

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH QUÝ 2/2023



MỤC LỤC

Nội dung	Trang
1. TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG 9 THÁNG Cuối NĂM 2023	3
2. TRIỂN VỌNG NHÓM NGÀNH NĂM 2023	12
3. TỔNG HỢP CÁC CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ.....	19
4. ẢNH HƯỞNG CÁC YẾU TỐ VĨ MÔ TỚI NHÓM NGÀNH.....	21
5. CÁC SỰ KIỆN THEO MỐC THỜI GIAN 2023 (PHỤ LỤC 1)	22
6. CÁC CHÍNH SÁCH ẢNH HƯỞNG ĐẾN NGÀNH NĂM 2023	23
7. TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2023	25
7.1. <i>Nhóm ngành hưởng lợi nếu lãi suất hạ nhiệt và chính sách đảo ngược.....</i>	<i>25</i>
Ngành Bất động sản khu công nghiệp [Khả quan]	25
Ngành Ngân hàng [Khả quan]	30
Ngành Bất động sản thương mại [Kém khả quan].....	37
7.2. <i>Nhóm ngành hưởng lợi từ đầu tư công.....</i>	<i>42</i>
Ngành Cảng biển [Trung lập]	42
Ngành Thép [Trung lập]	45
Ngành Xây dựng [Trung lập]	49
7.3. <i>Nhóm ngành chịu ảnh hưởng từ Trung Quốc mở cửa.....</i>	<i>53</i>
Ngành Vận tải dầu [Khả quan] – Vận tải Container [Kém khả quan]	53
Ngành Dịch vụ Hàng không [Khả quan] – Vận tải Hàng không [Trung Lập]	56
Ngành Chăn Nuôi [Trung lập].....	61
Ngành Hóa chất [Trung lập]	64
Ngành Ô tô [Trung lập]	65
Ngành Phân Bón [Trung lập]	67
Ngành Săm lốp [Trung lập].....	69
Ngành Tiêu dùng – Bán lẻ [Trung lập].....	71
Ngành Thủy sản [Kém khả quan]	74
7.4. <i>Nhóm ngành khác.....</i>	<i>77</i>
Ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông [Khả quan]	77
Ngành Dầu khí [Khả quan]	79
Ngành Điện [Trung lập]	82
Ngành Dệt may [Kém khả quan]	84
PHỤ LỤC	87

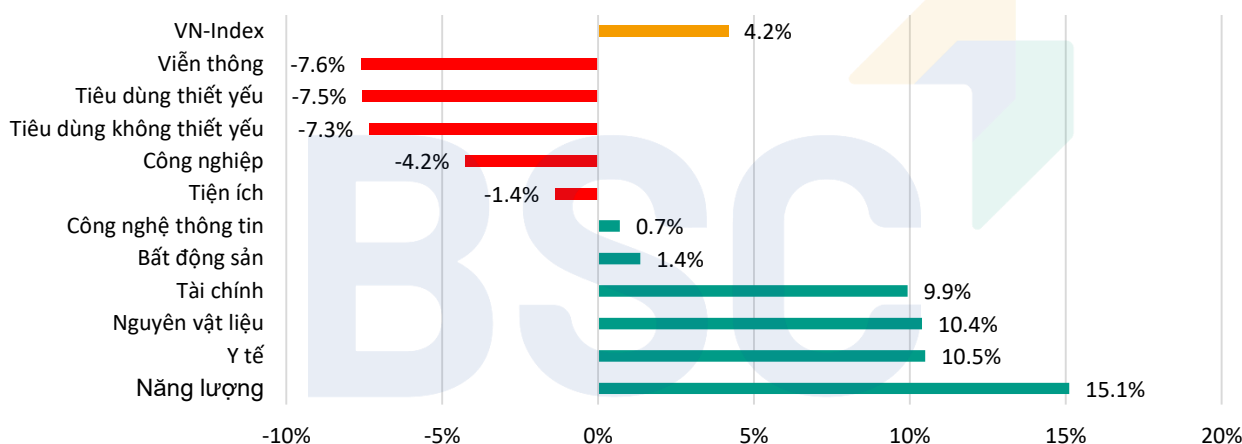
1. TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG 9 THÁNG CUỐI NĂM 2023

Diễn biến thị trường Q1/2023. Thị trường trong Q1/2023 diễn biến khá tương đồng với “kim chỉ nam đầu tư” trong báo cáo chiến lược của BSC khi sự “Phân hoá” diễn ra tương đối sâu sắc ở nhiều nhóm ngành nghề. Trong Q1/2023, BSC đã xuất bản báo cáo chiến lược 2023, các báo cáo ngành điện, báo cáo đầu tư công lần 4, cập nhật các thông tin mới nhất về chủ đề (1) đầu tư công và (2) quy hoạch điện VIII, (3) Dự báo danh mục chỉ số VN30, VN-Finlead, Diamond. Ngoài ra, BSC cũng cập nhật các báo cáo vĩ mô tháng, báo cáo tuần đề cập đến các thông tin lớn về:

- [Chính sách tiền tệ như hạ lãi suất - Cập nhật chính sách tiền tệ thế giới.](#)
- [Tác động tháo gỡ pháp lý của nhóm bất động sản \(sửa đổi thông tư 16/2021\), Đánh giá thông tư 02/2023/TT-NHNN.](#)
- [Tình hình dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài tại Việt Nam](#)

Đây là các nhóm chủ đề dành được sự quan tâm lớn từ nhà đầu tư trong Q1/2023, thể hiện qua hiệu suất các nhóm ngành tài chính (+9.9% YTD), nguyên vật liệu (+10.4% YTD) và năng lượng (+15.1% YTD) đều ghi nhận mức tích cực hơn VN-index.

Hiệu suất các nhóm ngành tính đến ngày 01/01/2023 - 28/04/2023

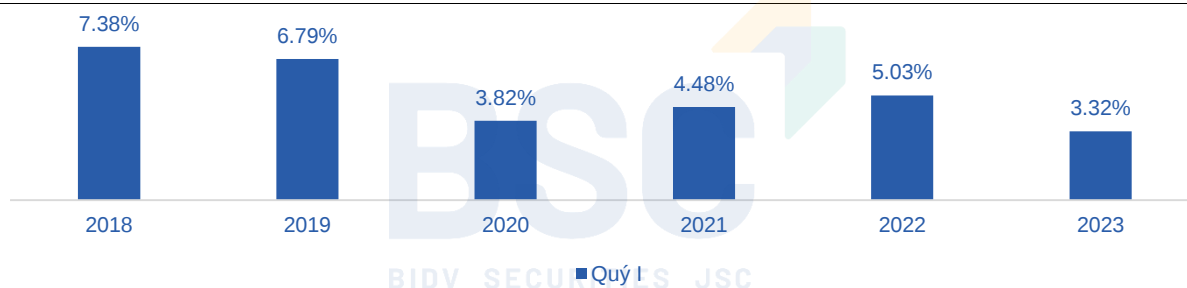


Nguồn: FiinPro

1. Điều chỉnh dự báo tăng trưởng GDP xuống mức 5.8% theo KB tích cực và 5.4% theo KB tiêu cực so với mức 6.7% KB tích cực đầu năm 2023. Như đã đề cập trong báo cáo chiến lược, năm 2023 được dự báo đối mặt nhiều khó khăn với dự báo tốc độ tăng trưởng kinh tế thế giới chậm lại, rủi ro suy thoái ở các nước khu vực Châu Âu và Mỹ. Trong khi đó, tăng trưởng GDP Q1/2023 của Việt Nam chỉ đạt 3.32% YoY, chỉ số PMI tháng 4 ghi nhận tháng thứ hai giảm liên tiếp xuống mức 46.7 điểm cho thấy dấu hiệu hoạt động sản xuất suy yếu, trong bối cảnh ngành bất động sản vẫn gặp nhiều khó khăn. Ngoài ra, giá trị XNK cũng ghi nhận đà tăng trưởng suy giảm, Lũy kế 4T2023, xuất khẩu giảm -11.8% YoY, trong khi nhập khẩu giảm -15.4% YoY.

Tuy nhiên, tình hình vĩ mô cũng cho thấy một vài dấu hiệu tích cực khi (1) yếu tố lạm phát được kiểm soát ổn định với CPI tháng 4 chỉ tăng 2.84% YoY (lũy kế 4T2023 là 3.84%), (2) Tỷ giá cơ bản được kiểm soát và (3) Dòng vốn FDI cải thiện, khi FDI đăng kí tăng trưởng dương trở lại. Các yếu tố vĩ mô trên tạo điều kiện thuận lợi cho NHNN hạ lãi suất điều hành nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Tham khảo thêm báo cáo vĩ mô [tháng 3](#) và [tháng 4](#).

Hình: Tăng trưởng GDP quý 1 hàng năm



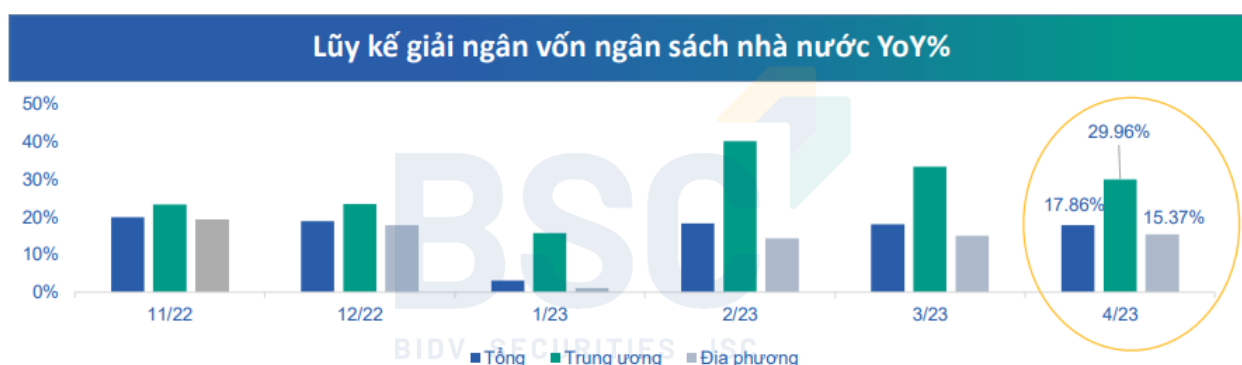
Nguồn: GSO, MPI

2. Thúc đẩy giải ngân vốn ngân sách nhà nước và đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong 2H2023 sẽ là khung sườn hỗ trợ cho kế hoạch phục hồi và tăng trưởng kinh tế giai đoạn 2023-2025. Lũy kế 4T2023, giải ngân vốn ngân sách ước đạt 131.2 nghìn tỷ đồng (+17.9% YoY), bằng 19% kế hoạch năm 2023.

Một số yếu tố khó khăn chính khiến tình trạng đầu tư công chậm lại bao gồm (1) Khó khăn trong khâu thủ tục, (2) Giá trị tuyệt đối kế hoạch giải ngân trong năm 2023 cao (+22.04% YoY) trong khi chính sách tiền tệ chưa có hiệu ứng lan tỏa, (2) Giá cả nguyên vật liệu biến động lớn. Tuy nhiên, chính phủ đang cho thấy nỗ lực đáng kể trong việc đẩy mạnh đầu tư công. Từ ngày 30/4/2023, 2 tuyến cao tốc Dầu Giây – Phan Thiết và Mai Sơn – Quốc lộ 45 đã chính thức thông xe hoàn thành đúng kế hoạch, đặt tiền đề làm động lực để thúc đẩy việc giải ngân vốn đầu tư công.

Do đó, BSC kỳ vọng các ngành liên quan trực tiếp (Xây dựng hạ tầng, vật liệu xây dựng..) và gián tiếp (Bất động sản thương mại, Khu Công Nghiệp và Cảng Biển) sẽ được hưởng lợi tích cực.

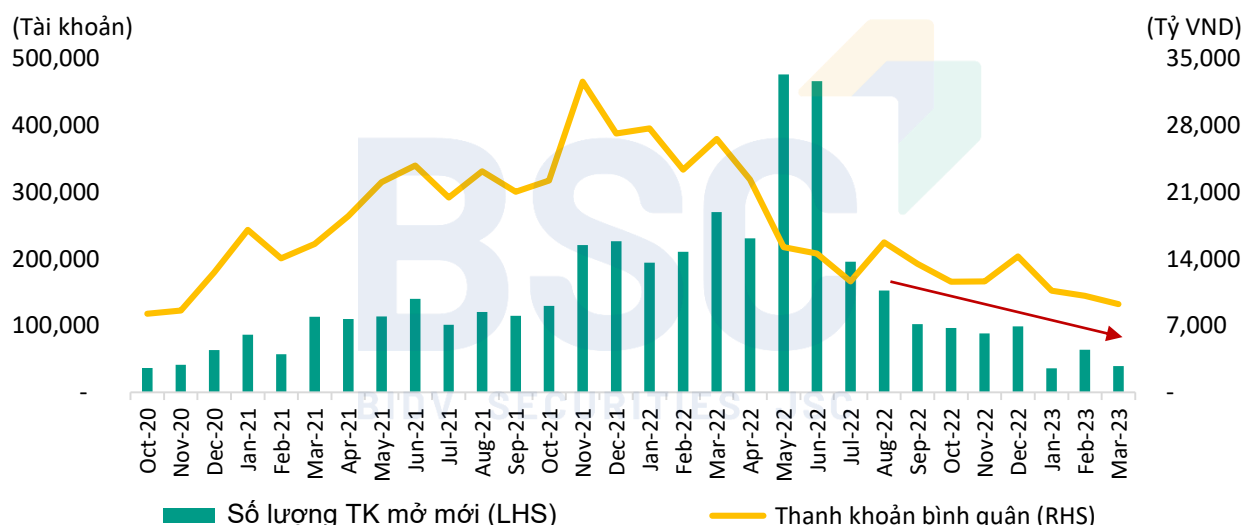
Hình: Giải ngân vốn ngân sách Nhà nước (2016-2023)



Nguồn: GSO, MPI

3. Số lượng tài khoản mở mới sụt giảm mạnh so với giai đoạn cùng kỳ. Sự sụt giảm của thị trường chứng khoán đi kèm theo đó là xu hướng lãi suất tiền gửi tăng mạnh đã khiến sức hút kênh chứng khoán kém hấp dẫn hơn trong giai đoạn Q1/2023. Minh chứng ở việc số lượng tài khoản mở mới sụt giảm cùng với thanh khoản cũng ghi nhận mức sụt giảm tương đồng. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý (1) Lãi suất tiền gửi đang có xu hướng giảm gần đây nhờ chính sách tiền tệ, (2) Định giá thị trường vẫn thấp hơn mức bình quân lịch sử, (3) Triển vọng lợi nhuận các doanh nghiệp dự kiến dần phục hồi trong 2H2023 cũng sẽ là động lực để nhà đầu tư quay lại tìm kiếm cơ hội trên thị trường.

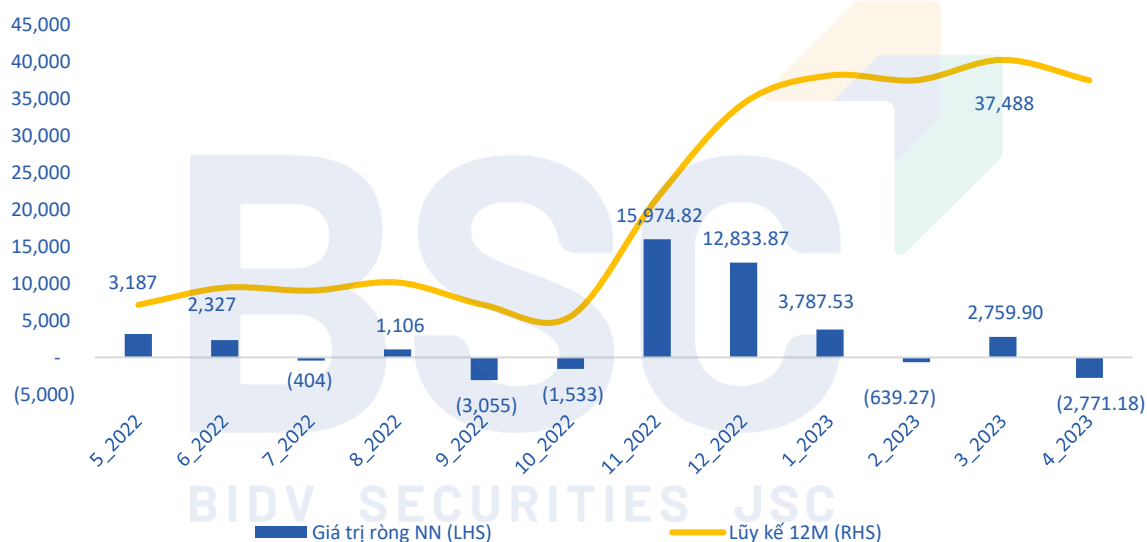
Hình: Tổng tài khoản mới mở Q1/2023 chỉ bằng 54% tổng số lượng tài khoản mở mới Q1/2021



Nguồn: VSD, Fiinpro

4. Khối ngoại vẫn duy trì mua ròng lũy kế 4T/2023, tuy nhiên đà mua ròng có dấu hiệu chậm lại. Lũy kế 4T/2023, tổng giá trị mua ròng của khối ngoại vẫn ghi nhận giá trị dương, đạt 3,317 tỷ đồng. Tuy nhiên đà mua ròng có phần chậm lại đặc biệt riêng trong T4.2023 (bán ròng gần 2,771 tỷ đồng) trong bối cảnh thị trường chứng khoán đã hồi phục đáng kể so với thời điểm đáy Q3/2022. Chúng tôi kỳ vọng khối ngoại sẽ duy trì được trạng thái mua ròng trong nửa cuối năm 2023 khi (1) lợi nhuận doanh nghiệp sẽ dần cải thiện hơn Q1/2023, (2) Chính sách tiền tệ và tài khóa được thắt chặt tốt giúp tăng trưởng kinh tế phục hồi, (3) Các khó khăn vấn đề về trái phiếu và bất động sản dần được giải quyết. Xét trong dài hạn, nhà đầu tư nước ngoài vẫn cho thấy mức quan tâm đáng kể đối với thị trường Việt Nam thông qua việc thị trường tiếp tục đã và đang đón nhận một số dòng vốn tăng thêm từ quỹ ETF Fubon và quỹ China Trust Vietnam Opportunity Fund.

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

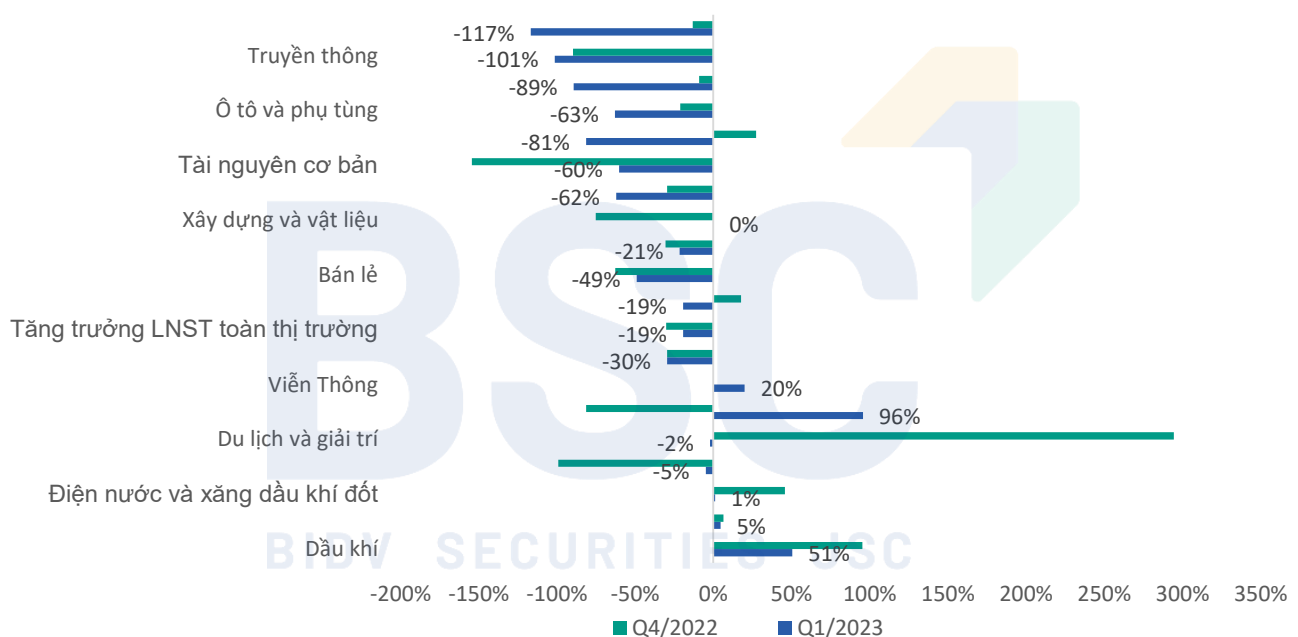


Nguồn: Fiinpro

5. Tăng trưởng lợi nhuận Q1/2023 ghi nhận mức sụt giảm đáng kể, -19.6% so với cùng kỳ, kỳ vọng lợi nhuận các quý còn lại sẽ dần hồi phục so với Q1/2023. Tổng lợi nhuận các doanh nghiệp VN-Index trong Q1/2023 đạt khoảng 89,692 tỷ đồng (-19.2% YoY và +32% QoQ). Một số ngành chiếm tỷ trọng lớn ghi nhận:

- Mức sụt giảm như: Ngân hàng (chiếm 48%, -4.8% YoY), thực phẩm đồ uống (chiếm 4.4%, giảm -49% YoY), hóa chất (chiếm 3%, giảm -62.9%), dịch vụ tài chính (chiếm 1.7%, giảm -62.1% YoY), bán lẻ (chiếm 0.2%, giảm -89.2%). Nguyên nhân sụt giảm đến từ một vài yếu tố: (1) Mức nền lợi nhuận cao Q1/2022 và lợi nhuận đột biến, (2) Giá hàng hóa sụt giảm, (3) Sức mua tiêu dùng kém, tăng trưởng kinh tế chậm lại.
- Một số ngành ghi nhận điểm sáng tích cực bao gồm: Ngành Dầu khí (chiếm 0.8%, tăng 95.8%), Ngành Bất động sản (chiếm 17.5%, tăng 50.6%, chủ yếu do VHM, VRE và VIC ghi nhận lợi nhuận tốt), Du lịch và giải trí (chiếm 0.4%, tăng 116.8%), Y tế (chiếm 0.8%, tăng 29.5%), Điện- nước xăng dầu khí đốt (chiếm 7.4%, tăng 1%)

Hình: Tăng trưởng lợi nhuận theo ngành trong Q4/2022 và Q1/2023 tiếp tục ghi nhận mức sụt giảm so với cùng kỳ



Nguồn: BSC Research, Fiinpro, BCTC các doanh nghiệp niêm yết

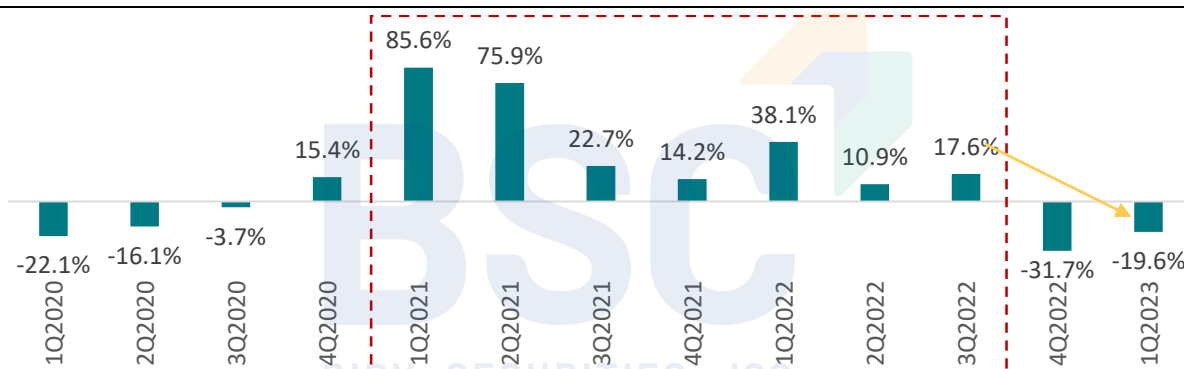
Tỷ đồng	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	1Q2023	Tỷ trọng
Tổng lợi nhuận sau thuế VN-Index (5/5/2023)	111,017	93,143	91,756	65,910	89,692	
Ngân hàng	52,781	48,493	47,097	41,490	50,250	48.0%
Dịch vụ tài chính	3,996	1,478	1,072	36	1,513	1.7%
Bảo hiểm	785	549	619	625	822	0.9%
Bất động sản	10,396	7,265	21,385	10,085	15,657	17.5%
Dầu khí	367	(207)	138	1,468	719	0.8%
Thực phẩm đồ uống	7,755	7,865	6,750	2,288	3,958	4.4%
Bán lẻ	1,913	1,375	1,276	913	206	0.2%
Công nghệ thông tin	1,857	1,828	1,893	1,701	1,880	2.1%
Điện nước và xăng dầu khí đốt	6,761	7,771	5,769	6,679	6,621	7.4%
Du lịch và giải trí	(2,190)	(2,330)	(2,231)	(4,729)	367	0.4%
Hàng không và dịch vụ công nghiệp	3,537	3,527	3,334	3,052	2,492	2.8%
Hàng cá nhân và gia dng	1,487	1,282	985	956	1,167	1.3%
Hóa chất	7,232	6,001	4,780	4,880	2,686	3.0%
Ô tô và phụ tùng	354	484	410	422	141	0.2%
Tài nguyên cơ bản	10,021	4,942	(3,763)	(5,032)	(143)	-0.2%

Truyền thông	6	33	29	31	8	0.0%
Viễn Thông	-	-	-	-	-	0.0%
Xây dựng và vật liệu	3,410	2,154	1,556	371	639	0.7%
Y tế	548	631	657	674	710	0.8%

Nguồn: BSC Research, Fiinpro, BCTC các doanh nghiệp niêm yết

Tăng trưởng lợi nhuận bắt đầu suy giảm từ Q4/2022, tuy nhiên kỳ vọng lợi nhuận Q1/2023 sẽ tạo đáy, và dần phục hồi từ Q2/2023. Theo đó, chúng tôi nhận thấy mặc dù Q1/2023 tiếp tục ghi nhận mức suy giảm -19.6% tuy nhiên so sánh giá trị tuyệt đối với kết quả kinh doanh Q4/2022 vẫn cho thấy sự cải thiện tích cực một số ngành như Ngân Hàng, Thực phẩm đồ uống, dịch vụ tài chính, Công nghệ thông tin, Tài nguyên cơ bản. Dưới việc chính phủ đã có những chính sách hỗ trợ tháo gỡ, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế như đề cập ở trên và cụ thể ở phân tích các ngành đi kèm với mức nền thấp về lợi nhuận trong nửa cuối năm 2023, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế 9T2023 sẽ dần phục hồi.

Hình: Tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường theo quý giai đoạn 2020-2023



Nguồn: BSC Research, Fiinpro, BCTC các doanh nghiệp niêm yết

6. Theo đó, mức tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường theo dự phóng BSC có thể đạt mức tăng trưởng 2.8% theo kịch bản tích cực. Dựa trên danh mục cổ phiếu BSC đang theo dõi (~ 80 cổ phiếu, chiếm khoảng 80% vốn hóa), tăng trưởng lợi nhuận của nhóm cổ phiếu tăng trưởng 2.8% so với mức cùng kỳ 2022. Trong đó, BSC chia làm ba nhóm bao gồm:

- Nhóm cổ phiếu phòng thủ / ít chịu tác động từ chu kỳ kinh tế sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng ổn định hai chữ số bao gồm: Điện, Công Nghệ Thông Tin, Viễn Thông.
- Nhóm cổ phiếu có mức nền KQKD thấp trong năm 2022 chịu nhiều yếu tố “cơn gió ngược chiều” mang yếu tố chu kỳ như (1) Giá hàng hóa sụt giảm mạnh nửa cuối năm 2022, (2) lãi suất tăng cao nửa cuối năm 2022, (3) Giá nguyên vật liệu tăng mạnh trong năm 2022 sẽ có mức phục hồi đáng kể trong năm 2023: Vật liệu xây dựng, Hàng Không, F&B.
- Nhóm cổ phiếu có mức nền KQKD cao trong năm 2022 chịu áp lực tăng trưởng lợi nhuận năm 2023 bao gồm: Ngân Hàng, Thủy sản, Dệt May, Dầu Khí (GAS và BSR), Bất động sản, Cảng biển, Bán lẻ và Công nghiệp (Hóa chất).

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

Ngành	Tăng trưởng 2022	Tăng trưởng 2023
Hàng không Dịch Vụ	72%	171%
Cảng biển	72%	41%
Viễn thông	5%	30%
Công nghệ	21%	23%
BDS	-8%	10%
VLXD	-79%	9%

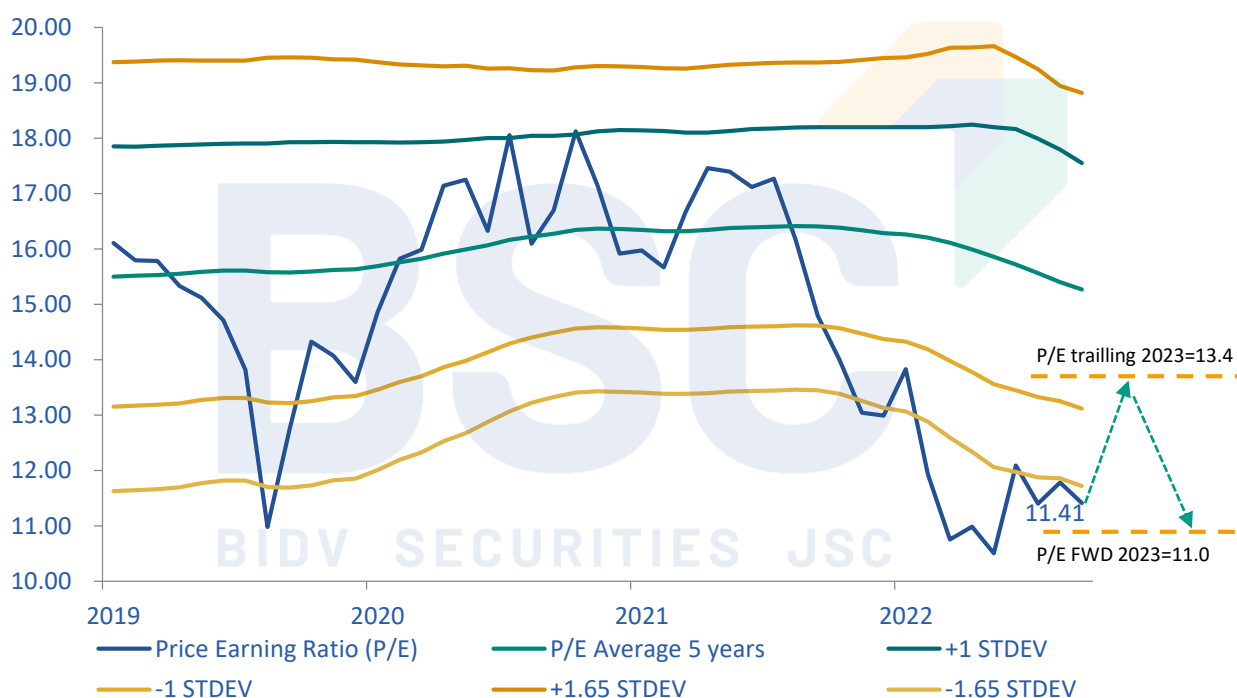
Ngân hàng	27%	8%
F&B	-36%	3%
Điện	18%	1%
Dệt may	-2%	-16%
Bán lẻ	-1%	-20%
Công nghiệp	147%	-26%
Dầu khí (*)	71%	-27%
Thủy sản	128%	-32%

(*) Mức nền 2022 cao đột biến của GAS và BSR ảnh hưởng đến tăng trưởng ngành Dầu khí năm 2023

Nguồn: BSC Research

7. Suy giảm tăng trưởng lợi nhuận trong Q1/2023 khiến cho định giá thị trường ít hấp dẫn hơn. Tính đến 30/4/2022, VN-Index đang giao dịch ở mức P/E = 11.4 lần tiệm cận mức độ lệch chuẩn -1.65 lần. Tuy nhiên, sau khi kết quả kinh doanh Q1/2023, định giá P/E của thị trường đã điều chỉnh lên trên mức -1 lần độ lệch chuẩn, tương đương PE trailing = 13.4 lần. Điều này khiến cho định giá thị trường trong ngắn hạn trở nên ít hấp dẫn hơn. Mặc dù vậy, như đã đề cập, trong trung hạn với việc kỳ vọng lợi nhuận dự kiến dần phục hồi trong các quý còn lại của năm, định giá thị trường sẽ dần được điều chỉnh lại ở mức hấp dẫn hơn (với giả định điểm số thị trường cố định ở mức giá ngày 30/4/2022)

Hình: Định giá thị trường kém hấp dẫn hơn sau mùa báo cáo lợi nhuận Q1/2023



Nguồn: BSC Research

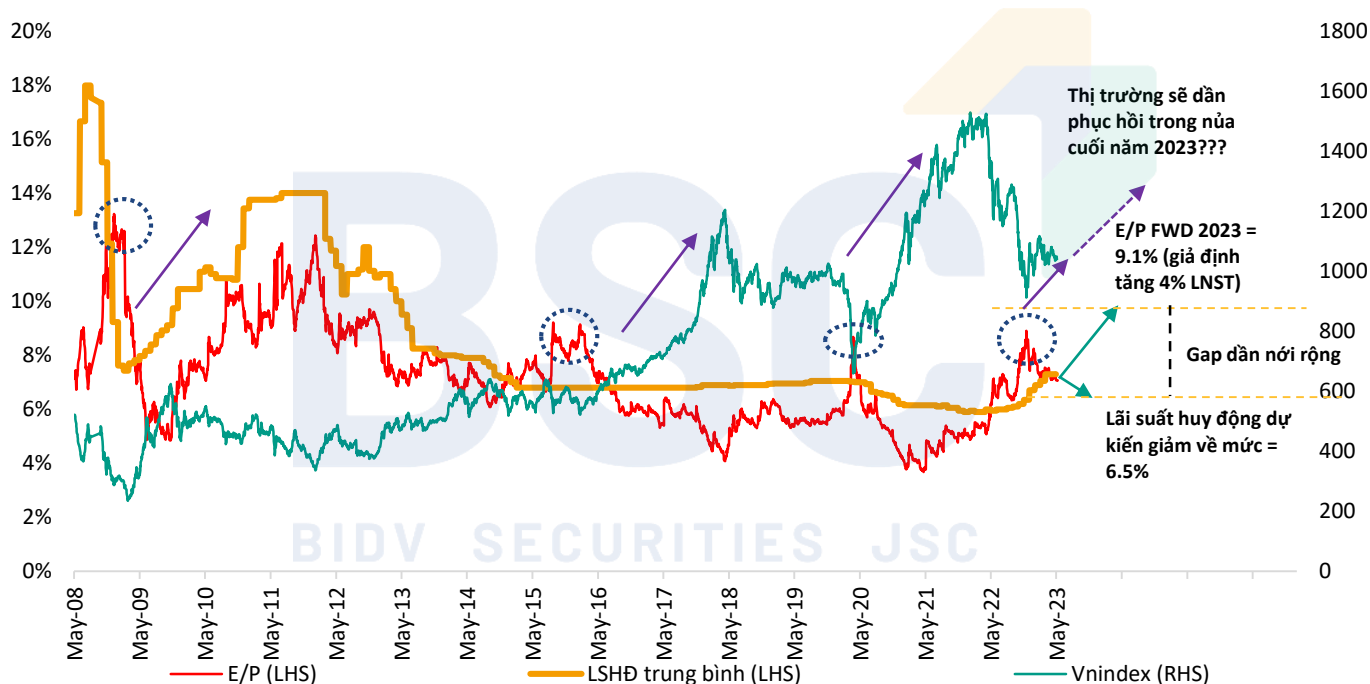
Liệu định giá của thị trường có hấp dẫn trong trung hạn và dài hạn hay không – cơ hội nào cho VN-Index?
BSC cho rằng xét trong ngắn hạn định giá hiện tại chưa hấp dẫn, tuy nhiên trong kịch bản tích cực, thị trường đang mở ra cơ hội lớn trong dài hạn và ngắn hạn. Chúng tôi nhận thấy có 2 sự kiện cần được chú ý trong nửa cuối năm 2023 bao gồm: (dựa trên giả định: Điểm số Vn-Index được tính cố định tại thời điểm ngày 30/4/2023)

1. Tỷ suất thu nhập trên giá E/P sẽ dần cải thiện khi kết quả kinh doanh phục hồi trong 2H2023. Dựa theo mức dự phóng tăng trưởng lợi nhuận sau thuế năm 2023 = 2.8% , E/P FWD 2023 = 9.0% (chưa bao gồm tỷ suất cổ tức)

- Xu hướng giảm lãi suất huy động, như đề cập trước đó, với việc lạm phát được kiểm soát ở mức thấp, điều này sẽ tạo điều kiện cho NHNN nới lỏng chính sách tiền tệ. Theo đó, dự kiến trong Q2/2023, NHNN có thể sẽ tiếp tục hạ thêm 0.5% lãi suất điều hành, qua đó giúp lãi suất huy động bình quân ước đạt khoảng 6.5% trong nửa cuối năm 2023.

Theo quan sát của chúng tôi trong quá khứ, khi tỷ suất thu nhập trên giá cao (E/P) hơn lãi suất huy động cho thấy kênh chứng khoán dần sẽ hấp dẫn hơn so với kênh tiền gửi, do đó thông thường thị trường sẽ chứng kiến đợt hồi phục tăng điểm trong giai đoạn tiếp theo. So với thời điểm Q2 và Q3/2022, khoảng cách giữa E/P và lãi suất huy động tại Q1/2023 đã thu hẹp đáng kể do (1) Suy giảm lợi nhuận trong Q4/2022 và Q1/2023 và (2) Thị trường chứng khoán đã ghi nhận mức hồi phục đáng kể so với mức đáy Q3/2022. Tuy nhiên, dựa trên các phân tích trên, **chúng tôi cho rằng khoảng cách (gap) giữa hai tỷ suất trên sẽ dần được nới rộng, qua đó mở ra tín hiệu thị trường sẽ dần hồi phục trong nửa cuối năm 2023 và năm 2024.**

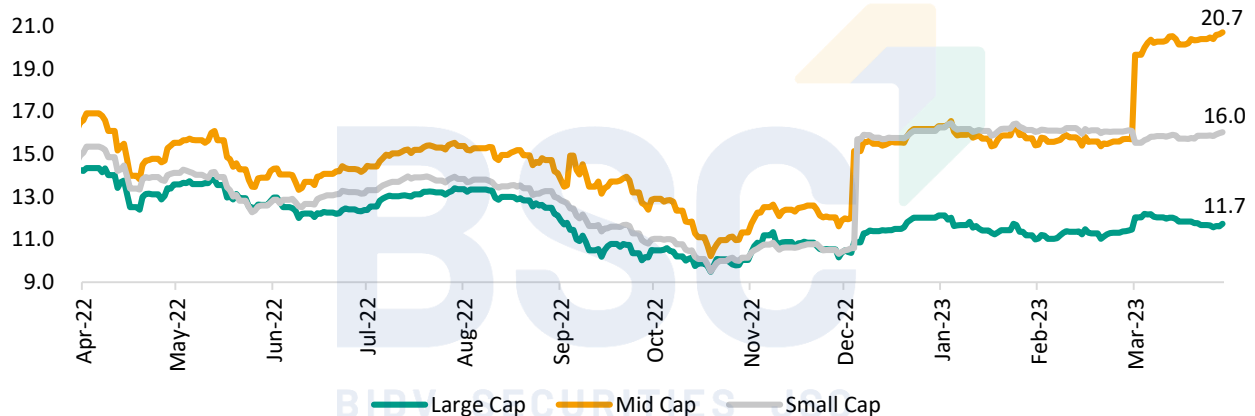
Hình: Q2/2023 có thể là quý mở ra nhiều cơ hội đầu tư tốt trong trung và dài hạn



Nguồn: BSC Research tính toán

Định giá nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ không còn rẻ, đặc biệt sau kết quả kinh doanh Q1/2023. Nhóm vốn hóa vừa và nhỏ duy trì hiệu suất tương đối tích cực giai đoạn đầu năm 2023, điều này đến từ việc dòng tiền co hẹp khiến nhóm cổ phiếu vừa và nhỏ phù hợp khẩu vị của nhiều nhà đầu tư. Tuy nhiên, với việc kết quả kinh doanh Q1/2023 của nhóm cổ phiếu này sụt giảm mạnh so với cùng kỳ đi kèm với việc ghi nhận hiệu suất tương đối tốt trong 4T2023 đã khiến định giá của hai nhóm trên không còn hấp dẫn. Mặc dù, nhóm cổ phiếu vừa và nhỏ có thể ghi nhận triển vọng phục hồi lợi trong nửa cuối năm 2023. Tuy nhiên, do khoảng cách chênh lệch so với nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn tương đối lớn, do đó chúng tôi kỳ vọng dòng tiền sẽ dần dịch chuyển về các cổ phiếu vốn hóa lớn với các ưu thế (1) Đứng đầu ngành, (2) Tài chính ổn định và (3) Khả năng giành thêm thị phần nhờ ưu thế về quy mô đi kèm với mức định giá đã được chiết khấu tương đối so với thị trường.

