

# BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH QUÝ 4/2023



## MỤC LỤC

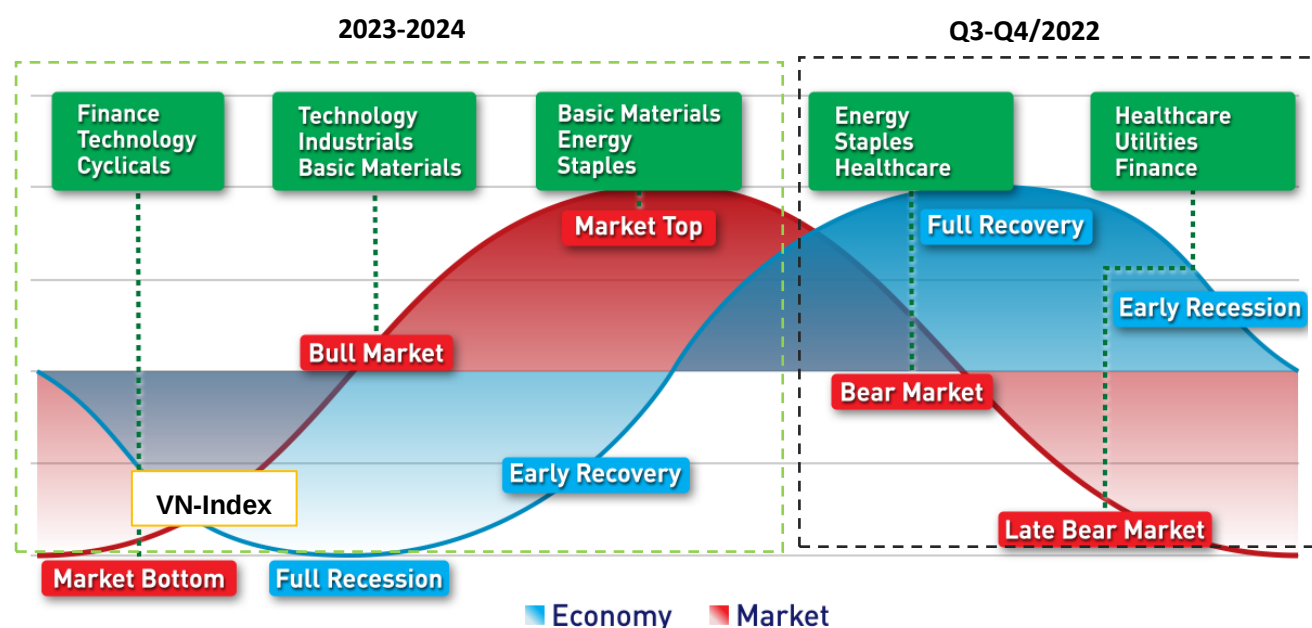
| Nội dung                                                                                 | Trang |
|------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| 1. TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG 3 THÁNG CUỐI NĂM 2023 Và năm 2024 .....                         | 3     |
| 2. TRIỂN VỌNG NHÓM NGÀNH NĂM 2023.....                                                   | 10    |
| 3. TỔNG HỢP CÁC CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ.....                                                | 17    |
| 4. ẢNH HƯỞNG CÁC YẾU TỐ VĨ MÔ TỚI NHÓM NGÀNH .....                                       | 19    |
| 5. CÁC SỰ KIỆN THEO MỐC THỜI GIAN 2023 (PHỤ LỤC 1).....                                  | 20    |
| 6. CÁC CHÍNH SÁCH ẢNH HƯỞNG ĐẾN NGÀNH NĂM 2023 .....                                     | 21    |
| 7. TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2023 .....                                                       | 24    |
| 7.1. Nhóm ngành hưởng lợi trong bối cảnh lãi suất hạ nhiệt và chính sách đảo ngược ..... | 24    |
| Ngành Bất động sản khu công nghiệp [Khả quan].....                                       | 24    |
| Ngành Ngân hàng [Trung lập].....                                                         | 29    |
| Ngành Bất động sản thương mại [Trung lập] .....                                          | 34    |
| 7.2. Nhóm ngành hưởng lợi từ đầu tư công.....                                            | 39    |
| Ngành Thép [Trung lập] .....                                                             | 39    |
| Ngành Xi Măng [Trung lập].....                                                           | 43    |
| Ngành Xây dựng Hạ tầng [Khả quan]; Xây dựng dân dụng [Trung lập] .....                   | 46    |
| Ngành Cảng biển [Khả quan] .....                                                         | 50    |
| 7.3. Nhóm ngành chịu ảnh hưởng từ kinh tế Trung Quốc phục hồi.....                       | 53    |
| 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] .....               | 57    |
| Ngành Nông nghiệp [Trung lập] .....                                                      | 60    |
| Ngành Ô tô [Trung lập] .....                                                             | 62    |
| Ngành Hóa chất [Khả quan] .....                                                          | 64    |
| Ngành Phân Bón [Trung lập] .....                                                         | 66    |
| Ngành Săm lốp [Trung lập].....                                                           | 68    |
| Ngành Tiêu dùng – Bán lẻ [Trung lập].....                                                | 70    |
| Ngành Thủy sản [Trung lập] .....                                                         | 73    |
| 7.4. Nhóm ngành khác.....                                                                | 76    |
| Ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông [Khả quan] .....                        | 76    |
| Ngành Dầu khí [Khả quan].....                                                            | 78    |
| Ngành Điện [Trung lập] .....                                                             | 81    |
| Ngành Dệt may [Trung lập] .....                                                          | 83    |
| Ngành Bảo hiểm [Kém khả quan] .....                                                      | 86    |
| PHỤ LỤC.....                                                                             | 88    |

## 1. TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG 3 THÁNG CUỐI NĂM 2023 VÀ NĂM 2024

**Diễn biến thị trường lũy kế trong 10T/2023.** Thị trường trong Q3 năm 2023 ghi nhận đà tăng trưởng lạc quan trước khi diễn ra mức độ biến động điều chỉnh mạnh trong T10/2023. Sự phân hóa thể hiện rõ nét về mặt hiệu suất ở các nhóm ngành nghề. Trong 9T/2023, BSC đã xuất bản báo cáo chiến lược 2023, báo cáo triển vọng ngành Q1,Q2/2023 và [báo cáo triển vọng ngành Q3/2023](#), các [báo cáo ngành điện](#), [báo cáo đầu tư công lần 4](#), [báo cáo triển vọng đầu tư dự án Lô B – Ô Môn](#), 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:

- [Hoạt động hút ròng tín phiếu NHNN tương quan như thế nào đến thị trường chứng khoán](#)
- [Đánh giá vĩ mô thị trường T9/2023 – Tăng trưởng GDP Q3/2023 ở mức thấp](#)
- [El Niño-Lanina và thị trường chứng khoán](#)
- [Chính sách tiền tệ như hạ lãi suất - Cập nhật chính sách tiền tệ thế giới Q3/2023](#).
- [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](#)

Sự thay đổi lựa chọn các ngành trong nền kinh tế

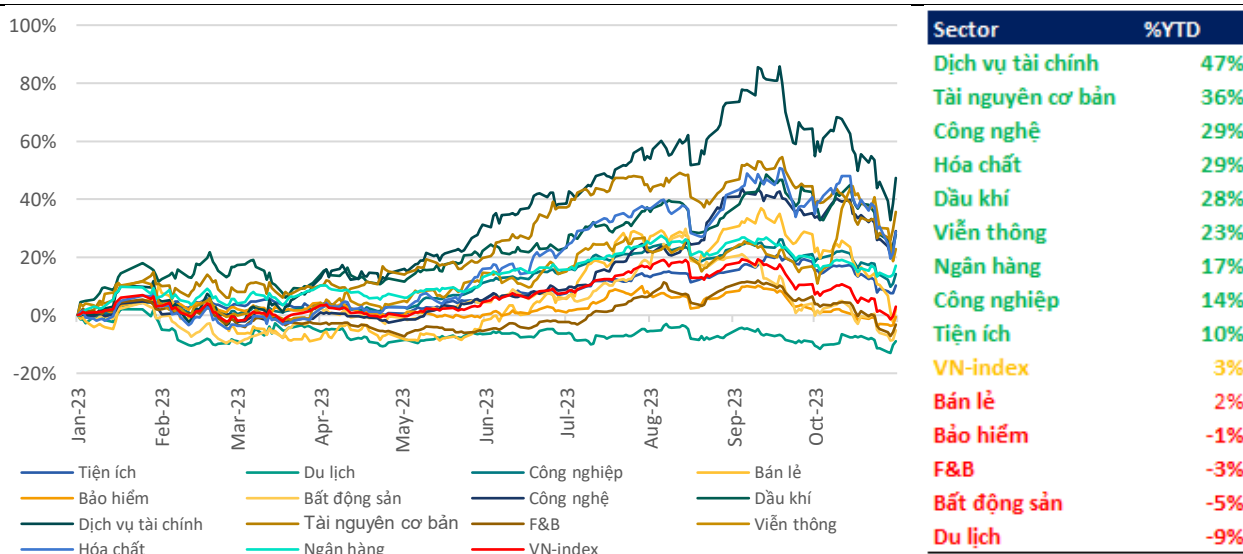


Nguồn: FiinPro

Lũy kế đến Q3/2023, thị trường và nền kinh tế Việt Nam đang nằm ở trong chu kỳ nào?. Trong [báo cáo ngành Q4/2022](#) cũng như các báo cáo triển vọng ngành trong Q1-Q2-Q3/2023, BSC đã đề cập đến sự thay đổi lựa chọn ngành dựa trên chu kỳ kinh tế, theo đó lũy kế đến 02/11/2023, một số ngành ghi nhận mức tăng trưởng cao hơn VN-Index như Dịch vụ tài chính (+47%), Tài nguyên cơ bản (+36%), Hóa chất (+29%), Dầu khí (+28%), Công nghệ (+35%), Công Nghiệp (+14%), Ngân hàng (+17%),... tương đồng so với sự dịch chuyển dựa trên mô hình ở trên. Tuy nhiên, sau quá trình tạo đáy và phục hồi, thị trường đang trong nhịp chỉnh tương đối mạnh do tốc độ phục hồi lợi nhuận vẫn chậm hơn kỳ vọng, kèm theo đó là một số áp lực rủi ro từ chính sách tiền tệ trên thế giới vẫn tiếp tục thắt chặt, đi kèm với đà suy giảm kinh tế trong nước.

Một số nhóm ngành cần tập trung lưu ý trong Q4/2023 bao gồm nhóm ngành sản xuất – nguyên vật liệu, xuất khẩu, công nghiệp, bán lẻ, năng lượng-dầu khí.

Hiệu suất các nhóm ngành tính đến ngày 01/01/2023 - 02/11/2023



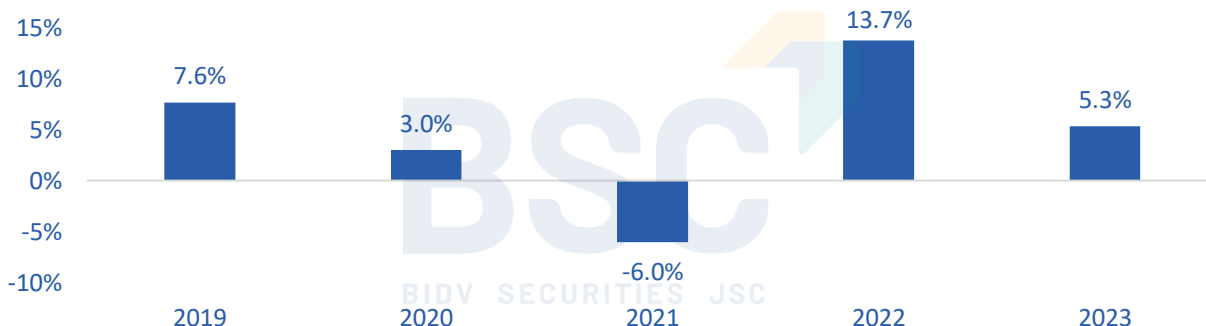
Nguồn: BSC, FiinPro

**1. Tốc độ tăng trưởng GDP, dòng vốn FDI, giải ngân đầu tư công trong Q3/2023 đã có những dấu hiệu tích cực so với quý liền kề.** Tăng trưởng GDP Q3/2023 của Việt Nam cho thấy dấu hiệu phục hồi với mức tăng trưởng 5.33%, chỉ số PMI tháng 9 đạt 49.7 điểm, tăng từ mức 46.2 điểm T6/2023, cho thấy dấu hiệu hoạt động sản xuất tuy vẫn suy yếu nhưng đã có sự cải thiện so với giai đoạn Q2/2023. Ngoài ra, giá trị XNK cũng ghi nhận đà tăng trưởng suy giảm, tăng trưởng xuất nhập khẩu trong Q3/2023 lần lượt giảm -8.24% YoY và -13.8% YoY. Tuy nhiên, tương tự như PMI, đà suy giảm XNK đã có dấu hiệu chậm lại.

Ngoài ra, một yếu tố tích cực đáng chú ý là (1) dòng vốn FDI ghi nhận tăng trưởng trở lại. Cụ thể, vốn FDI thực hiện tăng +2.2% YoY, vốn FDI đăng ký cấp mới +46.3% YoY. (2) Lũy kế 9T/2023, giải ngân vốn NSNN ước đạt tăng 23.47% YoY ( tương đương 415.8 nghìn tỷ đồng, bằng 57.4% so với kế hoạch năm 2023. Chúng tôi lưu ý tỷ lệ hoàn thành kế hoạch 9T năm 2023 cao hơn nhiều so với mức so với 46.7% năm 2022 và 47.38% năm 2021, điều này cho thấy nỗ lực và quyết tâm của chính phủ trong việc giải ngân nguồn vốn NSNN.

Tuy nhiên, tình hình vĩ mô cũng cho thấy một vài cơn gió ngược cần được lưu tâm giai đoạn cuối năm 2023 bao gồm (1) Áp lực nóng lên của tỷ giá – Chênh lệch lãi suất VND và USD duy trì mức âm, (2) Lạm phát tăng trở lại (CPI tháng 9 tăng 3.66% YoY) tạo sức ép lên CSTT của Việt Nam tương tự một số quốc gia khác, hay (3) Rủi ro địa chính trị gia tăng (Israel – Hamas), [tham khảo báo cáo vĩ mô tháng 10/2023](#).

Hình: Tăng trưởng GDP quý 3 hàng năm



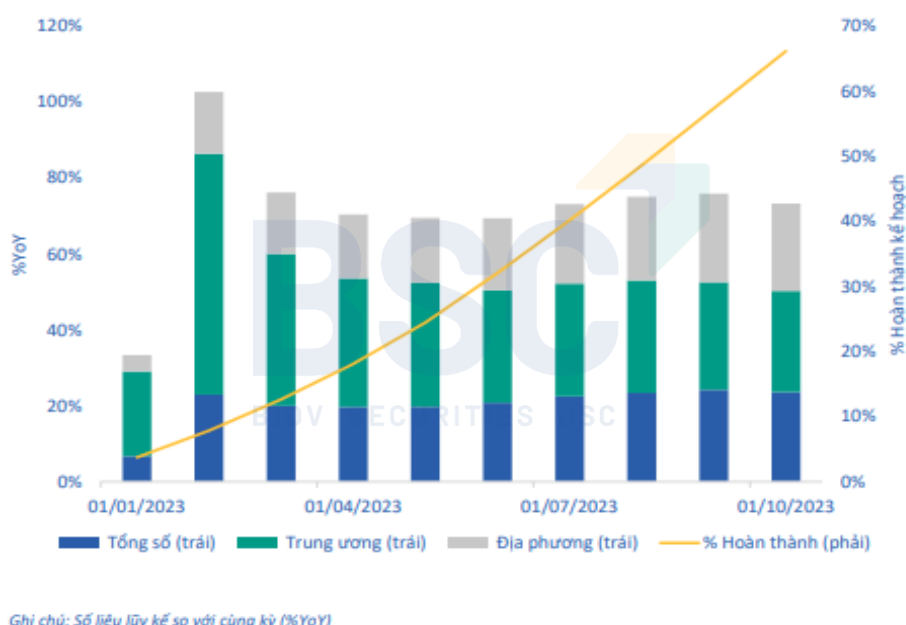
Nguồn: GSO. MPI

**2. Nỗ lực thúc đẩy giải ngân vốn ngân sách nhà nước và đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong nửa cuối năm sẽ hỗ trợ cho kế hoạch phục hồi và tăng trưởng kinh tế giai đoạn 2024-2025.** Lũy kế 10T2023, giải ngân vốn ngân sách ước 479.3 nghìn tỷ đồng (+22.6% so với cùng kỳ), bằng 65.8% so với kế hoạch năm 2023, tỷ lệ hoàn thành 10T2023 cao hơn đáng kể so với mức so với 46.4% năm 2022 và 46.4% năm 2021, Một số yếu tố khó khăn chính khiến tình trạng đầu tư công chậm lại chủ yếu đến từ vướng mắc ở khâu pháp lý thủ tục.

Tuy nhiên, chính phủ đang cho thấy nỗ lực đáng kể trong việc đẩy mạnh đầu tư công thông qua việc mức tăng trưởng cao từ giải ngân vốn NSNN. Trong Q3/2023, một số tín hiệu tích cực đến từ các dự án đầu tư trọng điểm bao gồm, thêm 8 tuyến cao tốc mới vào danh mục các dự án quan trọng quốc gia, thực hiện đầu tư đường dây 500kV mạch 3 Quảng Trạch – Phố Nối với quy mô 23,000 nghìn tỷ đồng, sân bay long thành khởi công vào ngày 31/8/2023. Dự kiến đến cuối năm 2023, sẽ có thêm 4 cao tốc được hoàn thành (123km), nâng tổng số đường cao tốc lên 1,852km.

