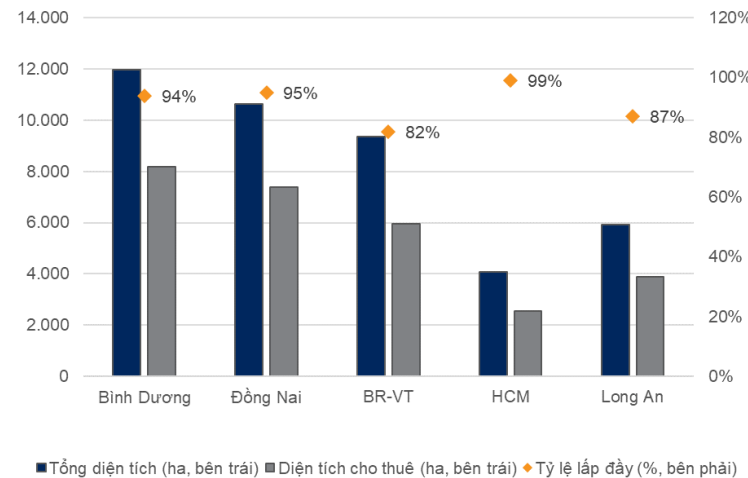


Thị trường miền Nam: Thiếu hụt nguồn cung mới kéo dài đẩy giá thuê tăng cao

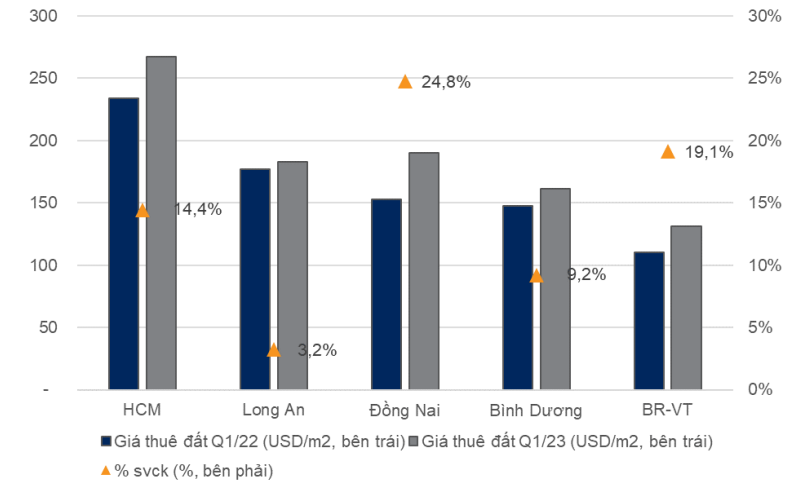
Thêm một quý vắng bóng nguồn cung mới tại thị trường phía Nam,... (diện tích cho thuê, ha)



... giúp cho tỷ lệ lấp đầy được cải thiện ở tất cả các tỉnh



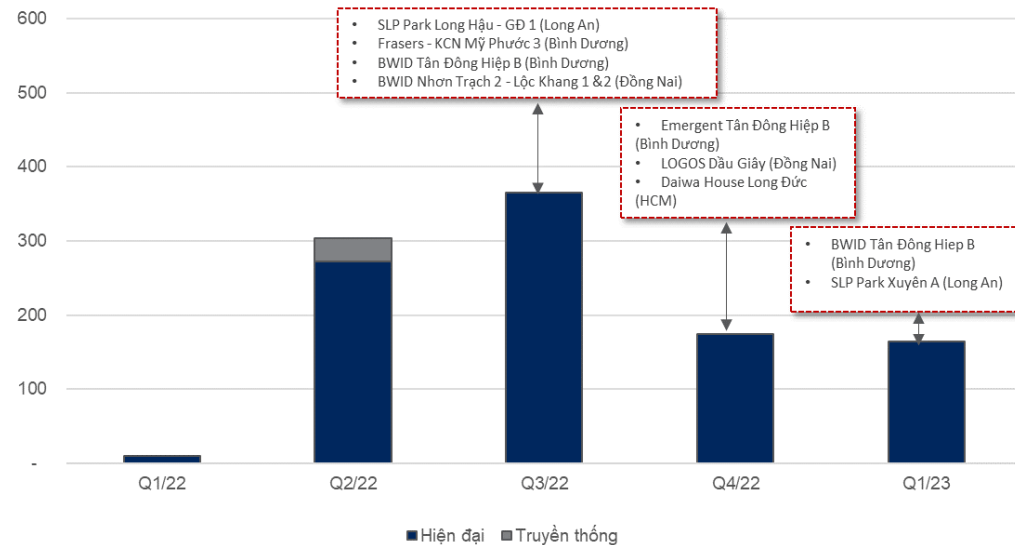
Giá thuê đất tại Đồng Nai ghi nhận mức tăng cao nhất (+24,8% svck) trong số các KCN phía Nam trong Q1/23



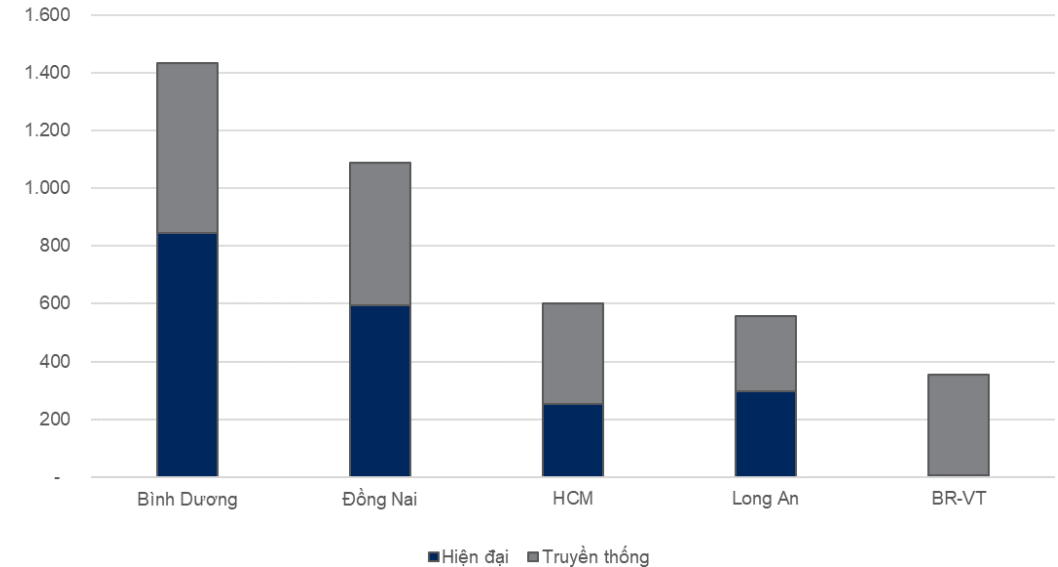
- Thị trường miền Nam tiếp tục chứng kiến một quý khan hiếm nguồn cung mới khi không có dự án mới nào đi vào hoạt động trong Q1/23. Tổng diện tích đất KCN tăng 5,3% svck và không đổi sv quý trước ở mức khoảng 41.950 ha, trong đó 66,6% là diện tích cho thuê, khoảng 27.950 ha (+13,2% svck).
- Với nhu cầu cao trong khi nguồn cung mới thiếu hụt, 5 tỉnh/thành phố công nghiệp trọng điểm miền Nam đều chia sẻ chung một kịch bản: xu hướng tăng ở cả giá thuê và tỷ lệ lấp đầy. Theo đó, giá thuê trung bình và tỷ lệ lấp đầy tăng lần lượt 21,8% svck lên 185 USD/m2/thời hạn thuê và 0,5 điểm % svck lên 87%. Đồng Nai tiếp tục duy trì vị trí dẫn đầu về tăng trưởng giá thuê trong Q1/23.

Thị trường miền Nam: Xu hướng chuyển dịch sang Nhà kho hiện đại

Ngày càng có nhiều nguồn cung mới hiện đại thay thế nguồn cung truyền thống (Đơn vị: 1.000 m²)



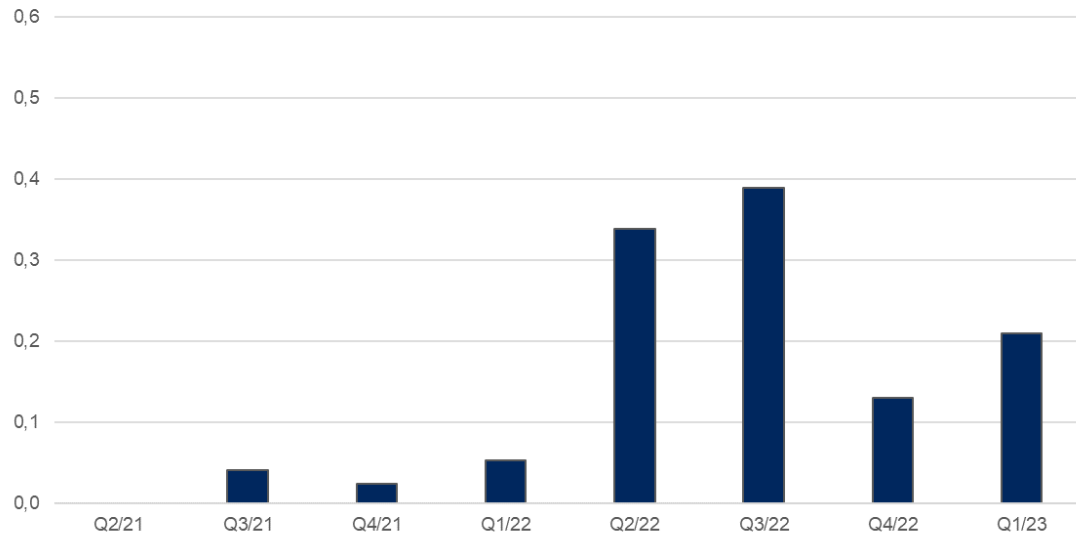
Bình Dương giữ vững vị trí dẫn đầu, chiếm 37% tổng nguồn cung nhà kho (Đơn vị: 1.000 m²)



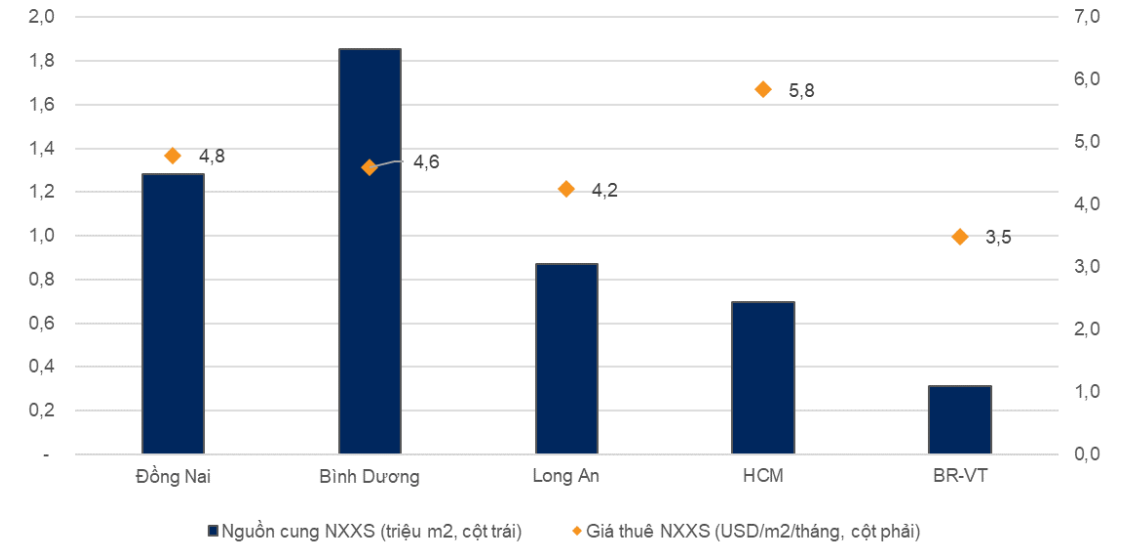
- Mạng nhà kho (NK) tại thị trường miền Nam chào đón lượng lớn nguồn cung mới hiện đại trong Q1/23, khoảng 164 tr m² đến từ việc ra mắt một số dự án như BWID Tân Đông Hiệp B và SLP Park Long Xuyên. Tổng nguồn cung nhà kho tăng 33,2% svck lên 4,04 tr m², trong đó 49,5% là nguồn cung hiện đại.
- BW Industrial Development (BWID) và Mapletree tiếp tục duy trì vị trí dẫn đầu, lần lượt chiếm 37% và 21% tổng nguồn cung. Top 3 thị phần theo tỉnh thành đến từ Bình Dương, Đồng Nai và TP.HCM với tỷ trọng nguồn cung Hiện đại và Truyền thống tương đối đồng đều.

Thị trường miền Nam: NXXS tiếp tục duy trì ổn định

Thị trường miền Nam đón nguồn cung mới lớn trong Q1/23, chủ yếu đến từ Đồng Nai và Bình Dương (Đơn vị: m2)



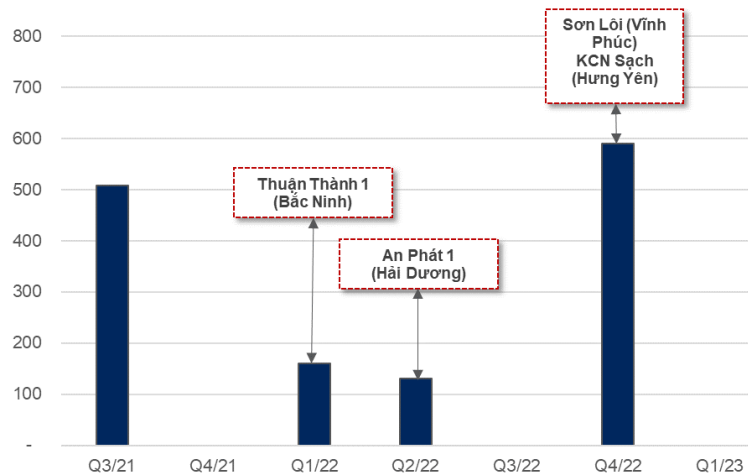
Giá thuê NXXS trung bình tăng 8,1% svck và không đổi so với quý trước ở mức 4,75 USD/m2/tháng



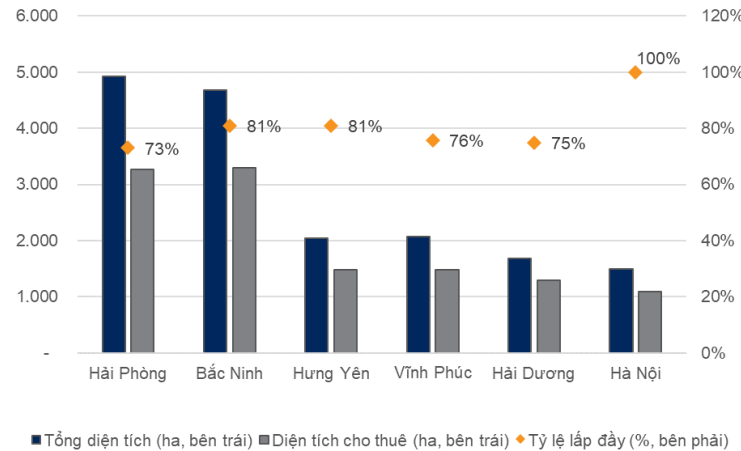
- Mạng nhà xưởng xây sẵn (NXXS) tại thị trường miền Nam chứng kiến sự gia tăng mạnh mẽ với hơn 0,21 tr m2 nguồn cung mới trong Q1/23, nâng tổng nguồn cung lên khoảng 5,02 tr m2. Đồng Nai và Bình Dương đóng góp nhiều nhất vào nguồn cung mới trong Q1/23, lần lượt chiếm 45% và 32%.
- Mặc dù lượng lớn nguồn cung mới được đưa vào hoạt động trong Q1/23, nhưng giá thuê NXXS trung bình không đổi so với quý trước ở mức 4,75 USD/m2/tháng và tỷ lệ lấp đầy giảm 0,8 điểm % xuống còn 82,4%.

Thị trường miền Bắc: Tiếp tục cho thấy hiệu quả tốt

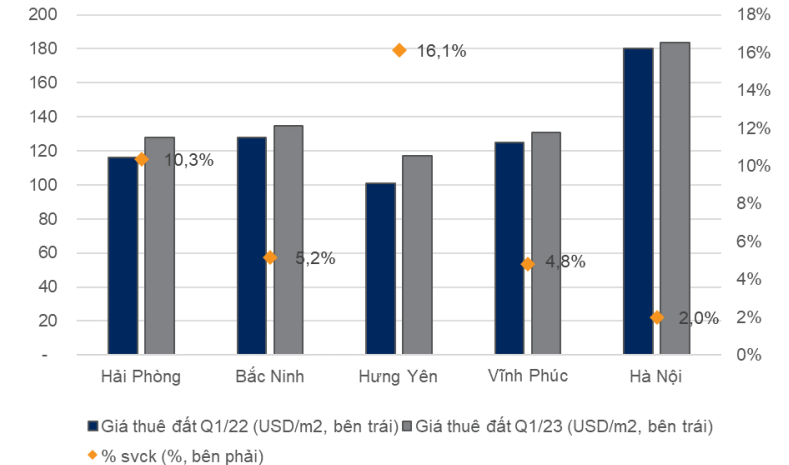
Không có nguồn cung mới nào được đưa vào hoạt động trong Q1/23 (diện tích cho thuê, ha)



Tỷ lệ lấp đầy trung bình tăng 1% sv quý trước và 0,3% svck lên 80% vào cuối Q1/23



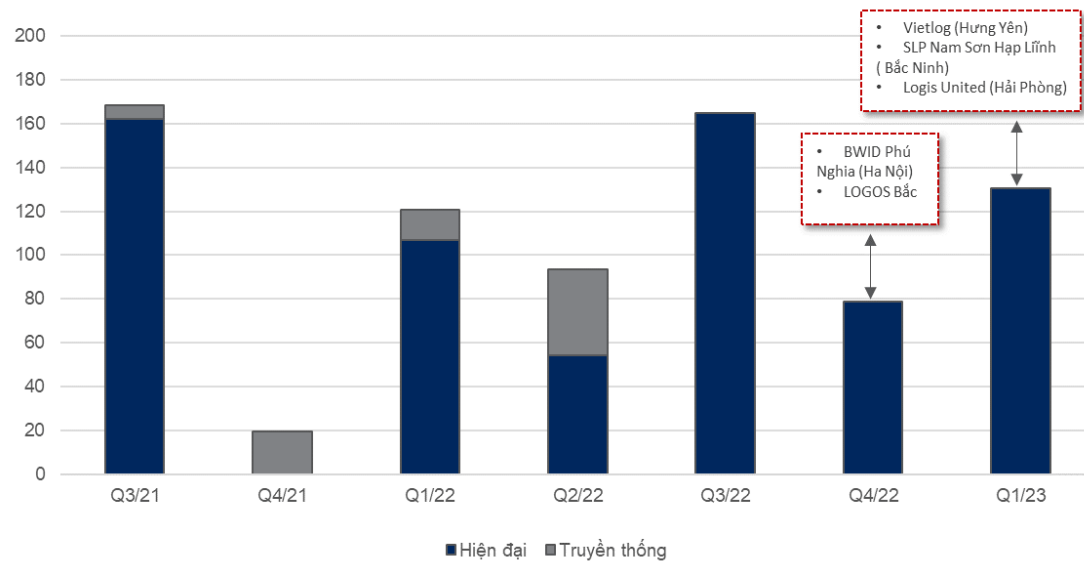
Hưng Yên là điểm nóng với giá thuê tăng cao nhất trong Q1/23



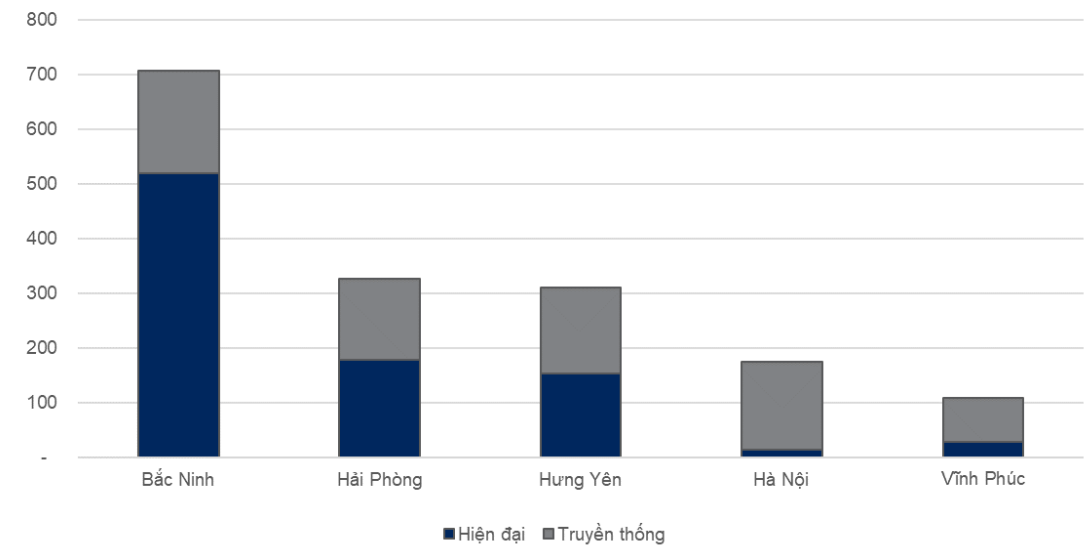
- Sau mức tăng ấn tượng trong Q4/22, không có nguồn cung mới nào được đưa vào hoạt động trong Q1/23. Tổng diện tích đất tăng 6,5% svck và không đổi sv quý trước ở mức 16.915 ha. Tổng diện tích cho thuê ổn định ở mức 11.923ha, chiếm 70,5% tổng diện tích đất. Hải Phòng vẫn giữ vững vị trí dẫn đầu thị trường miền Bắc, chiếm 29,1% tổng diện tích đất.
- Tương tự miền Nam, thiếu nguồn cung mới đã thúc đẩy tình hình hoạt động của tất cả các tỉnh thành miền Bắc. Trong khi tỷ lệ lấp đầy trung bình tiếp tục cải thiện với mức tăng 1 điểm % sv quý trước và 0,3 điểm % svck lên 80%, giá thuê trung bình tăng lên mức cao mới ở mức 131 USD/m2/thời hạn thuê (+10,6% svck). Chúng tôi nhận thấy Hưng Yên là điểm sáng với mức tăng giá thuê cao nhất khoảng 16% svck lên 117 USD/m2/thời hạn thuê trong Q1/23 trong 5 tỉnh/thành phố công nghiệp trọng điểm phía Bắc.

Thị trường miền Bắc: Bắc Ninh dẫn đầu thị trường nhà kho

Các nhà phát triển NK miền Bắc tập trung vào nguồn cung hiện đại trong Q1/23 (Đơn vị: 1.000m²)



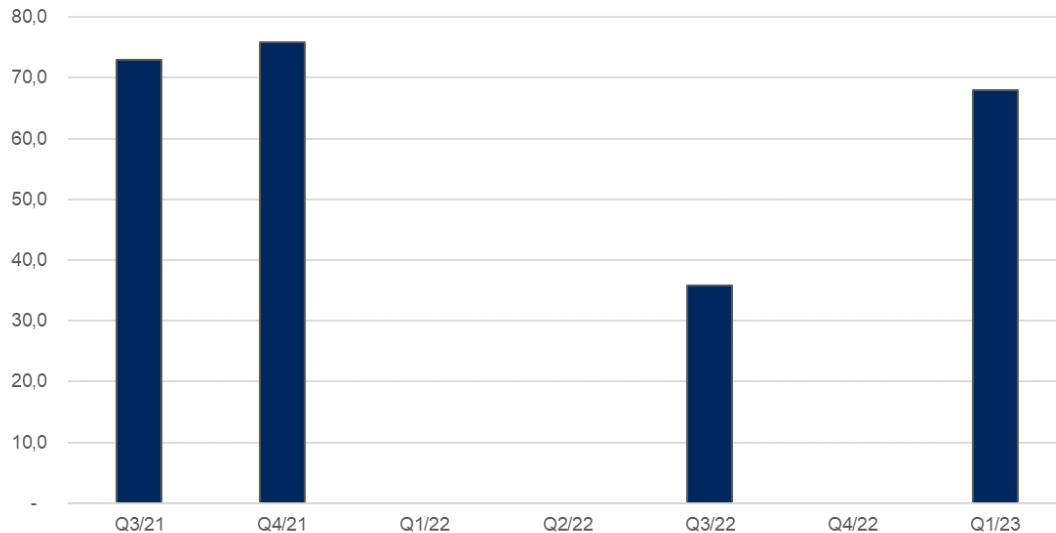
Bắc Ninh tiếp tục thống lĩnh thị trường NK miền Bắc, chiếm 43,5% tổng nguồn cung (Đơn vị: 1.000m²)



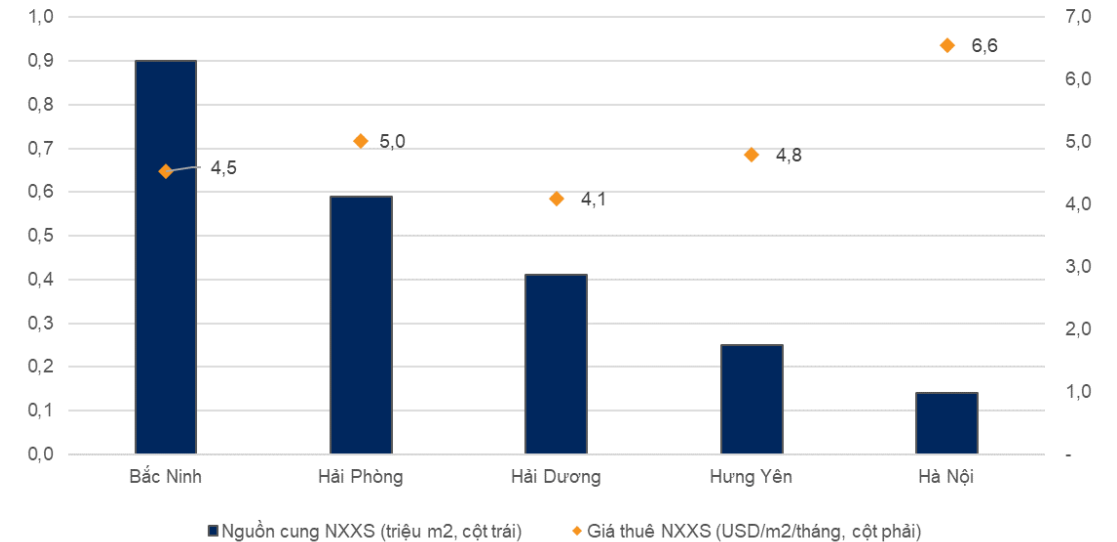
- Chúng tôi thấy rằng tất cả nguồn cung NK mới trong Q1/23 đều đến từ nguồn cung hiện đại, khoảng 131 tr m² được chào đón tại thị trường miền Bắc với các dự án đáng chú ý như Vietlog, Logis United và SLP Nam Sơn Hạp Lĩnh. Dẫn đến tổng nguồn cung NK (khoảng 1,63 triệu m²) tăng 40,3% svck vào cuối Q1/23. Các nhà phát triển đang dần thể hiện cam kết về công nghệ cao, môi trường xanh trong các dự án mới, góp phần nâng cao chất lượng nguồn cung hiện đại miền Bắc.
- Là trung tâm logistics hàng đầu miền Bắc và có vị trí đặc địa cạnh Hà Nội, Bắc Ninh tiếp tục thống lĩnh thị trường NK, chiếm 43,5% tổng nguồn cung.

Thị trường miền Bắc: Nhu cầu NXXS dịu lại nhờ nguồn cung mới dồi dào

Ghi nhận 68.000m2 nguồn cung mới từ dự án tại Bắc Ninh trong Q1/23 (Đơn vị: 1.000m2)



Bắc Ninh củng cố vị trí dẫn đầu thị trường miền Bắc

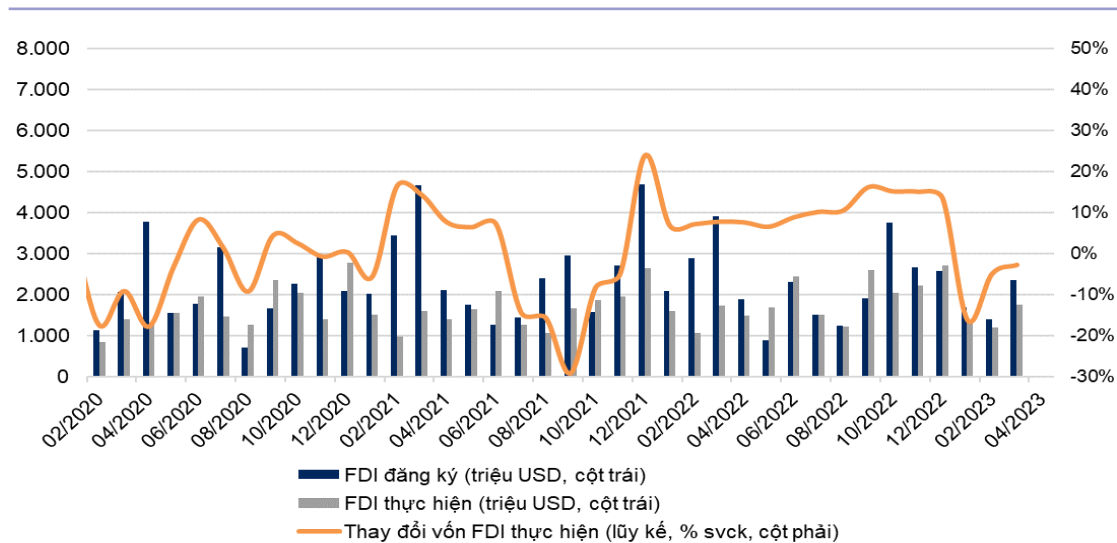


- Với NXXS tại thị trường miền Bắc, tổng nguồn cung tăng 4,6% svck lên 2,37 tr m2 nhờ dự án SLP Park Yên Phong đi vào hoạt động, đóng góp khoảng 0,068 tr m2. Giá thuê trung bình tăng 2,9% svck lên 4,85 USD/m2/tháng.
- Chỉ với 1 dự án được bổ sung trong Q1/23, Bắc Ninh tiếp tục củng cố vị trí dẫn đầu tại thị trường miền Bắc, chiếm 38% tổng nguồn cung.

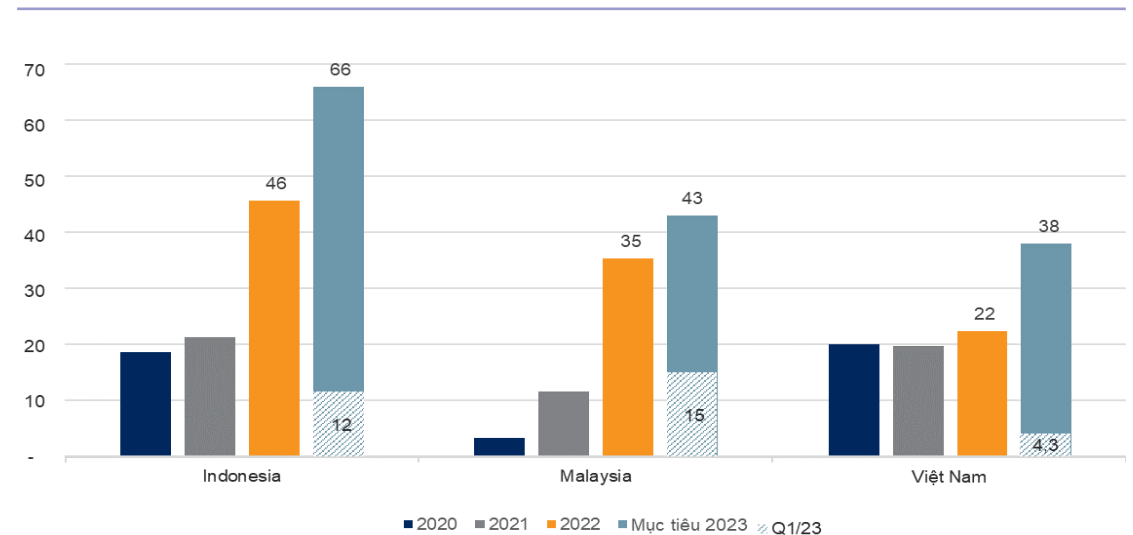
Triển vọng 2023-24: Gia tăng cạnh tranh về thu hút FDI từ các quốc gia trong khu vực

Trong khi dòng vốn FDI vào Indonesia và Malaysia trong Q1/23 đã phá vỡ kỷ lục thì dòng vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục suy yếu

Dòng vốn FDI vào Việt Nam duy trì ở mức thấp trong T3/23



Indonesia và Malaysia cho thấy khả năng thu hút vốn FDI mạnh mẽ trong Q1/23 (Đơn vị: tỷ USD)

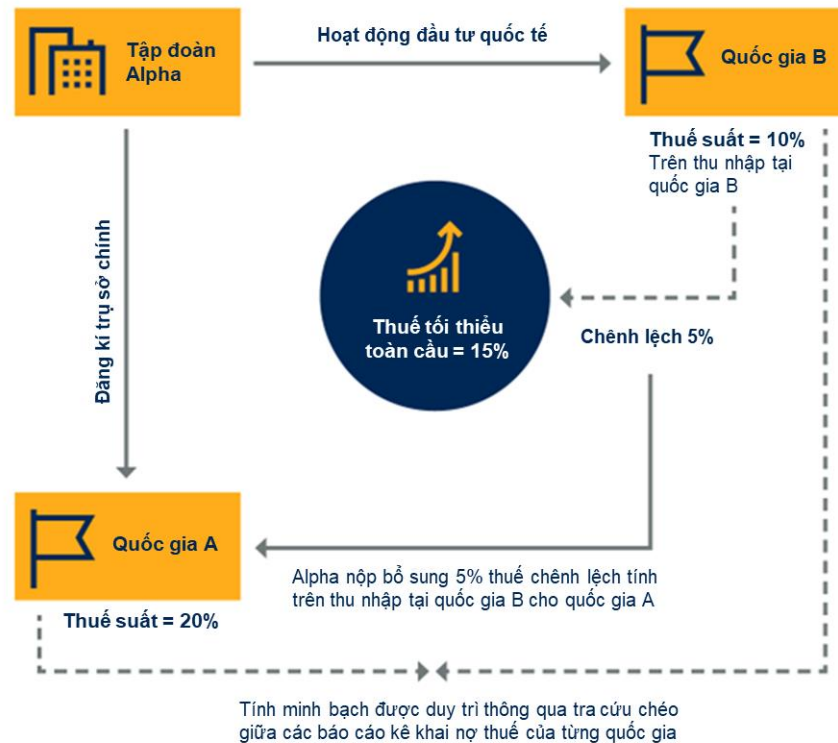


- Dòng vốn FDI vào Việt Nam suy yếu trong Q1/23 do các kế hoạch đầu tư mới và mở rộng sản xuất bị ảnh hưởng trong bối cảnh kinh tế toàn cầu gặp nhiều bất ổn, bao gồm (1) tăng trưởng toàn cầu chậm lại, (2) lạm phát cao đè nặng lên chi tiêu của người tiêu dùng và (3) thanh khoản thị trường tài chính thắt chặt do FED tăng lãi suất.
- Trong khi Việt Nam đang chuyển mình thành trung tâm sản xuất thiết bị điện tử thì Indonesia và Malaysia tập trung vào chuỗi cung ứng xe điện với một số nhà đầu tư chính như: Tesla, BYD và Hyundai đang đầu tư sản xuất pin xe điện tại Indonesia và Samsung đang đầu tư vào Malaysia.
- Chúng tôi nhận thấy sự phát triển của ngành xe điện và bán dẫn sẽ định hình bối cảnh đầu tư tại ASEAN. Do tiềm năng về thu hút vốn đầu tư FDI của hai ngành này trong các năm tới tiếp tục tăng cao, các nước trong khu vực đã tích cực đẩy mạnh hút vốn FDI cho sản xuất xe điện, bao gồm cả sản xuất pin, đồng thời khuyến khích người tiêu dùng sử dụng xe điện. Tuy nhiên, Việt Nam đang chậm hơn so với các nước khác trong xu hướng này, khiến cho Việt Nam có thể bị giảm sức hấp dẫn trong việc thu hút dòng vốn FDI.

Lợi thế về ưu đãi thuế dần biến mất, chính sách của Việt Nam sẽ ra sao?

Kể từ năm 2024, các quốc gia thuộc OECD sẽ áp dụng mức thuế tối thiểu toàn cầu là 15% đối với các công ty lớn có doanh thu trên 750 triệu EUR.

Minh họa cách hệ thống Thuế tối thiểu toàn cầu hoạt động



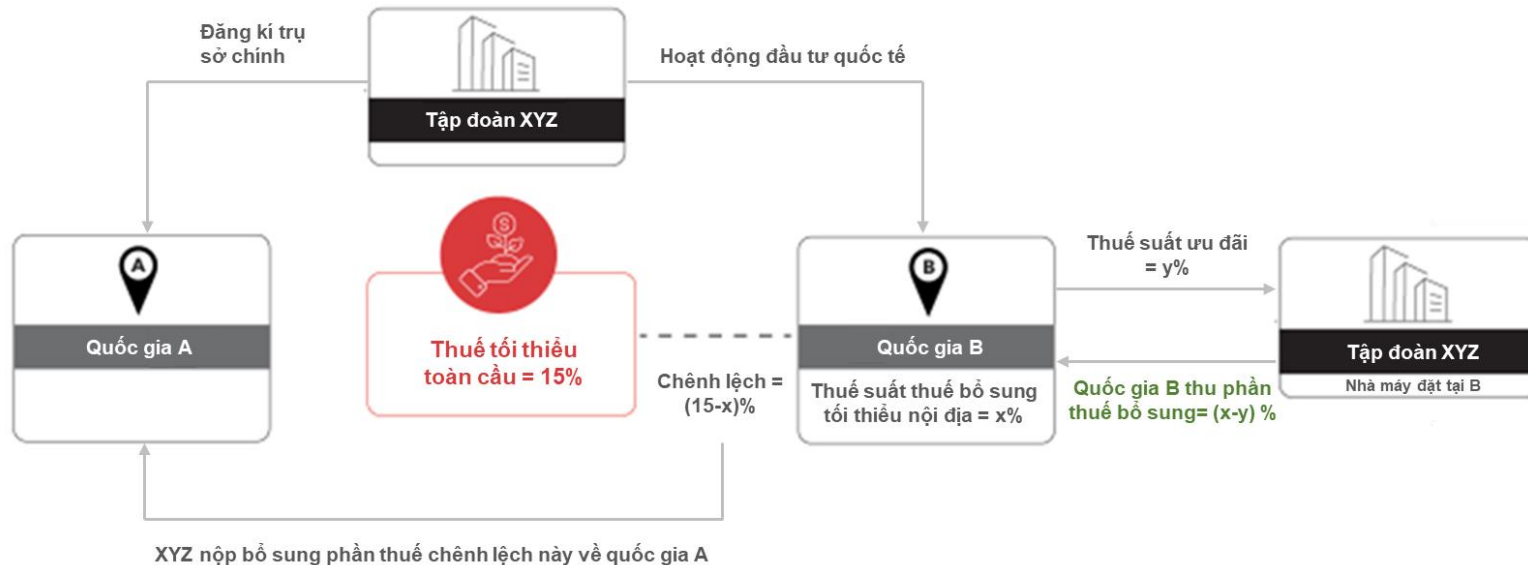
Hiện nay, Việt Nam đang sử dụng ưu đãi thuế quan như một công cụ đòn bẩy tài chính để thu hút các nhà đầu tư nước ngoài. Việt Nam hiện đang đưa ra ưu đãi thuế quan ở mức 10% - 17%. Trong một số trường hợp đặc biệt, mức thuế ưu đãi có thể ở mức 5% - 9%.

Chúng tôi cho rằng việc áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu sẽ tạo ra một số thách thức đối với việc thu hút FDI:

- Nếu áp dụng chính sách này quá sớm, Việt Nam sẽ mất lợi thế về ưu đãi thuế quan.
- Nếu Việt Nam áp dụng chính sách này muộn hơn so với quốc gia mà doanh nghiệp FDI đặt trụ sở chính thì sẽ dẫn tới: (1) Việt Nam sẽ không thu được phần thuế chênh lệch, (2) môi trường đầu tư bị ảnh hưởng, do các nhà đầu tư sẽ chuyển hướng đầu tư sang các quốc gia khác có cơ chế chia sẻ lợi ích liên quan đến quy định thuế mới này.

Lợi thế về ưu đãi thuế dần biến mất, chính sách của Việt Nam sẽ ra sao?

Cách thuế bổ sung tối thiểu nội địa hoạt động song song với thuế tối thiểu toàn cầu



Để thích ứng với chính sách thuế mới này, một số quốc gia đang nghiên cứu về việc sử dụng Thuế bổ sung tối thiểu nội địa. Khi áp dụng thuế bổ sung tối thiểu nội địa, Chính phủ có thể bảo vệ quyền đánh thuế của mình bằng cách thu thêm một khoản thuế chênh lệch giữa thuế tối thiểu nội địa và thuế ưu đãi dành cho doanh nghiệp FDI trước khi khoản thuế đó được truy thu về nước đặt trụ sở chính.

Một lần nữa, chúng tôi nhận thấy Việt Nam đang tỏ ra chậm chạp hơn các nước cạnh tranh trong khu vực:

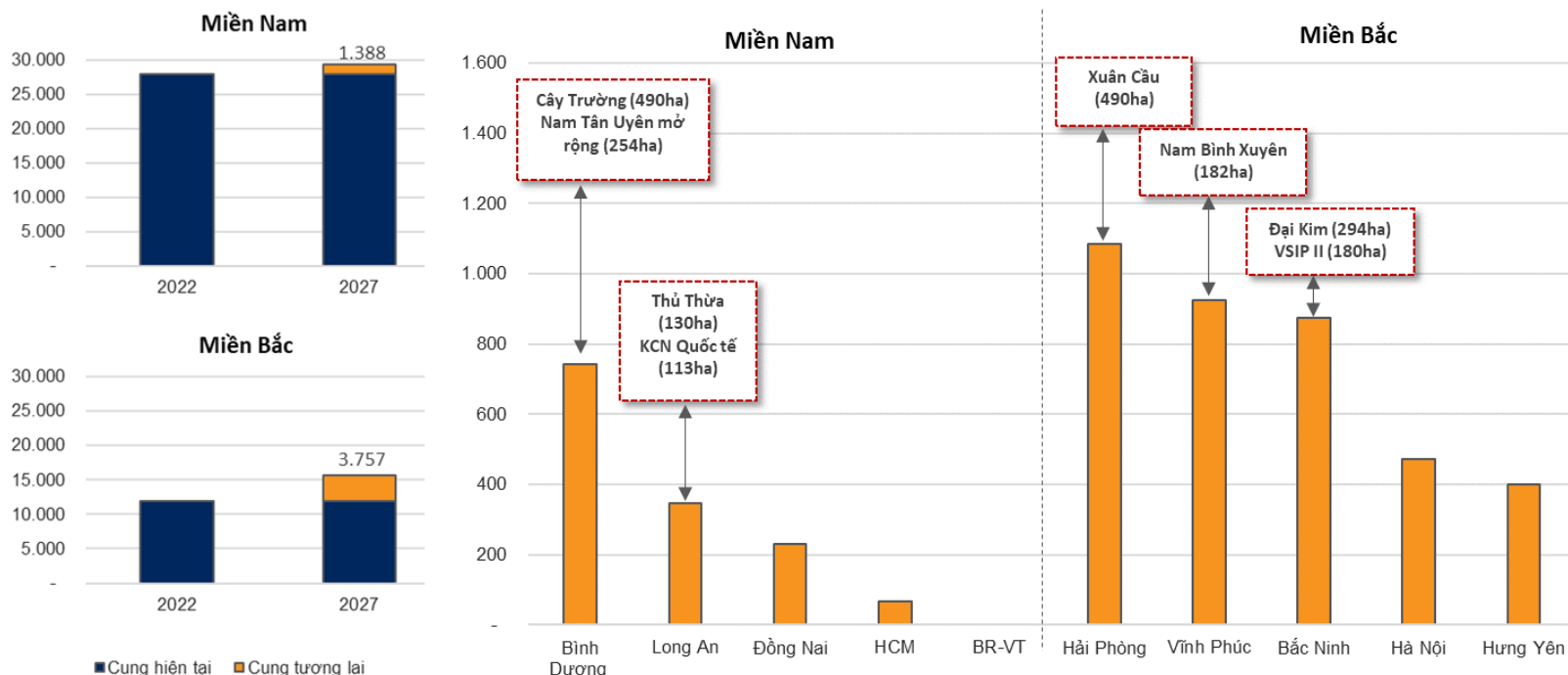
- Malaysia và Indonesia đã ban hành thuế bổ sung tối thiểu nội địa, song song với việc áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu.
- Thái Lan cũng đang chủ động ưu tiên nghiên cứu và triển khai thuế bổ sung tối thiểu nội địa.

Trong bối cảnh thời điểm áp dụng mức thuế tối thiểu toàn cầu ngày càng cận kề, chúng tôi cho rằng các dự án KCN sở hữu vị trí chiến lược, gần khu vực giao thông trọng điểm, có hạ tầng chất lượng cao theo hướng đồng bộ, hiện đại và mang lại nhiều tiện ích nhất cho nhà đầu tư sẽ càng trở nên hấp dẫn hơn.

Nguồn cung mới giảm do quá trình phê duyệt bị hoãn vì các thủ tục pháp lý

Chúng tôi cho rằng 2 trung tâm KCN sẽ khan hiếm nguồn cung mới...