Hình: Định giá vốn hóa vừa và nhỏ



Nguồn: BSC Research thu thập, Bloomberg

Ngành	PE ttm	PE trung vị 5 năm	2023FW PE	% Chênh lệch (*)
* Bất động sản (P/B)	1.2	2.5	1.3	92%
Công nghiệp	3.8	8.6	4.9	76%
Thủy sản	6.6	7.7	5.2	48%
Dầu khí	8.0	16.5	11.9	39%
* Ngân hàng (P/B)	1.2	1.6	1.2	33%
Bán lẻ	13.7	14.7	11.5	28%
Công nghệ thông tin	16.1	12.6	11.2	13%
Tiện ích	12.3	11.6	10.6	9%
Tiêu dùng thiết yếu	19.5	19.5	19.1	2%
Dệt may	7.1	6.4	7.6	-16%
Tài nguyên cơ bản	19.2	8.4	12.0	-30%
Cảng biển	11.7	12.6	32.6	-61%
Dịch vụ hàng không	-45.3	-24.7	46.3	-153%

Nguồn: BSC Research

Xét trên phía định giá ngành, chúng tôi so sánh giữa PE FWD 2023 và PE trung vị 5 năm, một số ngành cho thấy mức định giá hấp dẫn hơn so với quá khứ có thể kể đến như nhóm ngành Ngân hàng, Bất động sản, công nghiệp, Thủy sản, Dầu khí, Bán lẻ. Một số nhóm ngành có định giá cao hơn quá khứ chủ yếu là nhóm cổ phiếu bị ảnh hưởng mạnh về triển vọng lợi nhuận 2023 như dệt may, tài nguyên cơ bản, cảng biển và dịch vụ hàng không. **Chúng tôi nhấn mạnh, triển vọng của nhóm trên có được cải thiện hay không sẽ phụ thuộc nhiều vào tốc độ phục hồi kinh tế trong nửa cuối năm 2023.**

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

Quốc gia	Vietnam		Median		Indonesia		Malaysia		Phillipines		Thailand	
Định giá	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
Tài chính	12.3	1.0	10.8	0.8	11.2	0.7	10.4	1.0	8.0	0.8	12.5	0.7
Hàng tiêu dùng	10.2	0.9	12.8	1.0	12.0	1.0	11.5	1.9	13.7	1.1	14.4	1.0
Công nghiệp	11.4	0.9	11.8	0.9	10.6	0.9	17.6	0.9	13.0	1.2	10.6	0.9
Dầu khí	14.0	1.2	17.7	0.6	6.3	0.6	29.0	3.9	224.1	0.3	6.3	0.6
Dịch vụ tiêu dùng	12.2	1.2	12.9	1.5	11.9	1.5	13.9	1.2	16.5	1.7	11.9	1.5
Vật liệu cơ bản	8.4	0.7	5.8	1.3	5.8	1.1	10.9	1.5	3.1	1.5	5.8	1.1
Tiện ích	7.6	1.8	9.5	0.9	7.8	0.9	14.7	0.9	11.3	1.1	7.8	0.9
Công nghệ	15.4	1.9	13.0	1.6	13.0	1.6	N/A	N/A			13.0	1.6
Sức khỏe	12.2	1.2	11.7	1.5	11.7	1.5	33.7	1.9			10.6	0.9
Viễn thông	15.3	3.8	20.1	2.8	17.4	1.7	22.8	3.9	22.8	3.9	17.4	1.7

Nguồn: BSC Research, Bloomberg

2. TRIỂN VỌNG NHÓM NGÀNH NĂM 2023

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

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

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

Bảng: Tổng hợp triển vọng nhóm ngành

Ngành	Quan điểm
Ngân Hàng	Khả quan
Bất động sản khu công nghiệp	Khả quan
Dịch vụ hàng không	Khả quan
Vận tải dầu	Khả quan
Dầu khí	Khả quan
Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông	Khả quan
Cảng biển	Trung lập
Thép	Trung lập
Xây dựng	Trung lập
Tiêu dùng bán lẻ	Trung lập
Vận tải hàng không	Trung lập
Ô tô	Trung lập
Săm lốp	Trung lập
Chăn nuôi	Trung lập
Phân bón	Trung lập
Hóa chất	Trung lập
Điện	Trung lập
Bất động sản thương mại	Kém khả quan
Vận tải container	Kém khả quan
Thủy sản	Kém khả quan
Dệt may	Kém khả quan

Các yếu tố hỗ trợ tích cực:

1. Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và các chính sách tài khóa
2. Sửa đổi nghị định 65 liên quan đến quy định phát hành trái phiếu doanh nghiệp, hỗ trợ thị trường bất động sản.
3. Trung Quốc mở cửa.
4. Xu hướng lãi suất hạ nhiệt từ năm 2023.

Các yếu tố rủi ro khó khăn:

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

Ngành	Quan điểm	Nhận định	Cổ phiếu lưu ý
<u>Bất động sản khu công nghiệp</u>	Khả quan	- Vốn FDI đăng ký trong 1Q.2023 giảm mạnh -38.8% so với cùng kỳ chủ yếu do sự suy giảm của dòng vốn FDI đăng ký tăng thêm (-70.3% yoy), trong khi vốn FDI đăng ký cấp mới chỉ giảm nhẹ -5.9% yoy. - Việt Nam vẫn là điểm đến tiềm năng, hấp dẫn với các nhà sản xuất trên thế giới trong bối cảnh hoạt động FDI có khả năng sẽ suy giảm trong năm 2023 do suy thoái kinh tế toàn cầu. - Thiếu nguồn cung tại các vị trí trung tâm công nghiệp vẫn là khó khăn của ngành, cũng là yếu tố dẫn dắt duy trì giá cho thuê ở mức cao trong bối cảnh nhu cầu thuê mạnh mẽ. - Môi trường pháp lý dần rõ ràng và hoàn thiện kỳ vọng sẽ rút ngắn thủ tục hành chính, phát triển bền vững nhờ sự phối hợp giữa các Bộ/Ban ngành và UBND tỉnh. - BSC đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN cho ngành Bất động sản khu công nghiệp trong năm 2023.	KBC, BCM, GVR, IDC, PHR
<u>Ngân Hàng</u>	Khả quan	- Tăng trưởng tín dụng suy yếu trong 1Q2023 nhưng kỳ vọng cải thiện trong 2Q2023 sau hàng loạt chính sách kích cầu. - Thanh khoản hệ thống không còn là vấn đề đáng lo ngại, tuy nhiên áp lực huy động vẫn hiện hữu. - Triển vọng NIM của ngành vẫn chịu nhiều khó khăn, kỳ vọng sự phân hóa ngày càng trở nên rõ rệt. - Chất lượng tài sản được kỳ vọng duy trì ổn định hơn trong phần còn lại của 2023 và các ngân hàng sẽ có thời gian để làm dày bộ đệm dự phòng sau khi Thông tư 02 được NHNN ban hành. - Kết quả 1Q2023 không gây nhiều bất ngờ, phản ánh sự thận trọng từ kế hoạch kinh doanh 2023, tuy nhiên các chính sách hỗ trợ được liên tiếp ban hành thời gian qua có thể là yếu tố thay đổi cục diện ngành. - Định giá vẫn cho thấy sự hấp dẫn (P/B TTM trung bình ngành = 1.1x so với trung bình 5 năm = 1.5x loại trừ VCB, BID, SSB) so với các rủi ro đã dần lộ diện như (1) tốc độ tăng trưởng lợi nhuận chậm lại hay (2) lo ngại về chất lượng tài sản. BSC cho rằng các yếu tố này đã phần nào được phản ánh vào giá cổ phiếu, do đó BSC giữ quan điểm KHẢ QUAN với triển vọng ngành ngân hàng trong phần còn lại của 2023.	-
<u>Bất động sản thương mại</u>	Kém khả quan	- Khả năng hấp thụ yếu tuy nhiên giá bán bình quân vẫn tiếp tục xu hướng tăng do nguồn cung dự án mới tại TP HCM và Hà Nội hạn chế. - Số lượng giao dịch đất nền sụt giảm sâu, trong khi giao dịch chung cư, nhà ở riêng lẻ phục hồi cho thấy thị trường đã thực hiện được những bước đầu mục tiêu bình ổn thị trường BĐS của Chính phủ và tái cấu trúc danh mục sản phẩm của doanh nghiệp. - Giá trị TPDN đáo hạn trong 9 tháng còn lại của năm 2023 vẫn lớn, tuy nhiên áp lực thanh khoản không còn quá “bi quan” như giai đoạn đầu năm. - Kỳ vọng “đảo chiều” xuất hiện nhờ hàng loạt chính sách được ban hành, tập trung giải quyết hai “nút thắt” lớn nhất của thị trường BĐS là (1) pháp lý và (2) nguồn vốn. - Các chính sách cần thiết, kịp thời thể hiện quyết tâm của Chính phủ vì mục tiêu khôi phục nền kinh tế nói chung và BĐS nói riêng. Tuy nhiên, cần thời	VRE, VHM, DXG, NLG, KDH

Ngành	Quan điểm	Nhận định	Cổ phiếu lưu ý
		gian để thị trường “thẩm thấu” các chính sách này cũng như lấy lại niềm tin từ người mua nhà. BSC duy trì quan điểm KÉM KHẢ QUAN đối với ngành Bất động sản thương mại trong năm 2023.	
<u>Cảng biển</u>	Trung lập	- Sản lượng Container suy giảm trong Q1.2023. Kết thúc Q1.2023, sản lượng Container toàn ngành = 5.177 triệu TEUs (-15% yoy). Trong năm 2023, BSC cho rằng sản lượng Container sẽ kém khả quan do xu hướng xuất nhập khẩu chậm lại. - Vị thế các doanh nghiệp cảng biển tại Hải Phòng sẽ thay đổi đáng kể trong năm 2023 sau khi thương vụ chuyển nhượng Nam Hải Đình Vũ hoàn thành. - Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập đối với nhóm cảng biển	GMD, VSC
<u>Thép</u>	Trung lập	- Sản lượng tiêu thụ trong Quý 1.2023 vẫn yếu ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu. Kết thúc Q1.2023, sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành -16% yoy, trong đó, nội địa -21% yoy, xuất khẩu -7% yoy. - Giá thép tăng 6-10% ytd do chi phí than, quặng sắt tăng. Với việc giá thép đã về mức đầu năm, BSC kỳ vọng giá thép sẽ đi ngang trong nửa cuối Quý 2.2023. Sang 2H.2023, diễn biến giá thép sẽ phụ thuộc vào mức độ phục hồi từ nhu cầu thép. - Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp thép cải thiện trong Quý 1.2023 do (1) hàng tồn kho giá cao phần lớn đã được xử lý hết, (2) các doanh nghiệp thép hoàn nhập trích lập hàng tồn kho. - Chúng tôi cho rằng Thời điểm xấu nhất đối với Ngành thép đã qua. So với Báo cáo trước đó, BSC giữ quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành Thép trong Q2.2023 do nhu cầu thép vẫn yếu.	HPG, HSG
<u>Xây dựng</u>	Trung lập	- Số lượng dự án nhà ở, dự án bất động sản được cấp phép mới vẫn ở mức thấp là chỉ báo cho sự suy giảm về khối lượng thi công của các doanh nghiệp xây dựng dân dụng. - Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xây dựng dự báo vẫn sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực trong năm 2023. - Mức độ cạnh tranh của giữa các nhà thầu vốn đã rất gay gắt, giờ lại càng trở nên căng go hơn do (1) sự thiếu hụt về nhu cầu xây dựng, chủ đầu tư ury tín, đảm bảo về dòng tiền cũng như (2) áp lực kí kết hợp đồng mới để duy trì hoạt động. - Việc chính phủ ban hành các chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản kỳ vọng sẽ gián tiếp giảm thiểu khó khăn cho các nhà thầu do doanh nghiệp sẽ có khả năng thu hồi được công nợ từ chủ đầu tư. - Kỳ vọng đẩy nhanh tiến độ giải ngân đầu tư công sẽ tạo ra lượng công việc dồi dào cho các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng. - BSC đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP cho ngành Xây dựng trong năm 2023.	CTD, HHV, C4G, LCG
<u>Vận tải dầu</u>	Khả quan	- Kết thúc Q1.2023, giá cước vận tải dầu tăng mạnh do (1) đứt gãy chuỗi cung ứng dầu tại Châu Âu, (2) nguồn cung tàu dầu ở mức thấp. - Trong năm 2023, BSC giữ quan điểm KHẢ QUAN đối với nhóm Vận tải dầu do giá cước vẫn neo cao do hạn chế về nguồn cung tàu.	PVT
<u>Vận tải Container</u>	Kém khả quan	Kết thúc Q1.2023, các chỉ số giá cước Container tiếp tục neo ở mức thấp. Trong năm 2023, BSC duy trì quan điểm giá cước Container sẽ giảm 65% yoy	HAH

Ngành	Quan điểm	Nhận định	Cổ phiếu lưu ý
<u>Dịch vụ hàng không</u>	Khả quan	do (1) nguồn cung tăng mạnh, (2) hoạt động xuất nhập tiếp tục tăng trưởng chậm. - BSC duy trì khuyến nghị KÉM KHẢ QUAN đối với nhóm Vận tải Container do cho rằng giá cước Container tiếp tục giảm trong thời gian tới. Kết thúc Quý 1.2023, sản lượng hành khách nội địa qua cảng hàng không ước đạt 25.9 triệu lượt (+67% yoy), tương đương 120-130% so với cùng kỳ năm 2019 nhờ (i) các đường bay nội địa đã phục hồi hoàn toàn khi dịch bệnh đã được kiểm soát, ngoài ra, (ii) quý 1 là mùa cao điểm du lịch. So với Báo cáo trước đó, BSC giữ nguyên dự báo sản lượng hành khách nội địa trong năm 2023 đạt 92 triệu lượt (+0.3% yoy) do mức nền cao trong năm 2022. Kết thúc Quý 1.2023, sản lượng hành khách quốc tế qua cảng hàng không đạt 7.1 triệu lượt (+1,470% yoy), tương đương 68% so với cùng kỳ năm 2019, nhờ các quốc gia gồm Việt Nam đã mở cửa trở lại. So với Báo cáo trước đó, BSC tăng dự báo sản lượng hành khách quốc tế trong năm 2023 từ 24 triệu lượt (+99% yoy) trong Báo cáo trước đó, lên 28 triệu lượt (+133% yoy), tương đương 100% so với trước dịch do đa số các thị trường phục hồi tốt hơn dự báo trước đây.	ACV, SCS
<u>Vận tải hàng không</u>	Trung lập	Kết thúc Quý 1.2023, sản lượng hàng hóa vận chuyển qua đường hàng không đạt 80 nghìn tấn (-7% yoy) do nhu cầu toàn cầu giảm. BSC kỳ vọng sản lượng sẽ phục hồi trong 2H.2023. - BSC duy trì quan điểm KHẢ QUAN đối với nhóm dịch vụ nhà ga như ACV nhờ sản lượng hành khách phục hồi tích cực trong năm 2023. - BSC giữ quan điểm TRUNG LẬP đối với nhóm vận tải hàng không chủ yếu đến từ việc thị trường Trung Quốc – thị trường hàng không lớn nhất của Việt Nam đã mở cửa trở lại. Tuy nhiên, BSC lưu ý giá dầu neo cao và biến động mạnh vẫn sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới nhóm vận tải hàng không. - BSC đánh giá quan điểm KÉM KHẢ QUAN đối với nhóm dịch vụ hàng hóa như SCS do sản lượng giảm.	HVN, VJC
<u>Chăn nuôi</u>	Trung lập	- KQKD Q1/2023 tạo đáy do (1) giá bán heo hơi ghi nhận mức thấp nhất trong vòng 1 năm và (2) chi phí đầu vào thức ăn chăn nuôi duy trì mức nền cao do áp lực tồn kho. - Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp các quý còn lại tăng trưởng trên mức nền thấp của Q1/2023 nhờ giá heo phục hồi và giá TACN suy giảm so với đầu năm 2023. - BSC duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP cho ngành chăn nuôi trong năm 2023.	DBC
<u>Hóa chất</u>	Trung lập	BSC duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành Hóa chất trong năm 2023 do lợi nhuận kỳ vọng giảm từ mức nền cao của năm 2022. Tuy nhiên, các cổ phiếu doanh nghiệp ngành Hóa chất hiện đang được giao dịch ở vùng định giá thấp trong nhiều năm.	DGC, CSV
<u>Ô tô</u>	Trung lập	- Luỹ kế quý 1 năm 2023 sản lượng tiêu thụ ô tô toàn thị trường đạt 70,212 chiếc, giảm 29% so với cùng kỳ. - BSC duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành Ô tô trong năm 2023 do: doanh số ô tô kỳ vọng giảm tốc do mức nền cao trong năm 2022, lạm phát và lãi suất duy trì ở mức nền cao	VEA
<u>Phân bón</u>	Trung lập	Các doanh nghiệp Phân bón sẽ đối mặt với áp lực tăng trưởng âm trong quý 2 và phần còn lại năm 2023 do: (1) Mức nền cao năm 2022; (2) Biên lợi nhuận giảm từ mức nền cao do kỳ vọng giá bán giảm mạnh hơn giá khí đầu vào và (3) Giá bán giảm so với cùng kỳ tuy nhiên tốc độ giảm chậm lại so với quý 1/2023.	DPM, DCM

Ngành	Quan điểm	Nhận định	Cổ phiếu lưu ý
<u>Săm lốp</u>	Trung lập	- BSC duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành Phân bón năm 2023. - Chúng tôi cho rằng trong năm 2023 hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp sản xuất sẽ phân hoá do: (1) khả năng cạnh tranh tại thị trường nội địa và khả năng đẩy mạnh thị trường xuất khẩu và (2) khả năng cắt giảm chi phí nguyên vật liệu và chi phí logistics. - BSC hạ quan điểm từ KHẢ QUAN xuống TRUNG LẬP đối với ngành Săm lốp năm 2023.	DRC
<u>Tiêu dùng - Bán lẻ</u>	Trung lập	- Nhóm tiêu dùng bán lẻ niêm yết trong năm 4T2023 chịu áp lực của mức nền cao, nhu cầu suy giảm và chi phí đầu vào cao hơn cùng kì. 2023- Kỳ vọng một năm khó tăng trưởng: khi những khó khăn từ mức nền cao và tồn kho lớn. - Cơ hội đầu tư dài hạn vào nhóm doanh nghiệp đầu ngành nhờ định giá được chiết khấu. - BSC hạ khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống còn TRUNG LẬP cho kết quả kinh doanh ngành tiêu dùng bán lẻ trong năm 2023.	MWG, VNM, MSN, PNJ, DGW, FRT
<u>Thủy sản</u>	Kém khả quan	- Trong Q1.2023, kim ngạch xuất khẩu thủy sản cả nước ước đạt 1.8 tỷ USD, giảm 27% so với cùng kỳ năm trước: tôm -37% YoY, cá tra -35% YoY - Triển vọng kinh doanh Q2.2023: Đối với ngành tôm: Việc các thị trường tiêu thụ chính (Mỹ, EU) đều được dự kiến nền kinh tế gặp nhiều khó khăn sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ tôm Việt. - Đối với ngành cá tra: BSC nhận thấy thị trường Trung Quốc có dấu hiệu chững lại trong khi thị trường Mỹ, EU chưa có dấu hiệu khởi sắc xuất khẩu cá tra có thể sẽ gặp khó trong Q2.2023. - BSC đưa ra quan điểm Kém Khả Quan đối với ngành Thủy sản trong Q2.2023	VHC, ANV
<u>Công nghệ thông tin</u>	Khả quan	- Trong Q1.2023, Q1.2023 doanh thu công nghiệp CNTT = 32.8 tỷ USD (-3% yoy), kim ngạch xuất khẩu phần cứng – phần mềm = 26.6 tỷ USD (-9.5% yoy). - Năm 2023, BSC cho rằng triển vọng của các doanh nghiệp niêm yết thuộc ngành Công nghệ và Viễn thông khả quan do (i) Tăng trưởng xuất khẩu phần mềm ở Nhật Bản và APAC bù đắp cho tốc độ tăng trưởng chậm lại ở Mỹ (ii) Xu hướng Chuyển đổi số và Đầu tư công vào Giao thông thông minh (ITS) sẽ có tác động tích cực đối với doanh nghiệp Công nghệ (iii) Luật Viễn thông sửa đổi có tác động tích cực đối với doanh nghiệp. - Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm KHẢ QUAN đối với ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông năm 2023.	FPT, CTR
<u>Dầu khí</u>	Khả quan	- Giá dầu giảm mạnh kể từ đầu năm, và áp sát mốc 70 USD/thùng. - Xu hướng giá dầu tiếp tục biến động khó lường, do ảnh hưởng từ chính sách thắt chặt nguồn cung của các nhà cung cấp lớn. - Kết quả kinh doanh quý 1 của các doanh nghiệp dầu khí tương đối khả quan. - BSC giữ quan điểm KHẢ QUAN đối với nhóm ngành dầu khí, và khuyến nghị MUA với nhóm cổ phiếu PVS, PVT, PVD	PVD, PVS, GAS, BSR, PLC, PLX, PVT
<u>Điện</u>	Trung lập	Sản lượng điện thương phẩm quý 1/2023 giảm nhẹ so với cùng kỳ đạt 61.83 tỷ kWh (-1.6% YoY)	HND, QTP,

Ngành	Quan điểm	Nhận định	Cổ phiếu lưu ý
		- Chu kỳ El Nino được dự kiến sớm quay trở lại là tín hiệu tích cực với các nhà máy nhiệt điện, đặc biệt là nhà máy nhiệt điện khí - Chúng tôi duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành Điện trong năm 2023.	POW, NT2, REE, PC1
<u>Dệt may</u>	Kém khả quan	- Trong Q1.2023, xuất khẩu hàng dệt may đạt kim ngạch 7.17 tỷ USD (-17% YoY) mức suy giảm phản ánh sức ép lạm phát lớn và sự thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng. - Triển vọng ngành Dệt may năm 2023: BSC cho rằng, các doanh nghiệp Dệt may tiếp tục gặp nhiều thách thức do (1) mức tồn kho cao tại thị trường Mỹ, thị trường Châu Âu được dự báo khó khăn trong phần còn lại của 2023 (2) khó khăn trong việc tìm kiếm, ký kết đơn hàng của các doanh nghiệp dệt may. - Chúng tôi duy trì quan điểm KÉM KHẢ QUAN đối với ngành Dệt may trong năm 2023	MSH, TNG

3. TỔNG HỢP CÁC CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Hình: Tổng hợp các cổ phiếu khuyến nghị 2023

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023 (VND/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside
KBC	4,735	398%	1,823	19%	3,166	8.3	0.7	6%	10%	26,350	29,800	13%
BCM	7,032	8%	1,913	14%	1,698	45.6	3.8	6%	17%	77,500	94,200	22%
GVR	27,803	9%	3,510	-9%	1,211	13.1	1.0	6%	8%	15,850	19,100	21%
IDC	9,167	22%	2,046	16%	8,439	4.6	1.4	19%	34%	38,500	52,000	35%
PHR	2,095	23%	1,027	16%	6,238	6.7	1.5	13%	39%	41,800	52,200	25%
VHM	87,014	39%	31,951	11%	7,414	6.8	1.3	10%	14%	50,500	68,300	35%
VRE	9,102	24%	3,642	31%	1,564	17.8	1.8	9%	10%	27,900	36,200	30%
DXG	4,524	-18%	179	-17%	292	47.8	0.6	1%	3%	13,950	16,900	21%
NLG	4,735	9%	658	18%	1,692	13.5	1.3	4%	8%	31,650	38,200	20%
KDH	3,162	9%	1,217	10%	1,710	16.7	1.5	6%	9%	28,500	37,700	32%
GMD	3,632	-7%	1,985	100%	6,587	7.6	1.6	14%	21%	49,900	57,000	14%
HPG	125,903	-11%	8,284	-2%	1,425	14.6	1.2	5%	8%	21,800	25,000	15%
MWG	126,099	-5%	3,100	-24%	2,118	18.0	2.4	6%	12%	38,150	46,300	21%
VNM	61,883	3%	8,942	5%	4,059	17.0	4.6	19%	27%	69,000	75,000	9%
MSN	83,120	9%	3,395	-5%	2,384	30.7	4.0	3%	12%	73,100	87,000	19%
PNJ	34,778	3%	1,923	6%	7,537	9.9	2.7	13%	20%	74,600	90,100	21%
DGW	18,443	-16%	424	-38%	2,597	12.7	2.3	7%	17%	32,900	40,500	23%
FRT	34,831	15%	151	-61%	1,105	56.1	3.8	1%	7%	62,000	74,700	20%
ACV	21,219	54%	7,795	10%	3,580	22.0	3.3	10%	15%	78,776	100,000	27%
SCS	780	-8%	588	-9%	6,048	10.9	2.1	14%	21%	65,700	76,000	16%
HVN	89,895	27%	(4,329)	-59%	(1,955)	(6.4)	(2.1)	-7%	33%	12,500	N/A	N/A
HAH	2,694	-16%	450	-45%	5,473	7.4	1.0	7%	11%	40,350	40,000	-1%
PVT	10,485	16%	870	1%	2,560	7.9	0.8	7%	13%	20,200	25,000	24%
VEA	4,260	-10%	7,105	-6%	5,716	6.7	2.3	26%	28%	38,448	42,000	9%
VHC	10,069	-24%	1,207	-43%	12,800	4.5	1.5	11%	16%	57,800	65,000	12%
ANV	5,310	8%	687	2%	6,900	4.8	0.7	10%	19%	33,300	33,300	0%
DRC	4,825	-2%	280	-9%	2,586	8.1	1.2	10%	15%	21,050	24,000	14%
DBC	12,613	9%	43	728%	159	107.2	0.9	0%	1%	17,050	21,300	25%
DPM	14,150	-24%	2,260	-59%	5,735	5.8	1.0	14%	18%	33,000	38,000	15%
DCM	12,050	-24%	1,850	-57%	3,495	6.8	1.2	13%	17%	23,900	27,000	13%
DGC	11,524	-20%	4,023	-28%	10,593	4.8	1.7	30%	36%	50,800	60,500	19%
CSV	1,831	-13%	291	-18%	6,584	4.5	0.9	15%	20%	29,850	32,000	7%
MSH	4,591	-17%	212	-43%	2,830	11.7	0.9	6%	11%	33,000	33,300	1%
TNG	7,698	14%	336	15%	2,970	6.4	1.6	7%	17%	19,000	21,700	14%
GAS	104,090	3%	13,819	-7%	6,793	13.5	2.8	16%	22%	91,900	108,700	18%
PVD	6,848	26%	275	-367%	360	61.0	0.8	1%	2%	21,950	26,000	18%
PVS	18,262	12%	977	11%	2,044	12.9	1.0	2%	4%	26,400	33,000	25%
PLC	9,527	11%	210	80%	2,149	15.7	1.9	3%	12%	33,800	36,500	8%
BSR	118,577	-29%	6,990	-53%	2,232	7.3	0.9	11%	12%	16,350	18,400	13%
PVT	10,485	16%	870	1%	2,560	7.9	0.8	7%	13%	20,200	25,000	24%
FPT	53,948	23%	6,384	20%	5,901	13.8	4.2	14%	30%	81,500	90,100	11%
CTR	9,894	6%	571	29%	6,000	11.0	1.6	11%	28%	66,000	70,000	6%
ELC	1,273	47%	72	95%	1,000	13.9	10.0	6%	7%	13,850	18,700	35%
REE	8,424	-10%	2,181	-19%	7,698	8.7	1.1	6%	11%	66,700	77,000	15%
NT2	7,516	-14%	712	-19%	2,737	11.2	1.9	8%	16%	30,650	31,500	3%
POW	31,274	11%	2,615	27%	993	13.4	0.9	5%	8%	13,300	14,500	9%
PC1	9,814	18%	639	42%	2,464	11.6	1.0	3%	9%	28,650	31,500	10%
HND	11,119	6%	774	42%	1,471	10.2	1.0	10%	12%	15,003	16,200	8%
QTP	11,349	9%	852	11%	1,894	8.1	1.0	11%	16%	15,431	18,900	22%
CTD	15,600	7%	171	726%	2,170	29.5	0.6	1%	2%	64,000	60,800	-5%

HHV	3,600	72%	427	62%	1,390	9.4	0.8	1%	5%	13,100	15,400	18%
C4G	3,500	28%	180	18%	820	15.6	1.1	2%	7%	12,779	14,800	16%
LCG	2,970	195%	233	21%	1,210	9.8	0.7	5%	9%	11,800	16,000	36%

Nguồn: BSC Research

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

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

	Chiến tranh thương mại	Căng thẳng Nga - Ukraina/ (Giá dầu tăng)	Lãi suất	EU suy thoái	Lãi suất trong nước cao	Trung Quốc mở cửa	Hiệp định CPTPP	Các CS hỗ trợ kinh tế trong nước
Vận tải biển	(+/-)	(+/-)		(-)		(-)	(+)	
BDS			(-)		(-)			(+)
Xây dựng			(-)		(-)			(+)
Xi măng						(-)		(+)
Dệt may	(+/-)	(-)		(-)	(-)		(+)	
Điện		(-)			(-)			(+)
Nhựa		(-)						
Săm lốp	(+)				(-)	(-)		
Ngân hàng	(-)		(-)	(-)	(+/-)	(-)	(+)	(+)
Thép	(-)				(-)	(-)		(+)
Thủy sản	(+)			(-)	(-)	(+)		
Dầu khí		(+)				(+)		
Phân bón		(-)			(+)	(-)		
Cao su		(+)				(-)		
Gạch men		(-)						
Công nghệ		(-)		(-)				
Cảng biển	(+/-)			(-)			(+)	
Hàng không	(+/-)	(-)					(+)	
Ô tô					(-)		(+)	(+)
Bảo hiểm	(-)				(+/-)			
Bán lẻ			(-)		(-)			(+)
Tiêu dùng		(-)	(-)		(-)			(+)

Nguồn: BSC Research

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

Hình: Các sự kiện theo mốc thời gian năm 2023

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

Nguồn: BSC Research

6. CÁC CHÍNH SÁCH ẢNH HƯỞNG ĐẾN NGÀNH NĂM 2023

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

Chưa ảnh hưởng: ✕ Đang ảnh hưởng: ✓ Đã ảnh hưởng: ⏻

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

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 15/05/2023
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
Chính sách tiền tệ					
1	FED: thắt chặt chính sách tiền tệ, nâng lãi suất	03/05/2023	Tiêu cực	Rất mạnh	✓
2	PBoC: CSTT nói lỏng cùng nhiều gói hỗ trợ, tuy nhiên kinh tế Trung Quốc hồi phục không đồng đều.	Q2/2022	Tích cực	Yếu	✓
3	ECB: duy trì chính sách thắt chặt tiền tệ và chống lạm phát.	04/05/2023	Tiêu cực	Mạnh	✓
4	Giá nguyên vật liệu hàng hóa ổn định	06/2022	Đan xen	Mạnh	✓
Chính sách Vĩ mô Khu vực					
1	Trung Quốc mở cửa	08/01/2023	Đan xen	Mạnh	✓
2	Cuộc họp OPEC	04/06/2023	Đan xen	Mạnh	✓
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước					
Chính sách sửa đổi luật					
1	Nghị quyết số 30/2022/UBTVQH15: Giảm thuế BVMT đối với xăng, dầu, mỡ nhờn	2023	Tích cực	Mạnh	✓
2	Nghị định 08/2023/NĐ-CP: Sửa đổi, bổ sung và ngưng hiệu lực thi hành một số điều tại các Nghị định quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế.	05/03/2023	Tích cực	Mạnh	✓
3	Nghị định số 10/2023/NĐ-CP: Bổ sung các Nghị định hướng dẫn về Luật đất đai	20/05/2023	Đan xen	Mạnh	✕
4	Ban hành Nghị định số 65/2022/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 153/2020/NĐ-CP quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế	16/09/2022	Đan xen	Mạnh	✓
5	Quyết định 1435/QĐ-TTg 2022 Thành lập Tổ công tác của Thủ tướng Chính phủ về rà soát, đôn đốc, hướng dẫn tháo gỡ khó khăn, vướng	17/11/2022	Tích cực	Trung bình	✓

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 15/05/2023
mắc trong triển khai thực hiện dự án bất động sản cho các địa phương, doanh nghiệp					
Chính sách tiền tệ					
1	Tiếp tục phần đầu giảm lãi suất điều hành	Q2/2023	Tích cực	Mạnh	✓
2	Thông tư 02/2023-TT-NHNN v/v cơ cấu lại thời gian trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ	Q2/2023	Tích cực	Mạnh	
3	Quốc hội thông qua sửa đổi Luật của các Tổ chức tín dụng	Q2/2023	Đan xen	Trung bình	
4	NHNN dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng dự trữ ngoại hối, ổn định thanh khoản hệ thống	Q2-Q3/2023	Tích cực	Mạnh	✓
5	Gói tín dụng 120 nghìn tỷ đồng cho BĐS và chính sách tháo gỡ tạo điều kiện cho thị trường BĐS trên thị trường trái phiếu	2023	Tích cực	Mạnh	✓
6	Quyết định số 377/QĐ-EVN v/v tăng giá điện bình quân	24/04/2023	Tiêu cực	Trung bình	✓
Chính sách chứng khoán					
1	Chứng chỉ lưu ký, chứng chỉ lưu ký không quyền biểu quyết	2023-2024	Tích cực	Mạnh	✓
2	Đề án phân bổ cổ phiếu niêm yết, nới biên độ	2023-2024	Đan xen	Mạnh	✗
3	Niem yết và tăng vốn tại các NHTMCP	2023-2024	Tích cực	Mạnh	✗
4	Nâng điều kiện công ty đại chúng	2023-2024	Đan xen	Trung bình	✗
5	Nghiên cứu để sửa đổi một số chỉ tiêu của chỉ số VN30	2023	Tích cực	Mạnh	✓
6	Áp dụng hệ thống giao dịch chứng khoán KRX và từng bước tiến đến thực hiện giao dịch T+0	Q3-Q4/2023	Tích cực	Mạnh	✓
7	Đưa hệ thống giao dịch trái phiếu Doanh nghiệp riêng lẻ vào hoạt động	T06/2023	Tích cực	Mạnh	✗
Các Hiệp định thương mại tự do					
1	EVFTA	01/08/2020	Tích cực	Mạnh	✓
2	UKVFTA	31/12/2020	Tích cực	Mạnh	✓
3	RCEP ASEAN	01/01/2022	Tích cực	Mạnh	✓
4	Hiệp định Việt Nam – ETFTA và Việt Nam – Isarel	Đang đàm phán	Tích cực	Mạnh	✓

Nguồn: BSC Research tổng hợp

7. TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2023

7.1. Nhóm ngành hưởng lợi nếu lãi suất hạ nhiệt và chính sách đảo ngược

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP [KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Vũ Xuân Trường

Email: truongvx@bsc.com.vn

- Vốn FDI đăng ký trong 1Q.2023 giảm mạnh -38.8% so với cùng kỳ chủ yếu do sự suy giảm của dòng vốn FDI đăng ký tăng thêm (-70.3% yoy), trong khi vốn FDI đăng ký cấp mới chỉ giảm nhẹ -5.9% yoy.
- Việt Nam vẫn là điểm đến tiềm năng, hấp dẫn với các nhà sản xuất trên thế giới trong bối cảnh hoạt động FDI có khả năng sẽ suy giảm trong năm 2023 do suy thoái kinh tế toàn cầu.
- Thiếu nguồn cung tại các vị trí trung tâm công nghiệp vẫn là khó khăn của ngành, cũng là yếu tố dẫn dắt duy trì giá cho thuê ở mức cao trong bối cảnh nhu cầu thuê mạnh mẽ
- Môi trường pháp lý dần rõ ràng và hoàn thiện kỳ vọng sẽ rút ngắn thủ tục hành chính, phát triển bền vững nhờ sự phối hợp giữa các Bộ/Ban ngành và UBND tỉnh.
- BSC đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho ngành Bất động sản khu công nghiệp trong năm 2023

Vốn FDI đăng ký trong 1Q.2023 giảm mạnh -38.8% so với cùng kỳ chủ yếu do sự suy giảm của dòng vốn FDI đăng ký tăng thêm (-70.3% yoy), trong khi vốn FDI đăng ký cấp mới chỉ giảm nhẹ -5.9% yoy. Theo Tổng cục thống kê, trong 1Q.2023, tổng mức FDI đăng ký đạt 5.45 tỷ USD (-38.8% yoy) vì (1) Cùng kỳ ghi nhận dự án nhà máy LEGO với số vốn đăng ký đột biến 1.32 tỷ USD (chiếm 41% tổng số vốn đăng ký mới trong 1Q.2022) và (2) Vốn đăng ký tăng thêm trong 1Q.2023 chỉ đạt 1.2 tỷ USD, giảm hơn 2/3 so với cùng kỳ do số lượng dự án điều chỉnh vốn lớn (trên 50 triệu USD) giảm mạnh. Tuy nhiên, tổng số vốn đăng ký cấp mới vẫn đạt hơn 3 tỷ USD, chỉ giảm nhẹ 5.9% so với cùng kỳ 2022 với số dự án là 522 dự án (tăng +62.1% yoy). Vốn FDI thực hiện giảm nhẹ -2.2% đạt 4.3 tỷ USD. BSC cho rằng nguồn vốn FDI đăng ký tăng thêm trong năm 2023 có khả năng suy giảm do sự suy yếu của nền kinh tế nói chung, tuy nhiên vốn đầu tư cấp mới có khả năng tăng trưởng do Việt Nam vẫn thu hút được các nhà đầu tư nước ngoài.

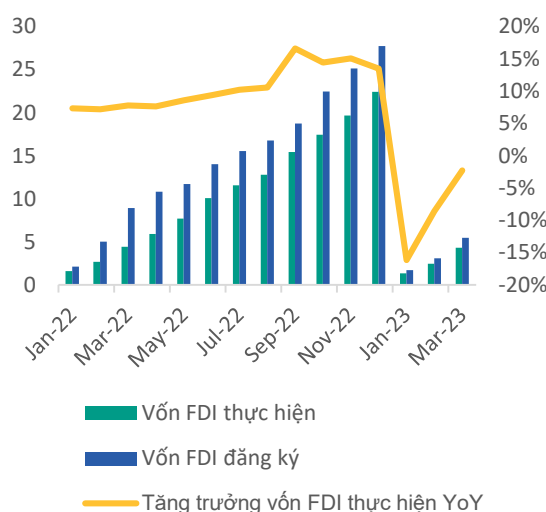
BSC đánh giá các KCN tại Việt Nam vẫn sẽ là 1 điểm đến hấp dẫn cho các doanh nghiệp nước ngoài nhờ:

(1) Xu hướng dịch chuyển sản xuất ra ngoài Trung Quốc vẫn đang tiếp tục diễn ra. Với vị trí địa lý trọng yếu, và sự tương đồng về văn hóa, chính trị, BSC tin rằng Việt Nam sẽ trở thành sự lựa chọn của những doanh nghiệp toàn cầu với quy mô lớn.

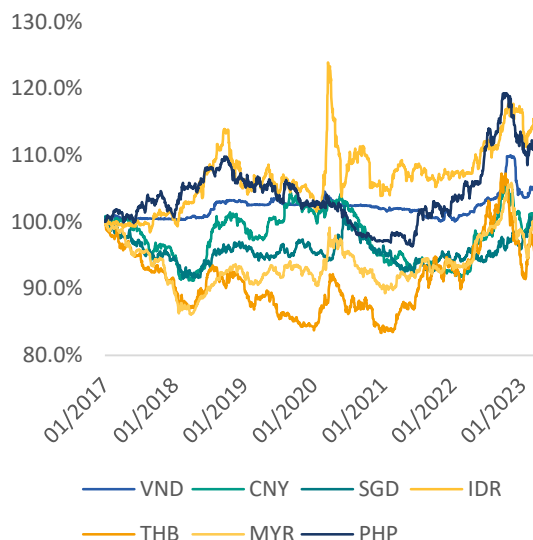
(2) Việt Nam có nhiều lợi thế cạnh tranh so với các quốc gia trong khu vực ASEAN. Cụ thể, về giá cho thuê đất khu công nghiệp, Việt Nam thấp hơn 30-36% so với Indonesia, Malaysia và Thái Lan; ngang bằng với Philippines; về tỷ giá hối đoái, biến động USD/VND là khá ổn định khi so sánh với các quốc gia khác, điều đó sẽ giúp cho các doanh nghiệp đầu tư giảm thiểu thiệt hại hơn.