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

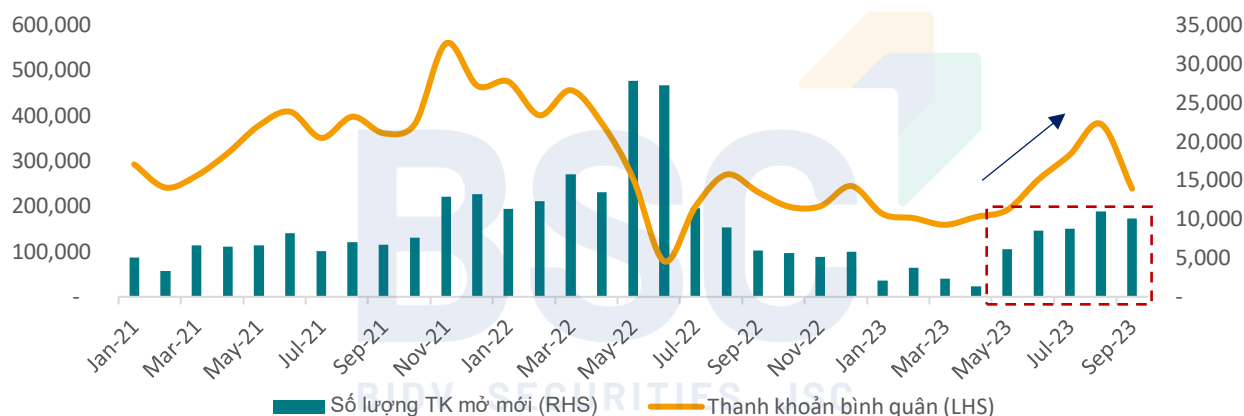
Hình: Giải ngân vốn ngân sách Nhà nước (03/2023 – 08/2023)



Nguồn: GSO, MPI

**3. Số lượng tài khoản Q3/2023 mở mới hồi phục mạnh so với Q1-Q2/2023, lên mức cao nhất trong vòng 11 tháng gần nhất.** Như dự báo của chúng tôi trong báo cáo Q1-Q2/2023, nhà đầu tư đã có những dấu hiệu cho thấy sự quan tâm trở lại đối với thị trường chứng khoán thông qua (1) Số lượng tài khoản mở mới tháng 8-9 đạt bình quân ~180 nghìn tài khoản, (2) Thanh khoản giao dịch bình quân VNI-Index có những thời điểm tăng lên mức khoảng 21-23 nghìn tỷ đồng/phiên sau đó điều chỉnh về mức bình quân khoảng 15-16 nghìn tỷ đồng/phiên, so với mức 10-12 nghìn tỷ/ phiên giai đoạn Q1-Q2/2023.

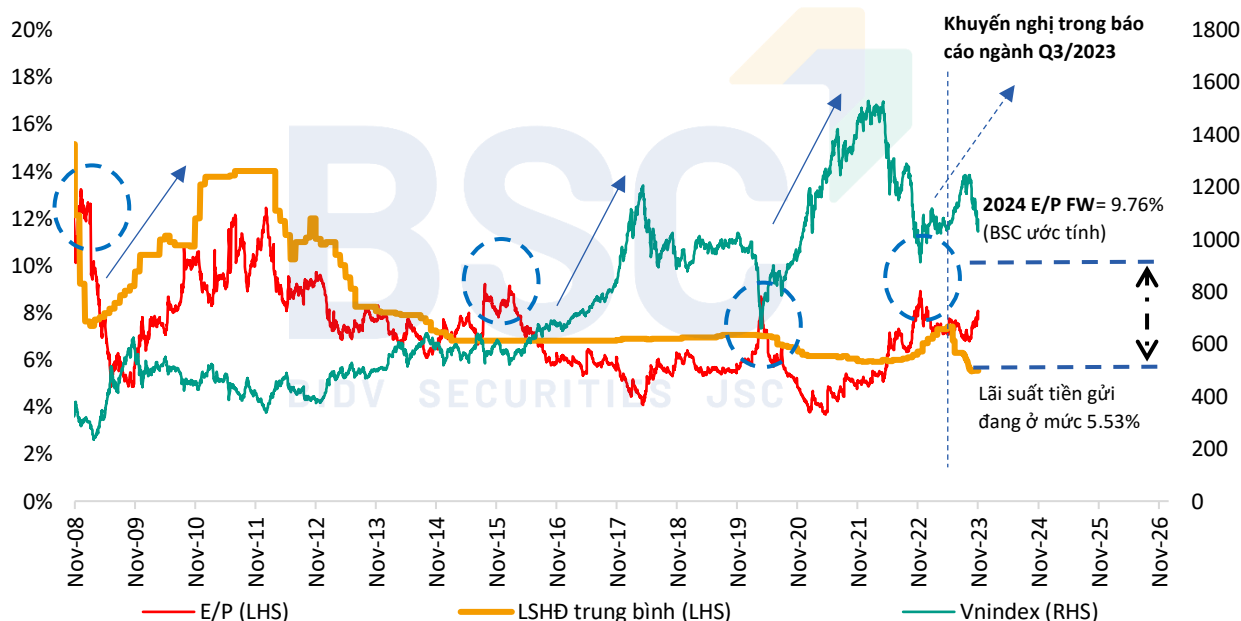
Hình: Tổng tài khoản mở mới và thành khoản bình quân tháng



Nguồn: VSD, Fiinpro

**Chênh lệch giữa E/P thị trường năm 2024 và lãi suất tiền gửi so với cuối Q2/2023 được nới rộng ra sau đợt điều chỉnh cuối Q3/2023, tiếp tục duy trì ở mức tương đối hấp dẫn trong dài hạn.** Như [phân tích trong báo cáo phân tích trong Q3/2023](#), thị trường đã ghi nhận hiệu suất tốt trong giai đoạn Q3/2023 nhờ vào sự dịch chuyển dòng tiền của một số kênh đầu tư. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm mức E/P FWD 2024 do kết quả kinh doanh Q3/2023 thấp hơn dự phóng của chúng tôi, cho thấy nền kinh tế phục hồi vẫn tương đối chậm. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng tăng trưởng EPS thị trường năm 2023 và năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì triển vọng lạc quan trong trung hạn với việc tăng trưởng lợi nhuận trong Q4/2023 và năm 2024 sẽ là động lực giúp thị trường thu hẹp chênh lệch này với việc thu hút dòng tiền từ kênh gửi tiết kiệm.

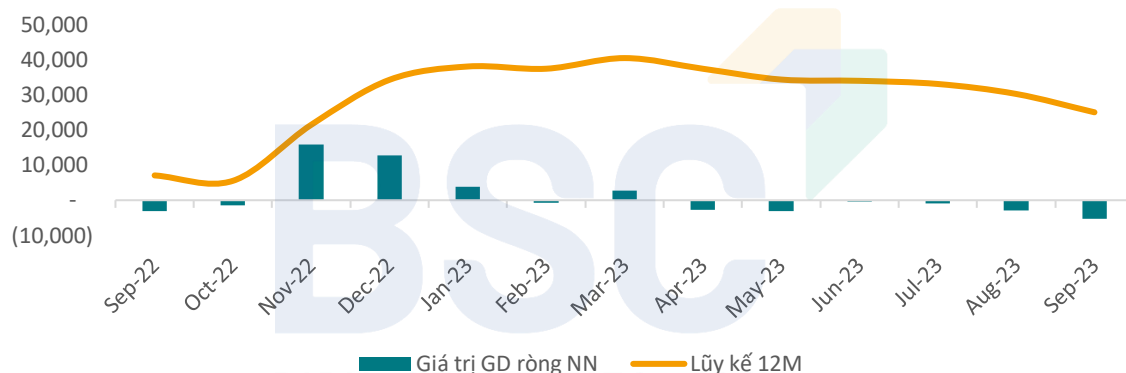
**Hình: Chênh lệch giữa E/P thị trường năm 2024 và lãi suất tiền gửi đã thu hẹp lại tương đối so với cuối Q2/2023**



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, BSC Research

**4. Khối ngoại đẩy mạnh bán ròng trong giai đoạn cuối Q3/2023 sau khi thị trường ghi nhận mức hồi phục tích cực.** Lũy kế 9T/2023, tổng giá trị giao dịch ròng của khối ngoại ghi nhận mức bán ròng mạnh đạt 9,227 tỷ đồng. Sau giai đoạn giảm bán ròng đầu Q2/2023, đà bán ròng bắt đầu tăng nhanh trở lại trong bối cảnh bất ổn về tình trạng vĩ mô thế giới và căng thẳng địa chính trị. Đà bán ròng tập trung mạnh trong T9/2023 tương đồng với nhịp chỉnh của VN-Index, cụ thể riêng tháng 9, nước ngoài ghi nhận giá trị bán ròng đạt 5,237 tỷ đồng. Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm với (1) môi trường lãi suất thấp hiện tại và (2) nền kinh tế vẫn tiếp tục phục hồi vẫn sẽ là điểm tựa lớn cho thị trường với động lực đến từ các nhà đầu tư cá nhân như báo cáo trước.

Hình: Dòng vốn nhà đầu tư cá nhân vẫn là động lực chính giúp thị trường đi lên trong bối cảnh nước ngoài bán ròng mạnh

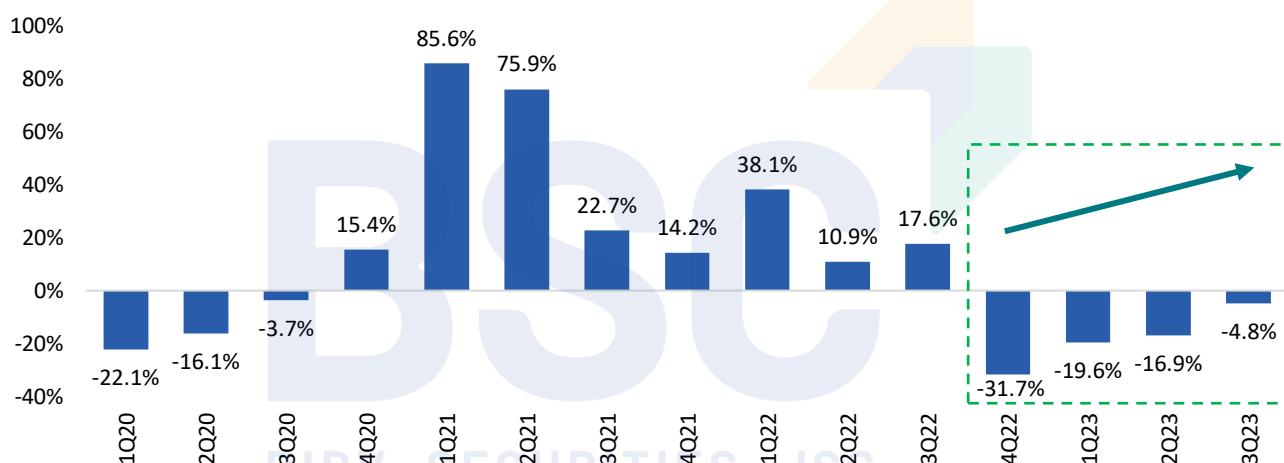


Nguồn: Fiinpro

**5. Lợi nhuận đã tạo đáy trong nửa đầu năm 2023, đang dần cải thiện trong Q3/2023 tuy nhiên tốc độ cải thiện chậm hơn so với kỳ vọng của chúng tôi trước đó.** Theo thống kê của BSC tính đến 03/11/2023, đã có 1340/1,616 doanh nghiệp công bố lợi nhuận Q3/2023, với tổng lợi nhuận sau thuế cả 3 sàn bao gồm VN-Index, HNX và Upcom ghi nhận giảm -4.75% YoY, riêng trong đó VN-Index ghi nhận mức giảm-8.78%. Theo đó, trước bối cảnh (1) Tăng trưởng tín dụng suy yếu, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cải thiện chậm, (2) Rủi ro về địa chính trị, (3) Thị trường bất động sản, (4) tăng trưởng lợi nhuận của thị trường dự phóng trong Q3 và Q4/2023 thấp hơn kỳ vọng trước đó của chúng tôi, điều này cũng là nguyên nhân chính cho nhịp điều chỉnh của VN-Index giai đoạn cuối Q3/2023. Đặc biệt, sức ép về chính sách tiền tệ trong bối cảnh mặt bằng lãi suất quốc tế (US) duy trì ở mức cao và kéo dài lâu hơn.

**Cụ thể, BSC điều chỉnh giảm tăng trưởng lợi nhuận 2023 về mức -0.7% so với mức 2.6% trước đó (Loại trừ ngành hàng không).** 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 loại trừ ngành hàng không dự kiến giảm 0.7% so với mức cùng kỳ 2022, giảm từ mức +2.6% dự phóng trước đó. Ngoài ra, chúng tôi lưu ý KQKD trong Q4/2022 ghi nhận ở mức nền thấp. (Q4/2022 ghi nhận lợi nhuận suy giảm -31.7% so với cùng kỳ 2021). Do đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của Q4/2023 sẽ khả quan hơn 9 tháng đầu năm trong bối cảnh (1) Nền KQKD thấp trong Q4/2022, (2) Các chính sách hỗ trợ tháo gỡ, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế như đề cập ở trên, (3) Sự phục hồi của khối doanh nghiệp xuất nhập khẩu, (4) Mặt bằng lãi suất huy động duy trì mức thấp, hạ nhiệt so với Q2 và Q3/2023.

Hình: Tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường (bao gồm VNI-Index, HNX và UPcom) theo quý giai đoạn 2020-2023



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

Tuy nhiên, BSC dự phóng tăng trưởng lợi nhuận 2024 dự kiến phục hồi tăng 21.6% so với năm 2023. Theo đó, tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường năm 2024 dự kiến tăng trưởng 21.6% so với năm 2023. Một số nhóm ngành chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận phục hồi mạnh từ mức nền thấp năm 2023 bao gồm Nguyên vật liệu (+129%), Ngân hàng (+24%), bán lẻ & F&B (+32%), Dệt may (+30%), Thủy sản (+38%), Phân bón (+34%).

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

| % tăng trưởng NPAT theo ngành                 | 2022         | 2023F        | 2024F        | % vốn hóa ngành/tổng vốn hóa VN-Index |
|-----------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------------------------------|
| - Tài nguyên cơ bản                           | -80%         | -39%         | 131%         | 5%                                    |
| - Hàng không                                  | -57%         | +196%        | 58%          | 7%                                    |
| - Khu công nghiệp                             | 27%          | 2%           | 29%          | 6%                                    |
| - Thủy sản                                    | 116%         | -44%         | 35%          | 0%                                    |
| - Hóa chất và phân bón                        | 110%         | -58%         | 23%          | 1%                                    |
| - Ngân hàng                                   | 37%          | 5%           | 21%          | 41%                                   |
| - Thực phẩm - bán lẻ                          | -20%         | -29%         | 32%          | 13%                                   |
| - Công nghệ                                   | 21%          | 21%          | 20%          | 3%                                    |
| - Dệt may                                     | -1%          | -19%         | 30%          | 0%                                    |
| - Xây dựng                                    | 2%           | 38%          | 17%          | 0%                                    |
| - Tiện ích                                    | 28%          | -16%         | 24%          | 3%                                    |
| - Dầu khí                                     | 66%          | -22%         | 0%           | 9%                                    |
| - Săm lốp                                     | 6%           | -21%         | 10%          | 0%                                    |
| - Bất động sản                                | -28%         | 16%          | 11%          | 10%                                   |
| - Ô tô                                        | 32%          | -6%          | -5%          | 1%                                    |
| - Cảng biển & logistics                       | 40%          | 31%          | -46%         | 1%                                    |
| <b>Tổng LNST trong danh sách theo dõi (%)</b> | <b>10.1%</b> | <b>-0.7%</b> | <b>21.6%</b> |                                       |

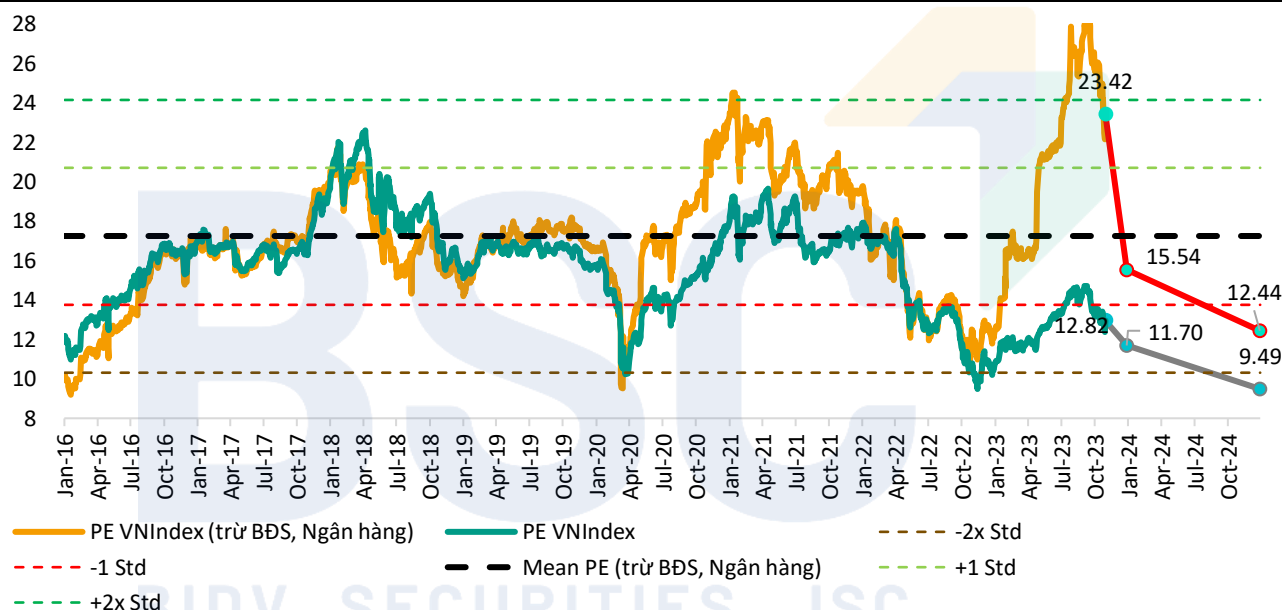
(\*) Mức nền 2022 cao đột biến của GAS và BSR ảnh hưởng đến tăng trưởng ngành Dầu khí năm 2023

Nguồn: BSC Research

**7. VN-Index điều chỉnh mạnh trong Q3/2023 đem lại cơ hội đầu tư lớn trong trung hạn với mức PE FWD 2024 tương đương tại thời điểm đáy Covid (4/2020) và cuối T10/2022.** Tính đến 09/10/2023, sau đợt điều chỉnh lớn vào cuối tháng 9/2023, VN-Index đang giao dịch ở mức P/E trailing = 12.82 lần, thấp hơn mức bình quân 5 năm, dựa theo kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận 2023 (-3.3% YoY) và 2024 (+23% YoY), thì PE FWD của VN-Index cuối năm 2023 và 2024 lần lượt là 11.7 lần và 9.49 lần.

**Tuy nhiên, định giá thị trường không phải toàn bộ đều ở mức rẻ, nếu loại trừ nhóm ngân hàng và bất động sản.** Do (1) ảnh hưởng từ KQKD sụt giảm trong 6T đầu năm 2023 và mức nền thấp của nửa cuối năm 2022 và (2) Hiệu suất nhóm ngành cổ phiếu khác ghi nhận mức tăng tốt trong 9T2023 dẫn đến mức giao dịch PE hiện tại của VN-Index loại trừ ngân hàng và bất động sản ghi nhận mức 23.4 lần. Tuy nhiên, xét đến cuối năm 2024, dựa theo dự phóng tăng trưởng lợi nhuận sau thuế loại trừ ngành ngân hàng và bất động sản của BSC (-20% năm 2023 và 25% năm 2024), mức P/E loại trừ FW 2024 sẽ được điều chỉnh về mức 12.4 lần, dưới 1 lần độ lệch chuẩn từ đó tạo ra cơ hội đầu tư hấp dẫn trong trung và dài hạn. Điều này cho thấy, kỳ vọng tăng trưởng của nhiều nhóm ngành đã được phản ánh phần nào vào giá, và rủi ro “cơn gió ngược của thị trường” sẽ đến từ tăng trưởng lợi nhuận năm 2024 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi.