... tuy nhiên, đây lại là cơ hội cho các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn (Đơn vị: ha)



Chúng tôi tin rằng thị trường BĐS KCN sẽ trải qua khoảng thời gian khó khăn trong việc triển khai dự án mới, dẫn tới khan hiếm nguồn cung cho tới cuối năm 2023.

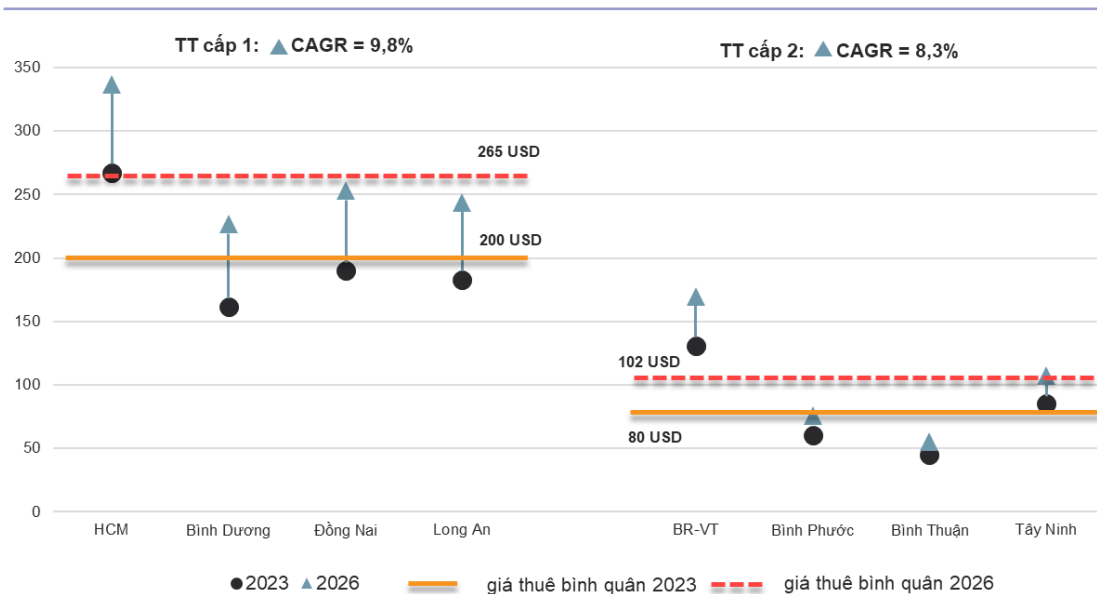
- Với thị trường miền Nam, sau khi bùng nổ nguồn cung trong nửa đầu năm 2022 đã không có nguồn cung mới nào được đưa vào hoạt động. Chúng tôi cho rằng thị trường miền Nam sẽ trải qua giai đoạn khó khăn để triển khai dự án mới trong năm 2023. Sau đó, nguồn cung mới cho giai đoạn 2024-27 cũng khá hạn chế, khoảng 1.388ha. Chúng tôi cho rằng một số dự án đáng chú ý trong tương lai chủ yếu đến từ các nhà phát triển KCN lớn như KCN Cây Trường (BCM sở hữu) và KCN Nam Tân Uyên mở rộng (NTC sở hữu).
- Với thị trường miền Bắc, Mặc dù có nhiều dự án đang chờ được phê duyệt, chúng tôi cho rằng tình trạng thiếu nguồn cung mới tại thị trường miền Bắc sẽ kéo dài ít nhất cho tới hết năm 2023, sau đó khoảng 3.757ha đất KCN được kỳ vọng sẽ đưa vào hoạt động trong giai đoạn 2024-26, với nguồn cung lớn nhất đến từ Hải Phòng, Vĩnh Phúc và Bắc Ninh.

Nguồn cung hạn chế sẽ định hình 2 xu hướng chuyển dịch trong thời gian tới

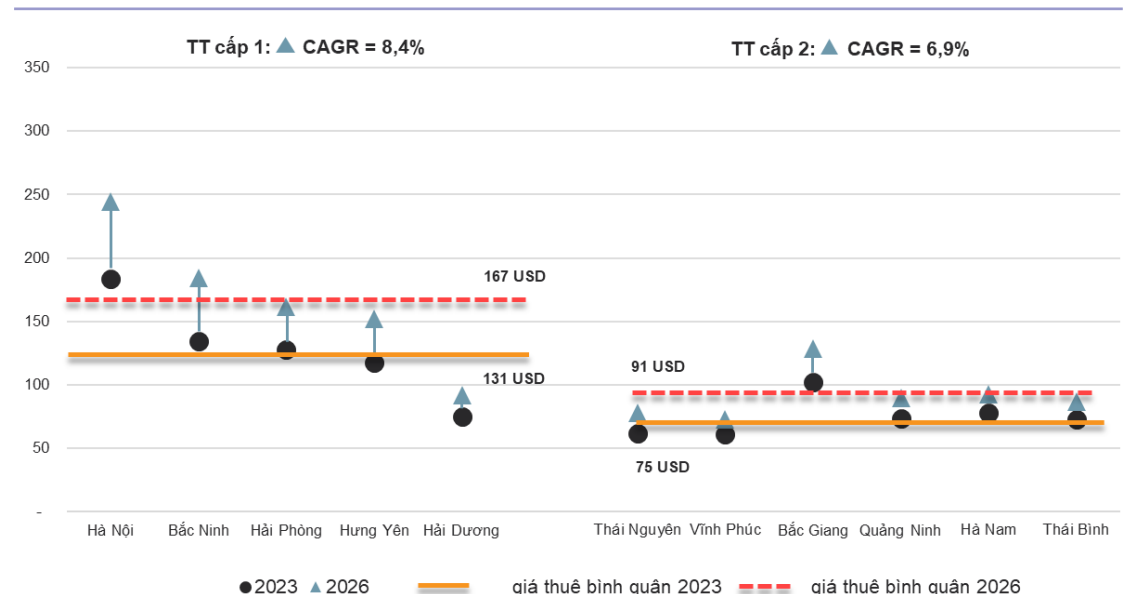
Đầu tiên, chúng tôi quan sát thấy các nhà đầu tư đang dần hướng sự chú ý tới thị trường cấp 2 với những lợi thế như:

1) giá cả cạnh tranh....

Chúng tôi cho rằng thị trường cấp 2 tại cả khu vực miền Bắc và miền Nam...



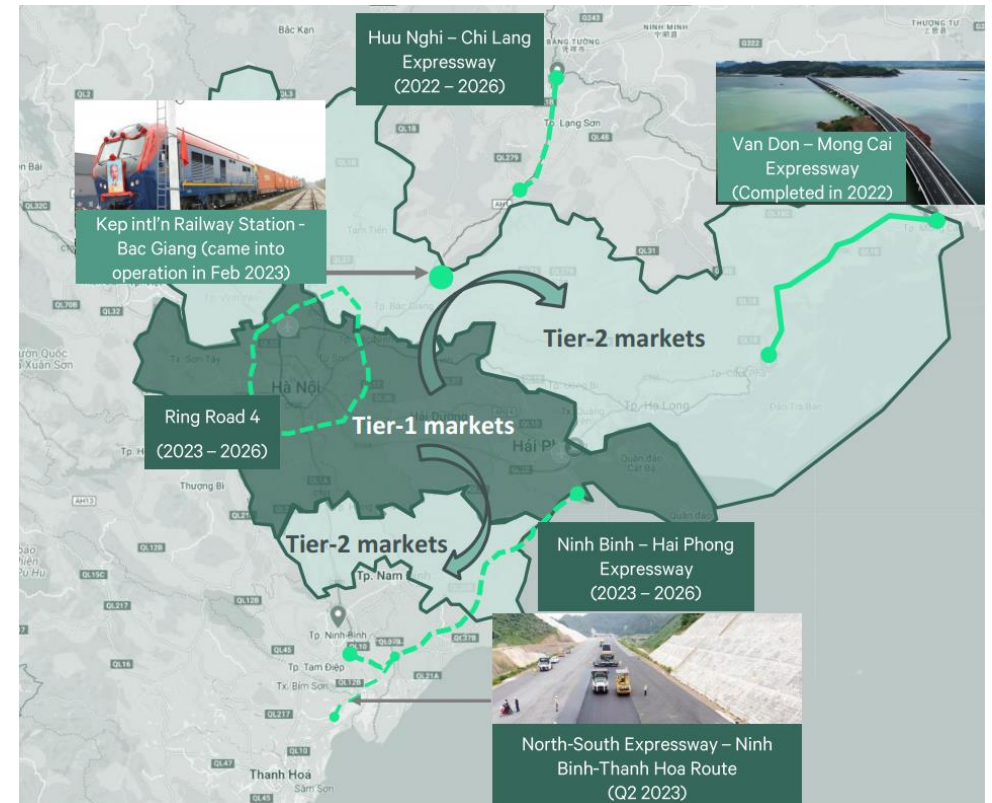
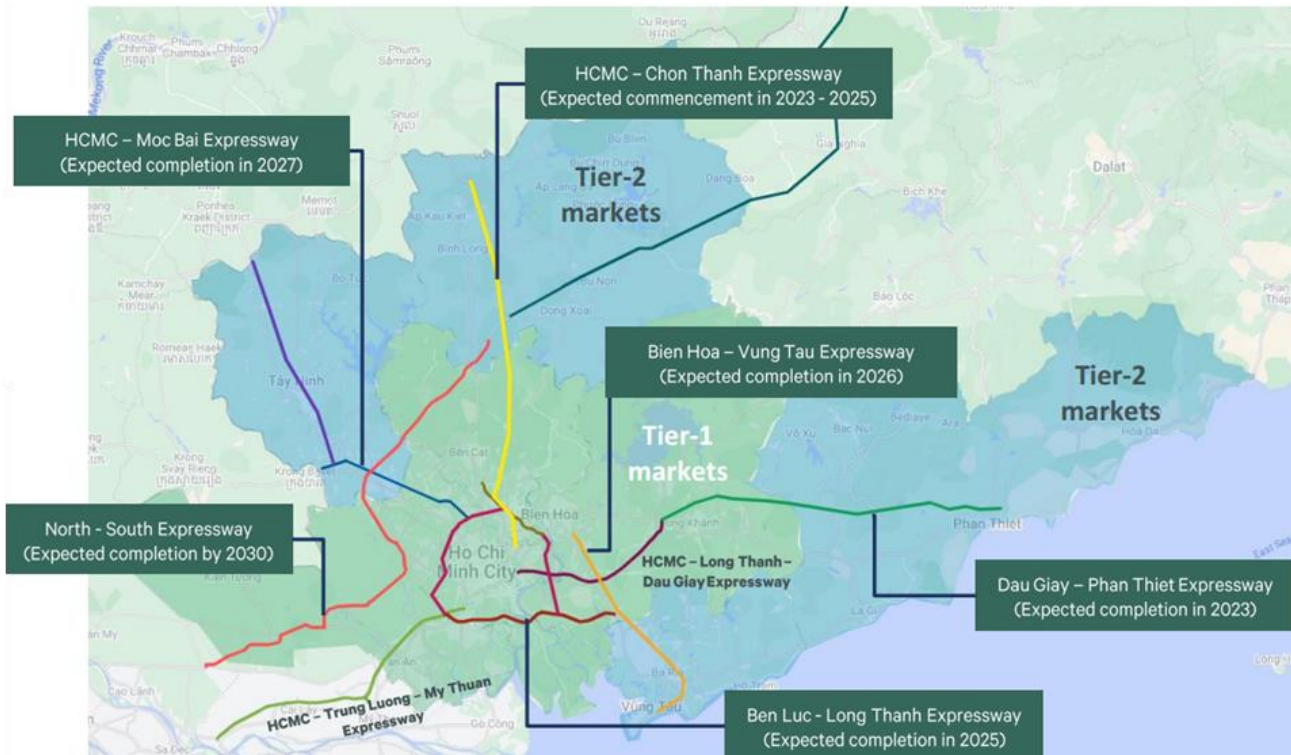
... đang đưa ra mức giá chào thuê hấp dẫn hơn so với thị trường cấp 1 trong ít nhất 3 năm tới (USD/m²/thời hạn thuê)



Chúng tôi cho rằng thị trường cấp 2 đang đưa ra mức giá cạnh tranh hơn nhờ:

- Sự chênh lệch tương đối lớn giữa giá cho thuê của thị trường cấp 1 và cấp 2 ở cả miền Nam (chênh lệch 120 USD/m²/kì hạn thuê) và miền Bắc (chênh lệch 56 USD/m²/kì hạn thuê) tại cuối Q1/23.
- Trong khi thị trường cấp 1 có quỹ đất sẵn khá hạn chế, thị trường cấp 2 lại có quỹ đất sẵn sàng cho thuê dồi dào, dẫn đến giá cho thuê tại thị trường cấp 2 có xu hướng tăng chậm hơn so với thị trường cấp 1 ít nhất trong 3 năm tới. Bên cạnh đó, quỹ đất sẵn có tại thị trường cấp 2 mang đến nhiều lựa chọn hơn cho khách thuê, đặc biệt khi khả năng kết nối giao thông ngày càng được cải thiện.
- Chi phí nhân công tại thị trường cấp 2 cũng thấp hơn so với thị trường cấp 1.

2) khả năng kết nối giữa thị trường cấp 2 với các thị trường cấp 1 được cải thiện nhờ mạng lưới cơ sở hạ tầng được nâng cấp...



3) ngày càng có nhiều dự án đầu tư lớn đổ về thị trường cấp 2...

Chúng tôi nhận thấy giao dịch thuê đất trên thị trường cấp 2 đang tăng lên, đồng thời có xu hướng đa dạng các lĩnh vực đầu tư

Giao dịch tại thị trường cấp 2 khu vực miền Nam

Tỉnh/thành phố	Lĩnh vực đầu tư	Nhà đầu tư tới từ	Diện tích cho thuê (ha)	Thời gian
BR-VT	Đóng tàu, nhà Prefab-tiền chế	Mỹ	63	Q4/22
Bình Phước	Ô tô và các loại linh kiện ô tô	Trung Quốc	46	Q1/23
BR-VT	Điện tử	Trung Quốc	28	Q4/22
BR-VT	Hóa chất	Nhật Bản	15	Q4/22
Tây Ninh	Thức ăn chăn nuôi	Thái Lan	6	Q3/22
BR-VT	Cao su	Singapore	5	Q4/22
Bình Phước	Chế biến thức ăn	Việt Nam	5	Q1/23

Giao dịch tại thị trường cấp 2 khu vực miền Bắc

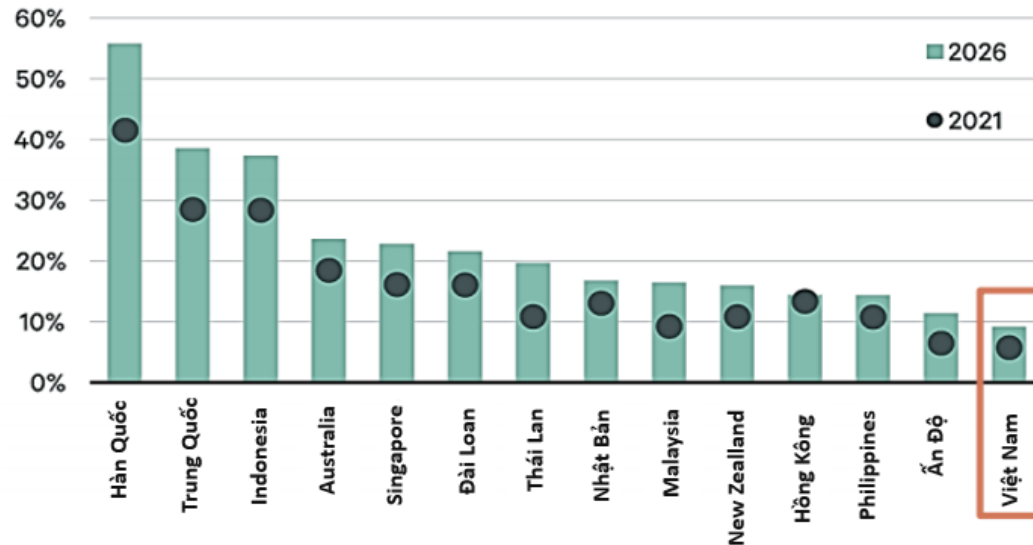
Tỉnh/thành phố	Lĩnh vực đầu tư	Nhà đầu tư tới từ	Diện tích cho thuê (ha)	Thời gian
Bắc Giang	Điện tử	Đài Loan	50	Q4/22
Thái Bình	Điện tử	Đài Loan	40	Q4/22
Thái Bình	Phát triển NXXS	Việt Nam	40	Q1/22
Quảng Ninh	Ô tô và các loại linh kiện ô tô	Đài Loan	35	Q4/22
Bắc Giang	Phát triển NK	Singapore	30	Q1/22
Vĩnh Phúc	Cơ khí/Kim loại	Đài Loan	25	Q4/22
Bắc Giang	Xe đạp điện	Trung Quốc	23	Q4/22
Quảng Ninh	LPG + Polypropylene	Việt Nam	20	Q1/22
Hà Nam	Phát triển NXXS	Hồng Kông	16	Q4/22
Quảng Ninh	Ô tô và các loại linh kiện ô tô	Trung Quốc	10	Q1/23

- Theo CBRE, từ Q1/22 đến Q1/23, tổng lượng giao dịch thuê đất tại thị trường cấp 2 phía Nam và phía Bắc lần lượt đạt 168ha và 289ha, cao nhất từ trước đến nay.
- Chúng tôi nhận thấy BR-VT là điểm sáng, chiếm 66% tổng giao dịch thuê đất tại thị trường cấp 2 khu vực miền Nam, trong khi các giao dịch thuê đất tại thị trường cấp 2 miền Bắc có xu hướng trải rộng ra nhiều tỉnh khác nhau.

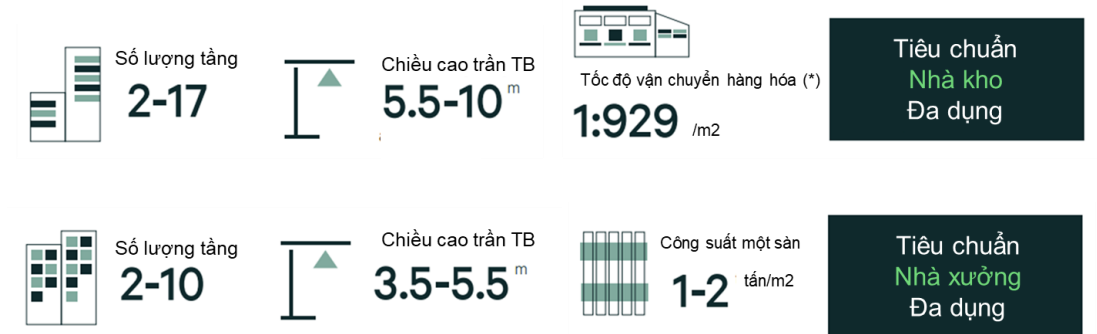
Nguồn cung hạn chế sẽ định hình 2 xu hướng chuyển dịch trong thời gian tới

Xu hướng thứ hai là sự gia tăng của các kho nhiều tầng đa dụng sẽ thay thế cho các kho đơn giản

Thương mại điện tử bùng nổ đòi hỏi nguồn cung chất lượng cao NK và NXXS



Vậy, xu hướng kho nhiều tầng đa dụng là gì?



(*) Tốc độ vận chuyển hàng hóa: tính trên số lượng dock hàng cho diện tích toàn kho. Tỷ lệ thấp hơn cho tốc độ vận chuyển cao hơn.

- Doanh thu thương mại điện tử (TMĐT) của Việt Nam đang bùng nổ, ước tính đạt 39 tỷ USD với tăng trưởng kép 25% trong giai đoạn 2021-2026. Chúng tôi cho rằng cứ mỗi 1 tỷ USD doanh số bán hàng TMĐT sẽ cần thêm 92.903 m2 diện tích nhà kho. Từ đó, dự kiến sẽ cần hơn 2,2 triệu m2 diện tích nhà kho dành riêng cho TMĐT cho đến năm 2026.
- Chúng tôi nhận thấy các nhà kho/nhà xưởng xây sẵn truyền thống (kho đơn giản) không còn đáp ứng được nhu cầu khi thương mại điện tử bùng nổ. Các loại hình kho đa dụng là một lựa chọn tốt hơn cho diện tích hạn chế tới từ việc chiếm ít diện tích đất hơn và gia tăng được diện tích lưu trữ hơn. Sự phát triển của thương mại điện tử và mong muốn giao hàng nhanh chóng, hiệu quả cho người tiêu dùng, sẽ phù hợp cho sự phát triển kho đa dụng.

Các dự án kho đa dụng đáng chú ý trong những năm tới





Dự án	Nhà phát triển	Vị trí	Sở hữu bởi
BW Xuyên A	BWID	KCN Xuyên A, Long An	Hải Sơn Group
SLP Xuyên A	SLP	KCN Xuyên A, Long An	Hải Sơn Group
BW Vĩnh Lộc 2	BWID	KCN Vĩnh Lộc 2, Long An	CLX
SLP Long Hieu	SLP	KCN Long Hieu, Long An	LHG
BKIM Yên Phong 2C	BKIM	KCN Yên Phong 2C, Bắc Ninh	VGC
BW Yên Phong	BWID	KCN Yên Phong mở rộng, Bắc Ninh	VGC
BW VSIP Bắc Ninh 2	BWID	KCN VSIP 2, Bắc Ninh	VSIP
BW Nam Sơn Hạp Lĩnh	BWID	KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Bắc Ninh	KBC

Chúng tôi nhận thấy các yếu tố tích cực hỗ trợ với ngành BĐS KCN đang mờ nhạt, tới từ các thách thức dần xuất hiện: 1) thị trường BĐS KCN sẽ chứng kiến sự khan hiếm nguồn cung mới trong năm 2023 khi thủ tục phê duyệt bị trì hoãn tới từ những vướng mắc về thủ tục pháp lý, 2) khả năng cạnh tranh của Việt Nam trong thu hút vốn FDI đang dần suy yếu so với các quốc gia khác trong khu vực,

Trong bối cảnh khó khăn đó, chúng tôi cho rằng thị trường BĐS KCN sẽ được định hình lại bởi những xu hướng mới mà chỉ có những nhà phát triển sở hữu những đặc điểm dưới đây mới có thể biến thách thức thành cơ hội:

- Vị trí chiến lược tại các thị trường cấp 2, cung cấp 1) giá thuê cạnh tranh, 2) gần các công trình hạ tầng lớn, tạo hệ thống kết nối thuận tiện đến trung tâm, sân bay, cảng biển...
- Quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn, phát triển theo hướng kho đa dụng, có các tiện ích theo tiêu chuẩn ESG.

Chúng tôi ưa thích SZC, KBC và theo dõi VGC, NTC

STT	Cổ phiếu	Giá mục tiêu (VND/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	 SZC	41.400	Khả quan	<p>SZC ghi nhận doanh thu Q1/23 giảm 77,2% svck xuống còn 63,2 tỷ đồng do bàn giao chậm hơn dự kiến trong cả mảng KCN và BĐS dân cư. Theo đó, LN ròng Q1/23 giảm 84,4% svck, chỉ hoàn thành 2,3% dự phóng cả năm của chúng tôi.</p> <p>SZC sở hữu nhiều lợi thế để nắm bắt nhu cầu KCN ngày càng tăng ở miền Nam nhờ (1) SZC có quỹ đất lớn (hơn 560ha), chiếm ưu thế tại Bà Rịa-Vũng Tàu (BRVT), (2) giá thuê KCN Châu Đức rẻ hơn đáng kể so với giá thuê trung bình ở BRVT. KCN Châu Đức sẽ tận dụng lợi thế để tăng giá thuê trong vài năm tới nhờ vị trí đắc địa gần đường cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu chính thức khởi công vào ngày 18/6/2023.</p> <p>Mảng BĐS dân cư sẽ trở thành một động lực tăng trưởng khác mặc dù có tốc độ bàn giao chậm hơn dự kiến. Chúng tôi kỳ vọng SZC sẽ bàn giao phần còn lại của shophouse giai đoạn 1 dự án Sonadezi Hữu Phước trong năm 2023 và bắt đầu bàn giao giai đoạn 2 vào năm 2024. Trên cơ sở đó, tỷ trọng đóng góp của mảng BĐS dân cư lên tổng doanh thu sẽ ngày càng lớn, đạt khoảng 22,5%/30,3% tổng doanh thu giai đoạn 2023/24.</p> <p>Tiềm năng tăng giá: 1) Thời gian triển khai giai đoạn 1 của Sonadezi Hữu Phước sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là: 1) chi phí đền bù đất mới cao hơn dự kiến, 2) chậm trễ trong việc cấp phép cho các dự án BĐS dân cư.</p>
2	 KBC	37.700	Khả quan	<p>Doanh thu Q1/23 của KBC tăng 39,5% svck lên 2.223 tỷ đồng nhờ bán đất nhiều hơn dự kiến, đạt khoảng 63ha với sự đóng góp của KCN Quang Châu và KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh lần lượt khoảng 53ha và 10ha. Theo đó, LN ròng Q1/23 tăng 95,7% svck lên 941 tỷ đồng, hoàn thành 63,8% dự phóng cả năm của chúng tôi.</p> <p>Chúng tôi kỳ vọng KBC có thể hoàn tất các thủ tục pháp lý để có thể đưa vào kinh doanh KCN Trảng Duệ 3 (687ha) trong phần còn lại của năm 2023, đặc biệt là sau khi Hải Phòng phê duyệt dự án này trong quy hoạch tổng thể. Chúng tôi nhận thấy nhiều thách thức hơn đối với các nhà phát triển bất động sản KCN trong 2 năm tới do quy trình phê duyệt dự án chậm và nguồn vốn hạn chế. Tuy nhiên, điều này có thể sẽ tạo cơ hội cho các doanh nghiệp có sẵn quỹ đất cho thuê như KBC.</p> <p>Chúng tôi dự báo hoạt động kinh doanh cốt lõi của KBC sẽ phục hồi mạnh mẽ với doanh thu KCN tăng 767,4% svck/11,4% svck lên 5.699 tỷ đồng/6.346 tỷ đồng trong giai đoạn 2023-24, giúp cho LN ròng 2023-24 tăng lần lượt 46,6%/2,6% svck</p> <p>Tỷ suất cổ tức hấp dẫn 7,2% trong năm 2023.</p> <p>Tiềm năng tăng giá: 1) đảo ngược chính sách tiền tệ hỗ trợ thị trường BĐS, 2) KBC có thể tháo gỡ các thủ tục pháp lý mở rộng quỹ đất ở Hưng Yên, Long An, Hải Dương và Bắc Giang, và 3) việc chuyển nhượng tại Trảng Cát hoàn tất sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá: 1) doanh số bán hàng thấp hơn dự kiến, 2) triển khai dự án mới chậm hơn dự kiến.</p>

Chúng tôi ưa thích SZC, KBC và theo dõi VGC, NTC

STT	Cổ phiếu	Giá mục tiêu (VND/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
3	PHR	57.500	Khả quan	<p>Doanh thu Q1/23 của PHR giảm 10,9% svck xuống còn 326 tỷ đồng, chủ yếu do hoạt động kinh doanh cao su sụt giảm tới từ doanh thu mảng cao su do hoạt động xuất khẩu sang Trung Quốc phục hồi chậm hơn so với kì vọng. Mặc dù đã bàn giao phần còn lại của VSIP III và ghi nhận LN một lần trong Q1/23 khoảng 200 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với Q1/22, dẫn đến mức giảm 30,8% svck. Do đó, LN ròng Q1/23 giảm 22,7% svck xuống 228 tỷ đồng.</p> <p>Mảng cao su sẽ dẫn dắt doanh thu 2023/24 với mức đóng góp bình quân khoảng 72% trong bối cảnh thiếu hụt các khoản một lần từ đền bù đất. Chúng tôi tin rằng PHR có thể hưởng lợi từ: 1) giá cao su tăng và nhu cầu phục hồi sau khi Trung Quốc mở cửa trở lại; 2) một số nước sản xuất cao su lớn như Thái Lan, Malaysia sẽ hạn chế diện tích trồng cao su, dẫn tới nguồn cung cao su toàn cầu thiếu hụt.</p> <p>Chính sách cổ tức hấp dẫn. PHR đặt mục tiêu trả cổ tức tiền mặt năm 2022 là 3.000 đồng/cổ phiếu, tương đương tỷ suất cổ tức 6,5%.</p> <p>Tiềm năng tăng giá tới từ: thủ tục pháp lý cho KCN Tân Lập 1/KCN Tân Bình được phê duyệt. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá cao su giảm sâu hơn dự kiến; 2) quá trình giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến.</p>
4	BCM	99.000	Khả quan	<p>Vị thế một trong những nhà phát triển KCN hàng đầu cả nước với 6 KCN đang hoạt động trải rộng trên 4.000ha, BCM là nhà phát triển KCN niêm yết có quỹ đất lớn nhất (~944ha). Các doanh nghiệp phát triển KCN sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức trong 2 năm tới do quy trình phê duyệt dự án chậm và nguồn vốn hạn chế. Tuy nhiên, đây có thể là cơ hội cho những doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê như BCM.</p> <p>BCM ghi nhận doanh thu Q1/23 giảm 44,8% svck còn 791 tỷ đồng do giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến khiến giá bán đất KCN được ghi nhận ở mức thấp. LN ròng Q1/23 giảm 78,4% svck xuống 92 tỷ đồng.</p> <p>Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ BĐS nhà ở sẽ tăng vọt trong năm 2023 nhờ ghi nhận LN một lần khoảng 5.000 tỷ đồng từ chuyển nhượng đất của dự án Thành phố mới Bình Dương từ CapitaLand. Doanh thu từ mảng KCN sẽ tăng trưởng ổn 44% svck trong năm 2023 nhờ sự đóng góp của KCN Cây Trường và KCN Bàu Bàng mở rộng. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng LN ròng 2023 sẽ tăng 71,4% svck và duy trì ở mức cao trong năm 2024, chỉ giảm nhẹ 0,2% svck.</p> <p>Các yếu tố thúc đẩy tăng giá: 1) doanh số cho thuê KCN hoặc bán BĐS dân cư tốt hơn so với kì vọng, 2) các KCN mới ra mắt sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá: 1) doanh số bán đất KCN thấp hơn dự kiến, 2) thủ tục pháp lý các dự án mới chậm và 3) đòn bẩy cao hơn dự kiến có thể làm giảm lợi nhuận.</p>
5	IDC	42.600	Trung lập	<p>Một trong những doanh nghiệp phát triển KCN hàng đầu cả nước với 10 KCN đang hoạt động trải rộng trên 3.400ha, doanh nghiệp KCN niêm yết lớn thứ ba về quỹ đất cho thuê còn lại (~751ha). Các doanh nghiệp phát triển KCN sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức trong 2 năm tới do quy trình phê duyệt dự án chậm và nguồn vốn hạn chế.</p> <p>LN giảm trong giai đoạn 2023-24 nhưng sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2025. Chúng tôi dự phóng LN ròng trong giai đoạn 2023-24 của IDC sẽ giảm 11,1%/17,9% svck xuống 1.571 tỷ đồng/1.290 tỷ đồng do không ghi nhận doanh thu hồi tố dự kiến khi thay đổi phương pháp kế toán từ hàng năm sang một lần. Với năm 2025, chúng tôi ước tính LN ròng của IDC sẽ tăng mạnh 37,9% svck lên 1.867 tỷ đồng nhờ đóng góp từ KCN Tân Phước 1.</p> <p>Chính sách cổ tức hấp dẫn. IDC đặt mục tiêu trả cổ tức tiền mặt năm 2023 là 4.000 đ/cp, tương ứng lợi suất cổ tức 9,4%.</p>

Chúng tôi ưa thích SZC, KBC và theo dõi VGC, NTC

STT	Cổ phiếu	Giá mục tiêu (VND/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
6	VGC	N/A	N/A	<p>Là một trong những công ty VLXD hàng đầu với năng lực sản xuất mạnh ở nhiều mảng: đá granit, đá ốp, kính xây dựng... Trong đó, sản phẩm đá ốp được định hướng phát triển trọng tâm (doanh thu tăng gấp đôi trong giai đoạn 2018-22) nhờ: 1) doanh số xuất khẩu sang EU, Mỹ cao hơn dự kiến, 2) chỉ xuất khẩu sản phẩm cao cấp đáp ứng yêu cầu tiêu chuẩn EU với giá cạnh tranh.</p> <p>Sở hữu quỹ đất rộng hơn 4.000ha từ 11 KCN tại Việt Nam và 1 KCN tại Cuba, VGC dẫn đầu các doanh nghiệp phát triển KCN niêm yết tại miền Bắc. Các KCN của VGC có những lợi thế lớn như: 1) vị trí chiến lược gần các trục cao tốc lớn, thuận tiện tiếp cận sân bay, cảng biển, 2) KCN được đầu tư đồng bộ về hạ tầng kỹ thuật, phát triển theo hướng chất lượng cao, hiện đại. Dựa trên những lợi thế này, VGC là điểm nóng về thu hút vốn FDI, với hơn 15 tỷ USD đầu tư vào 11 KCN với một số nhà đầu tư đáng chú ý như: Samsung Electronics, Samsung Display, Accor, Orion, Lock&Lock... Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng KCN sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2023 với mức tăng 8,5% svck nhờ doanh thu bán đất KCN từ KCN Yên Phong 2C tốt hơn dự kiến. Theo VGC, đến cuối tháng 5/2023, hợp đồng ghi nhớ về thuê đất của KCN này đã đạt 100ha, vượt kế hoạch cả năm của công ty.</p> <p>Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023 sẽ tăng 8,5% svck đạt 15.832 tỷ đồng, tuy nhiên LN ròng năm 2023 giảm 40% svck xuống còn 1.037 tỷ đồng do bối cảnh khó khăn của mảng kính xây dựng đồng thời giá nguyên liệu đầu vào tăng có thể làm giảm biên LN ròng.</p>
7	NTC	N/A	N/A	<p>Theo ban lãnh đạo NTC, thủ tục pháp lý cho KCN mới là KCN Nam Tân Uyên giai đoạn 2 (NTC3) với tổng diện tích 346ha đã được gỡ nút thắt. Doanh nghiệp có khả năng ghi nhận lợi nhuận KCN mới này kể từ 2023 sau khi nhận được quyết định cho thuê đất từ tỉnh Bình Dương vào tháng 5 năm 2023. Bên cạnh đó, chúng tôi ước tính NTC có thể ghi nhận thu nhập tài chính khoảng 180-200 tỷ đồng, tương đương 18-20% lợi nhuận trước thuế năm 2023. Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2023 sẽ tăng 242% svck lên 857 tỷ đồng nhờ đóng góp của KCN mới.</p>

Tiềm năng tăng giá:

- Dòng vốn FDI mạnh hơn dự kiến: Mới đây, một đoàn đại biểu gồm 52 doanh nghiệp của Hoa Kỳ đã đến Việt Nam để trao đổi về cơ hội đầu tư vào Việt Nam. Chúng tôi quan sát thấy một số tập đoàn lớn quan tâm đến khả năng hợp tác và đầu tư tại Việt Nam, bao gồm SpaceX, Amazon, Meta, FedEx, Roblox, UPS, Citi, v.v. Đây có thể là một tín hiệu tích cực cho một làn sóng FDI mới từ Mỹ vào Việt Nam trong tương lai gần.

Rủi ro giảm giá:

- Việc tăng đền bù đất đai ở nhiều tỉnh có thể khiến thủ tục chậm hơn dự kiến, làm tăng chi phí đầu tư và giá thuê đất.
- Thủ tục pháp lý chậm trễ kéo dài.

Dự phóng KQKD 2023-24 các cổ phiếu trong coverage

	BCM		PHR		SZC		KBC		IDC	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Doanh thu (tỷ đồng)	10.096	8.467	1.833	2.211	1.332	1.816	6.754	7.575	7.245	7.085
% tăng trưởng	55,2%	-16,1%	7,3%	20,7%	55,1%	36,3%	610,9%	12,2%	-3,2%	-2,2%
LN gộp (tỷ đồng)	4.227	3.974	420	639	624	899	3.805	4.069	2.460	2.114
Biên LN gộp	41,9%	46,9%	22,9%	28,9%	46,9%	49,5%	56,3%	53,7%	34,0%	29,8%
LN ròng (tỷ đồng)	2.888	2.883	701	817	440	651	2.259	2.317	1.571	1.290
% tăng trưởng	71,4%	-0,2%	-20,9%	16,5%	123,1%	47,8%	46,0%	2,6%	-11,1%	-17,9%
EPS (đ/cp)	2.790	2.786	5.176	6.030	4.403	6.508	2.943	3.018	4.762	3.908
BVPS (đ/cp)	18.269	20.255	24.244	25.747	18.439	23.166	21.899	24.917	15.595	15.457
Tỷ suất cổ tức (%)	N/A	N/A	6,5%	6,5%	2,8%	2,8%	7,2%	N/A	4,7%	4,7%
ROAE (%)	15,1%	13,1%	21,3%	24,1%	26,1%	31,3%	13,9%	13,3%	31,1%	25,2%
ROAA (%)	5,5%	5,3%	10,4%	11,0%	6,2%	8,1%	6,6%	6,5%	9,3%	7,6%

So sánh các công ty cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục Khuyến tiêu nghị	Khuyến tiêu nghị	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)	Tăng trưởng	ROE (%)		ROA (%)		
		Nội tệ	Nội tệ			tr USD	Trượt 12T			2023	Hiện tại	2023	2024	2023
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	81.300	99.000	Khả quan	3.575	69,5	24,1	5,0	4,7	33,1	15,1	13,1	5,5	5,3
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	19.600	N/A	N/A	3.331	23,5	13,2	1,6	1,3	10,4	7,9	8,8	4,9	5,1
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	30.000	37.700	Khả quan	979	11,6	5,1	1,4	1,2	30,3	13,9	13,3	6,6	6,5
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	43.000	N/A	N/A	819	15,8	8,2	2,5	2,0	3,6	23,5	18,6	7,7	14,7
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	44.100	N/A	N/A	618	9,2	4,9	2,9	2,6	19,5	50,1	29,1	14,1	11,9
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	110.000	N/A	N/A	425	10,4	N/A	3,1	1,6	N/A	31,4	N/A	5,3	N/A
Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu Công nghiệp	SNZ VN	24.000	N/A	N/A	384	16,3	N/A	1,5	2,6	22,5	16,1	N/A	4,2	N/A
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	47.700	57.500	Khả quan	275	7,9	6,3	1,8	1,6	8,4	21,3	24,1	10,4	11,0
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	37.400	41.400	Khả quan	159	28,3	7,9	2,4	2,2	64,8	26,1	31,3	5,8	7,2
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	167.000	N/A	N/A	170	15,6	3,3	5,6	3,8	N/A	38,1	70,3	6,2	N/A
CTCP Long Hậu	LHG VN	27.100	N/A	N/A	58	6,6	3,3	0,9	0,8	23,7	13,6	21,0	7,0	10,9
CTCP Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Cao su Việt Nam	VRG VN	21.100	N/A	N/A	23	11,1	N/A	1,7	N/A	N/A	1,2	N/A	0,7	N/A
<i>Trung bình</i>						<i>18,8</i>	<i>8,5</i>	<i>2,5</i>	<i>2,2</i>	<i>24,0</i>	<i>21,5</i>	<i>25,5</i>	<i>6,5</i>	<i>9,1</i>
<i>Trung vị</i>						<i>13,6</i>	<i>6,3</i>	<i>2,1</i>	<i>2,0</i>	<i>22,5</i>	<i>18,7</i>	<i>21,0</i>	<i>6,0</i>	<i>9,0</i>

Bất động sản nhà ở

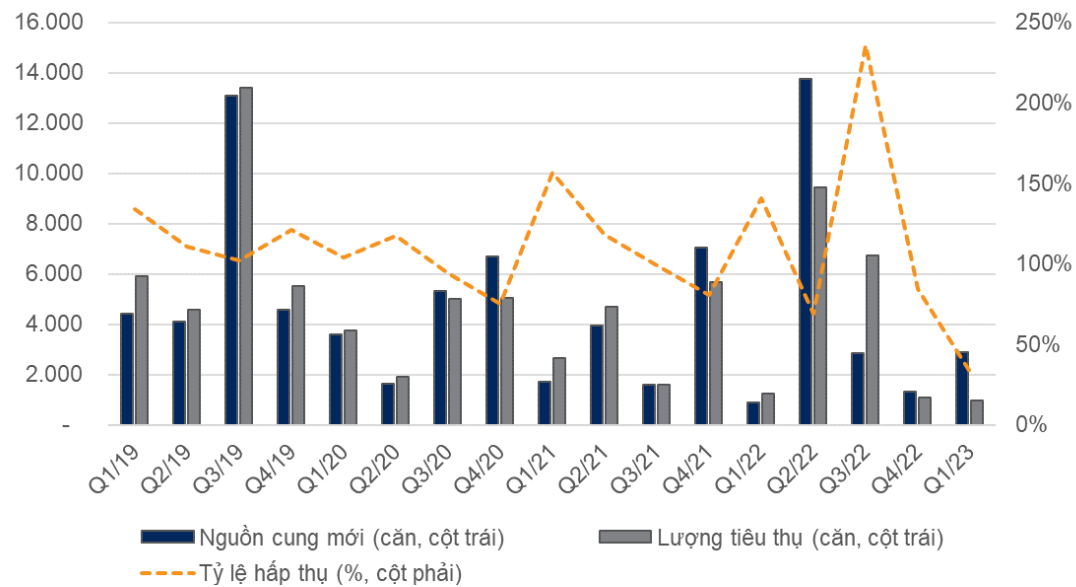
Khó khăn nhất đã qua nhưng thách thức vẫn còn đó



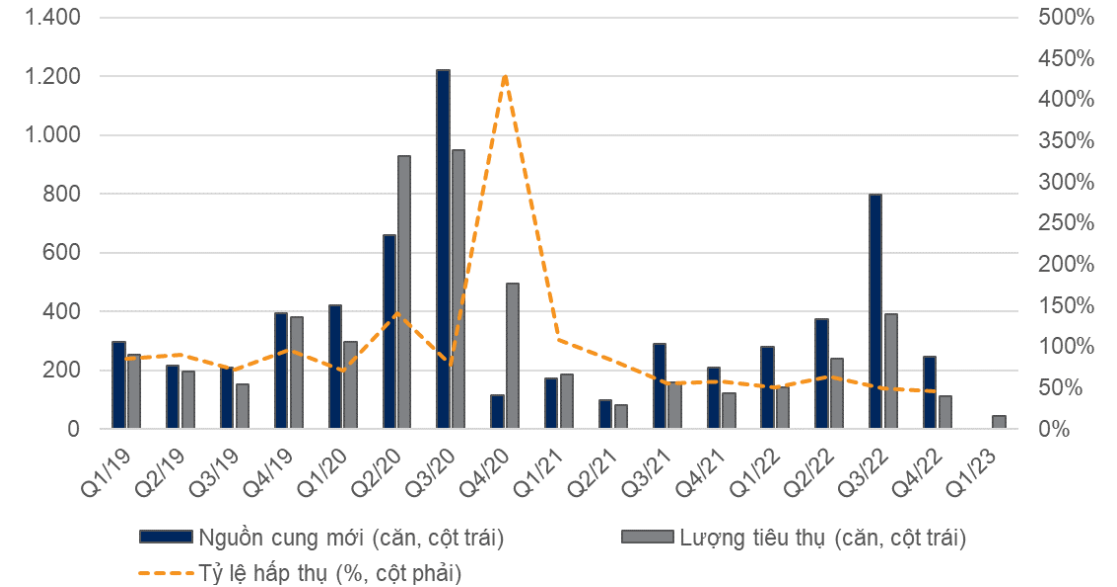
Thị trường BĐS nhà ở vẫn trải qua “mùa đông khắc nghiệt” trong Q1/23

Khu vực phía Nam, nguồn cung mới tại TP.HCM vẫn ở mức thấp cùng tỷ lệ hấp thụ giảm mạnh trong Q1/23

Nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM được cải thiện trong khi tỷ lệ hấp thụ giảm mạnh chỉ còn khoảng 33% trong Q1/23



Lần đầu tiên trong 10 năm, phân khúc biệt thự & nhà phố tại TP.HCM không ghi nhận nguồn cung mới

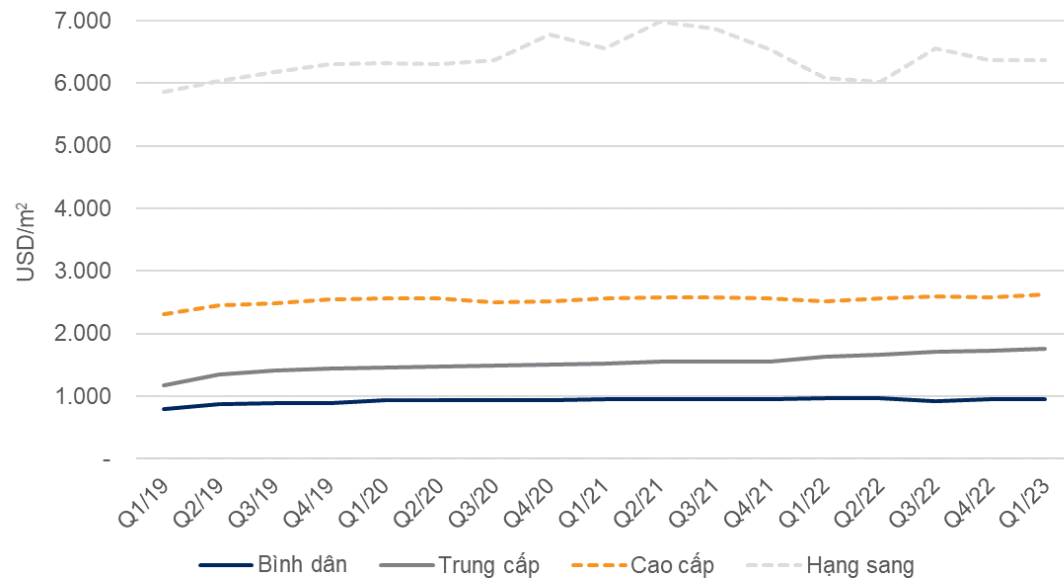


- Theo CBRE, trong Q1/23, nguồn cung căn hộ tại TP.HCM được cải thiện với khoảng 2.900 căn hộ mới được chào bán, hơn gấp đôi svck và cao hơn 1,2 lần so với quý trước. Trong đó, dự án Vinhomes Grand Park (Quận 9 cũ – TP.Thủ Đức) tung ra lượng căn chào bán chiếm gần 50% nguồn cung mới trong quý. Hầu hết nguồn cung mới đến từ phân khúc cao cấp. Tổng số căn tiêu thụ trong Q1/23 chỉ đạt 960 căn, giảm 17% so với quý trước.
- Trong khi đó, phân khúc biệt thự & nhà phố tại TP.HCM rất ảm đạm khi không có nguồn cung mới trong Q1/23. Ở phân khúc này, đã có 45 căn được bán trong quý, chủ yếu đến từ dự án The Classia (Quận 9 cũ – TP.Thủ Đức).