(3) Các dự án xây dựng hạ tầng giao thông được đẩy mạnh triển khai từ năm 2023 sẽ giải quyết nút thắt cổ chai “logistic” hỗ trợ trực tiếp cho ngành BĐS KCN. Chi phí logistics tại Việt Nam chiếm khoảng 16.8% giá trị hàng hóa trong khi mức chi phí này trên thế giới chỉ khoảng 10.6%. Hiện chính phủ đang nỗ lực trong việc cải thiện hạ tầng giao thông với hàng loạt dự án đầu tư công như Cao tốc Bắc – Nam giúp kết nối giao thông toàn quốc, hay Đường vành đai 4 ở Hà Nội và vành đai 3 ở TP.Hồ Chí Minh giúp chuyển dịch sản xuất ra các tỉnh ngoài trung tâm và các dự án cảng biển, sân bay đang được nằm trong quy hoạch và triển khai.

Hình: Vốn FDI đăng ký và thực hiện tại Việt Nam 2022-1Q2023 (tỷ USD)



Hình: Tỷ giá hối đoái của Việt Nam duy trì ổn định so với các quốc gia khác trong khu vực



Nguồn: GSO, Bloomberg, BSC Research tổng hợp

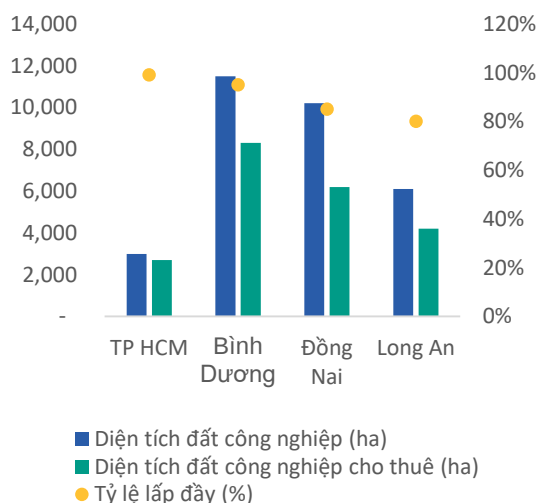
Tuy nhiên, việc phát triển bất động sản KCN vẫn sẽ gặp phải một số khó khăn như:

(1) Thiếu nguồn cung tại các vị trí trung tâm công nghiệp, giá cho thuê duy trì ở mức cao trong bối cảnh nhu cầu thuê mạnh mẽ. Sau giai đoạn 2021-1H2022 bùng nổ nguồn cung với hàng loạt KCN được chấp thuận chủ trương đầu tư, thị trường KCN gần như không có thêm dự án mới trong 2H2022. Theo CBRE, trong Q1.2023, cả nước có tổng cộng 5 KCN mới đi vào hoạt động với tổng diện tích đất là 1,874 ha, cung cấp thêm khoảng 3.2% nguồn cung cho thị trường. Tỷ lệ lấp đầy các KCN tại khu vực phía Nam vẫn duy trì ở mức 85%, trong khi khu vực phía Bắc giảm còn 80.6% do diện tích tăng thêm 528 ha từ các KCN mới tại Bắc Ninh, Hải Dương và Thái Bình. Giá thuê đất tại các khu công nghiệp vẫn tiếp tục xu hướng tăng, trung bình đạt 172.8 USD/m²/kỳ hạn thuê (+4% qoq) đối với khu vực miền Nam và 122.9 USD/m²/kỳ hạn thuê (+2% qoq) đối với khu vực miền Bắc.

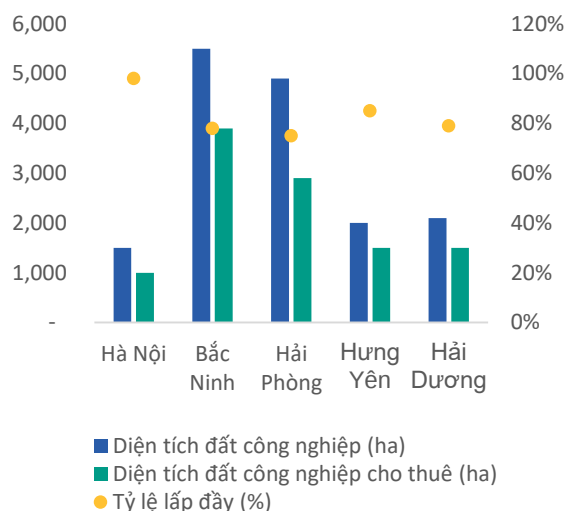
(2) Việc áp dụng chính sách thuế tối thiểu toàn cầu 15% có thể ảnh hưởng đến việc thu hút đầu tư nước ngoài tại Việt Nam. Hiện nay, các doanh nghiệp nước ngoài tại Việt Nam đang được hưởng các ưu đãi về thuế ở các mức từ 5%-10% trong trường hợp đáp ứng được các điều kiện trong địa bàn ưu tiên, lĩnh vực ưu tiên hoặc quy mô đầu tư lớn. Các ưu đãi này sẽ không còn tác dụng khi chính sách thuế tối thiểu toàn cầu được áp dụng do phát sinh thêm thuế phải nộp bổ sung, gây bất lợi lớn cho hoạt động sản xuất kinh doanh tại Việt Nam.

(3) Chi phí nhân công giá rẻ đã không còn là một lợi thế cạnh tranh quá lớn của Việt Nam so với các quốc gia khác như trong giai đoạn trước. Theo nghiên cứu của JETRO, tại thời điểm 2013-2014, mức lương công nhân trung bình ở Việt Nam là 162 USD/tháng, bằng 75% so với Ấn Độ; 69% so với Indonesia và 44% so với Thái Lan. Trong khi đó, tại năm 2022, mức lương công nhân trung bình tại Việt Nam đã tăng lên 277 USD/tháng, bằng 84% so với Ấn Độ; 74% so với Indonesia và 72% so với Thái Lan. Tỷ lệ tăng lương kỳ vọng năm 2023 của Việt Nam đạt 5.9%, dẫn đầu khu vực Đông Nam Á, và chỉ xếp sau Ấn Độ (8.7%), trong khi năng suất lao động của nhân công Việt Nam lại chưa tăng như doanh nghiệp mong muốn. BSC đánh giá lợi thế về chi phí nhân công sẽ dần không còn là điểm mạnh của Việt Nam nếu chính phủ không có các biện pháp để mở rộng đào tạo nghề và đẩy mạnh công nghiệp hóa ở khu vực nông thôn.

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

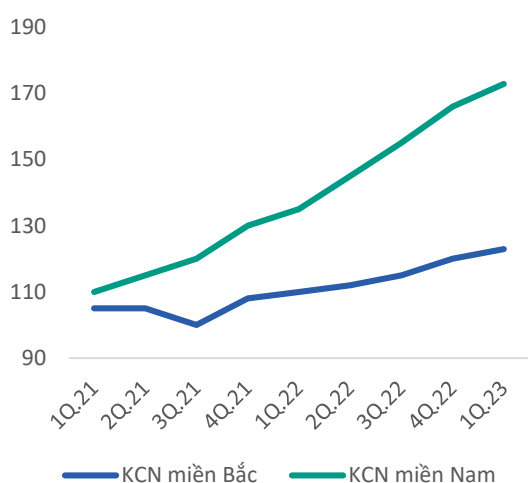


Hình: Nguồn cung và tỷ lệ lấp đầy KCN tại khu vực phía Bắc

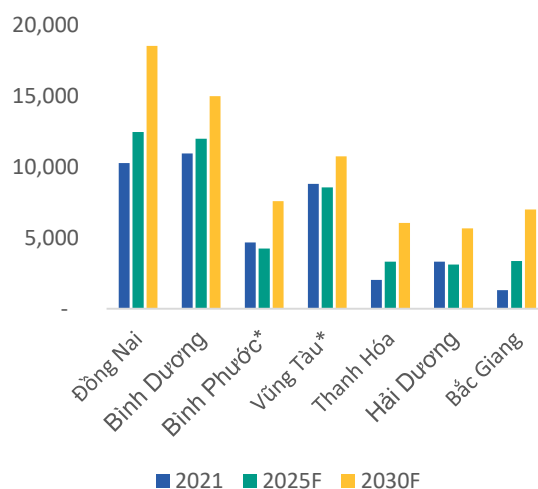


Nguồn: CBRE, BSC Research tổng hợp

Hình: Giá thuê KCN trung bình tại khu vực miền Bắc và khu vực miền Nam (USD/m2/kỳ hạn thuê)



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



Nguồn: CBRE, BSC Research tổng hợp

Môi trường pháp lý dần rõ ràng và hoàn thiện kỳ vọng sẽ rút ngắn thủ tục hành chính, phát triển bền vững nhờ sự phối hợp giữa các Bộ/Ban ngành và UBND tỉnh. Trong năm 2022, Việt Nam đã chính thức thông qua 3 văn bản liên quan trực tiếp đến tình hình phát triển KCN ([Báo cáo triển vọng 1Q2023 – Ngành bất động sản KCN](#)). Ngày 03/04/2023, Chính phủ đã ban hành nghị định số 10/2023/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung các Nghị định hướng dẫn Luật đất đai. Theo đó, một số nội dung liên quan trực tiếp tới phát triển BĐS KCN bao gồm (1) Quy định về đấu giá quyền sử dụng đất, (2) Quy định về điều kiện, tiêu chí chuyển mục đích dự án có đất trồng lúa, trồng rừng, (3) Gỡ bỏ vướng mắc trong quy định đấu thầu, đấu giá dự án chỉ có một chủ đầu tư và (4) Thống nhất về thời gian phê duyệt giá đất của các địa phương, tránh việc UBND tỉnh kéo dài thời gian phê duyệt hồ sơ đất. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, BSC cho rằng nguồn cung KCN vẫn còn hạn chế do khó khăn trong công tác giải phóng mặt bằng và tiến độ quy hoạch còn chậm ở các địa phương.

Xu hướng dịch chuyển các KCN ra các tỉnh/thành vệ tinh Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh tiếp tục tiếp diễn. Theo CBRE, tỷ lệ lấp đầy các KCN tại các vùng kinh tế trọng điểm tại miền Bắc và miền Nam đều đã đạt trên 85%, trong đó Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh đã gần như hết diện tích; cùng với việc hạ tầng giao thông được đẩy mạnh dẫn đến sự dịch chuyển đất KCN sang vị trí tại các thị trường cấp hai như Thái Bình, Quảng Ninh ở miền Bắc và Bình Thuận, Bà Rịa – Vũng Tàu ở miền Nam.

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

Bảng: Dư nợ vay của một số doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp

Doanh nghiệp	Tiền rỗng/ (Nợ rỗng)	Dư Nợ vay	Nợ vay/Tổng tài sản	Nợ trái phiếu/Nợ vay	NSA còn lại (ha)	NSA sẵn sàng (ha)	Tệp khách thuê
Nhóm 1: DN có tỷ trọng nợ trái phiếu cao							
BCM	(14,381)	(15,886)	33%	67%	944	944	Tập đoàn FDI - chuyên XNK và công nghệ cao
KBC	(3,514)	(7,638)	22%	56%	1,053	353	Tập đoàn FDI - công nghệ cao về lĩnh vực chip, điện tử, lắp ráp
Nhóm 2: DN có tỷ trọng nợ trái phiếu thấp							
SZC	(2,330)	(2,635)	42%	18%	651	470	SME - DN lắp ráp, gia công, cơ khí
IDC	(1,338)	(3,468)	21%	12%	1,079	616	Tập đoàn FDI -công nghiệp nặng (KCN Phú Mỹ 2) DN logistic, nhà kho (KCN Hữu Thạnh)
Nhóm 3: DN không có nợ rỗng							
GVR	8,070	(7,412)	9.5%	0%	N/A	N/A	SME – công nghiệp thâm dụng lao động (gỗ, may mặc, giày dép)
SIP	3,524	(689)	3.6%	0%	N/A	N/A	
PHR	2,135	(264)	4.2%	0%	836	30	
NTC	1,053	(72)	1.8%	0%	200	200	
LHG	1,082	(142)	4.7%	0%	270	60	SME - logistic, kho bãi

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Kết quả kinh doanh Q1.2023 của các doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp hầu hết đều có sự suy giảm so với cùng kỳ. Ngoại trừ KBC có mức tăng trưởng ấn tượng nhờ mức nền thấp trong năm 2022 và hoạt động cho thuê đất phục hồi, các doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp còn lại đều chứng kiến sự suy giảm hai chữ số do doanh thu ghi nhận một lần các hợp đồng cho thuê giảm so với cùng kỳ. Kế hoạch kinh doanh năm 2023 có sự phân hóa giữa các doanh nghiệp, trong khi KBC, BCM lạc quan với kế hoạch tăng trưởng ba chữ số thì các doanh nghiệp còn lại thận trọng hơn với mức tăng trưởng thấp và thậm chí giảm so với cùng kỳ.

Bảng: Cập nhật KQKD Q1.2023 và KHKD 2023 một số doanh nghiệp ngành bất động sản khu công nghiệp

Mã CK	DTT Q1.2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST Q1.2023 (tỷ VND)	% YoY	Kế hoạch DT 2023	% YoY	Kế hoạch LNST 2023	% YoY
KBC	2,223	221%	1,056	102%	9,000	544%	4,000	154%
BCM	792	-45%	74	-81%	9,460	119%	2,263	132%
GVR	4,135	-15%	706	-46%	27,527	8%	4.855	2%
IDC	1,147	-31.4%	148	-42%	8,276	-2%	2,525	-14%
PHR	326	-11%	234	-22%	N/A	N/A	N/A	N/A

VGC 2,775 -28% 152 -80% 15,750 108% 1,210 -48%

Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với các nhóm ngành bất động sản khu công nghiệp trong năm 2023 nhờ (1) các KCN tại Việt Nam vẫn sẽ là 1 điểm đến hấp dẫn cho các doanh nghiệp nước ngoài, (2) nguồn cung hạn chế và nhu cầu cao vẫn là yếu tố giúp giá cho thuê KCN duy trì ở mức cao, (3) môi trường pháp lý dần được hoàn thiện giúp các DN có thể mở rộng nguồn cung đáp ứng nhu cầu, (4) triển vọng về hạ tầng giao thông được đẩy nhanh cải thiện trong trung hạn. Trong năm 2023, BSC đưa ra khuyến nghị với các doanh nghiệp có diện tích đất sẵn sàng cho thuê lớn như KBC nhờ kỳ vọng từ các hợp đồng cho thuê giá trị lớn đã ký kết và IDC nhờ chi phí bồi thường giải phóng mặt bằng thấp và dòng tiền ổn định từ các dự án điện và BOT.

Bảng: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Bất động sản khu công nghiệp

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
KBC	4,735	398%	1,823	19%	3,166	8.2	0.7	6%	10%	26,350	29,800	13%
BCM	7,032	8%	1,913	14%	1,698	45.9	3.8	6%	17%	77,500	94,200	22%
GVR	27,803	9%	3,510	-9%	1,211	12.8	1.0	6%	8%	15,850	19,100	21%
IDC	9,750	30%	2,078	18%	8,439	4.6	1.4	19%	34%	38,500	52,000	35%
PHR	2,095	23%	1,027	16%	6,238	6.6	1.5	13%	39%	41,800	52,200	25%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH NGÂN HÀNG [KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Phan Quốc Bửu

Email: buupq@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích: Đoàn Minh Trí

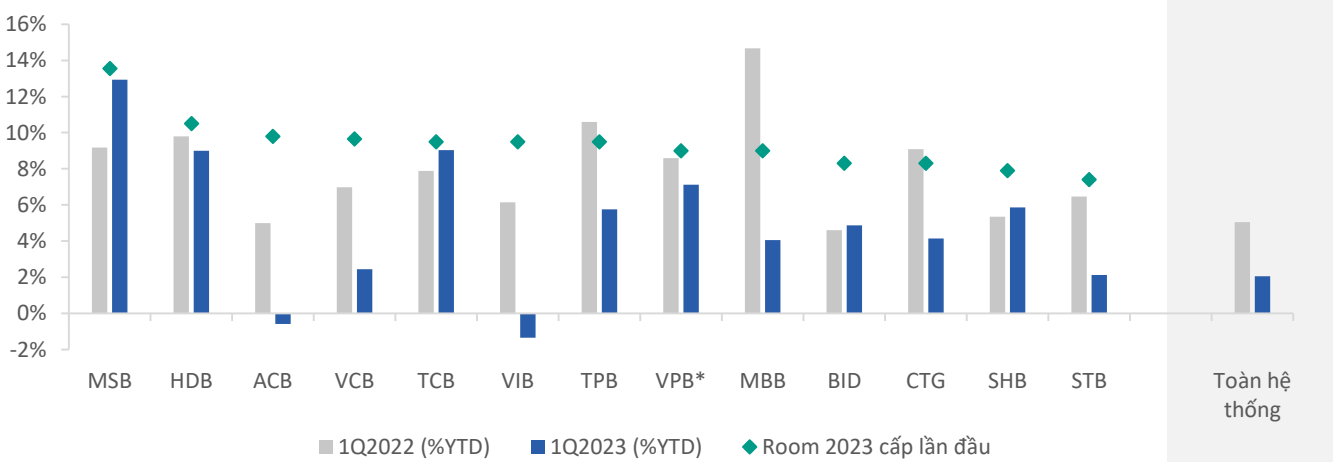
Email: tridm@bsc.com.vn

- Tăng trưởng tín dụng suy yếu trong 1Q2023 nhưng kỳ vọng cải thiện trong 2Q2023 sau hàng loạt chính sách kích cầu.
- Thanh khoản hệ thống không còn là vấn đề đáng lo ngại, tuy nhiên áp lực huy động vẫn hiện hữu.
- Triển vọng NIM của ngành vẫn chịu nhiều khó khăn, kỳ vọng sự phân hóa ngày càng trở nên rõ rệt.
- Chất lượng tài sản được kỳ vọng duy trì ổn định hơn trong phần còn lại của 2023 và các ngân hàng sẽ có thời gian để làm dày bộ đệm dự phòng sau khi Thông tư 02 được NHNN ban hành.
- Kết quả 1Q2023 không gây nhiều bất ngờ, phản ánh sự thận trọng từ kế hoạch kinh doanh 2023, tuy nhiên các chính sách hỗ trợ được liên tiếp ban hành thời gian qua có thể là yếu tố thay đổi cục diện ngành.
- Định giá vẫn cho thấy sự hấp dẫn (P/B TTM trung bình ngành = 1.1x so với trung bình 5 năm = 1.5x loại trừ VCB, BID, SSB) so với các rủi ro đã dần lộ diện như (1) tốc độ tăng trưởng lợi nhuận chậm lại hay (2) lo ngại về chất lượng tài sản. BSC cho rằng các yếu tố này đã phần nào được phản ánh vào giá cổ phiếu ngân hàng, do đó BSC giữ quan điểm **KHẢ QUAN** với triển vọng ngành ngân hàng trong phần còn lại của 2023.

Tăng trưởng tín dụng chỉ đạt 2.1% sau 1Q2023 nhưng có nhiều tín hiệu để kỳ vọng trong các quý sau.

Sau 2022 tăng trưởng tín dụng nóng, NHNN đã thận trọng hơn trong việc cấp hạn mức 2023 cho các ngân hàng (hạn mức lần 1 hầu hết giao động 9-10%). Điều này xuất phát từ việc lãi suất tăng cao vào cuối 2022 và khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế suy yếu khi các doanh nghiệp nhìn chung hạn chế mở rộng SXKD trong bối cảnh thiếu vắng đơn hàng và tiêu dùng ảm đạm. BSC nhận thấy các ngân hàng có danh mục cho vay tập trung đối tượng bán lẻ tiêu dùng, tiểu thương như ACB, VIB, STB, ... đang có mức tăng trưởng tín dụng kém hơn mặt bằng chung. Ngoài nhóm sản xuất, tín dụng chảy vào lĩnh vực BĐS hạ nhiệt (ước tính tăng 3.51% YTD tính đến 25/04/2023), đặc biệt là sự sụt giảm các khoản vay mua nhà, cũng là nguyên nhân khiến tổng tín dụng tăng trưởng yếu trong 1Q2023. Theo đó, tín dụng toàn hệ thống tăng 2.06% YTD sau 1Q2023 và 2.75% YTD tính đến 25/04/2023, so với định hướng cả năm 14-15% vẫn được NHNN giữ nguyên.

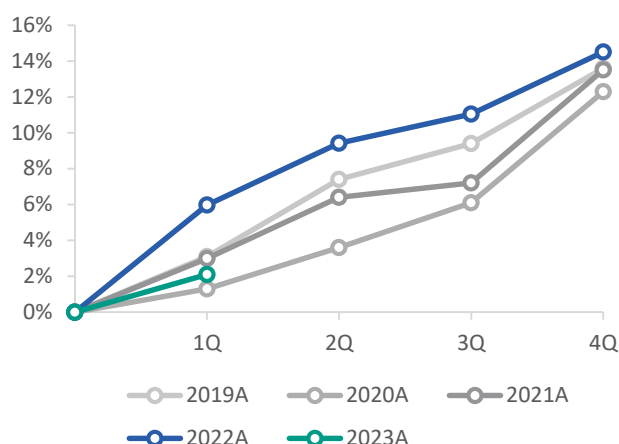
Hình: Tăng trưởng tín dụng YTD trong 1Q2023 của các ngân hàng và toàn hệ thống suy yếu



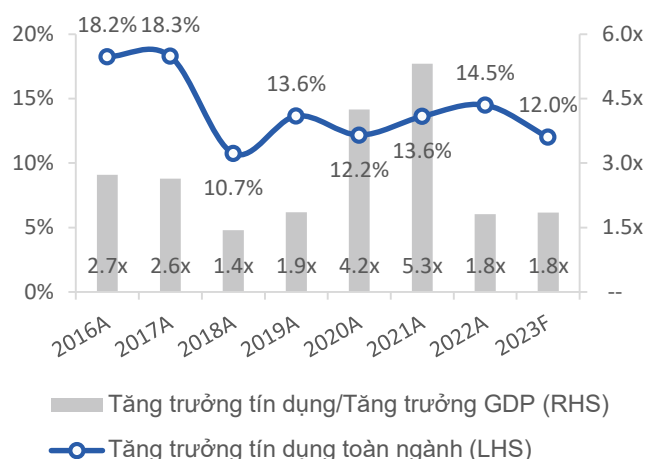
Nguồn: NHNN, BSC Research tổng hợp

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cầu tín dụng có thể sẽ được cải thiện từ 2Q2023 sau khi NHNN đưa ra tín hiệu về việc nới lỏng chính sách tiền tệ qua 2 đợt hạ lãi suất điều hành trong chưa đầy 1 tháng cũng như đưa ra các chính sách mạnh tay nhằm kích cầu nền kinh tế. Nhìn chung, BSC giữ nguyên dự báo tăng trưởng tín dụng 2023 của toàn hệ thống đạt 12% trong kịch bản cơ sở, thấp hơn định hướng đầu năm 14-15% của NHNN.

Hình: So sánh tăng trưởng tín dụng YTD qua các năm



Hình: BSC duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng 2023 đạt 12%



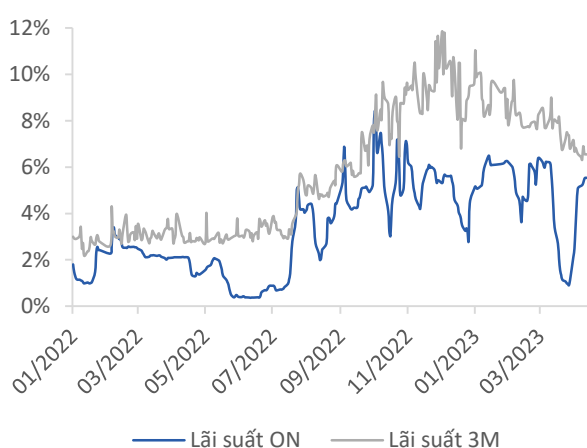
Nguồn: NHNN, BSC Research

Thanh khoản hệ thống không còn là vấn đề đáng lo ngại.

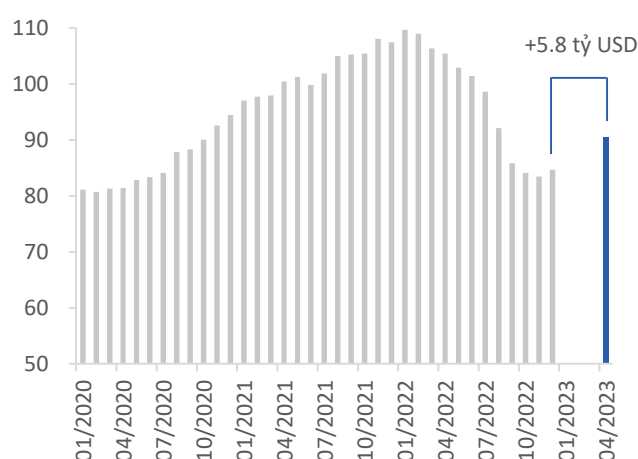
Trái ngược với tình trạng căng cứng thanh khoản vào cuối 2022, câu chuyện thanh khoản có lẽ không còn là chủ đề chính của ngành ngân hàng trong 2023. Với Thông tư 26 được ban hành vào cuối 2022 sửa đổi cách tính LDR, NHNN cho phép hệ thống ngân hàng được sử dụng thêm 50% phần tiền gửi KBNN để tài trợ cho vay trong 2023. Điều này giúp hỗ trợ thanh khoản thị trường và các ngân hàng quốc doanh sẽ được hưởng lợi chính, bù đắp cho việc các ngân hàng quốc doanh đang đi đầu về hạ lãi suất cho vay hỗ trợ nền kinh tế.

Ngoài ra, việc đồng USD suy yếu và ổn định hơn cũng tạo điều kiện để NHNN liên tục mua vào USD từ đầu 2023, bù đắp cho lượng dự trữ ngoại hối đã sụt giảm khá mạnh trong 2022 (ước tính NHNN đã mua vào được 5.8 tỷ USD đến tháng 04/2023). Việc này đã tạo dư địa cho NHNN hạ lãi suất điều hành tới 2 lần trong chưa đầy 1 tháng, trái ngược với tình hình thắt chặt chung vẫn diễn ra ở các NHTW trên thế giới. Theo đó, NHNN đã dừng việc hút thanh khoản qua kênh tín phiếu và lãi suất liên ngân hàng qua đêm cũng có thời điểm giảm mạnh về gần 0%.

Hình: Lãi suất liên ngân hàng có xu hướng giảm từ đầu năm



Hình: Dự trữ ngoại hối ước đạt 90.5 tỷ USD đến T04/2023



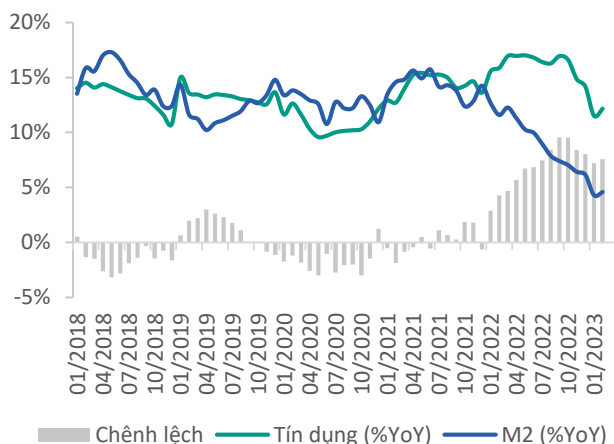
Nguồn: NHNN, BSC Research tổng hợp

Tuy nhiên, tình hình huy động vẫn chưa quá tích cực, đặc biệt là tiền gửi từ nhóm doanh nghiệp. BSC cho rằng các nguyên nhân đến từ (1) triển vọng kinh tế suy yếu khiến các doanh nghiệp gặp áp lực thanh khoản và cần ưu tiên dòng tiền cho hoạt động SXKD, (2) hệ quả của việc lãi suất USD và tỷ giá USD-VND tăng mạnh trong 2022 khiến các doanh nghiệp xuất khẩu vẫn để tiền gửi ở nước ngoài và (3) tiến độ giải ngân vốn đầu tư công

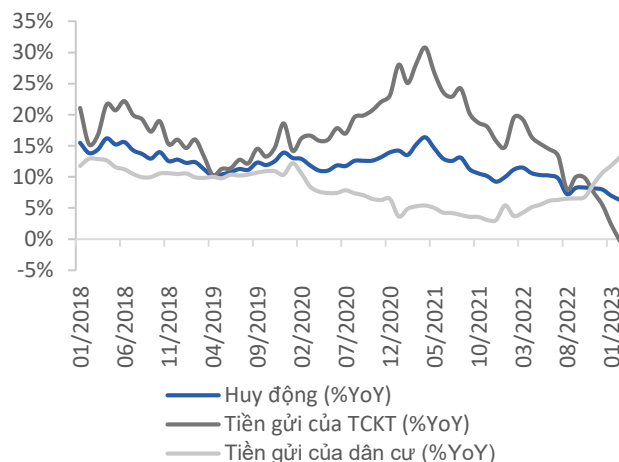
2023 có cải thiện nhưng vẫn thấp hơn kỳ vọng. Do đó, chúng tôi cho rằng khó có thể kỳ vọng 1 sự cải thiện mạnh mẽ về tăng trưởng huy động của toàn hệ thống trong thời gian tới khi các nút thắt này chưa được cải thiện. Thúc đẩy giải ngân nguồn vốn đầu tư công sẽ tiếp tục là điểm được kỳ vọng trong các quý tới.

Trái ngược với nhóm doanh nghiệp, tiền gửi từ nhóm cá nhân có sự cải thiện từ 4Q2022 khi lãi suất gia tăng, tuy nhiên người dân có xu hướng chuyển dịch sang tiền gửi có kỳ hạn để hưởng lợi môi trường lãi suất cao. Điều này, kết hợp với việc nhóm doanh nghiệp đang ưu tiên dòng tiền để tài trợ SXKD, đã và đang ảnh hưởng tiêu cực với tỷ lệ của CASA của ngành ngân hàng. Dù nền lãi suất hiện nay đang trên xu hướng giảm, chúng tôi cho rằng dòng tiền CASA sẽ chưa thể quay trở lại ngay trong ngắn hạn.

Hình: Chênh lệch tăng trưởng tín dụng và cung tiền vẫn lớn



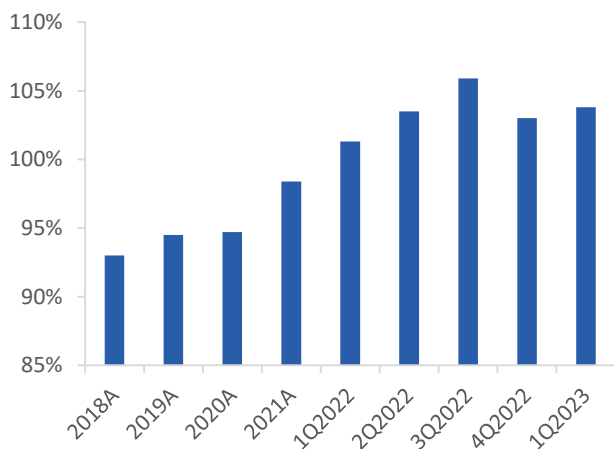
Hình: Tăng trưởng huy động từ nhóm DN gặp khó khăn



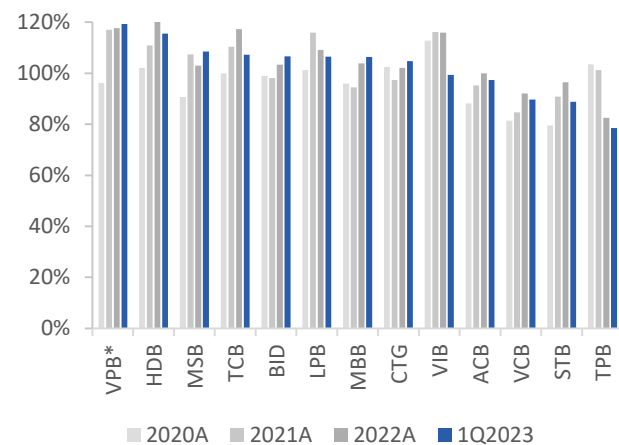
Nguồn: NHNN, BSC Research

Việc lãi suất tiền gửi của hệ thống ngân hàng giảm thời gian qua sau khi NHNN hạ trần lãi suất khiến LDR thuần toàn ngành tăng trở lại lên 104% sau 1Q2023 so với 103% từ đầu năm, đặc biệt là ở nhóm ngân hàng quốc doanh được hưởng lợi chính với Thông tư 26. Dù đã qua giai đoạn căng thẳng đỉnh điểm như 3Q2022, BSC giữ quan điểm thận trọng rằng cho đến khi LDR thị trường 1 được đưa về mức bền vững hơn thì áp lực từ việc cạnh tranh huy động tiền gửi giữa các ngân hàng (đặc biệt là các ngân hàng quy mô nhỏ) vẫn còn hiện hữu, nhất là khi cầu tín dụng phục hồi, điều chúng tôi kỳ vọng trong các quý sau.

Hình: LDR thuần bình quân ngành tăng trở lại trong 1Q2023



Hình: LDR thuần hầu hết ngân hàng tăng mạnh trong 2 năm



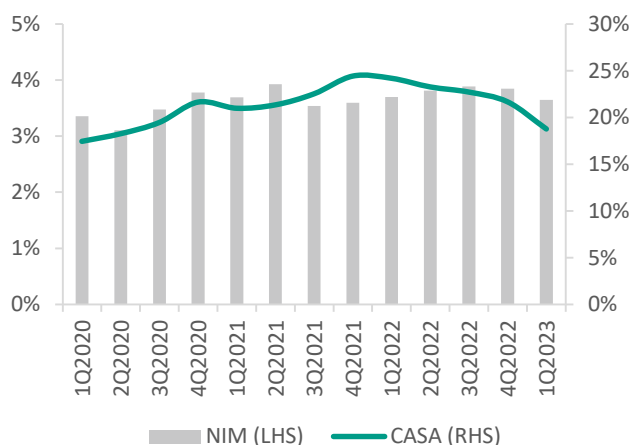
Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC Research

NIM bình quân chung của ngành tiếp tục chịu áp lực thu hẹp.

Ngành ngân hàng bước sang 2023 với triển vọng NIM suy giảm, NIM TTM toàn ngành thu hẹp xuống 3.6% ở 1Q2023 từ 3.8% ở 4Q2022. Nguyên nhân đến từ **(1)** chi phí vốn gia tăng khi tỷ lệ CASA toàn ngành sụt giảm và **(2)** thị trường BĐS và TPDN chứng lại có thể cũng khiến ngành ngân hàng gặp khó trong việc cải thiện lợi suất trên tài sản sinh lời. Dù vậy, chúng tôi nhận thấy mức độ giảm NIM này là không bất ngờ so với kỳ vọng trước đó. Điều này nhìn chung đến từ cầu tín dụng suy yếu so với 2022 cùng việc LDR toàn ngành đã bị đẩy lên mức cao khiến lãi suất đầu vào tăng nhanh hơn lãi suất đầu ra. Xu hướng hạ lãi suất thời gian qua có thể là yếu tố hỗ trợ NIM khi chi phí huy động thường sẽ giảm trước do chênh lệch kỳ hạn tài sản nợ - có, tuy nhiên chúng tôi cho rằng cần theo dõi thêm khi tỷ lệ CASA của ngành chưa có dấu hiệu tích cực.

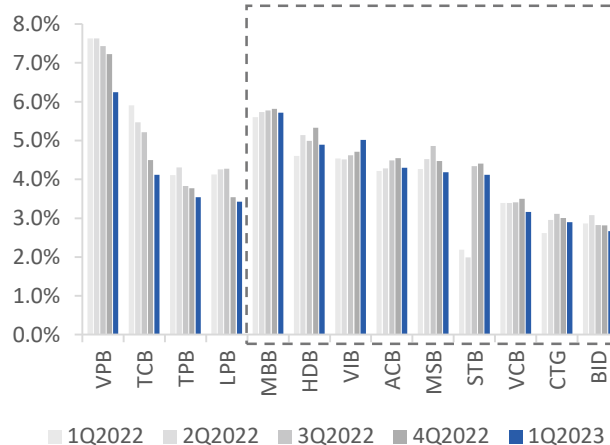
Sự phân hóa về NIM có thể sẽ trở nên rõ ràng hơn trong năm nay khi các ngân hàng có danh mục tín dụng đa dạng ngành nghề và tập trung bán lẻ được kỳ vọng sẽ duy trì NIM tích cực hơn khi nguồn CASA từ nhóm bán lẻ thường ổn định và ít nhạy cảm hơn so với nhóm doanh nghiệp lớn. Nhóm ngân hàng có nhiều tỷ trọng tín dụng phân bổ vào lĩnh vực BĐS và TPDN tiếp tục được kỳ vọng NIM 2023 thu hẹp. Nhóm SOCBs đang đi đầu trong việc cắt giảm lãi vay nhằm hỗ trợ tăng trưởng của nền kinh tế có thể sẽ ghi nhận lãi suất đầu ra giảm nhanh hơn lãi suất đầu vào, từ đó cũng khiến NIM mỏng hơn.

Hình: NIM toàn ngành 1Q2023 suy giảm không gây bất ngờ



*NIM theo số liệu TTM

Hình: NIM các ngân hàng đã có sự phân hóa từ cuối 2022

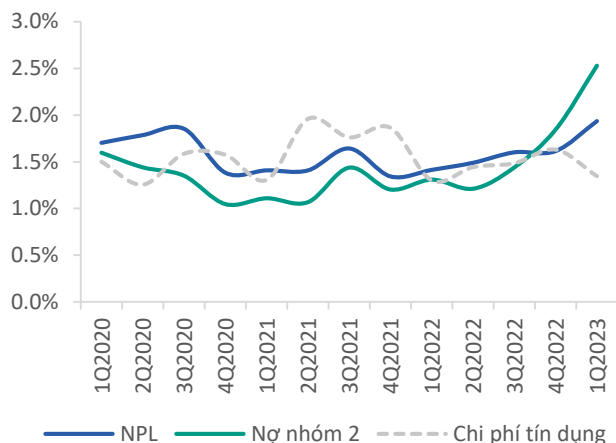


Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC Research

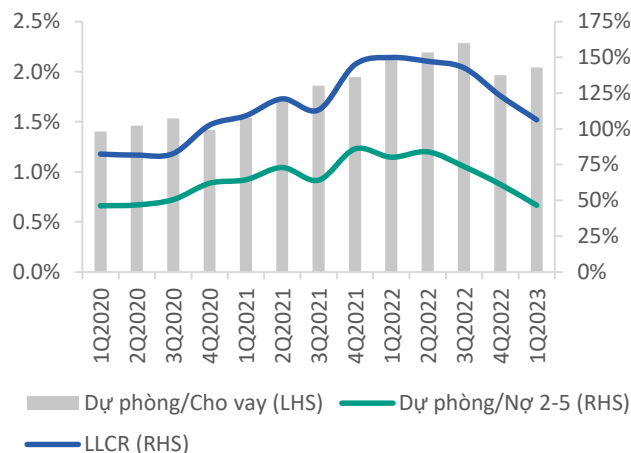
Chất lượng tài sản được gỡ khó đi cùng áp lực trích lập giảm bớt sau khi Thông tư 02 được ban hành.

Trong 1Q2023, tỷ lệ NPL và nợ nhóm 2 toàn ngành đều tăng mạnh, lần lượt tăng 32 bps và 68 bps so với đầu năm. Tốc độ nợ xấu tăng nhanh hơn chi phí dự phòng cũng khiến bộ đệm dự phòng của ngành suy giảm khi LLCR toàn ngành ước tính giảm từ 123% ở cuối 2022 về 106% sau 1Q2023, ngang với mức cuối 2020 đầu 2021. Tuy nhiên, Thông tư 02/2023/TT-NHNN ban hành vào 23/04/2023 có thể là yếu tố thay đổi cuộc chơi khi cho phép các ngân hàng **(1)** giữ nguyên nhóm nợ đối với các khoản nợ đủ điều kiện cơ cấu lại và **(2)** giãn trích lập dự phòng cho các khoản nợ cơ cấu lại trong 2 năm. Thông tư này khá giống Thông tư 01/2020/TT-NHNN được ban hành vào cuối 1Q2020 trong dịch COVID-19. Nhờ đó, BSC kỳ vọng chất lượng tài sản của ngành duy trì ổn định hơn trong các quý sau. Áp lực lên chi phí tín dụng cũng sẽ được giảm bớt trong 2023, và ngành sẽ có thêm thời gian để xử lý nợ và làm dày bộ đệm dự phòng khi các ngân hàng vẫn thực hiện trích lập cho các khoản nợ cơ cấu lại dù không bị chuyển nhóm ngay lập tức.

Hình: Chất lượng tài sản toàn ngành có thể duy trì ổn định hơn trong các quý sau



Hình: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu toàn ngành được dự báo tăng trở lại trong 2023



Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC Research

Sự thận trọng từ kế hoạch 2023 được phản ánh trong kết quả 1Q2023 – LNTT toàn ngành giảm 3.4% YoY.