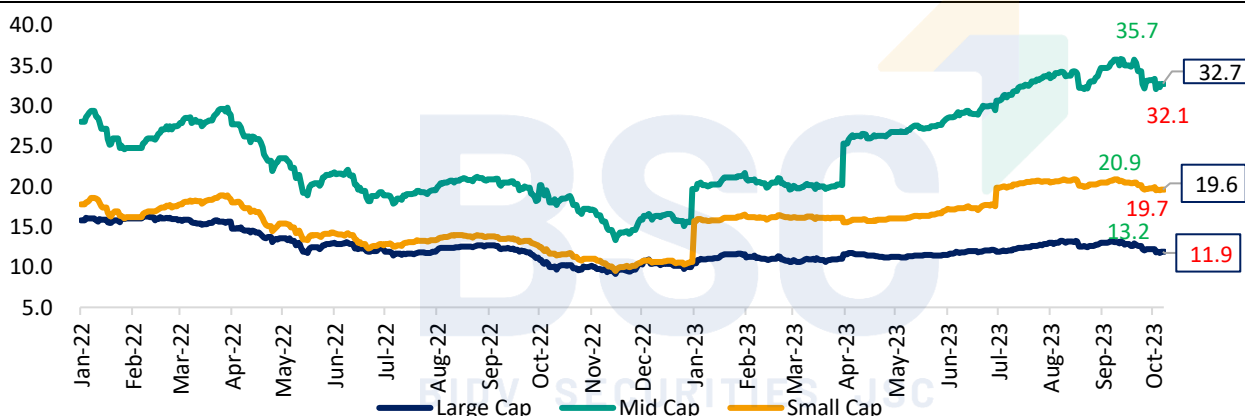
Hình: P/E FWD loại trừ ngân hàng và bất động sản năm 2024 dự kiến điều chỉnh về mức hấp dẫn hơn 12.4 lần dưới 1 lần độ lệch chuẩn



Nguồn: BSC Research

**Sự phân hóa sẽ diễn ra rõ nét trong Q4/2023 và giai đoạn 1H2024.** Sau giai đoạn hồi phục tích cực của thị trường chứng khoán trong Q2 và Q3/2023, nhóm cổ phiếu vừa và nhỏ ghi nhận mức điều chỉnh mạnh đi kèm với các yếu tố phức tạp đến từ rủi ro địa chính trị và biến động tình hình vĩ mô thế giới. Đi kèm theo đó, thanh khoản thị trường sụt giảm sẽ khiến cho cơ hội đầu tư được chất lọc kỹ hơn từ đó việc phân hóa sẽ diễn ra mạnh mẽ ở giữa các nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa, nhỏ và lớn. Chúng tôi ưu tiên các doanh nghiệp ([bảng khuyến nghị cổ phiếu trang 17-18](#)) có kết quả kinh doanh cải thiện, phục hồi tốt trong Q4/2023 và năm 2024.

Định giá P/E TTM tính đến ngày 30/10/2023 cho thấy nhóm vốn hóa lớn hiện đang giao dịch ở mức hấp dẫn so với lịch sử



Nguồn: BSC Research thu thập, Bloomberg

So với dự báo của chúng tôi trong báo cáo ngành Q3/2023 (trang 10), một số ngành chúng tôi khuyến nghị như Bất động sản, Dầu khí, Công nghiệp, đều ghi nhận mức tăng trưởng mạnh trong Q3/2023 trước khi ghi nhận điều chỉnh vào cuối quý. **Tính đến 02/11/2023, một số ngành hiện tại vẫn duy trì định giá hấp dẫn trong năm 2024 hơn so với quá khứ bao gồm Ngân hàng, Bất động sản, Dầu khí, F&B, Tiện ích.** 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, nguyên vật liệu, xây dựng, công nghiệp và bán lẻ. 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 Q4/2023 và năm 2024.

| Ngành                | PE lũy kế 4 quý | PE trung vị 5 năm | 2023FW PE | 2024FW PE | % Chênh lệch (*) |
|----------------------|-----------------|-------------------|-----------|-----------|------------------|
| * Bất động sản (P/B) | 1.4             | 2.4               | 1.3       | 1.2       | 97%              |
| * Ngân hàng (P/B)    | 1.1             | 1.6               | 1.0       | 0.9       | 78%              |
| Dầu khí              | 12.8            | 16.4              | 12.1      | 11.6      | 42%              |
| Tiện ích             | 13.8            | 11.6              | 12.5      | 10.2      | 14%              |
| F&B                  | 22.4            | 20.0              | 21.5      | 18.4      | 9%               |
| Dệt may              | 10.7            | 6.4               | 8.8       | 6.9       | -7%              |
| Thủy sản             | 16.3            | 8.0               | 12.0      | 8.9       | -10%             |
| Cảng biển            | 9.0             | 12.7              | 8.9       | 14.2      | -11%             |
| Công nghệ            | 18.2            | 12.8              | 17.2      | 14.3      | -11%             |
| Bán lẻ               | 36.8            | 15.2              | 42.1      | 18.0      | -16%             |
| Công nghiệp          | 11.4            | 8.3               | 10.9      | 10.0      | -17%             |
| Xây dựng             | 27.9            | 11.5              | 20.5      | 17.6      | -35%             |
| Nguyên vật liệu      | 78.1            | 8.2               | 27.4      | 13.1      | -37%             |

Nguồn: BSC Research

## 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 **PHỤC HỒI BAN ĐẦU**, điển hình bởi đa số các dấu hiệu như (1) Lãi suất huy động bắt đầu xu hướng giảm, (2) Lạm phát tạo đỉnh và được kiểm soát, (3) Lãi suất dài hạn chạm đáy và đỉnh của giá trái phiếu và (4) Giá cổ phiếu hình thành xu hướng tăng. Tuy nhiên, một số nguy cơ nhà đầu tư cần chú ý về vấn đề chỉ số lạm phát tăng lại, cũng như CSTT thắt chặt ở các quốc gia lớn trong thời gian dài hơn đi kèm với rủi ro suy thoái là các “cơn gió ngược” có thể ảnh hưởng đến đà hồi phục của thị trường.

| Chu kỳ kinh tế                             | Lạm phát                                 | Chính sách kinh tế | Dấu hiệu thị trường                                                                                                            |
|--------------------------------------------|------------------------------------------|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Phục hồi ban đầu (Initial Recovery)</b> | <b>Giảm lạm phát</b>                     | <b>Kích thích</b>  | <b>Lãi suất ngắn hạn thấp hoặc giảm<br/>Lãi suất dài hạn chạm đáy và đỉnh của giá trái phiếu<br/>Giá cổ phiếu bắt đầu tăng</b> |
| Tiền tăng trưởng (Early Upswing)           | Lạm phát thấp<br>Tăng trưởng kinh tế tốt | Giảm Kích thích    | Lãi suất ngắn hạn tăng<br>Lãi suất dài hạn chạm đáy hoặc tăng & giá trái phiếu bắt đầu giảm<br>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<br>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<br>Giá cổ phiếu giảm                            |

|                                  |                       |          |                                                                                                                                      |
|----------------------------------|-----------------------|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Suy thoái kinh tế<br>(Recession) | Lạm phát chạm<br>đỉnh | Nới lỏng | Lãi suất ngắn hạn và dài hạn giảm và giá trái phiếu tiếp tục tăng<br>Giá cổ phiếu có dấu hiệu tăng trở lại vào cuối chu kỳ Suy thoái |
|----------------------------------|-----------------------|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Bảng: Tổng hợp triển vọng nhóm ngành

| Ngành                       | Triển vọng Q4/2023 | Triển vọng 2024 |
|-----------------------------|--------------------|-----------------|
| Công nghệ - Viễn Thông      | Tích cực           | Tích cực        |
| Khu công nghiệp             | Tích cực           | Tích cực        |
| Hàng không Services         | Tích cực           | Tích cực        |
| Dầu khí                     | Tích cực           | Tích cực        |
| Cảng biển & logistics       | Tích cực           | Tích cực        |
| Bán lẻ & Thực phẩm, đồ uống | Trung lập          | Tích cực        |
| Ngân hàng                   | Trung lập          | Tích cực        |
| Tài nguyên cơ bản           | Trung lập          | Tích cực        |
| Thủy sản                    | Trung lập          | Tích cực        |
| Hóa chất và phân bón        | Trung lập          | Tích cực        |
| Dệt may                     | Trung lập          | Tích cực        |
| Tiện ích                    | Trung lập          | Tích cực        |
| Xây dựng                    | Trung lập          | Trung lập       |
| Săm lốp                     | Trung lập          | Trung lập       |
| Ô tô                        | Trung lập          | Trung lập       |
| Bất động sản                | Trung lập          | Trung lập       |

#### Các yếu tố hỗ trợ tích cực:

1. Giải ngân nhanh chóng gói đầu tư công (hạ tầng, năng lượng và dầu khí)
2. Nghị định 08/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 TPDN riêng lẻ, hỗ trợ nút thắt thanh khoản thị trường nói chung và ngành bất động sản nói riêng.
3. Nền lãi suất duy trì ở mức thấp
4. Mức nền LNST thấp năm 2023 đối với các ngành chu kỳ, xuất khẩu, tiêu dùng..

#### Các yếu tố rủi ro khó khăn:

1. Rủi ro suy thoái ở Mỹ và EU.
2. Kinh tế Việt Nam phục hồi chậm hoặc lợi nhuận của doanh nghiệp yếu đi.
3. Rủi ro việc xoay chiều chính sách tiền tệ khi chịu sức ép của các NHTW thế giới tiếp tục duy trì chính sách thắt chặt trong thời gian dài.
4. Rủi ro địa chính trị.

| Ngành                               | Quan điểm | Nhận định                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Cổ phiếu lưu ý |
|-------------------------------------|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| <u>Bất động sản khu công nghiệp</u> | Khả quan  | <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Dòng vốn FDI quay lại đà tăng trưởng trong Q3.2023. Lũy kế 9T.2023, vốn FDI đăng ký đạt 20.2 tỷ USD (+7.8% yoy), vốn FDI thực hiện đã bắt đầu tăng so với cùng kỳ, đạt 15.9 tỷ USD (+3.1% yoy).</b></li> <li>Nguồn cung thiếu hụt khiến cho tỷ lệ lấp đầy KCN tại miền Nam và miền Bắc lần lượt tăng lên mức 90% (tăng +3 điểm % qoq) và 82% (tăng 2 điểm % qoq) và giá cho thuê đất KCN tăng lên lần lượt 187 USD/m2/kỳ hạn thuê (+8% qoq) và 127 USD/m2/kỳ hạn thuê (+3% qoq) đối với khu vực miền Nam và miền Bắc.</li> <li>Xu hướng dịch chuyển các KCN ra các tỉnh/thành vệ tinh Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh tiếp tục tiếp diễn;</li> <li>Triển vọng Q4.2023-2024: (1) Nhu cầu thuê đất KCN dự báo tiếp tục tích cực nhờ Việt Nam đã ký kết nhiều văn kiện về hợp tác kinh tế, thương mại và nâng cấp mối quan hệ với các nền kinh tế hàng đầu thế giới, (2) Dư địa để thành lập KCN mới đến năm 2025 vẫn còn khá lớn, (3) Các dự án hạ tầng giao thông được đẩy nhanh xây dựng sẽ giải quyết nút thắt cổ chai “logistic” hỗ trợ trực tiếp cho ngành BĐS KCN</li> <li>Thách thức: (1) Nguồn cung mới hạn chế khiến cho giá thuê KCN tiếp tục tăng cao, (2) Việc áp dụng chính sách thuế tối thiểu toàn cầu có thể ảnh hưởng đến thu hút đầu tư nước ngoài tại Việt Nam, (3) Mức độ cạnh tranh thu hút FDI ngày càng gia tăng giữa các quốc gia trong khu vực.</li> <li>BSC đưa ra khuyến nghị <b>KHẢ QUAN</b> cho ngành Bất động sản khu công nghiệp trong Q4.2023 và 2024.</li> </ul> | KBC, IDC, SZC  |
| <u>Cảng biển</u>                    | Khả quan  | <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Trong Quý 3.2023, sản lượng Container toàn ngành ước tính đạt 6,108 triệu TEUs (-1% YoY, -2% QoQ).</b> So với Quý 2.2023, sản lượng Container toàn ngành -2% QoQ do kinh tế toàn cầu ảm đạm, tổng cầu tiêu dùng chưa hồi phục.</li> <li>So với báo cáo trước đó, BSC duy trì khuyến nghị <b>KHẢ QUAN</b> đối với ngành cảng biển nhờ nhu cầu tại các nền kinh tế lớn hồi phục trong 2H2023.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | GMD, VSC       |
| <u>Vận tải dầu</u>                  | Khả quan  | <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Kết thúc Q3.2023, giá cước vận tải dầu vẫn neo ở mức cao</b> do (1) đứt gãy chuỗi cung ứng dầu tại Châu Âu, (2) nguồn cung tàu dầu ở mức thấp. Tuy nhiên trong 2H.2023, nhóm vận tải dầu có thể sẽ không ghi nhận tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ do mức nền cao của giá tàu trong 2H.2022.</li> <li>Trong năm 2023, BSC giữ quan điểm <b>KHẢ QUAN</b> đối với nhóm Vận tải dầu (PVT) do giá cước vẫn neo cao do hạn chế về nguồn cung tàu.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | PVT            |
| <u>Hóa chất</u>                     | Khả quan  | <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Giá một số hóa chất phục hồi trong Q3/2023 do được thúc đẩy bởi:</b> (1) nhu cầu cải thiện và (2) giá năng lượng tăng</li> <li>BSC duy trì quan điểm <b>KHẢ QUAN</b> đối với ngành hóa chất trong phần còn lại năm 2023 và năm 2024 do kỳ vọng giá các loại hóa chất sẽ tiếp tục phục hồi trong cuối năm 2023 và 2024.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | DGC, CSV       |
| <u>Công nghệ thông tin</u>          | Khả quan  | <ul style="list-style-type: none"> <li><b>9T.2023, doanh thu công nghiệp CNTT = 2.3 triệu tỷ VND (-2% yoy), mức suy giảm đến từ xuất khẩu phần cứng điện tử suy giảm.</b> Trong khi đó mảng xuất khẩu phần mềm duy trì kết quả tích cực, khi FPT ghi nhận doanh thu tại thị trường nước ngoài 8T.2023 +30.4% yoy nhờ kết quả tích cực tại thị trường Nhật Bản +41% yoy.</li> <li>Triển vọng Q4.2023 và 2024, BSC cho rằng triển vọng của các doanh nghiệp niêm yết thuộc ngành Công nghệ và Viễn thông khả quan nhờ (i) nhu cầu</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | FPT, CTR       |

|                                |           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                              |
|--------------------------------|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|
|                                |           | <p>CNTT duy trì cao ở Nhật Bản, APAC và hồi phục ở Mỹ (ii) xu hướng đầu tư vào hệ thống giao thông thông minh (ITS) tại các cao tốc và (iii) phát triển mạng 4G, 5G.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm <b>KHẢ QUAN</b> đối với ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông Q4.2023 và 2024.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                              |
| <u>Dầu khí</u>                 | Khả quan  | <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Giá dầu có xu hướng phục hồi trở lại và dao động quanh mức 90 USD/thùng, do xu hướng thắt chặt nguồn cung cùng căng thẳng leo thang giữa các quốc gia.</b></li> <li>Xu hướng thắt chặt nguồn cung vẫn đang tiếp diễn có thể là động lực khiến giá dầu duy trì ở mức cao trong thời gian tới.</li> <li>Chuỗi dự án Lô B – Ô Môn sẽ sớm được triển khai trong thời gian tới.</li> <li>Kho cảng LNG Thị Vải thử nghiệm thành công sẽ mở ra xu hướng đầu tư LNG trong trung và dài hạn</li> <li>BSC giữ quan điểm <b>KHẢ QUAN</b> đối với nhóm ngành dầu khí.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | PVD, PVS, GAS, BSR, PLX      |
| <u>Dịch vụ hàng không</u>      | Khả quan  | <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Tổng sản lượng hành khách qua cảng hàng không và hàng hóa vận chuyển qua đường hàng không ghi nhận tín hiệu hồi phục trong Q3/2023.</b></li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | ACV, SCS                     |
| <u>Vận tải hàng không</u>      | Trung lập | <ul style="list-style-type: none"> <li>KQKD trong Q3/2023 dự kiến hồi phục so với quý trước đó. Tuy nhiên, nhóm ngành vận tải hàng không khó duy trì xu hướng tích cực cho đến cuối năm 2023.</li> <li>BSC duy trì khuyến nghị <b>KHẢ QUAN</b> đối với nhóm dịch vụ hàng không và <b>TRUNG LẬP</b> đối với nhóm vận tải hàng không trong năm 2023.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | HVN, VJC                     |
| <u>Ngân Hàng</u>               | Trung lập | <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Tín dụng toàn hệ thống có thể bứt tốc trong các tháng cuối năm. BSC duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng 2023F đạt khoảng 12% và cải thiện lên 13-14% trong 2024F.</b></li> <li>Chất lượng tài sản dần cải thiện nhờ tăng cường trích lập và xử lý nợ mạnh mẽ. Chi phí vốn tạo đỉnh giúp giảm áp lực lên NIM, tuy nhiên lãi suất đầu ra cũng chịu áp lực giảm nhằm kích thích nhu cầu tín dụng.</li> <li>Lợi nhuận toàn ngành dự kiến chỉ có thể khả quan hơn từ 4Q23, được hỗ trợ bởi mức nền thấp cùng kỳ. BSC dự báo LNST các ngân hàng theo dõi chỉ tăng trưởng 4% YoY trong 2023F nhưng tăng trưởng 21% YoY trong 2024F.</li> <li>BSC hạ khuyến nghị xuống <b>TRUNG LẬP</b> với ngành ngân hàng trong phần còn lại của 2023, tuy nhiên đưa ra quan điểm <b>KHẢ QUAN</b> khi nhìn về triển vọng 2024 dựa trên các luận điểm chính: (1) tăng cường trích lập và xử lý nợ xấu trong 2023 giảm bớt áp lực chi phí tín dụng trong 2024 cũng như mở ra khả năng ghi nhận lợi nhuận từ thu hồi nợ, (2) môi trường lãi suất thấp được kỳ vọng duy trì sang 2024 tạo dư địa để NIM phục hồi, nhờ đó giúp (3) kết quả kinh doanh có thể tạo đáy sau 2023, tăng trưởng lợi nhuận 2024 trở nên khả quan hơn, trong khi (4) định giá của ngành vẫn đang ở mức phù hợp để tích lũy. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng sự tăng trưởng của KQKD trong 4Q23 so với cùng kỳ sẽ cải thiện tâm lý thị trường.</li> </ul> | BID, MBB, TCB, STB           |
| <u>Bất động sản thương mại</u> | Trung lập | <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Nguồn cung mới vẫn hạn chế, tập trung vào các sản phẩm cao tầng, phân khúc trung cấp tại các khu vực nội thành kết hợp với các chương trình kích cầu được hầu hết các chủ đầu tư áp dụng. Qua đó, khả năng hấp thụ tiếp tục duy trì xu hướng cải thiện từ 2Q2023.</b></li> <li>Giá trị TPDN đáo hạn tập trung vào T12/2023 -T3/2024, tuy nhiên áp lực thanh khoản không còn quá “bi quan” như giai đoạn đầu năm 2023 nhờ Nghị định 08/NĐ-CP.</li> <li>Tuy nhiên, Nghị định 08/NĐ-CP và Thông tư 02/2023/TT-NHNN chỉ là các giải pháp tạm thời. Chìa khóa vượt qua thách thức phải đến từ (1) nền tảng kinh</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | VRE, VHM, DXG, NLG, KDH, IJC |

doanh cốt lõi của doanh nghiệp và (2) sự hỗ trợ của Chính phủ trong việc kịp thời hoàn thiện hành lang pháp lý, tạo môi trường lành mạnh minh bạch và phát triển bền vững cho lĩnh vực Bất động sản.