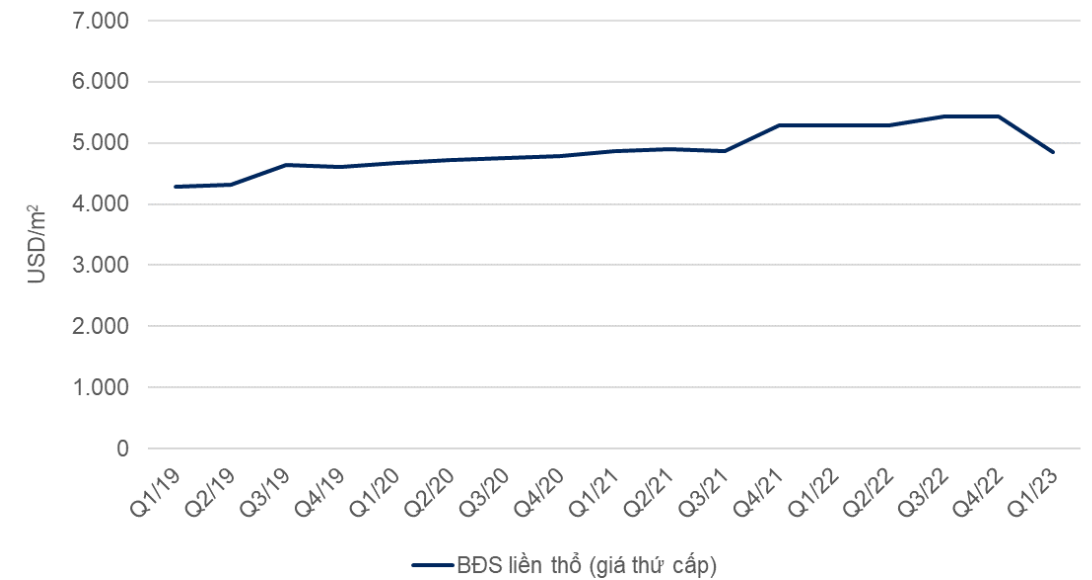
Thị trường BĐS nhà ở vẫn trải qua “mùa đông khắc nghiệt” trong Q1/23

Giá bán sơ cấp căn hộ tại TP.HCM duy trì sự ổn định trong khi giá thứ cấp của BĐS liền thổ giảm trong Q1/23

Giá bán sơ cấp trung bình căn hộ tại TP.HCM tăng 2% so với quý trước và tăng 10% svck, đạt mức trên 60 triệu đồng/m² trong Q1/23



Giá bán thứ cấp BĐS liền thổ tại TP.HCM giảm khoảng 8% svck trong Q1/23

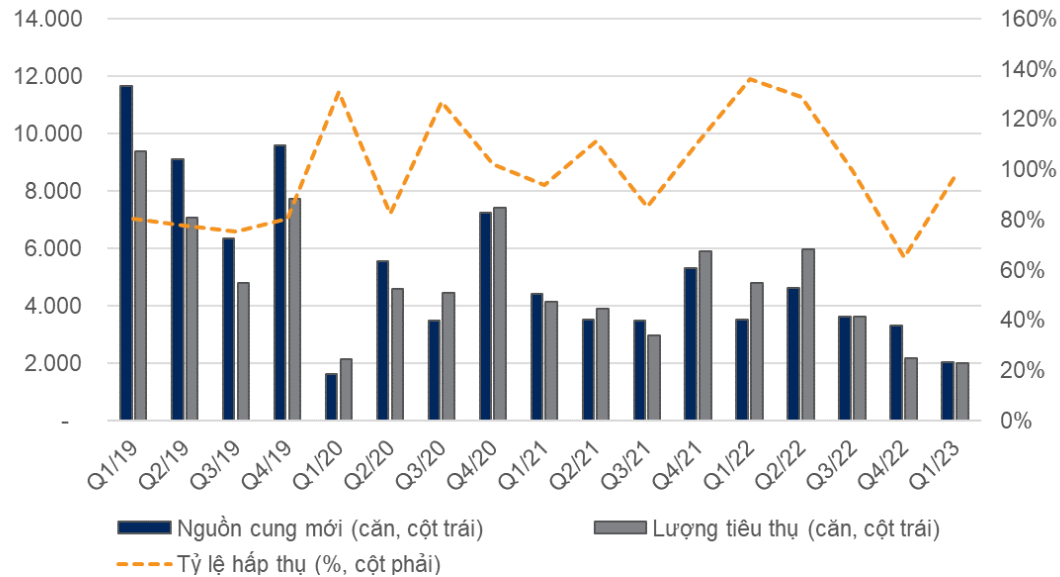


- Giá bán sơ cấp trung bình căn hộ trong Q1/23 tại TP.HCM tăng nhẹ 2% so với quý trước và tăng 10% svck nhờ vào tỷ trọng đóng góp lớn nguồn cung mới của dự án Vinhomes Grand Park.
- Theo DKRA, lượng giao dịch trên thị trường thứ cấp vẫn duy trì rất thấp, giá thứ cấp của BĐS liền thổ ghi nhận giảm trung bình 8% svck.

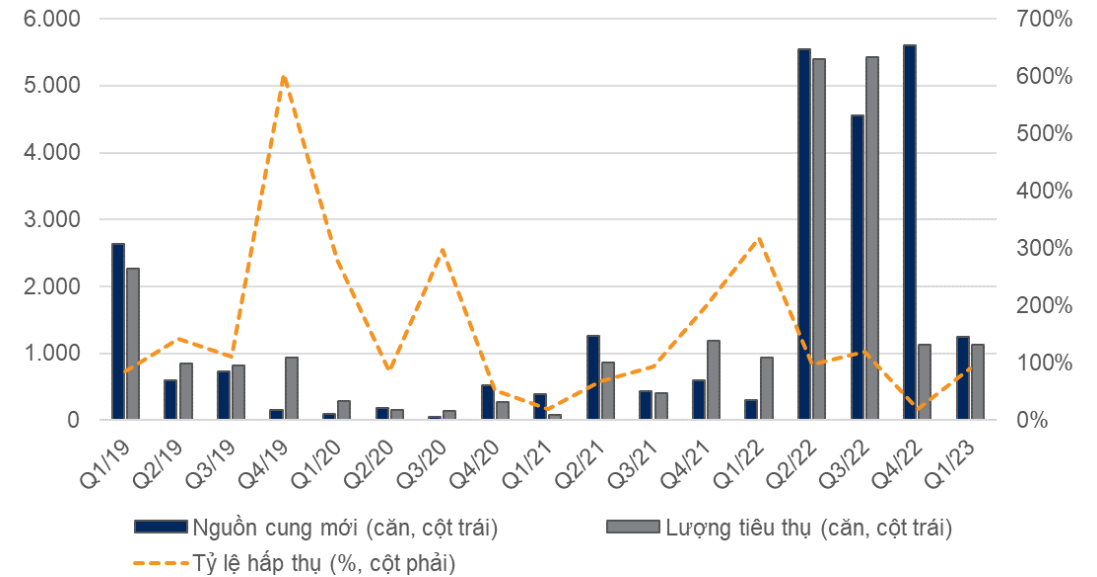
Thị trường BĐS nhà ở vẫn trải qua “mùa đông khắc nghiệt” trong Q1/23

Khu vực phía Bắc, nguồn cung mới tại Hà Nội chứng kiến sự sụt giảm mạnh so với quý trước

Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội giảm mạnh 43% so với quý trước và giảm 44% svck năm ngoái



Có khoảng 1.250 căn nhà liền thổ được mở bán tại Hà Nội trong Q1/23, chỉ bằng khoảng 20% số căn được mở bán trong Q4/22

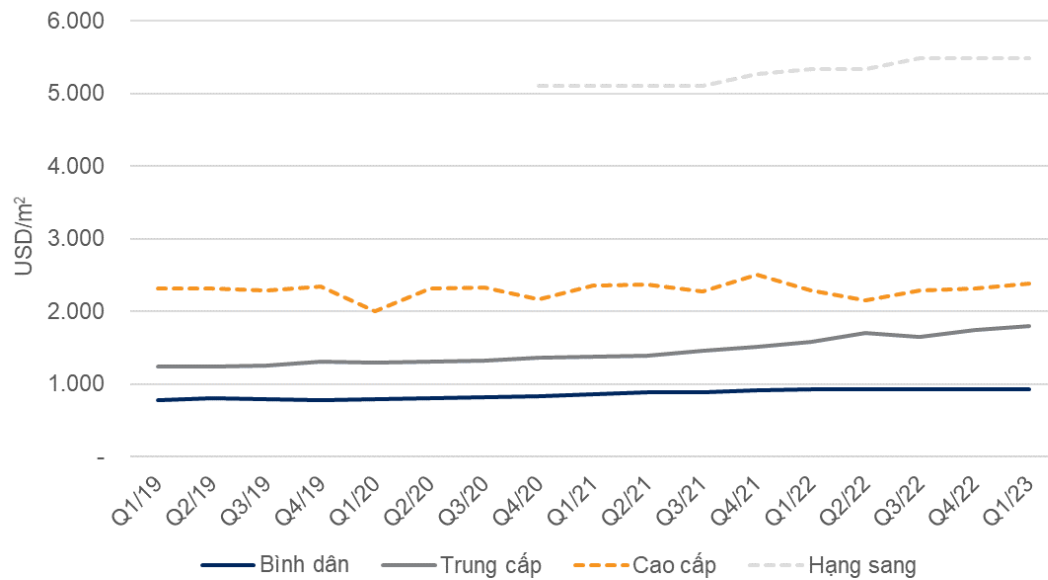


- Theo CBRE, có khoảng 2.000 căn hộ được mở bán tại Hà Nội, giảm 43% so với quý trước và giảm 44% svck năm trước, ghi nhận số lượng mở bán mới theo quý thấp nhất kể từ Q1/20. Về phân khúc mở bán, căn hộ trung cấp chiếm 55% nguồn cung mới, trong khi đó căn hộ cao cấp chiếm phần còn lại. Số lượng căn hộ tiêu thụ trong Q1/23 tại Hà Nội ở mức tương đương quý trước, thấp hơn 58% svck, thể hiện tâm lý thận trọng của cả chủ đầu tư lẫn người mua nhà.
- Trong Q1/23, có khoảng 1.250 căn nhà liền thổ được mở bán tại Hà Nội (giảm 78% so với quý trước) nhờ vào dự án Vinhomes Ocean Park 2 - The Empire và Ocean Park 3 - The Crown. Tổng số căn BĐS liền thổ tiêu thụ tại Hà Nội trong Q1/23 đạt khoảng 1.130 căn, tương đương với quý trước.

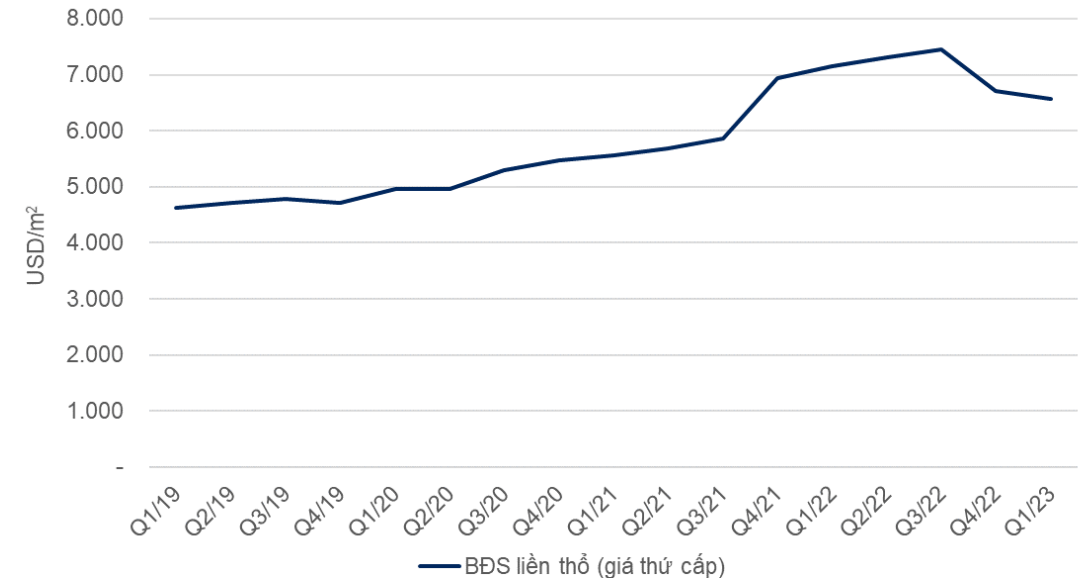
Thị trường BĐS nhà ở vẫn trải qua “mùa đông khắc nghiệt” trong Q1/23

Biến động giá tại thị trường Hà Nội khá tương đồng như tại TP.HCM trong Q1/23

Giá bán sơ cấp trung bình của phân khúc căn hộ tại Hà Nội tăng 3% so với quý trước và tăng 20% svck



Giá thứ cấp trung bình giảm quý thứ hai liên tiếp trong Q1/23 đối với thị trường BĐS liền thổ tại Hà Nội



- Giá sơ cấp trung bình của căn hộ tại Hà Nội đạt 1.992 USD/m² vào cuối Q1/23, tăng 3% so với quý trước và tăng 20% svck năm ngoài, phản ánh mức độ tập trung của các sản phẩm cao cấp và trung cấp trong tổng số lượng căn hộ mở bán mới.
- Giá BĐS liền thổ thứ cấp tại Hà Nội trong Q1/23 tiếp tục giảm thêm 3% so với quý trước và giảm 11% so với mức đỉnh trong Q3/22. Đây là lần giảm thứ hai liên tiếp sau chuỗi tăng giá kể từ năm 2019.

Triển vọng thị trường BĐS nửa cuối 2023 và 2024: Tiếp tục tháo gỡ các nút thắt tồn đọng, có thể ấm dần lên từ giữa năm 2024

Chúng tôi nhận thấy 3 nút thắt chính cần tháo gỡ một cách đồng bộ để thị trường BĐS có thể phục hồi

- 1, Các kênh dẫn vốn: thanh khoản vẫn là vấn đề lớn nhưng giai đoạn khó khăn nhất dường như đã qua đi.
- 2, Vấn đề pháp lý: đợi chờ những chính sách quyết liệt hơn.
- 3, Cân bằng lại cán cân cung cầu trên thị trường BĐS: nhà ở xã hội thúc đẩy thị trường.

- Chúng tôi cho rằng NĐT cần theo dõi sát sao thực trạng các kênh dẫn vốn, quy trình tháo gỡ thủ tục pháp lý và diễn biến thị trường nhà ở xã hội (NOXH) để đánh giá sự phục hồi của thị trường BĐS nói chung. Chúng tôi cho rằng đây là 3 điểm nghẽn chính của thị trường lúc này.
- Chúng tôi nhận thấy rằng thời điểm khó khăn nhất của thị trường dường như đã ở lại phía sau, nhưng những thách thức vẫn còn đó và thị trường BĐS có thể hồi phục dần từ giữa năm 2024.

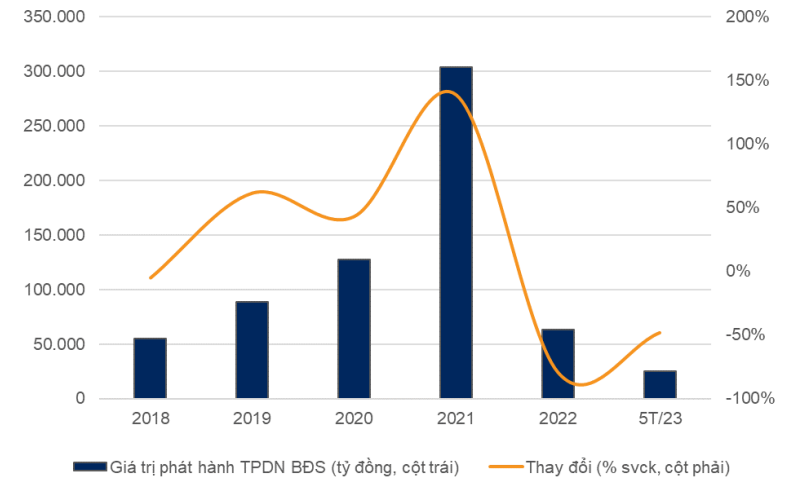
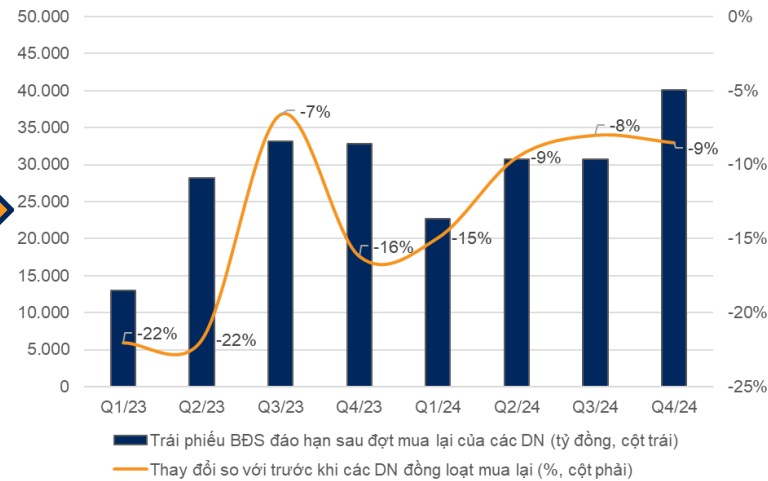
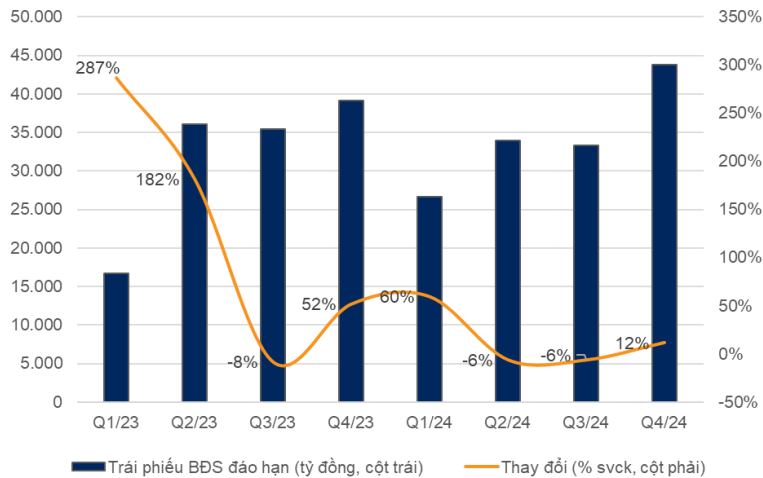
#1: Rủi ro thanh khoản vẫn ở mức cao, nhưng thời điểm khó khăn nhất đã qua

Các doanh nghiệp BĐS tích cực mua lại trái phiếu doanh nghiệp (TPDN)

Các nhà phát triển BĐS đã mua lại trước hạn lượng trái phiếu trị giá 12.561 tỷ đồng trong 5T23, ...

..., giúp lượng TPDN đáo hạn trong nửa cuối 2023 và 2024 giảm lần lượt 12% và 10% so với trước đợt mua lại

Giá trị phát hành TPDN mới của lĩnh vực BĐS ghi nhận mức thấp trong 5T/2023 (24.911 tỷ đồng, -48% svck)

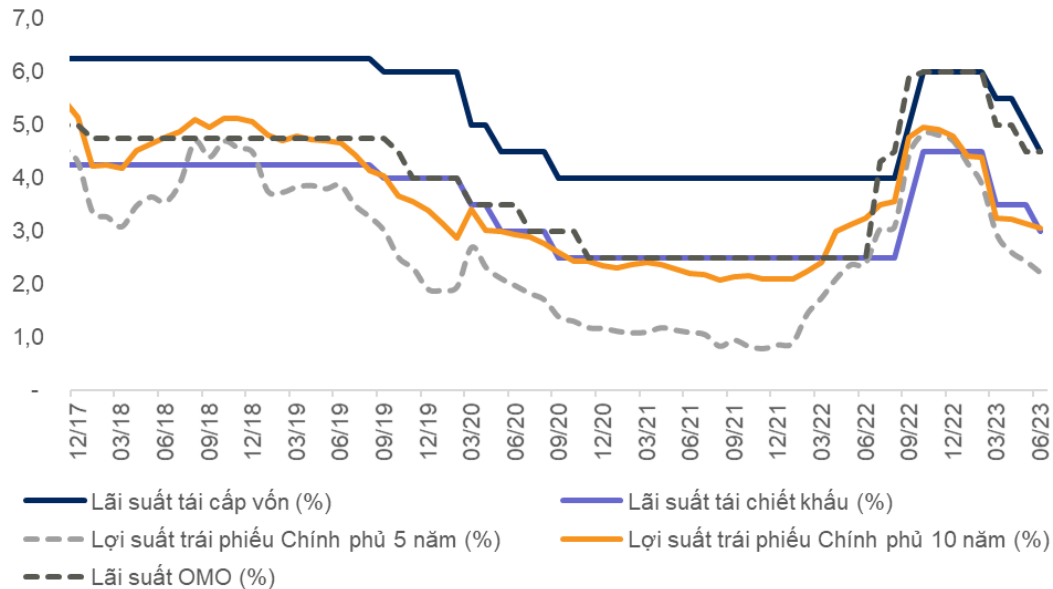


- Trong 6T23, chúng tôi nhận thấy rủi ro mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp BĐS đã giảm bớt phần nào khi các doanh nghiệp thực hiện gia hạn thời gian đáo hạn trái phiếu và kéo giãn nợ ngân hàng theo Nghị định số 08/2023/NĐ-CP và Nghị quyết số 33/2023/NQ-CP. Tuy nhiên, vấn đề thanh khoản doanh nghiệp BĐS vẫn là vấn đề đáng lo ngại khi nhiều doanh nghiệp vẫn chậm trả lãi và gốc trái phiếu do những khó khăn trong các kênh tái cấp vốn cùng với việc doanh số ký bán giảm mạnh bởi điều kiện thị trường. Chúng tôi cho rằng rủi ro thanh khoản vẫn ở mức cao với lượng lớn trái phiếu đáo hạn của các nhà phát triển BĐS, cụ thể khoảng 65.906 tỷ đồng (+3% svck) trong nửa cuối 2023 và 124.200 tỷ đồng (+16% svck) trong năm 2024, theo ước tính của chúng tôi.

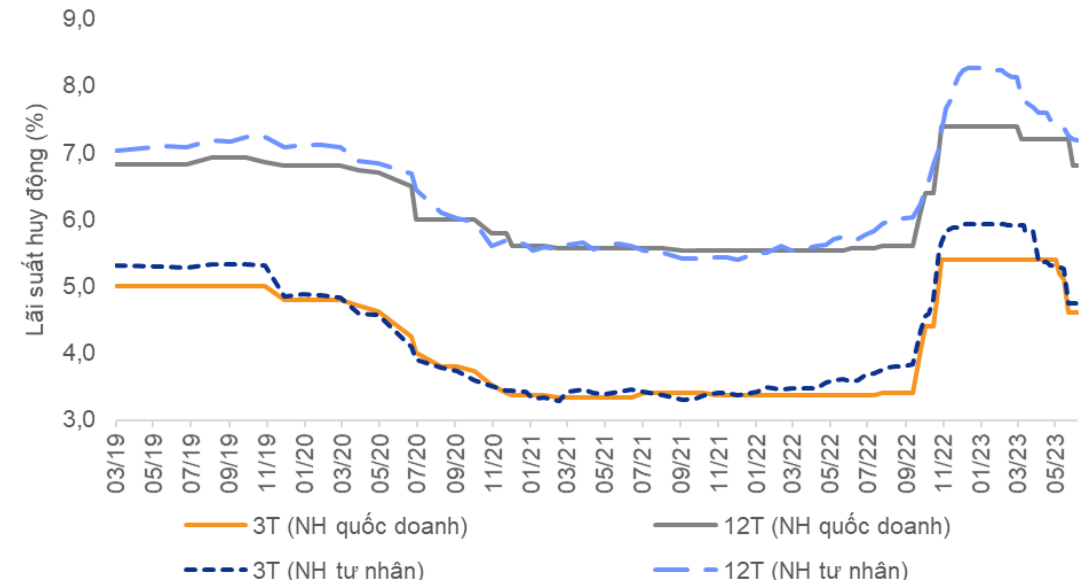
#1: Lãi suất giảm giúp dần dần “rã đông” thị trường

Áp lực chi phí lãi vay đối với doanh nghiệp phát triển BĐS phần nào hạ nhiệt khi lãi suất giảm

NHNN cắt giảm lãi suất điều hành lần thứ 3 kể từ đầu năm 2023



Lãi suất huy động cũng điều chỉnh giảm từ cuối Q1/23

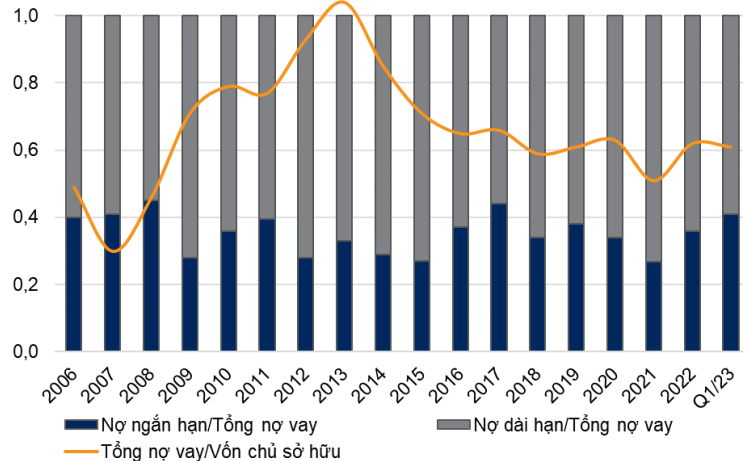


- Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các NHTM giảm 30-40 điểm cơ bản trong tháng 5/2023, dao động từ 6,6% đến 8,2%/năm, có thể giảm áp lực lãi vay đối với các khoản vay theo lãi suất thả nổi đối với các doanh nghiệp phát triển BĐS.
- Chúng tôi nhận thấy lãi suất cho vay trung bình thực tế đối với lĩnh vực BĐS vẫn ở mức cao khoảng 13-14%. Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS sẽ có thể ấm trở lại khi lãi suất vay mua nhà giảm về mức khoảng 10-11%.

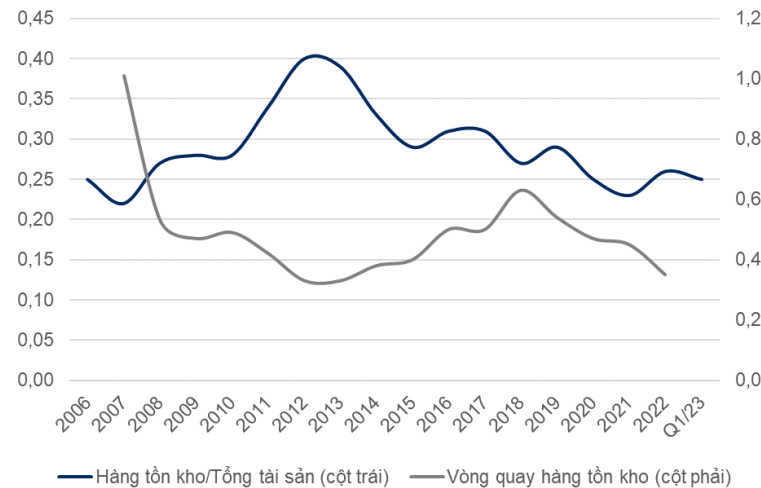
#1: Nỗ lực giảm đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp BĐS trong Q1/23

Những nhà phát triển BĐS có xu hướng thu hẹp bảng cân đối kế toán thông qua các khoản nợ

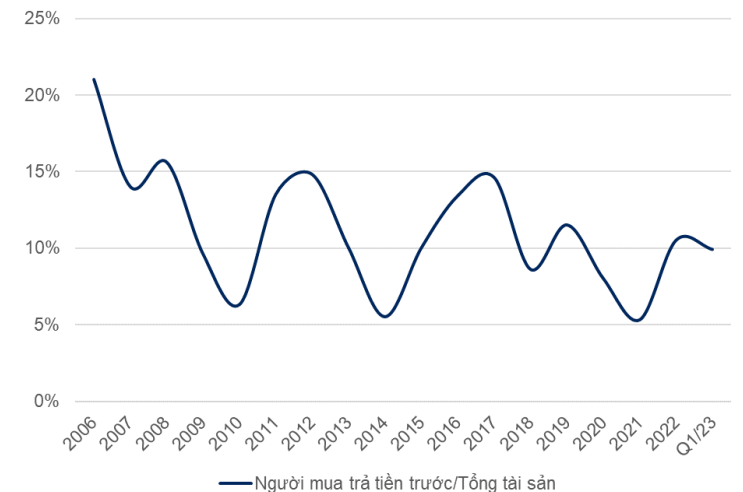
Môi trường lãi suất cao thúc đẩy các doanh nghiệp giảm tỷ trọng nợ vay dài hạn, làm giảm nhẹ tỷ lệ Tổng nợ/Vốn CSH



Hàng tồn kho/Tổng tài sản giảm nhẹ khi tổng giá trị hàng tồn kho giảm 1,3% so với đầu năm (Đơn vị: lần)



Người mua trả tiền trước/Tổng tài sản giảm đáng kể do tổng giá trị trả trước giảm 5% so với đầu năm

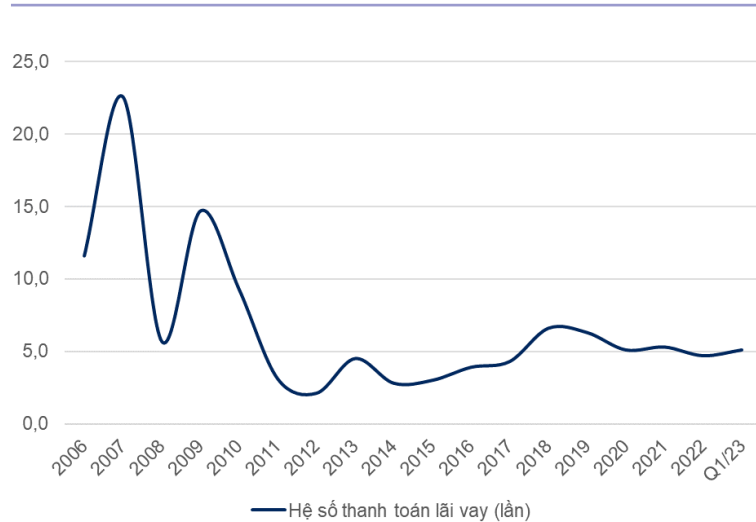


- Ước tính của chúng tôi dựa trên BCTC của 210 doanh nghiệp phát triển BĐS (bao gồm 118 công ty niêm yết và 92 công ty chưa niêm yết) giai đoạn 2006-Q1/23.
- Chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp phát triển BĐS đang có xu hướng thu hẹp bảng cân đối kế toán thông qua việc giảm nợ dài hạn, chủ yếu bằng cách mua lại trái phiếu trước hạn hoặc trả nợ vay ngân hàng trong môi trường lãi suất cao.
- Tổng giá trị hàng tồn kho và người mua trả tiền trước của mẫu nghiên cứu lần lượt giảm 1,3% và 5,0% so với đầu năm. Điều này là để hiểu trước tình trạng giá bán của hoạt động xây dựng và bán hàng trong diễn biến ảm đạm của thị trường BĐS.

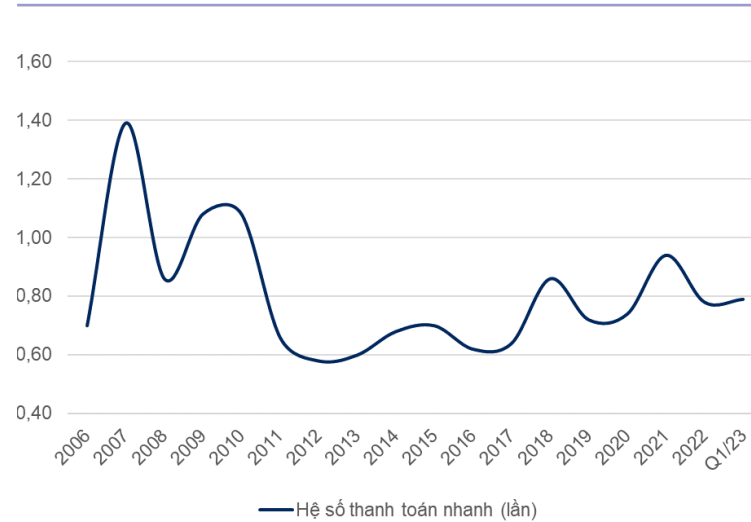
#1: Các hệ số về khả năng thanh toán và thanh khoản được cải thiện nhẹ trong Q1/23

Thanh khoản có dấu hiệu cải thiện dù tương đối khiêm tốn

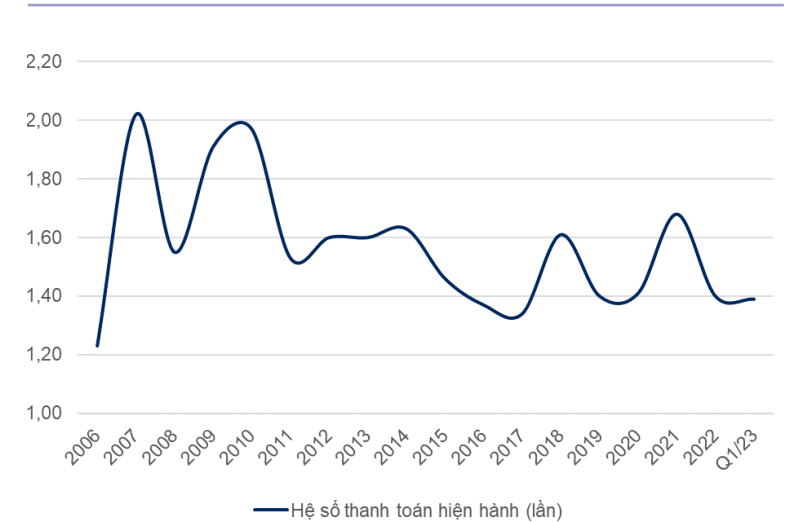
Hệ số thanh toán lãi vay trong Q1/23 có sự cải thiện nhẹ



Hệ số thanh toán nhanh vẫn tốt hơn so với giai đoạn 2011-13



Trong khi hệ số thanh toán hiện hành đi ngang ở mức thấp cho thấy rủi ro thanh khoản vẫn còn hiện hữu



- Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp BĐS hiện tại có sức khỏe tài chính tốt hơn giai đoạn 2011-13 với tỷ lệ đòn bẩy thấp hơn, hệ số thanh toán nhanh lành mạnh hơn và khả năng thanh toán lãi vay tốt hơn so với giai đoạn khó khăn của thị trường BĐS trong 2011-13. Tuy nhiên, hệ số thanh toán hiện hành đã giảm mạnh xuống mức thấp nhất trong giai đoạn 2011-13, điều này cho thấy khả năng xảy ra rủi ro mất khả năng thanh toán vẫn cao như năm 2011. Đáng chú ý, các hệ số về khả năng thanh toán và thanh khoản đang được cải thiện nhẹ trong Q1/23.

#2: Đã có những động thái tích cực trong giải quyết các vấn đề về pháp lý...

Hàng loạt chính sách được ban hành có lợi cho thị trường BĐS nhà ở trong nửa đầu năm 2023

Chính phủ tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý hỗ trợ thị trường nhà ở và doanh nghiệp BĐS

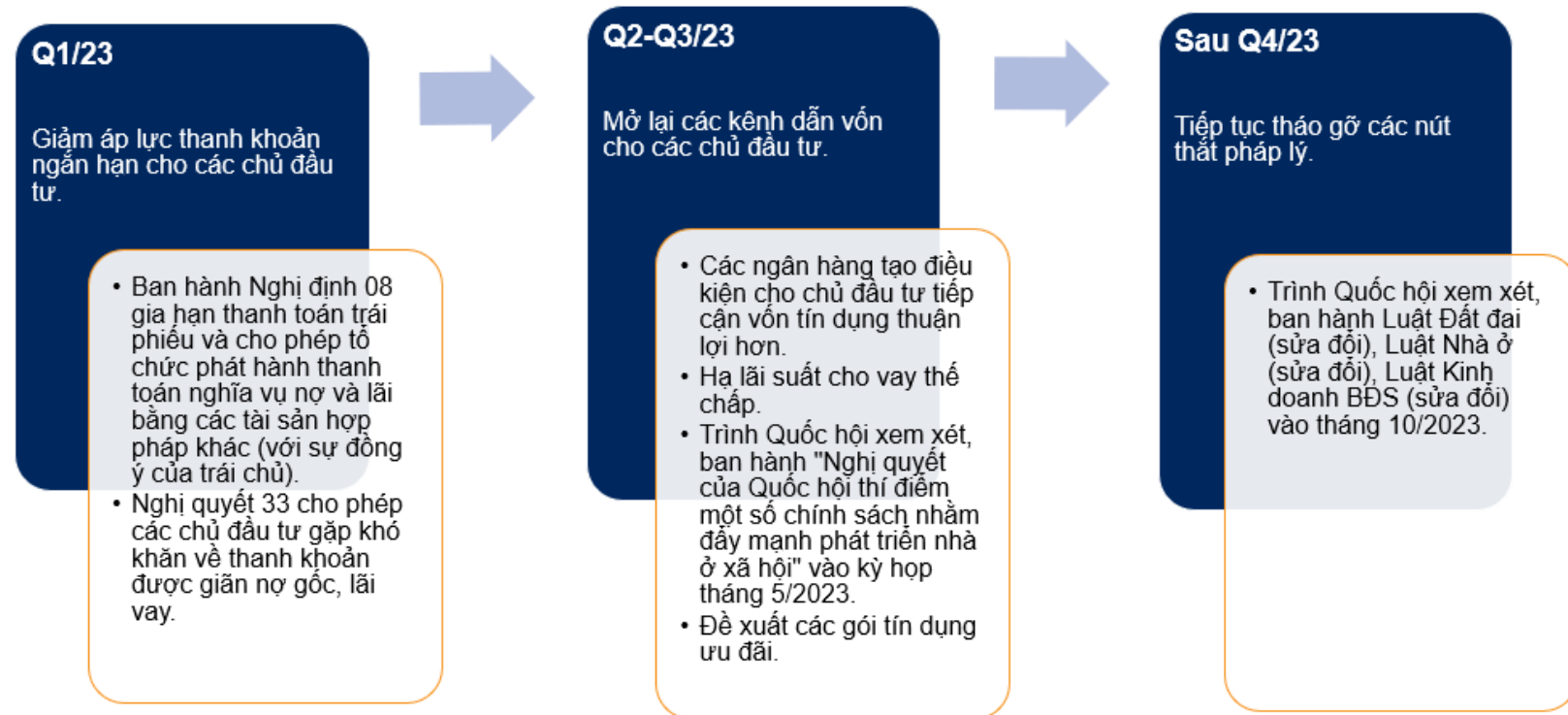
Chính sách ban hành	Thời gian ban hành	Hiệu lực	Nội dung trọng điểm	Đánh giá tác động
Nghị định 08/2023/NĐCP về Trái phiếu doanh nghiệp.	05/03/2023	05/03/2023	<ul style="list-style-type: none"> - Tạo cơ sở pháp lý để tổ chức phát hành thỏa thuận về việc gia hạn thời điểm đáo hạn. - Cho phép TCPH thanh toán nghĩa vụ nợ và lãi trái phiếu bằng các tài sản hợp pháp khác. - Hoàn thực thi một số điều khoản như quy định nhà đầu tư chuyên nghiệp hoặc tăng thời gian phân phối. - Giảm xếp hạng tín nhiệm bắt buộc đến 1/1/2024. - Chỉ đạo NHNN Việt Nam hướng dẫn các Tổ chức tín dụng (TCTD) để xem xét và áp dụng các biện pháp xử lý phù hợp cho các khoản nợ thuộc lĩnh vực BĐS (gia hạn trả nợ gốc/lãi hoặc duy trì nhóm nợ). 	<ul style="list-style-type: none"> - Cho phép giãn nợ và hoán đổi nợ trái phiếu sang tài sản khác giúp xoa dịu áp lực thanh khoản cho CĐT trong ngắn hạn. - Việc tạm ngưng quy định xếp hạng tín nhiệm bắt buộc và quy định nhà đầu tư chuyên nghiệp là những yếu tố giúp hoạt động phát hành cải thiện.
Nghị quyết số 33/NQCP về một số giải pháp tháo gỡ và thúc đẩy thị trường bất động sản.	11/03/2023	11/03/2023	<ul style="list-style-type: none"> - Giao NHNN chủ trì triển khai chương trình tín dụng khoảng 120.000 tỷ đồng. - Giao NHNN xem xét điều chỉnh hệ số nỉ ro, từ đó có thể làm giảm các giới hạn cho vay với nhóm DN BĐS. - Khuyến khích các NHTM hạ lãi suất cho thị trường BĐS và gia hạn các khoản vay ngắn hạn cho các chủ đầu tư với vấn đề thanh khoản. 	Là tiền đề cho nhiều chính sách hỗ trợ khác, cùng với Nghị định 08 cho phép chủ đầu tư gia hạn nghĩa vụ trả nợ, sẽ làm giảm áp lực thanh khoản lên các chủ đầu tư trong ngắn hạn đáng kể và cho phép họ có thêm thời gian để xử lý các khoản nợ của mình.
Văn bản số 2308/NHNN-TD triển khai chương trình tín dụng khoảng 120.000 tỷ đồng.	01/04/2023	01/04/2023	<ul style="list-style-type: none"> - Cho chủ đầu tư và người mua nhà các dự án nhà ở xã hội, nhà ở công nhân vay với lãi suất lần lượt là 8,7% và 8,2%/năm (áp dụng đến 30/06/2023, sau đó thông báo lãi suất định kỳ 6 tháng). 	Từ sau khi kết thúc gói tín dụng hỗ trợ nhà ở 30 nghìn tỷ đồng, việc phân bổ nguồn vốn để phát triển nhà ở xã hội gặp nhiều hạn chế. Gói tín dụng 120.000 tỷ đồng được kỳ vọng tạo cơ hội cho người mua nhà lần chủ đầu tư nhà ở xã hội tiếp cận được nguồn vốn ưu đãi.
Quyết định 388/QĐ-TTg phê duyệt Đề án "Đầu tư xây dựng ít nhất 1 triệu căn hộ nhà ở xã hội cho đối tượng thu nhập thấp, công nhân khu công nghiệp giai đoạn 2021 - 2030".	03/04/2023	03/04/2023	<ul style="list-style-type: none"> - Phân đầu đến năm 2030 hoàn thành khoảng 1.062.200 căn, trong đó hoàn thành khoảng 428.000 căn giai đoạn 2021 - 2025; khoảng 634.200 căn giai đoạn 2025 - 2030. - Sửa đổi, bổ sung quy định về ưu đãi cho chủ đầu tư thực chất hơn theo hướng phần 20% diện tích đất thương mại trong dự án nhà ở xã hội được hạch toán riêng. - Sửa đổi quy định "các dự án nhà ở xã hội phải dành tối thiểu 20% diện tích nhà ở xã hội trong dự án để cho thuê và chủ đầu tư chỉ được bán sau 5 năm đưa vào sử dụng" theo hướng không bắt buộc chủ đầu tư phải dành quỹ nhà ở để cho thuê. - Bổ sung thêm đối tượng mua nhà xã hội. 	<ul style="list-style-type: none"> - Các chính sách hỗ trợ, ưu đãi cho chủ đầu tư tham gia phát triển NOXH được chú trọng hơn, kỳ vọng hấp dẫn nhiều nhà đầu tư phát triển loại hình này hơn. - Để hoàn thành mục tiêu trong đề án, cần thêm những chính sách gỡ vướng về nguồn cung, cơ chế mua bán. Vào tháng 05/2023, Chính phủ sẽ trình Quốc hội ban hành nghị quyết thí điểm một số chính sách nhằm đẩy mạnh phát triển nhà ở xã hội.
Nghị định số 10/2023/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của các nghị định hướng dẫn thi hành luật đất đai.	03/04/2023	03/04/2023	<ul style="list-style-type: none"> - Quy định chứng nhận quyền sở hữu công trình xây dựng gắn liền với đất theo mục đích sử dụng đất thương mại, dịch vụ đối với công trình xây dựng có sử dụng vào mục đích lưu trú du lịch (condotel). - Bổ sung chính sách giao đất trường hợp được chấp thuận nhà đầu tư. - Bổ sung thời gian UBND cấp tỉnh ban hành giá đất cụ thể không quá 90 ngày kể từ ngày giao đất. 	<ul style="list-style-type: none"> - Sở Tài nguyên và Môi trường cấp tỉnh đã có đủ cơ sở pháp lý để cấp Giấy chứng nhận cho căn hộ du lịch. - Tạo cơ chế giao đất trường hợp chỉ có một NĐT đáp ứng yêu cầu lựa chọn NĐT và được Nhà nước chấp thuận nhà đầu tư. - Giải quyết tình trạng chính quyền địa phương chậm phê duyệt tiền sử dụng đất, gây kéo dài thời gian thực hiện dự án. Đây là một trong những vấn đề gây ra điểm nghẽn cho hàng loạt dự án, đặc biệt tại TP.HCM.