Tông màu ảm đạm từ những cơn gió ngược trong 2022 tiếp tục bao trùm lên triển vọng của ngành ngân hàng trong 2023. Trong môi trường bất ổn gia tăng, hầu hết các ngân hàng đặt kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận 2023 thấp hơn nhiều so với 2022, trong đó TCB là nhà băng khiêm tốn nhất khi đặt kế hoạch tăng trưởng âm (lưu ý rằng mặt bằng chung các ngân hàng vẫn đặt mục tiêu tăng trưởng 2 chữ số, trung bình +15% YoY). Sự thận trọng trong việc đặt kế hoạch kinh doanh được thể hiện ngay trong kết quả 1Q2023 khi hầu hết các ngân hàng ghi nhận LNTT đi đúng tiến độ và ít có yếu tố bất ngờ.

Ước tính tổng LNTT cả ngành trong 1Q2023 giảm 3.4% YoY, chủ yếu là do VPB (-77% YoY) khi 1Q2022 ghi nhận lợi nhuận bất thường từ khoản phí trả trước của AIA. Nhóm ngân hàng có mức tăng trưởng LNTT ấn tượng nhất ngành sau 1Q2023 bao gồm BID (+53.3% YoY) nhờ chi phí trích lập giảm mạnh sau giai đoạn xử lý nợ xấu tồn đọng từ chu kỳ trước và STB (+32.7% YoY) nhờ thu nhập lãi thuần tăng mạnh khi dần thoái lui dự thu theo đề án tái cơ cấu. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy các ngân hàng tập trung cho vay hộ gia đình, tiểu thương và SME với danh mục đa dạng ngành nghề như ACB (+25.3% YoY) và VIB (+18.2% YoY) cũng có mức tăng trưởng LNTT cao hơn mặt bằng chung nhờ vẫn duy trì được NIM ổn định. Nhóm có mức tăng trưởng LNTT vừa phải bao gồm VCB (+12.8% YoY), HDB (+10.4% YoY), MBB (+10.2% YoY), TPB (+8.7% YoY) với động lực chính đến từ tăng trưởng thu nhập lãi thuần hoặc giảm chi phí dự phòng hoặc kết hợp cả 2. Tuy nhiên, với hàng loạt các chính sách hỗ trợ được ban hành vào thời điểm cuối Q1 đầu Q2, BSC cho rằng có nhiều dư địa cho yếu tố bất ngờ với ngành ngân hàng trong phần còn lại của năm.

Hình: Tăng trưởng LNTT của các ngân hàng trong 1Q2023 và kế hoạch 2023

	Kế hoạch LNTT 2023	%YoY	LNTT 1Q2023	%YoY	% Kế hoạch
VCB	42,973	15%	11,221	13%	26%
BID	26,500	15%	6,920	53%	26%
MBB	26,100	15%	6,512	10%	25%
CTG	24,500	15%	5,980	3%	24%
VPB	24,003	13%	2,550	-77%	11%
TCB	22,000	-14%	5,623	-17%	26%
ACB	20,058	17%	5,157	25%	26%
HDB	13,197	29%	2,743	9%	21%
VIB	12,200	15%	2,694	18%	22%
SHB	10,626	10%	3,620	12%	34%

STB	9,500	50%	2,383	50%	25%
TPB	9,000	11%	1,765	9%	20%
LPB	6,500	5%	1,566	-13%	24%
MSB	6,300	9%	1,526	2%	24%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

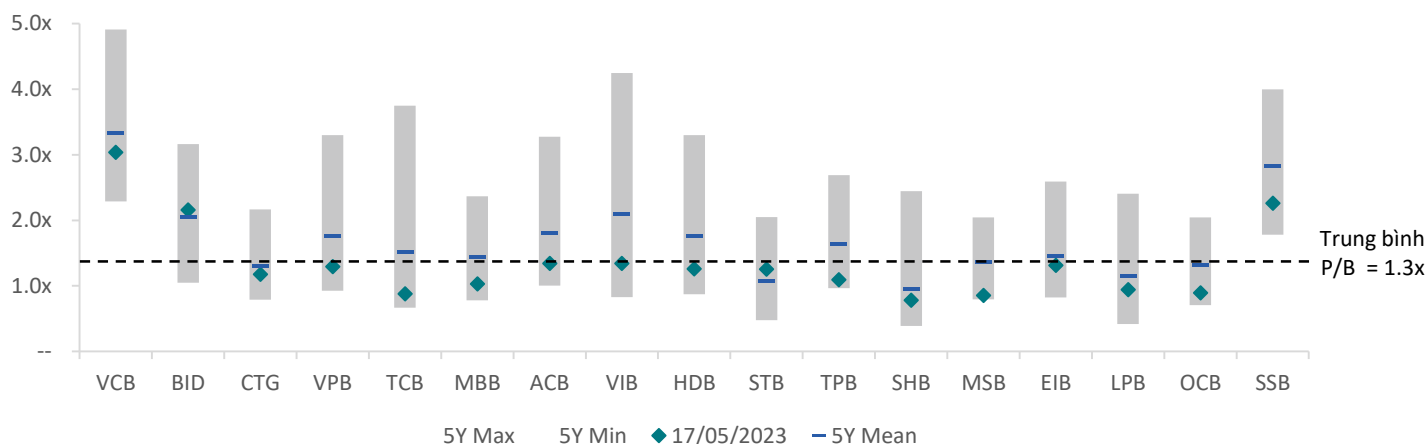
Năm 2023 – Năm của những chính sách.

Điểm nhấn trong 1H2023 có lẽ là những chính sách được các cơ quan điều hành liên tiếp đưa ra nhằm hỗ trợ nền kinh tế, hệ thống ngân hàng, hay thị trường BĐS và TPDN. Ngoài Thông tư 26 và Thông tư 02 (đã đề cập ở trên), chính sách tác động trực tiếp tới ngành ngân hàng còn có Thông tư 03 được kỳ vọng giúp ổn định tâm lý trái chủ và đưa ra 1 giải pháp để cải thiện hoạt động tín dụng bằng cách mua lại trái phiếu dù các ngân hàng có thể sẽ phải chấp nhận rủi ro tín dụng gia tăng. NHNN cũng đang xem xét Dự thảo sửa đổi Thông tư 41 về giảm hệ số rủi ro với các khoản cho vay BĐS KCN và NOXH, theo đó nếu được thông qua, các ngân hàng quốc doanh có thể sẽ được hưởng lợi chính.

Định giá – Vẫn còn đó sự hấp dẫn.

Với các rủi ro của ngành đã dần lộ diện như **(1)** tốc độ tăng trưởng lợi nhuận chậm lại hay **(2)** lo ngại về chất lượng tài sản, BSC cho rằng các yếu tố này đã phần nào được phản ánh vào giá cổ phiếu ngân hàng và mức định giá hiện tại của ngành vẫn hấp dẫn (P/B TTM trung bình các ngân hàng niêm yết trên HSX loại trừ VCB, BID, SSB là 1.1x so với trung bình 5 năm là 1.5x), đặc biệt là sau hàng loạt các chỉ đạo và chính sách hỗ trợ từ đầu năm. BSC đánh giá triển vọng của ngành trong 2H2023 sẽ tiếp tục xoay quanh **(1)** xu hướng hạ lãi suất hỗ trợ nền kinh tế, **(2)** thúc đẩy giải ngân đầu tư công và **(3)** các chính sách tháo gỡ nút thắt pháp lý cho thị trường BĐS giúp ổn định chất lượng tài sản và cải thiện tăng trưởng tín dụng. Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** với ngành ngân hàng.

Hình: Định giá P/B TTM trung bình các ngân hàng niêm yết trên HSX = 1.3x tại 17/05/2023, so với trung bình 5 năm = 1.7x



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Các chỉ số chính 1Q2023 của các ngân hàng

Tỷ đồng	ACB	BID	CTG	HDB	LPB	MBB	MSB	STB	TCB	TPB	VCB	VIB	VPB
QUY MÔ													
Vốn điều lệ	34,046	66,204	57,868	25,426	17,291	47,597	20,034	20,602	36,205	18,379	53,130	21,078	66,551
VCSH	62,530	109,848	112,945	40,828	25,298	84,767	27,997	40,558	117,965	33,662	144,658	32,570	105,098
Tổng tài sản	611,224	2,106,865	1,823,962	458,803	337,197	760,761	235,473	596,694	723,518	343,522	1,846,431	357,247	677,624
VCSH/TTS	10.2%	5.2%	6.2%	8.9%	7.5%	11.1%	11.9%	6.8%	16.3%	9.8%	7.8%	9.1%	15.5%
TĂNG TRƯỞNG													
% Tín dụng (YTD)	-0.6%	4.9%	4.1%	9.0%	2.7%	4.1%	12.9%	2.1%	9.0%	5.8%	2.5%	-1.3%	4.9%
% TTS (YTD)	0.6%	-0.6%	0.8%	10.2%	2.9%	4.4%	10.3%	0.8%	3.5%	4.5%	1.8%	4.1%	7.4%
% Tiền gửi (YTD)	2.1%	1.6%	1.9%	15.8%	5.3%	2.0%	7.6%	5.3%	8.1%	3.1%	3.1%	-0.4%	9.2%
% TOI (YoY)	15.6%	6.5%	21.0%	10.4%	-3.9%	2.6%	19.2%	32.7%	-8.0%	1.2%	10.7%	19.2%	-32.4%
% LN trước DP (YoY)	31.7%	4.6%	24.0%	15.7%	-15.1%	4.1%	15.9%	47.6%	-12.1%	-12.5%	8.3%	25.6%	-41.5%
% PBT (YoY)	25.3%	53.3%	2.7%	8.5%	-12.8%	10.2%	2.1%	49.9%	-17.1%	8.7%	12.8%	18.2%	-77.1%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN													
Nợ nhóm 2	0.9%	2.3%	2.7%	3.2%	2.0%	3.5%	3.2%	0.9%	1.9%	4.0%	0.6%	5.4%	8.2%
NPLs	1.0%	1.5%	1.3%	1.8%	1.5%	1.8%	2.0%	1.2%	0.8%	1.4%	0.8%	3.6%	6.2%
DPRR/Tổng dư nợ	1.1%	2.7%	2.2%	1.1%	1.6%	2.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.2%	2.7%	1.4%	2.9%
DPRR nợ xấu/ Nợ 2-5	61.2%	68.6%	55.9	69.7%	22.6%	46.8%	46.5%	25.4%	58.0%	40.9%	22.2%	182.4%	15.3%
Chi phí tín dụng	0.2%	1.4%	2.1%	1.4%	0.4%	1.6%	1.3%	0.9%	0.5%	0.8%	0.7%	1.2%	5.7%
RỦI RO THANH KHOẢN VÀ AN TOÀN VỐN													
LDR TT22	78.0%	88.5%	85.5%	72.1%	80.9%	74.7%	67.6%	84.5%	78.7%	56.6%	74.0%	71.9%	83.4%
Đòn bẩy tài chính	9.8x	19.2x	16.1x	11.2x	13.3x	9.0x	8.4x	14.7x	6.1x	10.2x	12.8x	11.0x	6.4x
CAR Basel II	12.8%	9.3%	9.0%	13.4%	12.3%	12.3%	14.9%	11.4%	9.5%	15.2%	12.7%	9.9%	12.8%
HIỆU QUẢ KINH DOANH													
TOI	7,920	17,278	17,018	5,657	3,134	11,930	2,869	6,800	9,300	3,659	18,517	4,930	12,359
LNTT	5,156	6,920	5,980	2,743	1,566	6,512	1,526	2,383	5,623	1,765	11,221	2,694	2,550
NI/TOI	78.5%	80.7%	74.4%	85.6%	88.5%	85.7%	75.2%	85.8%	70.2%	74.8%	76.7%	87.3%	77.1%
CASA	20.2%	16.2%	18.1%	7.8%	5.3%	35.5%	22.6%	17.4%	32.0%	14.2%	30.4%	12.9%	14.2%
LS gộp bình quân	8.9%	7.2%	7.5%	11.1%	9.4%	9.7%	8.8%	9.8%	8.7%	8.7%	6.2%	10.6%	11.8%
Chi phí vốn bình quân	5.3%	4.8%	4.8%	6.4%	6.5%	4.6%	5.0%	6.2%	5.0%	5.4%	3.4%	6.2%	6.4%
NIM	4.2%	2.7%	2.9%	4.9%	3.4%	5.7%	4.2%	4.1%	4.1%	3.5%	3.2%	5.0%	6.2%
CPDP/PPOP	4.7%	44.4%	52.9%	25.8%	12.5%	22.1%	20.9%	29.6%	8.7%	15.1%	15.3%	19.9%	71.5%
CIR	31.7%	28.0%	25.3%	34.6%	42.9%	29.9%	32.7%	50.2%	33.8%	43.2%	28.5%	31.8%	27.7%
ROAA	2.7%	1.1%	1.1%	2.0%	1.5%	2.8%	2.2%	1.3%	2.6%	1.7%	2.0%	2.5%	1.0%
ROAE	27.3%	20.4%	17.4%	20.9%	20.2%	24.4%	17.8%	19.2%	15.5%	17.2%	25.4%	26.4%	9.7%
ĐỊNH GIÁ													
BVPS (đồng)	18,514	21,716	23,502	16,232	14,631	18,696	13,998	21,514	32,885	21,282	30,567	15,453	15,585
P/B TTM (05/05/23)	1.3x	2.1x	1.2x	1.2x	0.9x	1.0x	0.9x	1.2x	0.9x	1.1x	2.9x	1.3x	1.3x

Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC Research

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN THƯƠNG MẠI [KÉM KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Lâm Việt

Email: vietl@bsc.com.vn

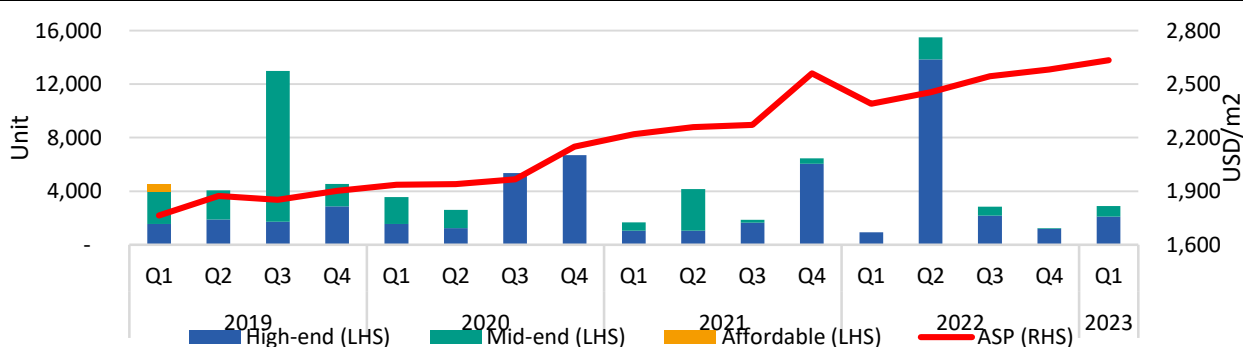
- Khả năng hấp thụ yếu tuy nhiên giá bán bình quân vẫn tiếp tục xu hướng tăng do nguồn cung dự án mới tại TP HCM và Hà Nội hạn chế.
- Số lượng giao dịch đất nền sụt giảm sâu, trong khi giao dịch chung cư, nhà ở riêng lẻ phục hồi cho thấy thị trường đã thực hiện được những bước đầu mục tiêu bình ổn thị trường BĐS của Chính phủ và tái cấu trúc danh mục sản phẩm của doanh nghiệp.
- Giá trị TPDN đáo hạn trong 9 tháng còn lại của năm 2023 vẫn lớn, tuy nhiên áp lực thanh khoản không còn quá “bi quan” như giai đoạn đầu năm.
- Kỳ vọng “đào chiều” xuất hiện nhờ hàng loạt chính sách được ban hành, tập trung giải quyết hai “nút thắt” lớn nhất của thị trường BĐS là (1) pháp lý và (2) nguồn vốn.
- Các chính sách cần thiết, kịp thời thể hiện quyết tâm của Chính phủ vì mục tiêu khôi phục nền kinh tế nói chung và BĐS nói riêng. Tuy nhiên, cần thời gian để thị trường “thấm thấu” các chính sách này cũng như lấy lại niềm tin từ người mua nhà.
- BSC duy trì quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành Bất động sản thương mại trong năm 2023.

Nguồn cung mới vẫn hạn chế và khả năng hấp thụ yếu, tuy nhiên thị trường HCM chứng kiến sự trở lại của phân khúc trung cấp.

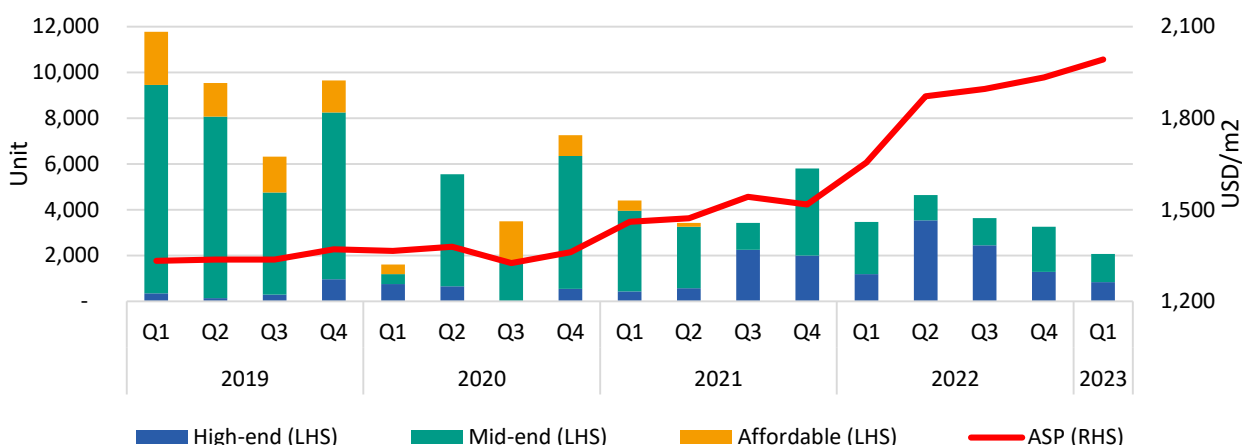
Theo CBRE, trong Quý 1/2023 thị trường căn hộ TP HCM ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ so với quý trước với 2,900 sản phẩm (+220% YoY và +122% QoQ), gần một nửa nguồn cung đến từ dự án Vinhomes Grand Park nhưng đóng góp từ các dự án khác vẫn rất hạn chế với chỉ có 3 dự án mở bán. Thị trường căn hộ Hà Nội chứng kiến sự sụt giảm mạnh về nguồn cung với chỉ 2,000 sản phẩm (-44%YoY và -43% QoQ), tuy nhiên phân khúc trung cấp vẫn chiếm chủ đạo khoảng 55% tổng nguồn cung mới. Khả năng hấp thụ sản phẩm vẫn đang trong tình trạng khó khăn với mức giảm -17% QoQ và -54% QoQ lần lượt tại TP HCM và Hà Nội. Nhìn chung, tâm lý thị trường vẫn chưa hồi phục, nhà đầu tư cẩn trọng hơn trong việc chọn lựa dự án sau các sự kiện tiêu cực năm 2022 và mặt bằng lãi suất vẫn duy trì ở mức cao, chỉ mới bắt đầu giảm từ cuối Quý 1/2023.

Giá bán căn hộ sơ cấp bình quân vẫn duy trì đà tăng do phân khúc cao cấp chiếm tỷ trọng cao hơn trong tổng nguồn cung đang chào bán trên thị trường. Cụ thể, giá bán căn hộ bình quân là 2,634 USD/m² (+10.2% YoY, +2% QoQ) tại TP HCM và 1,992 USD/m² (+20% YoY, +3% QoQ) tại Hà Nội. Nhìn chung, căn hộ chung cư để ở có tiện ích và chất lượng tốt ở Hà Nội, TP HCM vẫn thu hút sự quan tâm của người mua nhà. Tuy nhiên, thị trường vẫn ghi nhận biến động giảm giá tại một số dự án, nổi bật như Home City (-5.6% YTD), South Tower (-6.1% YTD) Eco Dream (-5.3% YTD) tại Hà Nội và The Grand Manhattan (-4.4% YTD), Satra Eximland (-4.3% YTD), Western Capital (-3.8% YTD) tại TP HCM.

Hình: Thị trường căn hộ tại TP Hồ Chí Minh



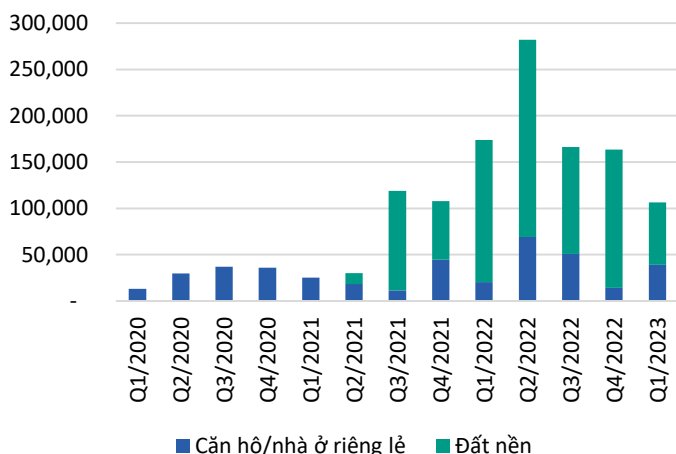
Hình: Thị trường căn hộ tại Hà Nội



Nguồn: CBRE

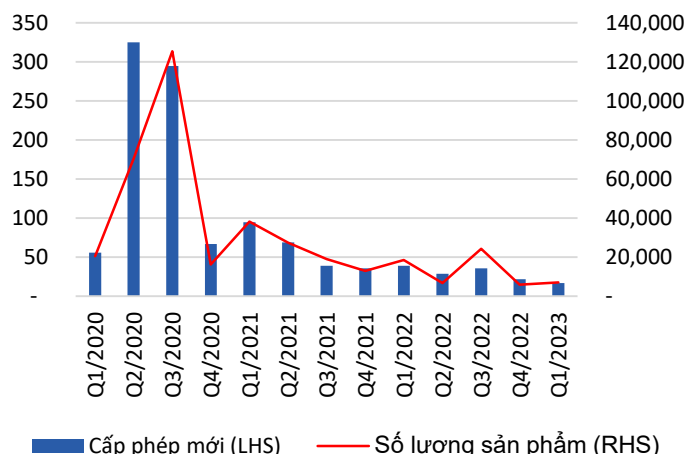
Nhìn rộng ra thị trường BĐS trên cả nước, ngành vẫn đang trong quá trình rà soát toàn diện, hoàn thiện pháp lý do đó nguồn cung vẫn chưa được “mở khóa”, thể hiện qua số lượng dự án được cấp phép mới chỉ đạt 17 dự án (-56% YoY, -20% QoQ) với 7,187 sản phẩm (-61% YoY, +20% QoQ). Đáng chú ý, lượng giao dịch BĐS trong Quý 1/2023 giảm -38.8% YoY và -34.9% QoQ, chủ yếu tập trung phân khúc đất nền (-56% YoY, -55% QoQ), tuy nhiên lượng giao dịch đối với nhà ở chung cư, nhà ở riêng lẻ tăng +192.5% YoY và +272.7% QoQ. **Sụt giảm sâu ở số lượng giao dịch đất nền và phục hồi ở giao dịch chung cư, nhà ở riêng lẻ cho thấy mục tiêu bình ổn thị trường BĐS của Chính phủ và quá trình tái cơ cấu danh mục sản phẩm của doanh nghiệp đã thực hiện được những bước đầu.**

Hình: Số lượng giao dịch bất động sản ghi nhận sự phục hồi ở sản phẩm căn hộ/nhà ở riêng lẻ và giảm mạnh ở phân khúc đất nền



Nguồn: Bộ Xây dựng, BSC Research

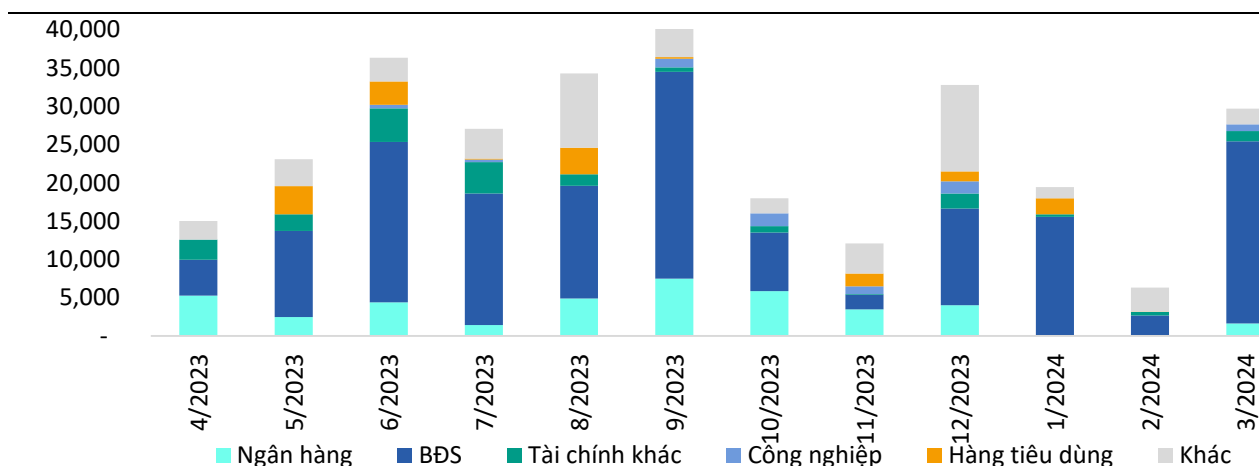
Hình: Số lượng dự án được cấp phép mới vẫn rất hạn chế



Nguồn: Bộ Xây dựng, BSC Research

Điểm rơi đáo hạn trái phiếu tập trung vào Q2-Q3/2023. Thống kê từ Fiinrating và HNX, tổng giá trị TPDN riêng lẻ ngành BĐS đáo hạn trong 9 tháng còn lại của năm 2023 ở mức 93.2 nghìn tỷ đồng (chiếm 42.2% tổng dư nợ trái phiếu đáo hạn toàn thị trường năm 2023), điểm rơi đáo hạn tập trung vào tháng cuối cùng của các quý. Đây là con số lớn đối với năng lực tài chính của các DN BĐS thời điểm hiện tại.

Hình: Lịch đáo hạn trái phiếu theo tháng



Nguồn: HNX, Fiinrating, BSC Research

Tuy nhiên, áp lực thanh khoản đã giảm đi rất nhiều so với thời điểm đầu năm 2023 nhờ hàng loạt chính sách về trái phiếu, tín dụng nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế của Chính phủ. Tính đến ngày 17/4, thị trường đã ghi nhận 89 tổ chức phát hành chậm thực hiện nghĩa vụ nợ TPDN với tổng giá trị 113.14 nghìn tỷ đồng kể từ khi Nghị định 08/2023/NĐ-CP có hiệu lực. BSC nhận thấy nỗ lực của Chính phủ trong hành trình khôi phục nền kinh tế nói chung và thúc đẩy thị trường bất động sản nói riêng thông qua hàng loạt thông tư, nghị định được ban hành từ cuối T3/2023.

Bảng: Các chính sách tháo gỡ vừa được liên tiếp ban hành

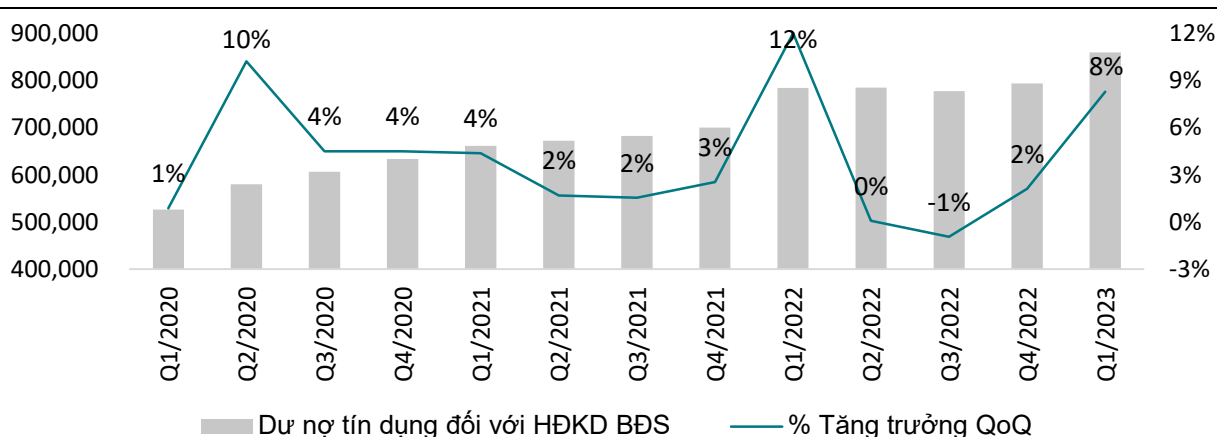
Chính sách	Ngày ban hành	Điểm chính
CHÍNH SÁCH TẬP TRUNG PHÁP LÝ		
Nghị quyết số 33/NQ-CP	11/03/2023	Một số giải pháp tháo gỡ và thúc đẩy thị trường BĐS phát triển an toàn, lành mạnh, bền vững
Công văn số 178/TTg-CN	27/03/2023	Thúc đẩy và tháo gỡ thị trường BĐS
Công điện số 194/CĐ-TTg	01/04/2023	Tập trung tháo gỡ vướng mắc về đất đai, VLXD để triển khai thực hiện các dự án đầu tư xây dựng đường bộ ca tốc và BĐS
Nghị định 10/2023/NĐ-CP	03/04/2023	Bổ sung các Nghị định hướng dẫn Luật đất đai
CHÍNH SÁCH TẬP TRUNG NGUỒN VỐN		
<u>Nghị định 08/NĐ-CP</u>	05/03/2023	Sửa đổi, bổ sung và ngưng hiệu lực thi hành một số điều tại các Nghị định quy định về chào bán, giao dịch TPDN riêng lẻ
Nghị quyết số 31/NQ-CP	07/03/2023	Chính phủ giao các Bộ, ngành, địa phương tập trung nhiệm vụ tháo gỡ khó khăn, vướng mắc đối với tín dụng, thị trường TPDN, BĐS
Nghị quyết số 33/NQ-CP	11/03/2023	Một số giải pháp tháo gỡ và thúc đẩy thị trường BĐS phát triển an toàn, lành mạnh, bền vững
Quyết định số 313/QĐ-NHNN	14/03/2023	Hạ lãi suất tái chiết khấu từ 4.5% xuống 3.5%
Quyết định số 574/QĐ-NHNN	31/03/2023	Hạ lãi suất tái cấp vốn từ 6% xuống 5.5%
Văn bản số 2308/NHNN-TĐ	01/04/2023	Triển khai chương trình cho vay NOXH, Nhà ở công nhân, cải tạo xây dựng lại chung cư cũ theo Nghị quyết 33/NQ-CP
Nghị quyết số 50/NQ-CP	08/04/2023	Yêu cầu bộ Tài chính đưa ra giải pháp miễn, giảm, gia hạn, hoãn và trì hoãn thuế, phí, lệ phí, tiền thuê đất và phí SĐĐ cho năm 2023
Thông tư số 02/2023/TT-NHNN	23/04/2023	Cho phép giãn nợ có dư nợ gốc phát sinh trước 24/04/2023 và những khoản nợ phát sinh nghĩa vụ trả nợ gốc/lãi trong thời gian 24/04/2023-30/06/2024. Giữ nguyên nhóm nợ đối với các khoản nợ được cơ cấu lại thời hạn trả nợ nhưng vẫn phải trích lập nợ xấu trong 2 năm

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Tín hiệu tích cực nhờ sự hợp lực từ chính sách điều hành, tài chính tiền tệ khi tập trung tháo gỡ hai “nút thắt” lớn nhất của thị trường BĐS hiện tại là (1) pháp lý và (2) nguồn vốn.

- **Về pháp lý:** Đi kèm với các văn bản chính sách được ban hành/sửa đổi kịp thời, các cơ quan quản lý địa phương cũng được yêu cầu đích danh rà soát toàn diện, xác định rõ vướng mắc, tìm giải pháp phù hợp và báo cáo trong thời hạn cụ thể. Tổ công tác đặc biệt của Chính phủ đã làm việc với các địa phương, rà soát 180 dự án tại TP HCM, 170 dự án tại Hà Nội, 75 dự án tại Đà Nẵng, 65 dự án tại Hải Phòng, 79 dự án tại Cần Thơ, ngoài ra tiếp nhận, sàng lọc và có văn bản gửi các địa phương những nội dung tháo gỡ thuộc địa phương liên quan đến 71 văn bản đề nghị tháo gỡ khó khăn của doanh nghiệp liên quan đến 121 dự án BĐS.
- **Về nguồn vốn:** Nghị định 08/NĐ-CP và Thông tư số 02/2023/TT-NHNN đề cập đến việc giãn nợ gốc, lãi vay, cơ cấu lại nhóm nợ, tạo điều kiện vay vốn cho một số dự án đủ điều kiện cũng như là mặt bằng lãi suất chung đang có tín hiệu hạ nhiệt.

Hình: Dư nợ tín dụng đối với hoạt động kinh doanh BĐS



Nguồn: NHNN, Bộ Xây dựng

Hạ tầng kết nối tiếp tục được chú trọng. Trong Q1/2023, Bộ GTVT đã giải ngân khoảng 17,000 tỷ VND (tăng +14% YoY và đạt 18% kế hoạch năm). Như đã đề cập trong [Báo cáo triển vọng ngành 2023](#), chúng tôi kỳ vọng giao thông kết nối được phát triển đồng bộ sẽ dần kéo nhu cầu thực từ khu vực nội thành (tier 1) sang các khu vực ngoại thành (tier 1.5) và các tỉnh/thành lân cận (tier 2), giảm tải áp lực cho các thành phố lớn nơi quỹ đất còn lại rất hạn chế, từ đó thu hẹp độ “lệch pha” giữa cung và cầu.

Song, thị trường vẫn cần thêm thời gian để “thấm thấu” chính sách và lấy lại niềm tin của người mua nhà. Trong bối cảnh nhu cầu nhà ở thực vẫn rất lớn, thời gian phục hồi phụ thuộc rất nhiều yếu tố, trong đó liên quan đến việc phê duyệt các dự thảo luật và các nghị định, cần có thêm văn bản hướng dẫn thực hiện cụ thể từ phía đơn vị hoạch định chính sách và cơ quan quản lý địa phương để “mở khóa” nguồn cung. Thị trường vẫn đang chờ đợi các văn bản pháp luật quan trọng được thông qua: Luật Nhà ở (Sửa đổi), Luật Kinh doanh Bất động sản (Sửa đổi), Luật Đất đai (Sửa đổi), Luật Giá (Sửa đổi) và Luật Đấu thầu (Sửa đổi).

Doanh nghiệp	Doanh thu	%YoY	LNST-CĐTS	%YoY	Nợ/TTS	CFO	CFI	CFF
VHM	29,299	228%	11,923	152%	11%	(5,398)	(6,991)	3,462
NVL	604	-69%	(377)	N/A	24%	(1,412)	346	(2,170)
KDH	426	198%	200	-33%	31%	(1,017)	44	(303)
DXG	416	-77%	(95)	N/A	20%	(204)	(292)	193
NLG	235	-60%	7	980%	21%	(752)	(10)	415
DIG	198	-63%	79	24%	20%	(75)	1,143	(1,108)

Theo thống kê từ BCTC của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trên HoSE, tổng lợi nhuận ngành BĐS vẫn ghi nhận mức tăng trưởng bất ngờ +51% YoY, đạt 15,657 tỷ VND. Tuy nhiên, đóng góp của VHM và VRE vào tổng lợi nhuận lên đến 82%, cụ thể có 24/59 doanh nghiệp ghi nhận tăng trưởng dương và 35/59 doanh nghiệp tăng trưởng âm svck. Nhìn chung, phù hợp với chu kỳ khó khăn của ngành BĐS, dòng tiền từ HĐKD của các doanh nghiệp BĐS hầu hết đều kém tích cực. Giá trị mở bán mới vẫn tiếp tục xu thế sụt giảm mạnh từ Q3/2022.

Dẫu vậy, cơ hội vẫn hiện hữu với những doanh nghiệp có thể “sống sót” trong bối cảnh hiện tại, sẽ hưởng lợi từ đầu tư công trong tương lai nhờ vào nền tảng tài chính lành mạnh, chiến lược triển khai phù hợp và có khả năng mở rộng quỹ đất với giá vốn hợp lý bao gồm VHM, NLG và KDH. **Chúng tôi tin rằng xu hướng sụt giảm giá trị mở bán mới sẽ chậm lại và bắt đầu tăng tốc từ giai đoạn cuối năm 2023 khi (1) môi trường pháp lý rõ ràng, (2) thu hẹp độ lệch pha “cung – cầu” nhờ vào quá trình tái cấu trúc toàn diện của các DN và (3) tâm lý của người mua nhà tích cực hơn.**

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành BĐS trong năm 2023 do các yếu tố “cơn gió ngược chiều” bao gồm (1) chu kỳ ngành, (2) kinh tế vĩ mô còn nhiều khó khăn ảnh hưởng sức mua của thị trường, (3) tồn tại “độ trễ” chính sách nhất định. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy được một số tín hiệu đảo chiều đến từ nỗ lực của Chính phủ trong việc tháo gỡ hai “nút thắt” lớn nhất (1) pháp lý thông qua các thông tư, nghị định được ban hành, (2) nguồn vốn tín dụng, lãi suất được “nới lỏng” hơn cũng như (3) độ lệch pha cung cầu được thu hẹp nhờ vào hạ tầng giao thông được hoàn thiện.

Bảng: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Bất động sản thương mại

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
VRE	9,102	24%	3,642	31%	1,564	17.4	1.7	9%	10%	27,900	36,200	30%
VHM	87,014	39%	31,951	11%	7,414	6.8	1.3	10%	14%	50,500	68,300	35%
DXG	4,524	-18%	179	-17%	292	45.2	0.6	1%	3%	13,950	16,900	21%
NLG	4,735	9%	658	18%	1,692	14.6	1.4	4%	8%	31,650	38,200	20%
KDH	3,162	9%	1,217	10%	1,710	17.7	1.6	6%	9%	28,500	37,700	32%

Nguồn: BSC Research

7.2. Nhóm ngành hưởng lợi từ đầu tư công

NGÀNH CẢNG BIỂN [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Trần Lâm Tùng

Email: tungtl@bsc.com.vn

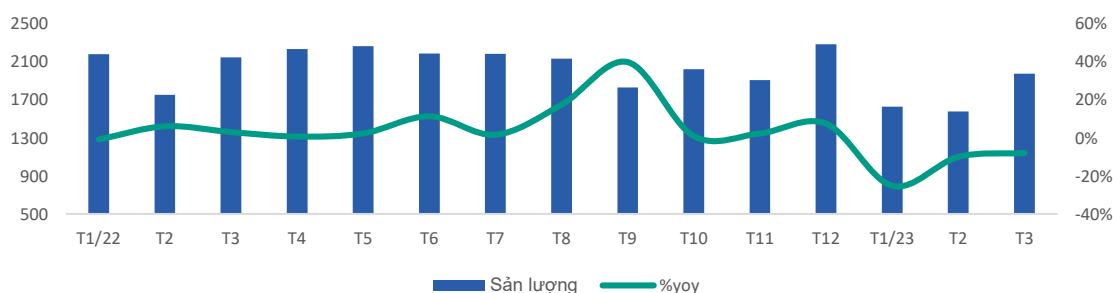
- **Sản lượng Container suy giảm trong Q1.2023.** Kết thúc Q1.2023, sản lượng Container toàn ngành = 5.177 triệu TEUs (-15% yoy). Trong năm 2023, BSC cho rằng sản lượng Container sẽ kém khả quan do xu hướng xuất nhập khẩu chậm lại.
- **Vị thế các doanh nghiệp cảng biển tại Hải Phòng sẽ thay đổi đáng kể trong năm 2023** sau khi thương vụ chuyển nhượng Nam Hải Đình Vũ hoàn thành.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung Lập đối với ngành Cảng Biển trong năm 2023.

Sản lượng Container = 5.177 triệu TEUs suy giảm 15% yoy trong Q1.2023 do nền kinh tế toàn cầu chậm lại.

- **Tại khu vực Hải Phòng:** ngoại trừ cảng Nam Đình Vũ +36% yoy của GMD do sản lượng chuyển dịch sang từ cảng Nam Hải Đình Vũ, thì hầu hết các cảng còn lại tại khu vực Sông Cấm đều ghi nhận mức suy giảm từ 11-50% yoy.
- **Tại khu vực Cái Mép Thị Vải:** ngoại trừ cảng TCTT +69% yoy do mức nền thấp của năm 2022 thời điểm TCTT nhận nhiều container rỗng, hầu hết các cảng đều ghi nhận giảm từ 31-50% yoy do sự suy giảm của các đơn hàng đi EU, Mỹ.