- Kỳ vọng “đảo chiều” rõ ràng hơn trong 2024 khi hành lang pháp lý được hoàn thiện bởi Luật Nhà ở (sửa đổi) và Luật Đất đai (sửa đổi).
- Nguồn vốn dần được khơi thông nhờ (1) môi trường lãi suất hấp dẫn, cùng với pháp lý dự án được thông suốt giúp (2) công tác triển khai, bán hàng phục hồi và (3) kênh huy động vốn bằng trái phiếu có tín hiệu “tái khởi động”
- BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Bất động sản thương mại trong năm 2024 khi hai nút thắt lớn nhất được tháo gỡ (1) pháp lý dự án và (2) nguồn vốn.

|                  |           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |               |
|------------------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| <u>Thép</u>      | Trung lập | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Trong Quý 3.2023, tổng sản lượng tiêu thụ thép ước đạt 6 triệu tấn (+6% YoY, +0% QoQ).</b> Sang Quý 4, BSC cho rằng (1) sản lượng xuất khẩu đã đạt đỉnh và giảm dần trong Quý 4, (2) Sản lượng nội địa vẫn kém khả quan.</li> <li>• Giá thép vẫn trong xu hướng giảm kể từ Tháng 4 do (1) sức mua nội địa yếu, (2) chịu sự cạnh tranh từ thép Trung Quốc. Sang Quý 4.2023, BSC cho rằng giá thép nội địa vẫn sẽ chịu áp lực giảm nhẹ do (1) cầu nội địa vẫn yếu, trong khi (2) kênh xuất khẩu yếu dần về cuối năm, (3) thép Việt Nam vẫn chịu sự cạnh tranh từ Trung Quốc.</li> <li>• Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp thép tiếp tục cải thiện trong Quý 3.2023 do giá nguyên vật liệu đầu vào thấp.</li> <li>• Rủi ro: (1) Cạnh tranh lớn với thép Trung Quốc, (2) các quốc gia áp dụng chính sách chống bán phá giá.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                    | HPG, HSG      |
| <u>Xây dựng</u>  | Trung lập | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Giải ngân vốn đầu tư công 9T.2023 đạt 388,559 tỷ VNĐ – mức cao nhất trong lịch sử;</b></li> <li>• Tiến độ thi công các gói thầu thuộc dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 1&amp;2 vẫn được đảm bảo;</li> <li>• Sân bay Long Thành sẽ là động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp xây lắp giai đoạn 2024-2026;</li> <li>• Khối lượng backlog lớn đảm bảo nguồn doanh thu cho các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng giai đoạn 2024-2026;</li> <li>• Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng dự báo sẽ cải thiện hơn trong giai đoạn tới;</li> <li>• Nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng của Chính phủ đến 2025 vẫn còn rất lớn;</li> <li>• Số lượng dự án bất động sản được cấp phép mới và đang triển khai vẫn ở mức thấp là chỉ báo cho sự suy giảm về khối lượng thi công của các doanh nghiệp xây dựng dân dụng;</li> <li>• Thị trường bất động sản kỳ vọng phục hồi trong Q4.2023-2024 sẽ giảm thiểu khó khăn cho các nhà thầu xây dựng;</li> <li>• BSC đưa ra khuyến nghị <b>KHẢ QUAN</b> cho ngành Xây dựng hạ tầng và <b>TRUNG LẬP</b> cho ngành Xây dựng dân dụng trong Q3.2023-2024.</li> </ul> | HHV, CTD, LCG |
| <u>Chăn nuôi</u> | Trung lập | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ước tính KQKD Q3/2023 ghi nhận đà phục hồi sau đáy lợi nhuận 1H/2023</li> <li>• KQKD Q4/2023 tiếp tục đối diện với thách thức từ nhu cầu yếu bất chấp đặc điểm mùa vụ, nên sẽ có sự phân hóa về kết quả kinh doanh đối với từng doanh nghiệp do mức nền KQKD cùng kỳ.</li> <li>• BSC duy trì khuyến nghị <b>TRUNG LẬP</b> cho ngành chăn nuôi trong năm 2023.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | DBC           |
| <u>Ô tô</u>      | Trung lập | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Luỹ kế 9 tháng đầu năm 2023 sản lượng tiêu thụ ô tô toàn thị trường đạt 190,098 chiếc, giảm -28% so với cùng kỳ.</b></li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | VEA           |

- Lợi nhuận ròng các doanh nghiệp ngành Ô tô giảm mạnh so với cùng kỳ do: (1) Nhu cầu thị tiêu thụ giảm và (2) Lãi vay duy trì ở mức cao;
- 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.

|                           |           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                             |
|---------------------------|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|
| <u>Phân bón</u>           | Trung lập | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Sản lượng và giá bán bình quân Ure trong nước phục hồi trong Q3/2023;</b></li> <li>• Trung Quốc hạn chế xuất khẩu Ure và Ấn Độ tăng cường nhập khẩu là động lực thúc đẩy Ure tiếp tục neo giá ở vùng hiện tại và tiếp tục tăng khi bước vào mùa cao điểm;</li> <li>• BSC duy trì quan điểm <b>TRUNG LẬP</b> đối với ngành Phân bón trong phần còn lại năm 2023 và năm 2024.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                               | DPM,<br>DCM                                 |
| <u>Săm lốp</u>            | Trung lập | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>BSC cho rằng trong năm 2023 hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp sản phẩm sẽ phân hoá bởi:</b> (1) khả năng cạnh tranh tại thị trường nội địa và khả năng đẩy mạnh thị trường xuất khẩu; (2) khả năng cắt giảm chi phí SG&amp;A và (3) khả năng duy trì hiệu quả hoạt động trong bối cảnh một số nguyên liệu sản xuất tăng giá trở lại.</li> <li>• BSC duy trì quan điểm <b>TRUNG LẬP</b> đối với ngành Săm lốp năm 2023.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                | DRC                                         |
| <u>Tiêu dùng - Bán lẻ</u> | Trung lập | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Nhu cầu tiêu dùng chưa ghi nhận tín hiệu phục hồi rõ nét Q3/2023:</b></li> <li>• KQKD đã ghi nhận những tín hiệu khả quan hơn trong Q3/2023 so với quý trước, cùng xu hướng phục hồi tích cực từ Q4/23, đã được phản ánh vào diễn biến giá cổ phiếu.</li> <li>• Tiềm năng nâng định giá của các DN bán lẻ niêm yết trong trung hạn đến từ kỳ vọng bán vốn /xu hướng M&amp;A các mảng kinh doanh.</li> <li>• BSC duy trì khuyến nghị <b>TRUNG LẬP</b> cho kết quả kinh doanh ngành tiêu dùng bán lẻ trong năm 2023 và kỳ vọng tích cực hơn về KQKD trong năm 2024F.</li> </ul>                                                        | MWG,<br>VNM,<br>MSN,<br>PNJ,<br>DGW,<br>FRT |
| <u>Thủy sản</u>           | Trung lập | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Lũy kế 8T.2023, kim ngạch xuất khẩu cá tra = 1.192 tỷ USD (-34% yoy), tuy nhiên, trong 8T sản lượng cá tra xuất khẩu đã có sự hồi phục tích cực với động lực chính đến từ thị trường Trung Quốc, trong khi đó, thị trường Mỹ suy giảm do giá cá tra giảm mạnh.</b></li> <li>• So với báo cáo trước đó, BSC duy trì quan điểm <b>TRUNG LẬP</b> đối với ngành cá tra do (1) giá cá tra xuất khẩu đi Mỹ chưa có sự hồi phục rõ rệt (2) triển vọng hồi phục trong Q4.2023 và 2024 (i) theo yếu tố mùa vụ và (ii) nhu cầu tiêu thụ cải thiện tại Trung Quốc và Mỹ.</li> </ul>                                                             | VHC,<br>ANV                                 |
| <u>Điện</u>               | Trung lập | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Sản lượng điện thương phẩm toàn ngành trong quý 3/2023 tăng +8.7% so với cùng kỳ, đạt 74.62 tỷ kWh.</b></li> <li>• Chu kỳ El Nino đang là hiện tượng thời tiết chủ đạo trong năm 2023 và có thể duy trì sang năm 2024 là tín hiệu tích cực với các nhà máy nhiệt điện, đặc biệt là nhà máy nhiệt điện khí.</li> <li>• Chúng tôi duy trì quan điểm <b>TRUNG LẬP</b> đối với ngành Điện trong năm 2023.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                     | HND,<br>QTP,<br>POW,<br>NT2,<br>REE,<br>PC1 |
| <u>Dệt may</u>            | Trung lập | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Trong Q3.2023, hàng dệt may đạt kim ngạch 9.3 tỷ USD (-11% yoy), tốc độ suy giảm của mặt hàng dệt may xuất khẩu tiếp tục được thu hẹp, nhờ lượng đơn hàng cải thiện so với 1H.2023 khi nhu cầu tiêu dùng đang có xu hướng tăng trở lại tại thị trường Mỹ.</b></li> <li>• Triển vọng Q4.2023 và 2024, BSC kỳ vọng lượng đơn hàng dệt may sẽ tiếp tục được cải thiện nhờ (1) áp lực tồn kho giảm (2) thị trường bán lẻ quần áo Mỹ hồi phục.</li> <li>• Chúng tôi duy trì quan điểm <b>TRUNG LẬP</b> đối với ngành dệt may dựa trên (1) mức suy giảm tiếp tục được thu hẹp và (2) triển vọng hồi phục trong Q4.2023 và 2024.</li> </ul> | MSH,<br>TNG                                 |

|                          |              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |     |
|--------------------------|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <u>Vận tải Container</u> | Kém khả quan | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Kết thúc Q3.2023, các chỉ số giá cước Container tiếp tục neo ở mức thấp.</b> Trong Q4.2023, BSC duy trì quan điểm giá cước Container dự báo giảm 71% yoy do (1) dư thừa nguồn cung tàu và (2) nhu cầu vận chuyển thấp.</li> <li>• BSC duy trì khuyến nghị <b>KÉM KHẢ QUAN</b> đối với nhóm Vận tải Container (HAH, PHP) do (1) dư thừa nguồn cung tàu (2) nhu cầu vận chuyển thấp (3) hợp đồng cho thuê tàu định hạn giá cao kết thúc và các hãng tàu không thực hiện ký mới do nhu cầu chưa được cải thiện.</li> </ul> | HAH |
|--------------------------|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|

### 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 03/11/2023 | Giá mục tiêu | Up-side |
|-------|-------------------|-------|--------------------|-------|-------------------|--------|--------|----------|----------|---------------------|--------------|---------|
| FCN   | 3,833             | 26%   | 110                | 178%  | 676               | 18.5   | 0.7    | 1%       | 3%       | 12,900              | 19,000       | 47%     |
| HHV   | 2,824             | 35%   | 300                | 14%   | 911               | 15.9   | 0.6    | 1%       | 3%       | 14,500              | 19,000       | 31%     |
| LCG   | 3,240             | 222%  | 167                | -13%  | 871               | 12.7   | 0.8    | 2%       | 6%       | 11,150              | 15,500       | 39%     |
| CTD   | 18,335            | 26%   | 135                | 552%  | 1,711             | 42.3   | 0.5    | 1%       | 2%       | 57,500              | 73,700       | 28%     |
| KBC   | 8,425             | 787%  | 2,693              | 76%   | 3,508             | 8.1    | 1.1    | 6%       | 11%      | 28,450              | 40,000       | 41%     |
| GVR   | 22,825            | -10%  | 2,783              | -28%  | 696               | 26.6   | 1.4    | 3%       | 5%       | 18,500              | 25,000       | 35%     |
| IDC   | 8,490             | 13%   | 2,004              | 13%   | 6,073             | 7.4    | 2.6    | 11%      | 29%      | 45,100              | 55,500       | 23%     |
| PHR   | 1,571             | -8%   | 494                | -44%  | 3,648             | 12.3   | 1.7    | 8%       | 13%      | 44,800              | 62,000       | 38%     |
| SZC   | 1,124             | 31%   | 375                | 90%   | 3,121             | 11.0   | 2.2    | 5%       | 20%      | 34,250              | 48,300       | 41%     |
| HPG   | 111,115           | -21%  | 5,626              | -34%  | 968               | 25.9   | 1.4    | 3%       | 6%       | 25,100              | 26,000       | 4%      |
| NKG   | 17,740            | -23%  | 116                | -193% | 442               | 43.6   | 0.9    | 1%       | 2%       | 19,250              | 22,500       | 17%     |
| HT1   | 7,051             | -21%  | 9                  | -97%  | 23                | 506.6  | 0.9    | 0%       | 0%       | 11,750              | 14,000       | 19%     |
| HSG   | 31,651            | -36%  | 23                 | -91%  | 38                | 521.5  | 1.1    | 0%       | 0%       | 19,450              | 25,000       | 29%     |
| IJC   | 1,941             | -1%   | 491                | -4%   | 1,477             | 6.5    | 0.5    | 7%       | 7%       | 12,650              | 21,700       | 72%     |
| DXG   | 4,524             | -18%  | 133                | -38%  | 217               | 82.8   | 0.8    | 1%       | 1%       | 18,050              | 22,700       | 26%     |
| NLG   | 4,965             | 14%   | 660                | 19%   | 1,699             | 18.6   | 1.3    | 3%       | 3%       | 32,000              | 46,100       | 44%     |
| KDH   | 2,421             | -17%  | 846                | -23%  | 978               | 27.6   | 1.7    | 3%       | 3%       | 29,200              | 40,700       | 39%     |
| VRE   | 8,972             | 22%   | 3,886              | 40%   | 1,506             | 14.3   | 1.5    | 8%       | 8%       | 24,400              | 36,200       | 48%     |
| VHM   | 110,466           | 77%   | 33,445             | 16%   | 7,678             | 5.3    | 1.0    | 8%       | 8%       | 40,500              | 79,900       | 97%     |
| VEA   | 4,350             | -8%   | 7,105              | -6%   | 5,347             | 7.0    | 1.8    | 25%      | 23%      | 37,400              | 45,000       | 20%     |
| DGC   | 11,309            | -22%  | 3,259              | -41%  | 8,576             | 10.0   | 2.4    | 22%      | 24%      | 85,800              | 100,000      | 17%     |
| CSV   | 1,482             | -30%  | 272                | -23%  | 6,154             | 5.9    | 1.1    | 17%      | 19%      | 36,450              | 48,000       | 32%     |
| DPM   | 12,635            | -32%  | 1,098              | -80%  | 2,805             | 11.3   | 1.0    | 7%       | 10%      | 31,600              | 42,000       | 33%     |
| DCM   | 12,047            | -24%  | 1,039              | -76%  | 1,916             | 14.9   | 1.4    | 7%       | 10%      | 29,300              | 36,000       | 23%     |
| GAS   | 90,877            | -10%  | 12,701             | -14%  | 6,636             | 14.3   | 2.2    | 14%      | 19%      | 79,100              | 104,400      | 32%     |
| PVD   | 5,844             | 8%    | 537                | -622% | 672               | 26.7   | 1.0    | 3%       | 4%       | 25,750              | 32,000       | 24%     |
| PVS   | 19,684            | 20%   | 877                | -1%   | 1,329             | 19.1   | 1.3    | 4%       | 7%       | 35,000              | 44,500       | 27%     |
| PLC   | 8,228             | -4%   | 185                | 58%   | 2,293             | 12.5   | 1.8    | 4%       | 14%      | 28,600              | 38,400       | 34%     |
| PLX   | 283,117           | -7%   | 4,152              | 186%  | 3,388             | 10.1   | 1.3    | 7%       | 16%      | 33,100              | 46,000       | 39%     |
| BSR   | 145,795           | -13%  | 7,567              | -49%  | 2,440             | 7.6    | 1.0    | 9%       | 13%      | 18,600              | 24,600       | 32%     |