- TP.HCM đặt mục tiêu tháo gỡ pháp lý cho 50 dự án BĐS trong năm 2023. Thành phố hiện đang có 156 dự án BĐS được phát triển bởi 121 chủ đầu tư hiện đang chờ giải quyết vướng mắc (trong đó khoảng 70% có liên quan đến vấn đề pháp lý). Khi tháo gỡ được rào cản pháp lý của các dự án trên, TP.HCM dự kiến sẽ có khoảng 4.000-5.000 căn hộ được mở bán giúp giảm bớt áp lực nguồn cung như hiện tại.
- Đồng Nai, Bình Thuận, Bình Dương và các tỉnh thành khác cũng đang rất tích cực đề xuất tháo gỡ những khó khăn cho các dự án BĐS trên địa bàn.

#2: ... nhưng cần nhiều hơn những quyết sách đồng bộ

Kỳ vọng có thêm các chính sách quyết liệt hơn để sớm thúc đẩy thị trường BĐS

Tổng hợp các chính sách về thị trường BĐS nhà ở trong năm 2023

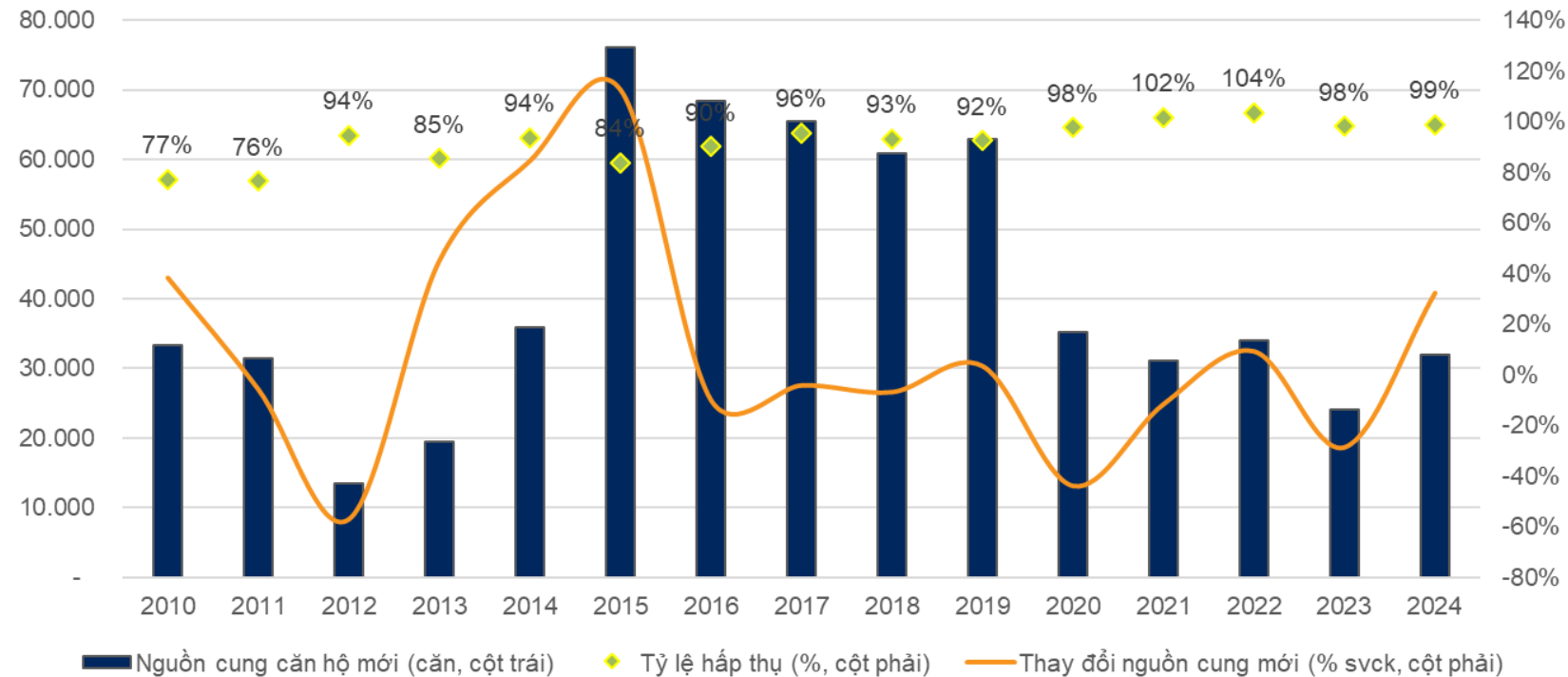


- Chúng tôi tin rằng Luật Đất đai 2023 nếu đúng tiến độ sẽ có hiệu lực trong nửa cuối năm 2024, từ đó đánh dấu một bước ngoặt đối với lĩnh vực BĐS khi giải quyết được các nút thắt trong việc phê duyệt các dự án ở các dự án khu dân cư mới, giúp nguồn cung nhà ở dần phục hồi trong giai đoạn 2024-25.

#3: Cơ quan quản lý nỗ lực tái cân bằng cung cầu trên thị trường BĐS

Đang có sự mất cân đối giữa cung và cầu trên thị trường BĐS nhà ở

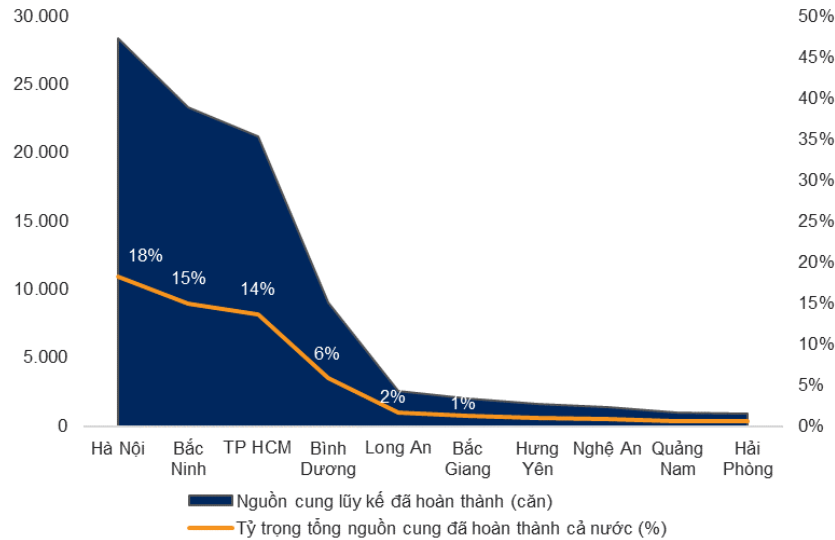
Thiếu hụt nguồn cung căn hộ mới ở TP.HCM và Hà Nội từ đầu năm 2020, với tỷ lệ hấp thụ cao quanh 100% cho thấy nhu cầu nhà ở vẫn duy trì ở mức cao



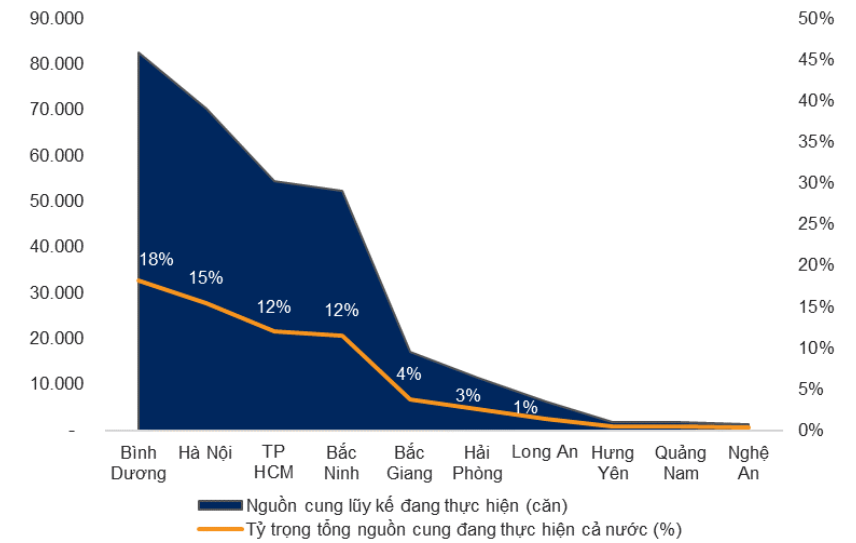
- Thị trường hiện nay đang diễn ra tình trạng mất cân đối cung cầu, đặc biệt thừa cung ở phân khúc cao cấp nhưng lại thiếu nguồn cung ở phân khúc bình dân, trung cấp.
- Chúng tôi nhận thấy các cơ quan quản lý đang nỗ lực cân bằng lại cung cầu, bên cạnh gói tín dụng ưu đãi cho các dự án NOXH, chính phủ đã cam kết đến năm 2030 sẽ xây dựng hơn 1 triệu căn NOXH và nhà ở cho công nhân để đáp ứng nhu cầu của phân khúc nhà bình dân và nhà cho người có thu nhập thấp.

#3: Phát triển 1 triệu căn nhà ở xã hội (NOXH) để đáp ứng nhu cầu rất lớn của phân khúc này

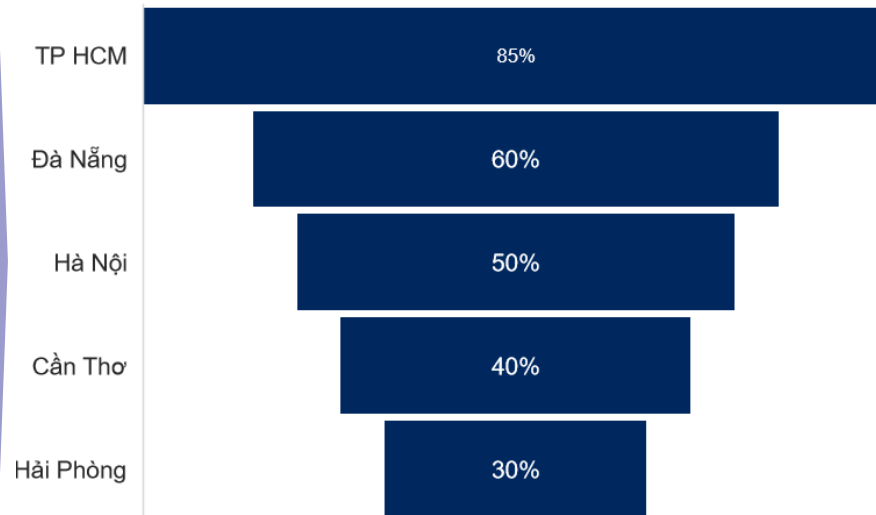
Hà Nội đứng đầu cả nước về nguồn cung NOXH đã hoàn thành



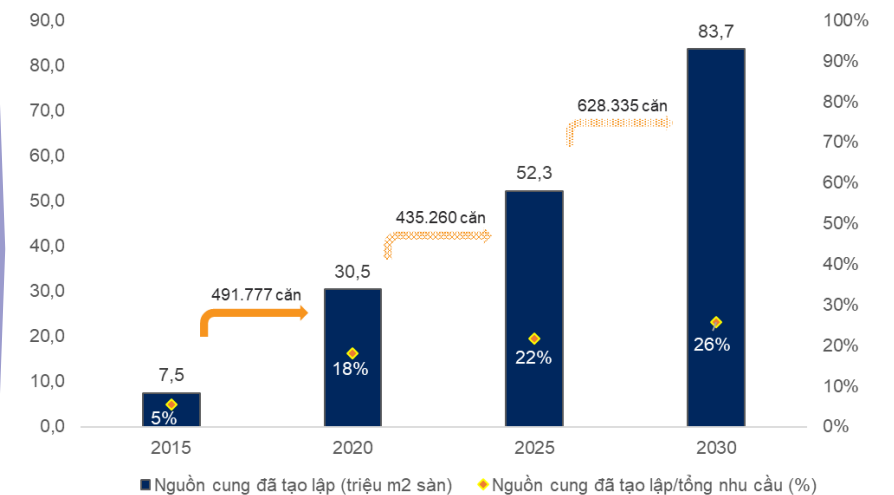
Bình Dương đứng đầu với nguồn cung NOXH đang được triển khai



Tỷ lệ các dự án đang gặp vướng mắc tại các thành phố lớn



Nguồn cung NOXH dự kiến (triệu m² sàn) theo dự thảo tại Quyết định số 338

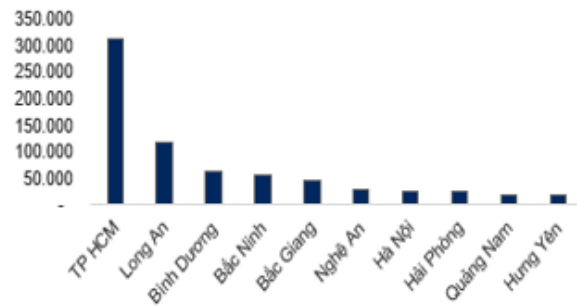


#3: Các doanh nghiệp lớn tham gia xây dựng NOXH trên khắp Việt Nam

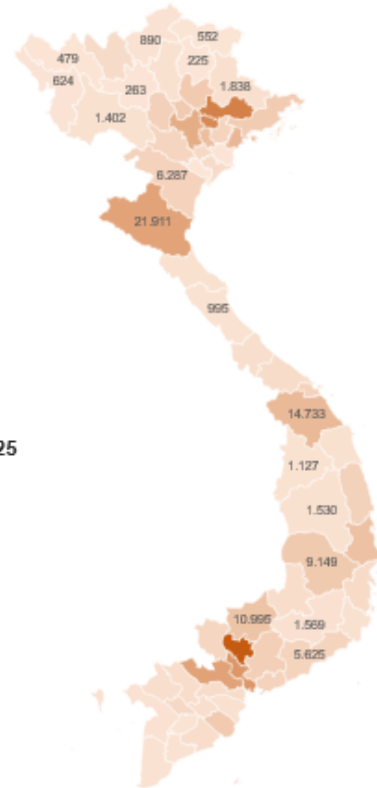
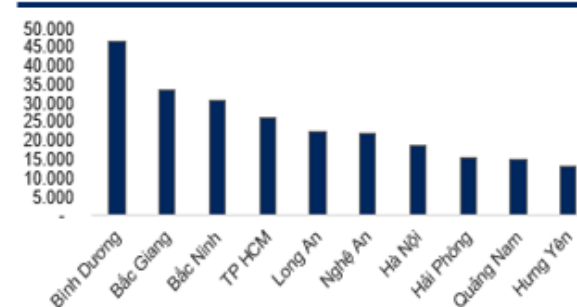
NOXH có thể trở thành phương án “cứu cánh” dòng tiền cho các nhà phát triển BĐS với gói tín dụng lãi suất thấp

Phân bổ nguồn cung dự kiến giai đoạn 2021-25 (căn)

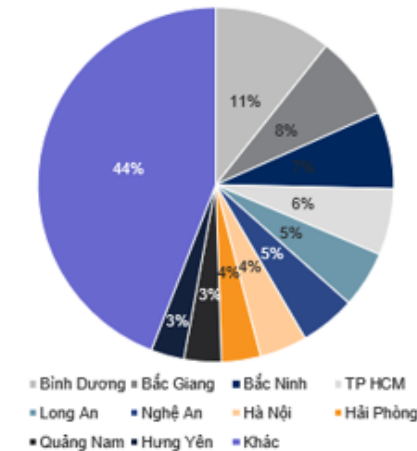
Top địa phương có nhu cầu cao nhất giai đoạn 2021-25



Top địa phương có nguồn cung dự kiến cao nhất giai đoạn 2021-25



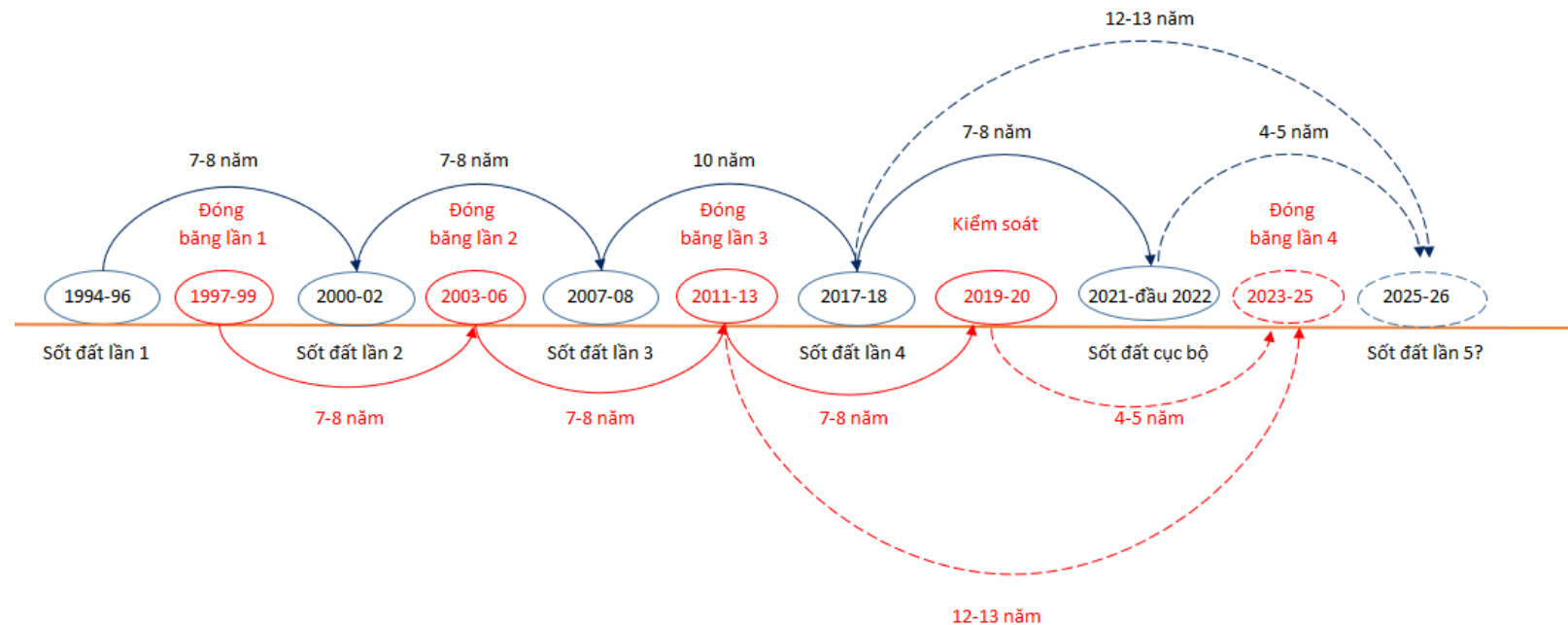
Tỷ lệ phân bổ nguồn cung trên cả nước



- Từ đầu năm đến nay, nhiều DN đầu ngành như Tập đoàn Hưng Thịnh, Vinhomes, Novaland, Becamex IDC, Hòa Bình... đã công bố xây dựng hàng trăm nghìn căn NOXH, nhà ở bình dân cho công nhân và người thu nhập thấp.
- Gói tín dụng 120 nghìn tỷ đồng giống như “cơn mưa giữa trời nắng hạn” có thể giải tỏa khó khăn cho người mua nhà. Chúng tôi cho rằng nhiều chủ đầu tư BĐS sẽ tận dụng việc tham gia phân khúc này để hỗ trợ cho dòng tiền doanh nghiệp.

Khi nào thị trường BĐS nhà ở của Việt Nam sẽ hồi phục?

Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS Việt Nam khó có thể phục hồi trước cuối năm 2024



- Về triển vọng thị trường BĐS nhà ở, chúng tôi cho rằng thị trường sẽ vẫn trầm lắng trong năm tới, sự hồi phục sẽ rõ ràng hơn từ nửa cuối 2024 khi chính sách tiền tệ tiếp tục được nới lỏng hơn.
- Chúng tôi muốn nhận mạnh rằng có một sự khác biệt lớn giữa thời điểm hiện tại và giai đoạn 2011-12. Giai đoạn trước đó thị trường trong trạng thái dư cung và lạm phát ở mức rất cao, trong khi hiện tại nguồn cung dự án rất hạn chế và nguồn cầu vẫn trực chờ ở mức cao. Vì vậy chúng tôi cho rằng thị trường hiện tại sẽ hồi phục nhanh hơn.

Chúng tôi ưa thích NLG, VHM và đưa KDH, DXG vào danh mục theo dõi

STT	Mã CK	Giá mục tiêu 1 năm (đồng/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	NLG	39.850	Khả quan	<p>NLG có nội tại vững chắc từ phân khúc sản phẩm phù hợp và chiến lược linh hoạt nhờ sức khỏe tài chính lành mạnh và quỹ đất lớn 681ha tính đến cuối Q1/23 đã hoàn thiện thủ tục pháp lý cũng như cơ sở hạ tầng đã hoàn thiện.</p> <p>(1) Chúng tôi tin rằng NLG sẽ tiếp tục duy trì doanh số ký bán hàng năm trong giai đoạn 2023-25 từ 8.500 tỷ đồng trở lên, nhờ tập trung nguồn lực vào phát triển phân khúc căn hộ tầm trung và vừa túi tiền được thúc đẩy bởi nhu cầu thực của khách hàng.</p> <p>(2) Với cấu trúc tài chính lành mạnh và dòng tiền dồi dào từ các đợt ký bán trước đến tay khách hàng thực ở, chúng tôi không nhận thấy bất kỳ thách thức nào về thanh khoản của NLG, với tỷ lệ Nợ ròng/VCSH thấp chỉ 10% (so với mức trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành là 57-61%) và tỷ trọng tiền và tương đương tiền cao lên tới 4.281 tỷ đồng, chiếm 15,7% tổng tài sản tính đến cuối Q1/23.</p> <p>(3) Chúng tôi dự phóng NLG đạt tăng trưởng kép 31,4% đối với doanh thu và 27,0% với LN ròng giai đoạn 2022-24, chủ yếu nhờ vào lượng lớn BĐS sẽ được bàn giao từ các đợt ký bán trước.</p>
2	VHM	82.000	Khả quan	<p>(1) VHM là nhà phát triển BĐS hàng đầu với tổng quỹ đất tính đến cuối năm 2021 đạt khoảng 16.800ha với 90% trong số quỹ đất chưa được phát triển, cho thấy tiềm năng khổng lồ của VHM trong tương lai. Dù triển vọng thị trường BĐS năm nay vẫn trầm lắng, VHM vẫn hấp dẫn trong đầu tư dài hạn nhờ vị thế, tên tuổi và mức định giá hấp dẫn. Trong bối cảnh ngân hàng thắt chặt cho vay vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hơn việc phát hành TPDN, chúng tôi vẫn cho rằng thanh khoản không phải là vấn đề đáng lo ngại đối với VHM. VHM duy trì đòn bẩy thấp với tỷ lệ nợ ròng/VCSH là 19,4% tính đến cuối Q1/23 để giảm thiểu rủi ro tiềm ẩn.</p> <p>(2) VHM là một trong số ít DN phát triển BĐS công bố lãi ròng Q1/23 tăng trưởng mạnh, đạt 11,9 nghìn tỷ đồng (+162,5% svck), nhờ (1) bàn giao Vinhomes Ocean Park 2 – The Empire và (2) ghi nhận giao dịch bán buôn tại Vinhomes Ocean Park 2&3 với tổng lợi nhuận trước thuế là 8,5 nghìn tỷ đồng, chiếm 56% LNTT Q1/23 của VHM. Kết thúc Q1/23, doanh thu chưa ghi nhận của VHM đạt 92,7 nghìn tỷ đồng (+63% svck), cho thấy tiềm năng tăng trưởng lớn trong các quý tới.</p> <p>(3) Ban lãnh đạo dự kiến mở bán ba dự án NOXH Happy Home tại Hải Phòng, Thanh Hóa và Quảng Trị trong nửa cuối 2023. Từ đó giúp VHM tiếp cận được nguồn vốn giá rẻ và khẳng định độ bao phủ của sản phẩm VHM trên thị trường BĐS Việt Nam.</p>

Chúng tôi ưa thích NLG, VHM và đưa KDH, DXG vào danh mục theo dõi

STT	Mã CK	Giá mục tiêu 1 năm (đồng/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
3	KDH	30.000	Trung lập	<p>(1) Chúng tôi đánh giá cao KDH bởi quy mô, năng lực tài chính và quỹ đất lớn tại các khu vực được sẵn đón tại TP.HCM (khoảng 600ha cho khu dân cư và 110ha cho khu công nghiệp tính đến cuối Q1/23), cũng như tính minh bạch về mặt pháp lý. Theo quan điểm của chúng tôi, những yếu tố này giúp các dự án BĐS của KDH vẫn trở nên hấp dẫn trong bối cảnh áp lực lạm phát và lãi suất tăng cao.</p> <p>(2) Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ mở bán dự án The Privia (1.8ha) với tỷ lệ hấp thụ ở mức 60-70% trong 2023, và hai dự án thấp tầng (Classia – 4,3ha; Clarita – 5,7ha) trong năm 2024, tương đương mức tăng 35,0%/41,3% svck về doanh số ký bán 2023-24.</p> <p>(3) Chúng tôi ước tính doanh thu 2023 của KDH sẽ giảm 23,5% svck xuống 2.228 tỷ đồng, với biên lợi nhuận gộp tăng 13,7 điểm % svck lên 61,2% nhờ bàn giao dự án thấp tầng Classia. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo LN ròng năm 2023 sẽ giảm 22,4% svck xuống 856 tỷ đồng do thiếu các khoản thu nhập bất thường. Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi từ 2024 với LN ròng tăng 32,5% svck/19,7% svck trong năm 2024-25 khi các dự án mở bán trong 2023-24 vào giai đoạn bàn giao.</p>
4	DXG	12.700	Trung lập	<p>DXG tiếp tục thể hiện KQKD đi xuống với DT Q1/23 giảm 76,8% svck do sự sụt giảm ở cả mảng phát triển BĐS và mảng môi giới BĐS. Dù liên tục cắt giảm nhân sự để thu hẹp quy mô kinh doanh nhưng chi phí hoạt động vẫn ở mức cao đã đè nặng lên hiệu quả kinh doanh làm LNST Q1/23 tiếp tục ghi nhận khoản lỗ quý thứ 2 liên tiếp (-95 tỷ đồng).</p> <p>Trong giai đoạn khó khăn để triển khai các dự án mới tại TP.HCM, chúng tôi tin rằng DXG sẽ đẩy mạnh phát triển các dự án có pháp lý rõ ràng, minh bạch tại các tỉnh lân cận. Với việc chỉ có DXH Parkview được mở bán trong năm 2023, giá trị ký bán sẽ giảm trước khi phục hồi khoảng 83,9% svck vào năm 2024 nhờ đóng góp từ việc mở bán DXH Park City.</p> <p>Với việc hoạt động bán hàng và bàn giao dự án của DXG tương đối kém khả quan, chúng tôi đưa ra dự phóng thận trọng với doanh thu cốt lõi từ mảng phát triển dự án BĐS 2023 sẽ giảm 3,0% svck và sẽ chỉ hồi phục trở lại từ năm 2024 với mức tăng 58,1% svck nhờ kì vọng bàn giao trở lại dự án Gem Skyworld và Opal Skyline. Từ mức nền thấp năm 2022, chúng tôi kì vọng LN ròng 2023-24 sẽ bật tăng trở lại lần lượt 285,6%/65,3% svck nhờ hoạt động cắt giảm chi phí nhân công thu hẹp quy mô hoạt động phù hợp với thị trường.</p>

Dự phóng KQKD 2023-24 của các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	NLG		VHM		KDH		DXG	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Doanh thu	4.857	7.493	83.124	93.066	2.228	4.275	5.406	7.259
% svck	11,9%	54,3%	66,4%	12,0%	-23,5%	91,9%	-3,1%	34,3%
Biên LN gộp (%)	38,5%	43,5%	51,3%	55,7%	61,2%	43,7%	53,6%	52,4%
Biên EBITDA (%)	23,5%	23,9%	47,4%	52,0%	47,2%	32,9%	30,4%	29,0%
LN ròng	607	896	32.087	38.394	856	1134	574	948
% svck	9,2%	47,6%	3,3%	19,7%	-22,5%	32,5%	285,6%	65,3%
Doanh số ký bán	8.971	9.910	85.877	92.613	3.538	5.000	2.235	4.111
% svck	-11,8%	10,5%	-33,8%	7,8%	35,0%	41,3%	-33,5%	83,9%
EPS (đ/cp)	1.586	2.341	7369	8.817	1.194	1.582	938	1.550
BVPS (đ/cp)	24.659	26.622	43.250	52.067	17.316	18.897	15.413	16.963
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	1.054	2.804	-1.066	2.289	-2.893	-5.216	-3.634	-7.570
Nợ/VCSH	0,4	0,5	0,2	0,2	0,5	0,4	0,6	0,7
Tỷ suất cổ tức (%)	4,0%	4,0%	0,0%	0,0%	7,0%	8,6%	7,0%	8,6%
ROAE (%)	6,6%	9,1%	18,6%	18,5%	10,7%	14,2%	6,2%	9,6%
ROAA (%)	1,9%	2,6%	8,1%	8,3%	7,0%	11,1%	4,0%	6,2%

So sánh các DN trong cùng ngành (dữ liệu cập nhật ngày 26/06/2023)

Công ty	Mã	Giá	Giá	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (lần)			P/B (lần)			EPS 3 năm		ROE (%)		Nợ ròng/ VCSH tại Q1/23 (%)
		hiện tại	mục tiêu			Tr. USD	Trượt 12T	2023	2024	Hiện tại	2023	2024	CAGR (%)	2023	2024	
		Nội tệ	Nội tệ													
BDS nhà ở, nghỉ dưỡng																
Vinhomes	VHM VN	55.500	82.000	Khả quan	10.269	6,7	7,9	7,3	1,5	1,4	1,2	(0,4)	18,6	18,5	19,4	
Novaland	NVL VN	15.000	KKN	KKN	1.243	41,4	N/A	N/A	0,8	0,8	0,8	11,2	(1,8)	(3,4)	128,9	
Phát Đạt	PDR VN	17.050	KKN	KKN	487	12,8	N/A	N/A	1,4	N/A	N/A	38,7	N/A	N/A	39,3	
Khang Điền	KDH VN	31.300	30.000	Trung lập	953	23,9	23,8	16,5	1,9	1,8	1,6	(6,9)	10,7	14,2	42,4	
Nam Long	NLG VN	33.800	39.850	Khả quan	552	26,2	21,4	19,5	1,5	1,4	1,3	(16,1)	6,6	9,1	10,1	
Đất xanh	DXG VN	15.600	12.700	Trung lập	404	N/A	38,0	28,7	1,0	N/A	N/A	53,1	6,2	9,6	37,2	
Đầu tư phát triển xây dựng	DIG VN	22.800	KKN	KKN	591	87,1	N/A	N/A	2,0	N/A	N/A	0,1	N/A	N/A	30,3	
An Gia	AGG VN	28.850	KKN	KKN	153	150,1	N/A	N/A	1,5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	19,7	
<i>Trung bình</i>						<i>49,7</i>	<i>22,8</i>	<i>18,0</i>	<i>1,5</i>	<i>1,4</i>	<i>1,2</i>	<i>11,4</i>	<i>8,1</i>	<i>9,6</i>	<i>40,9</i>	
<i>Trung vị</i>						<i>33,8</i>	<i>22,8</i>	<i>18,0</i>	<i>1,5</i>	<i>1,4</i>	<i>1,2</i>	<i>5,7</i>	<i>7,3</i>	<i>9,6</i>	<i>33,7</i>	
Môi giới																
Dịch vụ BĐS Đất Xanh	DXS VN	8.810	KKN	KKN	170	22,0	36,0	13,4	0,7	0,7	0,7	N/A	1,9	5,1	20,6	
BDS Thế Kỳ	CRE VN	8.910	KKN	KKN	176	54,8	33,9	17,0	0,7	0,7	0,7	0,2	2,2	4,3	13,8	
Khải Hoàn	KHG VN	6.140	KKN	KKN	117	6,0	N/A	N/A	0,5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	14,0	
Danh Khôi	NRC VN	5.700	KKN	KKN	22	N/A	N/A	N/A	0,5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	44,9	
<i>Trung bình</i>						<i>27,6</i>	<i>35,0</i>	<i>15,2</i>	<i>0,6</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>0,2</i>	<i>2,1</i>	<i>4,7</i>	<i>23,3</i>	
<i>Trung vị</i>						<i>22,0</i>	<i>35,0</i>	<i>15,2</i>	<i>0,6</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>0,2</i>	<i>2,1</i>	<i>4,7</i>	<i>17,3</i>	

Tiêu dùng

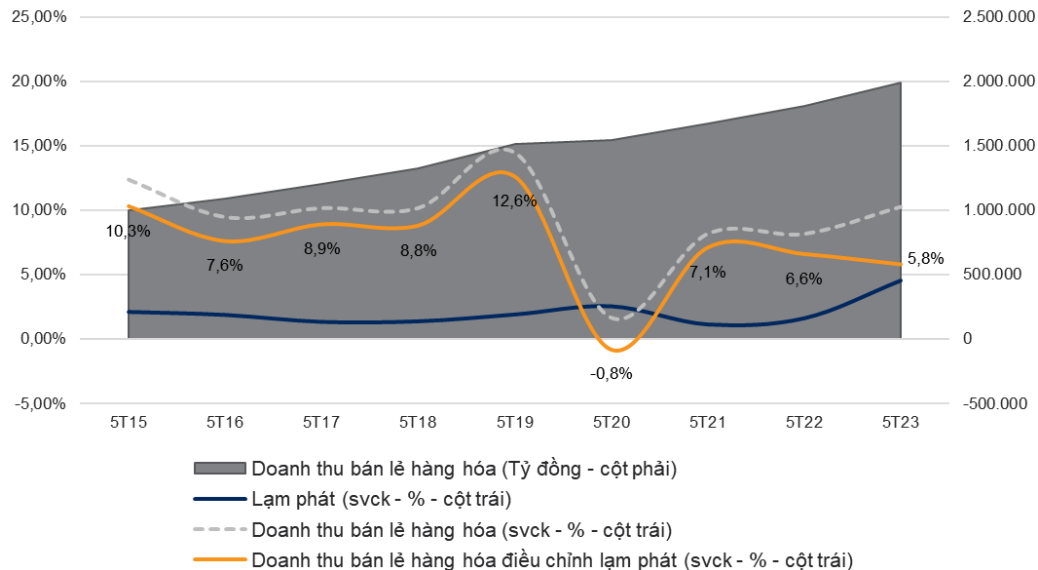
Sẵn sàng cho chu kỳ tiêu dùng mới



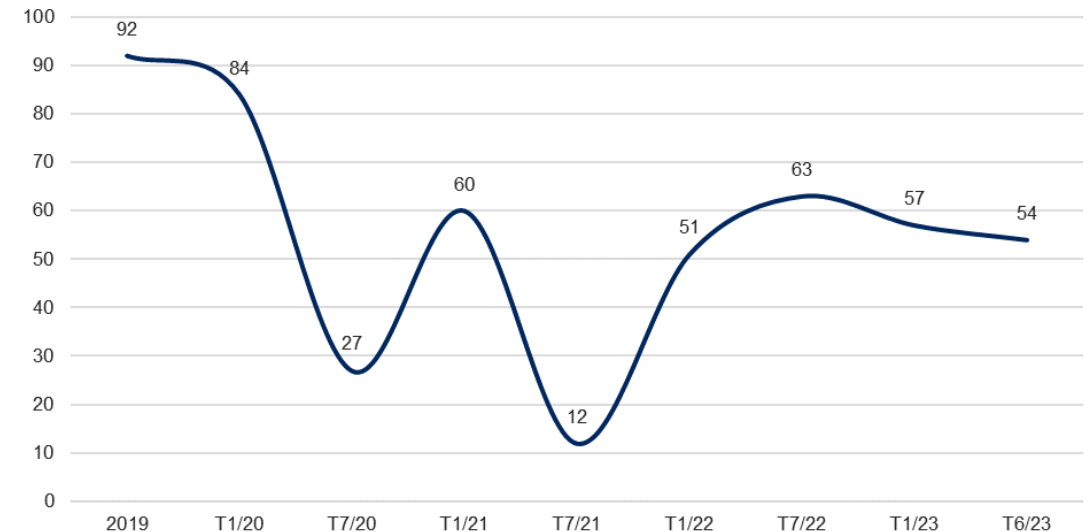
5T23: Tiêu dùng yếu dưới tác động tiêu cực của các yếu tố vĩ mô

Theo Tổng cục Thống kê, tổng mức bán lẻ hàng hóa 5T23 chỉ tăng 5,8% svck (đã điều chỉnh lạm phát), thấp nhất trong giai đoạn 2015-2023 (trừ năm 2020 do ảnh hưởng của Covid-19)

Doanh số bán lẻ hàng hóa của Việt Nam trong 5 tháng đầu năm trong giai đoạn 2015-2023



Chỉ số niềm tin người tiêu dùng giai đoạn từ 2019 - T6/2023 (điểm)

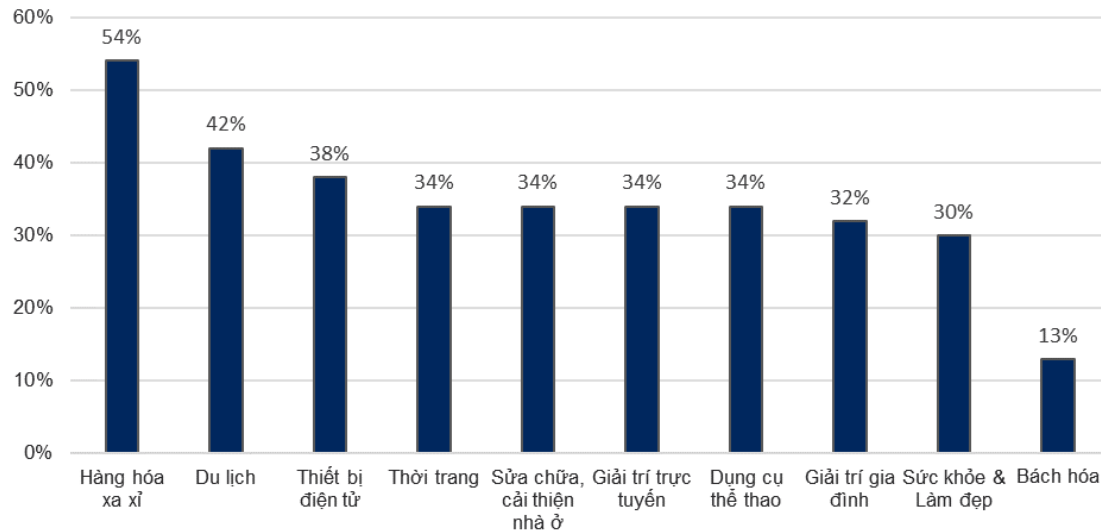


- Trong 5T23, tổng doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ tăng 11,9% svck lên 2.527 nghìn tỷ đồng, trong đó, tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 10,3% svck, tuy nhiên, lạm phát đã tăng mạnh kể từ Q4/22 lên mức 4,54% svck đã khiến tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa điều chỉnh lạm phát chỉ tăng trưởng 5,8% svck, thấp nhất trong giai đoạn 2015-2023 (trừ năm 2020 do ảnh hưởng của Covid-19), cho thấy sự sụt giảm trong tổng tiêu dùng của Việt Nam trong bối cảnh nhiều biến động vĩ mô tiêu cực về việc làm và lãi suất tăng.
- Theo khảo sát của Infocus, niềm tin của người tiêu dùng đã sụt giảm 1 năm liên tiếp, giảm từ 63 điểm vào T7/22 xuống chỉ còn 54 điểm vào T6/23, trong đó, vấn đề ảnh hưởng lớn đến niềm tin của người tiêu dùng chủ yếu đến từ yếu tố vĩ mô bao gồm lạm phát (57% khảo sát), kinh tế VN suy thoái (45% khảo sát), thất nghiệp (41% suy thoái) và suy thoái kinh tế toàn cầu (39% khảo sát).

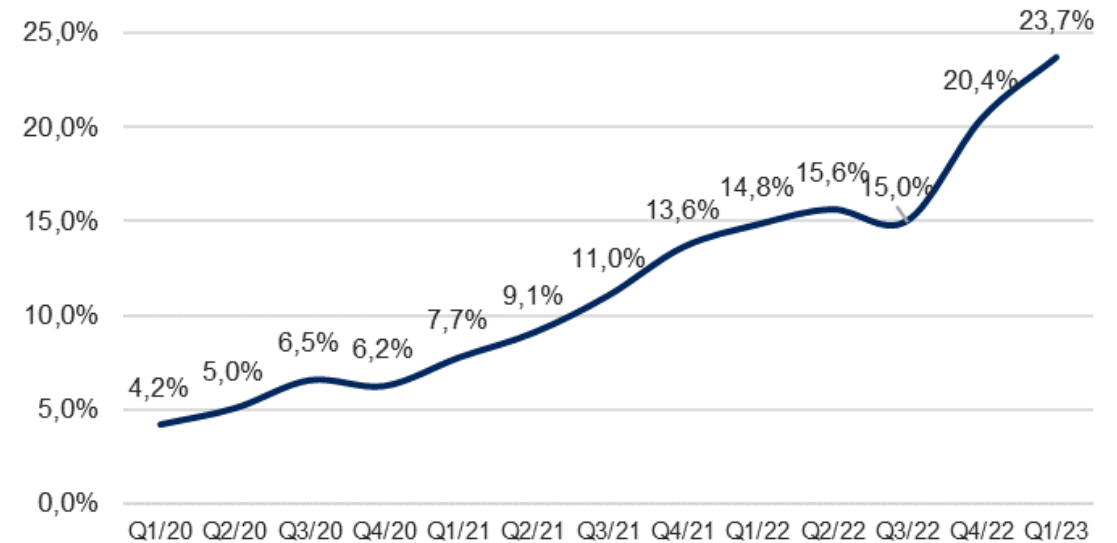
5T23: Tiêu dùng yếu dưới tác động tiêu cực của các yếu tố vĩ mô

Với những lo ngại về vĩ mô, người dân có xu hướng giảm chi tiêu các sản phẩm không thiết yếu, ảnh hưởng mạnh đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp kinh doanh các sản phẩm liên quan.

Các hạng mục dự kiến sẽ được chi tiêu ít hơn trong 6 tháng tới theo khảo sát của PwC tại Việt Nam (% - khảo sát vào Q1/23 của PwC)



Tỷ lệ nợ xấu hàng quý của FE Credit từ 2020 – Q1/23



- Theo khảo sát của PwC vào Q1/23 tại Việt Nam, người tiêu dùng sẽ thắt chặt chi tiêu nhiều nhất đối với các mặt hàng không thiết yếu, bao gồm hàng xa xỉ (54% khảo sát), thiết bị điện tử (38% khảo sát), thời trang (34% khảo sát), đồ gia dụng (34% khảo sát),... và đã phản ánh vào kết quả không khả quan của các doanh nghiệp bán lẻ và tiêu dùng trên thị trường, từ bán lẻ điện tử gia dụng (kể từ Q4/22) đến hàng xa xỉ (từ T4/2023).
- Ngoài ra, một trong những yếu tố ảnh hưởng tiêu cực đến tiêu dùng, đặc biệt là tiêu dùng không thiết yếu, đến từ việc thắt chặt tài chính tiêu dùng sau cuộc điều tra một số công ty tài chính tiêu dùng và tỷ lệ nợ xấu cao, đại diện là FE Credit (~45% thị phần tài chính tiêu dùng) đã tăng liên tục lên mức 23,7% vào cuối Q1/23, sẽ khiến dòng tiền từ tín dụng tiêu dùng giải ngân cho tiêu dùng giảm (có thể đóng góp tới 30% doanh thu cho các công ty bán lẻ).