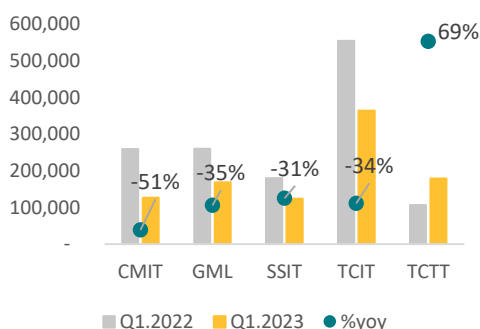
Trong phần còn lại của năm 2023, theo dõi các đơn hàng xuất nhập khẩu của một số doanh nghiệp niêm yết, BSC chưa nhìn thấy yếu tố cải thiện nào tính đến thời điểm hiện tại. Tuy nhiên, khi nhìn vào KQKD của doanh nghiệp TMĐT, bán lẻ tại Mỹ vẫn duy trì tăng trưởng dương như Amazon (+9% yoy) và mức tồn kho kỳ vọng sẽ giảm về mức thấp trong 2H.2023 sẽ là điểm hỗ trợ cho hồi phục xuất nhập khẩu của Việt Nam và cải thiện sản lượng tại các cảng biển trong 2H.2023. **Do đó, chúng tôi cho rằng sản lượng cảng có thể hồi phục từ giữa đến cuối Q3.2023 tuy nhiên nhìn chung cả năm 2023 tăng trưởng sản lượng sẽ vẫn kém khả quan so với 2022.**

Hình: Sản lượng Container -15% yoy trong Q1.2023

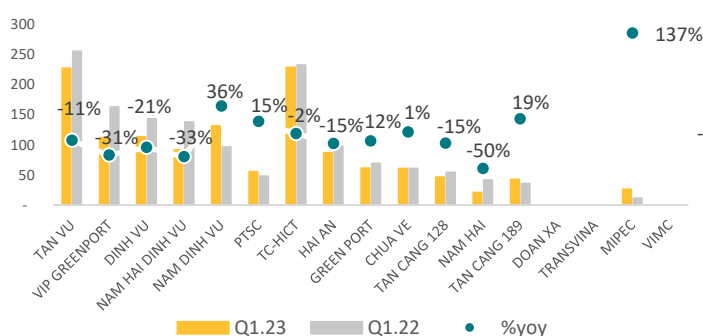


Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Sản lượng Container qua CMTV Q1.2023



Hình: Sản lượng Container qua HP Q1.2023



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: KQKD Q1.2023 của các doanh nghiệp cảng biển

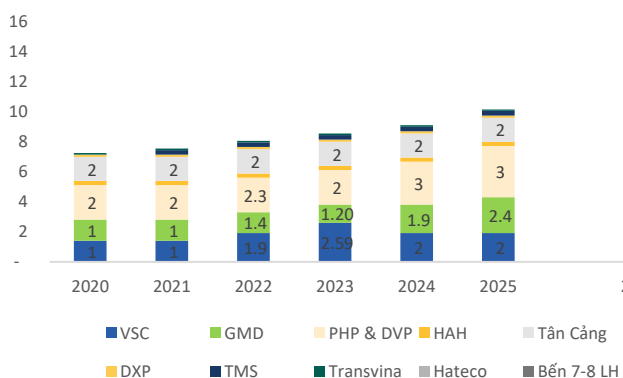
	DTT	NPATMI	Nhận xét
GMD	901 tỷ (+2.6% yoy)	202 tỷ (-26% yoy)	(1) DTT tăng trưởng nhẹ nhờ doanh thu từ hoạt động logistic, cho thuê văn phòng tăng trưởng = 246.7 tỷ (+71% yoy), trong khi doanh thu khai thác cảng = 655 tỷ (-11% yoy) do sản lượng giảm -11% yoy. (2) NPATMI giảm mạnh do ghi nhận lỗ tại các CTLK như GML = -38.7 tỷ khi hoạt động dưới công suất hòa vốn trong Q1.2023.
VSC	467 tỷ (-0.4% yoy)	28.8 tỷ (-68% yoy)	NPATMI giảm mạnh do (1) chi phí lãi vay tăng mạnh từ khoản vay 700 tỷ để mua lại NHDV (2) tỷ lệ SG&A/DTT = 12% tăng 2.2% svck.

Nguồn: GMD, VSC, BSC Research tổng hợp

Vị thế các doanh nghiệp cảng biển thay đổi tại khu vực cảng Hải Phòng trong năm 2023. Cụ thể, thương vụ chuyển nhượng cảng Nam Hải Đình Vũ giữa GMD và VSC đã chính thức được ký kết và dự kiến sẽ hoàn thành trong 1H.2023. Sau khi thương vụ hoàn tất vị thế của các doanh nghiệp sẽ có sự thay đổi lớn:

1. **VSC sẽ trở thành doanh nghiệp cảng lớn nhất tại khu vực Hải Phòng trong 2023**, với tổng công suất = 2.6 triệu TEUs (+36% yoy), chiếm 24% thị phần.
2. **Ở chiều ngược lại, dự địa tăng trưởng của GMD tại khu vực cảng Hải Phòng sẽ không còn nhiều**, thị phần của GMD sẽ giảm 3 điểm % về mức 14% trong 2023 với tổng công suất = 1.2 triệu TEUs (-14% yoy). Tuy nhiên, tiền thu về từ bán cảng NHDV sẽ giúp GMD có thêm nguồn lực để gia tăng vị thế ở các cảng nước sâu ở phía Nam thông qua dự án GML giai đoạn 2.

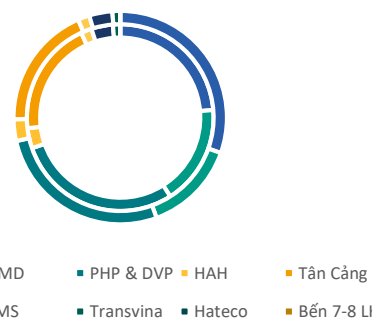
Hình: Công suất cảng các công ty tại khu vực Hải Phòng



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Thị phần GMD tại khu vực Hải Phòng

*Vòng trong 2022, vòng ngoài 2023F



Nguồn: BSC Research tổng hợp

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

So với báo cáo trước đó, BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với ngành cảng biển dựa trên những yếu tố sau:

(i) Triển vọng tăng trưởng sản lượng cả năm 2023 khó khăn do xuất nhập khẩu chậm lại trong 1H.2023. Tuy nhiên, trong 2H.2023, xuất nhập khẩu có khả năng hồi phục khi theo quan sát của BSC doanh số các doanh nghiệp bán lẻ, TMĐT tại Mỹ vẫn tăng trưởng dương và tồn kho được kỳ vọng sẽ giảm về mức thấp do chính sách giảm tồn kho tại Mỹ từ Q1.2023. Do vậy, chúng tôi cho rằng sản lượng cảng có thể hồi phục từ giữa đến cuối Q3.2023 đi kèm cùng với hoạt động xuất nhập khẩu.

(ii) Tuy nhiên, trong dài hạn, BSC đánh giá các doanh nghiệp cảng niêm yết vẫn còn nhiều dự địa tăng trưởng nhờ (1) các tài sản giá trị được đầu tư trong thời điểm khó khăn của ngành như NHDV (VSC) hay GML 2 (GMD) (2) xu hướng dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang các quốc gia lân cận như Việt Nam.

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

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
GMD	3,632	-7%	2,110	+112%	6,587	7.6	1.7	14%	21%	49,900	57,000	14%
VSC	1,971	-2%	164	-48%	2,923	9.7	0.7	4%	5%	27,450	29,000	6%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH THÉP [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Phạm Quang Minh

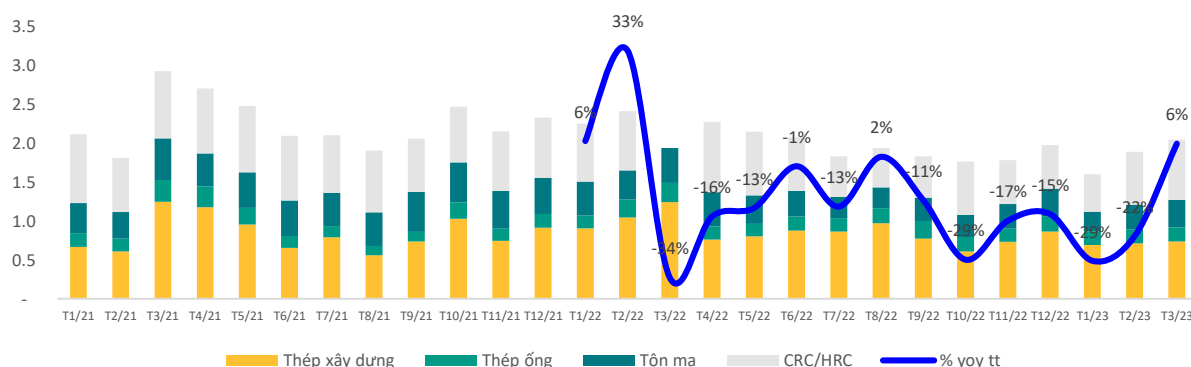
Email: minhphq@bsc.com.vn

- **Sản lượng tiêu thụ trong Quý 1.2023 vẫn yếu ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu.** Kết thúc Q1.2023, sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành -16% yoy, trong đó, nội địa -21% yoy, xuất khẩu -7% yoy.
- **Giá thép tăng 6-10% ytd do chi phí than, quặng sắt tăng.** Với việc giá thép đã về mức đầu năm, BSC kỳ vọng giá thép sẽ đi ngang trong nửa cuối Quý 2.2023. Sang 2H.2023, diễn biến giá thép sẽ phụ thuộc vào mức độ phục hồi từ nhu cầu thép.
- **Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp thép cải thiện trong Quý 1.2023** do (1) hàng tồn kho giá cao phần lớn đã được xử lý hết, (2) các doanh nghiệp thép hoàn nhập trích lập hàng tồn kho.
- Chúng tôi cho rằng Thời điểm xấu nhất đối với Ngành thép đã qua. So với Báo cáo trước đó, BSC giữ quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Thép trong Q2.2023 do nhu cầu thép vẫn yếu.

Kết thúc Quý 1.2023, sản lượng tiêu thụ vẫn kém khả quan. Sản lượng toàn ngành đạt 5.5 triệu tấn (-16% yoy, +0.2% qoq).

Hình: Sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành -16% YoY trong Q1.2023

Triệu tấn



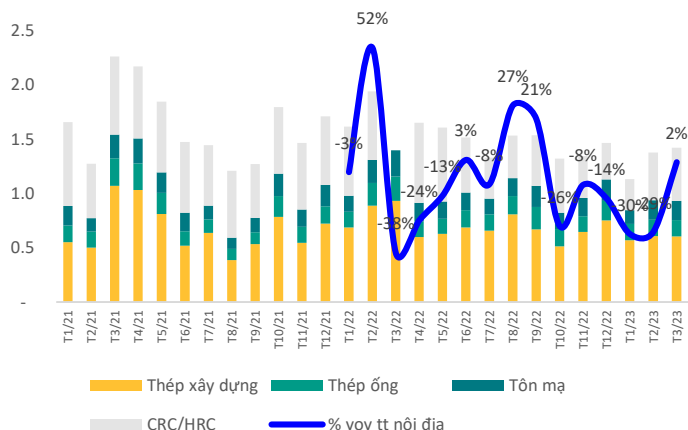
Nguồn: BSC Research tổng hợp

Trong đó:

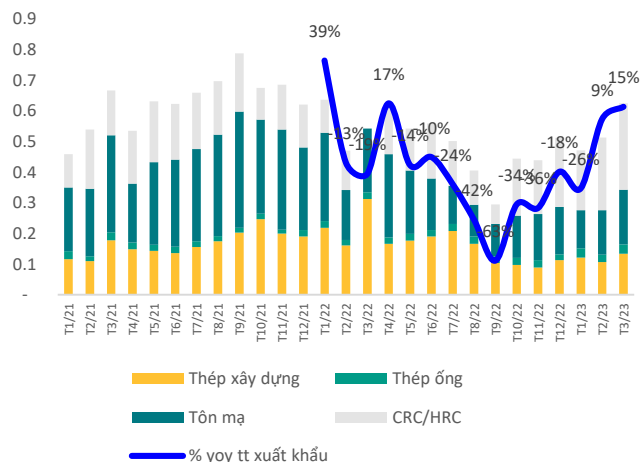
- **Tiêu thụ nội địa đạt 3.9 triệu tấn (-21% yoy, -5% qoq) do thị trường Bất động sản vẫn “đóng băng”.** So với Quý 4.2022, sức tiêu thụ có quay trở lại, mang tính ngắn hạn. Nguyên nhân đến từ việc hàng tồn kho giá cao cơ bản đã xử lý hết. Do vậy, các đại lý phải nhập hàng trở lại sau dịp Tết Nguyên đán để chuẩn bị cho Quý 2. Tuy nhiên, sức nhập nhìn chung vẫn yếu do thị trường Bất động sản vẫn gặp khó. **Bước sang Tháng 4, mặc dù là mùa cao điểm của xây dựng, nhưng BSC nhận thấy tình hình ra hàng của các đại lý vẫn chậm.** BSC cho rằng sản lượng tiêu thụ vẫn kém trong Quý 2.2023. Theo đó, BSC dự báo sản lượng nội địa đạt 4.1 triệu tấn (+4% yoy). BSC kỳ vọng nhu cầu sẽ phục hồi kể từ 2H.2023 nhờ (1) mặt bằng lãi suất hạ nhiệt, và (2) các chính sách tháo gỡ cho ngành Bất động sản.
- **Tiêu thụ xuất khẩu đạt 1.6 triệu tấn (-7% yoy, -12% qoq) do các nền kinh tế lớn như Mỹ, EU suy thoái, kéo theo nhu cầu giảm.** Tương tự như thị trường nội địa, các đơn hàng nhập khẩu HRC tại EU có cải thiện nhẹ sau Tết Nguyên Đán (T2-T3). BSC cho rằng nguyên nhân là do yếu tố mùa vụ, và mang tính ngắn hạn từ các nhà sản xuất ô tô. Tại Tháng 5.2023, qua trao đổi với các đại lý, các đơn hàng đi Châu Âu và Mỹ tương đối chậm, có thể ảnh hưởng tiêu thụ Quý 3.

Hình: Sản lượng tiêu thụ nội địa -21% yoy trong năm Q1.2023

Triệu tấn



Hình: Sản lượng xuất khẩu -7% yoy trong năm Q1.2023

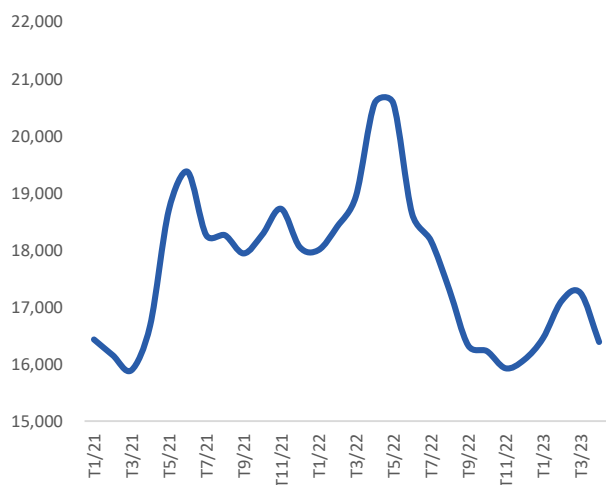


Nguồn: BSC Research tổng hợp

Trong Quý 1.2023, giá thép tăng +6-10% ytd do chi phí than, quặng sắt tăng. Tính đến cuối tháng 3, giá bán lẻ thép xây dựng, thép ống, tôn mạ, HRC đã +6%/+6%/+6%/+11% ytd. Bước sang Tháng 4, giá thép điều chỉnh giảm, quay về mức đầu năm. Nguyên nhân là do (i) sức cầu vẫn yếu, đồng thời (ii) giá quặng sắt, than giảm sau khi Trung Quốc đưa ra các chính sách kiểm soát giá, và hạn chế đầu cơ. Với việc nhu cầu tiêu thụ thép yếu như hiện nay và giá quặng sắt và giá than đã dự báo tiếp tục hạ nhiệt, BSC cho rằng giá thép chịu áp lực điều chỉnh trong thời gian tới.

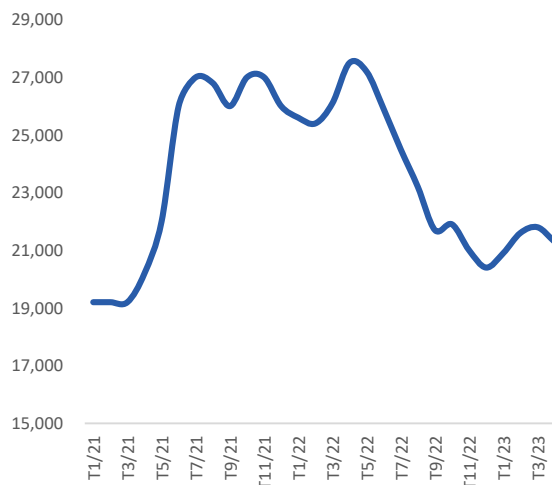
Hình: Giá thép xây dựng -1% ytd – tại T5.2023

VND/kg

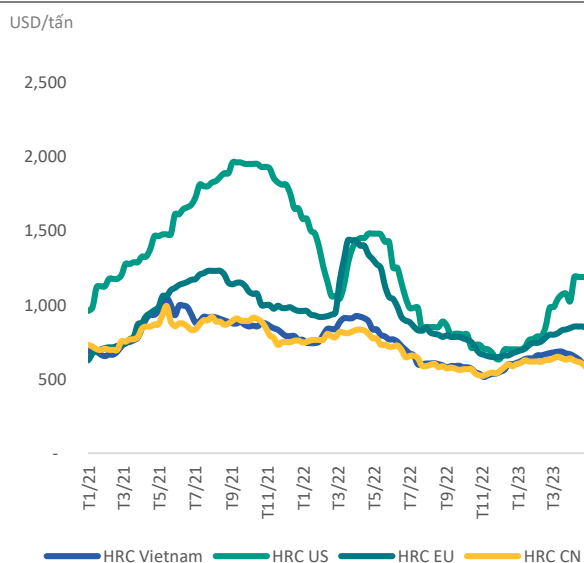


Hình: Giá thép ống +2% ytd – tại T5.2023

VND/kg



Hình: Giá HRC CFR VIETNAM +0% ytd tại T5.2023



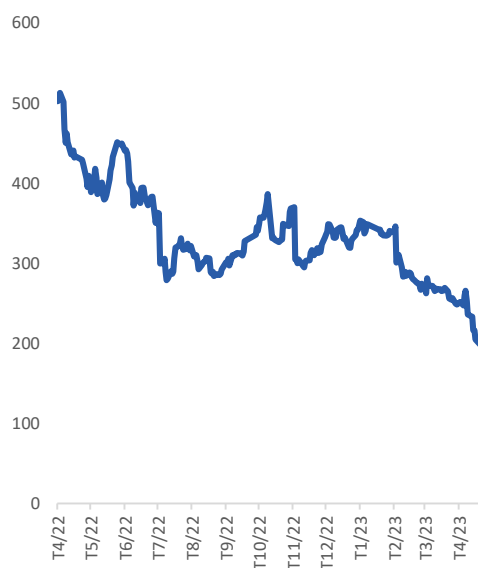
Hình: Giá quặng sắt -2.7% ytd tại T5.2023



Hình: Giá thép phổ liệu -1.7% ytd tại T5.2023



Hình: Giá than tại T5.2023



Nguồn: Bloomberg, BSC Research tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp thép cải thiện trong Quý 1.2023 do (1) hàng tồn kho giá cao phần lớn đã được xử lý hết, (2) các doanh nghiệp thép hoàn nhập trích lập hàng tồn kho. Sang Quý 2.2023, BSC cho rằng:

- Nửa đầu Quý 2, biên lợi nhuận gộp sẽ khả quan nhờ được hưởng lợi từ (1) giá thép tăng (đặc biệt HRC) trong Tháng 2- Tháng 3, (2) Đơn hàng xuất khẩu HRC tốt.
- Nửa sau Quý 2 – Quý 3.2023: Biên lợi nhuận gộp sẽ bị ảnh hưởng bởi giá thép giảm và giá điện tăng trong Tháng 4. BSC ước tính giá bán điện +3% từ 5/4/2023 sẽ suy giảm 15% lợi nhuận các doanh nghiệp sản xuất thép trong trường hợp không thể chuyển 100% chi phí sang giá bán. Riêng đối với

HPG, mức độ ảnh hưởng sẽ nhỏ do HPG đã tự chủ khoảng 75% sản xuất điện tại Dung Quất và Hải Dương.

Hình: Các giả định của BSC về mức độ ảnh hưởng của giá điện tăng 3% lên các doanh nghiệp thép

Chi tiết giả định	Số liệu dựa trên giá trị trung vị các doanh nghiệp thép niêm yết trong giai đoạn 2016 – 2022
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	3%
Tỷ trọng chi phí điện trong giá vốn hàng bán	15%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Cập nhật chính sách ảnh hưởng ngành thép Việt Nam – Không gia hạn thuế chống lẩn tránh với phôi thép:

Ngày 21/3/2023, Bộ Công thương ban hành Quyết định số 691/QĐ-BCT. Theo đó, Việt Nam sẽ:

- (i) **Tiếp tục gia hạn** áp dụng biện pháp chống lẩn tránh đối với **thép dài nhập khẩu**.
- (ii) **Không gia hạn** áp dụng biện pháp chống lẩn tránh đối với **phôi thép nhập khẩu**.

BSC đánh giá các doanh nghiệp Việt Nam sẽ chịu áp lực cạnh tranh lớn hơn từ phôi thép giá rẻ của Trung Quốc.

Hình: Mức thuế chống lẩn tránh mới theo Quyết định 918/QĐ-BCT với thép dài

Cũ		Mới	
Thời gian có hiệu lực	Thuế chống lẩn tránh theo Quyết định 691/QĐ-BCT	Thời gian có hiệu lực	Thuế chống lẩn tránh theo Quyết định 918/QĐ-BCT
22/3/2020 – 21/3/2021	9.4%	22/3/2023 – 21/3/2024	6.3%
22/3/2021-21/3/2022	7.9%	22/3/2024-21/3/2025	6.2%
22/3/2022-21/3/2023	6.4%	22/3/2025-21/3/2026	6.1%
Từ 22/3/2023 trở đi	0%	Từ 22/3/2026 trở đi	0%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

So với cùng kỳ năm 2022, **KQKD Quý 1.2023 của các doanh nghiệp thép đều suy giảm mạnh** do giá bán và sản lượng giảm. Trong năm 2023, nhóm thương mại thép như HSG, NKG, SMC đa phần đặt kế hoạch lợi nhuận cải thiện do kỳ vọng giá nguyên vật liệu sẽ biến động bớt gay gắt hơn. HPG đặt kế hoạch doanh thu/lợi nhuận gần như đi ngang với kỳ vọng sản lượng tăng nhờ mở lò trở lại.

Hình: Cập nhật KQKD Quý 1.2023

Mã CK	DTT Q1.2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST Q1.2023 (tỷ VND)	% YoY	Kế hoạch DT 2023	%YoY	Kế hoạch LNST 2023	%YoY
SMC	3,887	-41%	-515	-745%	20,350	-12%	150	-
HPG	26,865	-39%	-1992	-124%	150,000	5%	8,000	-5%
NKG	4,380	-39%	-356	-170%	20,000	14%	320	-
HSG	7,082	-44%	-680	-391%	36,000	-29%	300	20%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi cho rằng Thời điểm xấu nhất đối với Ngành thép đã qua. So với [Báo cáo trước đó](#), BSC giữ quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Thép trong Q2.2023 do nhu cầu thép vẫn yếu.

Bảng: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Thép

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
HPG	125,903	-11%	8,284	-2%	1,425	14.6	1.2	5%	8%	21,800	25,000	15%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH XÂY DỰNG [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Vũ Xuân Trường

Email: truongvx@bsc.com.vn

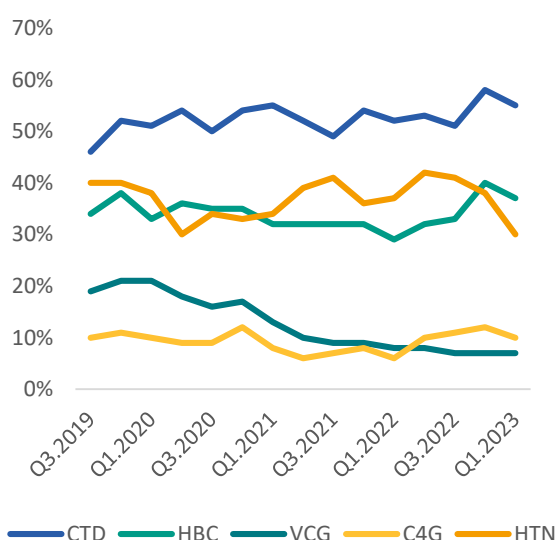
- Số lượng dự án nhà ở, dự án bất động sản được cấp phép mới vẫn ở mức thấp là chỉ báo cho sự suy giảm về khối lượng thi công của các doanh nghiệp xây dựng dân dụng;
- Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xây dựng dự báo vẫn sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực trong năm 2023;
- Mức độ cạnh tranh của giữa các nhà thầu vốn đã rất gay gắt, giờ lại càng trở nên căng go hơn do (1) sự thiếu hụt về nhu cầu xây dựng, chủ đầu tư ury tín, đảm bảo về dòng tiền cũng như (2) áp lực kí kết hợp đồng mới để duy trì hoạt động;
- Việc chính phủ ban hành các chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản kỳ vọng sẽ gián tiếp giảm thiểu khó khăn cho các nhà thầu do doanh nghiệp sẽ có khả năng thu hồi được công nợ từ chủ đầu tư;
- Kỳ vọng đẩy nhanh tiến độ giải ngân đầu tư công sẽ tạo ra lượng công việc dồi dào cho các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng;
- BSC đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho ngành Xây dựng trong năm 2023

NGÀNH XÂY DỰNG DÂN DỤNG – CHỜ ĐỢI ẢNH HƯỞNG TỪ CÁC CHÍNH SÁCH HỖ TRỢ BẤT ĐỘNG SẢN

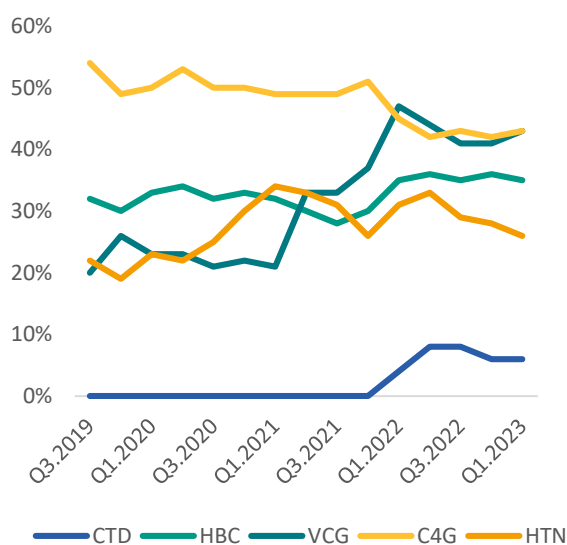
Số lượng dự án nhà ở, dự án bất động sản được cấp phép mới vẫn ở mức thấp là chỉ báo cho sự suy giảm về khối lượng thi công của các doanh nghiệp xây dựng dân dụng. Theo Bộ xây dựng, trong Q1.2023, số lượng dự án được cấp phép mới đối với các loại hình bất động sản đều giảm so với cùng kỳ ([chi tiết xem tại Báo cáo Q2.2023 ngành BĐS thương mại](#)). Sự giảm tốc trong việc cấp phép mới đến từ (1) Sự lo ngại trách nhiệm khi nhiều sai phạm về đất đai bị xử lý mạnh tay trong khi hệ thống văn bản pháp luật mới còn chưa được ban hành, (2) Thị trường bất động sản đang vào chu kỳ đóng băng do ảnh hưởng của chính sách tiền tệ thắt chặt và sự khó khăn về dòng tiền của các chủ đầu tư.

Mặc dù chi phí giá nguyên vật liệu đã có xu hướng ổn định trong Q1.2023, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xây dựng dự báo vẫn sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực trong năm 2023 do (1) Áp lực từ trích lập dự phòng phải thu do nhiều chủ đầu tư gặp khó khăn về dòng tiền dẫn đến chậm tiến độ thanh toán cho nhà thầu và (2) Áp lực từ lãi vay trong bối cảnh lãi suất tăng cao và phần lớn các nhà thầu phải sử dụng nợ vay để tài trợ cho hoạt động thi công.

Hình: Tỷ lệ Phải thu khách hàng/Tổng tài sản của một số doanh nghiệp xây dựng dân dụng



Hình: Tỷ lệ Nợ vay/ Tổng tài sản của một số doanh nghiệp xây dựng dân dụng



Nguồn: Báo cáo công ty, BSC Research tổng hợp

Mức độ cạnh tranh của giữa các nhà thầu vốn đã rất gay gắt, giờ lại càng trở nên căng go hơn do (1) sự thiếu hụt về nhu cầu xây dựng, chủ đầu tư ury tín, đảm bảo về dòng tiền cũng như (2) áp lực kí kết hợp đồng mới để duy trì hoạt động. Trong bối cảnh đó, một số doanh nghiệp xây dựng dân dụng đã chủ động chuyển hướng sang mảng xây dựng công nghiệp như CTD với dự án nhà máy LEGO trị giá 11,000 tỷ VNĐ; HBC với dự án nhà máy Want Want trị giá 1,450 tỷ VNĐ; VCG với dự án nhà máy Mapletree Logistics Park hay Ricons với nhà máy Foxconn Bắc Giang. BSC đánh giá cao CTD với nền tảng tài chính lành mạnh, lượng tiền dồi dào và danh mục dự án của các chủ đầu tư tốt kỳ vọng sẽ có sự phân hóa và tăng trưởng tốt hơn so với nhóm các doanh nghiệp còn lại.

Việc chính phủ ban hành các chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản kỳ vọng sẽ gián tiếp giảm thiểu khó khăn cho các nhà thầu do doanh nghiệp sẽ có khả năng thu hồi được công nợ từ chủ đầu tư. Một số chính sách nổi bật được ban hành trong Q1.2023 bao gồm (1) Nghị định 08/2023/NĐ-CP về sửa đổi các Nghị định về giao dịch trái phiếu; (2) Quyết định số 313 và 574/QĐ-NHNN về hạ lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn; (3) Nghị định số 10/2023/NĐ-CP bổ sung các Nghị định hướng dẫn về Luật đất đai và (4) Thông tư số 02/2023/TT-NHNN về việc giãn nợ và cơ cấu nợ.

NGÀNH XÂY DỰNG HẠ TẦNG – KỶ VỌNG VÀO SỰ TĂNG TỐC CỦA TIẾN ĐỘ GIẢI NGÂN VỐN ĐẦU TƯ CÔNG

Kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2023 là 792,487 tỷ VNĐ, tăng 22% so với cùng kỳ. Tính đến hết Q1.2023, số vốn được giải ngân là 73,192 tỷ VNĐ (+18.94% yoy), hoàn thành 9.69% kế hoạch năm, do chịu ảnh hưởng của tết âm lịch và nhiều dự án mới chỉ khởi công từ đầu năm. BSC kỳ vọng với sự chỉ đạo sát sao của Chính phủ cùng với các chính sách tháo gỡ vướng mắc về phát triển hạ tầng như (1) biến động giá, (2) thiếu nguồn cung vật liệu xây dựng, (3) khó khăn trong đền bù, giải phóng mặt bằng sẽ giúp cho tỷ lệ giải ngân đầu tư công trong năm 2023 đạt khoảng 80-90% kế hoạch đề ra, tăng 10-20% so với cùng kỳ, từ đó tạo ra lượng công việc dồi dào cho các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng.

Bảng: Cập nhật tiến độ các dự án đầu tư công trọng điểm tính đến hết Q1.2023

TT	Dự án	Quãng đường (km)	TMĐT (Tỷ VNĐ)	Nguồn từ NSNN	Nguồn vốn		Cập nhật tiến độ tới Q1.2023
					Kế hoạch đầu tư công 2021-2025	Gói Phục hồi 2022-2023	
A	Dự án đường cao tốc		273,973	262,969	74,251	92,634	
1	Cao tốc Bắc - Nam GĐ 2	729	146,990	146,990	47,169	72,476	
2	Tuyến cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu		18,635	18,635	5,740	3,500	Chỉ định thầu, KH khởi công 28/4/2023
3	Tuyến cao tốc An Hữu - Cao Lãnh		6,054	6,054	1,864	1,204	Chưa có nhà thầu, KH khởi công vào 30/4/2023
4	Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng - Trần Đề		49,745	49,745	14,247	3,800	Xem xét chỉ định thầu, KH khởi công vào 30/6/2023
5	Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột		17,435	17,435	5,231	2,320	Chỉ định thầu, KH khởi công vào 1/6/2023
6	Cao tốc Tuyên Quang - Hà Giang		6,264	4,800	-	3,584	Chỉ định thầu 10 gói, KH khởi công vào Q1/2023
7	Dự án cao tốc Hòa Bình - Mộc Châu		9,770	9,770	-	4,650	Chưa có nhà thầu, KH khởi công vào 28/4/2023
8	Cao tốc Ninh Bình - ND - TB - Hải Phòng		19,080	9,540	-	1,100	Chưa có thông tin cụ thể
B	Dự án kết nối vùng, KCN, cảng biển		18,554	15,786	2,412	10,530	

1	Cầu Đại Ngãi - QL60	8,040	8,040	2,412	4,130	Dự kiến khởi công quý 1.2023
2	QL1A - Cầu Giẽ - QL21A - QL21B, HN-HP	4,950	3,000	-	2,500	n.a
3	Tuyến đường tỉnh ĐT.295C, ĐT.285B, ĐT.277B kết nối Bắc Ninh, Hà Bắc, VĐ 4	1,495	1,000	-	900	n.a
4	QL12C kết nối KLH Fomosa Hà Tĩnh	669	500	-	500	n.A
5	Nâng cấp Quốc lộ 4B	3,400	3,246	-	2,500	n.a

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Bảng: Thống kê gói thầu thuộc dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2

TT	Cao tốc	Giá trị (tỷ đồng)	Cập nhật nhà thầu tới Q1.2023
1	Bãi Vọt Hàm Nghi		
	XL-11	5,232	VCG -TCT 319
2	Hàm Nghi - Vũng Áng		
	XL-11	3,776	CTCP Xây dựng Xuân Trường - CTCP 471 - CT TNHH Xây dựng Tự Lập
	XL-12	3,304	CTCP Xây dựng Xuân Trường – CTCP 368
3	Vũng Áng – Bùng		
	XL-1	5,300	Sơn Hải – VCG -CTCP 368-484-479
	XL-2	5,400	CTP ĐT XDGT Phương Thành – LCG
4	Bùng - Vạn Ninh		
	XL-1	3,939	C4G -TCT 36-CTCP ĐTXD Trường Sơn - CTCP 471
	XL-2	3,501	TCT XD Trường Sơn-CT TNHH TMXD Trung Chính - CTCP ĐT XD Trường Sơn
5	Vạn Ninh - Cam Lộ		
	XL-1	3,361	CTCP Tập đoàn Trường Thịnh - CTCT Xây dựng Trường Sơn - CTCP Xây lắp 368
	XL-2	3,480	CTCP Tập đoàn Trường Thịnh - CTCP GTXD 1 - CTCP TCT đường sắt
6	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn		
	XL-1	3,862	CTCP Tập đoàn Đèo Cả - HHV - CT TNHH Đầu tư xây dựng Dacinco
	XL-2	4,500	CTCP Tập đoàn Đèo Cả - HHV
	XL-3	6,400	CTCP Tập đoàn Đèo Cả - HHV - CTCP Xây dựng Đèo Cả
7	Hoài Nhơn - Quy Nhơn		
	XL-11	3,028	TCT XD Trường Sơn
	XL-12	6,141	Sơn Hải - Phúc Lộc - Cienco 8 - Trường Thành - CTCP 471
8	Quy Nhơn - Chí Thạnh		
	XL-11	3,690	CC1 - TCT Công trình Đường sắt - SDT - Tân Hoàng Long - Thuận An
	XL-12	3,055	VCG - Trung Nam 18 E&C - Thuận An - CTCP 68 - CTCP Hải Đăng
	XL-13	6,241	TTL - Trung Nam 18 E&C - CTCP ĐTXD & XNK 168 Việt Nam - Cường Thịnh Thi - Khang Nguyên
9	Chí Thạnh - Vân Phong		
	XL-1	4,393	CTCP Tập đoàn Đèo Cả - TTL Phúc Lộc - Lũng Lô - CTCP XD TM 68
	XL-2	4,440	Trung Nam 18 E&C - CC1 - CT THNN XD Tự Lập - CTCP Hải Đăng
10	Vân Phong - Nha Trang		
	XL-1	5,365	LCG - Phương Thành - VNCN E&C - CTCP Hải Đăng
	XL-2	3,549	TĐ Sơn Hải - CTCP XD Tân Nam - CTCP Hải Đăng
11	Cần Thơ - Hậu Giang		
	XL-1	7,966	TCT XD Trường Sơn - G36 - CC1 - CTCP ĐTXD VNCN E&C - CTCP XD Tân Nam
	XL-2	3,835	CTCP ĐTXD VNCN E&C - CTCP ĐT & PHTT 620 - CTCP Hải Đăng - CT TNHH Thi Sơn
12	Hậu Giang - Cà Mau		
	XL-1	7,256	Trung Nam E&C - Trung Nam 18 E&C - C4G - CTCP Hải Đăng - CT TNHH Thi Sơn
	XL-3	3,354	CC1 - Hải Đăng - Vạn Cường - CTCP XD&DT 492

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Doanh thu Q1.2023 của hầu hết các doanh nghiệp xây dựng đều có sự tăng trưởng so với cùng kỳ trong khi LNST Q1.2023 có sự suy giảm do chi phí nguyên vật liệu và chi phí lãi vay tăng cao. Về kế hoạch kinh doanh, hầu hết các doanh nghiệp xây dựng đều đặt kế hoạch tăng trưởng về doanh thu nhờ giá trị các hợp đồng chuyển tiếp từ năm 2022 và việc đẩy mạnh đầu tư công của chính phủ, trong khi thận trọng với kế hoạch LNST. Ngoại trừ CTD và C4G đang đưa ra kế hoạch LNST tăng trưởng nhờ mức nền thấp trong năm 2022, hầu hết các doanh nghiệp còn lại đưa ra mức tăng trưởng thấp và thậm chí giảm so với cùng kỳ.

Bảng: Cập nhật KDKQ Q1.2023 và KHKD 2023 một số doanh nghiệp ngành xây dựng dân dụng

Mã CK	DTT Q1.2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST Q1.2023 (tỷ VND)	% YoY	Kế hoạch DT 2023	%YoY	Kế hoạch LNST 2023	%YoY
CTD	3,130	64%	22	-24%	16,249	12%	233	1100%
HBC	1,194	-60%	(445)	N/A	12,500	-11%	125	N/A

Bảng: Cập nhật KDKQ Q1.2023 và KHKD 2023 một số doanh nghiệp ngành xây dựng hạ tầng

Mã CK	DTT Q1.2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST Q1.2023 (tỷ VND)	% YoY	Kế hoạch DT 2023	%YoY	Kế hoạch LNST 2023	%YoY
HHV	539	25%	82	3.8%	2,478	18%	338	14%
VCG	1,965	-76%	19	-98%	16,430	70%	860	-8%
C4G	460	8%	41	28%	4,500	60%	330	117%
LCG	242	34%	10	-80%	2,850	183%	150	-23%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với các nhóm ngành xây dựng trong năm 2023 do (1) Rủi ro về trích lập dự phòng và gánh nặng lãi vay vẫn còn hiện hữu, (2) Mức độ cạnh tranh giữa các nhà thầu xây dựng vốn đã gay gắt lại càng trở nên căng go hơn và (3) Việc ban hành các chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản cùng việc đẩy mạnh giải ngân đầu tư công được kỳ vọng sẽ cải thiện hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp ngành xây dựng.

Bảng: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Xây dựng

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
CTD	15,600	7%	171	726%	2,170	27.5	0.6	1%	2%	64,000	60,800	-5%
HHV	3,600	72%	427	62%	1,390	9.3	0.8	1%	5%	13,100	15,400	18%
C4G	3,500	28%	180	18%	820	14.8	1.1	2%	7%	12,779	14,800	16%
LCG	2,970	195%	233	21%	1,210	10.0	0.7	5%	9%	11,800	16,000	36%

Nguồn: BSC Research

7.3. Nhóm ngành chịu ảnh hưởng từ Trung Quốc mở cửa

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

Chuyên viên phân tích: Trần Lâm Tùng, Email: tungtl@bsc.com.vn

Vận tải Container

- **Kết thúc Q1.2023**, các chỉ số giá cước Container tiếp tục neo ở mức thấp. Trong năm 2023, BSC duy trì quan điểm giá cước Container sẽ giảm 65% yoy do (1) nguồn cung tăng mạnh, (2) hoạt động xuất nhập tiếp tục tăng trưởng chậm.
- BSC duy trì khuyến nghị **KÉM KHẢ QUAN** đối với nhóm Vận tải Container do cho rằng giá cước Container tiếp tục giảm trong thời gian tới.