| 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 03/11/2023 | Giá mục tiêu | Up-side |
|-------|-------------------|-------|--------------------|-------|-------------------|--------|--------|----------|----------|---------------------|--------------|---------|
| DRC   | 4,946             | 1%    | 244                | -21%  | 2,007             | 10.9   | 1.4    | 9%       | 13%      | 22,400              | 28,600       | 28%     |
| QTP   | 12,352            | 19%   | 612                | -20%  | 1,360             | 10.1   | 1.0    | 8%       | 10%      | 13,800              | 17,000       | 23%     |
| NT2   | 7,458             | -15%  | 404                | -54%  | 1,403             | 16.7   | 1.5    | 5%       | 9%       | 23,450              | 25,000       | 7%      |
| HND   | 11,892            | 13%   | 488                | -11%  | 976               | 14.1   | 1.1    | 7%       | 8%       | 13,800              | 16,000       | 16%     |
| POW   | 30,482            | 8%    | 1,563              | -24%  | 667               | 16.6   | 0.8    | 4%       | 7%       | 11,100              | 14,000       | 26%     |
| PC1   | 8,689             | 4%    | 328                | -29%  | 1,213             | 21.8   | 0.9    | 2%       | 6%       | 26,500              | 36,200       | 37%     |
| REE   | 8,458             | -10%  | 2,469              | -8%   | 6,041             | 8.8    | 1.0    | 9%       | 16%      | 53,000              | 72,700       | 37%     |
| SCS   | 671               | -21%  | 486                | -25%  | 5,008             | 12.2   | 0.6    | 29%      | 31%      | 63,000              | 72,030       | 14%     |
| VHC   | 10,216            | -23%  | 1,281              | -35%  | 6,987             | 9.9    | 1.4    | 11%      | 15%      | 69,000              | 87,000       | 26%     |
| ANV   | 4,604             | -6%   | 76                 | -89%  | 590               | 48.0   | 1.2    | 1%       | 3%       | 27,400              |              |         |
| HAH   | 2,660             | -17%  | 344                | -58%  | 3,276             | 9.5    | 1.2    | 6%       | 10%      | 30,900              | 39,272       | 27%     |
| VSC   | 1,777             | -11%  | 143                | -54%  | 1,073             | 22.9   | 1.0    | 2%       | 4%       | 24,600              | 28,500       | 16%     |
| GMD   | 3,645             | -6%   | 2,475              | 149%  | 2,860             | 8.0    | 2.1    | 7%       | 10%      | 65,000              | 75,800       | 17%     |
| PVT   | 9,987             | 10%   | 1,043              | 22%   | 3,069             | 7.4    | 0.9    | 8%       | 14%      | 23,800              | 31,700       | 33%     |
| PNJ   | 31,950            | -6%   | 1,850              | 2%    | 5,142             | 13.1   | 2.6    | 13%      | 19%      | 73,800              | 95,600       | 30%     |
| MWG   | 122,025           | -9%   | 371                | -91%  | 254               | 153.5  | 2.3    | 2%       | 5%       | 38,950              | 55,700       | 43%     |
| DBC   | 12,875            | 11%   | 58                 | 1017% | 240               | 81.4   | 1.0    | 1%       | 3%       | 19,500              | 24,500       | 26%     |
| MSN   | 82,876            | 9%    | 567                | -84%  | 396               | 161.3  | 2.5    | 2%       | 7%       | 63,900              | 76,400       | 20%     |
| VNM   | 61,441            | 2%    | 8,684              | 2%    | 3,740             | 16.8   | 4.5    | 18%      | 27%      | 70,000              | 84,900       | 21%     |
| DGW   | 18,676            | -15%  | 412                | -40%  | 2,524             | 19.0   | 2.7    | 6%       | 15%      | 46,800              | 60,400       | 29%     |
| QNS   | 10,193            | 23%   | 2,068              | 61%   | 5,561             | 8.0    | 2.0    | 16%      | 23%      | 46,600              | 58,300       | 25%     |
| FPT   | 53,029            | 20%   | 6,404              | 21%   | 4,950             | 17.3   | 3.4    | 12%      | 21%      | 87,000              | 108,000      | 24%     |
| CTR   | 10,913            | 16%   | 507                | 14%   | 4,501             | 17.5   | 4.3    | 8%       | 25%      | 77,500              | 95,000       | 23%     |
| ELC   | 1,136             | 32%   | 104                | 232%  | 1,687             | 13.0   | 1.4    | 8%       | 10%      | 23,000              | 21,000       | -9%     |
| MSH   | 4,948             | -10%  | 299                | -20%  | 3,543             | 9.1    | 1.6    | 9%       | 16%      | 36,200              | 45,000       | 24%     |
| TNG   | 6,945             | 3%    | 245                | -16%  | 2,178             | 8.5    | 1.2    | 4%       | 14%      | 18,400              | 21,700       | 26%     |

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 Hamas-Isarel (Giá dầu tăng) | Chính sách lãi suất của FED | EU suy thoái | Trung Quốc kích thích kinh tế | 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      |
|-------|----------|--------------------------------------------|-------|--------------|
| 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: Đảo hạn                       |       |              |
| 10    | Tháng 10 | VN: Hội nghị TW Đảng 08                    |       |              |
| 11    | 6        | ETF: Vn-Diamond cơ cấu                     | 1     | FED: Meeting |
| 11    | 16       | Future VN30: Đảo 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: Đảo 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 25/10/2023 |
|----------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|-----------|------------------|-----------------------|
| 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             | ✓                     |
| Chính sách Vĩ mô Khu vực               |                                                                                                                                                                                                                                                          |               |           |                  |                       |
| 1                                      | OPEC cắt giảm sản lượng nhiều lần trong năm để bảo vệ giá dầu                                                                                                                                                                                            | 2023          | Đan xen   | Mạnh             | ✓                     |
| Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước |                                                                                                                                                                                                                                                          |               |           |                  |                       |
| Chính sách vĩ mô                       |                                                                                                                                                                                                                                                          |               |           |                  |                       |
| 1                                      | Ban hành Nghị định số 65/2022/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và quốc tế.                                                                                              | 16/09/2022    | Đan xen   | Mạnh             | ✓                     |
| 2                                      | Quyết định 1435/QĐ-TTg 2022 Thành lập Tổ công tác của Thủ tướng Chính phủ về rà soát, đôn đốc, hướng dẫn tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong triển khai thực hiện dự án bất động sản cho các địa phương, doanh nghiệp                                      | 17/11/2022    | Tích cực  | Trung bình       | ✓                     |
| 3                                      | Nghị quyết số 30/2022/UBTVQH15: Giảm thuế BVMT đối với xăng, dầu, mỡ nhờn                                                                                                                                                                                | 01/01/2023    | Tích cực  | Mạnh             | ✓                     |
| 4                                      | 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             | ✓                     |
| 5                                      | Nghị quyết số 33/NQ-CP về một số giải pháp tháo gỡ và thúc đẩy thị trường Bất động sản phát triển an toàn, lành mạnh, bền vững                                                                                                                           | 11/03/2023    | Tích cực  | Trung bình       | ✓                     |
| 6                                      | Nghị định số 10/2023/NĐ-CP: Bổ sung các Nghị định hướng dẫn về Luật đất đai                                                                                                                                                                              | 20/05/2023    | Đan xen   | Mạnh             | ✓                     |

| STT                           | Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố                                                                                                                                                                    | Ngày hiệu lực   | Ảnh hưởng | Mức độ ảnh hưởng | Tình trạng 25/10/2023 |
|-------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------|------------------|-----------------------|
| 7                             | Nghị định số 44/2023/NĐ-CP Quy định chính sách giảm thuế giá trị gia tăng theo Nghị quyết số 101/2023/Qh15 ngày 24/6/2023 của Quốc hội                                                                   | 01/07/2023      | Tích cực  | Mạnh             | ✓                     |
| 8                             | Nghị định 41/2023/NĐ-CP quy định mức thu lệ phí trước bạ đối với ô tô, rơ moóc hoặc sơ mi rơ moóc được kéo bởi ô tô và các loại xe tương tự xe ô tô được sản xuất, lắp ráp trong nước                    | 01/07/2023      | Tích cực  | Trung bình       | ✓                     |
| 9                             | Nghị định 24/2023/NĐ-CP quy định mức lương cơ sở đối với cán bộ, công chức, viên chức và lực lượng vũ trang                                                                                              | 01/07/2023      | Tích cực  | Trung bình       | ✓                     |
| 10                            | Thông tư 10/2023/TT-NHNN hoãn thi hành một số điều khoản trong Thông tư 06/2023/TT-NHNN quy định về mục đích cho vay                                                                                     | 01/09/2023      | Tích cực  | Mạnh             | ✓                     |
| 11                            | Quyết định số 377/QĐ-EVN v/v tăng giá điện bình quân                                                                                                                                                     | 24/04/2023      | Tiêu cực  | Trung bình       | ✓                     |
| <b>Chính sách tiền tệ</b>     |                                                                                                                                                                                                          |                 |           |                  |                       |
| 1                             | Tiếp tục phần đầu giảm lãi suất điều hành                                                                                                                                                                | 2023            | Tích cực  | Mạnh             | ✓                     |
| 2                             | SBV phát hành bill trên OMOs để điều tiết tỷ giá                                                                                                                                                         | Q3/2023         | Đan xen   | Mạnh             | ✓                     |
| 3                             | 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             | ✓                     |
| 4                             | 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  | Yếu              | ✓                     |
| <b>Chính sách chứng khoán</b> |                                                                                                                                                                                                          |                 |           |                  |                       |
| 1                             | Nỗ lực của cơ quan quản lý và tiến trình đánh giá của FTSE về việc nâng hạng TTCK Việt Nam lên TTCK mới nổi (Secondary Emerging Market)                                                                  | 2024-2025       | Tích cực  | Mạnh             | ✓                     |
| 2                             | Áp dụng hệ thống giao dịch chứng khoán KRX và từng bước tiến đến thực hiện giao dịch T+0                                                                                                                 | Q4/2023-Q1/2024 | Tích cực  | Mạnh             | ✓                     |
| 3                             | Quá trình hoàn thiện hệ thống thanh toán bù trừ trung tâm (CCP) và các giải pháp tháo gỡ trước mắt của cơ quan quản lý và các thành viên thị trường đối với yêu cầu Ký quỹ trước giao dịch (pre-funding) | 2024-2025       | Tích cực  | Mạnh             | ✓                     |
| 4                             | Xem xét bổ sung quy định về chứng chỉ lưu ký, chứng chỉ lưu ký không quyền biểu quyết (NVDR)                                                                                                             | 2024-2025       | Tích cực  | Mạnh             | ✓                     |
| 5                             | Sự phối hợp giữa các cơ quan quản lý trong quy định về giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài                                                                                                                  | 2024-2025       | Tích cực  | Mạnh             | ✓                     |
| 6                             | Nghiên cứu để sửa đổi một số chỉ tiêu của chỉ số VN30, triển khai sản phẩm HĐTL chỉ số VN100                                                                                                             | 2024-2025       | Tích cực  | Mạnh             | ✓                     |
| 7                             | Đưa hệ thống giao dịch trái phiếu Doanh nghiệp riêng lẻ vào hoạt động và các cơ chế giám sát, chế tài xử phạt                                                                                            | T06/2023        | Tích cực  | Mạnh             | ✓                     |

| STT                            | Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố           | Ngày hiệu lực | Ảnh hưởng | Mức độ ảnh hưởng | Tình trạng 25/10/2023 |
|--------------------------------|-------------------------------------------------|---------------|-----------|------------------|-----------------------|
| 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 trong bối cảnh lãi suất hạ nhiệt và chính sách đảo ngược

#### NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP [KHẢ QUAN]

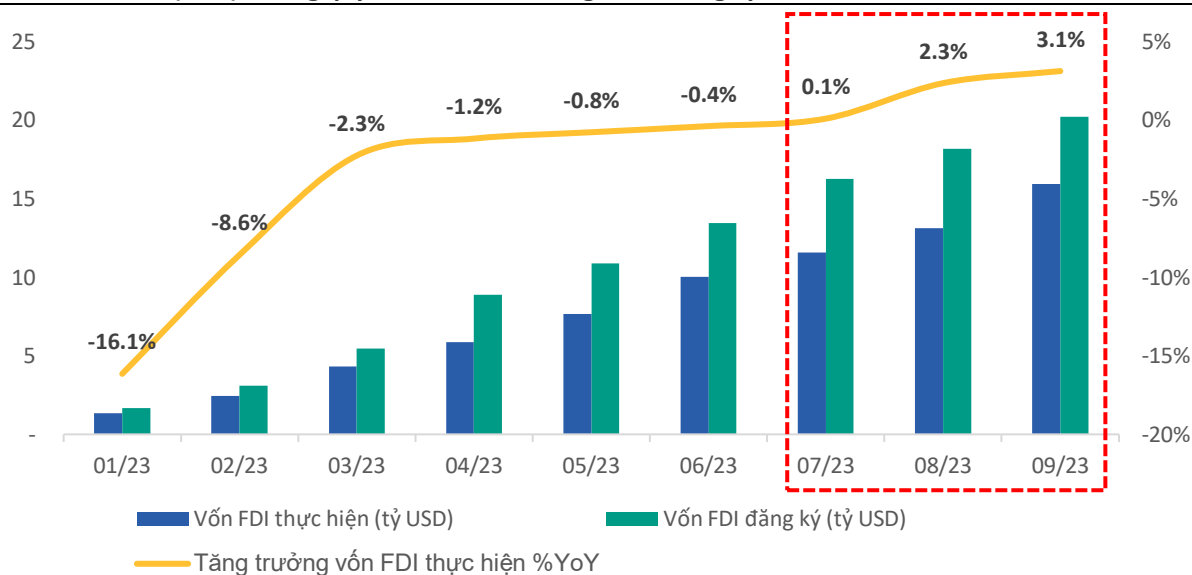
Chuyên viên phân tích: Vũ Xuân Trường

Email: [truongvx@bsc.com.vn](mailto:truongvx@bsc.com.vn)

- Dòng vốn FDI quay lại đà tăng trưởng trong Q3.2023. Lũy kế 9T.2023, vốn FDI đăng ký đạt 20.2 tỷ USD (+7.8% yoy), vốn FDI thực hiện đã bắt đầu tăng so với cùng kỳ, đạt 15.9 tỷ USD (+3.1% yoy);
- Nguồn cung thiếu hụt khiến cho tỷ lệ lấp đầy KCN tại miền Nam và miền Bắc lần lượt tăng lên mức 90% (tăng +3 điểm % qoq) và 82% (tăng 2 điểm % qoq) và giá cho thuê đất KCN tăng lên lần lượt 187 USD/m2/kỳ hạn thuê (+8% qoq) và 127 USD/m2/kỳ hạn thuê (+3% qoq) đối với khu vực miền Nam và miền Bắc;
- Xu hướng dịch chuyển các KCN ra các tỉnh/thành vệ tinh Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh tiếp tục tiếp diễn;
- Triển vọng Q4.2023-2024: **(1)** Nhu cầu thuê đất KCN dự báo tiếp tục tích cực nhờ Việt Nam đã ký kết nhiều văn kiện về hợp tác kinh tế, thương mại và nâng cấp mối quan hệ với các nền kinh tế hàng đầu thế giới, **(2)** Dư địa để thành lập KCN mới đến năm 2025 vẫn còn khá lớn, **(3)** Các dự án hạ tầng giao thông được đẩy nhanh xây dựng sẽ giải quyết nút thắt cổ chai “logistic” hỗ trợ trực tiếp cho ngành BĐS KCN
- Thách thức: **(1)** Nguồn cung mới hạn chế khiến cho giá thuê KCN tiếp tục tăng cao, **(2)** Việc áp dụng chính sách thuế tối thiểu toàn cầu có thể ảnh hưởng đến thu hút đầu tư nước ngoài tại Việt Nam, **(3)** Mức độ cạnh tranh thu hút FDI ngày càng gia tăng giữa các quốc gia trong khu vực.
- BSC đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho ngành Bất động sản khu công nghiệp trong Q4.2023 và 2024.

**Dòng vốn FDI quay lại đà tăng trưởng trong Q3.2023.** Theo tổng cục thống kê, lũy kế 9T.2023, tổng vốn FDI đăng ký đạt 20.2 tỷ USD (+7.8% yoy), trong đó vốn FDI đăng ký cấp mới tăng +43.6% yoy, vốn góp mua cổ phần tăng +47% yoy, và vốn FDI đăng ký điều chỉnh giảm -37.3% yoy. Bên cạnh đó, vốn FDI thực hiện đã bắt đầu tăng so với cùng kỳ, đạt 15.9 tỷ USD (+3.1% yoy). Điều đó thể hiện những chính sách hỗ trợ nền kinh tế của Chính phủ đã dần mang lại hiệu quả, giúp cho doanh nghiệp nước ngoài triển khai giải ngân vốn đầu tư.

Hình. Vốn FDI thực hiện trong quý 3.2023 bắt đầu tăng so với cùng kỳ



Nguồn: GSO, Bloomberg, BSC Research tổng hợp.

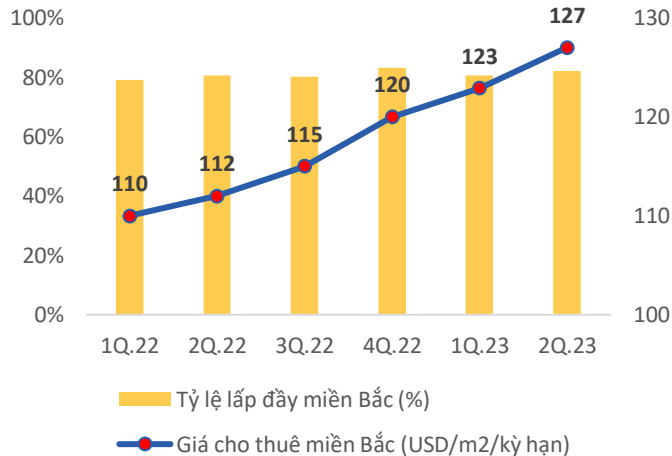
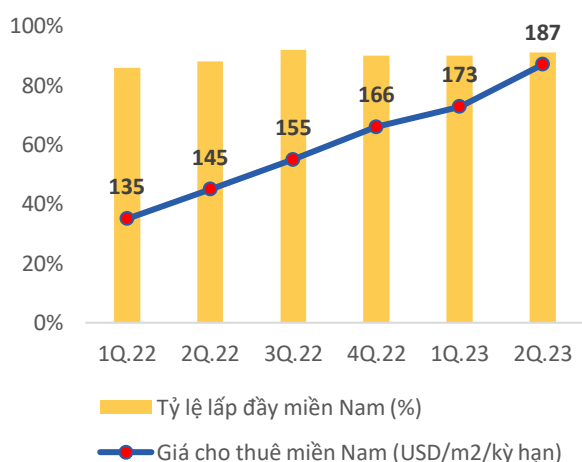
**Nguồn cung thiếu hụt khiến cho giá thuê và tỷ lệ lấp đầy các KCN tiếp tục gia tăng.** Theo JLL, tổng nguồn cung đất KCN tính đến cuối Q2.2023 chỉ tăng 0.53% ytd, đạt 36,400 ha. Điều này khiến cho tỷ lệ lấp đầy KCN tại miền Nam và miền Bắc lần lượt tăng lên mức 90% (tăng +3 điểm % qoq) và 82% (tăng 2 điểm % qoq). Giá cho thuê đất KCN trung bình đạt 187 USD/m<sup>2</sup>/kỳ hạn thuê (+8% qoq) đối với khu vực miền Nam và 127 USD/m<sup>2</sup>/kỳ hạn thuê (+3% qoq) đối với khu vực miền Bắc.