5T23: Tiêu dùng yếu dưới tác động tiêu cực của các yếu tố vĩ mô

Hầu hết kết quả kinh doanh của nhóm cổ phiếu tiêu dùng đều bị ảnh hưởng tiêu cực trong Q1/23

Doanh thu và lãi ròng Q1/23 của công ty hàng tiêu dùng lớn

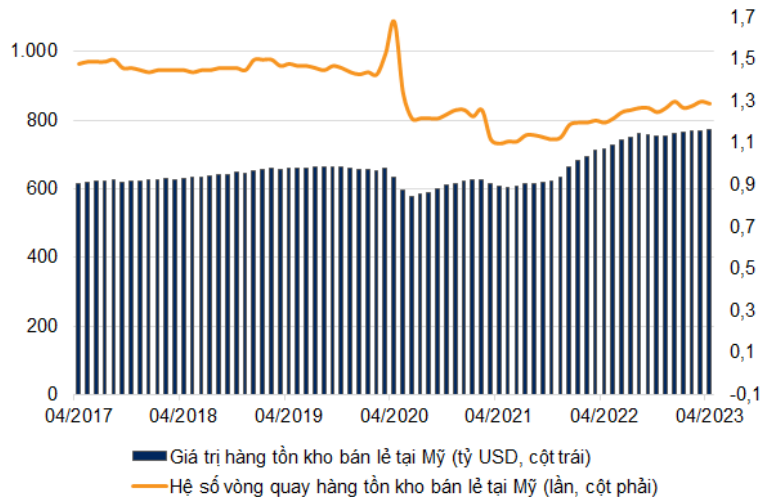
Cổ phiếu	Doanh thu Q1/23 (tỷ đồng)	Tăng trưởng svck (%)	Tăng trưởng sv quý trước (%)	Xu hướng doanh thu từ Q1/22 - Q1/23	LN ròng Q1/23 (tỷ đồng)	Tăng trưởng svck (%)	Tăng trưởng sv quý trước (%)	Xu hướng LN ròng từ Q1/22 - Q1/23
MWG	27.106	-25,7%	-11,4%		21	-98,5%	-96,6%	
DGW	3.960	-43,5%	-2,8%		79	-62,6%	-49,4%	
PET	4.246	-11,8%	-12,2%		33	-51,5%	3,2 lần	
FRT	7.753	-0,4%	-8,3%		-5	-103,0%	-105,3%	
PNJ	9.796	-3,4%	18,0%		749	3,9%	60,7%	
VNM	13.918	0,3%	-7,6%		1.857	-18,0%	-0,6%	
MSN	18.706	2,8%	-9,4%		215	-86,5%	-51,9%	
VRE	1.943	41,8%	-6,8%		1.024	171,6%	29,5%	

- Các công ty phân phối và bán lẻ điện tử tiêu dùng sụt giảm mạnh cả về doanh thu và lợi nhuận trong Q1/23 do đây là loại sản phẩm dễ bị người tiêu dùng cắt giảm nhất trước biến động thu nhập.
- Đối với mảng kinh doanh các sản phẩm cao cấp như PNJ, kết quả kinh doanh Q1/23 vẫn duy trì tăng trưởng khả quan do nhóm khách hàng thu nhập cao bị ảnh hưởng chậm hơn bởi suy giảm thu nhập, tuy nhiên, kết quả kinh doanh T4-5/2023 đã bắt đầu suy giảm.
- Các công ty hàng tiêu dùng thiết yếu như VNM có doanh thu và lợi nhuận giảm nhẹ hơn, trong khi MSN bị ảnh hưởng nặng nề bởi lãi suất cao và thu nhập bất thường trong Q1/22.

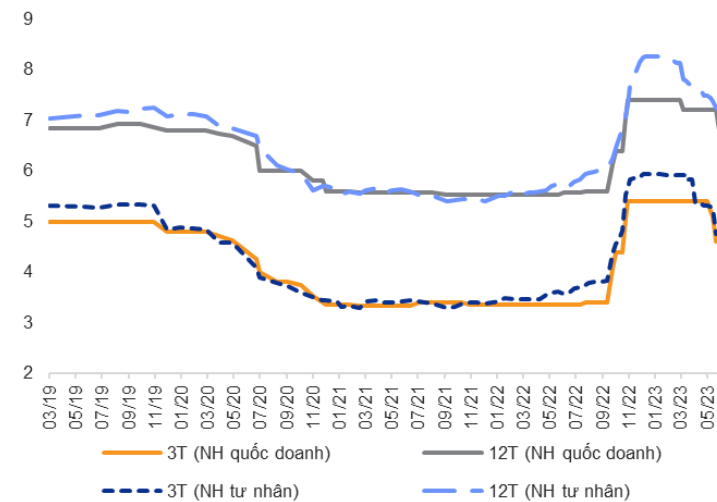
Đã đến lúc sẵn sàng cho chu kỳ tiêu dùng mới kể từ Q4/23

Chúng tôi cho rằng thời điểm tiêu dùng tồi tệ nhất và đã chạm đáy trong nửa đầu năm 2023 và đang hướng tới giai đoạn phục hồi với nhiều dấu hiệu tích cực trong nửa sau 2023

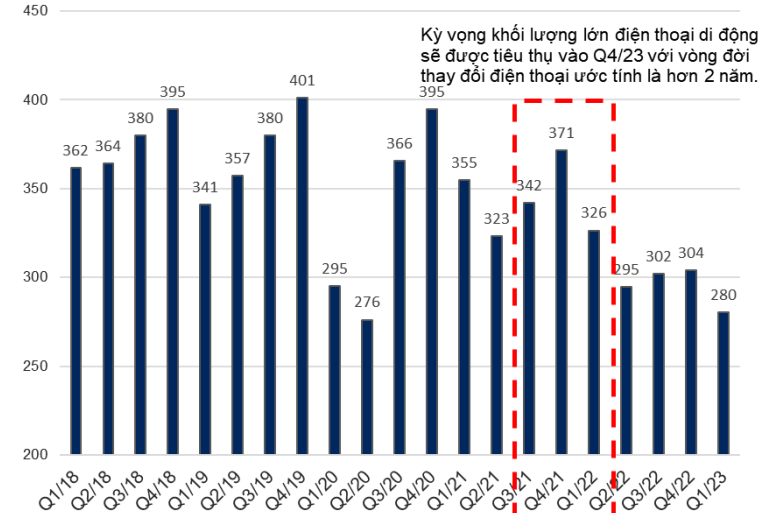
Hàng tồn kho của các nhà bán lẻ và tỷ lệ hàng tồn kho trên doanh thu tại Hoa Kỳ từ năm 2017 – tháng 4 năm 2023



Lãi suất huy động các ngân hàng từ 2019 – 06/2023 (%)



Các lô hàng điện thoại thông minh toàn cầu (triệu chiếc) từ năm 2018 – Q1/23



- Với những chuyển biến tích cực tại Mỹ khi CPI dần hạ nhiệt, gánh nặng tiêu dùng sẽ được giải tỏa không chỉ tại thị trường Mỹ khi chính sách tiền tệ của Fed sẽ có tác động lan tỏa toàn cầu. Chúng tôi kỳ vọng các đơn hàng mới từ các thị trường xuất khẩu chính sẽ tăng tốc từ nửa cuối 2023, qua đó giúp giảm bớt lo ngại về “lạm phát”, “thất nghiệp” và “kinh tế VN suy thoái” và từng bước ổn định thu nhập giúp Việt Nam bước vào chu kỳ tiêu dùng mới.
- Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng xu hướng giảm lãi suất cho vay sẽ tiếp tục sau các đợt cắt giảm lãi suất điều hành của NHNN, giúp tín dụng tiêu dùng dần quay trở lại sau khi nợ xấu được kiểm soát. Đối với các sản phẩm ICT, đặc biệt là điện thoại thông minh, với chu kỳ thay thế điện thoại ước tính từ 2-2,5 năm, chúng tôi kỳ vọng Q4/23 sẽ là thời điểm bùng nổ khi niềm tin của người tiêu dùng sau khi “chạm đáy” sẽ tăng lên và nhu cầu mạnh mẽ sau 1 năm thắt chặt tiêu dùng.

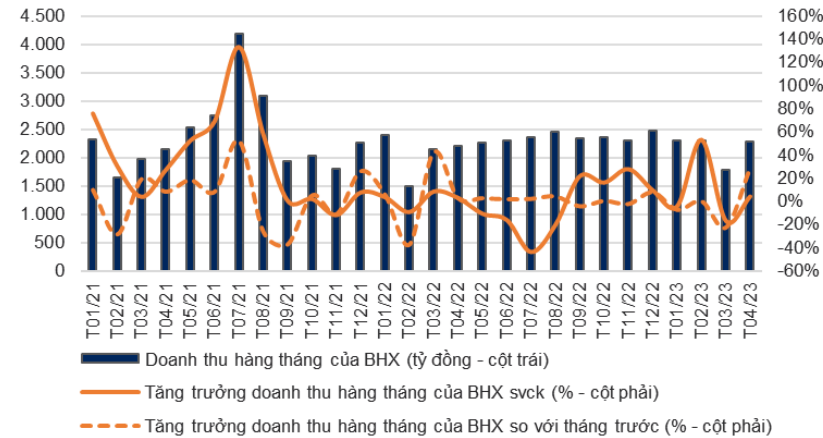
Đã đến lúc sẵn sàng cho chu kỳ tiêu dùng mới kể từ Q4/23

Các doanh nghiệp trong ngành điện tử tiêu dùng phải đối mặt với cuộc chiến duy trì thị phần trong năm 2023, trong khi phân khúc thiết yếu (tạp hóa, dược phẩm) vẫn duy trì doanh thu ổn định.

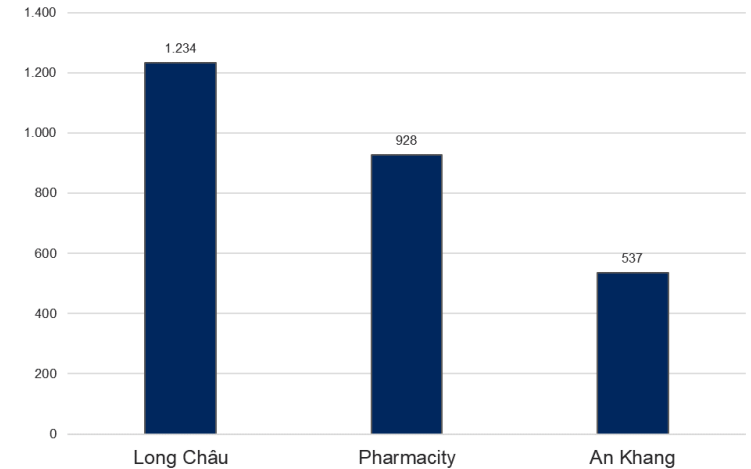
Sau “cuộc chiến giá cả”, các công ty “sống sót được” sẽ có đà tăng trưởng mạnh hơn ở mảng điện tử tiêu dùng



Mảng tạp hóa hiện đại đối mặt với hiệu ứng sụt giá tiêu dùng – down trading, nhưng sẽ khả quan hơn khi quy mô giỏ hàng tăng trở lại



Dường như Long Châu đã thắng trong cuộc đua xây dựng chuỗi bán lẻ dược phẩm tại Việt Nam (số cửa hàng cuối T6/23)

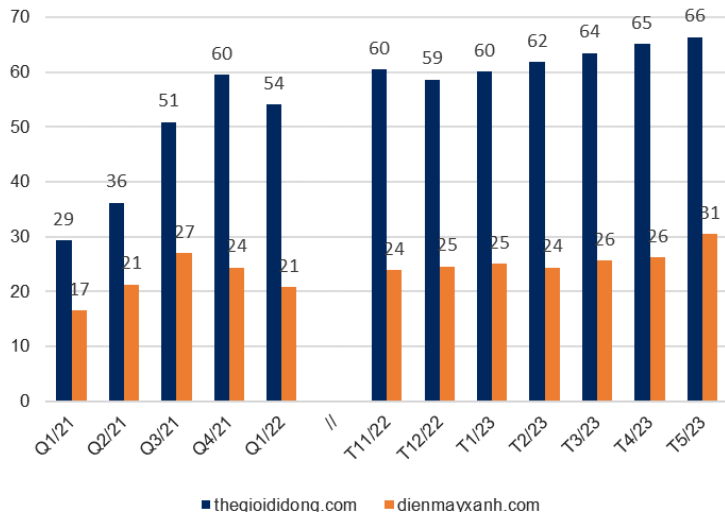


- Các nhà bán lẻ lớn đang tiến hành cuộc chiến “giá rẻ” trong bối cảnh nhu cầu yếu để giảm tồn kho đồng thời duy trì/mở rộng thị phần nhờ quy mô lớn và khả năng tài chính mạnh. Có thể thấy MWG và FRT với thị phần hơn 60% thị trường điện thoại di động sẽ có cơ hội duy trì hoạt động kinh doanh và mở rộng thị phần sau khi bước vào chu kỳ phục hồi của tiêu dùng.
- Trong khi đó, ở mảng tạp hóa hiện đại, với đại diện là Bách hóa Xanh và Winmart, vẫn duy trì doanh thu ổn định nhưng chịu tác động “sụt giá tiêu dùng – down trading effect”. Tuy nhiên, doanh thu các chuỗi này sẽ tốt hơn khi quy mô giỏ hàng tăng trở lại trong khi lưu lượng giao dịch qua BHX và Winmart đã tăng 15% trong Q1/23 so với trước đây (theo ước tính của chúng tôi).
- Đối với mảng dược phẩm, Long Châu trở thành chuỗi nhà thuốc bán lẻ lớn nhất với 1.234 cửa hàng, đạt lợi nhuận khả quan (ước tính hơn 60 tỷ đồng trong Q1/23) và tiếp tục đà mở rộng, trong khi An Khang ghi nhận khoản lỗ 74 tỷ đồng trong Q1/23 và ngừng mở mới cửa hàng.

Đã đến lúc sẵn sàng cho chu kỳ tiêu dùng mới kể từ Q4/23

Sau khi chạm đáy từ giai đoạn tiêu thụ yếu, chúng tôi cho rằng các công ty phân phối và bán lẻ điện tử tiêu dùng sẽ có mức tăng trưởng lợi nhuận ròng mạnh nhất kể từ Q4/23 trở đi.

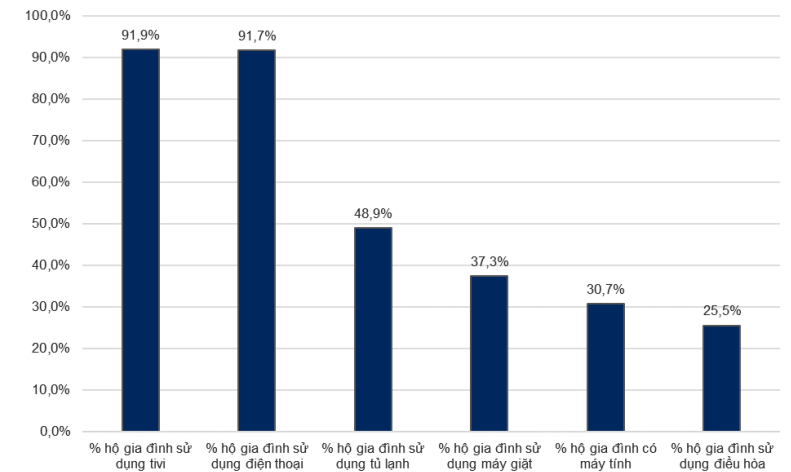
Lưu lượng web của Thegioididong.com và Dienmayxanh.com từ 2021-05/2023 (triệu lượt xem)



Bản đồ 5G khu vực ASEAN





Tỷ lệ người Việt Nam sở hữu các thiết bị điện tử tiêu dùng đáng chú ý trong điều tra Tổng điều tra dân số và nhà ở năm 2019 của TCTK



- Với dân số hơn 100 triệu người và nhóm nhân khẩu học trẻ, trong đó 70% dưới 35 tuổi, dân số am hiểu công nghệ của Việt Nam cùng với sự phát triển của nền kinh tế internet và sự mở rộng của tầng lớp trung lưu sẽ tạo nhu cầu cao về nhiều loại sản phẩm từ điện tử tiêu dùng đến thiết bị gia dụng và duy trì mức tăng trưởng bền vững từ 6%-10%/năm trong giai đoạn 2023-26 dựa trên báo cáo của Euromonitor.
- Theo Tổng điều tra dân số và nhà ở năm 2019 của Tổng cục Thống kê, mặc dù thị trường có sự tăng trưởng mạnh ở phân khúc sản phẩm điện tử tiêu dùng từ 2020-2022, nhưng chúng tôi cho rằng tiêu thụ sản phẩm điện tử tiêu dùng, đặc biệt là sản phẩm thiết bị gia dụng sẽ đạt mức tăng trưởng mạnh nhất khi nhu cầu của người tiêu dùng tăng lên trong sự phát triển lâu dài của Việt Nam.

Lựa chọn cổ phiếu: Chúng tôi thích DGW và MWG cho chu kỳ tiêu dùng mới

Chúng tôi ưu tiên các cổ phiếu có thị phần lớn trong phân phối - bán lẻ điện máy để có thể tăng trưởng tốt khi nhu cầu thị trường quay trở lại, bao gồm MWG và DGW

STT	Mã CP	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	MWG 	61.500	Khả quan	Chúng tôi lựa chọn MWG vì: (1) MWG có thể duy trì đà tăng trưởng cùng chiều với tăng trưởng tiêu dùng bán lẻ Việt Nam nhờ vị thế dẫn đầu về thị phần, (2) BHX (chuỗi cửa hàng bách hóa) của MWG đang cho thấy lộ trình tăng trưởng ổn định để đạt điểm hòa vốn sau thành công tái cấu trúc chuỗi từ năm 2022, (3) mặc dù chịu tác động mạnh vào năm 2023 do nhu cầu tiêu dùng giảm, chúng tôi tin rằng chiến lược “Giá rẻ” của MWG sẽ giúp công ty tăng trưởng trở lại nhờ thị phần lớn hơn trong chu kỳ tiêu dùng mới và (4) Khi thị trường chứng khoán Việt Nam hồi phục, cổ phiếu MWG có thể hưởng dòng tiền vào mạnh từ hoạt động nâng NAV của Quỹ VNDiamond ETF.
2	DGW 	44.400	Khả quan	DGW đã xây dựng được mạng lưới phân phối vững mạnh với thị phần phân phối ICT dẫn đầu về doanh thu. Công ty ghi nhận sự tăng trưởng vượt bậc về doanh thu/lợi nhuận ròng trong 5 năm gần nhất với tốc độ tăng trưởng kép 38,6%/57,6%. Trong 2 năm gần đây, DGW đã ký hợp đồng phân phối sản phẩm của nhiều thương hiệu tiềm năng như Apple (từ cuối năm 2020), Whirlpool và Joyong trong ngành hàng gia dụng, hàng tiêu dùng với ABInBev và thiết bị công nghiệp với Achison M&A. Đây sẽ là chất xúc tác tăng trưởng cho DGW trong giai đoạn tiếp theo của tiêu dùng Việt Nam. Chúng tôi ước tính doanh thu/lợi nhuận của DGW sẽ duy trì tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2024-26 ở mức 11,9%/23,3%/năm sau khi giảm mạnh trong năm 2023.
3	PNJ	105.500	Khả quan	Chúng tôi ưa thích PNJ vì: (1) PNJ đang thống lĩnh thị phần trang sức với thị phần trang sức thống kê hơn 50% với lượng khách hàng trung và cao cấp vững mạnh và ít bị ảnh hưởng bởi lạm phát; (2) Trong Q1/23, PNJ tiếp tục tỏa sáng với mức tăng trưởng ổn định 18% svck đạt 749 tỷ đồng trong bối cảnh áp lực tiêu dùng giảm; (3) Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng chiến lược của PNJ sẽ phát triển các concept hấp dẫn hơn, thực hiện chiến dịch quảng cáo hiệu quả hơn, hợp tác với các thương hiệu toàn cầu để trở thành chuỗi cửa hàng đa thương hiệu và tăng cường số hóa sẽ hỗ trợ lợi nhuận ròng của PNJ duy trì mức tăng trưởng 2 con số; (4) Khi thị trường chứng khoán Việt Nam phục hồi, cổ phiếu của PNJ có thể hưởng dòng tiền mạnh từ việc tăng NAV của Quỹ ETF VNDiamond.
4	VRE	41.100	Khả quan	Chúng tôi ưa thích VRE nhờ: (1) VRE là nhà phát triển bất động sản bán lẻ lớn nhất Việt Nam với tổng diện tích sàn 1,75m2 vào cuối Q1/23, sẽ tăng trưởng mạnh mẽ cùng với sự gia tăng của ngành bán lẻ hiện đại và thu nhập của người dân trong nước trong dài hạn, (2) Với sự phục hồi của tiêu dùng bán lẻ và Covid-19 trở thành dịch bệnh phổ biến, việc mở cửa trở lại hoàn toàn nền kinh tế giúp VRE có thêm tiềm năng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng nhờ gia tăng GFA, tỷ lệ lấp đầy và giá thuê, (3) Doanh thu Q1/23 của VRE đạt 1.943 tỷ đồng (+42% svck) và LN ròng đạt 1.024 tỷ đồng (+171% svck), VRE đặt kế hoạch cho năm 2023 với doanh thu 10.350 tỷ đồng (+41% svck) và lợi nhuận đạt 4.680 tỷ đồng (+68.5% svck) và 4) VRE có bảng cân đối kế toán tốt với lượng tiền mặt ròng đạt 4.196 tỷ đồng vào cuối Q1/23.

Dự phóng KQKD năm 2023-24 các cổ phiếu trong coverage

Tỷ đồng	MWG		DGW		VRE		PNJ	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Doanh thu	132.175	149.199	21.440	24.431	10.895	11.699	34.219	38.707
% svck	-0,9%	12,9%	-2,8%	14,0%	48,0%	7,4%	17,4%	13,1%
Biên LN gộp (%)	19,5%	21,3%	6,7%	7,1%	55,4%	57,5%	18,2%	18,7%
Biên EBITDA (%)	1,6%	4,2%	2,9%	3,5%	56,0%	58,1%	8,7%	8,8%
LN ròng	2.497	4.025	486	690	4683	5248	2.216	2.531
% svck	-39,1%	51,9%	-28,9%	41,9%	68,6%	12,1%	19,5%	14,2%
EPS (đ/cp)	1.706	2.592	2.981	4.231	2.061	2.310	6.851	7.818
BVPS (đ/cp)	17.002	18.190	17.668	21.904	15.850	16.603	33.956	41.774
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	0	0	0	0	0	0	7.904	13.188
Nợ/VCSH	34,6%	21,7%	73,7%	56,9%	6,3%	5,9%	16,0%	14,0%
Tỷ suất cổ tức (%)	1,3%	1,3%	2,4%	2,4%	0,0%	0,0%	1,9%	1,9%
ROAE (%)	15,0%	15,5%	18,4%	21,4%	13,3%	13,9%	22,4%	20,6%
ROAA (%)	10,2%	15,1%	6,1%	7,9%	10,7%	11,4%	15,6%	14,5%

So sánh ngành

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa tr USD	P/E (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
		Nội tệ	Nội tệ			2023	2024	%	2023	2024	2023	2024	2023	2024
<u>Ngành bất động sản thương mại</u>														
SM Prime Holdings Inc	SMPH EQUITY	34	N/A	N/A	17.566	24,7	22,1	2,1	2,4	2,2	4,9	5,2	10,2	10,5
Central Pattana PCL	CPN TB	63	N/A	N/A	7.962	22,8	20,2	2,3	3,1	2,9	4,6	5,0	14,5	14,8
Pakuwon Jati Tbk PT	PWON IJ	560	N/A	N/A	1.857	12,9	12,1	(1,9)	1,2	1,1	5,9	5,8	10,1	9,6
CTCP Vincom retail	VRE VN	26.700	41.100	Khả quan	2.578	13,0	11,6	17,4	1,7	1,6	10,7	11,4	13,3	13,9
<i>Trung bình</i>						20,1	18,1	0,8	2,3	2,1	5,1	5,3	11,6	11,7
<i>Trung vị</i>						17,9	16,2	2,2	2,1	1,9	5,4	5,5	11,7	12,2
<u>Ngành vàng và trang sức</u>														
Chow Tai Fook Jewellery Group Ltd	1929 HK	15	N/A	N/A	18.800	18,3	15,9	33,1	4,3	3,8	9,1	10,0	23,6	26,0
Kalyan Jewellers India Ltd	KALYANKJ	130	N/A	N/A	1.636	24,1	18,5	N/A	3,3	2,8	N/A	N/A	14,7	16,6
Chow Sang Sang Holdings International Ltd	116 HK	9	N/A	N/A	764	6,8	5,4	(9,0)	0,5	0,5	4,6	5,5	7,2	8,6
CTCP vàng bạc đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	76.400	105.500	Khả quan	1.065	11,2	9,8	15,9	2,3	1,8	15,6	14,5	22,4	20,6
<i>Trung bình</i>						16,4	13,3	12,2	2,7	2,3	6,9	7,8	15,2	17,1
<i>Trung vị</i>						18,3	15,9	12,1	3,3	2,8	6,9	7,8	14,7	16,6
<u>Ngành điện máy</u>														
Erajaya Swasembada Tbk PT	ERAA IJ	476	N/A	N/A	505	6,9	5,6	58,4	1,0	0,9	7,8	9,3	16,1	17,4
CTCP Bán lẻ kỹ thuật số FPT	FRT VN	69.000	N/A	N/A	399	78,1	22,3	636,7	N/A	N/A	3,3	3,8	na	na
CTCP Thế giới số	DGW VN	42.800	44.400	Khả quan	304	14,9	10,5	66,4	2,5	2,0	6,1	7,9	18,4	21,4
<i>Trung bình</i>						42,5	14,0	159,5	1,0	0,9	5,6	6,5	16,1	17,4
<i>Trung vị</i>						42,5	14,0	58,4	1,0	0,9	5,6	6,5	16,1	17,4
<u>Ngành điện máy và bách hóa</u>														
CTCP đầu tư Thế giới Di động	MWG VN	44.350	61.500	Khả quan	2.757	26,0	17,1	0,2	2,6	2,4	10,2	15,1	15,0	15,5

Ô tô

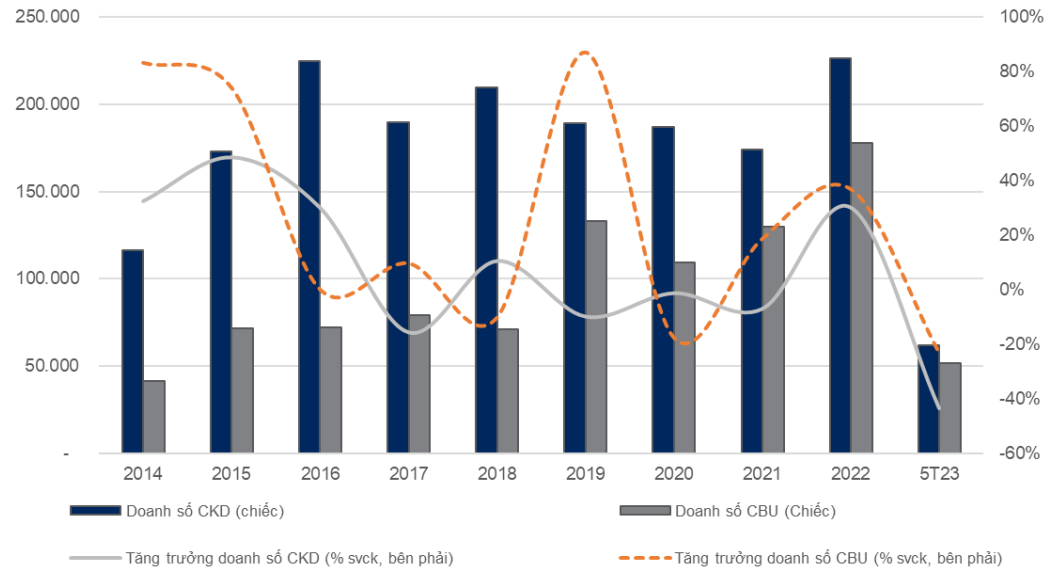
Bước ngoặt đến từ các chính sách ưu đãi



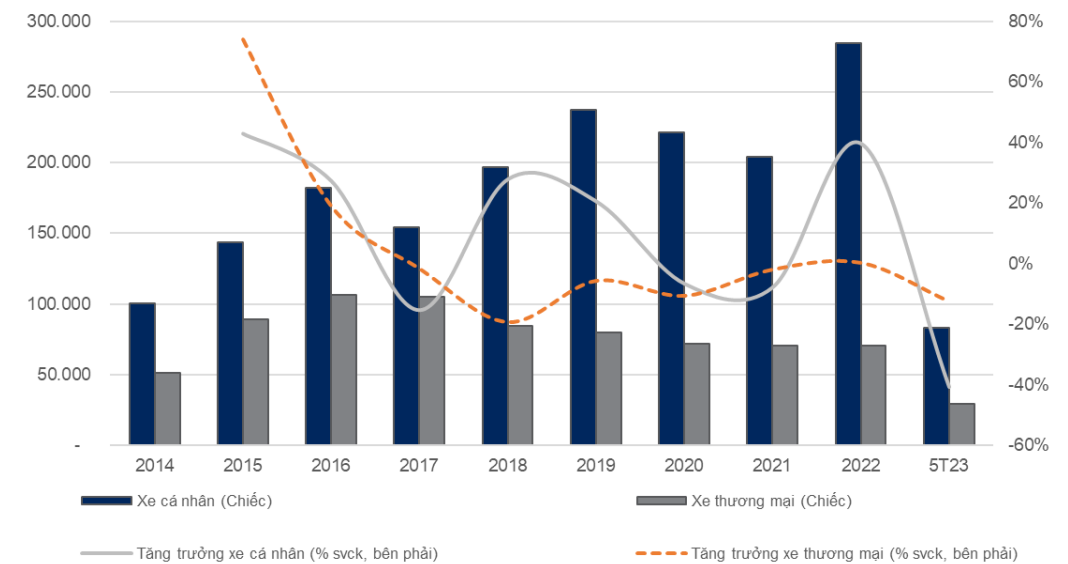
Khó khăn đã được dự báo trong 5T23

Doanh số ô tô giảm mạnh trong 5T23

Doanh số CKD giảm 43% so với cùng kỳ trong 5T23



Doanh số xe cá nhân đạt 82.943 chiếc (-40% svck) trong 5T23



- Theo VAMA, sản lượng bán ô tô tại thị trường trong nước 5T23 giảm 36% so với cùng kỳ, đạt 113.527 chiếc. Trong đó, doanh số bán xe cá nhân và xe lắp ráp (CKD) giảm 43%/40% svck trong 5T23 chủ yếu do 1) kết thúc ưu đãi giảm thuế trước bạ; 2) nhu cầu yếu do lãi suất cho vay mua ô tô cao.
- Một thành viên khác ngoài VAMA là TC Group - đơn vị lắp ráp và phân phối xe Hyundai cũng ghi nhận kết quả không khả quan trong 5T23. Doanh số bán hàng của Hyundai chỉ đạt 22.903 chiếc (-28,6% svck) trong 5T23. Trong khi đó, VinFast bán được 8.483 chiếc trong 5T23 (-30,4% svck) do ngừng bán xe máy xăng từ cuối Q4/22.

Khó khăn đã được dự báo trong 5T23

Doanh nghiệp ô tô niêm yết đối mặt nhiều khó khăn do nhu cầu yếu trong Q1/23

Tóm tắt KQKD Q1/23 của các doanh nghiệp ô tô niêm yết tại Việt Nam

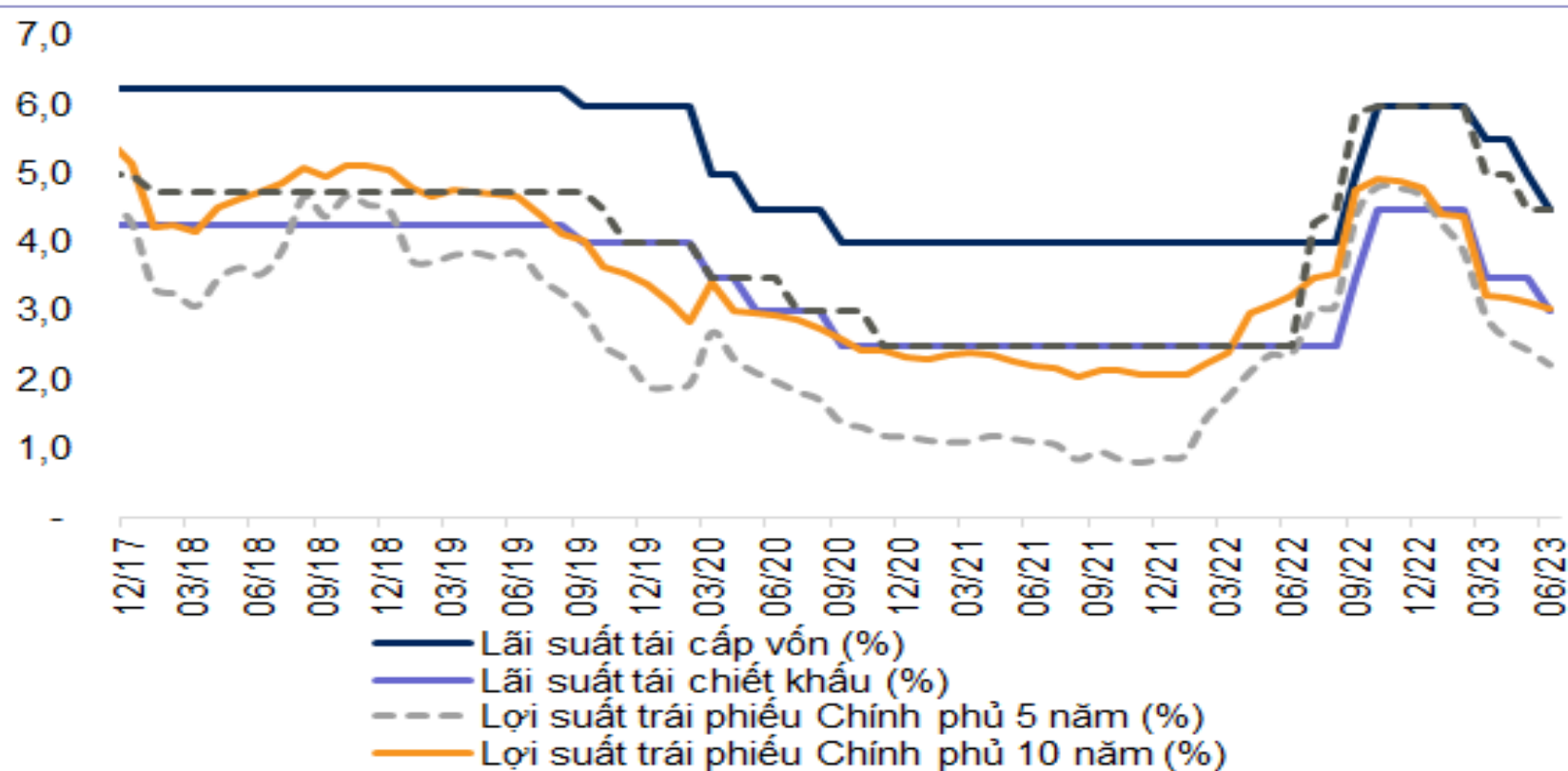
	Doanh thu Q1/22 (Tỷ đồng)	Doanh thu Q1/23 (Tỷ đồng)	Thay đổi svck	LN ròng Q1/22 (Tỷ đồng)	LN ròng Q1/23 (Tỷ đồng)	Thay đổi svck	Thay đổi biên LN gộp (điểm %)
VEA	1.140	1.011	-11,3%	1.465	1.359	-7,2%	0,9
CTF	981	1.669	70,1%	14	11	-21,3%	-2,4
HAX	1.661	993	-40,2%	54	4	-93,6%	1,3
SVC	4.219	4.792	13,6%	55	3	-94,6%	-1,0

- Trong Q1/23, Savico (SVC) ghi nhận 4.792 tỷ đồng doanh thu (+14% svck) nhưng chỉ đạt 3,0 tỷ đồng LN ròng (-95% svck) do 1) cắt giảm hoa hồng đại lý để thu hút thêm khách hàng và 2) lãi suất cho vay cao.
- LN ròng của HAX chỉ đạt 3,5 tỷ đồng (-93% svck) do lãi suất cho vay mua ô tô cao dẫn đến nhu cầu đối với xe sang yếu.
- Doanh thu của VinFast giảm 41,3% svck chủ yếu do tạm ngừng sản xuất xe xăng.
- Chúng tôi tin rằng thu nhập của các đại lý ô tô khó có thể phục hồi trong Q2/23 do nhu cầu vẫn ở mức thấp.

Triển vọng nửa cuối 2023-6T24: Doanh số ô tô Việt Nam có thể chạm đáy từ Q3/23

Chúng tôi kỳ vọng giảm lãi suất sẽ thúc đẩy nhu cầu mua sắm các hàng xa xỉ

NHNN cắt giảm lãi suất điều hành lần thứ 3 kể từ đầu năm 2023

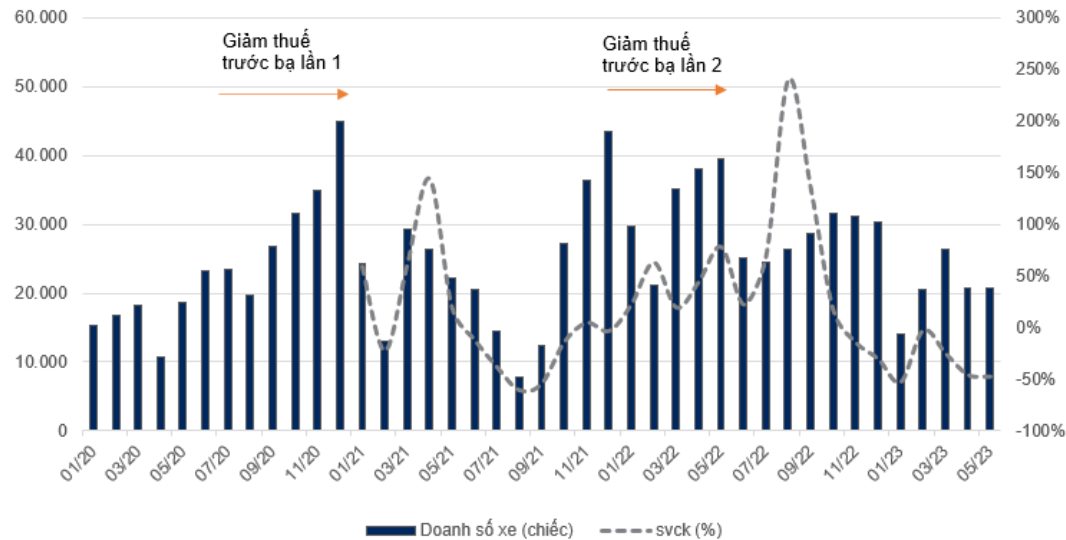


Ngày 23/5/2023, NHNN đã quyết định điều chỉnh giảm một số lãi suất điều hành như lãi suất tái cấp vốn (giảm 0,5 điểm %), trần lãi suất huy động kỳ hạn 1 tháng đến 6 tháng (giảm 0,5 điểm %). Ngoài ra, các ngân hàng thương mại cũng đã tiếp tục giảm lãi suất huy động các kỳ hạn từ T5/23. Hiện mặt bằng chung lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng niêm yết tại các ngân hàng thương mại đã giảm xuống dưới 8%/năm. Chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay sẽ giảm trong nửa cuối năm 2023, điều này có thể thúc đẩy nhu cầu đối với các mặt hàng xa xỉ như ô tô.

Triển vọng nửa cuối 2023-6T24: Doanh số ô tô Việt Nam có thể chạm đáy từ Q3/23

Chính sách ưu đãi từ Chính phủ là động lực chính cho sự phục hồi của ngành ô tô trong nửa cuối 2023

Tổng doanh số bán ô tô toàn thị trường phục hồi mạnh sau chính sách ưu đãi



Những mẫu xe được giảm thuế trước bạ

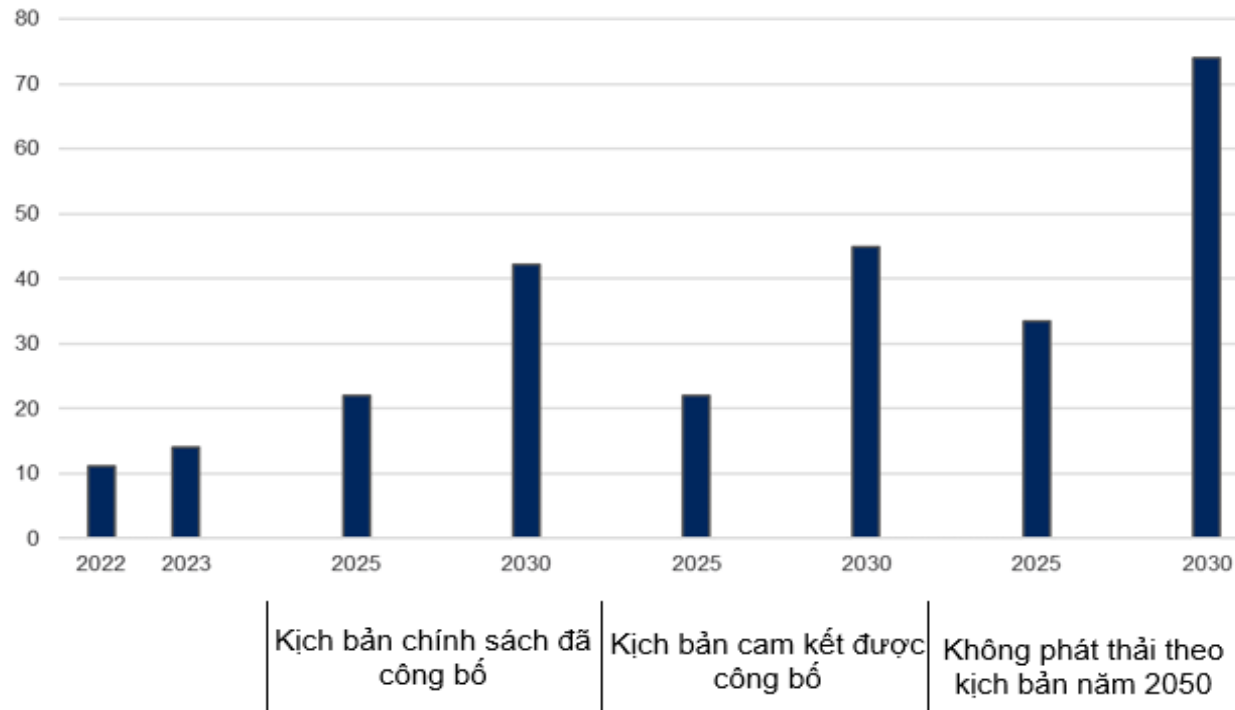
Công ty	Xe sản xuất lắp ráp tại Việt Nam
HAX	Mercedes-Benz E-Class (E180, E200, E300)
	Mercedes-Benz C- Class (C180, C200, C300)
	Mercedes-Benz GLC (GLC200, GLC300)
	Mercedes-Benz S-Class (S450)
SVC	Huyn dai (Accent, Santafe, i10,..)
	Toyota (Vios, Innova, Veloz)
	Ford (Ranger)
CTF	Ford (Ranger)
VEA	Toyota (Vios, Innova, Veloz)
	Honda (City, CR-V)
	Ford (Ranger)
VIC	Vinfast

- Chính phủ đã thông qua đề án giảm 50% lệ phí trước bạ đối với ô tô sản xuất trong nước, có hiệu lực từ 01/07 đến hết năm 2023.
- Trước đó, sau khi được áp dụng giảm lệ phí trước bạ trong nửa cuối 2020 và 6 tháng đầu năm 2022, tổng doanh số bán ô tô toàn thị trường chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ. Đặc biệt, doanh số bán ô tô con trong nửa cuối 2020 đạt 189.451 chiếc, tăng 76% so với 6T20 và 33% svck, trong khi con số này trong 6T22 đạt 252.932 chiếc (+36% svck). Do đó, chúng tôi kỳ vọng các chính sách ưu đãi từ Chính phủ sẽ là động lực chính cho sự phục hồi của ngành ô tô trong nửa cuối 2023.

Xe điện dần trở thành xu thế trong tương lai không xa

Theo IEA, doanh số bán xe điện toàn cầu tăng khoảng bốn lần từ năm 2022 đến năm 2030 theo cả chính sách đã đưa ra và kế hoạch đã công bố.



Doanh số xe điện cho 3 kịch bản 2022-2030 (ĐVT: triệu chiếc)



- Doanh số bán xe điện (EV) toàn cầu trong Q1/23 tăng 32% svck, theo nghiên cứu mới nhất của Counterpoint. Cứ bảy chiếc xe được bán trong Quý 1 năm 2023 thì có một chiếc là xe điện. Xe điện chạy bằng pin (BEV) chiếm 73% tổng doanh số bán xe điện trong quý, trong khi xe điện lai plug-in (PHEV) chiếm phần còn lại.
- Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) dự báo rằng doanh số bán xe điện toàn cầu sẽ tăng lên 14 triệu chiếc vào năm 2023, tăng 35% svck và đạt tổng thị phần khoảng 18% doanh số toàn cầu. Chúng tôi kỳ vọng công ty sản xuất EV lớn như Vingroup (VIC-HOSE) sẽ tận dụng xu hướng EV. Hiện tại, Vinfast đang sở hữu loạt sản phẩm xe phổ thông từ phân khúc A đến E, bao gồm VFe34, VF3, VF5, VF6, VF7, VF8 và VF9.

Chúng tôi ưa thích HAX và VEA và đưa HUT vào danh sách theo dõi

Ý tưởng đầu tư

Số	Mã	Khuyến nghị	Ý tưởng đầu tư
1	 HAX	N/a	<p>Chúng tôi ưa thích HAX vì:</p> <p>(1) HAX là nhà phân phối Mercedes-Benz số 1 Việt Nam với gần 40% thị phần.</p> <p>(2) Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của HAX sẽ phục hồi từ Q3/23 nhờ hưởng lợi lớn từ chính sách ưu đãi của Chính phủ do hầu hết các mẫu xe của HAX đều được lắp ráp tại Việt Nam.</p> <p>(3) GLC300 model 2023 được kỳ vọng sẽ tiếp tục thống trị thị trường SUV hạng sang trong nửa cuối 2023-24 nhờ sự vượt trội về thiết kế và giá bán.</p>
2	 VEA	N/a	<p>Chúng tôi thích VEA vì:</p> <p>(1) VEA hiện đang sở hữu cổ phần với 3 doanh nghiệp lớn gồm Honda Việt Nam 30%, Toyota Việt Nam (20%) và Ford Việt Nam (20%)</p> <p>(2) Chúng tôi cho rằng Toyota sẽ tiếp tục giành thị phần trong nửa cuối 2023-24 nhờ các tính năng/giá hấp dẫn như Corolla Cross (CBU, SUV nhỏ gọn) và Veloz (CBU, MPV) và tận dụng lợi thế từ việc giảm thuế trước bạ</p>
3	HUT	N/a	<p>(1) ĐHCĐ năm 2023 của HUT đã thông qua kế hoạch kinh doanh năm 2023 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 22.500 tỷ đồng và 600 tỷ đồng (+400% svck) nhờ nhận sáp nhập SVC Holding. SVC Holding là công ty mẹ của Savico (SVC) - đại lý phân phối của nhiều hãng xe Toyota, Ford, Hyundai và Honda, Volvo với 62 showroom tại Việt Nam.</p> <p>(2) HUT và VETC đã hoàn thành đưa vào khai thác hệ thống ETC trên cả 4 tuyến cao tốc do Tổng công ty Phát triển đường cao tốc Việt Nam (VEC) quản lý, triển khai thu phí tự động từ T8/22. Năm 2023, Tasco đặt mục tiêu dự án VETC có lãi sau gần 7 năm vận hành.</p>

- Chúng tôi kỳ vọng HAX sẽ được hưởng lợi từ các chính sách ưu đãi của Chính phủ khi hầu hết các mẫu xe của HAX đều được lắp ráp trong nước. Trong khi đối với VEA, chúng tôi cho rằng Toyota sẽ tiếp tục giành thị phần trong nửa cuối 2023-24 nhờ các tính năng/giá hấp dẫn như Corolla Cross (CBU, SUV nhỏ gọn) và Veloz (CBU, MPV) và tận dụng lợi thế từ việc giảm thuế trước bạ.