Vận tải dầu

- **Kết thúc Q1.2023**, giá cước vận tải dầu tăng mạnh do (1) đứt gãy chuỗi cung ứng dầu tại Châu Âu, (2) nguồn cung tàu dầu ở mức thấp.
- Trong năm 2023, BSC giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm Vận tải dầu do giá cước vẫn neo cao do hạn chế về nguồn cung tàu.

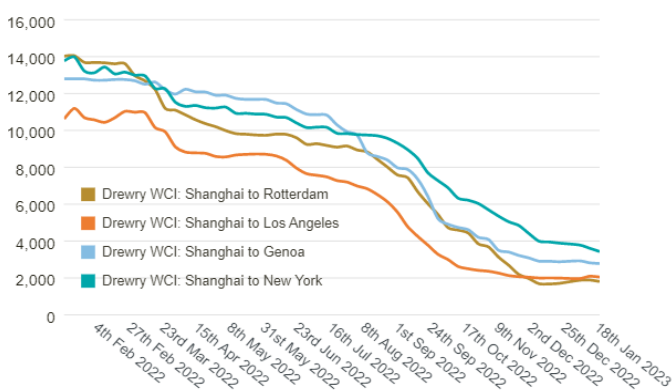
VẬN TẢI CONTAINER – KÉM KHẢ QUAN

Kết thúc Q1.2023, các chỉ số giá cước Container tiếp tục neo ở mức thấp so với cùng kỳ. Cụ thể:

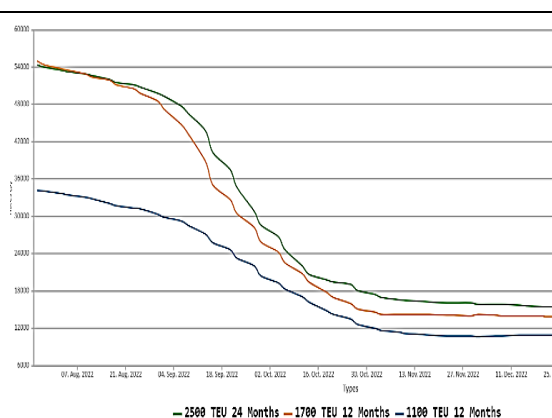
1. **Giá cước Container giao ngay toàn cầu giảm 70% ytd.** Trong đó, các tuyến hàng hải chính như Trung Quốc đi bờ tây Mỹ giảm 69.5% ytd, Trung Quốc đi Châu Âu giảm 78% ytd. So với Q4.2022, giá cước toàn cầu giảm 20% QoQ. So với thời điểm trước dịch, mặt bằng giá cước vẫn cao hơn trung bình 20-25%.
2. **Giá cước cho thuê định hạn chưa có sự cải thiện.** Sau khi giảm 50% QoQ trong Q4.2022, giá cước trong Q1.2023 nhìn chung chưa có sự cải thiện đáng kể.

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

Hình: Giá cước Container từ Trung Quốc đi Mỹ, EU tiếp tục neo ở mức thấp.



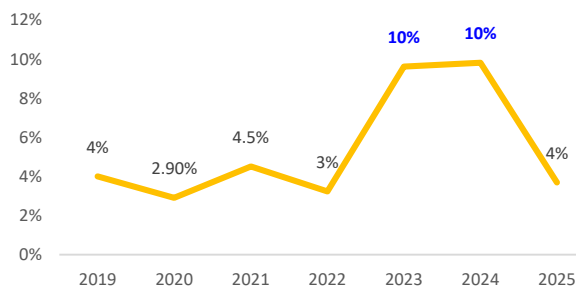
Hình: Giá cước định hạn chưa có sự cải thiện



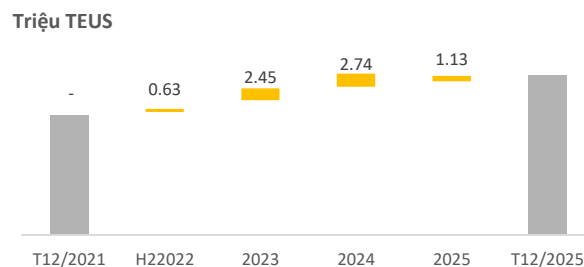
Nguồn: BSC Research tổng hợp

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

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



Hình: Điểm rơi bàn giao tàu vào 2023 - 2024



Nguồn: BIMCO

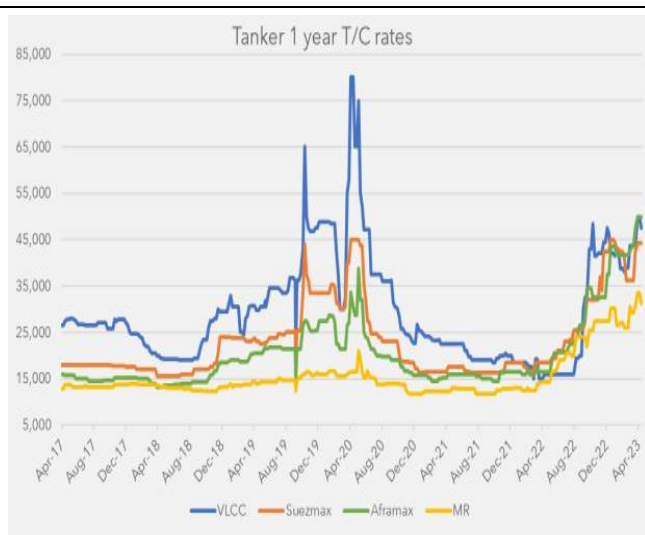
VẬN TẢI DẦU – KHẢ QUAN

Kết thúc Q1.2023, giá cước vận tải dầu neo ở mức cao do (1) đứt gãy chuỗi cung ứng tại EU sau lệnh cấm nhập khẩu các sản phẩm dầu mỏ tinh chế của Nga từ ngày 5/2/2023 (2) thiếu hụt nguồn cung tàu chở dầu. Cụ thể, giá cước tàu VLCC = 42,500 USD/ngày (+102.38% yoy), tàu Suezmax = 42,500 USD/ngày (+112.5% yoy) hay tàu MR = 31,000 USD/ngày (+113.79% yoy).

Đối với triển vọng cho phần còn lại của năm 2023, BSC cho rằng nhóm Vận Tải Dầu sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ giá cước vận tải dầu thô/nhiên liệu neo cao nhờ:

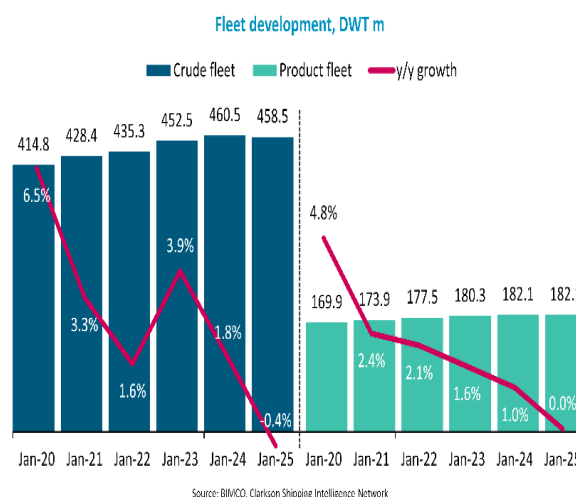
- (1) **Nguồn cung tàu chưa thể cải thiện trong ngắn hạn.** Theo Clarksons, trong năm 2023, tổng nguồn cung tàu dầu thô toàn cầu được dự báo chỉ tăng trưởng khoảng 2% yoy do sự phục hồi chậm của lượng đơn hàng đóng tàu mới. Trong khi đó, trung bình để đóng được hoàn thiện một tàu chở nhiên liệu cần tối thiểu 2 năm, do vậy, phải ít nhất đến 2025 nguồn cung tàu chở dầu mới có thể được cải thiện.
- (2) **Xu hướng dịch chuyển xuất khẩu của dầu Nga.** Nhằm ứng phó với các biện pháp trừng phạt của EU, Nga có xu hướng xuất khẩu dầu sang các khách hàng Châu Á như Trung Quốc, Ấn Độ,... khiến các chuyến đi dài hơn, xa hơn từ đó làm tăng giá cước.

Hình: Giá cước tàu chở dầu tiếp tục neo cao T4.2023



Nguồn: StarAsia

Hình: Nguồn cung tàu chở dầu ở mức thấp trong 2023



Source: BIMCO, Clarkson Shipping Intelligence Network

Nguồn: BIMCO

So với báo cáo trước đó, BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với **nhóm vận tải dầu** nhờ kỳ vọng giá cước tiếp tục neo cao trong 2023 do nguồn cung tàu vẫn đang bị hạn chế.

Hình : KQKD Q1.2023 nhóm Vận Tải Dầu tích cực – nhóm Vận Tải Biển suy giảm

		DTT	NPATMI	Nhận xét
Vận tải dầu	PVT	2,043 tỷ (+1% yoy)	182 tỷ (+19% yoy)	(1) Doanh thu từ dịch vụ vận tải = 1,666 tỷ (+13% yoy) do giá cước thuê tàu tăng svck, tuy nhiên doanh thu từ thương mại = 23 tỷ (-90.5% yoy) nên DTT tổng chỉ tăng 1% yoy. (2) Ngoài ra, lãi từ tiền gửi = 75.6 tỷ (+160% yoy) hỗ trợ NPATMI tăng 19% yoy
	VOS	519 tỷ (+29% yoy)	73 tỷ (+33% yoy)	DTT và NPATMI tăng do giá cước thuê tàu vận tải dầu neo cao trong Q1.2023
Vận tải biển	HAH	655.1 tỷ (+0.4% yoy)	119 tỷ (-40.5% yoy)	NPATMI giảm mạnh do giá cước vận tải biển giảm mạnh svck

Nguồn: GMD, VSC, BSC tổng hợp

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong phần còn lại của năm 2023, BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm **Vận tải dầu** do giá cước vẫn neo cao nhờ (1) Nguồn cung tàu chở dầu chưa thể cải thiện trong ngắn hạn (2) Xu hướng dịch chuyển xuất khẩu của dầu Nga, quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với nhóm **Vận tải Container** do giá cước giảm bởi (1) điểm rơi bàn giao tàu từ 2023- 2024, (2) hoạt động xuất nhập tiếp tục tăng trưởng chậm.

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

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
HAH	2,694	-16%	450	-45%	6,589	6.2	1.0	8%	13%	40,350	40,000	-1%
PVT	10,485	16%	870	1%	2,560	7.9	0.8	7%	13%	20,200	25,000	24%

Nguồn: BSC Research

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

Chuyên viên phân tích: Phạm Quang Minh

Email: minhqp@bsc.com.vn

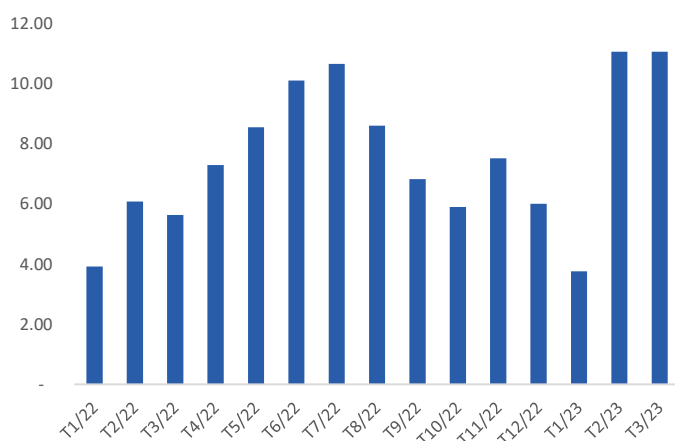
- **Kết thúc Quý 1.2023, sản lượng hành khách nội địa qua cảng hàng không ước đạt 25.9 triệu lượt (+67% yoy), tương đương 120-130% so với cùng kỳ năm 2019** nhờ (i) các đường bay nội địa đã phục hồi hoàn toàn khi dịch bệnh đã được kiểm soát, ngoài ra, (ii) quý 1 là mùa cao điểm du lịch. So với [Báo cáo trước đó](#), BSC giữ nguyên dự báo sản lượng hành khách nội địa trong năm 2023 đạt 92 triệu lượt (+0.3% yoy) do mức nền cao trong năm 2022.
- **Kết thúc Quý 1.2023, sản lượng hành khách quốc tế qua cảng hàng không đạt 7.1 triệu lượt (+1,470% yoy), tương đương 68% so với cùng kỳ năm 2019**, nhờ các quốc gia gồm Việt Nam đã mở cửa trở lại. So với [Báo cáo trước đó](#), BSC tăng dự báo sản lượng hành khách quốc tế trong năm 2023 từ 24 triệu lượt (+99% yoy) trong Báo cáo trước đó, lên 28 triệu lượt (+133% yoy), tương đương 100% so với trước dịch do đa số các thị trường phục hồi tốt hơn dự báo trước đây.
- **Kết thúc Quý 1.2023, sản lượng hàng hóa vận chuyển qua đường hàng không đạt 80 nghìn tấn (-7% yoy)** do nhu cầu toàn cầu giảm. BSC kỳ vọng sản lượng sẽ phục hồi trong 2H.2023.
- BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm dịch vụ nhà ga như ACV nhờ sản lượng hành khách phục hồi tích cực trong năm 2023.
- BSC giữ quan điểm **TRUNG LẬP** đối với nhóm vận tải hàng không chủ yếu đến từ việc thị trường Trung Quốc – thị trường hàng không lớn nhất của Việt Nam đã mở cửa trở lại. Tuy nhiên, BSC lưu ý giá dầu neo cao và biến động mạnh vẫn sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới nhóm vận tải hàng không.
- BSC đánh giá quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với nhóm dịch vụ hàng hóa như SCS do sản lượng giảm.

VẬN TẢI NỘI ĐỊA – TƯƠNG ĐƯƠNG 120-130% SO VỚI TRƯỚC DỊCH

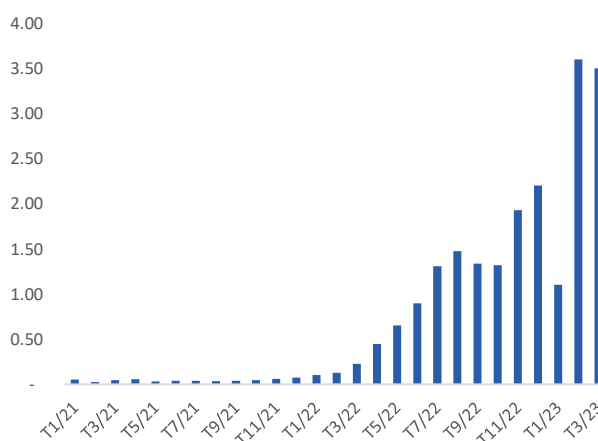
Kết thúc Quý 1.2023, sản lượng hành khách nội địa qua cảng hàng không ước đạt 25.9 triệu lượt (+67% yoy), tương đương 120-130% so với cùng kỳ năm 2019 nhờ (i) các đường bay nội địa đã phục hồi hoàn toàn khi dịch bệnh đã được kiểm soát, ngoài ra, (ii) quý 1 là mùa cao điểm du lịch. So với [Báo cáo trước đó](#), BSC giữ nguyên dự báo sản lượng hành khách nội địa trong năm 2023 đạt 92 triệu lượt (+0.3% yoy) do mức nền cao trong năm 2022.

Hình: Sản lượng hành khách nội địa +67% yoy trong Q1.2023

Triệu lượt



Hình: Sản lượng hành khách quốc tế +1,470% yoy trong Q1.2023



Nguồn: BSC Research tổng hợp

VẬN TẢI QUỐC TẾ - TƯƠNG ĐƯƠNG 68% SO VỚI TRƯỚC DỊCH.

Kết thúc Quý 1.2023, sản lượng hành khách quốc tế qua cảng hàng không đạt 7.1 triệu lượt (+1,470% yoy), tương đương 68% so với cùng kỳ năm 2019, nhờ các quốc gia gồm Việt Nam đã mở cửa trở lại. Tính tới hết Quý 1.2023, đa số các thị trường chính của Việt Nam đã phục hồi 70-100% so với trước dịch. Riêng chỉ có Nga

và Trung Quốc phục hồi chậm (chỉ 10-15% so với trước dịch). Nguyên nhân lần lượt là do căng thẳng chính trị Nga – Ukraina và Trung Quốc mới đẩy mạnh nối lại đường bay quốc tế trở lại sau Tết Nguyên đán

Hình: Sản lượng khách du lịch quốc tế

Quốc gia	Q1.22	Q2.22	Q3.22	Q4.22	Q1.23
- Trung Quốc	15	27	36	47	140
- Hàn Quốc	15	93	382	476	811
- Nhật Bản	5	24	68	78	117
- Đài Loan	8	16	42	60	132
- Hoa Kỳ	10	58	109	142	207
- Nga	5	4	8	22	35
- Malaysia	1	21	54	94	115
- Thái Lan	1	21	61	119	145
- Úc	3	25	50	66	97
- Anh	2	16	32	45	67
- Singapore	1	33	54	91	76
- Ấn Độ	0	18	43	76	100
- Khác	38	241	591	910	1,192
Tổng sản lượng	105	597	1,531	2,225	3,236

Hình: So sánh khách du lịch quốc tế trong Q1.2023 với cùng kỳ 2019 (%)

Quốc gia	Q1.22	Q2.22	Q3.22	Q4.22	Q1.23	% đóng góp vào mức độ phục hồi Q1.2023
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)=(5)x Tỷ trọng năm 2019
- Trung Quốc	1%	2%	2%	3%	11%	4%
- Hàn Quốc	1%	10%	36%	41%	73%	17%
- Nhật Bản	2%	11%	27%	33%	50%	3%
- Đài Loan	4%	7%	17%	24%	64%	3%
- Hoa Kỳ	5%	33%	62%	80%	94%	4%
- Nga	3%	3%	7%	13%	16%	1%
- Malaysia	1%	14%	40%	54%	80%	3%
- Thái Lan	1%	17%	61%	73%	116%	3%
- Úc	3%	28%	55%	47%	89%	2%
- Anh	2%	21%	44%	57%	75%	1%
- Singapore	1%	43%	77%	97%	112%	2%
- Ấn Độ	0%	46%	108%	148%	256%	6%
- Khác	4%	25%	63%	71%	99%	
Tổng						49%

Nguồn: GSO, BSC Research tổng hợp

So với **Báo cáo trước đó**, BSC điều chỉnh quan điểm và dự báo như sau:

1. BSC giữ quan điểm:

- Thị trường Trung Quốc sẽ phục hồi nhanh trong năm 2023** nhờ nhu cầu du lịch bị dồn nén sau đóng cửa nền kinh tế.
- BSC giữ kỳ vọng các thị trường Hàn Quốc, Nhật Bản, Mỹ . . . tiếp tục phục hồi**, nhờ đã mở cửa lại trong năm 2022.
- BSC kỳ vọng thị trường Ấn Độ sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt +20% QoQ trong năm 2023** nhờ (1) đẩy mạnh mở các đường bay mới từ Quý 4.2022, (2) quy mô thị trường Ấn Độ lớn, đông dân. BSC kỳ vọng Ấn Độ có thể sẽ thuộc top 5 thị trường hàng không lớn nhất của Việt Nam.

2. BSC tăng dự báo sản lượng hành khách quốc tế trong năm 2023 từ 24 triệu lượt (+99% yoy) trong Báo cáo trước đó, lên 28 triệu lượt (+133% yoy), tương đương 100% so với trước dịch do đa số các thị trường phục hồi tốt hơn dự báo trước đây. Chi tiết các giả định dưới đây:

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

TT	Quốc gia	2022				2023				2023F
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2F	Q3F	Q4F	
1	Trung Quốc	1%	2%	2%	3%	11%	35%	60%	90%	53%
2	Hàn Quốc	1%	10%	36%	41%	73%	90%	105%	105%	93%
3	Nhật Bản	2%	11%	27%	33%	50%	70%	90%	100%	78%
4	Đài Loan	4%	7%	17%	24%	64%	80%	90%	100%	84%
5	Hoa Kỳ	5%	33%	62%	80%	94%	105%	107%	110%	103%
	Ấn Độ	0%	46%	108%	148%	256%	308%	360%	339%	318%
6	Khác	3%	21%	53%	61%	84%	95%	105%	110%	99%
	TỔNG	0%	12%	29%	34%	60%	76%	90%	103%	83%

Nguồn: BSC Research dự báo

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

Quốc gia	Q1.22	Q2.22	Q3.22	Q4.22	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Q4.23	2023F
- Trung Quốc	15	27	36	47	140	421	896	1,646	3,104

- Hàn Quốc	15	93	382	476	811	874	1,115	1,208	4,007
- Nhật Bản	5	24	68	78	117	156	231	239	743
- Đài Loan	8	16	42	60	132	179	220	252	782
- Hoa Kỳ	10	58	109	142	207	182	188	195	772
- Ấn Độ	-	18	43	76	100	120	144	173	537
- Khác	38	241	591	910	1,192	1,092	1,172	1,637	5,094
Tổng sản lượng khách du lịch	105	597	1,531	2,225	3,236	3,023	3,967	5,350	15,576
Tổng sản lượng khách quốc tế qua ACV									28,037

Nguồn: BSC Research dự báo

Trong Quý 1.2023, giá dầu Jet điều chỉnh giảm do lo ngại về suy thoái kinh tế, khiến nhu cầu về dầu thô và năng lượng nói chung giảm xuống. Tại T4.2023, giá dầu Jet A1 ở mức 93 USD/bbl (-35% ytd), vẫn cao hơn 24% so với mức giá dầu kịch bản được xây dựng trong khung giá dịch vụ hàng không năm 2019.

Trong thời gian tới, BSC cho rằng giá dầu vẫn sẽ biến động mạnh do ảnh hưởng bởi căng thẳng chính trị (Chi tiết tại Ngành dầu khí). Do đó, HĐKD của nhóm vận tải hàng không vẫn bị áp lực do không thể chuyển 100% chi phí nguyên vật liệu sang giá bán. So với Báo cáo trước đó, BSC điều chỉnh giảm dự báo giá dầu Jet A1 từ 135 USD/bbl (+10% yoy) xuống con 110 USD/bbl (-20% yoy) tương ứng với kịch bản giá dầu = 80 USD/bbl.

Hình: Diễn biến giá dầu Jet A1 trong Quý 1.2023

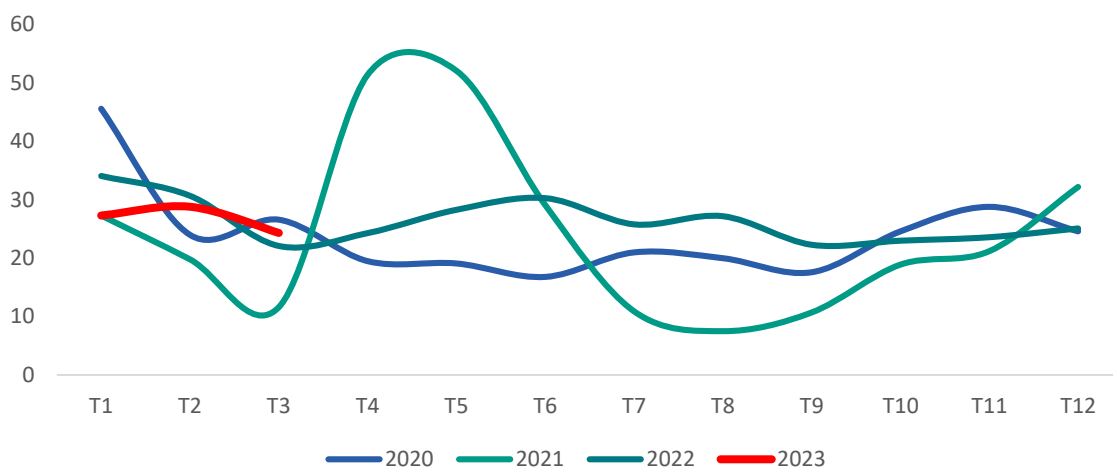


Nguồn: BSC Research tổng hợp

VẬN TẢI HÀNG HÓA – SỤT GIẢM 7% DO SUY THOÁI

Kết thúc Quý 1.2023, sản lượng hàng hóa vận chuyển qua đường hàng không đạt 80 nghìn tấn (-7% yoy) do nhu cầu toàn cầu giảm. Mặc dù đa số các quốc gia đã mở cửa đường bay trở lại, tuy nhiên, sản lượng hàng hóa phục hồi kém khả quan. BSC kỳ vọng sản lượng hàng hóa sẽ phục hồi trong 2H.2023.

Hình: Sản lượng hàng hóa qua đường hàng không



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Cập nhật khác

- Dự án sân bay Long Thành, nhà ga Tân Sơn Nhất T3, Điện Biên mở rộng chậm tiến độ

TT	Dự án	TMDT (Tỷ đồng)	Thời gian	Tiến độ đầu tư tới T4.2023	Ghi chú của BSC
1	Long Thành GD110,000 1		2021-2026	GPMB: Sẽ hoàn thành GPMB trong T4-T5.2023 Sàn nền: Đã hoàn thành 71.9/110 triệu m³ (62.5%) Móng cọc: Đã hoàn thành 100% cọc nhà ga Kế hoạch: Lùi kế hoạch chọn nhà thầu thi công nhà ga sang T6.2023	Chậm kế hoạch. BSC cho rằng gói thầu thi công nhà ga sớm nhất được khởi công vào Q3.2023, chậm hơn 1 năm so với kế hoạch ban đầu
2	Tân Sơn Nhất T3	10,990	2022-2024	GPMB: Đã giải quyết vướng mắc về pháp lý, tiến độ bàn giao đã được 14.7/16.05 ha (92%) Móng cọc: Đạt 42% Kế hoạch: Lùi kế hoạch khởi công từ T12.2022 sang T3.2023	Chậm kế hoạch, vẫn chưa chọn được nhà thầu thi công
3	Nội Bài T2 mở rộng	4,983	2023-2024	Chuẩn bị Công tác đầu tư – Đã phê duyệt hồ sơ mặt bằng, BCNKKT	N/A
4	Phủ Bài T2	2,249	2019-2022	Đã đưa vào khai thác trong T4.2023	N/A
5	Điện Biên mở rộng	1,467	2022-2024	Đang trong thi công tương rào, đường cất cánh hạ cánh	Chậm 2-4 tháng so với kế hoạch
6	Cát Bi T2	2,405	-	Chuẩn bị công tác đầu tư – Chấp thuận chủ trương đầu tư	N/A
7	Khác	-	-	Đề xuất nâng cấp dự án Vinh T2, Cam Ranh, Liên Khương, Đà Nẵng	N/A

Nguồn: BSC Research tổng hợp

- Dự kiến sẽ tăng khung giá trần máy bay +3.75% so với khung giá hiện hành trong Quý 2-Quý 3.2023 do chi phí nhiên liệu tăng cao. BSC cho rằng điều này sẽ giảm một phần áp lực chi phí nguyên vật liệu lên các doanh nghiệp hàng không.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

So với Báo cáo trước đó:

- Duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm dịch vụ nhà ga như ACV nhờ sản lượng hành khách phục hồi tích cực trong năm 2023.

- 2 Duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với nhóm vận tải hàng không chủ yếu đến từ việc thị trường Trung Quốc – thị trường hàng không lớn nhất của Việt Nam đã mở cửa trở lại. Tuy nhiên, BSC lưu ý giá dầu neo cao và biến động mạnh vẫn sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới nhóm vận tải hàng không.
- 3 Đánh giá quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với nhóm dịch vụ hàng hóa như SCS do sản lượng giảm.

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

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
ACV	21,219	54%	7,795	10%	3,580	21.3	3.2	10%	15%	76,776	100,000	27%
SCS	780	-8%	588	-9%	6,048	10.8	2.1	14%	21%	65,700	76,000	16%
HVN	89,895	27%	(4,329)	-59%	(1,955)	(6.5)	(2.2)	-7%	33%	12,700	N/A	N/A

Nguồn: BSC Research

NGÀNH CHĂN NUÔI [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Phạm Thị Minh Châu

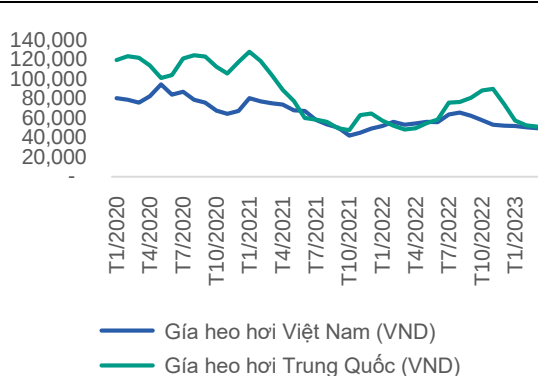
Email: Chauptm@bsc.com.vn

- KQKD Q1/2023 tạo đáy do (1) giá bán heo hơi ghi nhận mức thấp nhất trong vòng 1 năm và (2) chi phí đầu vào thức ăn chăn nuôi duy trì mức nền cao do áp lực tồn kho.
- Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp các quý còn lại tăng trưởng trên mức nền thấp của Q1/2023 nhờ giá heo phục hồi và giá TACN suy giảm so với đầu năm 2023.
- BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho ngành chăn nuôi trong năm 2023.

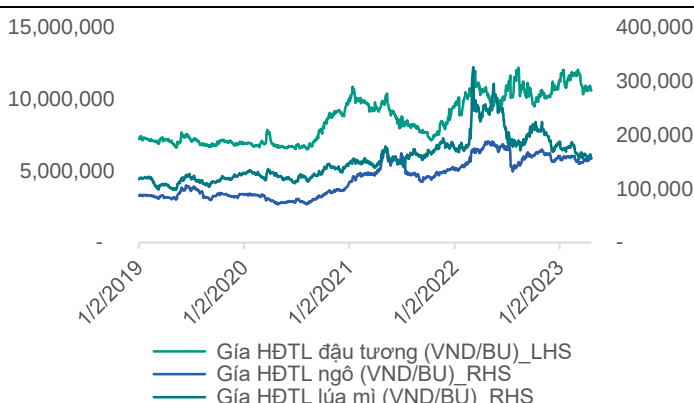
KQKD Q1/2023 tạo đáy do (1) giá bán heo hơi ghi nhận mức thấp nhất trong vòng 1 năm và (2) chi phí đầu vào thức ăn chăn nuôi duy trì mức nền cao do áp lực tồn kho.

- (2) Giá bán heo hơi trung bình cả nước giảm (-7%YoY) do áp lực từ nhu cầu suy yếu nhanh chóng từ Q4/23 và nguồn cung dồi dào chuẩn bị cho tết và Trung Quốc tái mở cửa
- (3) Giá vốn chăn nuôi duy trì ở mức cao (từ +12% đến 15%YoY), bởi (2.1) giá thức ăn chăn nuôi trung bình duy trì ở mức cao hơn từ +11.5% đến +15%YoY do giá nguyên vật liệu đầu vào nhập khẩu chính như Ngô, lúa mì, bã đậu nành,... vẫn duy trì ở mức nền cao; (2.2) tỷ lệ chi phí heo hậu bị chết/ tổng giá vốn do dịch bệnh vẫn diễn biến phức tạp tương đương năm 2022, tăng từ 5% (2021) lên 7% (Q1/2023)

Hình1: Áp lực từ cả phía cung và cầu tác động lên giá heo hơi nội địa và Trung Quốc trong Q1/2023



Hình2: Biến động tăng giá NVL TACN trong năm 2022



Nguồn: Bloomberg, Agromonitor

Diễn biến kết quả kinh doanh các doanh nghiệp ngành chăn nuôi Q1/2023

Mã CK	DTT_Q1/23	%YOY	%QOQ	LNST_Q1/23	%YOY	%QOQ
DBC	2,314	-18%	-21%	-321	NA	NA
HAG	1,697	111%	5%	291	16%	1%
MML	1,600	72%	3%	-121	NA	NA
VSN	895	-5%	-13%	35	-4%	-13%
BAF	817	-47%	-62%	4	-96%	-42%

Nguồn: Fiinpro

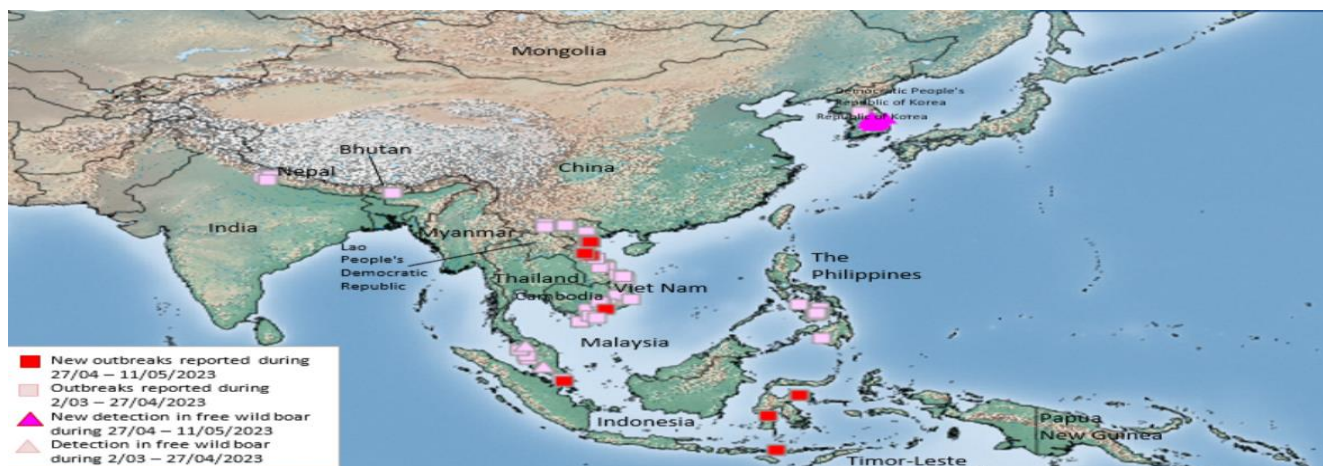
Kỳ vọng kết quả kinh doanh các quý còn lại dần phục hồi trên mức nền thấp của Q1/2023 nhờ

- (i) **Diễn biến giá heo hơi:** kì vọng phục hồi từ đáy tháng 3/2023 từ mức 48,900 VND lên mức 53,000 VND vào đầu tháng 5/2023 và dự kiến tiếp tục xu hướng tăng lên trên 60,000VND trong quý cuối năm nhưng khó vượt mức 70,000 VND, bởi lẽ:
- Nguồn cung dự kiến suy giảm do (1) hộ chăn nuôi nhỏ lẻ giảm tái đàn bởi thua lỗ và (2) Các biến chứng của dịch tả lợn châu phi đang tái bùng phát nhiều tỉnh thành tại Việt Nam.

- Nhu cầu ổn định và dần phục hồi so với đầu năm trước kì vọng kinh tế phục hồi trên nền thấp và mức nền thấp của Q4/2022.
 - Tuy nhiên, mức chênh lệch giữa giá heo hơi Việt Nam và heo hơi Trung Quốc đủ hấp dẫn >15%-20%, trong trường hợp nguồn cung heo hơi của Trung Quốc vẫn kì vọng ổn định (*), dự kiến nguồn cung nhất định tiểu ngạch từ Trung Quốc sang Việt Nam giúp kiềm chế mức tăng của giá heo hơi trong nước chỉ giao động quanh 60,000 VND- dưới 70,000 VND
- (ii) **Giá thức ăn chăn nuôi cũng được kì vọng giảm trong nửa cuối năm** theo xu hướng giảm của giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi do tình hình địa chính trị thế giới bớt căng thẳng và Trung Quốc không còn động thái tích trữ lương thực sau khi tái mở cửa vào đầu năm 2023.

Do đó, chúng tôi kì vọng kết quả kinh doanh sẽ có tăng trưởng trong Q4/2023 trên mức nền thấp của Q4/2022 và biên lợi nhuận kì vọng được hỗ trợ bởi cả giá bán tăng và giá NVL giảm nhiệt.

Hình 3: Việt Nam một trong số các quốc gia Châu Á bùng phát bệnh ASF sớm nhất Châu Á (Dịch tả lợn châu Phi (ASF) là một bệnh do vi-rút gây ra cho lợn và lợn rừng với tỷ lệ tử vong lên đến 100%)



Nguồn: Bộ nông nghiệp, FAO, BSC

(*)- **Tình hình dịch bệnh cả nước:** Lũy kế 4T/2023, cả nước đã phát hiện 104 ổ dịch bệnh Dịch tả lợn Châu Phi (ASF) tại 26 tỉnh, thành phố được báo cáo với quy mô trên 4,073 con lợn mắc bệnh, chết và bị tiêu hủy - So sánh với quy mô dịch bệnh 4T/2023 tương đương 20.4% số ổ dịch ASF được phát hiện và 18.9% số lợn bệnh và tiêu hủy của cả năm 2022 và Việt Nam là một trong số các nước trong khu vực dịch bùng phát sớm và mạnh nhất Châu Á.

- **Chúng tôi đánh giá dịch bệnh ASF vẫn tiềm ẩn nguy cơ bùng phát cao trong bối cảnh:**

(1) Tình hình thời tiết nồm ẩm kéo dài

(2) Vaccine phòng dịch tả heo châu Phi vẫn chưa được sử dụng mở rộng trên phạm vi cả nước, chủ yếu được tiêm phòng giám sát

(3) Nhiều biến chủng của dịch tả lợn Châu Phi được phát hiện;

Do đó, khả năng chống dịch tại khu vực có số lượng nông hộ nhiều (chưa đảm bảo về cơ sở vật chất, an toàn thú y) sẽ tiếp tục gặp khó khăn trong việc phát hiện và kiểm soát dịch bệnh;

Theo bộ nông nghiệp Trung Quốc, tại thời điểm cuối tháng 3/2023, số lượng heo nái của Trung Quốc đạt hơn 4,304 triệu con (-1.6%MoM) nhưng vẫn được đảm bảo số lượng lợn nái đạt ngưỡng an toàn theo “chương trình thực hiện kiểm soát năng lực sản xuất lợn” (trong khoảng 95%* 4,100 triệu con đến 105%*4,100 triệu con) trong bối cảnh dịch bệnh vẫn được kiểm soát. Mặt khác, chúng tôi cũng lưu ý các trang trại quy mô lớn và các nông hộ tại Trung Quốc hiện đang lỗ ròng từ -8% đến -13% từ đầu năm 2023; Điều này có thể làm giảm hoạt động tái đàn và chăn nuôi thứ cấp trong các quý tiếp theo của năm 2023. Nếu tác động này đủ lớn lên nguồn cung thì giá heo hơi có thể tích cực hơn kì vọng hiện tại của chúng tôi.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** trong 2023 đối với các nhóm ngành Chăn nuôi, khi đối mặt với nhiều thách thức về nhu cầu tiêu dùng thấp và giá heo hơi giảm mạnh hơn giá vốn trong Q1/2023. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp được kì vọng cải thiện vào những tháng cuối năm 2023 nhờ (1) giảm áp lực về nguồn cung (2) Chi phí nguyên vật liệu TACN hạ nhiệt.

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

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
DBC	12,613	9%	43	723%	159	99	0.8	0.3%	1%	17,050	21.300	25%

*Sử dụng phương pháp P/B=1 lần nhờ vị thế và quy mô hàng đầu của DBC trong ngành

Nguồn: BSC Research

NGÀNH HÓA CHẤT [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Lưu Thuỳ Linh

Email: Linhlt2@bsc.com.vn

BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Hóa chất trong năm 2023 do lợi nhuận kỳ vọng giảm từ mức nền cao của năm 2022. Tuy nhiên, các cổ phiếu doanh nghiệp ngành Hóa chất hiện đang được giao dịch ở vùng định giá thấp trong nhiều năm.

Trong bối cảnh giá cả hóa chất chưa có động lực rõ ràng để có thể vượt vùng giá đỉnh của năm 2022, động lực tăng trưởng sẽ đến từ **(i)** cắt giảm chi phí sản xuất (phát triển theo chiều dọc) hoặc **(ii)** mở rộng đầu tư các sản phẩm truyền thống và mới (phát triển theo chiều ngang). Tuy nhiên, BSC nhận thấy các doanh nghiệp hóa chất tư nhân sẽ có nhiều lợi thế hơn doanh nghiệp nhà nước trong việc mở rộng đầu tư phát triển.

Đối với việc tăng giá bán lẻ điện bình quân: Bộ Công Thương phê duyệt mức tăng giá bán lẻ điện bình quân tối đa 3% khiến chi phí sản xuất các doanh nghiệp tăng. BSC ước tính, với mức tăng 3% biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp hóa chất sẽ giảm 0.5% – 0.6% trong năm 2023, và LNTT sẽ

Đối với DGC, BSC cho rằng mức nền cao của năm 2022 là thách thức lớn đối với DGC khi giá P4 vẫn đối mặt với áp lực giảm do:

(1) Nhu cầu P4 suy yếu: theo hãng nghiên cứu Gartner¹ (Mỹ) doanh số chất bán dẫn toàn cầu năm 2023 sẽ giảm -3.6% YoY do suy thoái kinh tế toàn cầu và nhu cầu đối với mặt hàng điện tử của người tiêu dùng trì trệ.