**Nhu cầu thuê KCN tại miền Bắc tăng trưởng tích cực hơn so với miền Nam.** Theo CBRE, trong 1H.2023, diện tích hấp thụ tại miền Bắc đạt 386 ha (+60% yoy, tăng +64% so với trung bình 5 năm), trong khi diện tích hấp thụ tại miền Nam đạt 397 ha (+20% yoy, giảm -14% so với trung bình 5 năm). BSC cho rằng nguyên nhân đến từ **(1)** Nguồn cung hạn chế và giá cho thuê cao tại miền Nam, **(2)** KCN miền Bắc được hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển sản xuất ra ngoài Trung Quốc nhờ vị trí địa chính trị thuận lợi, **(3)** Nhu cầu thuê đất của ngành công nghiệp điện tử, vốn là thế mạnh của các KCN tại miền Bắc, tiếp tục tăng mạnh kể từ cuối năm 2022.

**Xu hướng dịch chuyển các KCN ra các tỉnh/thành vệ tinh Hà Nội và TP.Hồ Chí Minh tiếp tục tiếp diễn nhờ (1)** Hạ tầng giao thông được cải thiện giúp giảm thiểu thời gian di chuyển giữa các vùng kinh tế trọng điểm và khu vực thị trường cấp 2, **(2)** Chi phí cho thuê đất cũng như chi phí nhân công tại thị trường cấp 2 chưa quá cao, **(3)** Quỹ đất dồi dào mang đến nhiều sự lựa chọn hơn cho khách thuê. BSC cho rằng xu thế này sẽ mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp đã và đang phát triển dự án tại các thị trường cấp hai này như SIP với cụm KCN Tây Ninh (Tây Ninh), IDC với KCN Cầu Ngàn (Thái Bình) hay SZC với KCN Châu Đức (Bà Rịa – Vũng Tàu).

**Nguồn cung KCN thiếu hụt và giá thuê tăng cao tại miền Nam**

**... khiến cho nhu cầu thuê KCN miền Bắc tăng trưởng tích cực hơn**



Nguồn: CBRE, BSC Research tổng hợp.

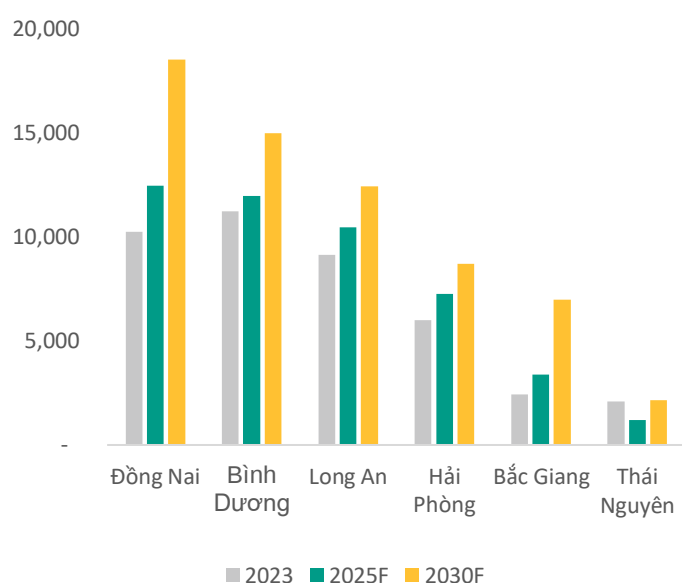
#### **BSC duy trì triển vọng lạc quan đối với ngành BĐS KCN trong Q4.2023-2024 nhờ:**

**Nhu cầu thuê đất KCN dự báo tiếp tục tích cực nhờ Việt Nam đã (1) Ký kết nhiều văn kiện về hợp tác kinh tế, thương mại và (2) Nâng cấp mối quan hệ với các nền kinh tế hàng đầu thế giới.** Cụ thể, 17 văn kiện hợp tác song phương đã được ký kết trong chuyến thăm của Tổng thống Hàn Quốc hay vào đầu T9.2023, Việt Nam và Mỹ đã nâng cấp quan hệ lên đối tác chiến lược toàn diện. Bên cạnh đó, theo các thông tin cập nhật của BSC, việc Nhật Bản và Việt Nam dự kiến sẽ nâng quan hệ lên đối tác chiến lược toàn diện và việc thủ tướng Trung Quốc chuẩn bị sang thăm Việt Nam trong T11.2023, sẽ tiếp tục là những chất xúc tác để thu hút nguồn vốn FDI vào Việt Nam nhiều hơn nữa.

**Dư địa để thành lập KCN mới đến năm 2025 vẫn còn khá lớn.** Theo kế hoạch sử dụng đất quốc gia của Chính phủ tại quyết định 326/QĐ-TTg, dư địa để phát triển KCN mới đến năm 2025 tại miền Bắc và miền Nam đều còn khoảng trên 5,000 ha. Trong đó, các tỉnh được tập trung mở rộng bao gồm Hải Phòng, Bắc Giang, Thái Nguyên ở miền Bắc và Đồng Nai, Long An, Bình Dương ở miền Nam.

**Các dự án hạ tầng giao thông được đẩy nhanh xây dựng 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 giúp kết nối giao thông liên tỉnh và chuyển dịch sản xuất ra các tỉnh ngoài trung tâm như Cao tốc Bắc – Nam, đường vành đai 4 - Hà Nội, đường vành đai 3 - TP.Hồ Chí Minh, và các dự án cảng biển, sân bay đang được nằm trong quy hoạch và triển khai.

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



Cao tốc Bắc – Nam, một trong nhiều công trình giao thông trọng điểm, đang được đẩy nhanh tốc độ triển khai



Nguồn: QĐ 326/QĐ-TTg, BSC Research tổng hợp.

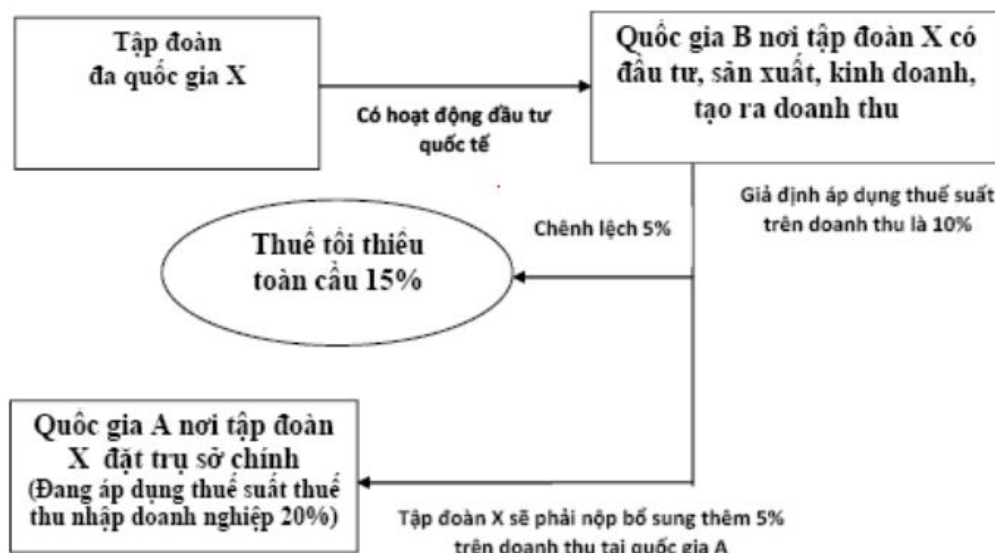
**Bên cạnh triển vọng tích cực, một số thách thức mà ngành bất động sản KCN sẽ cần xử lý trong thời gian tới bao gồm:**

**Nguồn cung mới hạn chế khiến cho giá thuê KCN tiếp tục tăng cao.** BSC cho rằng sự thiếu hụt nguồn cung KCN đến từ (1) Quá trình triển khai KCN mới bị trì hoãn do thủ tục pháp lý chồng chéo, (2) GPMB còn nhiều vướng mắc, (3) Cơ chế chuyển đổi sang đất KCN của mỗi loại hình đất là khác nhau, gây khó khăn trong việc thực hiện. Do đó, giá thuê KCN trung bình trong năm 2024 ước tính sẽ tiếp tục tăng 7-8% yoy. Tuy nhiên, BSC đánh giá đây lại là cơ hội cho các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn như IDC hay KBC.

**Việc áp dụng chính sách thuế tối thiểu toàn cầu có thể ảnh hưởng đến thu hút đầu tư nước ngoài tại Việt Nam.** Kể từ năm 2024, các quốc gia trong Tổ chức Hợp tác và Phát triển kinh tế (OECD), bao gồm Việt Nam, sẽ áp dụng mức thuế tối thiểu 15% đối với các công ty có doanh thu từ 750 triệu EUR trở lên. Trong khi đó, các doanh nghiệp nước ngoài hiện 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. Vì vậy, BSC đánh giá chính sách thuế này sẽ có thể ảnh hưởng đến việc thu hút vốn FDI, tuy nhiên tác động sẽ là không

nhiều do **(1)** Ưu đãi thuế không phải là yếu tố hàng đầu trong việc chọn địa điểm đầu tư của các doanh nghiệp FDI, **(2)** Chính phủ đang nghiên cứu các ưu đãi khác để cản trở vào nghĩa vụ thuế của doanh nghiệp như “Hỗ trợ chi phí đào tạo nguồn nhân lực”; “Xây dựng phương án triển khai các khoản hỗ trợ bằng tiền”.

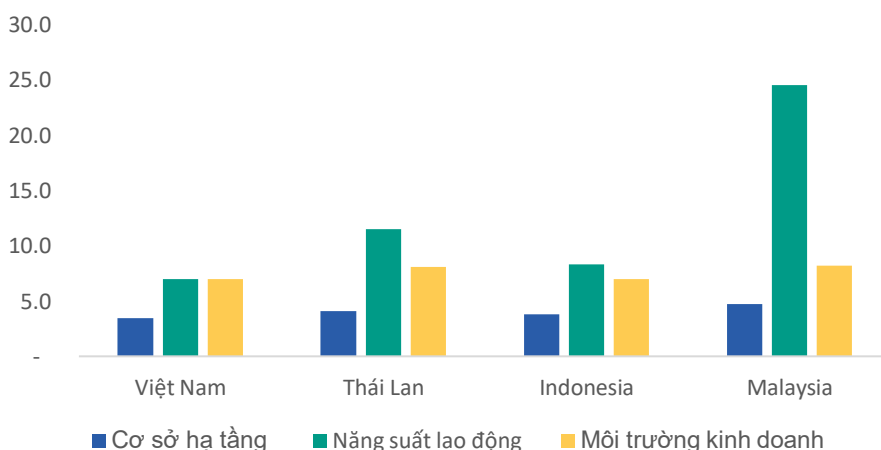
Hình. Cách thức hoạt động của thuế tối thiểu toàn cầu



Nguồn: BSC Research tổng hợp.

**Mức độ cạnh tranh thu hút FDI ngày càng gia tăng giữa các quốc gia trong khu vực.** Trong bối cảnh ASEAN đang nổi lên như là một điểm đến hấp dẫn cho các nhà sản xuất linh kiện điện tử và chất bán dẫn, Việt Nam cũng cần phải nâng cao sức hút để cạnh tranh với các đối thủ khác trong khu vực. Theo JLL, Việt Nam đang kém hơn Thái Lan, Indonesia hay Malaysia các chỉ số về cơ sở hạ tầng, năng suất lao động và môi trường kinh doanh. Mặc dù vậy, dòng vốn FDI vào Việt Nam vẫn xếp hàng đầu trong khu vực ASEAN.

So sánh một số yếu tố thu hút đầu tư FDI theo thang điểm của JLL



Nguồn: JLL, BSC Research tổng hợp.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC tiếp tục duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với các nhóm ngành bất động sản khu công nghiệp trong Q4.2023 - 2024 nhờ **(1)** KCN tại Việt Nam vẫn sẽ là 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)** Hạ tầng giao thông được cải thiện giúp các KCN ở xa vùng kinh tế trung tâm dễ tiếp cận được với dòng vốn FDI hơn. BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với các doanh nghiệp KCN có quỹ đất thương phẩm sẵn sàng cho thuê lớn, giá cho thuê dự báo duy trì ở mức cao, cùng nền tảng tài chính khỏe mạnh bao gồm: **KBC, IDC, SZC**.

Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành bất động sản khu công nghiệp

| Mã CK      | DTT 2023 | % YoY | NPATMI 2023 | % YoY | EPS 2023 | P/E fwd | P/B fwd | ROA 2023 | ROE 2023 | Giá ngày 03/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|------------|----------|-------|-------------|-------|----------|---------|---------|----------|----------|---------------------|--------------|------------|
| <b>KBC</b> | 8,425    | 787%  | 2,693       | 76%   | 3,508    | 8.1     | 1.1     | 6%       | 11%      | 28,450              | 40,000       | 41%        |
| <b>GVR</b> | 22,825   | -10%  | 2,783       | -28%  | 696      | 26.6    | 1.4     | 3%       | 5%       | 18,500              | 23,000       | 24%        |
| <b>IDC</b> | 8,490    | 13%   | 2,004       | 13%   | 6,073    | 7.4     | 2.6     | 11%      | 29%      | 45,100              | 55,500       | 23%        |
| <b>PHR</b> | 1,571    | -8%   | 494         | -44%  | 3,648    | 12.3    | 1.7     | 8%       | 13%      | 44,800              | 62,000       | 38%        |
| <b>SZC</b> | 1,124    | 31%   | 375         | 90%   | 3,121    | 11.0    | 2.2     | 5%       | 20%      | 34,250              | 48,300       | 41%        |

*Nguồn: BSC Research tổng hợp*

## NGÀNH NGÂN HÀNG [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Đoàn Minh Trí

Email: [tridm@bsc.com.vn](mailto:tridm@bsc.com.vn)

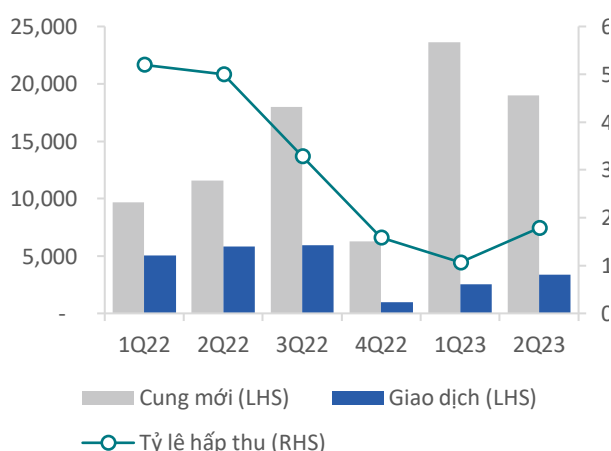
- Tín dụng toàn hệ thống có thể bứt tốc trong các tháng cuối năm. BSC duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng 2023F đạt khoảng 12% và cải thiện lên 13-14% trong 2024F.
- Chất lượng tài sản dần cải thiện nhờ tăng cường trích lập và xử lý nợ mạnh mẽ. Chi phí vốn tạo đỉnh giúp giảm áp lực lên NIM, tuy nhiên lãi suất đầu ra cũng chịu áp lực giảm nhằm kích thích nhu cầu tín dụng.
- Theo đó, lợi nhuận toàn ngành dự kiến chỉ có thể khả quan hơn từ 4Q23, được hỗ trợ bởi mức nền thấp cùng kỳ. BSC dự báo LNST các ngân hàng theo dõi chỉ tăng trưởng 4% YoY trong 2023F nhưng sẽ tăng trưởng 21% YoY trong 2024F.
- BSC hạ khuyến nghị xuống **TRUNG LẬP** với ngành ngân hàng trong phần còn lại của 2023, tuy nhiên đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** khi nhìn về triển vọng 2024 dựa trên các luận điểm chính: **(1)** tăng cường trích lập và xử lý nợ xấu trong 2023 giảm bớt áp lực chi phí tín dụng trong 2024 cũng như mở ra khả năng ghi nhận lợi nhuận từ thu hồi nợ, **(2)** môi trường lãi suất thấp được kỳ vọng duy trì sang 2024 tạo dư địa để NIM phục hồi, nhờ đó giúp **(3)** kết quả kinh doanh có thể tạo đáy sau 2023, trong khi **(4)** định giá của ngành vẫn đang ở mức phù hợp để tích lũy. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng sự tăng trưởng của KQKD trong 4Q23 so với cùng kỳ của ngành ngân hàng sẽ cải thiện tâm lý thị trường.

### Nhu cầu tín dụng nhìn chung còn khá yếu, tuy nhiên có thể dần cải thiện trong các tháng cuối năm.

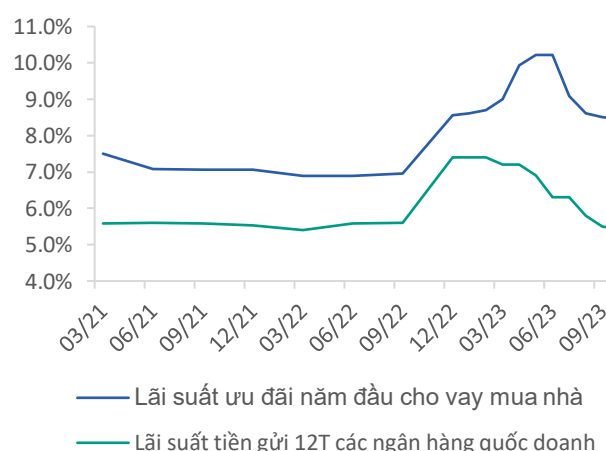
So với đầu năm, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đến cuối tháng 09/2023 đạt 6.9% YTD, tăng 1.6 điểm % so với cuối tháng 08/2023 so với mức tăng trung bình 0.7 điểm % trong các tháng trước, tuy nhiên còn cách khá xa mục tiêu của NHNN ở khoảng 13-14%. Nhìn lại lịch sử, chúng tôi nhận thấy chu kỳ tín dụng thường tăng tốc vào các tháng cuối năm, do đó đây có thể là tín hiệu ban đầu cho thấy tăng trưởng tín dụng sẽ tiếp tục bứt tốc trong các tháng còn lại của 2023. Chúng tôi cũng quan sát được những dấu hiệu khả quan hơn về sức khỏe của các lĩnh vực chính, từ đó kỳ vọng nhu cầu tín dụng sẽ được cải thiện trong thời gian tới.

Về thị trường BĐS nhà ở, theo số liệu từ VARS, lượng giao dịch trong Q2/23 đã tăng hơn 30% so với Q1/23, cho thấy tác động ban đầu từ việc nới lỏng chính sách tiền tệ của NHNN giúp mặt bằng lãi suất cho vay dần hạ nhiệt. Chúng tôi nhận thấy lãi suất ưu đãi năm đầu các khoản cho vay mua nhà của các ngân hàng lớn đã bắt đầu giảm nhanh hơn trong các tháng gần đây, dù có độ trễ so với lãi suất tiền gửi (hiện lãi suất huy động kỳ hạn 12T của nhóm quốc doanh đã quay về dưới mức đáy dịch COVID-19). Điều này được kỳ vọng sẽ tiếp tục đem lại tác động tích cực lên lượng giao dịch trên thị trường BĐS trong 2H23 và sang 2024.