So sánh các công ty cùng ngành

Công ty	Mã	Vốn hóa		P/E(x)		CAGR 3 năm		P/BV (x)		EV/EBITDA		ROE (%)		ROA (%)	
		Triệu USD	Trượt 12T	2023	%	Hiện tại	2023	Trượt 12T	2023	Trượt 12T	2023	Trượt 12T	2023		
China Meidong Auto Holdings Ltd	1268 HK	4.951	19,3	9,8	36,7	2,2	1,9	7,7	19,6	12,1	32,2	4,1	na		
CTCP Dịch vụ Sài Gòn	SVC VN	222,0	8,3	na	32,2	1,8	na	50,3	na	16,9	na	4,8	na		
CTCP Dịch vụ ô tô Hàng Xanh	HAX VN	76,8	5,3	4,4	47,1	1,1	1,0	87,5	na	17,9	19,9	9,3	11,5		
Competent Automobiles Co Ltd	CPA IN	21,8	7,6	na	-10,0	1,5	na	10,9	na	8,1	na	4,5	na		
TCT Máy Động lực và Máy Nông nghiệp Việt Nam	VEA VN	117,0	6,7	7,8	6,3	1,9	1,7	3,9	na	31,3	20,6	29,0	19,1		
CTCP City Auto	CTF VN	182,1	26,3	na	-0,8	3,2	na	37,8	na	12,7	na	5,1	na		
Trung bình			12,3	7,3	18,6	2,0	1,5	33,0	19,6	16,5	24,2	9,5	15,3		
Trung vị			8,0	7,8	19,2	1,9	1,7	24,3	19,6	14,8	20,6	5,0	15,3		

Xuất khẩu

Mây đen dần tan

217

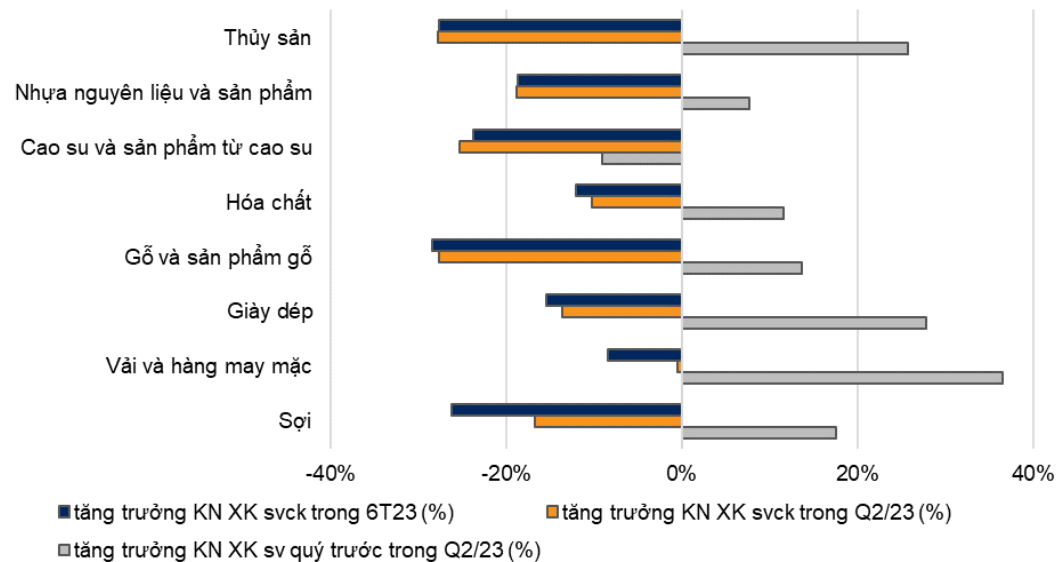
VNDIRECT



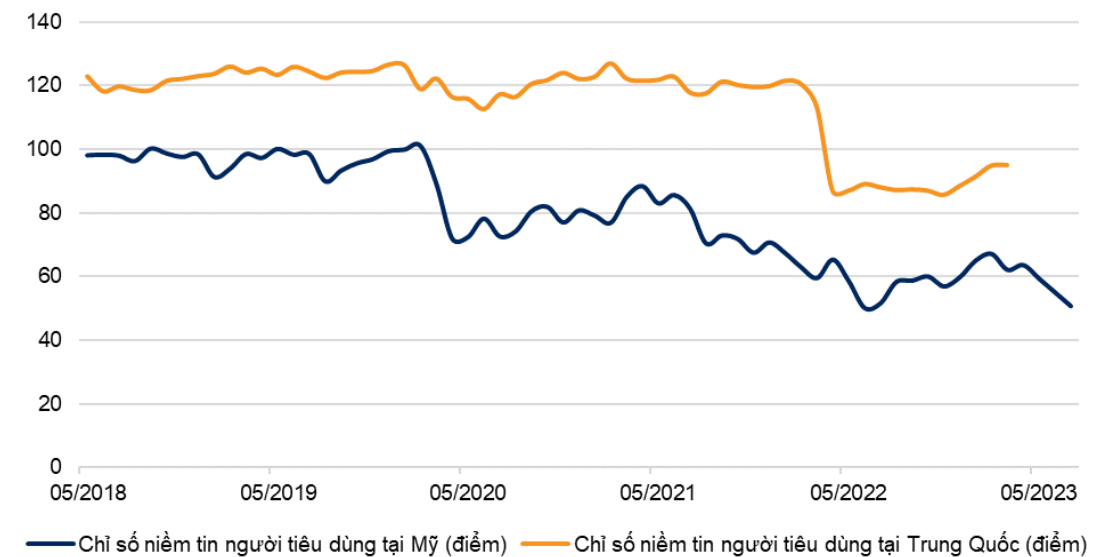
Tổng quan các ngành xuất khẩu của Việt Nam trong 6T23

Các số liệu xuất khẩu của Việt Nam đã tích cực hơn trong Q2/23

Hầu hết các ngành chúng tôi theo dõi đã ghi nhận giá trị xuất khẩu tăng trưởng dương so với quý trước trong Q2/23



Niềm tin người tiêu dùng ở các thị trường xuất khẩu chủ lực của Việt Nam: Tâm lý tại thị trường Mỹ tăng trở lại trong tháng 6/2023, lên mức cao nhất trong vòng 3 tháng

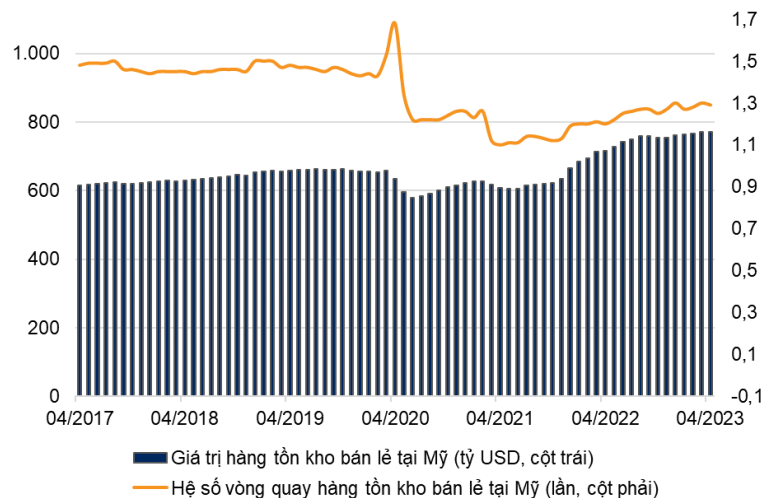


- Theo số liệu ước tính của TCTK, tổng kim ngạch xuất khẩu (KN XK) của Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2023 giảm 11,6% svck xuống mức 164,5 tỷ USD, phủ bóng bởi nhu cầu yếu tại các thị trường xuất khẩu lớn trong bối cảnh chi phí đi vay cao và kinh tế tăng trưởng chậm lại (dẫn đến tốc độ tăng trưởng của thu nhập khả dụng cũng yếu đi). Hầu hết các ngành chúng tôi theo dõi vẫn ghi nhận giá trị XK tăng trưởng âm svck nhưng số liệu trong quý 2 đã cải thiện so với quý 1.
- Kim ngạch xuất khẩu cao su và sản phẩm từ cao su (CS&SPCS) giảm 25,4% svck trong Q2/23 và giảm 23,8% svck tính lũy kế 6 tháng đầu năm, do nhu cầu từ Trung Quốc (chiếm 75% sản lượng CS&SPCS Việt Nam xuất khẩu) tiếp tục suy yếu.
- Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may giảm 10,7% svck còn 19,4 tỷ USD trong 6T23, trong khi KN XK gỗ và sản phẩm gỗ (G&SPG) giảm 28,4% svck còn 6,0 tỷ USD và KN XK thủy sản giảm 27,6% svck về 4,1 tỷ USD.

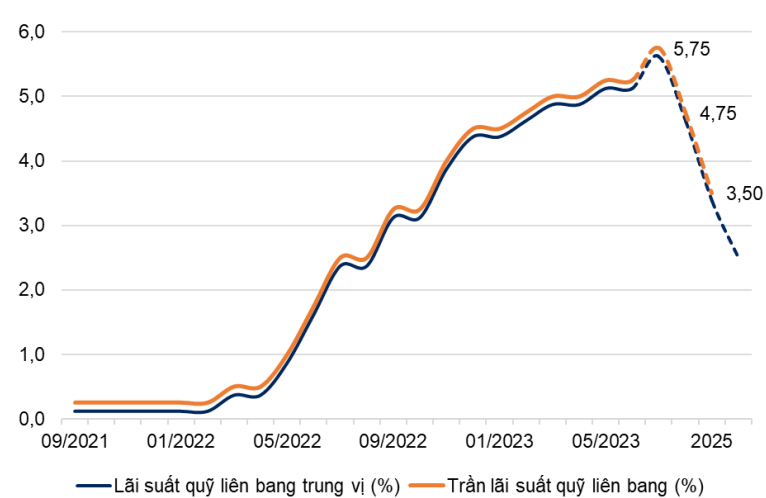
Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu sẽ sôi động trở lại kể từ nửa cuối năm 2023

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng sẽ tăng lên trong các tháng cuối năm 2023 với các luận điểm hỗ trợ ngắn hạn và trung hạn

Nhu cầu gia tăng vào mùa lễ sẽ giúp thúc đẩy doanh số bán hàng và hấp thụ bớt lượng hàng tồn kho đang ở mức cao



Lãi suất quỹ liên bang được dự báo sẽ đạt đỉnh trong năm 2023, dựa theo dữ liệu trong cuộc họp ngày 14/06/2023 của FED



Chúng tôi tin rằng các thị trường xuất khẩu sẽ cho thấy những “điểm đảo chiều” trong Q3/23

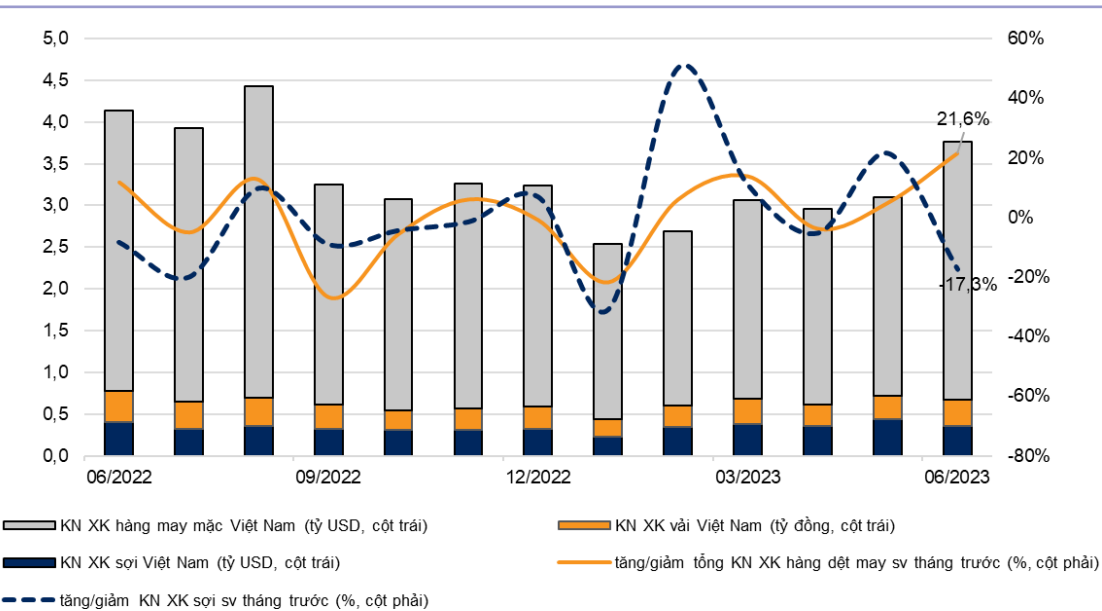
Ngành xuất khẩu	Thị trường xuất khẩu chính	Dự kiến thời gian phục hồi
Sợi	Trung Quốc, Hàn Quốc	Q3/23 trở đi
Vải và hàng may mặc	Mỹ, Châu Âu	Q4/23-Q1/24 trở đi
Gỗ và sản phẩm gỗ	Mỹ, Châu Âu	Q1/24 trở đi
Cá tra	Mỹ, Trung Quốc	Q3/23 trở đi
Tôm	Mỹ, Nhật Bản	Q3/23 trở đi

- FED đã ngừng đà tăng lãi suất trong cuộc họp gần nhất và giữ mức lãi suất cơ bản hiện tại ở 5-5,25%, sau những kết quả tích cực trong việc hạ nhiệt lạm phát và một số sự cố xảy ra trong hệ thống tài chính là hệ quả của giai đoạn thắt chặt tiền tệ mạnh tay. Chúng tôi kỳ vọng chu kỳ thắt chặt tiền tệ của FED sẽ đảo chiều sau năm 2023, điều này sẽ giúp giảm tải bớt gánh nặng lên sức tiêu thụ không chỉ ở thị trường Mỹ do những nước đi của FED thường được dùng để tham chiếu cho chính sách tiền tệ của nhiều NHTW khác trên thế giới.
- Mùa lễ hội cuối năm có thể là một động lực hỗ trợ ngắn hạn cho các ngành kinh doanh đồ nội thất, hàng may mặc và giày dép, thực phẩm,... Do đó, chúng tôi kỳ vọng số lượng đơn hàng mới sẽ tăng lên khi bước sang nửa sau của năm 2023, kéo theo sự phục hồi doanh thu cho các doanh nghiệp xuất khẩu trong các quý tới.

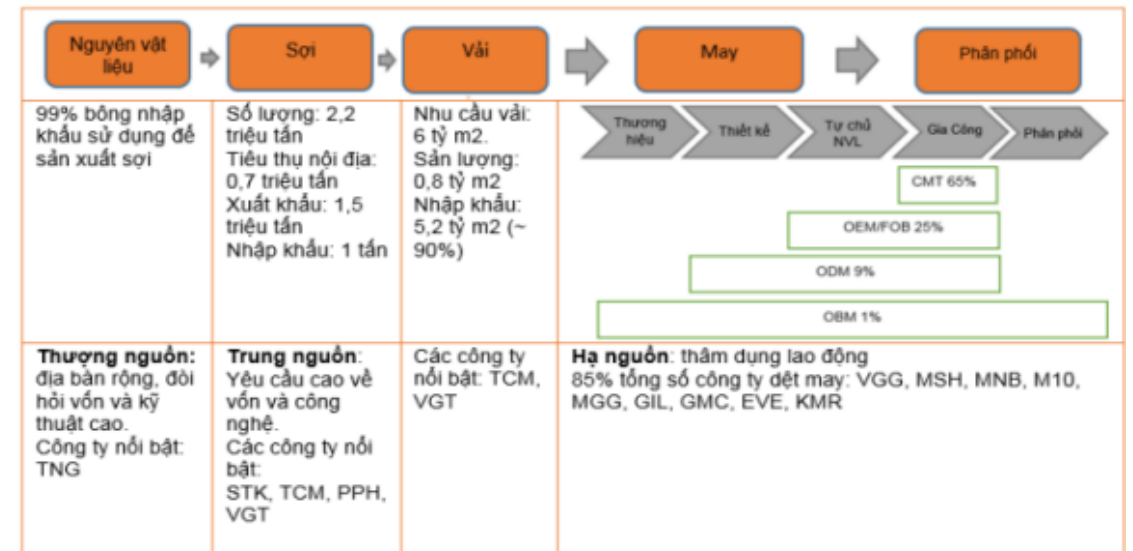
Dệt may: Dấu hiệu hồi phục xuất hiện ở đầu chuỗi giá trị

Giá trị xuất khẩu đã phục hồi từ trong tháng 5/2023, báo hiệu sớm cho sự khởi sắc của nhu cầu tiêu thụ

Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam tăng 21,6% sv tháng trước lên mức 3,8 tỷ USD trong tháng 6/2023



Chuỗi giá trị ngành dệt may



- Trong tháng 6/2023, kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam đã tăng 30,1% sv tháng trước và đạt 3,1 tỷ USD, trong khi KN XK sợi giảm 17,3% sv tháng 5 và đạt 359 triệu USD, sau khi ghi nhận mức tăng tích cực 21,6% (sv tháng 4) trong tháng 5. Tuy nhiên, sản lượng xuất khẩu sợi đã tăng 4,1% sv tháng 5, cho thấy nhu cầu dành cho mặt hàng này đang tăng lên.
- Do các nhà sản xuất sẽ phải bổ sung hàng tồn kho dự trữ cho việc nhu cầu của khách hàng gia tăng khi mùa lễ hội đến gần, chúng tôi tin rằng các nhà cung cấp sản phẩm ở khâu thượng nguồn (sợi) sẽ hưởng lợi sớm hơn các đơn vị tại trung nguồn (vải) và hạ nguồn (hàng may mặc). Do đó, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sản xuất sợi như STK, ADS, HTG, PPH sẽ cho thấy những tín hiệu phục hồi trong 6 tháng cuối năm 2023.

Đệt may: Điềm qua KQKD Q1/23 của các công ty niêm yết

Tiêu thụ của khách hàng yếu hơn và chi phí lãi vay cao hơn đã ảnh hưởng tiêu cực lên hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp dệt may trong Q1/23

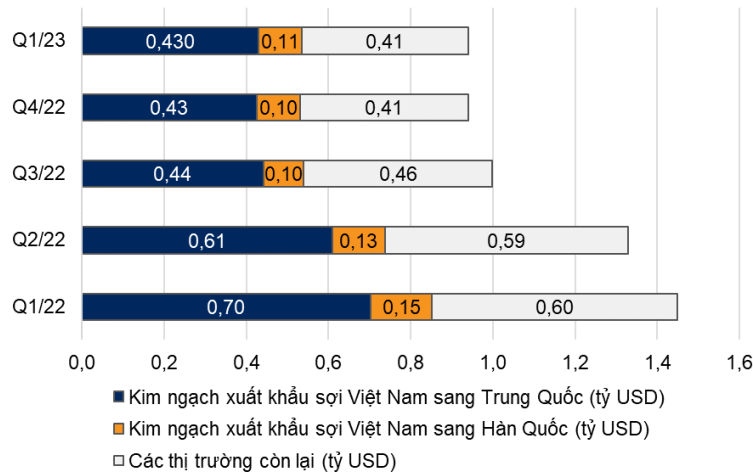
	Doanh thu Q1/23 (tỷ đồng)	Doanh thu Q1/22 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT (% svck)	Lợi nhuận ròng Q1/23 (tỷ đồng)	Lợi nhuận ròng Q1/22 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNR (% svck)	Biên lợi nhuận gộp Q1/23 (%)	Biên lợi nhuận gộp Q1/22 (%)	Tăng trưởng Biên LN gộp (điểm % svck)
ADS	294,69	444,71	-33,7%	12,90	25,53	-49,5%	11,1%	10,6%	0,4%
BDG	352,60	498,25	-29,2%	18,04	63,73	-71,7%	15,5%	20,7%	-5,2%
GIL	156,90	1.416,86	-88,9%	(38,23)	107,26	-135,6%	-2,7%	17,3%	-20,0%
HSM	317,11	475,35	-33,3%	(32,51)	36,65	-188,7%	1,8%	17,4%	-15,7%
HTG	1.269,94	1.345,06	-5,6%	47,26	72,77	-35,1%	8,9%	11,6%	-2,7%
M10	881,18	856,18	2,9%	23,26	22,86	1,8%	12,3%	11,1%	1,2%
MNB	928,49	929,72	-0,1%	15,88	12,01	32,2%	16,3%	17,9%	-1,7%
MSH	637,38	1.291,49	-50,6%	34,62	90,61	-61,8%	11,8%	14,7%	-3,0%
NDT	329,06	354,67	-7,2%	(2,82)	32,37	-108,7%	6,6%	15,3%	-8,6%
PPH	404,80	444,71	-9,0%	124,17	160,73	-22,7%	21,0%	21,2%	-0,2%
SGI	225,25	327,82	-31,3%	(4,69)	24,83	-118,9%	12,5%	24,4%	-12,0%
STK	287,89	640,07	-55,0%	1,63	76,30	-97,9%	6,2%	17,5%	-11,3%
TCM	876,44	1.122,02	-21,9%	54,53	73,38	-25,7%	15,5%	15,1%	0,3%
TNG	1.334,73	1.259,85	5,9%	43,64	38,37	13,7%	14,4%	12,5%	1,9%
TVT	382,96	432,95	-11,5%	2,92	25,15	-88,4%	10,6%	12,9%	-2,4%
VGG	1.854,75	1.519,01	22,1%	19,08	25,66	-25,7%	9,3%	10,3%	-1,1%
VGT	4.209,19	4.899,56	-14,1%	56,15	199,51	-71,9%	7,8%	12,3%	-4,5%
X20	284,61	322,17	-11,7%	9,78	7,13	37,2%	19,8%	15,4%	4,4%

- Doanh thu và lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp dệt may lần lượt giảm 19,5%/69,0% svck trong Q1/23, giữa bối cảnh: (1) nhu cầu cho các loại hàng hóa không thiết yếu của người tiêu dùng suy giảm và (2) lãi suất cho vay vẫn cao so với giai đoạn 2020-21 và khó để các doanh nghiệp tiếp cận các gói cho vay ưu đãi.
- Biên lợi nhuận gộp của toàn ngành giảm 3,1 điểm % so với cùng kỳ trong Q1/23.
- Đối với các doanh nghiệp sợi, việc Trung Quốc tái mở cửa trong Q1/23 đã đưa nhu cầu tiêu thụ trở lại nhưng cũng đồng thời gây ra áp lực cạnh tranh về giá với sợi Việt Nam.

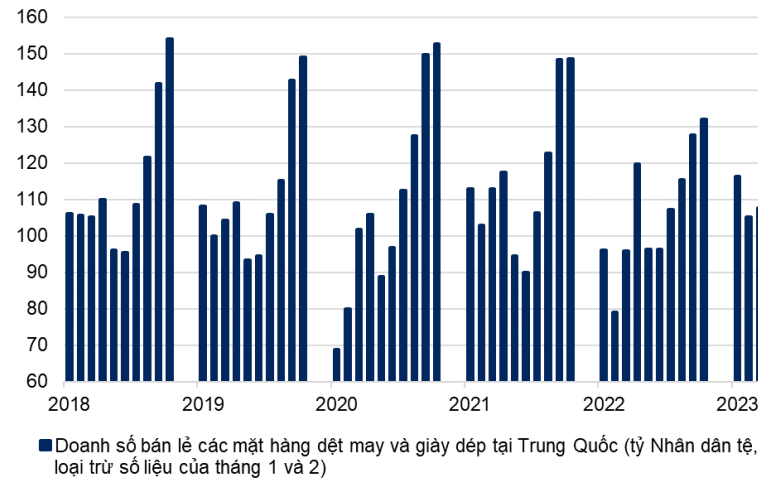
Đệt may: Kỳ vọng nhu cầu cho các sản phẩm thượng nguồn sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2023

Chờ đợi bước ngoặt đến từ triển vọng tiêu thụ tại Trung Quốc

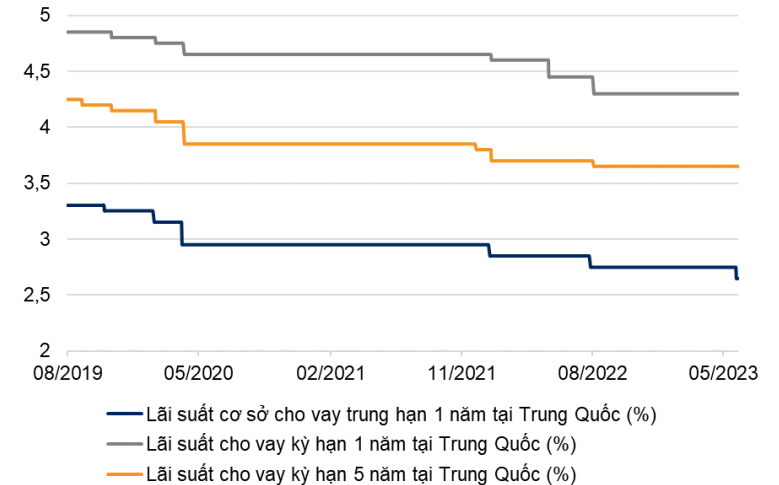
Trung Quốc là thị trường xuất khẩu sợi lớn nhất của Việt Nam



Doanh số bán lẻ các mặt hàng dệt may và giày dép tại Trung Quốc đã tăng 2,3% sv tháng trước và 12,3% svck trong T5/23



Chúng tôi kỳ vọng việc NH Nhân dân Trung Quốc duy trì chính sách nới lỏng sẽ giúp sức tiêu thụ tại thị trường này dần cải thiện

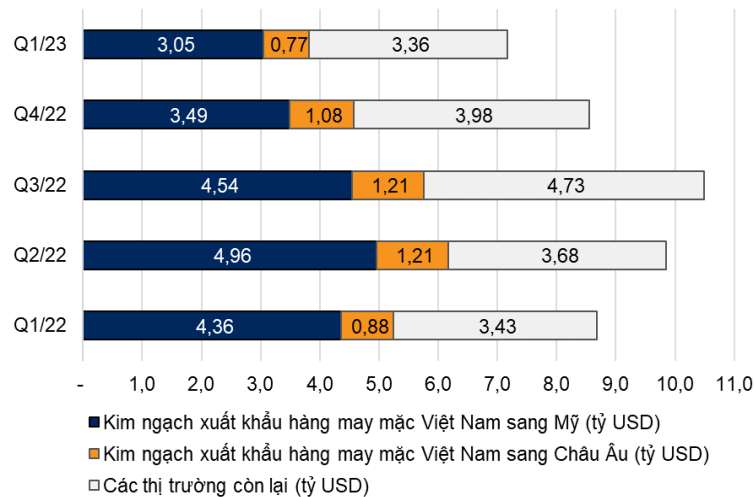


- Nhu cầu đối với hàng dệt may có xu hướng tăng cao vào quý cuối của năm để phục vụ cho mùa lễ, do đó chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu nguyên vật liệu (sợi) sẽ sôi động hơn kể từ Q3/23. Chúng tôi tin rằng sản lượng bán hàng của các doanh nghiệp sợi sẽ tăng trưởng trong các quý tới đây, dựa trên các ước tính lợi nhuận tích cực của một số doanh nghiệp: STK ước tính LNTT Q2/23 sẽ đạt 30 tỷ đồng (gấp 10 lần sv con số của Q2/22), ADS dự báo LNTT Q2/23 sẽ đạt 45 tỷ đồng (+216% svck).
- Kim ngạch xuất khẩu sợi sang Trung Quốc của Việt Nam giảm 38,9% svck nhưng đã nhích nhẹ 0,7% sv quý trước trong Q1/23, đạt mức 430 triệu USD. NHTW nước này đã tiếp tục cắt giảm lãi suất cho vay để thúc đẩy hoạt động sản xuất và tiêu thụ, cũng như giảm lãi suất tiết kiệm để kích thích dòng tiền chảy ngược lại ra tiêu thụ và đầu tư. Chúng tôi kỳ vọng thị trường Trung Quốc sẽ cho thấy các tín hiệu hồi phục rõ ràng hơn vào Q4/23-Q1/24.

Đột may: Thị trường Mỹ là động lực tăng trưởng chính cho nhóm hạ nguồn kể từ Q4/23

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu hàng may mặc tại Mỹ sẽ tăng trở lại, trong khi triển vọng của thị trường Châu Âu tiếp tục mờ nhạt

Mỹ là thị trường xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất của Việt Nam



Tồn kho hàng hóa bán lẻ quần áo và phụ kiện quần áo tại Mỹ quay đầu giảm trong tháng 4/2023



Hàng rào thuế quan cho thành phẩm may mặc xuất khẩu sang EU tiếp tục được hạ xuống nhờ hiệp định EVFTA

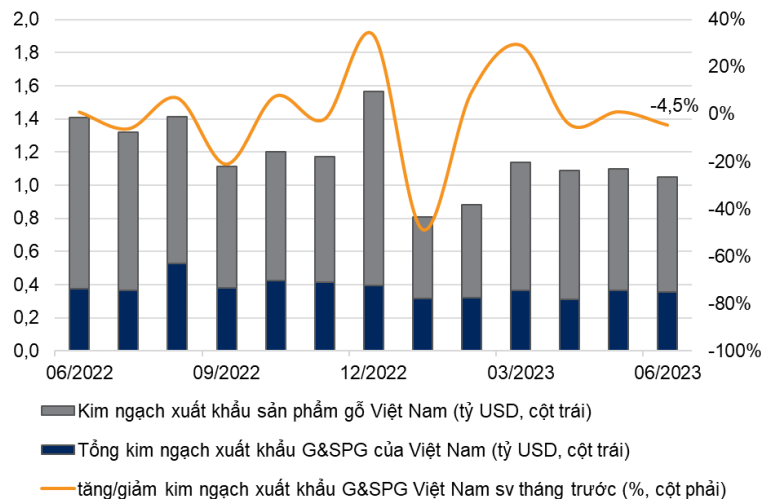
Sản phẩm	Loại	Thuế cơ sở	2021	2022	2023	Doanh nghiệp hưởng lợi
Áo khoác và áo blazer từ sợi polyester	B5	9,6%	8,0%	6,0%	4,0%	M10, MNB
Váy từ sợi polyester	B3	9,6%	6,0%	3,0%	0,0%	MSH
Áo sơ mi nam và quần áo trẻ em từ sợi cotton	B7	9,6%	9,0%	7,5%	6,0%	TNG, VGG
Quần áo may từ các loại vải thuộc nhóm 5602,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

- Kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam sang Mỹ đạt 3,1 tỷ USD trong Q1/23, giảm 30,1% svck và 12,6% sv Q4/22. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cho hàng may mặc tại thị trường này sẽ tăng trở lại kể từ quý cuối năm 2023 nhờ vào việc bối cảnh kinh tế vĩ mô trở nên tích cực hơn.
- Mặc dù hàng rào thuế quan cho các sản phẩm xuất khẩu sang thị trường EU đang tiếp tục được hạ xuống (theo lộ trình giảm thuế của EVFTA), giá trị xuất khẩu hàng hóa may mặc sang EU trong Q1/23 chỉ dừng lại ở 767 triệu USD – mức thấp nhất kể từ Q2/21, tương đương với mức giảm 13,1% svck và 28,9% sv Q4/22. Nhu cầu tại thị trường EU chịu áp lực từ việc người tiêu dùng cắt giảm chi tiêu cho hàng hóa không thiết yếu trong bối cảnh NHTW Châu Âu vẫn đang tiếp tục tăng lãi suất để kiềm chế lạm phát.

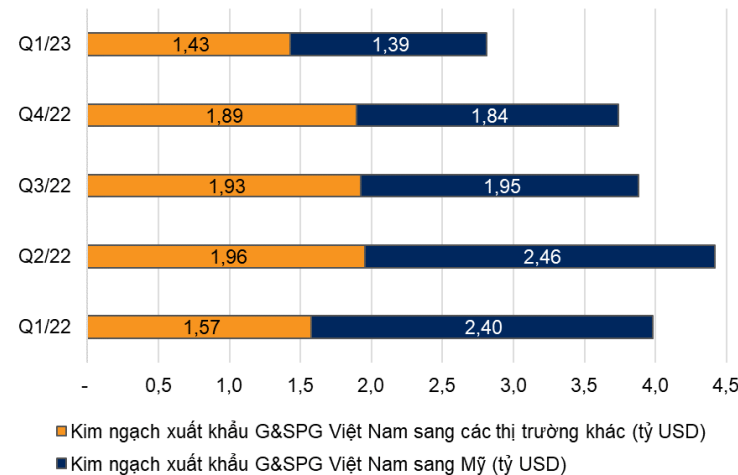
Gỗ và sản phẩm gỗ: Đi qua thời kỳ khó khăn nhất

Vẫn còn những gian nan phía trước nhưng chúng tôi nhận thấy tín hiệu tích cực từ thị trường Mỹ

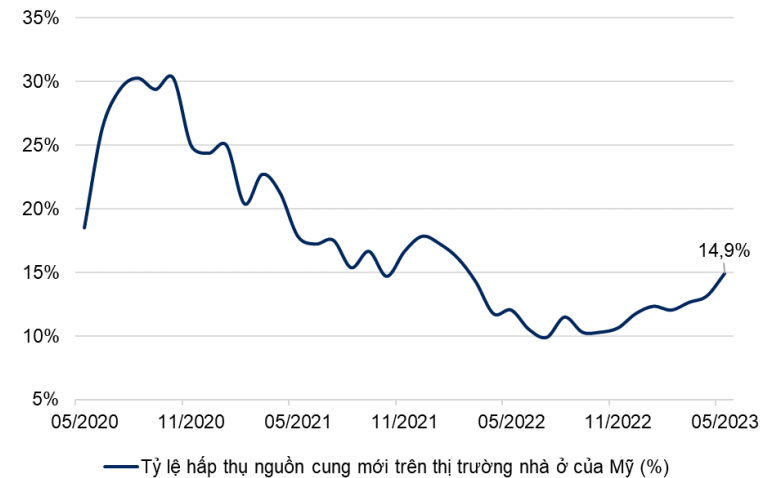
Giá trị xuất khẩu G&SPG trong tháng 6/2023 giảm 4,5% sv tháng 5 sau khi nhích lên 1,1% sv tháng 4



Mỹ chiếm thị phần lớn nhất trong các thị trường xuất khẩu G&SPG của Việt Nam



Tỷ lệ nhà bán được trên nguồn cung mới tại Mỹ đang tiếp tục cải thiện kể từ tháng 3



- Kim ngạch xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ Việt Nam sang Mỹ đã giảm mạnh 42,3% svck trong Q1/23 đạt 1,4 tỷ USD, tương ứng với mức giảm 24,7% so với Q4/22, do tiêu thụ suy giảm khi thị trường bất động sản nhà ở tại Mỹ đình trệ. Doanh số bán nhà tại Mỹ đã trượt dốc kể từ nửa sau năm 2022 khi thị trường “ngắm đờn” từ việc lãi suất cho vay mua nhà tăng cao trong khi giá nhà vẫn tiếp tục tăng mạnh.
- Tuy nhiên, tỷ lệ hấp thụ nguồn cung mới trên thị trường này đã tiếp diễn xu hướng tăng trong tháng 5 (tăng 1,8 điểm % sv tháng trước, từ mức tăng 0,5 điểm % sv tháng 3 của tháng 4), điều này cho thấy nguồn cung mới đang được hấp thụ nhanh hơn và tâm lý thị trường đang tích cực lên.

Gỗ và sản phẩm gỗ: Điềm qua KQKD Q1/23 của các công ty niêm yết

Các doanh nghiệp ngành G&SPG đối mặt với nhu cầu tiêu thụ yếu ở cả thị trường nội địa và thị trường xuất khẩu trong Q1/23

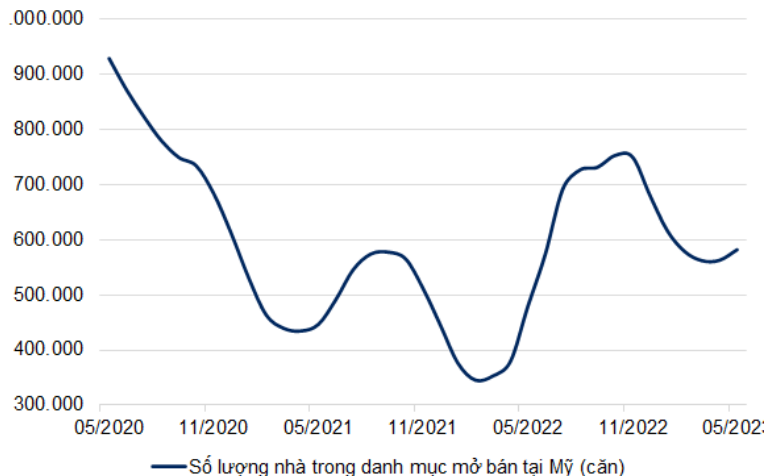
	Doanh thu Q1/23 (tỷ đồng)	Doanh thu Q1/22 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT (% svck)	Lợi nhuận ròng Q1/23 (tỷ đồng)	Lợi nhuận ròng Q1/22 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNR (% svck)	Biên lợi nhuận gộp Q1/23 (%)	Biên lợi nhuận gộp Q1/22 (%)	Tăng trưởng Biên LN gộp (điểm % svck)
ACG	679,95	856,00	-20,6%	36,32	119,91	-69,7%	28,1%	29,4%	-1,3%
DLG	222,72	347,94	-36,0%	4,59	5,03	-8,7%	35,7%	27,4%	8,3%
GTA	63,48	138,08	-54,0%	2,13	5,08	-58,1%	8,7%	9,2%	-0,5%
MDF	163,66	316,98	-48,4%	(20,66)	3,37	-712,5%	2,5%	11,3%	-8,8%
PIS	150,35	128,41	17,1%	5,98	2,58	131,4%	14,9%	13,6%	1,3%
PTB	1.409,45	1.718,98	-18,0%	62,64	140,57	-55,4%	20,2%	23,2%	-3,0%
TTF	331,22	536,29	-38,2%	2,52	15,24	-83,5%	21,7%	14,0%	7,7%
VIF	420,03	488,36	-14,0%	100,64	123,93	-18,8%	13,1%	16,9%	-3,9%
GDT	63,04	108,18	-41,7%	7,54	20,35	-63,0%	26,6%	32,4%	-5,8%
NHT	96,38	222,75	-56,7%	(0,56)	13,65	-104,1%	10,4%	14,1%	-3,7%

- Doanh thu và lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp ngành G&SPG lần lượt giảm 24,6%/53,3% svck trong Q1/23 trong bối cảnh tiêu thụ yếu ở cả thị trường nội địa và thị trường xuất khẩu.
- Nhiều doanh nghiệp đã phải giảm giá bán sản phẩm để kích thích cầu tiêu thụ, dẫn đến biên LNG toàn ngành giảm 0,6 điểm % svck trong Q1/23.
- PTB hoãn thời gian thực hiện dự án mở rộng công suất nhà máy chế biến gỗ Phù Cát sang 2024 do sự thiếu hụt các đơn hàng, công ty cũng đã phải giảm bớt số giờ làm việc.
- ACG ghi nhận chi phí BH&QLDN tăng cao do hoạt động mở rộng thị trường bán hàng ra các tỉnh, khiến cho LNR của công ty chứng kiến mức giảm kỷ lục (-69,7% svck).

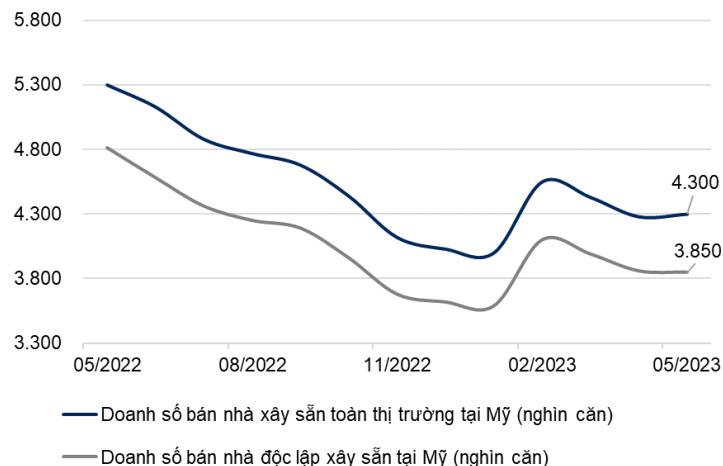
Gỗ và sản phẩm gỗ: Triển vọng tươi sáng hơn kể từ 2024

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cho G&SPG xuất khẩu sẽ phục hồi khi thị trường bất động sản Mỹ ấm lên kể từ 2024

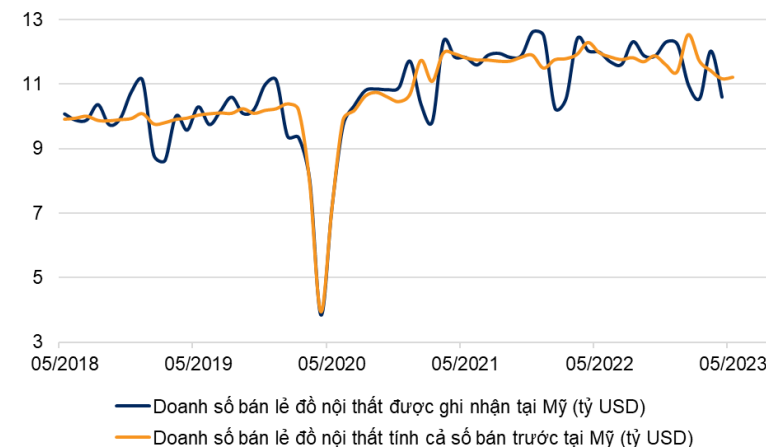
Số lượng nhà mở bán mới tại Mỹ đã tăng 3,4% sv tháng trước trong tháng 5/2023



Doanh số bán nhà xây sẵn giảm gần 19% svck trong tháng 5/2023 nhưng đã tăng thêm 0,5% từ con số của tháng 4



Doanh số bán lẻ đồ nội thất tính cả số bán trước đã tăng lên trong tháng 5



- Trong tháng 5/2023, số lượng nhà trong danh mục mở bán mới tại thị trường Mỹ đã tăng 3,4% sv tháng 4 (từ mức tăng nhẹ 0,2% sv tháng 3 của tháng 4), cho thấy các nhà phát triển BĐS này đã có quan điểm tích cực hơn về thị trường. Trong khi đó, doanh số bán nhà xây sẵn đã quay đầu tăng 0,5% sv tháng 4, sau đã giảm kéo dài 3 tháng liên tiếp. Sự phục hồi trên cả hai phương diện giá bán và nguồn cung cho thấy thị trường BĐS nhà ở của Mỹ có khả năng đã tạo đáy. Chúng tôi kỳ vọng chu kỳ thắt chặt tiền tệ sẽ chính thức được dừng lại trong Q4/23, do đó chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS nhà ở của Mỹ sẽ khởi sắc kể từ 2024, kéo theo nhu cầu dành cho gỗ nội thất.
- Bên cạnh đó, doanh số bán lẻ đồ nội thất tính cả số bán trước ở Mỹ đã tăng lên mức 11,2 tỷ USD từ mức 11,1 tỷ USD trong tháng 4, điều này có thể hỗ trợ doanh số ghi nhận thực tế của các doanh nghiệp trong các tháng tiếp theo.