(2) Nguồn cung P4 từ Trung Quốc tăng:

Một số doanh nghiệp sản xuất P4 ở Trung Quốc dự kiến nối lại hoạt động sản xuất trong 2023 đồng thời Trung Quốc có kế hoạch tăng công suất P4 vàng +8.6% trong năm 2023 lên 1.57 triệu tấn sẽ tăng nguồn cung P4 vàng.

Tuy nhiên, lượng tiền mặt lớn và định giá rẻ (cổ phiếu đang được giao dịch ở mức PE fw 2023 = 4.8x thấp trong vòng 8 năm gần nhất (P/E trung vị = 7.8x) là những yếu tố hấp dẫn đối với cổ phiếu DGC.

Đối với CSV, BSC cho rằng mức nền cao của năm 2022 là thách thức lớn đối với CSV, đặc biệt khi Trung Quốc mở cửa sẽ khiến việc xuất khẩu Xút Trung Quốc sang Việt Nam cải thiện và làm tăng tính cạnh tranh đối với sản phẩm nội địa.

BSC kỳ vọng bên cạnh xút, giá các hoá chất khác sẽ tiếp tục xu hướng giảm trong 2023 do: **(1)** chi phí năng lượng đã giảm và **(2)** nhu cầu các sản phẩm hoá chất giảm do suy thoái kinh tế và tình trạng tồn kho cao.

Về định giá, cổ phiếu CSV hiện đang được giao dịch ở mức PE fw 2023 = 4.5x thấp trong vòng 8 năm gần nhất (P/E trung vị = 6.4).

Bảng: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Hóa chất

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
DGC	11,524	-20%	4,023	-28%	10,593	4.9	1.8	30%	36%	50,800	60,500	19%
CSV	1,831	-13%	291	-18%	6,584	4.5	0.9	15%	20%	29,850	32,000	7%

Nguồn: BSC Research

¹ <https://www.gartner.com>

NGÀNH Ô TÔ [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Lưu Thuỳ Linh

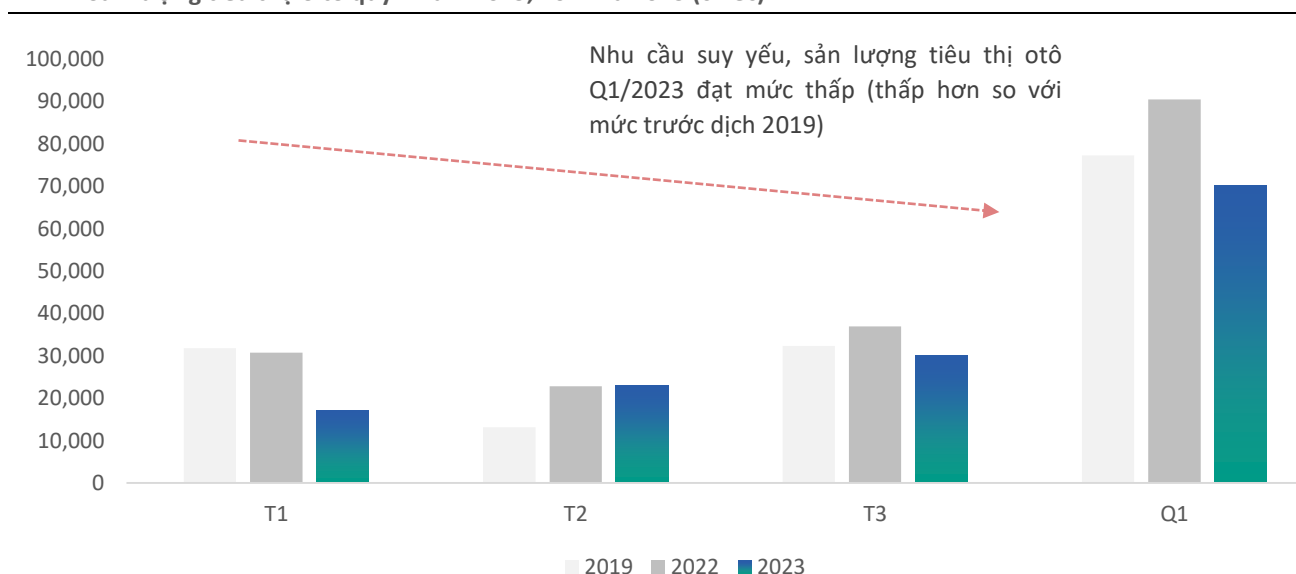
Email: Linhl2@bsc.com.vn

- Luỹ kế quý 1 năm 2023 sản lượng tiêu thụ ô tô toàn thị trường đạt 70,212 chiếc, giảm 29% so với cùng kỳ.
- BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Ô tô trong năm 2023 do: doanh số ô tô kỳ vọng giảm tốc do mức nền cao trong năm 2022, lạm phát và lãi suất duy trì ở mức nền cao

Doanh số ô tô sụt giảm mạnh trong Q1/2023, giảm 29% so với cùng kỳ. Theo Hiệp hội Các nhà sản xuất Ô tô Việt Nam (VAMA), luỹ kế quý 1 năm 2023, doanh số ô tô toàn thị trường đạt 70,212 chiếc (-29% YoY, -9% so với mức trước dịch).

Q1/2023 doanh số ô tô giảm 29% YoY do mức nền cao cùng kỳ 2022 (Q1/2022 doanh số đạt mức cao do nhu cầu được thúc đẩy bởi chính sách ưu đãi lệ phí trước bạ). Doanh số quý 1/2023 giảm 9% so với 2019 (mức trước dịch) cho thấy nhu cầu suy yếu của thị trường ô tô.

Hình: Sản lượng tiêu thụ ô tô quý 1 năm 2019, 2022 và 2023 (chiếc)



Nguồn: VAMA, BSC Research

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

(1) Sẽ giảm tốc do (1.1) mức nền cao trong năm 2022; (1.2) Sức mua của một bộ phận người tiêu dùng giảm, lãi suất neo ở mức cao và (1.3) các chính sách ưu đãi kết thúc.

(2) Doanh số ô tô tăng trưởng âm nhẹ

So với báo cáo cập nhật gần nhất: “Triển vọng Ngành 2023” BSC hạ quan điểm về mức tăng trưởng doanh số ô tô toàn thị trường từ giảm tốc nhưng vẫn duy trì được mức tăng trưởng dương xuống tăng trưởng âm nhẹ.

Cơ sở cho quan điểm này của chúng tôi đến từ:

(2.1) Nhu cầu của người tiêu dùng trong nước yếu, mặc dù các đại lý đã áp dụng các chính sách ưu đãi, giảm giá, hỗ trợ lệ phí trước bạ để kích cầu và;

(2.2) Điều kiện tín dụng thắt chặt hơn, cơ hội tiếp cận gói vay mua xe trả góp khó khăn hơn cũng tác động làm giảm khả năng tiếp cận của một bộ phận người tiêu dùng.

Chúng tôi lưu ý, áp lực tăng trưởng sẽ mạnh mẽ trong Q2/2023 do mức nền so sánh cao cùng kỳ.

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

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



Nguồn: FiinPro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Ô tô trong năm 2023 do kỳ vọng: doanh số ô tô sẽ giảm tốc, tăng trưởng âm nhẹ trong năm 2023.

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

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
VEA	4,260	-10%	7,105	-6%	5,716	6.5	1.6	26%	28%	38,448	42,000	9%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH PHÂN BÓN [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Lưu Thuỳ Linh

Email: Linhlt2@bsc.com.vn

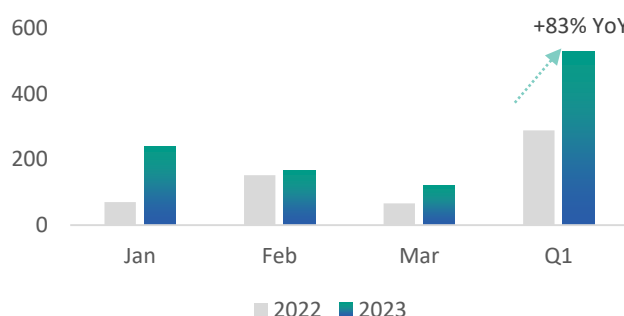
- Các doanh nghiệp Phân bón sẽ đối mặt với áp lực tăng trưởng âm trong quý 2 và phần còn lại năm 2023 do: **(1)** Mức nền cao năm 2022; **(2)** Biên lợi nhuận giảm từ mức nền cao do kỳ vọng giá bán giảm mạnh hơn giá khí đầu vào và **(3)** Giá bán giảm so với cùng kỳ tuy nhiên tốc độ giảm chậm lại so với quý 1/2023.
- BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Phân bón năm 2023.

Áp lực giảm giá Ure thế giới do Trung Quốc tăng cường xuất khẩu ure và Ấn Độ giảm lượng nhập khẩu trong quý 1/2023

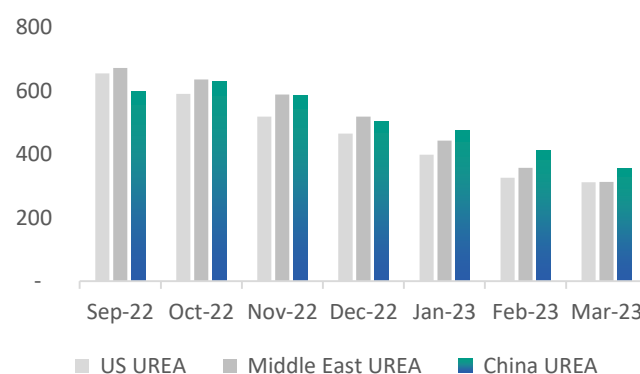
Trung Quốc tăng xuất khẩu Ure so với cùng kỳ, tuy nhiên đà xuất khẩu có dấu hiệu chậm lại

Quý I/2023, tổng lượng ure Trung Quốc xuất khẩu là 526,900 tấn, tăng +82.47% YoY với giá xuất khẩu bình quân đạt 479 USD/tấn (giảm -15.82% YoY), trong đó Ấn Độ là thị trường xuất khẩu Ure chính của Trung Quốc. Lượng ure Trung Quốc xuất khẩu sang Ấn Độ trong quý I/ 2023 +51% YoY. Giá Ure Trung Quốc cao hơn giá xuất khẩu khiến đà xuất khẩu Ure của Trung Quốc có dấu hiệu chậm lại từ tháng 03/2023.

Hình: Lượng Ure Trung Quốc xuất khẩu trong Q1/2023 + 83% YoY (tấn)



Hình: Kỳ vọng lượng Ure Ấn Độ nhập khẩu sẽ phục hồi từ nay – cuối năm 2023

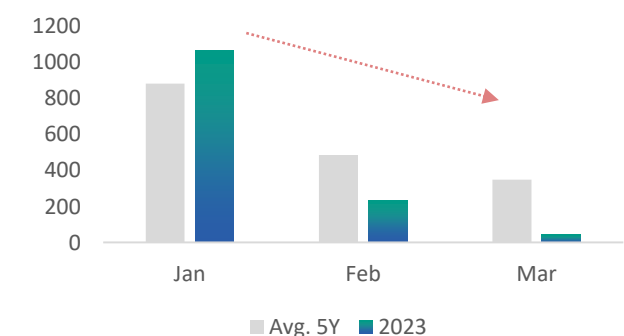


Nguồn: Government of India, BSC Research

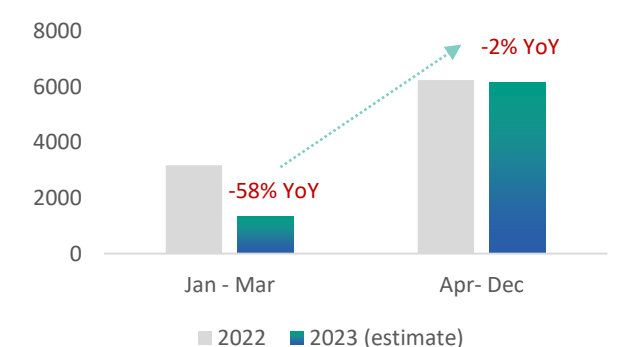
Ấn Độ giảm nhập khẩu Ure trong quý 1/2023, kỳ vọng lượng nhập khẩu phục hồi từ nay tới cuối năm

Năm 2022 Ấn Độ vận hành thêm 3 dự án Ure với tổng sản lượng đạt 1.27 triệu tấn/năm tương đương +2.5% công suất. Với kỳ vọng giảm giá, các đợt mở thầu của Ấn Độ kéo dài hơn và lượng nhập khẩu thực tế giảm trong Q1/2023. Hiện giá Ure thế giới đã giảm 60% từ mức đỉnh 2022 và -20% so với hồi cuối năm 2022, mức giá này hấp dẫn hơn so với giá Ure sản xuất tại Ấn Độ, do đó BSC kỳ vọng hoạt động nhập khẩu Ure của Ấn Độ sẽ phục hồi từ nay tới cuối năm.

Hình: Ấn Độ giảm nhập khẩu ure trong Q1/2023 (tấn)

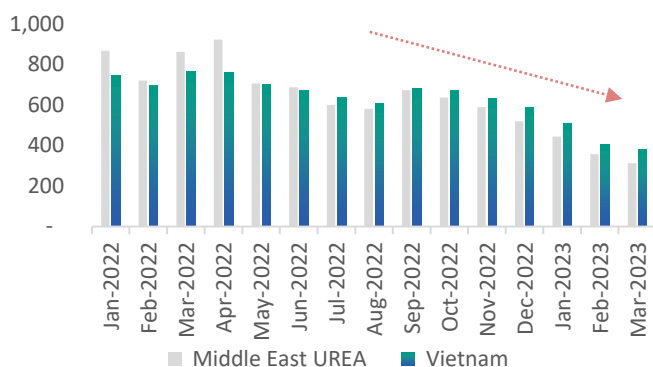


Hình: Kỳ vọng lượng Ure Ấn Độ nhập khẩu sẽ phục hồi từ nay – cuối năm 2023 (tấn)



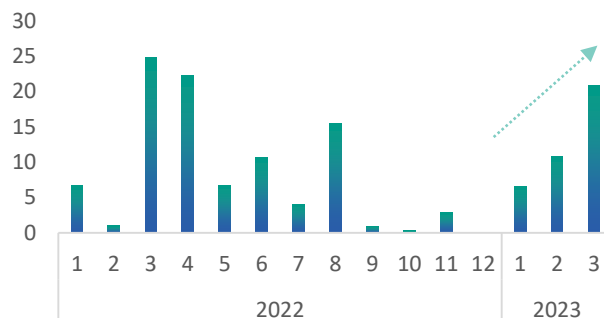
Nguồn: Government of India, BSC Research

Hình: Giá Ure trong nước giảm theo giá Ure thế giới (USD/tấn)



Hình: Agromonitor, BSC Research

Hình: Q1/2023 lượng Ure nhập khẩu về Việt Nam +18% YoY (nghìn tấn)



Nguồn: TCHQ, BSC Research

Triển vọng quý 2 và năm 2023: BSC Duy trì quan điểm như Báo cáo triển vọng 2023 tuy nhiên BSC kỳ vọng **đà giảm giá Ure trong nước sẽ chậm lại** và **nhu cầu nội địa sẽ cải thiện** trong phần còn lại năm 2023 nhờ:

(4) Đà giảm chứng lại do kỳ vọng áp lực XK từ phía TQ giảm và Ấn Độ tăng nhập khẩu Ure

(5) Nhu cầu cải thiện nhờ giá gạo neo ở mức cao và giá phân bón đã điều chỉnh về mức thấp

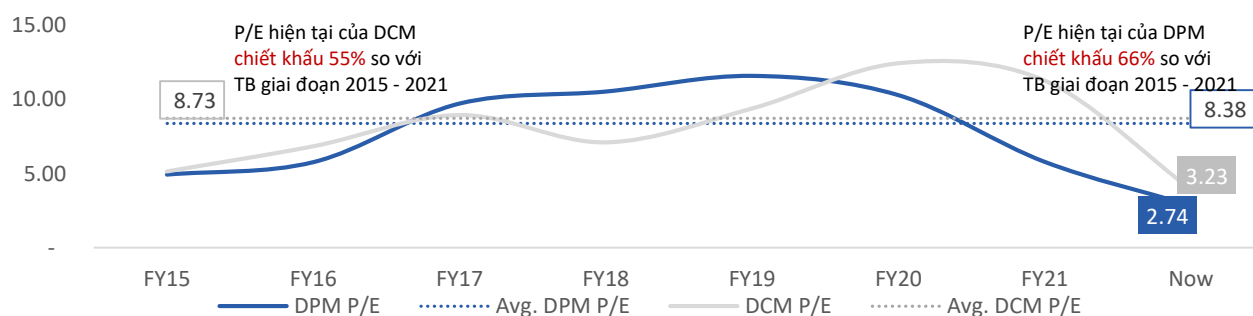
Giá gạo xuất khẩu bình quân 3 tháng đầu năm 2023 đạt 531 USD/tấn, tăng +9.2% so với cùng kỳ năm 2022 và cao nhất trong vòng 10 năm qua. BSC kỳ vọng giá gạo tăng cao và giá phân bón thấp sẽ cải thiện nhu cầu sử dụng phân bón trong nước.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

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

Chúng tôi kỳ vọng giá Ure giảm so với 2022 và tạo áp lực tăng trưởng âm với các doanh nghiệp phân bón. Về định giá, cổ phiếu DPM và DCM hiện đang được giao dịch ở mức PE thấp so với trung bình 8 năm (DPM, DCM đang giao dịch với P/E chiết khấu lần lượt 66% và 55% so với trung bình lịch sử).

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



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

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

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
DPM	14,150	-24%	2,260	-59%	5,735	5.7	1.0	14%	18%	33,000	38,000	15%
DCM	12,050	-24%	1,850	-57%	3,495	6.6	1.1	13%	17%	23,900	27,000	13%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH SẮM LỐP [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Lưu Thuỳ Linh

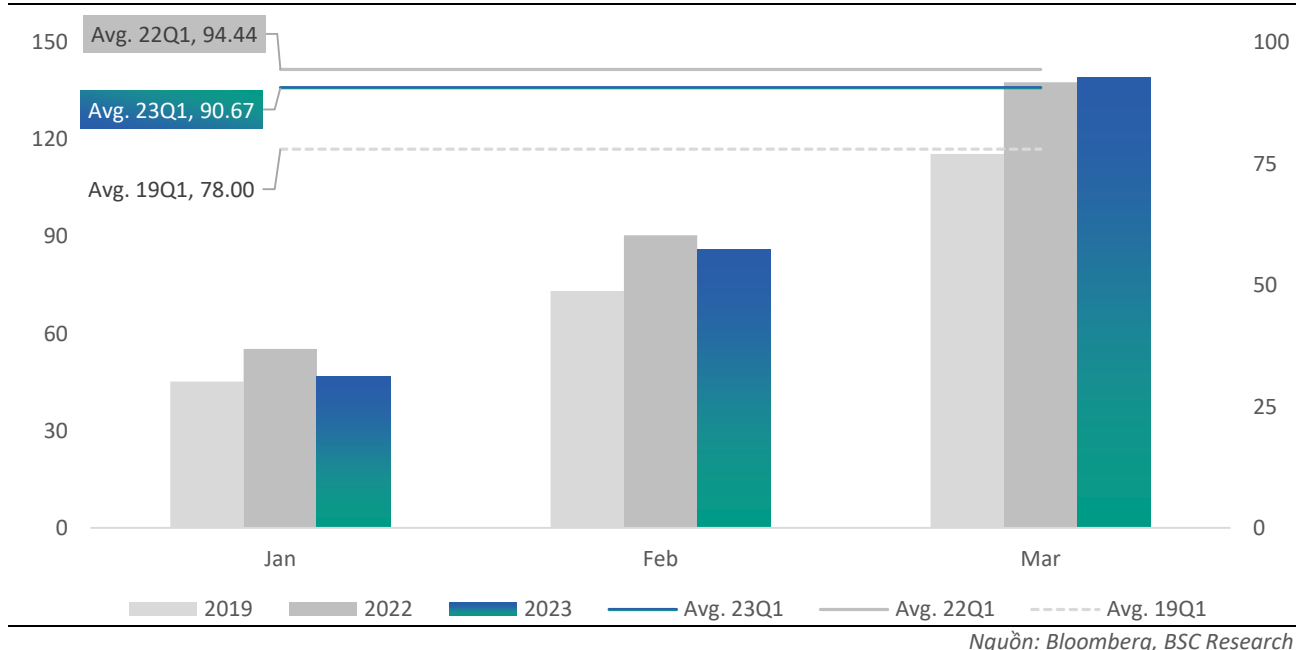
Email: Linhl2@bsc.com.vn

- Chúng tôi cho rằng trong năm 2023 hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp sản xuất lốp sẽ phân hoá do: **(1)** khả năng cạnh tranh tại thị trường nội địa và khả năng đẩy mạnh thị trường xuất khẩu và **(2)** khả năng cắt giảm chi phí nguyên vật liệu và chi phí logistics.
- BSC hạ quan điểm từ **KHẢ QUAN** xuống **TRUNG LẬP** đối với ngành Sản xuất lốp năm 2023.

Triển vọng kinh doanh năm 2023:

(1) Trung Quốc giảm lượng lốp xuất khẩu, tuy nhiên áp lực cạnh tranh vẫn còn cao

Hình: Sản lượng lốp Trung Quốc xuất khẩu Q1/2023 giảm 4% svck nhưng vẫn cao hơn so với trước dịch (Triệu chiếc)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

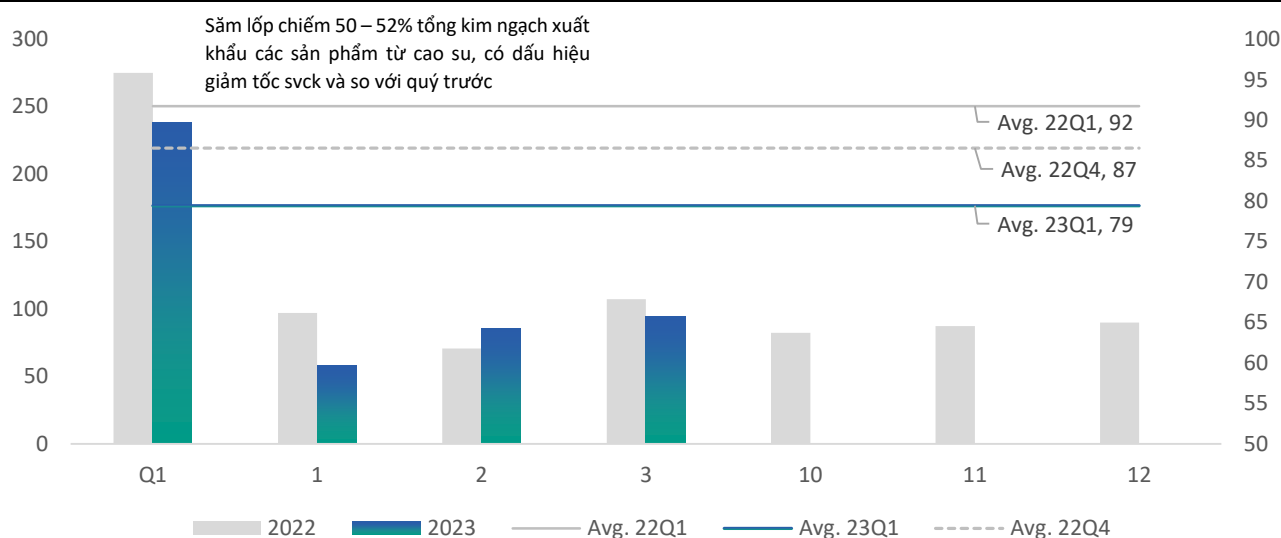
Lượng lốp Trung Quốc xuất khẩu trong Q1/2023 giảm nhẹ 4% so với cùng kỳ 2022 nhờ nhu cầu tiêu thụ lốp tại thị trường Trung Quốc cải thiện khi các biện pháp hạn chế được nới lỏng. Tuy nhiên áp lực cạnh tranh từ lốp Trung Quốc vẫn còn cao, theo số liệu từ Bloomberg, trong Q1/2023 sản lượng lốp xuất khẩu từ Trung Quốc vẫn tăng hơn 13% so với mức trước dịch (Q1/2019).

BSC kỳ vọng nhu cầu sản phẩm lốp tại thị trường Trung Quốc sẽ tiếp tục cải thiện từ đó giảm áp lực xuất khẩu sản phẩm. Số liệu cho thấy, tỷ lệ vận hành trung bình hàng tháng của lốp xe toàn thép ở Trung Quốc là 68.17% (+11.72% MoM/ +10.73% YoY); trung bình hàng tháng tỷ lệ vận hành của lốp bán thép là 73.47% (+11.75% MoM/ +3.82% YoY).

(2) Dấu hiệu xuất khẩu sản phẩm lốp giảm tốc

BSC ước tính, kim ngạch xuất khẩu sản phẩm lốp toàn thị trường trong Q1/2023 giảm 10 – 13% svck do các thị trường xuất khẩu chính gặp khó khăn. BSC lưu ý, năng lực xuất khẩu của các doanh nghiệp sản xuất lốp phân hoá, trong quý 1 vẫn có doanh nghiệp xuất khẩu tăng trưởng so với mức nền cao cùng kỳ và quý trước (HSX: DRC).

Hình: Kim ngạch XK các sản phẩm từ cao su trong Q1/2023 giảm so với cùng kỳ và giảm so với Q4/2022 (Triệu USD)



Nguồn: Customs, BSC Research

(3) Đồng thời, BSC kỳ vọng hiệu quả hoạt động sẽ được hỗ trợ nhờ: (3.1) tiết giảm chi phí nguyên vật liệu và (3.2) chi phí logistics hạ nhiệt

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp các doanh nghiệp sản phẩm giảm từ -28% đến -37% QoQ, và từ -27% đến -40% YoY trong Q1/2023.

Giá các nguyên liệu chính như: cao su, than, hoá chất tiếp tục xu hướng giảm cũng góp phần giảm giá vốn hàng bán, tuy nhiên, tùy thuộc vào khả năng đặt giá bán với khách hàng của mỗi doanh nghiệp sản phẩm sẽ có tác động đến biên lợi nhuận gộp khác nhau.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC hạ quan điểm từ KHẢ QUAN xuống **TRUNG LẬP** đối với ngành Sản phẩm năm 2023 và kết quả kinh doanh các doanh nghiệp sẽ phân hoá dựa trên: (1) khả năng cạnh tranh tại thị trường nội địa và khả năng đẩy mạnh thị trường xuất khẩu và (2) khả năng cắt giảm chi phí nguyên vật liệu và chi phí logistics.

Bảng: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Sản phẩm

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
DRC	4,825	-2%	280	-9%	2,586	8.1	1.6	10%	15%	21,050	24,000	14%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH TIÊU DÙNG – BÁN LẺ [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Phạm Thị Minh Châu

Email: Chauptm@bsc.com.vn

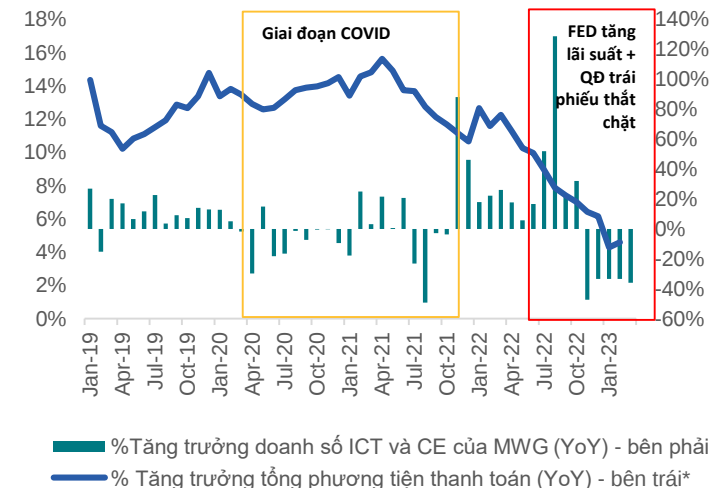
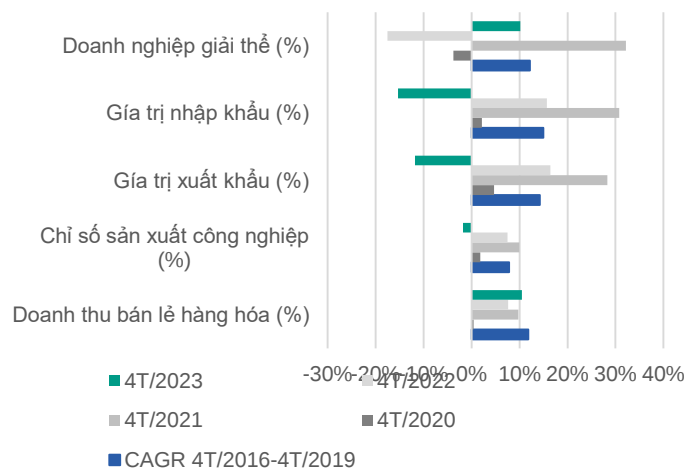
- Nhóm tiêu dùng bán lẻ niêm yết trong năm 4T2023 chịu áp lực của mức nền cao, nhu cầu suy giảm và chi phí đầu vào cao hơn cùng kì
- 2023- Kỳ vọng một năm khó tăng trưởng: khi những khó khăn từ mức nền cao và tồn kho lớn
- Cơ hội đầu tư dài hạn vào nhóm doanh nghiệp đầu ngành nhờ định giá được chiết khấu
- BSC hạ khuyến nghị từ **KHẢ QUAN** xuống còn **TRUNG LẬP** cho kết quả kinh doanh ngành tiêu dùng bán lẻ trong năm 2023

Trong bối cảnh kinh tế vĩ mô suy yếu, doanh thu bán lẻ hàng hóa 4T.23 tăng trưởng dương nhưng không đại diện cho KQKD nhóm ngành tiêu dùng bán lẻ niêm yết.

- DT bán lẻ hàng hóa tăng trưởng +10.5% YoY (loại trừ yếu tố giá tăng +6.4%YoY), nhưng vẫn thấp hơn so với CAGR của giai đoạn trước COVID 2016-2019 (+11.8%YoY)**; dẫn dắt bởi nhóm ngành hàng thiết yếu, tăng trưởng trên mức nền thấp trong 3 năm COVID, được hỗ trợ bởi lượt khách quốc tế tăng 19.5 lần YoY và mang tính cục bộ tại một số địa phương.
- Mặt khác, nhiều nhóm ngành hàng ghi nhận mức suy giảm mạnh hơn kì vọng trong báo cáo ngành Q1/2023, đặc biệt là đối với**
 - nhóm bán lẻ ngành ICT: nhu cầu suy yếu áp lực cạnh tranh về giá làm giảm biên lợi nhuận trong Q1/2023 mạnh hơn kì vọng;
 - nhóm ngành tiêu dùng: vẫn chịu áp lực từ việc chốt giá đầu vào cao hơn cùng kì và nhu cầu suy giảm theo bối cảnh kinh tế.

Hình: 4T/2023, doanh thu một số nhóm ngành thiết yếu tăng trưởng trên mức nền thấp, trong bối cảnh kinh tế vĩ mô khó khăn

Hình: Tăng trưởng cung tiền giảm tốc trong 4 tháng 2023, diễn biến đồng pha với mức suy giảm doanh số nhóm hàng không thiết yếu (ICT+CE) – có mức nền cao trong 2022



Lưu ý: nhóm hàng thiếu yếu gồm nhóm hàng lương thực, thực phẩm tăng +14,5%YoY; may mặc tăng +9,8%YoY,...

*Tổng phương tiện thanh toán

Nguồn: GSO, BSC tổng hợp, Ngân hàng nhà nước, MWG

Bảng: Tổng hợp kết quả kinh doanh Q1/2023

STT	Mã CK	DTT Q1/23	%YOY	%QOQ	LNST Q1/23	%YOY	%QOQ	%Chênh lệch giữa thực tế và dự phóng	Bình luận
Nhóm ngành bán lẻ	MWG	27,106	-26%	-11%	21	-99%	-97%	-95%	(1) Áp lực tồn kho cao và cạnh tranh về giá bán của mảng ICT+ CE cao hơn kì vọng, (2) áp lực lãi suất tăng
	FRT	7,753	0%	-8%	2	-99%	-98%	-95%	
	DGW	3,960	-43%	-3%	82	-61%	-47%	5%	
	PET	4,246	-12%	-12%	40	-55%	5250%	32%	Doanh thu mảng cartering và BĐS có biên cao tăng trưởng khả quan hơn kì vọng
	PNJ	9,796	-3%	18%	749	4%	60%	4%	
Nhóm tiêu dùng và khác	VNM	13,954	1%	-7%	1,906	-17%	2%	-7%	
	MSN	18,706	3%	-9%	439	-77%	-45%	2%	
	DBC	2,314	-18%	-21%	-321	-3826%	305%	N/A	Nhu cầu suy yếu khiến giá heo phải bán dưới giá vốn và chốt giá đầu vào NVL cao hơn kì vọng.
	SAB	6,214	-15%	-38%	1,004	-19%	-7%	-9%	
	DHC	848	-18%	-10%	86	-27%	5%	-2%	
	QNS	2,130	17%	9%	317	80%	-26%	6%	
	BAF	817	-47%	-62%	4	-96%	-42%	3%	

Nguồn: FiinPro, BSC

Thách thức tăng trưởng cho năm 2023 vẫn còn đó, nhưng những áp lực từ mức nền cao và tồn kho lớn dự kiến sẽ được giảm bớt trong 2H/2023 so với 1H/2023 nhờ

(1) viễn cảnh về kinh tế vĩ mô được cải thiện so với 1H/2023 khi (1.1) nhiều quyết sách được đưa ra để kích thích nền kinh tế như giảm lãi suất điều hành, dự thảo giảm thuế VAT kích thích tiêu dùng, nới lỏng nút thắt từ trái phiếu doanh nghiệp của BĐS thương mại, (1.2) kì vọng tình hình xuất khẩu được cải thiện so với đầu năm 2023 nhờ áp lực từ tồn kho, ...

(2) Mức nền KQKD thấp trong Q4/2022 và áp lực từ tồn kho nguyên vật liệu giá cao so với cùng kì được giảm bớt.

Nhìn chung, KQKD năm 2023 của các doanh nghiệp ngành tiêu dùng bán lẻ vẫn kém khả quan, nhưng định giá của các doanh nghiệp đã được chiết khấu tương đối sâu so với cùng kì. Do đó, chúng tôi đánh giá đây là cơ hội đầu tư dài hạn vào các doanh nghiệp đầu ngành và còn nhiều tiềm năng tăng trưởng dài hạn.

STT	Mã CK	% Thay đổi giá			P/E TTM	P/E trung vị	Triển vọng nhóm cổ phiếu đã có giá chiết khấu sâu
		1 tháng	3 tháng	1 năm			
Nhóm ngành bán lẻ	MWG	1%	-21%	-47%	20.7	13.9	- Tăng thị phần mảng ICT+CE - BHX tiến gần đến điểm hoà vốn khi nhu cầu phục hồi - Kì vọng PE fw năm 2024 =10 lần- thấp hơn trung vị
	FRT	4%	-10%	-39%	34.4	28.9	- FPT shop tăng trưởng nhờ ngành phục hồi và tăng tỷ trọng mảng gia dụng - Long Châu tiếp tục tăng thị phần - Kì vọng PE fw năm 2024 =22 lần- thấp hơn trung vị
	DGW	15%	-15%	-55%	9.9	10.5	- Ngành ICT phục hồi trên nền thấp - Tăng quy mô các mảng kinh doanh có biên cao và hiệu quả của M&A - Kì vọng PE fw năm 2024 =9 lần- thấp hơn trung vị
	PET	19%	19%	-45%	24.8	5.4	- Ngành phục hồi, khai thác mảng kinh doanh có biên lợi nhuận tốt - Tiềm năng từ BĐS thương mại
	PNJ	0%	-10%	-4%	14.2	15.2	- Chiếm thị phần từ các DN vừa và nhỏ, khai thác tập khách hàng mới - Kì vọng PE fw năm 2024 =9.3 lần- thấp hơn trung vị
Nhóm tiêu	VNM	-6%	-9%	-1%	17.7	17.8	
	MSN	-5%	-24%	-37%	45.9	28.4	- Tiềm năng từ mảng tiêu dùng, bán lẻ phục hồi - Kì vọng PE fw năm 2024 =23.4 lần- thấp hơn trung vị

dùng và khác	DBC	5%	-1%	-51%	P/B =0.8	0.8	- Biên lợi nhuận từ chăn nuôi tăng trưởng trên nền thấp - Quy mô hàng đầu ngành chăn nuôi về tổng đàn và sở hữu đất nông nghiệp và thương mại quy mô lớn
	SAB	-5%	-8%	8%	21.3	25.0	
	DHC	0%	9%	-38%	9.2	10.8	- Tiềm năng từ tăng trưởng từ thương mại điện tử và tiêu dùng hồi phục - Triển vọng nhà máy Giao Long 3
	QNS	10%	19%	1%	11.7	12.3	
	BAF	1%	11%	-35%	14.9	15.5	- Biên lợi nhuận phục hồi - Quy mô tổng đàn tăng trưởng nhờ tăng số lượng trại

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC hạ khuyến nghị từ **KHẢ QUAN** xuống **TRUNG LẬP** đối với các nhóm ngành tiêu dùng -bán lẻ trong năm 2023 do những khó khăn từ mức nền cao và áp lực tồn kho trong 1H/2023. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì kì vọng kết quả kinh doanh trong 2H/2023 sẽ cải thiện so với 1H/2023 và giá cổ phiếu đã được chiết khấu phản ánh kết quả kinh doanh kém khả quan của các doanh nghiệp là cơ hội để đầu tư dài hạn với những cổ phiếu có lợi thế cạnh tranh lớn và tiềm năng tăng trưởng dài hạn như Bán lẻ MWG, FRT, DGW, PNJ,... và tiêu dùng gồm MSN, DBC,...

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

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu 2023/2024	Upside (%)
MWG	126,099	-5%	3,100	-24%	2,118	17.85	2.37	6%	12%	38,150	46,300	21%
VNM	61,883	3%	8,942	5%	4,059	17.0	4.6	19%	27%	69,000	75,000	9%
MSN	83,120	9%	3,395	-5%	2,384	30.6	4.0	3%	12%	73,100	87,000	19%
PNJ	34,778	3%	1,923	6%	7,537	10.1	2.7	13%	20%	74,600	90,100	21%
DGW	18,443	-16%	424	-38%	2,597	12.9	2.28	7%	17%	32,900	40,500	23%
FRT	34,831	15%	151	-61%	1,105	57.9	3.8	1%	7%	62,000	74,700*	20%
SAB	38,100	9%	5,598	7%	8,555	19.35	4.38	14%	20%	162,500	188,200	16%

Nguồn: BSC Research

(*) Giá mục tiêu năm 2024

NGÀNH THỦY SẢN [KÉM KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Trần Lâm Tùng, Email: tuntl@bsc.com.vn

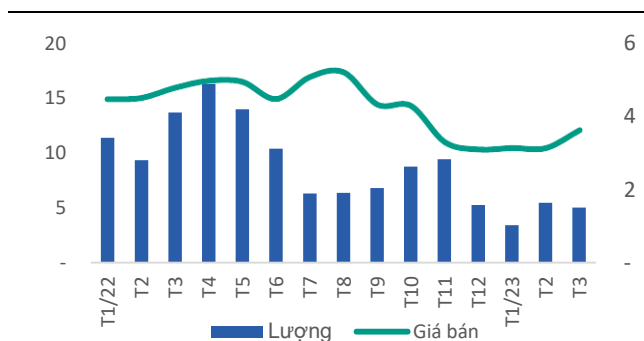
- Trong Q1.2023, kim ngạch xuất khẩu thủy sản cả nước ước đạt 1.8 tỷ USD, giảm 27% so với cùng kỳ năm trước: tôm -37% YoY, cá tra -35% YoY
- Triển vọng kinh doanh Q2.2023: Đối với ngành tôm: Việc các thị trường tiêu thụ chính (Mỹ, EU) đều được dự kiến nền kinh tế gặp nhiều khó khăn sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ tôm Việt.
- Đối với ngành cá tra: BSC nhận thấy thị trường Trung Quốc có dấu hiệu chững lại trong khi thị trường Mỹ, EU chưa có dấu hiệu khởi sắc xuất khẩu cá tra có thể sẽ gặp khó trong Q2.2023.
- BSC đưa ra quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành Thủy sản trong Q2.2023.

Q1.2023, kim ngạch xuất khẩu đạt 1.8 tỷ USD giảm 27% so với cùng kỳ do tác động từ nhu cầu suy giảm tại các thị trường xuất khẩu chính như Mỹ, EU. Trong đó, 2 sản phẩm thủy sản xuất khẩu chủ lực (cá tra, tôm) đều ghi nhận giảm mạnh.