Hình: Tỷ lệ hấp thụ trên thị trường BĐS nhà ở phục hồi nhẹ trong Q2 cho thấy tín hiệu khả quan



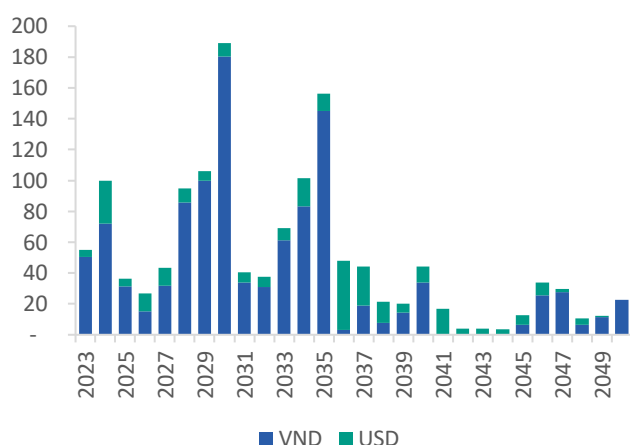
Hình: Lãi suất ưu đãi năm đầu cho vay mua nhà (bình quân các ngân hàng lớn niêm yết) bắt đầu hạ nhiệt nhanh hơn



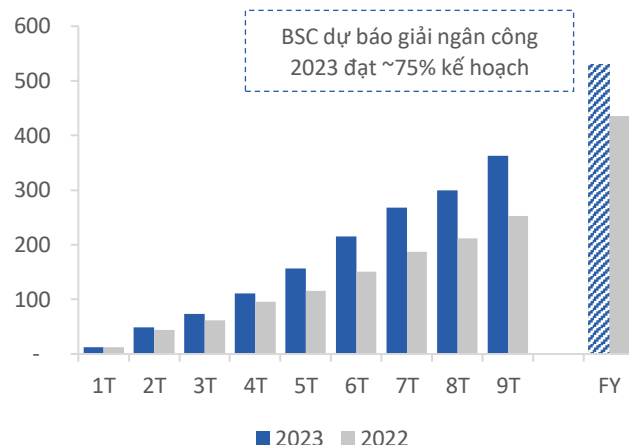
Nguồn: VARS, batdongsan.com.vn, BSC Research

Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng cuối năm chủ yếu đến từ việc đẩy mạnh chính sách tài khóa thông qua giải ngân công, khi mà chính sách tiền tệ đã là công cụ được sử dụng mạnh mẽ xuyên suốt từ đầu năm. Ước tính tổng giải ngân lũy kế 9T23 đạt hơn 363 nghìn tỷ (+43.5% YoY) và hoàn thành hơn 51% kế hoạch Thủ tướng giao. Áp lực đáo hạn TPCP trong giai đoạn 2023-2029 sắp tới của Việt Nam ở mức tương đối vừa phải trong khi chi phí vốn đang ở mức thấp (lợi suất TPCP 10 năm đã quay về mức 3%, giảm ~2 điểm % so với thời điểm đầu năm), do đó Chính phủ sẽ có nhiều dư địa để thúc đẩy hơn nữa giải ngân đầu tư công trong Q4/23 và 2024. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định kết quả thực hiện giải ngân công 2023 sẽ hoàn thành khoảng 75% kế hoạch được giao, tương đương mức giải ngân gần 530 nghìn tỷ (+22% YoY).

Hình: Lượng TPCP đáo hạn trong giai đoạn 2023-2029 không quá lớn (đơn vị: nghìn tỷ đồng) ...



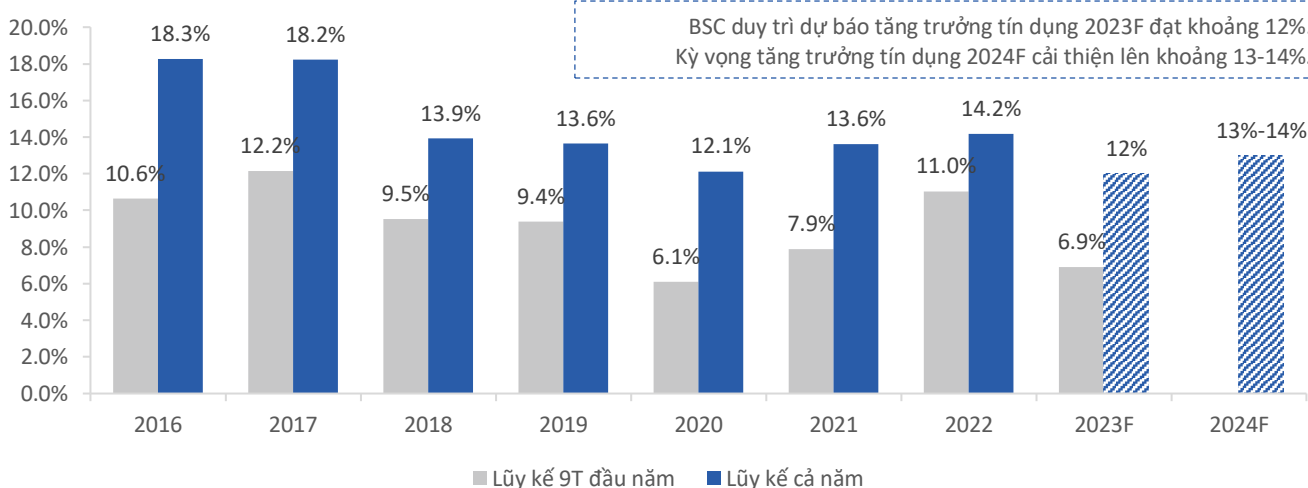
Hình: ... tạo dư địa để thúc đẩy mạnh mẽ hơn chính sách tài khóa trong các tháng cuối 2023 (đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VBMA, MoF, BSC Research

Nhìn lại lịch sử từ 2016 đến nay (sau khi ngành ngân hàng bắt đầu có các quy định cụ thể hơn về quản trị rủi ro như Thông tư 41 sửa đổi Thông tư 36 của NHNN), chúng tôi nhận thấy xu hướng tín dụng tăng trưởng yếu ở các tháng đầu năm thường được theo sau bởi sự bứt tốc mạnh mẽ ở cuối năm.

Hình: Lịch sử cho thấy tín dụng tăng trưởng yếu đầu năm thường được theo sau bởi sự bứt tốc mạnh mẽ trong cuối năm



Nguồn: NHNN, BSC Research

Với kỳ vọng triển vọng nền kinh tế dần trở nên khả quan hơn về cuối năm, BSC tiếp tục duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng cả năm 2023 đạt khoảng 12%, tương đương mức tăng trưởng 4.8% so với dư nợ tín dụng tại thời điểm cuối tháng 09/2023 hiện mới tăng trưởng khoảng 6.9% so với đầu năm. Nhìn về 2024, chúng tôi kỳ

**vọng tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế cải thiện lên khoảng 13-14%** với kỳ vọng (1) chính sách tiền tệ nới lỏng tiếp tục được duy trì, (2) quy mô giải ngân đầu tư công gia tăng nhờ chi phí vốn và áp lực đáo hạn nợ Chính phủ của Việt Nam đều tương đối thấp, và (3) thị trường BĐS dần ấm lên.

Các rủi ro chính ảnh hưởng đến dự báo của chúng tôi bao gồm: (1) rủi ro lạm phát gia tăng đến từ giá xăng dầu, giá dịch vụ công và (2) áp lực tỷ giá khiến dư địa để duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng bị hạn chế, (3) rủi ro nền kinh tế phục hồi chậm hơn kỳ vọng do sự suy yếu của các thị trường quốc tế và những bất ổn về mặt địa chính trị, (3) giải ngân đầu tư công chậm hơn dự kiến.

#### **Chất lượng tài sản dần cải thiện nhờ tăng cường trích lập và xử lý nợ.**

Theo số liệu từ NHNN, đến cuối tháng 07/2023, tỷ lệ nợ xấu nội bảng của toàn hệ thống ngân hàng đạt gần 3.6% so với chỉ 2.0% ở đầu năm. Dù vậy, chúng tôi quan sát được xu hướng giảm tốc của tỷ lệ nợ xấu trong Q3 so với Q2 ở các ngân hàng lớn, tương đối phù hợp kỳ vọng so với báo cáo cập nhật triển vọng ngành gần nhất. Chúng tôi cho rằng điều này đến từ việc các ngân hàng đẩy mạnh trích lập dự phòng trong Q3, từ đó gia tăng quy mô nợ xấu được xóa ra khỏi bảng cân đối. NHNN cho biết toàn hệ thống đã xử lý 128.8 nghìn tỷ nợ xấu trong 7T23, cao hơn 46.3% so với cùng kỳ 2022.

Bên cạnh đó, dư nợ tái cơ cấu theo Thông tư 02 tính đến cuối tháng 07/2023 hiện chỉ khoảng 96.0 nghìn tỷ (chỉ bằng 0.8% dư nợ tín dụng của toàn hệ thống), do đó chúng tôi cho rằng áp lực lên chất lượng tài sản và chi phí tín dụng của ngành ngân hàng từ các khoản nợ tái cơ cấu sẽ không quá đáng kể trong giai đoạn tới khi Thông tư 02 hết hiệu lực vào 30/06/2024. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng xu hướng cải thiện của chất lượng tài sản trong 4Q23 và duy trì sang 2024 khi sức khỏe của doanh nghiệp dần phục hồi.

#### **NIM dự kiến phục hồi chậm trong 2023 do lãi suất đầu ra chịu áp lực giảm dù chi phí vốn đã tạo đỉnh.**

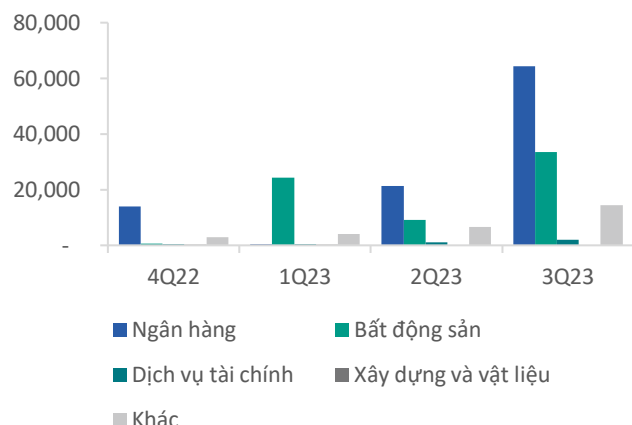
Với xu hướng giảm của lãi suất tiền gửi (đặc biệt là tiền gửi 12T của nhóm ngân hàng quốc doanh hiện có mức bình quân 5.3%, tương đương mức đáy giai đoạn dịch COVID-19), diễn biến chi phí huy động của các ngân hàng được dự báo tiếp tục giảm trong các tháng cuối năm 2023 được dự báo tiếp tục giảm. Chúng tôi cũng kỳ vọng tỷ lệ CASA toàn ngành giữ xu hướng phục hồi so với quý liền trước.

Dù vậy, chúng tôi cho rằng NIM toàn ngành khó có thể bật tăng mạnh mẽ ngay trong cuối 2023 khi (1) cầu tín dụng trong nền kinh tế còn khá yếu, từ đó (2) các ngân hàng chịu áp lực giảm lãi suất đầu ra để có thể kích thích tăng trưởng. Số liệu từ NHNN cho thấy lãi suất cho vay bình quân của các ngân hàng đã giảm khoảng 1.5-2.0 điểm % YTD so với thời điểm đầu năm, và đã hoàn thành mức giảm NHNN kỳ vọng cho cả năm.

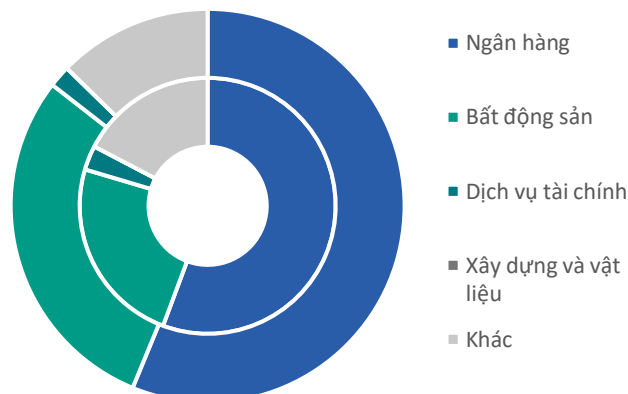
**Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy toàn ngành ngân hàng có xu hướng gia tăng phát hành giấy tờ có giá (thường là trái phiếu trung dài hạn) trong 9T23, từ đó kìm hãm tốc độ giảm của chi phí vốn.** Chúng tôi cho rằng đây là hành động của nhằm cải thiện tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn (NVNH CVTDH) khi mức trần quy định được điều chỉnh từ 34% xuống 30% từ 01/10/2023 theo Thông tư 08/2020 của NHNN. Theo số liệu từ NHNN đến cuối tháng 08/2023, tỷ lệ NVNH CVTDH của các ngân hàng quốc doanh ở mức 24.7% trong khi các ngân hàng tư nhân lên tới 39.1%. Do đó, BSC cho rằng các ngân hàng tư nhân đang chịu áp lực gia tăng nguồn vốn trung dài hạn để đáp ứng theo quy định mới, từ đó cũng khiến NIM phục hồi chậm.

Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy áp lực lên NIM của ngành ngân hàng trong 2H23 không còn lớn như trong 1H23, dù vậy chúng tôi kỳ vọng NIM toàn ngành sẽ có sự phục hồi rõ nét hơn trong 2024 khi nền lãi suất thấp vẫn được duy trì và nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi về tăng trưởng.

Hình: Giá trị trái phiếu phát hành (đơn vị: tỷ đồng) từ đầu năm đến nay tập trung phần lớn ở ngành ngân hàng ...



Hình: ... đặc biệt là trong 2Q23 và 3Q23 khi ngành ngân hàng chiếm tới 56% tổng giá trị phát hành



Vòng trong: 2Q23 – Vòng ngoài: 3Q23

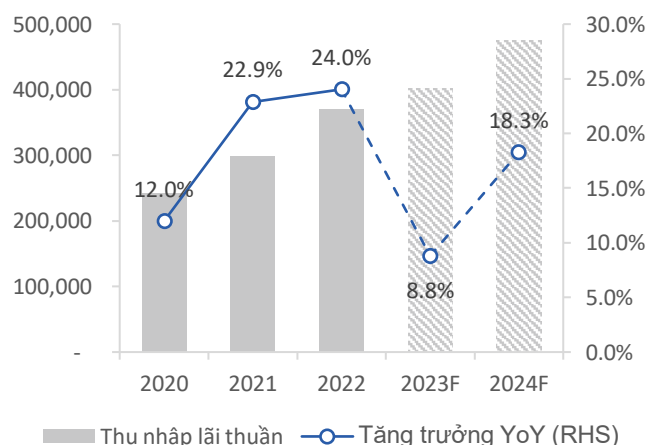
Nguồn: Fiinpro, BSC Research

**Lợi nhuận toàn ngành dự kiến khả quan hơn từ Q4/23 và sang 2024, được hỗ trợ bởi nền thấp cùng kỳ.**

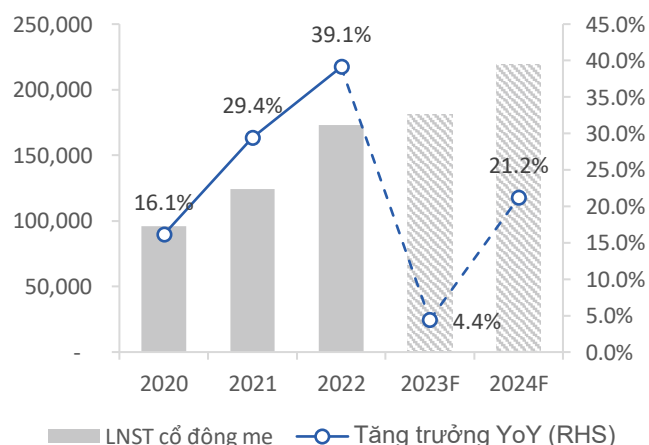
BSC ước tính LNTT 3Q23 của các ngân hàng theo dõi có xu hướng giảm nhẹ so với quý liền trước (-2.1% QoQ) nhưng tăng nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái (+2.3% YoY). Kết quả chưa cải thiện nhanh như chúng tôi kỳ vọng trước đó chủ yếu là do (1) tăng trưởng tín dụng còn thấp và NIM chưa cải thiện quá nhiều, (2) thu nhập ngoài lãi tiếp tục tăng trưởng yếu, và (3) hầu hết ngân hàng tăng cường bộ đệm dự phòng.

Nhìn về Q4/23, chúng tôi cho rằng thu nhập lãi thuần sẽ là động lực tăng trưởng chính với kỳ vọng NIM cải thiện và tín dụng tăng tốc theo tính chu kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng áp lực chi phí tín dụng sẽ chưa thể hạ nhiệt ngay trong ngắn hạn, làm kìm hãm tốc độ phục hồi của lợi nhuận trong 2023. Lưu ý rằng Q4/22 là mức nền thấp nhất của toàn ngành trong 2 năm trở lại đây, do đó chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng trong Q4/23 so với nền thấp cùng kỳ sẽ giúp cải thiện tâm lý thị trường. Nhìn về 2024, chúng tôi kỳ vọng ngành ngân hàng chứng kiến lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ khi môi trường kinh doanh trở lên thuận lợi hơn. **Trong danh sách chúng tôi theo dõi, BSC dự báo LNST các ngân hàng chỉ tăng trưởng ~4% YoY trong 2023 nhưng sẽ tăng trưởng ~21% YoY trong 2024.**

Hình: Dự báo thu nhập lãi thuần 2024F tăng trưởng mạnh ...