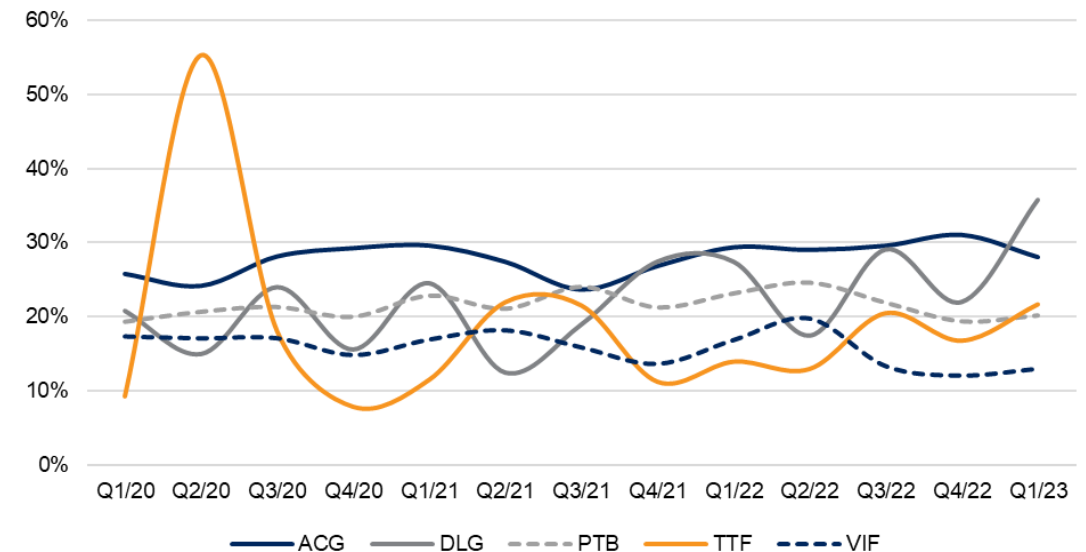
Gỗ và sản phẩm gỗ: Giá gỗ đầu vào ổn định trở lại sẽ giúp các DN mở rộng biên lợi nhuận gộp

Giá gỗ xẻ đang dao động trong vùng 450-550 USD/ nghìn bảng feet sau khi lao dốc 75% kể từ đỉnh trong nửa cuối năm 2022

Tính đến ngày 26/06/2023, giá gỗ xẻ đã tăng 15% sv tháng trước, nhưng con số này vẫn thấp hơn 9% svck và thấp hơn mức giá trung bình của mặt hàng này trong năm 2022



Tuy nhiên, không phải tất cả doanh nghiệp G&SPG đều duy trì được việc mở rộng biên LNG do họ đã phải giảm giá bán sản phẩm để kích thích nhu cầu khách hàng

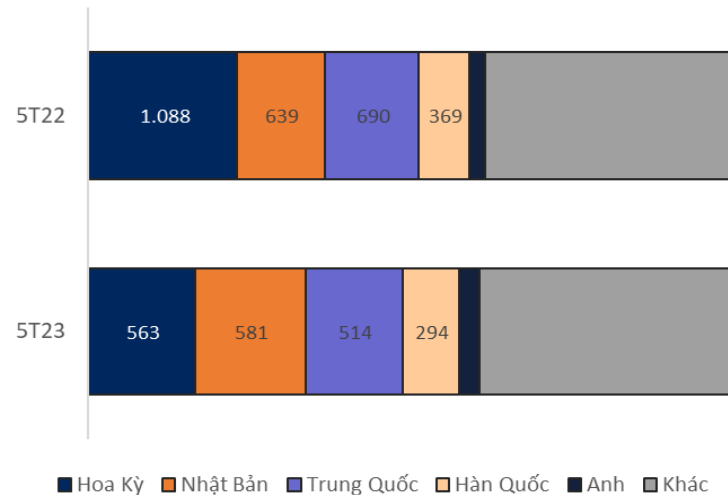


- Chúng tôi quan sát thấy xu hướng giá gỗ xẻ đã ổn định kể từ đầu năm 2023 (trong khoảng 450-550 USD/ nghìn bảng feet) khi những hiệu ứng của việc đứt gãy chuỗi cung toàn cầu đã dần phai nhạt. Chúng tôi dự báo giá gỗ xẻ trung bình trong năm 2023 sẽ đạt khoảng 575 USD/ nghìn bảng feet, giảm 36,5% so với mức giá trung bình năm 2022.
- Với kỳ vọng nhu cầu trên thị trường nhà ở tại Mỹ sẽ phục hồi nhờ các điều kiện kinh tế tích cực hơn và kéo theo tiêu thụ sản phẩm gỗ tăng trở lại, chúng tôi ước tính biên LNG của các doanh nghiệp G&SPG sẽ tăng thêm 1,5-2 điểm % svck trong năm 2024.

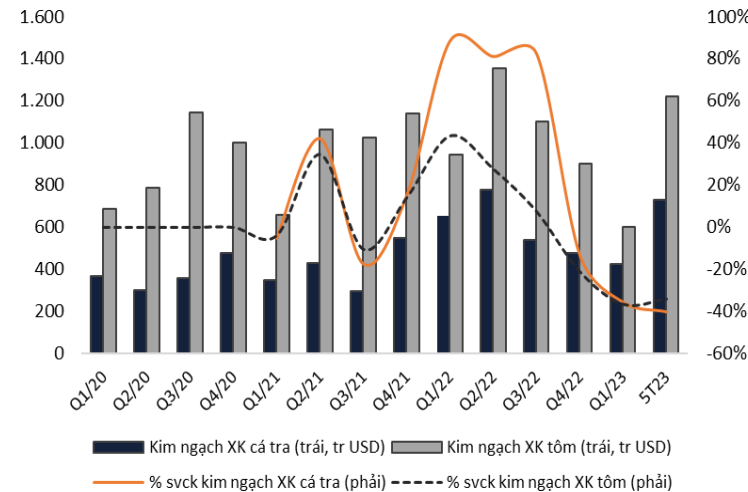
Thủy sản: Nhu cầu yếu và hàng tồn kho cao trong 5T23

Giá trị xuất khẩu thủy sản của Việt Nam trong 5T23 giảm mạnh 28% svck do nhu cầu yếu và tồn kho lớn tại các thị trường xuất khẩu chủ lực

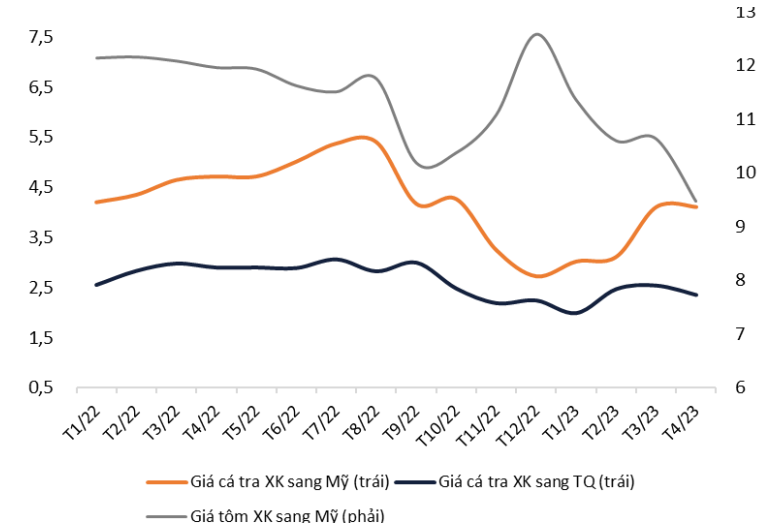
Xuất khẩu thủy sản theo thị trường 5T23 (tr USD)



Kim ngạch XK tôm và cá tra của Việt Nam trong 5T23



Giá bán bình quân cá tra và tôm (đơn vị: USD/kg)

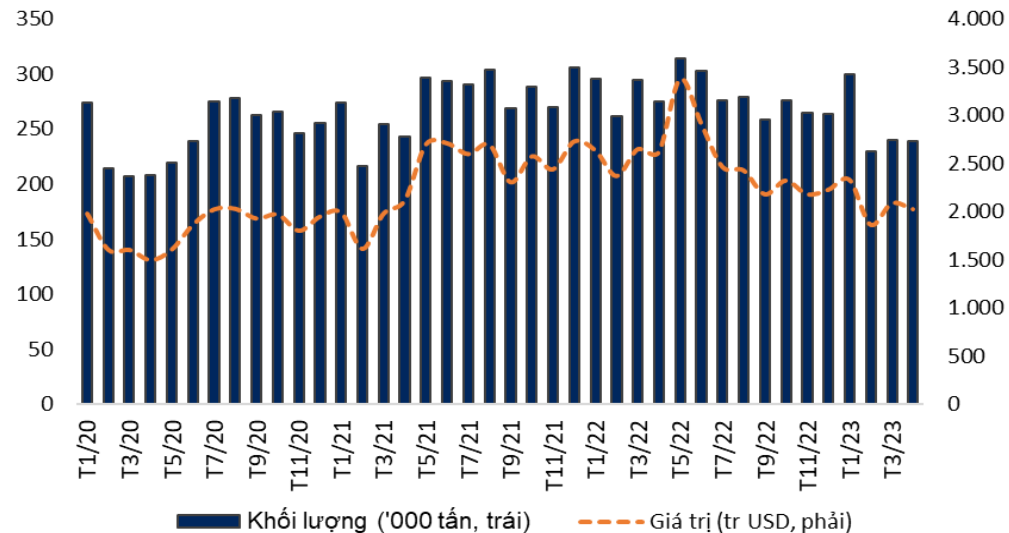


- Trong 5T23, 4 thị trường xuất khẩu thủy sản đơn lẻ lớn nhất của Việt Nam là Nhật Bản, Mỹ, Trung Quốc và Hàn Quốc. Nhật Bản đã vượt Mỹ trở thành thị trường xuất khẩu lớn nhất của thủy sản Việt Nam, mặc dù xuất khẩu sang thị trường này giảm 9% svck xuống còn 581 triệu USD. Trong khi đó, kim ngạch xuất khẩu của Mỹ giảm 48% so với cùng kỳ xuống còn 563 triệu USD do mức tồn kho cao cùng với nhu cầu tiêu dùng yếu. Xuất khẩu thủy sản sang Trung Quốc trong 5T23 cũng giảm 26% so với cùng kỳ xuống còn 514 triệu USD do nhu cầu phục hồi chậm hơn dự kiến sau khi dỡ bỏ hoàn toàn các hạn chế về Covid-19. Kim ngạch xuất khẩu hai mặt hàng chủ lực của Việt Nam là tôm và cá tra giảm mạnh lần lượt 34% so với cùng kỳ và 40% so với cùng kỳ trong 5T23 do nhu cầu chững lại và mức nền cao trong Q1/22. Theo ước tính của chúng tôi, giá bán trung bình xuất khẩu tôm và cá tra lần lượt giảm 13%/17% so với cùng kỳ do người dân thắt chặt chi tiêu đối với tất cả các mặt hàng tiêu dùng trong bối cảnh kinh tế toàn cầu suy thoái.

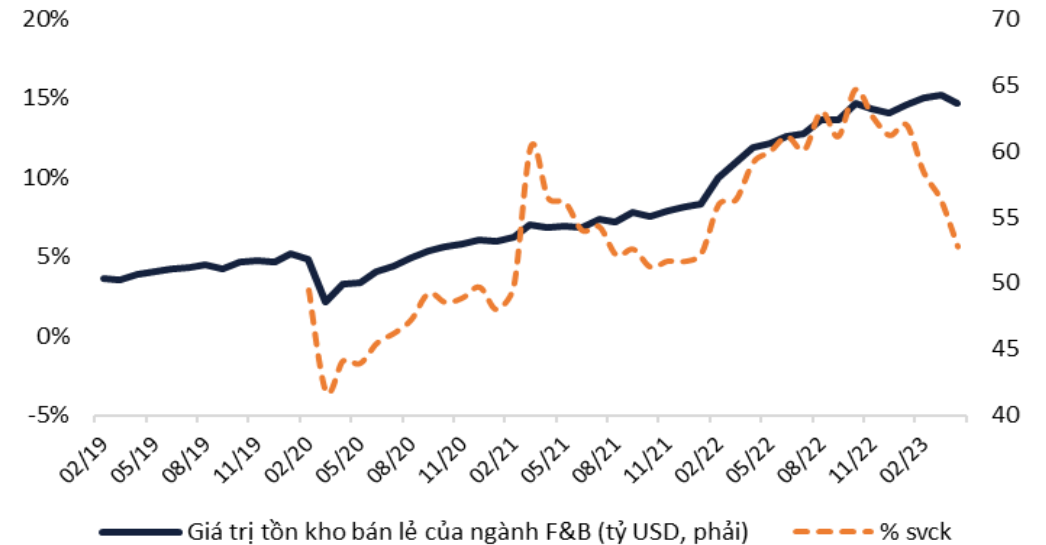
Thủy sản: Kỳ vọng thị trường Mỹ hồi phục trong nửa cuối năm 2023

Chúng tôi kỳ vọng rằng nhu cầu nhập khẩu thủy sản của thị trường Mỹ có thể sẽ phục hồi trong nửa cuối của năm 2023

Giá trị và khối lượng nhập khẩu thủy sản của thị trường Mỹ bắt đầu xu hướng giảm kể từ nửa cuối năm 2022



Giá trị hàng tồn kho bán lẻ thực phẩm & đồ uống ở Mỹ tăng 9,5% so với cùng kỳ trong 4T23

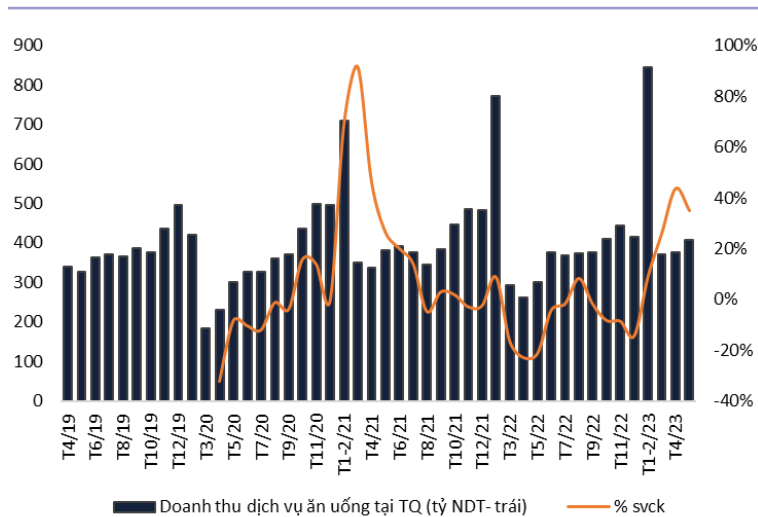


- Theo NOAA, nhập khẩu thủy sản của thị trường Mỹ ghi nhận khối lượng/giá trị nhập khẩu giảm lần lượt 11%/19% svck, do 1) lạm phát cao và kéo dài tại Mỹ dẫn đến thắt chặt chi tiêu hộ gia đình, gián tiếp ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ thủy sản ở cả kênh Horeca (Khách sạn-Nhà hàng-Cafe) và kênh bán lẻ và 2) mức tồn kho cao từ năm 2022.
- Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu nhập khẩu thủy sản của Mỹ có thể sẽ phục hồi từ nửa cuối năm 2023 do 1) lạm phát giảm tại Mỹ đang hạ nhiệt, 2) mức tồn kho giảm và 3) nhu cầu tiêu thụ cho dịp lễ cuối năm tăng sẽ giúp kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam sang Mỹ tăng khoảng 40-50% trong nửa cuối năm so với nửa đầu năm 2023, theo ước tính của chúng tôi. Chúng tôi nhận thấy dấu hiệu phục hồi của thị trường này khi vào tháng 4/2023, khi giá cá tra xuất khẩu trung bình tăng lên. Lạm phát của Mỹ cũng có dấu hiệu hạ nhiệt, với CPI tháng 5/2023 là 4,0%, mức tăng thấp nhất trong hai năm qua.

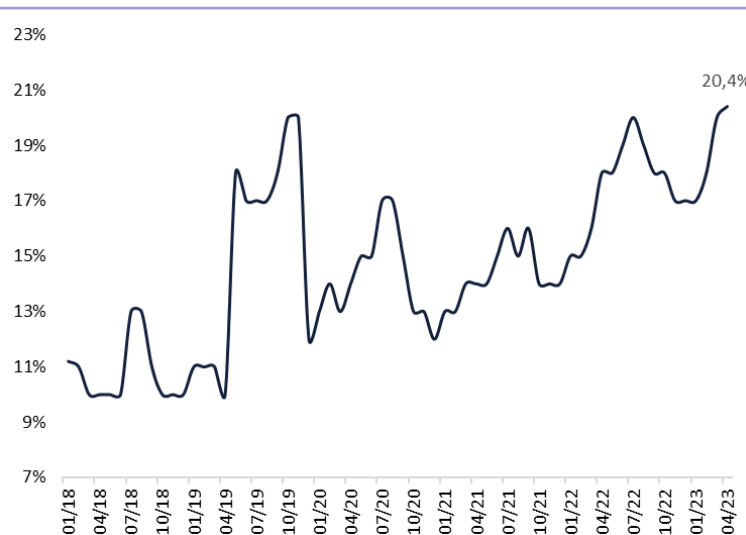
Thủy sản: Hiệu ứng mở cửa trở lại tại thị trường Trung Quốc không mạnh như kỳ vọng

Xuất khẩu thủy sản của Việt Nam sang thị trường Trung Quốc chưa được như kỳ vọng khi kim ngạch xuất khẩu thủy sản trong 5T23 sang thị trường Trung Quốc chỉ đạt 514 triệu USD, giảm 28% svck.

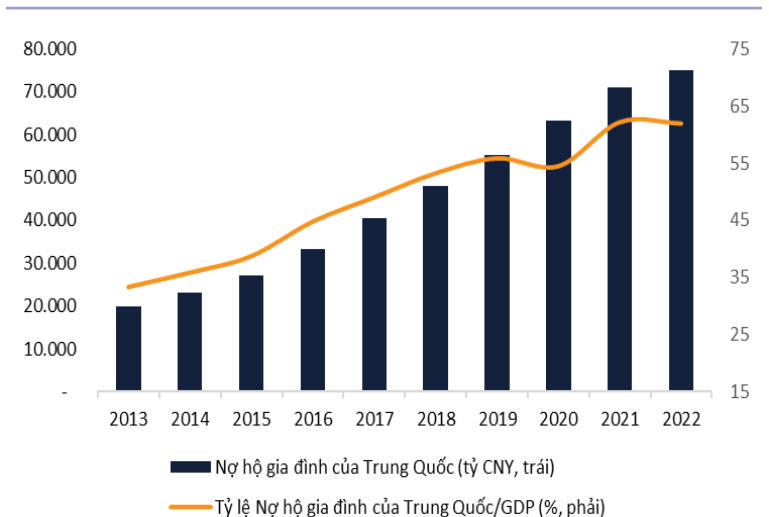
Giá trị doanh số bán lẻ dịch vụ ăn uống của Trung Quốc trong 5M23



Tỷ lệ thất nghiệp trong độ tuổi 16-24 của Trung Quốc



Nợ của các hộ gia đình Trung Quốc tăng lên đáng kể trong 3 năm vừa qua



- Vào đầu năm 2023, Trung Quốc cuối cùng đã mở cửa hoàn toàn trở lại sau 3 năm thực hiện chính sách Zero Covid, dẫn đến nhập khẩu thủy sản nước này tăng 13% svck trong Q1/23. Tuy nhiên, các sản phẩm xuất khẩu chủ lực của Việt Nam như cá tra và tôm sang thị trường Trung Quốc đã giảm mạnh lần lượt 38% và 27% so với cùng kỳ trong 5T23 do 1) giá thịt heo điều chỉnh mạnh và nguồn cung cá rô phi mạnh làm giảm nhu cầu đối với cá tra, theo quan điểm của chúng tôi, 2) giá trị XK tôm sang TQ của Việt Nam giảm do cạnh tranh từ các nước có nguồn tôm giá rẻ như Ấn Độ, Ecuador,...
- Do nền tảng kinh tế vĩ mô cơ bản của nền kinh tế Trung Quốc không thể đoán trước được và sự cạnh tranh gay gắt từ các quốc gia khác, chúng tôi dự đoán rằng triển vọng của thị trường Trung Quốc còn cần phải theo dõi thêm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường Trung Quốc trong nửa cuối năm sẽ tăng nhẹ so với 6T23.

Thủy sản: Triển vọng kinh doanh năm 2023

Phần lớn các doanh nghiệp dự kiến sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận ròng âm trong năm 2023 do 1) biên lợi nhuận gộp giảm do giá bán trung bình giảm mạnh và 2) mức nền cao của năm 2022

Q1/23: Kết quả kinh doanh giảm mạnh như dự kiến

STT	Mã CK	DT Q1/22 (đơn vị: tỷ đồng)	DT Q1/23 (đơn vị: tỷ đồng)	% svck	LN ròng Q1/22 (đơn vị: tỷ đồng)	LN ròng Q1/23 (đơn vị: tỷ đồng)	% svck	LN gộp Q1/22 (đơn vị: tỷ đồng)	LN gộp Q1/23 (đơn vị: tỷ đồng)	Biên LN gộp Q1/22	Biên LN gộp Q1/23	điểm % svck
1	ABT	133,4	123,9	-7%	7,7	9,2	19%	27,0	20,8	20,0%	16,8%	-3,2%
2	ACL	325,4	139,7	-57%	62,6	1,9	-97%	110,2	26,4	34,0%	18,9%	-15,1%
3	ANV	1219,2	1155,2	-5%	206,6	92,4	-55%	358,9	203,3	29,0%	17,6%	-11,4%
4	CMX	470,6	242,2	-49%	23,0	21,2	-8%	79,7	69,2	17,0%	28,6%	11,6%
5	FMC	1327,5	1008,4	-24%	40,7	43,7	7%	117,3	80,5	9,0%	8,0%	-1,0%
6	IDI	1871,8	1762,2	-6%	198,6	14,5	-93%	304,5	144,1	16,0%	8,2%	-7,8%
7	MPC	4239,0	2123,0	-50%	90,3	-97,0	-207%	491,8	122,8	12,0%	5,8%	-6,2%
8	VHC	3267,6	2221,6	-32%	547,8	219,0	-60%	778,5	384,5	24,0%	17,3%	-6,7%

Phần lớn các công ty niêm yết dự kiến lợi nhuận sẽ giảm đáng kể so với cùng kỳ năm ngoái trong năm 2023 (tỷ đồng)

Mã CK	Sản phẩm	Kế hoạch KD 2023		so với thực tế 2022		Kế hoạch trả cổ tức
		DT	LNST	DT	LNST	
VHC	Cá tra	11.500	1.162	-13%	-50%	20% cổ tức tiền mặt và 20% cổ tức cổ phiếu cho 2022, 20% cổ tức tiền mặt cho 2023
IDI	Cá tra	8.133	186	2%	-70%	Không có KH trả cổ tức
CMX	Tôm	3.050	121	5%	14%	N/A
	Sản phẩm	DT	LNTT	DT	LNTT	Kế hoạch trả cổ tức
ABT	Cá tra	600	60	-3%	-14%	25% cổ tức tiền mặt cho 2022, 20%-30% cổ tức tiền mặt cho 2023
ANV	Cá tra	5.200	500	6%	-35%	10% cổ tức tiền mặt cho 2022 và 2023
ACL	Cá tra	1.300	80	12%	-41%	7% cổ tức cho 2022 và 2023
MPC	Tôm	12.789	1.251	-22%	-22%	N/A
FMC	Tôm	5.900	400	3%	22%	20% cổ tức tiền mặt cho 2022, ít nhất 20% cổ tức tiền mặt cho 2023

- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết giảm mạnh trong Q1/23 với tổng doanh thu của các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản niêm yết giảm 32% svck. Biên lợi nhuận gộp của hầu hết các công ty đều giảm, đặc biệt là các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra khi giá bán trung bình cá tra giảm mạnh 17% svck, theo ước tính của chúng tôi. Do đó, LN ròng của các DN xuất khẩu thủy sản ghi nhận mức giảm 74% svck.
- Hầu hết các công ty đặt kế hoạch doanh thu không quá cách biệt với DT thực năm 2022. Tuy nhiên, các DN lại dự kiến lợi nhuận sẽ sụt giảm đáng kể trong năm 2023. Điều này cho thấy quan điểm của các doanh nghiệp về việc biên lợi nhuận gộp đang bị thu hẹp đáng kể.

Dự phóng KQKD năm 2023-24 các cổ phiếu mà chúng tôi theo dõi

	MSH		TCM		STK		PTB		ACG	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Doanh thu (tỷ đồng)	5.288	5.627	4.270	4.827	2.043	2.896	6.605	7.523	4.452	5.126
tăng trưởng svck (%)	-4,2%	6,4%	-1,5%	13,0%	-3,5%	41,7%	-4,1%	13,9%	-0,5%	15,1%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1.046	1.159	818	982	334	545	1.278	1.590	1.251	1.461
Biên LNG (%)	19,8%	20,6%	19,2%	20,3%	16,4%	18,8%	19,4%	21,1%	28,1%	28,5%
EBITDA	831	917	572	712	384	658	847	1.078	938	1.061
Biên EBITDA (%)	15,7%	16,3%	13,4%	14,8%	18,8%	22,7%	4,4%	6,4%	21,1%	20,7%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	504	579	380	461	194	322	365	546	605	705
tăng trưởng svck (%)	34,5%	14,9%	-9,4%	21,4%	-19,2%	66,1%	-25,2%	49,8%	-0,4%	16,6%
EPS (đồng/cổ phiếu)	10.085	11.586	4.640	5.632	2.372	3.933	5.358	8.027	4.453	5.193
BVPS (đồng/cổ phiếu)	34.530	45.812	24.147	28.595	21.689	24.172	43.463	50.440	29.652	30.166
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu	0,2	0,2	0,8	0,7	0,2	0,3	0,6	0,5	0,2	0,2
ROAE (%)	24,0%	19,2%	19,1%	19,6%	11,7%	17,2%	12,5%	16,5%	15,2%	17,3%
ROAA (%)	13,1%	12,2%	10,6%	11,7%	8,6%	12,3%	6,8%	9,7%	11,0%	12,5%

So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu cập nhật ngày 26/06/2023)

Doanh nghiệp	Mã	Giá thị trường	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)	
		Nội tệ	Triệu USD	Trượt 12T	2023	Hiện tại	2023	CAGR (%)	Trượt 12T	2023	Trượt 12T	2023
Dệt may												
CTCP Dệt May Thành Công	TCM VN	55.900	195	20,0	19,8	2,3	2,1	25,0	12,2	19,1	7,3	10,6
Tổng Công ty May Nhà Bè - CTCP	MNB VN	25.000	20	4,8	N/A	1,2	N/A	414,7	26,5	N/A	3,5	N/A
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	TNG VN	19.000	92	7,1	7,4	1,3	N/A	1,8	19,3	16,6	5,8	N/A
CTCP Mirae	KMR VN	4.010	10	17,4	N/A	0,4	N/A	4.970,7	1,9	N/A	1,2	N/A
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	35.350	113	8,3	10,0	1,6	1,0	8,8	20,3	24,0	9,6	24,0
Tập đoàn Dệt May Việt Nam	VGT VN	12.900	275	11,4	N/A	0,9	N/A	48,3	7,4	N/A	2,6	N/A
Tổng CTCP May Việt Tiến	VGG VN	31.500	59	10,2	N/A	0,7	N/A	10,8	7,5	N/A	3,4	N/A
CTCP Sợi Thế Kỷ	STK VN	29.400	102	14,6	13,3	1,5	1,5	15,8	11,6	11,7	7,9	8,6
<i>Trung bình</i>				<i>11,7</i>	<i>12,6</i>	<i>1,2</i>	<i>1,5</i>	<i>687,0</i>	<i>13,3</i>	<i>17,9</i>	<i>5,2</i>	<i>14,4</i>
<i>Trung vị</i>				<i>10,8</i>	<i>11,6</i>	<i>1,3</i>	<i>1,5</i>	<i>20,4</i>	<i>11,9</i>	<i>17,9</i>	<i>4,7</i>	<i>10,6</i>
Gỗ và sản phẩm gỗ												
CTCP Phú Tài	PTB VN	47.750	138	7,9	8,3	1,0	6,0	5,4	14,4	16,0	7,1	7,0
CTCP Gỗ An Cường	ACG VN	40.800	236	10,4	12,0	1,4	4,1	11,1	13,6	15,2	10,2	12,0
CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành	GDT VN	29.000	26	11,5	N/A	2,1	N/A	(2,0)	18,6	14,0	14,3	2,2
CTCP Tập đoàn Kỹ nghệ Gỗ Trường Thành	TTF VN	5.230	88	N/A	N/A	5,9	N/A	N/A	(5,8)	N/A	(0,8)	N/A
Tổng Công ty Lâm nghiệp Việt Nam - CTCP	VIF VN	14.100	210	19,2	N/A	1,0	N/A	7,9	8,8	N/A	7,8	N/A
CTCP Gỗ MDF VRG	MDF VN	9.500	22	18,6	N/A	0,8	N/A	46,0	0,5	N/A	0,3	N/A
CTCP Tập đoàn Đức Long Gia Lai	DLG VN	2.990	38	20,9	N/A	0,9	N/A	(838,3)	(76,8)	N/A	(19,3)	N/A
CTCP Chế biến Gỗ Thuận An	GTA VN	16.900	7	18,4	N/A	1,1	N/A	(18,1)	4,0	N/A	1,4	N/A
<i>Trung bình</i>				<i>15,3</i>	<i>10,1</i>	<i>1,8</i>	<i>5,0</i>	<i>(112,6)</i>	<i>(2,8)</i>	<i>15,1</i>	<i>2,6</i>	<i>7,1</i>
<i>Trung vị</i>				<i>18,4</i>	<i>10,1</i>	<i>1,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,4</i>	<i>6,4</i>	<i>15,2</i>	<i>4,3</i>	<i>7,0</i>
Thủy sản												
CTCP Vĩnh Hoàn	VHC VN	64.900	506	7,2	9,3	1,4	1,5	18,1	23,5	15,9	15,0	11,1
CTCP Nam Việt	ANV VN	34.600	196	7,9	N/A	1,5	N/A	104,0	20,0	N/A	10,3	N/A
CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre	ABT VN	31.950	16	5,6	N/A	0,8	N/A	56,7	14,9	N/A	10,9	N/A
CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL VN	13.000	28	11,4	N/A	0,8	N/A	49,4	7,1	N/A	3,7	N/A
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia I.D.I	IDI VN	13.150	127	8,2	N/A	0,9	N/A	88,3	11,0	N/A	4,4	N/A
CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú	MPC VN	18.300	311	9,4	N/A	1,2	N/A	17,1	14,3	N/A	8,2	N/A
CTCP Thực phẩm Sao Ta	FMC VN	41.400	115	8,5	7,7	1,4	1,2	(3,3)	16,8	15,8	11,1	10,7
CTCP Camimex Group	CMX VN	9.460	41	14,1	N/A	0,8	N/A	(13,3)	6,1	N/A	2,6	N/A
<i>Trung bình</i>				<i>9,0</i>	<i>8,5</i>	<i>1,1</i>	<i>1,4</i>	<i>39,6</i>	<i>14,2</i>	<i>15,9</i>	<i>8,3</i>	<i>10,9</i>
<i>Trung vị</i>				<i>8,4</i>	<i>8,5</i>	<i>1,1</i>	<i>1,4</i>	<i>33,8</i>	<i>14,6</i>	<i>15,9</i>	<i>9,3</i>	<i>10,9</i>

Cổ phiếu ưa thích: STK và PTB

STT	Mã	Giá mục tiêu 1 năm (đồng/CP)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	STK	34.600	Khả quan	<p>(1) Chúng tôi kỳ vọng DT Q2/23 khả quan hơn nhờ cải thiện về đơn hàng. Theo ban lãnh đạo STK, sản lượng bán ra trong T4 và T5/23 đã tăng nhẹ so với T3/23 và STK đã nối lại hoạt động của nhà máy Củ Chi (chiếm 1/3 công suất sản xuất của STK) từ cuối Q1/23. Bên cạnh đó, STK đã nhập khẩu (POY) để sản xuất sợi nguyên sinh đặc biệt có giá trị cao nhằm cải thiện biên LN gộp trong Q2/23. Do đó, chúng tôi dự báo DT STK trong quý 2 năm 2023 sẽ tăng 15% so với quý trước.</p> <p>(2) Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của STK tăng 63% svck trong nửa cuối 2023 nhờ 1) lạm phát tại các thị trường xuất khẩu chính hạ nhiệt và 2) khách hàng bổ sung hàng tồn kho để sản xuất cho Q1/24. Ban lãnh đạo STK kỳ vọng các đơn hàng vụ xuân và hè 2024 sẽ giúp LN ròng nửa cuối 2023 phục hồi so với 6T23 và vụ đông 2024 sẽ là động lực lớn hơn cho việc nối lại các đơn hàng. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng DT 2023 sẽ giảm 19,2% svck, thấp hơn 29,1% so với dự phóng trước đó của chúng tôi sau KQKD Q1/23 kém hơn kỳ vọng. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của STK năm 2024 sẽ phục hồi mạnh nhờ 1) nhu cầu bị dồn nén trong năm 2023 và 2) đóng góp từ nhà máy Unitex (+60% công suất). Chúng tôi dự phóng LN ròng của STK sẽ tăng 66% svck vào năm 2024, đạt 323 tỷ đồng.</p>
2	PTB	56.000	Khả quan	<p>(1) Chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh gỗ của PTB sẽ quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng trong giai đoạn 2024-25 do 1) nhu cầu tăng trở lại nhờ thị trường Mỹ và thị trường BĐS nhà ở trong nước phục hồi và 2) nhà máy Phù Cát giai đoạn 3 mở rộng công suất gỗ tinh chế lên 103.000 m³/năm (+22% so với công suất hiện tại) trong năm 2024. PTB sở hữu FSC-FM (Chứng nhận quản lý rừng) và FSC-CoC (Chứng nhận chuỗi hành trình sản phẩm), đảm bảo cho việc mở rộng kinh doanh lâu dài tại các thị trường phát triển như Mỹ và EU. Chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu mảng gỗ của PTB là 22,7%/31,7% svck trong giai đoạn 2024-25.</p> <p>(2) Chúng tôi ước tính doanh thu mảng đá của PTB sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép là 12,5% trong giai đoạn 2023-25, nhờ 1) mảng đá thạch anh gia tăng mức đóng góp vào tổng doanh thu khi công ty mở rộng thị trường tiêu thụ thông qua các hội chợ tại Mỹ vào năm 2022 và 2) thị trường BĐS nhà ở trong nước ấm lên sẽ thúc đẩy nhu cầu các sản phẩm đá. PTB là một trong những đơn vị sở hữu trữ lượng đá lớn nhất Việt Nam với tổng công suất khoảng 7,2 triệu m²/năm với sản phẩm đa dạng và chất lượng cao.</p> <p>(3) PTB đã công bố kế hoạch mua lại 6,5 triệu cổ phiếu quỹ (9,6% tổng số cổ phiếu đang lưu hành), việc này (nếu được thực hiện) sẽ làm tăng giá trị cho cổ đông hiện hữu vì có tác động tích cực đến EPS.</p>

Chúng tôi đưa VHC và ANV vào danh sách theo dõi

Với kỳ vọng nhu cầu nhập khẩu thủy sản của thị trường Mỹ dự kiến phục hồi từ nửa cuối năm 2023, chúng tôi thêm VHC và ANV vào danh sách theo dõi để đầu tư dài hạn vì các công ty này là các công ty đầu ngành và sẽ được hưởng lợi lớn nhất khi thị trường này phục hồi.

STT	Mã	Giá mục tiêu 1 năm (đồng/CP)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	VHC	N/A	KKN	Thị trường xuất khẩu chính của VHC là thị trường Mỹ với tỷ trọng doanh thu là 44% trong năm 2022 và 34% trong 5T23. Trong năm 2023, chúng tôi cho rằng cả DT và LN ròng của VHC trong năm 2023 cũng sẽ sụt giảm mạnh do 1) nhu cầu tại các thị trường chính của VHC như Mỹ và EU bị ảnh hưởng nặng nề bởi lạm phát cao, 2) sản lượng tiêu thụ và giá bán trung bình của VHC không còn được hỗ trợ bởi nhu cầu bị dồn nén sau đại dịch của thị trường Mỹ trong 6T22 và 3) nhu cầu mảng C&G sẽ khó có thể phục hồi mạnh trong bối cảnh kinh tế thế giới ảm đạm. Tuy nhiên, là công ty có thị phần lớn nhất tại thị trường Mỹ của Việt Nam (46% vào năm 2022), chúng tôi cho rằng VHC sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ sự phục hồi của thị trường Mỹ và chứng kiến kết quả kinh doanh cải thiện từ Q4/23. Doanh thu của VHC tại thị trường Mỹ trong tháng 5/2023 được cải thiện rõ rệt, tăng 21% so với tháng trước – mức tăng trưởng theo tháng cao nhất trong tất cả các thị trường xuất khẩu của VHC.
2	ANV	N/A	KKN	Trở lại thị trường Mỹ với thuế suất chống bán phá giá 0% sẽ là lợi thế đáng kể của ANV khi nhu cầu thị trường Mỹ chạm đáy và hồi phục trở lại. Ngoài ra, nhà máy Collagen và Gelatin của ANV đã đi vào hoạt động và có những đơn hàng đầu tiên. Sản phẩm C&G có tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn nhiều so với phi lê cá tra nên chúng tôi cho rằng sự đóng góp trong tương lai của mảng kinh doanh này sẽ giúp biên nhuận gộp của ANV cải thiện trong thời gian tới.

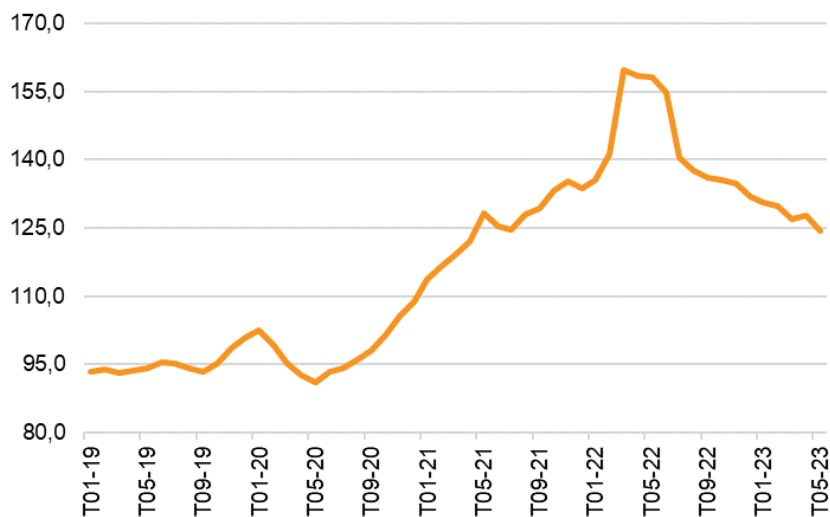
Nông nghiệp

Đón đợi một năm tươi sáng hơn

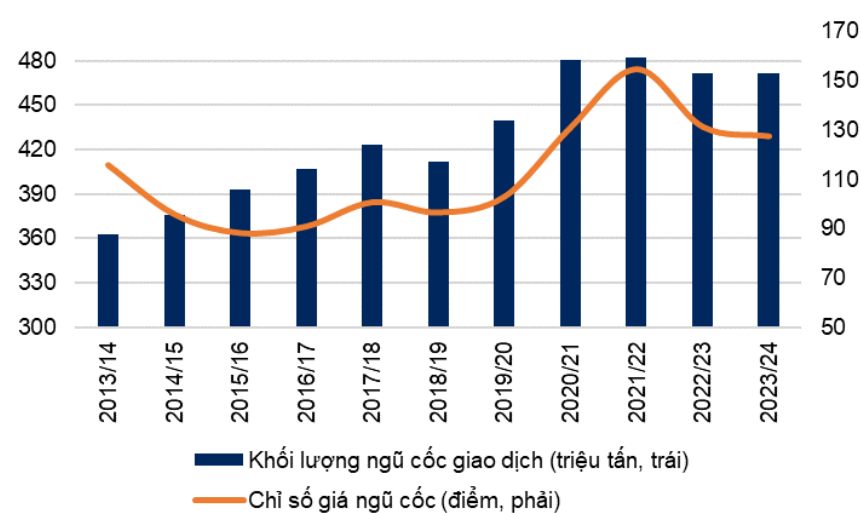


Chúng tôi kỳ vọng chỉ số giá hàng hóa thực phẩm toàn cầu tiếp tục giảm trong nửa cuối 2023

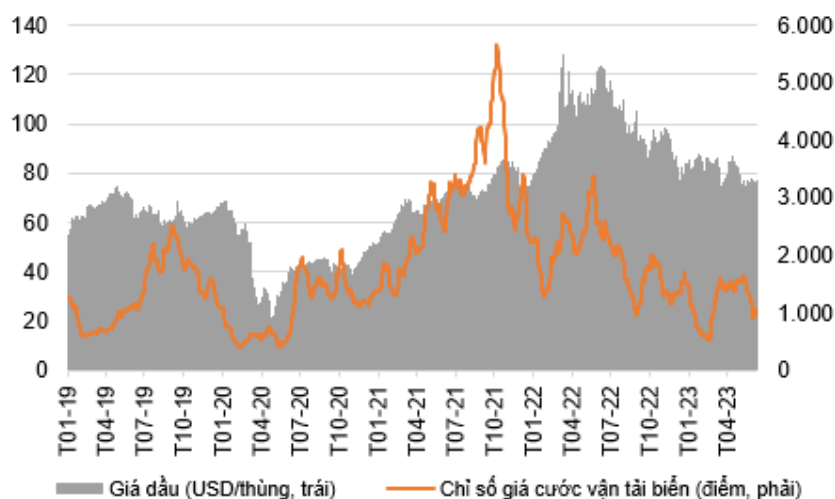
Chỉ số giá hàng hóa thực phẩm quay đầu giảm vào T5/2023 sau khi tăng nhẹ trong tháng trước (đơn vị: điểm)



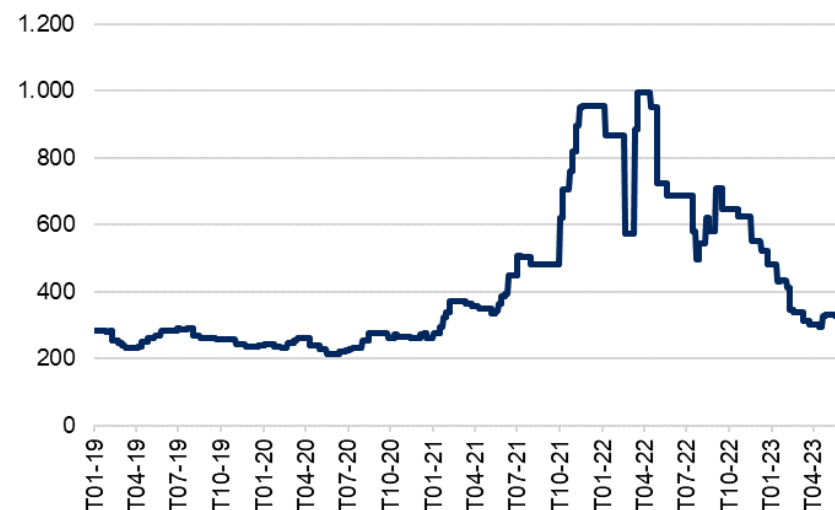
Theo FAO, nhu cầu nhập khẩu trên toàn cầu sẽ giảm 2,2% svck trong 2023



Giá cước vận tải dao động ở mức 81,3% thấp hơn so với mức đỉnh vào T10/21



Giá phân Ure giảm 72,1% từ mức đỉnh trong T4/22



Chúng tôi kỳ vọng chỉ số giá hàng hóa thực phẩm toàn cầu tiếp tục giảm trong nửa cuối 2023

Chúng tôi kỳ vọng chỉ số giá hàng hóa thực phẩm sẽ tiếp tục xu hướng giảm với hầu hết các sản phẩm sẽ giảm 15%-23% svck so với giá trung bình năm 2022, ngoại trừ giá đường và gạo.

Chúng tôi kỳ vọng **các DN sản xuất đường và thịt** sẽ ghi nhận biên LN gộp cao hơn nhờ giá đầu ra tăng.

Trong khi đó, chúng tôi cũng nhận thấy giá bột sữa nguyên kem giảm 2,2% so với tháng trước và 23,1% svck, điều này sẽ tác động tích cực đến biên LN gộp của các **DN sản xuất sữa** trong nửa cuối năm.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý một số yếu tố có thể tác động khiến giá các mặt hàng thực phẩm tăng trở lại:

- Xung đột tại Ukraine kéo dài và nghiêm trọng hơn, có thể gây ra gián đoạn chuỗi cung ứng lần nữa.
- Hiện tượng El Nino xuất hiện từ Q2/23 có thể ảnh hưởng tới triển vọng mùa màng trên toàn cầu.