Đối với ngành cá tra, Q1.2023 kim ngạch xuất khẩu đạt 422 triệu USD (-35% yoy) do:

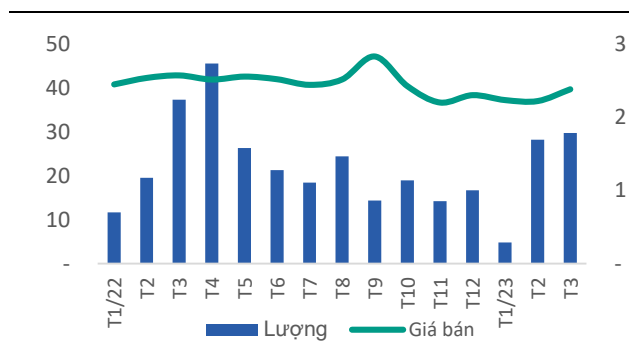
- Thị trường Mỹ chưa có dấu hiệu khởi sắc.** Giá cá tra xuất khẩu trung bình Q1.2023 = 3.3 USD/kg (-27% yoy), sản lượng xuất khẩu = 13.9 nghìn tấn (-59% yoy).
- Thị trường Trung Quốc hồi phục chậm sau khi tái mở cửa.** Như đã đề cập trong báo cáo trước đó, triển vọng ngành cá tra 2023 sẽ phụ thuộc vào mức độ hồi phục của thị trường Trung Quốc do nhu cầu dồn nén và sản lượng cá tra xuất khẩu tăng (+30.6%) trong 2022 bất chấp chính sách đóng cửa biên giới được áp dụng ([link](#)). Tuy nhiên, trong Q1.2023, nhu cầu tại của thị trường này chưa có sự hồi phục như kỳ vọng, sản lượng xuất khẩu = 62.65 nghìn tấn (-8% yoy), giá khẩu trung bình = 2.28 USD/kg (-9.5% yoy)

Hình: Xuất khẩu cá tra sang Mỹ chưa tín hiệu khởi sắc



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Thị trường Trung Quốc phục hồi không như kỳ vọng



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: KQKD suy giảm trong Q1.2023 ở các doanh nghiệp cá tra xuất khẩu

	DTT	NPATMI	Nhận xét
ANV	1,155 tỷ (-5.2% yoy)	92.4 tỷ (-55% yoy)	(1) Doanh thu xuất khẩu = 891 tỷ (+2% yoy) do giá giảm -11% yoy và sản lượng tăng +13% yoy, doanh thu thành phẩm cá tra trong nước = 264 tỷ (-23.5% yoy). (2) Biên gộp = 17.5% giảm 11.8 điểm % svck do giá cá tra -11% yoy và giá TACN tăng cao (+15% yoy)
VHC	2238.5 tỷ (-31.1% yoy)	218.9 tỷ (-61% yoy)	DTT và NPATMI giảm mạnh do: (1) giá cá tra và sản lượng xuất khẩu sang thị trường Mỹ giảm mạnh svck (2) biên gộp = 16.8% giảm 7 điểm % svck do giá cá tra xuất khẩu giảm và giá TACN tăng cao (+15% yoy).

Nguồn: BCTC ANV, VHC

Trong Q2.2023, triển vọng KQKD của các doanh nghiệp cá tra có thể sẽ tiếp tục kém khả quan do:

(1) BSC nhận thấy nhu cầu nhập khẩu cá tra của Trung Quốc tiếp tục chững lại trong cuối tháng 3 và đầu tháng 4 do:

- Xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc đã ghi nhận giảm 4 tuần liên tiếp với mức giảm về lượng trung bình -7.2% so với tuần trước đó, giá cá tra xuất khẩu = 2.2 – 2.3 USD/kg giảm 15% so với tháng 3.
- Các công ty làm cá đi Trung Quốc tập trung bắt cá tại ao và giảm mua ngoài trong tháng 4 cũng cho thấy nhu cầu cá tra là tương đối yếu trong ngắn hạn
- Mức tồn kho cao tại thị trường Trung Quốc sau khi nhập khẩu ồ ạt vào T2 (1000 container).

(2) Thị trường Mỹ và Châu Âu chưa có dấu hiệu khởi sắc và mức nền cao của chu kỳ cá tra đi lên trong 1H.2022.

(3) Giá thức ăn chăn nuôi = 15.000 VND (+15% yoy) sẽ ảnh hưởng lên biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp cá tra.

Tuy nhiên, trong 2H.2023, BSC cho rằng ngành cá tra sẽ có sự cải thiện sẽ với 1H.2023 nhờ:

(1) Giá cá tra xuất khẩu có thể sẽ được hỗ trợ khi nguồn cung dần bị thu hẹp. Tính đến hết Q1.2023, diện tích nuôi cá tra có xu hướng giảm tại khu vực Cần Thơ = 477 ha (-10% yoy), Vĩnh Long = 310 ha (+0.9% yoy) do giá TACN tăng cao trong khi giá cá tra nguyên liệu giảm gây lở cho người dân.

Hình: Diện tích nuôi trồng cá tra tại Cần Thơ suy giảm trong Q1.2023



Nguồn: Agrimonitor

(2) Nhu cầu nhập khẩu tại Trung Quốc hồi phục nhanh hơn trong 2H.2023 do lượng tồn kho được tiêu thụ trong Q2.2023 và hiệu ứng mở cửa trở nên rõ ràng hơn.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

So với báo cáo trước, BSC hạ quan điểm đầu tư từ **TRUNG LẬP** xuống **KÉM KHẢ QUAN** trong Q2.2023 dựa trên những yếu tố (1) Nhu cầu nhập khẩu cá tra chững lại tại thị trường Trung Quốc trong khi thị trường Mỹ và Châu Âu chưa có dấu hiệu khởi sắc (2) Giá TACN tăng cao so với cùng kỳ (+15% yoy) sẽ tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp.

Tuy nhiên, trong 2H.2023, BSC cho rằng ngành cá tra có thể sẽ có sự cải thiện so với 1H.2023 nhờ (1) giá cá tra được hỗ trợ khi nguồn cung dần bị thu hẹp, (2) nhu cầu nhập khẩu tại Trung Quốc hồi phục nhanh hơn trong 2H.2023.

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

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
ANV	5,310	8%	687	2%	6,900	4.8	0.7	12%	21%	33,300	33,300	0%
VHC	10,069	-24%	1,207	-43%	12,800	4.8	1.5	11%	16%	57,800	65,000	12%

Nguồn: BSC Research

7.4. Nhóm ngành khác

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

Chuyên viên phân tích: Trần Lâm Tùng, Email: tungtl@bsc.com.vn

- Trong Q1.2023, Q1.2023 doanh thu công nghiệp CNTT = 32.8 tỷ USD (-3% yoy), kim ngạch xuất khẩu phần cứng – phần mềm = 26.6 tỷ USD (-9.5% yoy).
- Năm 2023, BSC cho rằng triển vọng của các doanh nghiệp niêm yết thuộc ngành Công nghệ và Viễn thông khả quan do (i) Tăng trưởng xuất khẩu phần mềm ở Nhật Bản và APAC bù đắp cho tốc độ tăng trưởng chậm lại ở Mỹ (ii) Xu hướng Chuyển đổi số và Đầu tư công vào Giao thông thông minh (ITS) sẽ có tác động tích cực đối với doanh nghiệp Công nghệ (iii) Luật Viễn thông sửa đổi có tác động tích cực đối với doanh nghiệp.
- Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông năm 2023.

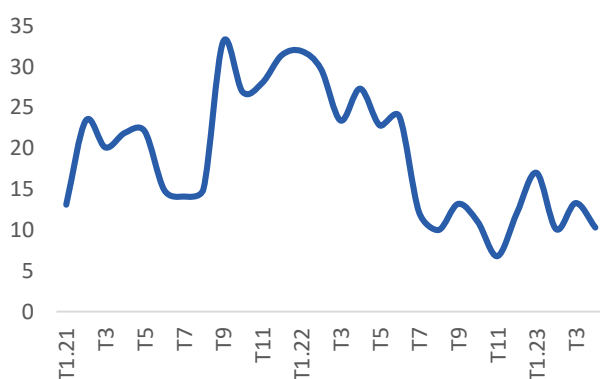
Theo Bộ Thông tin và Truyền thông, Q1.2023 doanh thu công nghiệp CNTT = 32.8 tỷ USD (-3% yoy), kim ngạch xuất khẩu phần cứng – điện tử = 26.6 tỷ USD (-9.5% yoy) do nhu cầu đầu tư suy giảm trong bối cảnh kinh tế Việt Nam và toàn cầu chậm lại. Mặt khác, doanh thu từ các hoạt động kinh tế số = 13.7 tỷ USD (+3.99% qoq, +13.6% yoy) duy trì tăng trưởng tốt cho thấy xu hướng chuyển đổi số tuy có chậm lại nhưng vẫn đang duy trì xu thế tăng.

Đối với triển vọng năm 2023, BSC duy trì quan điểm KHẢ QUAN đối với nhóm Công Nghệ và Viễn thông do mức suy giảm trong Q1 chủ yếu đến từ sự chậm lại của hoạt động CNTT trong nước và xuất khẩu, gia công phần cứng, trong khi phần lớn doanh thu của các DN niêm yết đến từ xuất khẩu phần mềm (FPT), giao thông thông minh (ELC, ITD) vẫn sẽ duy trì tăng trưởng nhờ các yếu tố sau:

(i) Tăng trưởng xuất khẩu phần mềm ở Nhật Bản và APAC bù đắp cho tốc độ tăng trưởng chậm lại ở Mỹ

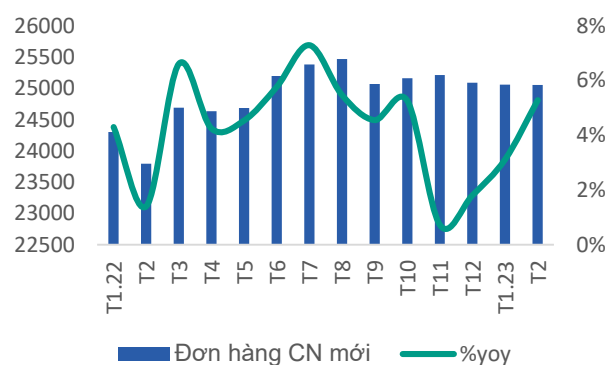
- Hoạt động đầu tư cho công nghệ chậm lại ở Mỹ.** BSC nhận thấy hoạt động chi tiêu cho lĩnh vực CNTT tại Mỹ tuy vẫn đang duy trì tăng trưởng dương nhưng đã có xu hướng chậm lại trong 2023 (1) chỉ số chi tiêu cho lĩnh vực CNTT tháng 4 = 10.3 mức gần như thấp nhất kể từ năm 2021 (2) lượng đơn đặt hàng của lĩnh vực CNTT chỉ tăng 5.3% so với mức nền thấp trong cùng kỳ năm 2022 (3) làn sóng xa thải nhân viên công nghệ tại Mỹ tiếp diễn trong Q1.2023.

Hình: Chỉ số chi tiêu cho lĩnh vực CNTT tại Mỹ



Nguồn: Fred

Hình: Đơn đặt hàng mới trong lĩnh vực CNTT tại Mỹ



Nguồn: Fred

- Mức tăng trưởng tốt được duy trì tại Nhật Bản và APAC sẽ bù đắp cho thị trường Mỹ có phần chậm lại.** Qua trao đổi với FPT, nhìn chung xu thế tăng trưởng xuất khẩu phần mềm tại Nhật Bản và APAC vẫn sẽ được duy trì và bù đắp cho xu hướng chậm lại của thị trường Mỹ nhờ (1) giải pháp CNTT tiết kiệm chi phí cho khách hàng đặc biệt trong bảo trì hệ thống (chi phí FPT bảo trì ít hơn 50% so với doanh

ngành tự bảo trì) (2) xu thế chuyển đổi số mạnh tại khu vực APAC với tốc độ dự báo 13.52% CAGR/năm đến năm 2027.

Hình: KQKD Q1.2023 của FPT vẫn duy trì tăng trưởng hai chữ số

	DTT	LNST	Nhận xét
FPT	11,681 tỷ (+20.1% yoy)	1,810 tỷ (+17.6% yoy)	DTT và LNST tăng trưởng mạnh nhờ: (1) DT Dịch vụ CNTT nước ngoài = 5,435 tỷ (+32.2% yoy) nhờ tăng trưởng tốt tại thị trường Nhật +31.2% yoy, APAC +65.7% yoy bù lại cho sự chậm lại tại Mỹ +18% yoy và EU +10% yoy. (2) Tăng trưởng tốt tại hai mảng dịch vụ viễn thông = 3,695 tỷ (+11.3% yoy), giáo dục = 1,412 tỷ (+47% yoy)

Nguồn: FPT

(ii) Xu hướng Chuyển đổi số và Đầu tư công vào Giao thông thông minh (ITS) sẽ có tác động tích cực đối với doanh nghiệp Công nghệ

- Nhu cầu Chuyển đổi số tại Việt Nam vẫn tích cực trong chính phủ Việt Nam đẩy mạnh số hóa chính phủ và hỗ trợ các sản phẩm Make in Viet Nam (Doanh nghiệp được hưởng lợi: FPT, CMG).
- Một xu hướng khác là nhu cầu đầu tư công vào Giao thông thông minh kỳ vọng được đẩy mạnh trong giai đoạn 2022 – 2025. BSC nhận thấy hai nhóm (i) ITS tại 12 tuyến đường thuộc cao tốc Bắc – Nam (với quy mô 200 – 300 tỷ/gói) (ii) ITS nội đô (với quy mô trung bình 100 – 200 tỷ/gói) sẽ là động lực chính giúp các doanh nghiệp (ELC, ITD) được hưởng lợi (vd: ELC, ITD).

(iii) Luật Viễn thông sửa đổi (dự kiến trình Quốc hội phê chuẩn vào tháng 10 năm 2023) sẽ có tác động lớn đối với các doanh nghiệp Viễn thông. Luật Viễn thông sửa đổi dự kiến có nhiều nội dung mới: 5G, Điện toán đám mây, Nền tảng xuyên biên giới,...trong đó, một số nội dung sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp: vd: Quản lý bán buôn (CTR), Trung tâm dữ liệu và cloud (FPT, CMG),...

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

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

Bảng: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành CNTT – Bưu chính viễn thông

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
FPT	53,948	23%	7,963	23%	5,901	13.3	4.1	11%	27%	81,500	90,100	11%
CTR	9,894	6%	571	29%	6,000	10.7	1.6	11%	28%	66,000	70,000	6%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH DẦU KHÍ [KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Dương Quang Minh

Email: Minhhdq@bsc.com.vn

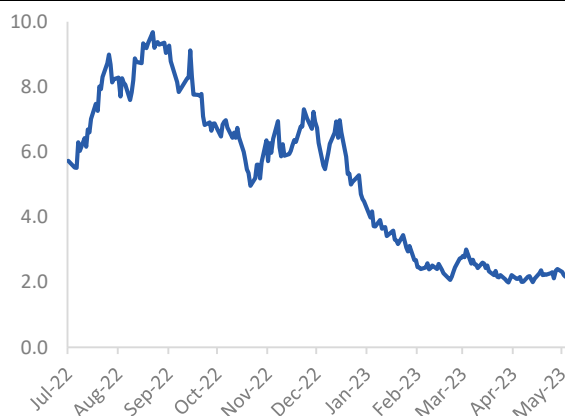
- Giá dầu giảm mạnh kể từ đầu năm, và áp sát mốc 70 USD/thùng.
- Xu hướng giá dầu tiếp tục biến động khó lường, do ảnh hưởng từ chính sách thắt chặt nguồn cung của các nhà cung cấp lớn.
- Kết quả kinh doanh quý 1 của các doanh nghiệp dầu khí tương đối khả quan.
- BSC giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm ngành dầu khí, và khuyến nghị MUA với nhóm cổ phiếu PVS, PVT, PVD.

Giá dầu (Brent) tiếp tục xu hướng điều chỉnh và lui về quanh mức 70 USD/thùng. Kể từ đầu năm 2023, giá dầu đã chứng kiến sự giằng co khá mạnh, và có những thời điểm giảm về sát mức 70 USD/thùng. Bên cạnh đó, giá khí cũng tiếp tục xu hướng giảm kể từ cuối năm ngoái, và đang giao dịch quanh mức 2 USD/mmbtu. Nguyên nhân khiến giá dầu và giá khí điều chỉnh chủ yếu đến từ những lo ngại về suy thoái kinh tế, khiến nhu cầu về dầu thô và năng lượng nói chung giảm xuống.

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



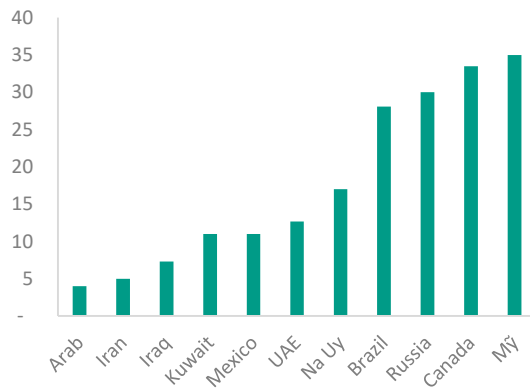
Hình: Giá khí tự nhiên thế giới (USD/mmbtu)



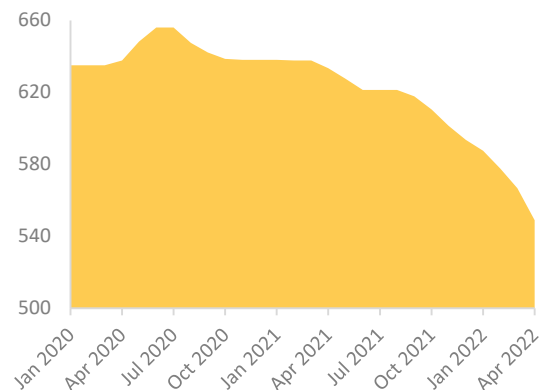
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Mặc dù vậy, xu hướng giá dầu sẽ vẫn còn biến động mạnh khó lường, do ảnh hưởng từ chính sách thắt chặt nguồn cung của các nhà cung cấp lớn. Mới đây, nhóm OPEC+ đã đưa ra thông báo sẽ cắt giảm sản lượng hơn 1 triệu thùng dầu thô mỗi ngày, bắt đầu từ tháng 5 và kéo dài đến cuối năm nay. Bên cạnh đó, Nga cũng tuyên bố sẽ gia hạn cắt giảm sản lượng 500,000 thùng/ngày hiện tại cho đến hết năm. Động thái này nhằm trả đũa phe Mỹ và các quốc gia phương tây, trong bối cảnh giá dầu nếu duy trì ở mức 70-80 USD trở lên sẽ khiến lạm phát tiếp tục tăng, và trực tiếp gây thiệt hại cho nền kinh tế các quốc gia này. Bất chấp nhu cầu dầu thô có xu hướng giảm, và tồn kho dự trữ dầu của Mỹ đang tiếp tục giảm xuống, các chính sách thắt chặt nguồn cung có thể tiếp tục gây ra sự biến động khó lường cho giá dầu trong thời gian tới.

Hình: Chi phí khai thác dầu thô của một số quốc gia



Hình: Tồn kho dự trữ dầu thô ở Mỹ tiếp tục giảm mạnh



Nguồn: EIA, BSC Research

Do đó, BSC cho rằng **giá dầu sẽ khó giảm sâu, và duy trì trên 70 USD/thùng trong thời gian tới**. Theo IEA, sản lượng dầu của Nga dự kiến sẽ giảm 1,4 triệu thùng/ngày vào năm 2023 sau khi lệnh cấm vận của EU đối với dầu thô của Nga có hiệu lực. Bên cạnh đó, thặng dư công suất khai thác dầu thô của OPEC cũng được dự báo sẽ quay trở lại mức trung bình 10 năm trong giai đoạn 2023 – 2024. Các tổ chức lớn cũng đã đưa ra những điều chỉnh trong dự báo giá dầu, với mức trung bình dự báo khoảng 85 USD/thùng.

Hình: Dự báo giá dầu năm 2023 của một số tổ chức đã giảm so với thời điểm đầu năm

Tổ chức	Dự báo đầu năm	Dự báo gần nhất
Intesa Sanpaolo SpA	87.0	86
Goldman Sachs Group Inc	110.0	90
Capital Economics Ltd	92.9	88
Citigroup Inc	88.0	85
Rabobank International	99.3	81
Fitch Solutions	95.0	85
Banco Santander SA	82.0	79
Westpac Banking Corp	87.4	83
Landesbank Baden-Wuerttemberg	87.5	85
Deutsche Bank AG	96.3	80
Trung bình	94.2	85.0

Nguồn: EIA, Bloomberg, BSC Research

KQKD Quý 1 của các doanh nghiệp dầu khí tương đối khả quan. Trong số các doanh nghiệp đã công bố KQKD quý 1 2023, có thể thấy phần lớn các doanh nghiệp đều ghi nhận doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng so với cùng kỳ, đặc biệt là một số công ty có mức nền thấp trong năm 2022 như PVD hay PLX. Ở chiều ngược lại, GAS, PVS và PLC là những doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận giảm so với cùng kỳ. Đáng chú ý, hầu hết các doanh nghiệp dầu khí đều đặt kế hoạch kinh doanh tương đối thận trọng cho năm 2023.

Mã CP	Doanh thu Q1 2023	% YoY	LNST Q1 2023	% YoY	Kế hoạch DT 2023	% hoàn thành kế hoạch	Kế hoạch LN 2023	% hoàn thành kế hoạch
-------	-------------------	-------	--------------	-------	------------------	-----------------------	------------------	-----------------------

GAS	21,214	-20.5%	3,417	-2.2%	76,441	28%	6,539	52%
PVD	1,226	+7.0%	52	+169.6%	5,400	23%	120	43%
PVS	3,704	-1.7%	228	-9.1%	13,000	28%	780	29%
PLC	1,968	-6.0%	33	-19.5%	8,904	22%	160	21%
PLX	67,432	+0.6%	667	+50.7%	N/A	N/A	N/A	N/A
PVT	2,043	+1.1%	240	+23.7%	6,800	30%	544	44%

Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

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

- Giá dầu thế giới duy trì trên 70 USD/thùng sẽ đảm bảo cho các hoạt động khai thác thượng nguồn dầu khí;
- Đơn giá các sản phẩm/dịch vụ của các doanh nghiệp dầu khí trong năm 2023 được cải thiện;
- Một số dự án dầu khí sẽ sớm có quyết định đầu tư trong thời gian tới, giúp cải thiện nguồn công việc cho một số doanh nghiệp thượng nguồn.

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

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

Đối với nhóm hạ nguồn, BSC khuyến nghị khả quan đối với các doanh nghiệp phân phối xăng dầu như **PLX**, do mức nền thấp của năm 2022, và ghi nhận lợi nhuận đột biến từ hoạt động thoái vốn tại PGBank.

Bảng: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Dầu khí

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
PVD	6,848	26%	275	N/M	360	57.1	0.8	1%	2%	21,950	26,000	18%
PVS	18,262	12%	977	11%	2,044	12.3	0.9	2%	4%	26,400	33,000	25%
GAS	104,090	3%	13,819	-7%	6,793	13.5	2.8	16%	22%	91,900	108,700	18%
BSR	118,577	-29%	6,990	-53%	2,232	7.1	0.8	11%	12%	16,350	18,400	13%
PLC	9,527	11%	210	80%	2,149	14.9	1.8	3%	12%	33,800	36,500	8%
PLX	281,415	-7%	3,716	156%	2,699	14.0	1.6	5%	13%	37,500	44,000	17%
PVT	10,485	16%	870	1%	2,560	7.9	0.8	7%	13%	20,200	25,000	24%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH ĐIỆN [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Lưu Thùy Linh

Email: Linhlt2@bsc.com.vn

- Sản lượng điện thương phẩm quý 1/2023 giảm nhẹ so với cùng kỳ đạt 61.83 tỷ kWh (-1.6% YoY)
- Chu kỳ El Nino được dự kiến sớm quay trở lại là tín hiệu tích cực với các nhà máy nhiệt điện, đặc biệt là nhà máy nhiệt điện khí
- Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Điện trong năm 2023.

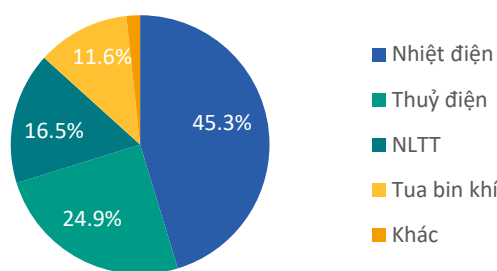
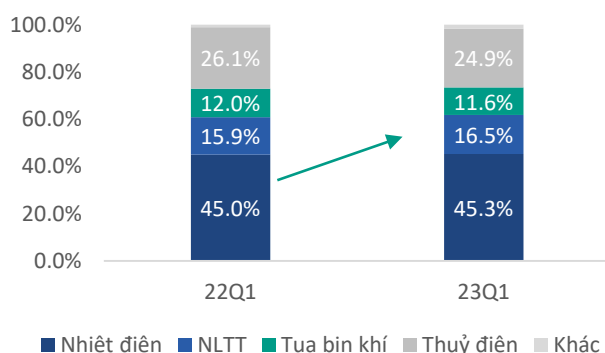
Sản lượng điện thương phẩm quý 1/2023 giảm nhẹ svck, nhiệt điện than và NLTT được tăng huy động

Sản lượng điện toàn quốc giảm 1.6% svck đạt 61.83 tỷ kWh trong Q1/2023 do nhu cầu điện nhóm ngành công nghiệp giảm. Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng âm -6.3% YoY, trong đó, nhiều nhóm ngành thâm dụng điện như thép (-2.4% YoY) và xi măng (-9.6% YoY), trong bối cảnh hoạt động xây dựng giảm sút.

Về cơ cấu huy động, tỷ trọng huy động điện than cải thiện từ mức thấp cuối năm 2022 trong khi thủy điện ghi nhận tỷ trọng huy động giảm. Về mảng NLTT, điện gió được tăng tỷ trọng do mùa gió tốt.

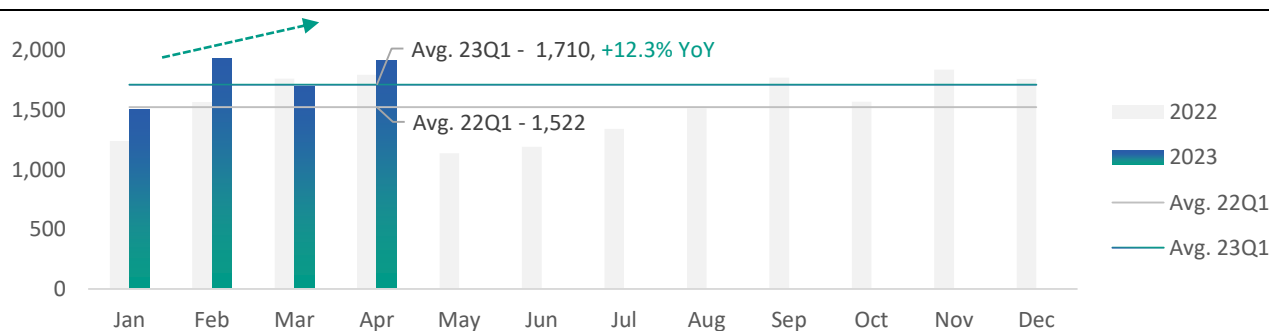
Hình: Cơ cấu nguồn phát điện dịch chuyển, nhiệt điện than và NLTT bù đắp sản lượng sụt giảm từ thủy điện

Hình: Nhiệt điện than vẫn là nguồn phát điện chính, chiếm hơn 45% tổng sản lượng



Nguồn: EVN, BSC Research

Hình: Giá FMP (VND/kWh) trên thị trường điện cạnh tranh neo cao khi huy động nguồn nhiệt điện tăng



Nguồn: EVN, GENCO3

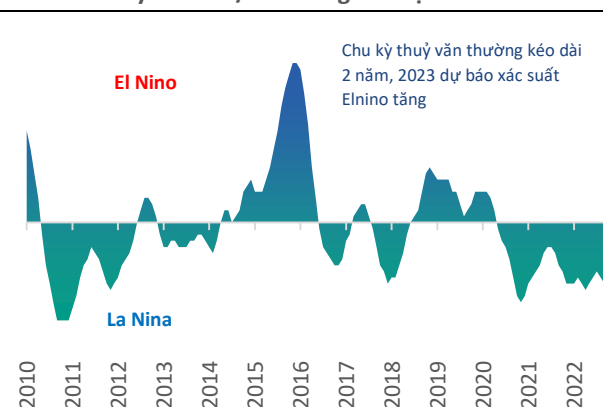
QHĐ8 sớm được phê duyệt và quyết định tăng giá bán lẻ điện bình quân hỗ trợ tích cực cho các doanh nghiệp điện ([chi tiết tại Báo cáo Triển vọng ngành Điện 2023](#))

BSC dự báo, QHĐ VIII sẽ sớm được phê duyệt trong quý 2 – quý 3/2023. QHĐ VIII là cơ sở để triển khai các dự án nguồn và lưới điện, các doanh nghiệp xây lắp và các doanh nghiệp có kế hoạch mở rộng công suất sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ việc phê duyệt QHĐ VIII. Bên cạnh đó, việc tăng giá bán lẻ điện bình quân lên 3% sẽ gián tiếp hỗ trợ cải thiện dòng tiền các doanh nghiệp ngành Điện.

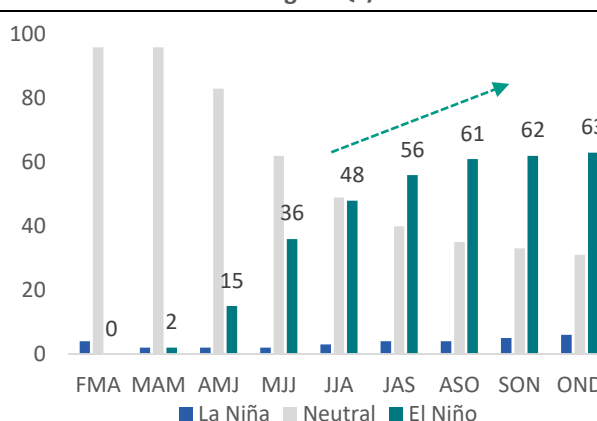
Cơ chế giá FIT mới cho các dự án điện chuyển tiếp hỗ trợ các doanh nghiệp tháo gỡ khó khăn (*chi tiết tại Báo cáo Triển vọng ngành Điện 2023*). Hỗ trợ các doanh nghiệp có dự án chuyển tiếp sớm có doanh thu, lợi nhuận từ đó giảm áp lực dòng tiền và xác định rõ lộ trình thu hồi vốn. Tuy nhiên không phải dự án nào cũng hiệu quả. Việc áp dụng khung giá mới thấp hơn giá FIT trước đó sẽ khiến lợi nhuận của các dự án giảm đồng thời kéo dài thời gian hoàn vốn so với dự kiến ban đầu.

Nhiệt điện được kỳ vọng sẽ hưởng lợi trong thời gian tới do chu kỳ El Nino quay trở lại. Chu kỳ La Nina đã bắt đầu từ cuối năm 2020, và kéo dài cho tới giữa Q1/2023. Theo quan sát của BSC, chu kỳ khí tượng thủy văn này thường kéo dài khoảng 2 năm, sau đó sẽ đảo chiều. Bên cạnh đó, theo dự báo từ IRI, chu kỳ La Nina đã đi qua giai đoạn đỉnh điểm, và El Nino được dự báo sẽ sớm quay trở lại kể từ Q2/2023. Do đó, BSC kỳ vọng các nhà máy nhiệt điện sẽ được huy động sản lượng nhiều hơn trong phần còn lại năm 2023.

Hình: Chu kỳ La Nina/ El Nino giai đoạn 2010 - 2022



Hình: Xác suất Elnino tăng từ Q2/2023



Nguồn: NOAA, IRI, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

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

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

Bảng: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Điện

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
REE	8,424	-10%	2,181	-19%	7,698	8.6	1.1	6%	11%	66,700	77,000	15%
NT2	7,516	-14%	712	-19%	2,737	11.4	2.0	8%	16%	30,650	31,500	3%
POW	31,274	11%	2,615	27%	993	13.1	0.9	5%	8%	13,300	14,500	9%
PC1	9,814	18%	639	42%	2,464	11.4	1.0	3%	9%	28,650	31,500	10%
HND	11,119	6%	774	42%	1,471	9.9	1.0	10%	12%	15,003	16,200	8%
QTP	11,349	9%	852	11%	1,894	8.1	1.0	11%	16%	15,431	18,900	22%

Nguồn: BSC Research

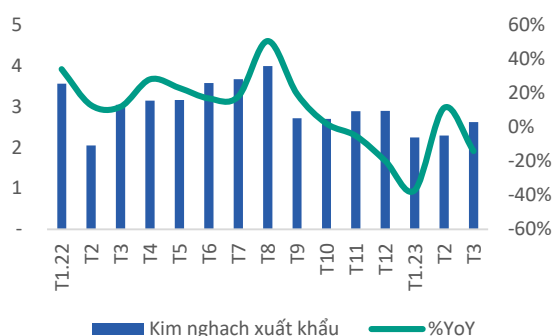
NGÀNH DỆT MAY [KÉM KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Trần Lâm Tùng, Email: tungtl@bsc.com.vn

- Trong Q1.2023, xuất khẩu hàng dệt may đạt kim ngạch 7.17 tỷ USD (-17% YoY) mức suy giảm phản ánh sức ép lạm phát lớn và sự thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng.
- Triển vọng ngành Dệt may năm 2023: BSC cho rằng, các doanh nghiệp Dệt may tiếp tục gặp nhiều thách thức do (1) mức tồn kho cao tại thị trường Mỹ, thị trường Châu Âu được dự báo khó khăn trong phần còn lại của 2023 (2) khó khăn trong việc tìm kiếm, ký kết đơn hàng của các doanh nghiệp dệt may.
- Chúng tôi duy trì quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành Dệt may trong năm 2023

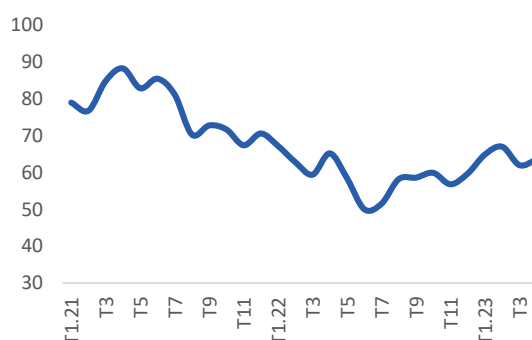
Trong Q1.2023, hàng dệt may xuất khẩu ghi nhận kim ngạch xuất khẩu đạt 7.17 tỷ USD (-17% yoy) trong đó Mỹ vẫn đang là đối tác chính với kim ngạch đạt 3.05 tỷ USD (-30% yoy) chiếm 43% tổng kim ngạch xuất khẩu. Ngoài ra, một vài đối tác xuất khẩu chính tại thị trường EU cũng ghi nhận giảm kim ngạch, Pháp = 88.5 triệu USD (-34.6% yoy), Đức = 178.8 triệu USD (-19.6% yoy), Hà Lan = 177 triệu USD (-11.5% yoy),... Mức suy giảm phản ánh sự thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng đặc biệt tại thị trường Mỹ, EU trong bối cảnh **(1)** sức ép lạm phát lớn tại Mỹ **(2)** giá năng lượng tăng cao tại Châu Âu.

Hình: Xuất khẩu hàng dệt may Q1.2023 (tỷ USD)



Nguồn: TCHQ

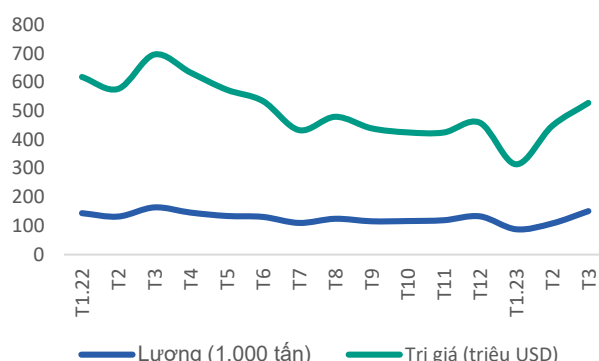
Hình: Chỉ số tự tin của người tiêu dùng Mỹ



Nguồn: Trading Economics

Xuất khẩu xơ, sợi dệt của Việt Nam đạt 373.8 nghìn tấn (-15.1% YoY), kim ngạch 940.8 triệu USD (-35% YoY). Nguyên nhân của sự suy giảm đến từ **(1)** ngành dệt may Trung Quốc (đối tác chiếm 1/3 sản lượng xuất khẩu) chưa có dấu hiệu hồi phục sau khi tái mở cửa **(2)** đơn giá suy giảm mạnh so với cùng kỳ năm 2022, T3.2023 đơn giá ghi nhận giảm -20% mom và -24.3% yoy

Hình: Xuất khẩu xơ, sợi dệt năm 2022



Nguồn: TCHQ

Hình: Ngành dệt may Trung Quốc suy giảm



Nguồn: Texnet

KQKD Q1.2023 của 12 doanh nghiệp Dệt May cho thấy mức suy giảm đáng kể. Tổng doanh thu của 12 doanh nghiệp đạt 13.6 nghìn tỷ (-22% yoy) và LNST đạt 383 tỷ (-69% yoy). Mức giảm sút phản ánh (1) tình trạng đơn hàng giảm, mất đơn hàng (MSH, STK, GIL) (2) chi phí tăng cao khiến một số doanh nghiệp lỗ (GMC, HSM).

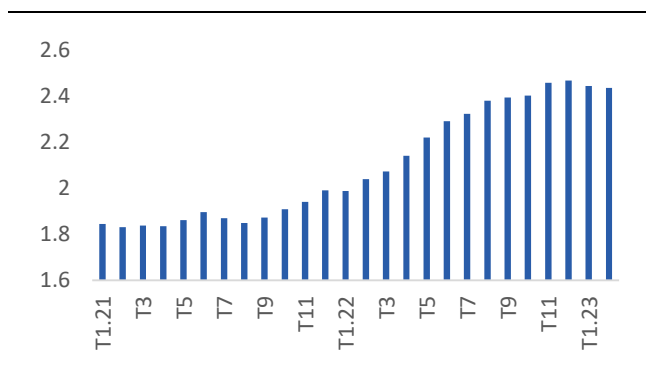
Trong năm 2023, các doanh nghiệp dệt may có thể sẽ tiếp tục gặp nhiều thách thức trong năm 2023 ở cả hai mảng may truyền thống và mảng sợi do: các doanh nghiệp may gặp nhiều khó khăn trong ký kết đơn hàng khi các khách hàng tiếp tục xử lý hàng tồn kho cao khi bối cảnh nền kinh tế gặp nhiều khó khăn. Triển vọng đơn hàng chỉ được kỳ vọng sẽ hồi phục vào Q4.2023 khi lượng tồn kho đã được hạ bớt và các nhãn hàng chuẩn bị cho vụ mùa xuân hè 2024.

Hình: Tỷ trọng doanh thu theo thị trường của một số doanh nghiệp niêm yết

Doanh nghiệp	Thị trường Mỹ	Thị trường EU
MSH	60%	40%
TNG	47%	30%

Nguồn: BSC tổng hợp

Hình: Tồn kho quần áo tại Mỹ (tỷ USD)



Nguồn: FRED

Hình: Ngoại trừ TNG các doanh nghiệp may khác đều gặp khó trong việc tìm kiếm đơn hàng

Doanh nghiệp	Tình trạng đơn hàng đến thời điểm hiện tại	KQKD Q1.2023	
		DTT	LNST
CTCP Đầu tư và Thương Mại TNG (TNG)	Giá trị đơn hàng lấp đầy 90% Q2, 80% Q3	1335 tỷ (+6% yoy)	40.26 tỷ (+5% yoy)
CTCP May Sông Hồng (MSH)	Tình trạng đơn hàng thừa thớt trong Q2, Q3	637.3 tỷ (-51% yoy)	27.3 tỷ (-67% yoy)
CTCP Sợi Thế Kỷ (STK)	Tình trạng đơn hàng thừa thớt trong Q2, Q3	287.8 tỷ (-55% yoy)	1.6 tỷ (-97.8% yoy)

Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

So với báo cáo trước, BSC duy trì quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành dệt may trong năm 2023 do rủi ro nhu cầu giảm tốc khi người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu và mức tồn kho cao ảnh hưởng đến việc tìm kiếm, và lấp đầy đơn của các doanh nghiệp trong năm 2023.

Bảng: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Dệt may

Mã CK	DTT 2023 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2023 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	Giá ngày 17/05/2023	Giá mục tiêu	Upside (%)
TNG	7,698	14%	336	15%	2,970	6.4	0.9	7%	17%	19,000	21,700	14%
MSH	4,591	-17%	212	-43%	4,296	7.7	1.4	6%	11%	33,000	33,300	1%

Nguồn: BSC Research

PHỤ LỤC

2023: Tháng 1

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

2023: Tháng 2

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

2023: Tháng 3

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

2023: Tháng 4

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

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

Tháng 5

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

2023: Tháng 6

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

2023: Tháng 7

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

2023: Tháng 8

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

2023: Tháng 9

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

2023: Tháng 10

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

2023: Tháng 11

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

2023: Tháng 12

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

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

BSC Trụ sở chính

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

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

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

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

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>





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

 **www.bsc.com.vn**

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

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

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