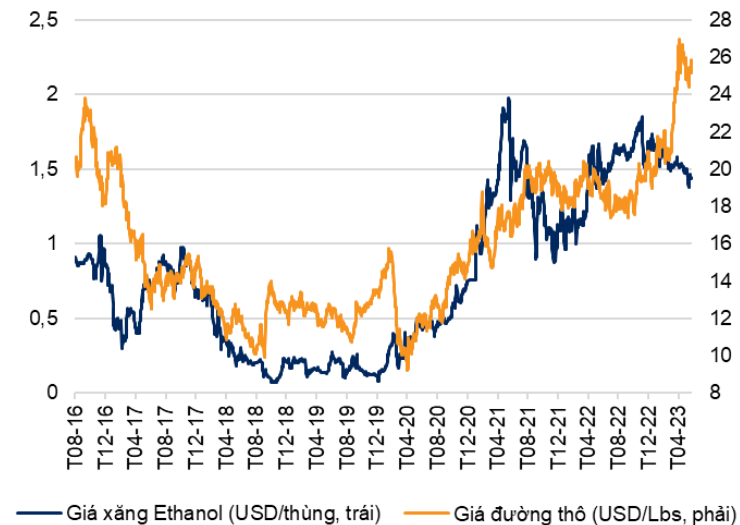
	Giá thế giới			Việt Nam					Cổ phiếu liên quan	Ảnh hưởng
	2023	2024	2020-2024	Giá gần nhất	Từ đầu năm	2023	6T23	Nửa cuối 2023		
Giá sản phẩm đầu ra										
Giá lợn hơi (VND/kg)	-2,0%	N/a		59.400	14,3%	5,0%	-2,1%	9,5%	DBC, BAF, HAG	
Giá đường (VND/kg)	9,8%	2,2%		19.500	4,0%	3,2%	4,5%	1,9%	SBT, QNS, LSS, SLS	
Giá gạo xuất khẩu (USD/Tấn)	16,7%	-3,9%		529	3,8%	10,7%	8,3%	13,0%	LTG, PAN, TAR	
Giá nguyên vật liệu đầu vào										
Lúa mì (USD/Tấn)	-17,4%	-5,6%		352	-3,8%	↓	-2,1%	↓	DBC, BAF, HAG	
Ngô (USD/Tấn)	-15,4%	-11,1%		329	-1,6%	↓	-1,9%	↓	DBC, BAF, HAG	
Đậu tương (USD/Tấn)	-12,6%	-8,5%		613	-8,7%	↓	-1,4%	↓	DBC, BAF, HAG	

Ghi chú: Hưởng lợi nhiều hơn, Hưởng lợi ít hơn

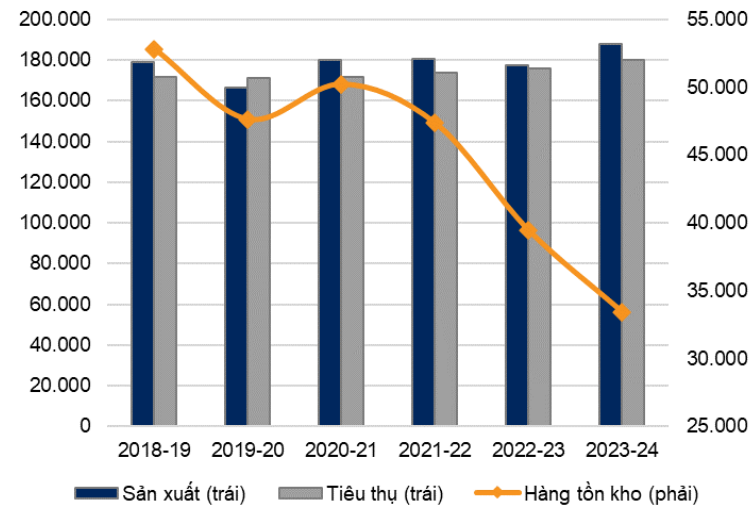
Sản xuất đường: Giá đường giữ ở mức cao

Giá đường thế giới sẽ neo ở mức cao

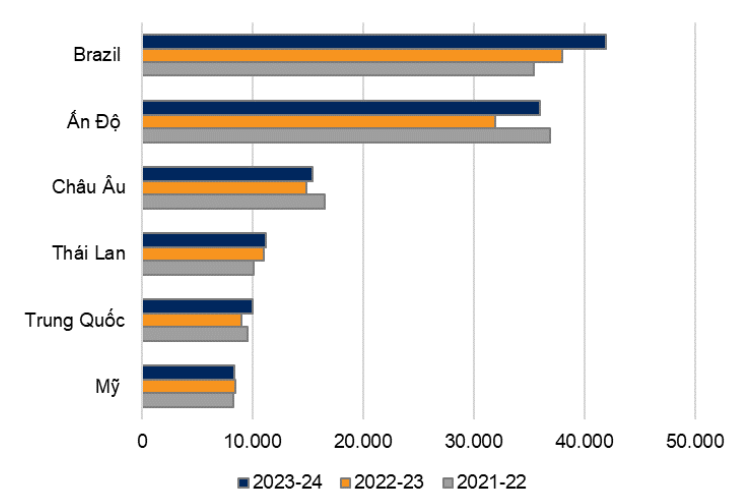
Chúng tôi nhận thấy có sự tương quan giữa giá xăng ethanol và giá đường thế giới



Tổng sản lượng sản xuất và tiêu thụ đường trên thế giới (đơn vị: nghìn tấn)



Sản lượng đường sản xuất tại một số quốc gia sản xuất lớn (đơn vị: nghìn tấn)

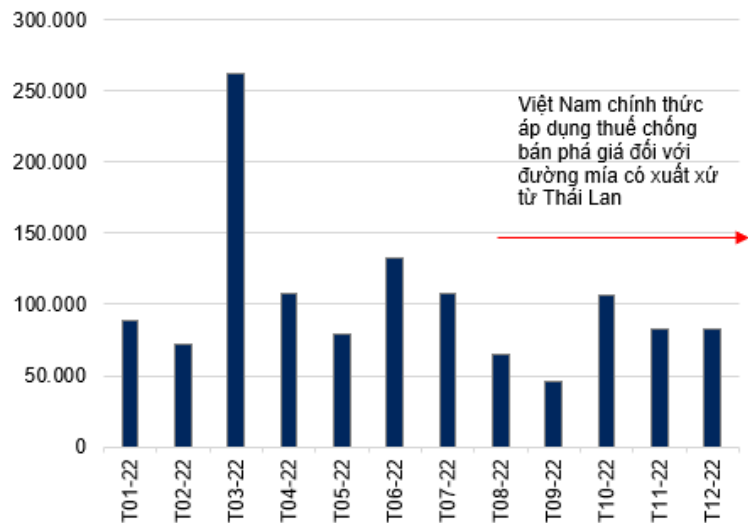


Chúng tôi kỳ vọng giá đường thế giới sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2023 nhưng vẫn dao động ở mức khá cao so với nửa cuối năm 2022. Theo World Bank, giá đường thế giới được dự phóng tăng 10% svck trong niên vụ 2022-23 và tiếp tục nhích nhẹ 2% svck trong 2023-24 nhờ 1) tiêu thụ toàn cầu được dự phóng tăng lần lượt 1,4%/2,3% svck trong khi lượng hàng tồn kho giảm 16,7%/15,2% svck trong 2022-23 và 2023-24, 2) Brazil dự kiến có một vụ thu hoạch ngô và đậu tương bội thu có thể gây áp lực lên việc vận chuyển các sản phẩm nông sản xuất khẩu tại các cảng của nước này và 3) giá năng lượng duy trì ở mức cao dẫn đến nhu cầu sản xuất ethanol cao hơn thay vì sản xuất mía đường ở các nước xuất khẩu chính như Ấn Độ, Brazil.

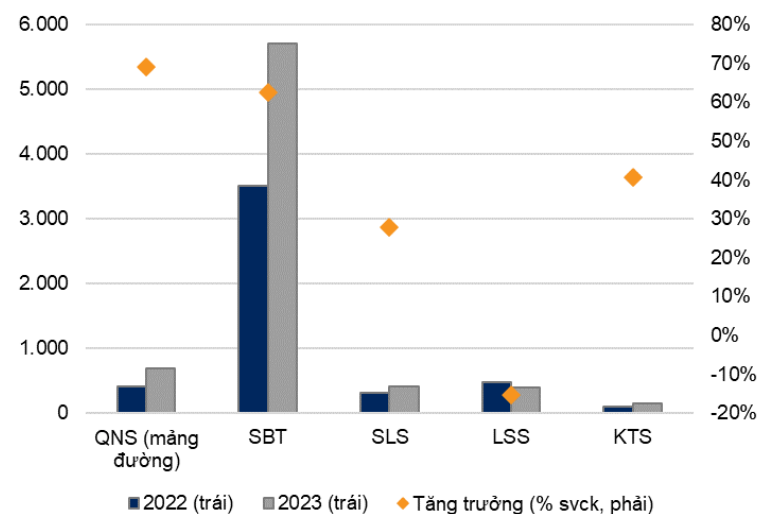
Sản xuất đường: Giá đường giữ ở mức cao

Chúng tôi cho rằng giá đường Việt Nam sẽ diễn biến theo xu hướng của giá đường thế giới

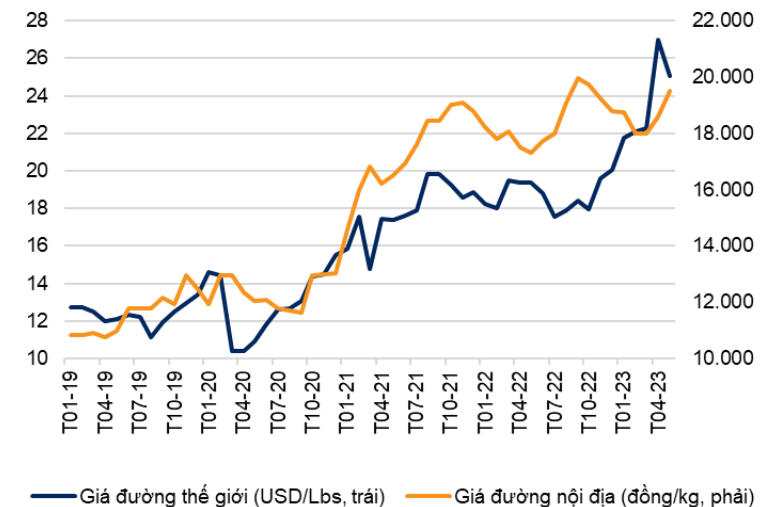
Sản lượng đường nhập khẩu đã giảm sau khi bị áp dụng thuế chống bán phá giá (đơn vị: tấn)



Các doanh nghiệp mía đường ghi nhận doanh thu tăng trưởng tích cực trong Q1/23 (đơn vị: tỷ đồng)



Giá đường thế giới và giá đường Việt Nam từ T1/2019 - T5/2023



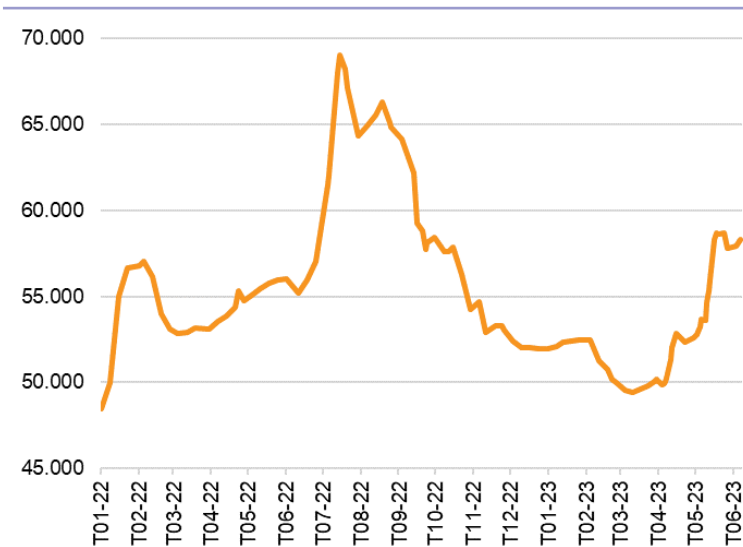
Chúng tôi kỳ vọng giá đường nội địa tăng 2,5% svck trong 2023 nhờ:

- Giá đường nội địa có xu hướng diễn biến theo giá đường thế giới
- Tiêu thụ đường dự phóng tăng 7,5% svck trong niên vụ 2022-23, theo USDA
- Thuế chống bán phá giá sẽ tạo lợi thế cạnh tranh rõ ràng hơn cho mía đường nội địa trong dài hạn. Dựa trên ước tính của chúng tôi, giá đường nhập lậu sau khi bị áp dụng thuế chống bán phá sẽ cao hơn khoảng 15% so với giá đường nội địa.

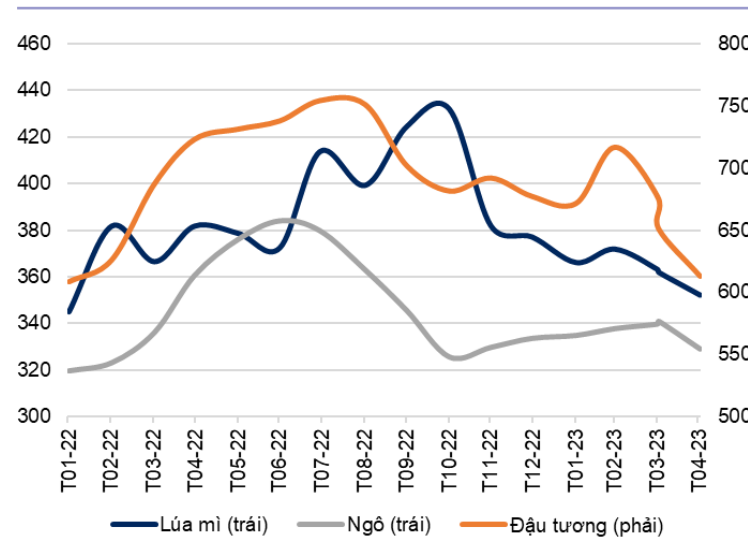
Sản xuất thịt: Lạc quan trong thận trọng

Chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi tăng 5% svck lên 59.000/kg trong 2023 nhờ nhu cầu tiêu dùng phục hồi trong khi nguồn cung từ các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ sẽ hạn chế trong Q3/23

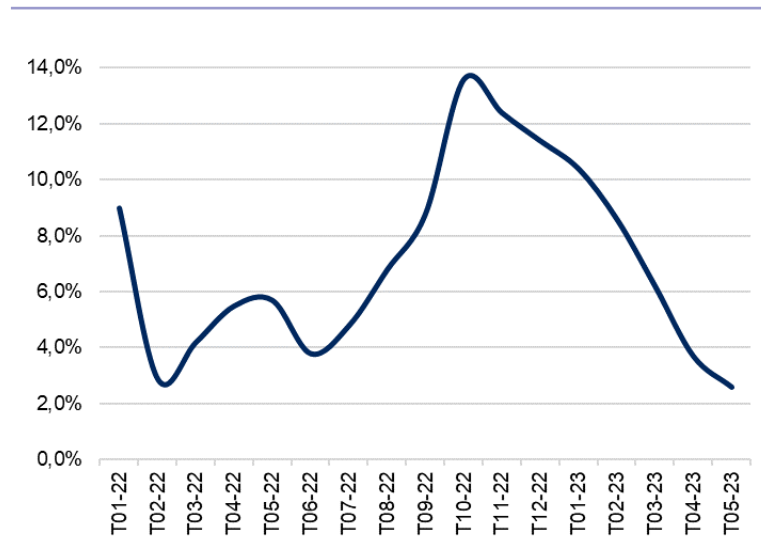
Giá lợn hơi nội địa tăng đáng kể từ T5/2023 (đơn vị: đồng/kg)



Giá nhập khẩu nguyên liệu đầu vào chủ yếu để sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam (USD/tấn)



Chúng tôi nhận thấy tốc độ tăng trưởng đàn lợn đã chậm lại trong Q2/23 (đơn vị: %)

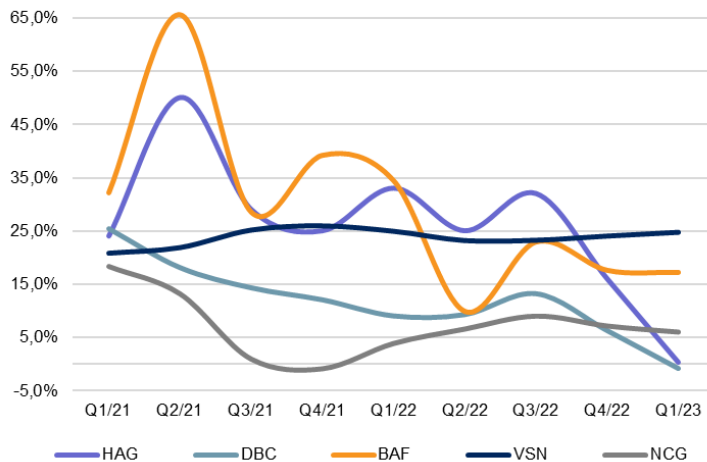


- Theo quan điểm của chúng tôi, giá lợn hơi sẽ tăng 9,7% sv quý trước trong Q2/23 và cải thiện rõ rệt hơn ở mức 11,6%/4,0% sv quý trước trong Q3-Q4/23 lên mức 62.000-65.000/kg
- Chúng tôi kỳ vọng giá nông sản toàn cầu giảm trung bình 7-10% svck trong 2023 dẫn đến giá thức ăn chăn nuôi có thể giảm 5% svck. Tuy nhiên chúng tôi vẫn nhận thấy nguy cơ giá nông sản toàn cầu có thể tăng trở lại do căng thẳng Nga-Ukraine leo thang cũng như điều kiện thời tiết không thuận lợi ở một số quốc gia xuất khẩu chính, dẫn đến giá thành thức ăn chăn nuôi tiếp tục tăng trong 2023.

Sản xuất thịt: Lạc quan trong thận trọng

Chúng tôi thấy rằng hầu hết các DN sản xuất thịt cùng đặt kế hoạch lợi nhuận thận trọng trong năm nay như VSN (-2,0 svck), HAG (+0,4% svck) và BAF (+5,0% svck).

Các DN sản xuất thịt ghi nhận biên LN gộp thu hẹp 4-12 điểm % svck trong Q1/23 (đơn vị: %)



KQKD Q1/23 của các công ty sản xuất thịt (đơn vị: tỷ đồng)

Mã CK	DN sản xuất thịt	Doanh thu Q1/23	Thay đổi (% svck)	LN Q1/23	Thay đổi (% svck)
DBC	CTCP Tập đoàn DABACO Việt Nam	2.314	-17,5%	-321	Từ lãi ròng sang lỗ ròng
HPG*	CTCP Nông nghiệp Hòa Phát (màng nông nghiệp)	1.589	-2,4%	-116	Lỗ ròng
MML	CTCP Masan MeatLife	1.600	71,8%	-121	Từ lãi ròng sang lỗ ròng
HAG	CTCP Hoàng Anh Gia Lai	1.697	111,4%	291	16,4%
BAF	CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	817	-46,9%	3	-96,4%
NCG	CTCP Tập đoàn Nova Consumer	1.111	15,9%	-7	Từ lãi ròng sang lỗ ròng
VSN	CTCP Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản	895	-5,2%	35	-3,7%

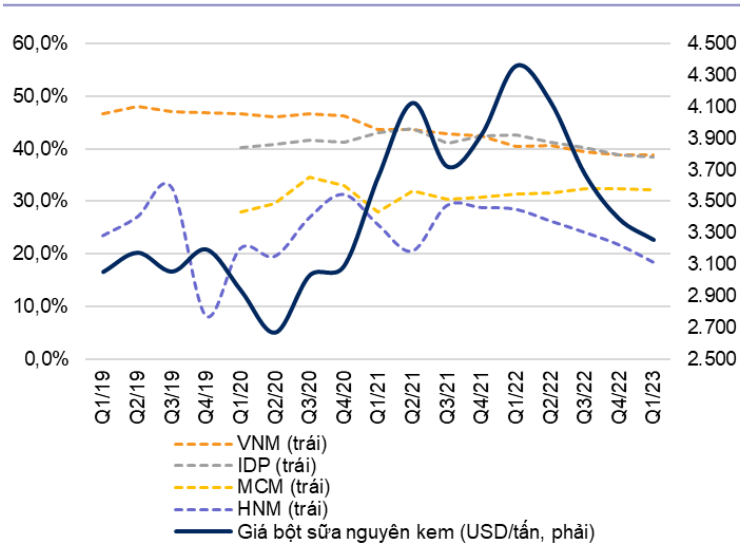
Kế hoạch kinh doanh của các doanh nghiệp trong 2023

Mã CK	DN sản xuất thịt	Kế hoạch doanh thu (tỷ đồng)	% so với 2022	Kế hoạch LNST (tỷ đồng)	% so với 2022
DBC	CTCP Tập đoàn DABACO Việt Nam	24.562	11%	569	gấp 13 lần
MML	CTCP Masan MeatLife	8.500-9.000	76,3%	(300)	N/a
HAG	CTCP Hoàng Anh Gia Lai	5.120	0,2%	1.130	0,4%
VSN	CTCP Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản	4.100	5,8%	170	-2,0%
BAF	CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	7.525	6,2%	301	5,0%

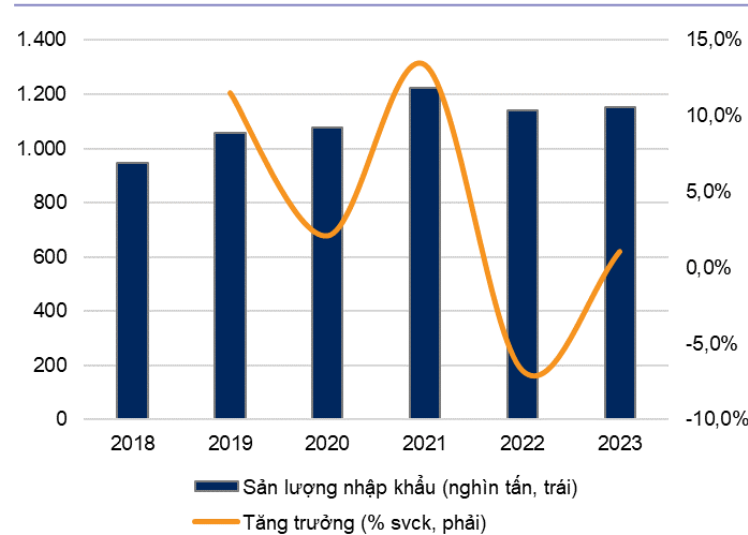
- Các công ty 3F vẫn phải đối mặt với nhiều trở ngại trong Q1/23 do 1) giá thức ăn chăn nuôi neo ở mức cao và 2) nhu cầu tiêu thụ trong nước yếu dẫn đến giá lợn hơi giảm 5,2% svck
- Chúng tôi ước tính chi phí sản xuất bình quân của các DN sản xuất thịt vào khoảng 50.000-52.000/kg lợn hơi. Do đó, với mức giá hiện tại, các nhà sản xuất thịt đã bắt đầu có lãi. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của các DN sản xuất thịt sẽ cải thiện từ Q2/23 và cải thiện trung bình 1,0-1,5 điểm % svck trong năm 2023.

Sản xuất sữa: Xu hướng giảm giá bột sữa giúp giảm áp lực chi phí đầu vào

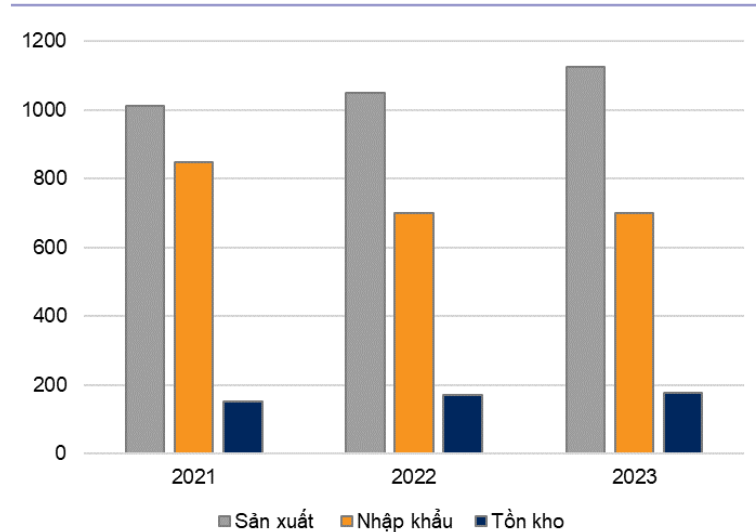
Giá sữa bột nguyên kem trung bình và biên LN gộp của các doanh nghiệp sữa niêm yết (%) từ Q1/19 đến Q1/23



Nhu cầu nhập khẩu bột sữa nguyên kem tại 5 nước nhập khẩu lớn nhất được dự báo tăng nhẹ 1,1% svck trong khi nguồn cung xuất khẩu tăng 2,6% svck



Sản lượng bột sữa nguyên kem tại Trung Quốc dự phóng tăng 7% svck trong 2023 nhờ nguồn cung sữa nguyên liệu cao hơn (đơn vị: nghìn tấn)

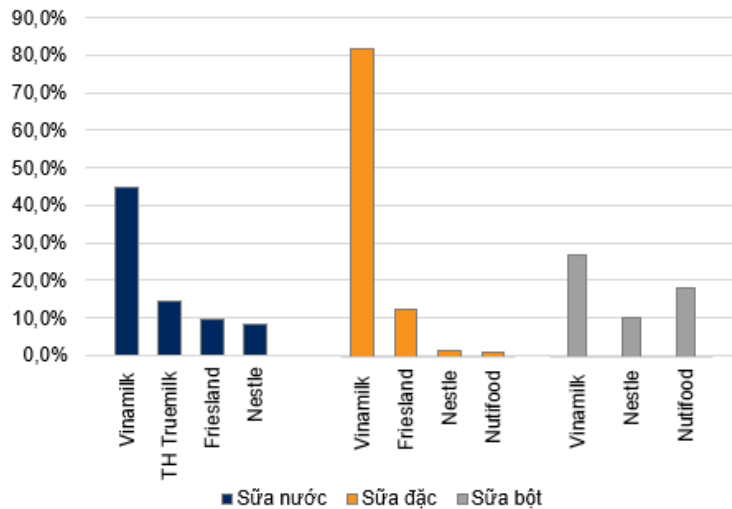


Chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa nguyên kem sẽ hạ nhiệt trong 2023 nhờ:

- Nhu cầu nhập khẩu giảm tại Trung Quốc – khách hàng nhập khẩu bột sữa nguyên kem lớn nhất do nguồn cung nội địa dồi dào và hàng tồn kho lớn.
- Nhu cầu sữa trên thế giới có thể sẽ yếu đi trong ngắn hạn, khi giá lương thực đang tăng ở nhiều quốc gia. Trong khi đó, sản lượng bột sữa nguyên kem được dự báo sẽ tăng trong năm 2023.

Sản xuất sữa: Xu hướng giảm giá bột sữa giúp giảm áp lực chi phí đầu vào

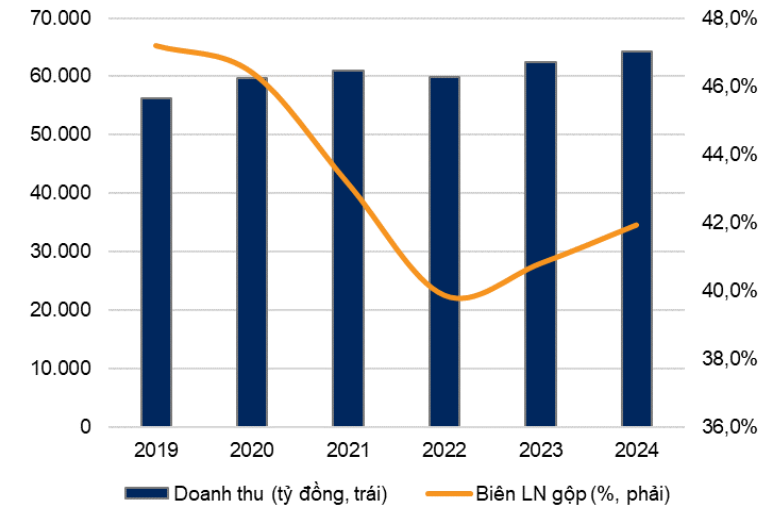
Vinamilk dẫn đầu thị phần tại hầu hết các ngành hàng sữa trong 2022



Chúng tôi nhận thấy đang có sự cạnh tranh khốc liệt về thị phần trong ngành sữa khi các hãng sữa liên tục tung ra sản phẩm mới kèm theo các chương trình khuyến mãi




Chúng tôi kỳ vọng VNM ghi nhận doanh thu tăng 4,2% svck trong khi biên LN gộp cải thiện 0,9 điểm % trong 2023



- Ban lãnh đạo Vinamilk kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ sữa sẽ ghi nhận mức tăng trưởng một con số (dưới 5% svck) trong năm 2023.
- Chúng tôi kỳ vọng VNM ghi nhận doanh thu tăng 4,2%/3,0% svck trong 2023/24. Trong khi đó, biên LN gộp dự phóng cải thiện 0,9/1,1 điểm % svck nhờ giá bột sữa nguyên liệu giảm 5%/1% svck.

Luận điểm đầu tư

STT	MÃ CK	Giá mục tiêu 1 năm (đồng/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	VNM 	77.300	Khả quan	<ol style="list-style-type: none"> Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ sữa sẽ ghi nhận mức tăng trưởng một con số (dưới 5% svck) trong 2023 do người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu. Do đó chúng tôi dự phóng doanh thu của VNM tăng nhẹ 4,2%/3,0% svck trong 2023/24, vẫn cao hơn mức tăng trưởng trung bình trong ba năm gần đây. Chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa nguyên kem sẽ tiếp tục giảm và giao dịch ở mức trung bình thấp hơn 5% so với năm 2022. Do đó chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ ghi nhận biên LN gộp tăng 0,9 điểm % trong 2023. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ sử dụng nguyên liệu có chi phí thấp hơn từ Q3/23 giúp biên LN gộp cải thiện 3,1 điểm % svck lên 42,3% trong nửa cuối năm (dựa trên giả định giá bột sữa nguyên kem đầu vào giảm 15% svck). Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của VNM sẽ phục hồi 6,6% svck trong 2023 và 8,1% svck trong 2024. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của VNM sẽ tăng 15,8% svck trong Q2-Q4/23 Với thị phần 55% - thống lĩnh ngành sữa Việt Nam và hoạt động kinh doanh cốt lõi ở các mặt hàng thiết yếu, VNM là cổ phiếu phòng thủ hấp dẫn trong trường hợp thị trường điều chỉnh mạnh.
2	BAF	27.200	Trung lập	<ol style="list-style-type: none"> BAF có tiềm năng tăng trưởng dài hạn nhờ kế hoạch mở rộng công suất đàn với các trang trại mới và hệ thống phân phối qua các siêu thị Siba Food và chuỗi cửa hàng Meat Shop. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp sẽ cải thiện 1,5 điểm % svck trong năm 2023 khi mô hình kinh doanh 3F tiếp tục tăng tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận gộp của BAF với biên LN gộp cao hơn đáng kể so với mảng kinh doanh nông nghiệp. Chúng tôi kỳ vọng BAF ghi nhận doanh thu tăng nhẹ 2,1% svck trong khi LN ròng cải thiện 6,0% svck trong năm 2023, tương đương với kế hoạch kinh doanh của công ty.
3	DBC	15.900	Trung lập	<ol style="list-style-type: none"> Trong 2023, chúng tôi ước tính biên LN gộp của DBC mở rộng 0,5 điểm % svck nhờ chi phí thức ăn chăn nuôi hạ nhiệt. Chúng tôi dự phóng DBC ghi nhận LN ròng gấp 23,4 lần so với 2022. DBC đặt kế hoạch LN ròng đạt 569 tỷ đồng, tương đương với 378% dự phóng của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng công ty đặt kế hoạch kinh doanh năm 2023 khá tích cực trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ vẫn yếu trong 6T23 và giá lợn chưa có dấu hiệu tăng mạnh.

Luận điểm đầu tư

STT	MÃ CK	Giá mục tiêu 1 năm (đồng/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
4	QNS	N/a	N/a	<p>1) Chúng tôi cho rằng QNS có thể tận dụng xu hướng tăng giá đường và mở rộng biên LN gộp do công ty có quy mô vùng mía nguyên liệu lớn thứ hai cả nước tạo vị thế tốt để nắm bắt nhu cầu đường trong nước ngày càng tăng. Theo ban lãnh đạo, sản lượng đường của QNS dự kiến sẽ tăng 54% svck trong năm 2023 nhờ mở rộng diện tích vùng nguyên liệu (+45% svck).</p> <p>2) Ban lãnh đạo ước tính sản lượng sữa đậu nành sẽ đi ngang trong năm 2023 do nhu cầu yếu. Trong khi đó, vào T3/2023, QNS đã tăng giá bán sữa đậu nành trung bình thêm 3% svck, điều này sẽ bù đắp cho chi phí đầu vào cao hơn (đậu nành) trong Q2/23.</p> <p>3) Trong T5/2023, QNS ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế tăng 38%/121% svck. Trong đó, mảng đường tiếp tục là động lực tăng trưởng doanh thu chính với doanh thu tăng 182% svck và lợi nhuận trước thuế tăng gấp 12 lần so với T5/2022.</p>
5	SBT	N/a	N/a	<p>1) Chúng tôi nhận thấy SBT có thể tận dụng xu hướng tăng giá đường và mở rộng biên LN do công ty có quy mô vùng mía nguyên liệu lớn nhất tạo vị thế tốt để nắm bắt nhu cầu đường trong nước tăng. Trong giai đoạn 2021-25, SBT có kế hoạch tập trung mở rộng vùng nguyên liệu tại Úc lên đến 20.000ha. Dự kiến trong niên vụ 2022-23, SBT sẽ đưa 5.000ha vào khai thác trồng mía.</p> <p>2) Tuy nhiên chúng tôi cũng nhận thấy công ty có đòn bẩy tài chính cao với tỷ lệ nợ/VCSH ở mức 1,1 lần trong ba năm gần đây. Khả năng thanh toán lãi vay của doanh nghiệp cũng chưa thực sự vững mạnh với chỉ số khả năng thanh toán lãi vay hai năm gần nhất chỉ đạt 1,2-1,4 lần. Do đó doanh nghiệp có thể sẽ tiếp tục chịu áp lực lãi vay trong môi trường lãi suất cao năm 2023.</p>
6	SLS	N/a	N/a	<p>1) Ban lãnh đạo ước tính sản lượng đường của SLS tăng 6% svck trong năm 2023 nhờ mở rộng diện tích vùng nguyên liệu. Bên cạnh đó, SLS có lợi thế cạnh tranh đặc biệt nhờ vùng nguyên liệu có năng suất mía cao (68 tấn/ha, so với trung bình ngành 62 tấn/ha) và tỷ lệ trấu đường cao (~13, so với trung bình ngành là 10) qua đó giúp SLS có biên LN gộp vượt trội hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Ngoài ra, công ty còn được hưởng thuế suất thu nhập doanh nghiệp 0%.</p> <p>2) SLS luôn duy trì chính sách cổ tức tiền mặt ổn định ở mức cao với tỷ suất cổ tức trung bình từ 7%-9%.</p>

Dự phóng KQKD năm 2023-24 các cổ phiếu mà chúng tôi theo dõi

Tỷ đồng	VNM			BAF			DBC		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	FY22	2023	2024
Doanh thu	59.956	62.471	64.323	7.047	7.193	7.656	11.558	13.134	13.057
% svck	-1,6%	4,2%	3,0%	-32,5%	2,1%	6,4%	6,9%	13,6%	-0,6%
Biên LN gộp (%)	39,9%	40,8%	41,9%	6,9%	8,4%	8,9%	8,3%	8,7%	8,9%
Biên EBITDA (%)	19,0%	19,1%	20,1%	5,9%	8,7%	9,6%	6,2%	6,2%	6,8%
LN ròng	8.517	9.077	9.812	292	305	330	5	119	212
% svck	-19,1%	6,6%	8,1%	-9,2%	4,6%	8,2%	-99,4%	2235,2%	78,1%
EPS (đ/cp)	3.634	3.872	4.186	2.035	2.128	2.302	20	462	824
BVPS (đ/cp)	15.702	16.113	16.575	12.179	14.318	16.631	19.178	20.179	20.443
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	7.072	6.985	7.401	(4.908)	(6.457)	(6.463)	(14.293)	(9.815)	(8.297)
Nợ/VCSH	0,15	0,15	0,15	0,55	0,55	0,55	0,99	0,64	0,49
Tỷ suất cổ tức (%)	5,6%	5,6%	5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	2,3%	2,3%
ROAE (%)	31,0%	34,5%	36,5%	21,8%	19,5%	18,0%	1,7%	2,8%	4,7%
ROAA (%)	20,6%	23,5%	25,4%	6,7%	7,2%	6,9%	0,7%	1,1%	2,1%

So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại Nội tệ	Giá mục tiêu Nội tệ	Khuyến nghị	Vốn hóa tr USD	P/E (lần) Trượt 12T	2023	P/B (lần) Trượt 12T	2023	Tăng trưởng EPS 3 năm	ROE (%) Trượt 12T	2023	ROA (%) Trượt 12T	2023
Các DN sản xuất thịt niêm yết tại Việt Nam														
CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam	BAF VN	23.000	27.200	Trung lập	140	16,3	N/a	1,7	N/a	70,0	11,8	N/a	4,0	N/a
CTCP Masan MeatLife	MML VN	31.000	N/a	N/a	431	N/a	N/a	1,9	N/a	N/a	(2,7)	N/a	(1,2)	N/a
CTCP Tập đoàn DABACO Việt Nam	DBC VN	21.700	15.900	Trung lập	223	N/a	16,4	1,2	1,1	71,8	(7,2)	6,7	(2,8)	2,5
Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam	VLC VN	17.100	N/a	N/a	125	37,1	N/a	0,9	N/a	29,6	3,0	N/a	2,4	N/a
CTCP Hoàng Anh Gia Lai	HAG VN	7.950	N/a	N/a	313	6,3	N/a	1,4	N/a	N/a	24,0	N/a	5,9	N/a
<i>Trung bình</i>						16,3	16,4	1,6	1,1	70,9	0,6	6,7	0,0	2,5
Các DN sản xuất đường niêm yết tại Việt Nam														
CTCP Đường Quảng Ngãi	QNS VN	48.500	N/a	N/a	736	11,5	10,3	2,0	1,9	0,6	17,5	19,0	12,8	13,3
CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa	SBT VN	15.500	N/a	N/a	488	20,1	17,6	1,2	N/a	39,0	6,4	N/a	2,5	N/a
CTCP Mía đường Lam Sơn	LSS VN	12.450	N/a	N/a	39	23,4	N/a	0,6	N/a	84,4	2,5	N/a	1,4	N/a
CTCP Mía đường Sơn La	SLS VN	171.500	N/a	N/a	71	4,7	4,6	1,8	N/a	46,8	43,6	N/a	27,7	N/a
CTCP Đường Kon Tum	KTS VN	26.400	N/a	N/a	6	7,5	N/a	0,7	N/a	54,4	10,2	N/a	3,9	N/a
<i>Trung bình</i>						18,3	13,9	1,3	1,9	41,3	8,8	19,0	5,6	13,3
Các DN sản xuất sữa niêm yết trong khu vực														
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH	10	N/a	N/a	1.979	36,9	22,0	1,8	1,7	(9,3)	4,5	7,9	1,5	2,6
China Mengniu Dairy Co Ltd	2319 HK	30	N/a	N/a	15.092	20,6	17,5	2,7	2,4	11,0	13,8	14,0	4,9	5,2
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH	29	N/a	N/a	25.294	19,2	16,6	3,4	3,2	9,2	18	20	7	9
MEIJI Co Ltd	2269 JP	3.254	N/a	N/a	6.673	13,1	17,4	1,3	1,2	4,4	10,0	7,3	6,2	4,4
A2 Milk Co Ltd	A2MAU	5	N/a	N/a	2.360	N/a	26,7	N/a	3,2	2,0	11,8	12,2	8,3	9,8
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	70.600	77.300	Khả quan	6.272	20,4	16,6	4,7	4,5	(6,8)	22,7	29,0	15,9	18,9
<i>Trung bình</i>						22,5	18,4	2,3	2,1	3,8	11,6	12,3	4,9	5,3

Khác

249

VNDIRECT



Khuyến nghị khác

STT	Mã	Giá mục tiêu (Đồng/cp)	Khuyến nghị	Ý tưởng đầu tư
1	FPT	119.900	Khả quan	<p>Chúng tôi đánh giá tích cực về triển vọng cả ngắn hạn và dài hạn của FPT như sau:</p> <p>(1) FPT là doanh nghiệp công nghệ niêm yết lớn nhất về doanh thu tại Việt Nam, cung cấp giải pháp chuyển đổi số, dịch vụ CNTT, viễn thông và đào tạo nguồn nhân lực CNTT. FPT được trang bị đầy đủ để nắm bắt các xu hướng CNTT toàn cầu và duy trì kết quả kinh doanh vững chắc trong bối cảnh kinh tế thế giới gặp khó khăn. Doanh thu ký mới của mảng Dịch vụ CNTT toàn cầu đạt 13.729 tỷ đồng trong 5T23 (+35,1% svck), cho thấy tiềm năng tăng trưởng lớn trong các quý tới. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng công nghệ của FPT sẽ là động lực tăng trưởng chính, đạt 29.699 tỷ đồng/37.037 tỷ đồng (+16,4%/24,8% svck) trong năm tài chính 2023/24. Lĩnh vực viễn thông của FPT được hỗ trợ bởi nhu cầu trung tâm dữ liệu trong khi giáo dục là mảnh ghép hoàn chỉnh cho hệ sinh thái của FPT nhằm cung cấp nguồn nhân lực chất lượng cao cho chiến lược tăng trưởng dài hạn. Chúng tôi dự báo LNST của FPT sẽ tăng 19,8%/20,6% svck trong năm 2023/24.</p> <p>(2) FPT sở hữu bảng cân đối kế toán lành mạnh với lượng tiền mặt dồi dào và tỷ lệ nợ thấp (tiền ròng/cổ phiếu là 4.388 đồng vào cuối Q1/23), giúp công ty không gặp rủi ro từ lãi suất cao và FPT sẽ có nhiều cơ hội M&A trong thời gian tới.</p>
2	DGC	72.200	Khả quan	<p>Chúng tôi thích DGC vì:</p> <p>(1) DGC là nhà xuất khẩu phốt pho vàng lớn nhất Châu Á – nguyên liệu thiết yếu cho sản xuất chất bán dẫn và ngành thực phẩm & đồ uống.</p> <p>(2) Chúng tôi kỳ vọng LNST của DGC sẽ phục hồi trong năm 2024 (+13,7% svck) nhờ nhu cầu phục hồi đối với các mặt hàng điện tử và đóng góp từ mảng chlor-alkali-vinyl.</p> <p>(3) Dự án Clo-kiềm-vinyl (CAV) hoàn thành giai đoạn 1 vào Q3/24 sẽ đóng góp 25% doanh thu hàng năm và đưa nhà máy natri hydroxit của DGC trở thành nhà máy có công suất thương mại số 1 tại Việt Nam.</p>

Khuyến nghị khác

STT	Mã	Giá mục tiêu (Đồng/cp)	Khuyến nghị	Ý tưởng đầu tư
3	CTR	N/A	N/A	<p>(1) CTR là công ty xây lắp hạ tầng viễn thông số 1 Việt Nam về quy mô. CTR đã xây dựng hạ tầng viễn thông cho Viettel từ cuối những năm 1990 và kế thừa hoạt động viễn thông của Viettel vào năm 2017. CTR đã xây dựng 120.000 trạm viễn thông tại 10 quốc gia khác nhau và vận hành hơn 40.000 trạm viễn thông, quy mô mà chỉ một số công ty towerco toàn cầu có thể đạt được.</p> <p>(2) Xu hướng dùng chung hạ tầng viễn thông ngày càng phổ biến trên thế giới. Chúng tôi dự phóng số Towerco của CTR (không bao gồm trạm smartcell 5G) sẽ đạt 6.786/9.086 vào năm 2023/24 từ 4.286 towerco vào năm 2022, đóng góp 18,3%/22,2% vào lợi nhuận gộp của CTR trong năm 2023/24.</p> <p>(3) Chúng tôi có quan điểm tích cực đối với mảng xây dựng bất chấp điều kiện kinh tế không thuận lợi trong năm 2023. Chúng tôi tin rằng với tình hình tài chính vững mạnh, CTR sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức hai con số trong giai đoạn 2023-24. Với lượng backlog nhà ở cao 3.200 tỷ đồng vào năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu xây dựng khu dân dụng sẽ đạt 2.000 tỷ đồng (+62,5 svck).(4) Chúng tôi dự phóng LN ròng của CTR trong năm 2023/24 sẽ tăng 14,2%/18,7% svck.</p>

Dự phóng KQKD 2023-24

	FPT		DGC		CTR	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Doanh thu (tỷ đồng)	50.745	60.815	10.925	11.465	10.626	11.545
% svck	15,3%	19,8%	-24,4%	4,9%	13,4%	8,6%
Biên LN gộp (%)	40,1%	40,4%	39,8%	45,0%	8,5%	9,1%
Biên EBITDA (%)	14,3%	14,6%	36,1%	37,8%	6,4%	7,0%
LN ròng (tỷ đồng)	6.341	7.646	3.610	4.105	506	600
% svck	19,8%	20,6%	-35,1%	13,7%	14,2%	18,7%
EPS (đ/cp)	5.780	6.970	9725	11.059	4.422	5.248
BVPS (đ/cp)	22.793	27.534	12.659	14.711	15.051	16.617
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	12.221	18.972	23.617	27.180	2.377	1.748
Nợ/VCSH	0,54	0,50	0,04	0,04	0,89	0,86
Tỷ suất cổ tức (%)	2,4%	2,4%	2,1%	2,1%	1,16%	1,16%
ROAE (%)	27,5%	27,7%	30,5%	28,2%	12,5%	16,6%
ROAA (%)	11,2%	11,1%	25,3%	24,8%	8,2%	11,1%

VNDIRECT RESEARCH TEAM

Vĩ mô và Chiến lược thị trường

Đình Quang Hình – Trưởng bộ phận Vĩ mô và Chiến lược thị trường
hinh.dinh@vndirect.com.vn

Nguyễn Bá Khương – CV Phân tích
khuong.nguyenba@vndirect.com.vn

Tu Nguyen – CV hỗ trợ
tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn

Ngân hàng – Dịch vụ tài chính

Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng phòng
dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Phương Thanh – CV Phân tích cao cấp
thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

Vũ Mạnh Hùng – CV Phân tích
hung.vumanh3@vndirect.com.vn

Trần Kim Phượng – CV hỗ trợ
phuong.trankim@vndirect.com.vn

Bắt động sản – Sản xuất

Chu Đức Toàn – Trưởng phòng
toan.chuduc@vndirect.com.vn

Lê Anh Sơn – CV Phân tích
son.leanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Đức Hào – CV Phân tích
hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

Phan Thanh Huyền – CV Phân tích
huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

Trần Trung Kiên – CV Phân tích
kien.trantrung@vndirect.com.vn

Xây dựng – Vật liệu xây dựng

Trần Bá Trung – CV Phân tích cao cấp
trung.tranba@vndirect.com.vn

Nguyễn Đức Mạnh – CV Phân tích
manh.nguyenduc@vndirect.com.vn

Hàng không – Logistic – Điện – Dầu khí

Nguyễn Ngọc Hải – CV Phân tích cao cấp
hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Hà Đức Tùng – CV Phân tích
tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Quyên - CV Phân tích
quyen.nguyen2@vndirect.com.vn

Dương Thị Thu Huế – CV Phân tích
hue.duongthu@vndirect.com.vn

Đặng Huy Hoàng – CV hỗ trợ
hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

Bán lẻ - Tiêu dung

Phan Như Bách – CV Phân tích cao cấp
bach.phannhu@vndirect.com.vn

Hà Thu Hiền – CV Phân tích
hien.hathu@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thanh Hằng – CV Phân tích
hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

Dstock Compass

Phạm Việt Duy – Trưởng nhóm
duy.phamviet@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hiếu – CV Phân tích
hieu.nguyenngoc@vndirect.com.vn

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

Khuyến nghị ngành

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

Khuyến cáo


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

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

VNDIRECT RESEARCH

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

 Tel: +84 2439724568

 Email: research@vndirect.com.vn

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