Hình: ... tạo động lực LNST 2024F phục hồi (đơn vị: tỷ đồng)



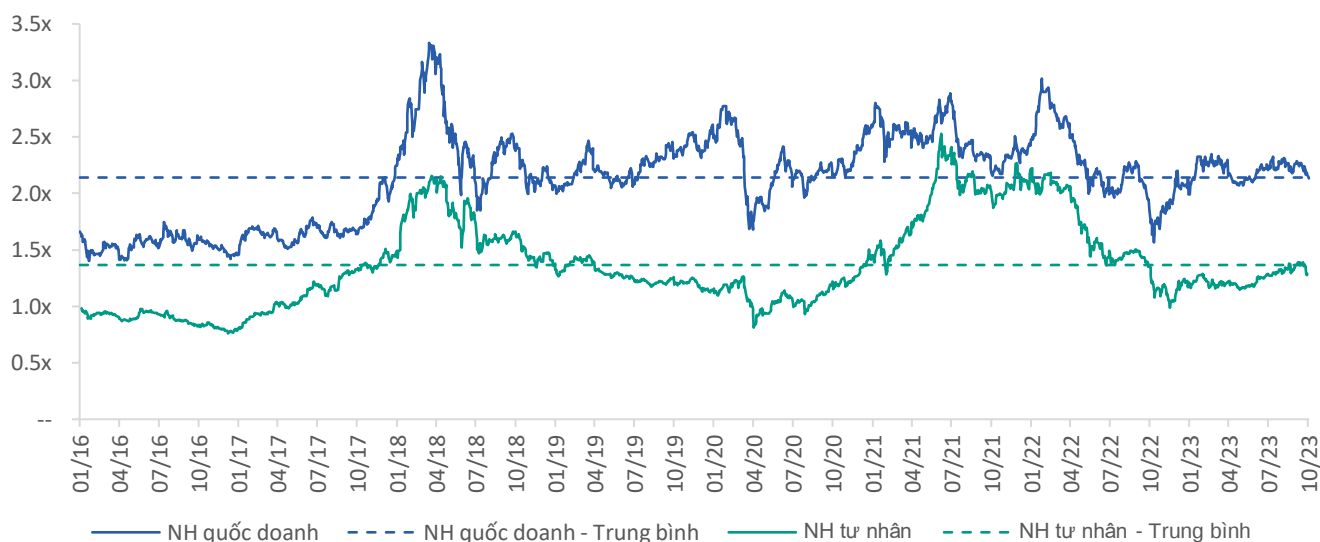
Nguồn: BSC Research (dựa trên các ngân hàng chúng tôi theo dõi)

### Định giá vẫn ở mức hợp lý để tích lũy cho chu kỳ tăng trưởng tiếp theo.

Cổ phiếu ngành ngân hàng trong danh sách theo dõi của chúng tôi đã có mức tăng giá bình quân khoảng 18% tính đến 20/10/2023 (trong đó nhóm quốc doanh có mức tăng giá bình quân 8% so với mức 20% của nhóm tư nhân). Đây vẫn chưa phải là mức hồi phục đáng kể so với 2022 khi những lo ngại về tăng trưởng tín dụng và chất lượng tài sản vẫn còn hiện hữu. Định giá của ngành hiện đang duy trì quanh mức trung bình kể từ 2016 đến nay, trong đó P/B bình quân = 1.3x với nhóm tư nhân và 2.1x với nhóm quốc doanh. Chúng tôi cho rằng đây vẫn là mức phù hợp để tích lũy với triển vọng lợi nhuận tạo đáy sau 2023 và phục hồi từ 2024.

Do đó, BSC tạm thời hạ khuyến nghị xuống **TRUNG LẬP** với cổ phiếu ngành ngân hàng xét triển vọng trong phần còn lại của 2023, và đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** khi nhìn về triển vọng 2024 dựa trên các luận điểm chính: **(1)** tăng cường trích lập và xử lý nợ xấu trong 2023 giảm bớt áp lực chi phí tín dụng trong 2024 cũng như mở ra khả năng ghi nhận lợi nhuận từ thu hồi nợ, **(2)** môi trường lãi suất thấp được kỳ vọng duy trì sang 2024 tạo dư địa để NIM phục hồi, nhờ đó giúp **(3)** tăng trưởng lợi nhuận 2024 trở nên khả quan hơn, trong khi **(4)** định giá của ngành vẫn đang ở mức phù hợp để tích lũy. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng sự tăng trưởng của KQKD trong 4Q23 so với cùng kỳ của ngành ngân hàng sẽ cải thiện tâm lý thị trường.

Hình: Định giá các ngân hàng hiện vẫn phù hợp để tích lũy



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

## NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN THƯƠNG MẠI [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Lâm Việt

Email: vietl@bsc.com.vn

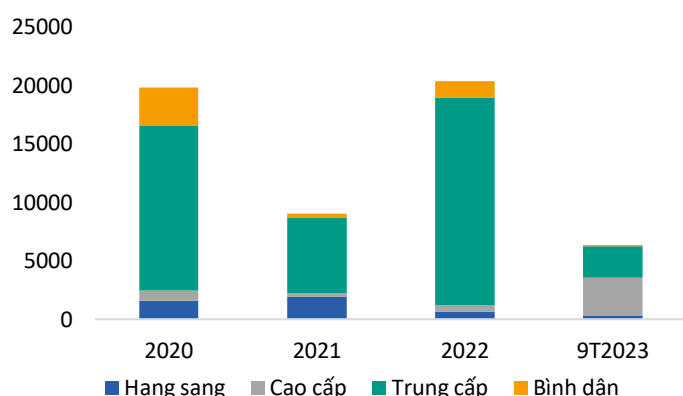
- Nguồn cung mới vẫn hạn chế, tập trung vào các sản phẩm cao tầng, phân khúc trung cấp tại các khu vực nội thành kết hợp với các chương trình kích cầu được hầu hết các chủ đầu tư áp dụng. Qua đó, khả năng hấp thụ tiếp tục duy trì xu hướng cải thiện từ 2Q2023.
- Giá trị TPDN đáo hạn tập trung vào T12/2023 - T3/2024, tuy nhiên áp lực thanh khoản không còn quá “bi quan” như giai đoạn đầu năm 2023 nhờ Nghị định 08/NĐ-CP.
- Tuy nhiên, Nghị định 08/NĐ-CP và Thông tư 02/2023/TT-NHNN chỉ là các giải pháp tạm thời. Chìa khóa vượt qua thách thức phải đến từ (1) nền tảng kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp và (2) sự hỗ trợ của Chính phủ trong việc kịp thời hoàn thiện hành lang pháp lý, tạo môi trường lành mạnh minh bạch và phát triển bền vững cho lĩnh vực Bất động sản.
- Kỳ vọng “đảo chiều” rõ ràng hơn trong 2024 khi hành lang pháp lý được hoàn thiện bởi Luật Nhà ở (sửa đổi) và Luật Đất đai (sửa đổi).
- Nguồn vốn dần được khơi thông nhờ (1) môi trường lãi suất hấp dẫn, cùng với pháp lý dự án được thông suốt giúp (2) công tác triển khai, bán hàng phục hồi và (3) kênh huy động vốn bằng trái phiếu có tín hiệu “tái khởi động”
- BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Bất động sản thương mại trong năm 2024 khi hai nút thắt lớn nhất được tháo gỡ (1) pháp lý dự án và (2) nguồn vốn.

**Nguồn cung mới vẫn hạn chế nhưng khả năng hấp thụ tiếp tục duy trì xu hướng cải thiện nhờ vào (1) sản phẩm mới tập trung phân khúc cao tầng tại các khu vực nội thành và (2) các chương trình kích cầu được đẩy mạnh áp dụng.**

Theo Cushman & Wakefield, thị trường TP HCM ghi nhận nguồn cung mới đạt 3,790 sản phẩm căn hộ (+291% QoQ, -24% YoY), điểm sáng là sự trở lại của phân khúc trung cấp chiếm đến 84% tổng nguồn cung chủ yếu đến từ The Glory Height, Akari... tỷ lệ hấp thụ đạt 42% với giá bán duy trì ổn định. Đối với thị trường nhà liền thổ, không ghi nhận nguồn cung mới được chào bán ra thị trường tuy nhiên giá bán sơ cấp trung bình vẫn duy trì xu hướng tăng (+8% QoQ, +19% YoY) do (1) quỹ đất hạn chế, (2) sản phẩm hiện có tập trung phân khúc cao cấp.

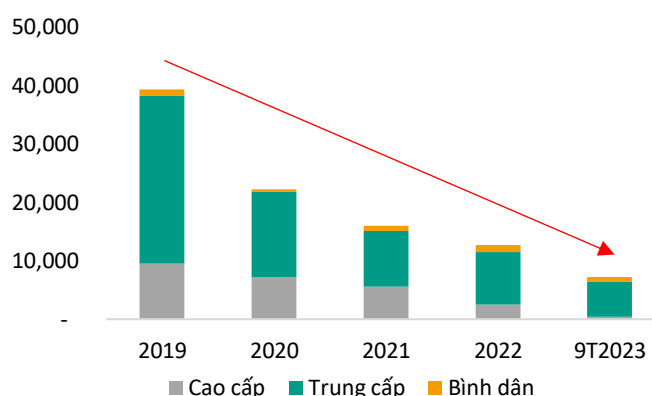
Tại thị trường Hà Nội, theo Savills, nguồn cung mới đạt 1,891 sản phẩm căn hộ (-47% QoQ, -65% YoY), trong đó phân khúc trung cấp chiếm đến 92% tổng nguồn cung nhưng sức hấp thụ vẫn yếu (-16% QoQ, -42% YoY) và giá bán trung bình đạt 54 triệu VND/m<sup>2</sup> (+2% QoQ, +13% YoY). Tương tự với thị trường TP HCM, Hà Nội không có nguồn cung nhà liền thổ mới trong 3Q2023.

Hình: Nguồn cung căn hộ tại TP HCM



Nguồn: Cushman & Wakefield

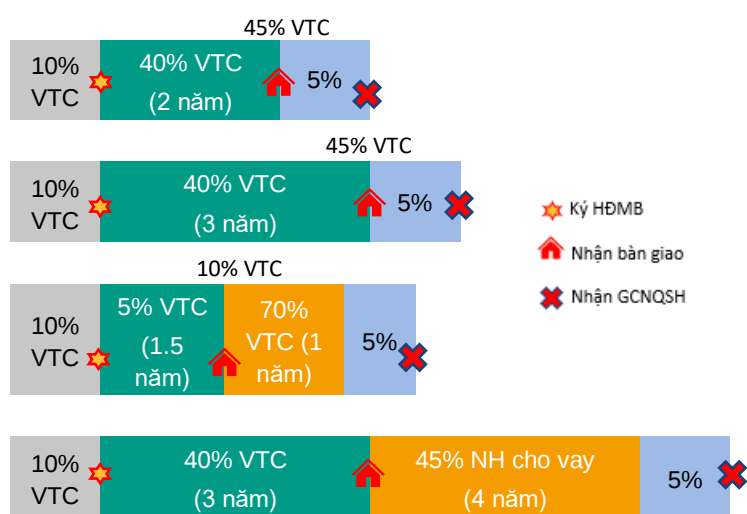
Hình: Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội



Nguồn: Savills

Từ giữa 3Q2023, nhiều chủ đầu tư nỗ lực ra hàng, cạnh tranh khốc liệt về chính sách và cách thức bán như thời gian thanh toán được kéo dài, giãn tiến độ, chính sách hỗ trợ lãi suất dài nhất đến 8 năm (5 năm sau ngày bàn giao), thời gian ân hạn nợ gốc dài nhất lên đến 4 năm. **Chúng tôi cho rằng xu hướng áp dụng các chương trình bán hàng ưu đãi và các sản phẩm mở bán đáp ứng nhu cầu ở thực sẽ tiếp tục duy trì trong thời gian tới** trong bối cảnh tâm lý người mua nhà vẫn còn dè dặt. Nguồn cung mới ra thị trường sẽ dần được “cởi trói” nhờ (1) nhu cầu phục hồi, (2) môi trường pháp lý rõ ràng hơn, đặc biệt là tại khu vực TP HCM nhờ Nghị quyết 98/2023/QH15.

Hình: Chính sách thanh toán “kích cầu” có thể ảnh hưởng đến biên LN trong ngắn hạn nhưng đảm bảo được khả năng hấp thụ và dòng tiền



Nguồn: Chính sách bán hàng tại Glory Heights và Vinhomes Sky Park

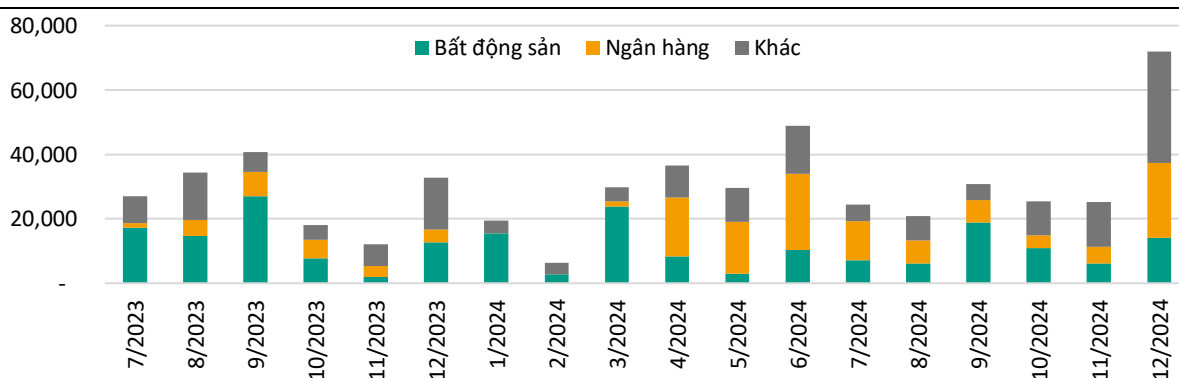
Hình: Ưu đãi lãi suất cho vay mua nhà ở thương mại tại các ngân hàng dao động từ 7.2-11.8%/năm, hết thời gian ưu đãi, lãi suất rơi vào khoảng 10.5-15.5%/năm.

| Ngân hàng   | LS ưu đãi | % Tỷ lệ cho vay tối đa | Kỳ hạn tối đa | Biên độ |
|-------------|-----------|------------------------|---------------|---------|
| BIDV        | 7.8%      | 100                    | 30 năm        | 4.5%    |
| Agribank    | 8.0%      | 100                    | 5 năm         | 3.0%    |
| Vietinbank  | 8.2%      | 80                     | 20 năm        | 3.5%    |
| Vietcombank | 8.2%      | 70                     | 20 năm        | 3.5%    |
| Sacombank   | 8.0%      | 100                    | 30 năm        | 3.5%    |
| OCB         | 9.5%      | 100                    | 30 năm        | 4.4%    |
| SHB         | 7.5%      | 75                     | 25 năm        | N/A     |
| HDBank      | 8.2%      | 85                     | 25 năm        | 4.5%    |
| Techcombank | 10.5%     | 70                     | 35 năm        | 3.0%    |
| MSB         | 9.0%      | 90                     | 35 năm        | 3.5%    |
| PVComBank   | 9.0%      | 85                     | 20 năm        | 4.3%    |
| TPBank      | 8.5%      | 100                    | 30 năm        | 2.5%    |
| VPBank      | 11.8%     | 75                     | 25 năm        | 3.0%    |

Nguồn: batdongsan.com.vn

**Giá trị TPDN ngành đảo hạn tập trung vào T12/2023-T3/2024, tuy nhiên áp lực thanh khoản không còn quá “bi quan” như giai đoạn đầu năm 2023 nhờ Nghị định 08/NĐ-CP.** Thống kê từ Fiinrating và HNX, tổng giá trị TPDN riêng lẻ ngành BĐS đảo hạn trong phần còn lại của năm 2023 ở mức 22.2 nghìn tỷ đồng (chiếm hơn 1/3 tổng dư nợ trái phiếu đảo hạn toàn thị trường), điểm rơi đảo hạn tập trung vào T12/2023-T3/2024. Hoạt động đàm phán giãn/hoãn thanh toán giữa các tổ chức phát hành và trái chủ vẫn diễn ra sôi động trong 3Q2023. Tính đến 03/10, đã có hơn 50 tổ chức đạt thỏa thuận gia hạn kỳ hạn trái phiếu (95,200 tỷ VND), 69 doanh nghiệp chậm nghĩa vụ thanh toán (176,100 tỷ VND).

Hình: Áp lực đảo hạn trái phiếu trong phần còn lại của 2023 và 2024, trong đó, điểm rơi đảo hạn TPDN của ngành BĐS là T12/2023 – T3/2024 (\*)

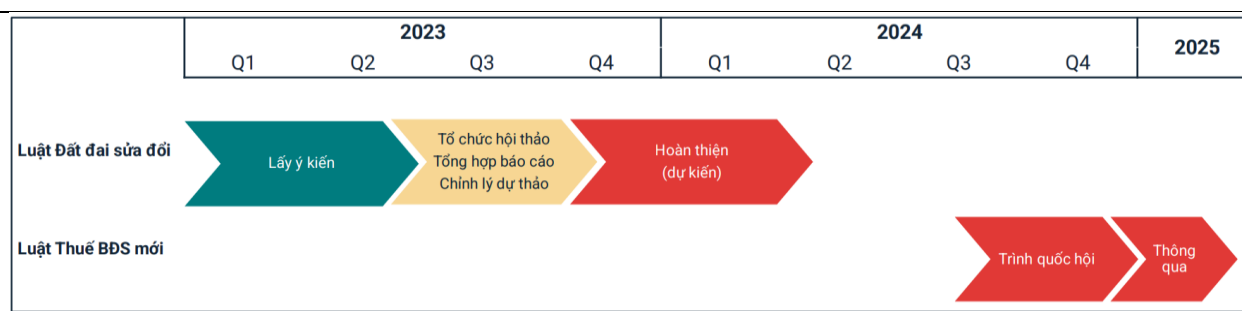


(\*) Dữ liệu cập nhật đến ngày 30/09/2023, Chưa bao gồm giá trị trái phiếu được giãn, hoãn, chậm thanh toán

Nguồn: HNX, Fiinrating, BSC Research

**Tuy nhiên, Nghị định 08/NĐ-CP và Thông tư 02/2023/TT-NHNN chỉ là các giải pháp tình thế.** Chính sách trên tạm thời tháo gỡ khó khăn về áp lực đáo hạn nợ vay lớn giai đoạn 2023-2024 nhưng sẽ trở lại vào năm 2025-2026 sau 24 tháng tối đa cho phép giãn nợ. Do đó, doanh nghiệp phải dựa vào năng lực triển khai, bán hàng để tự giải tỏa áp lực đáo hạn. Cần lưu ý rằng, doanh nghiệp cần khoảng 1 năm để hoàn thiện pháp lý dự án kể từ khi môi trường pháp lý được thông suốt, thủ tục rõ ràng. **Nhìn vào nỗ lực của Chính phủ trong thời gian vừa qua, chúng tôi tin rằng hành lang pháp lý sẽ sớm được hoàn thiện trong 1H2024 và có thể sẽ có thêm những chính sách, thông tư hướng dẫn trong thời gian tới.**

Hình: Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật kinh doanh BĐS dự kiến điều chỉnh & hoàn thiện trong thời gian tới



Nguồn: Batdongsan.com, BSC Research

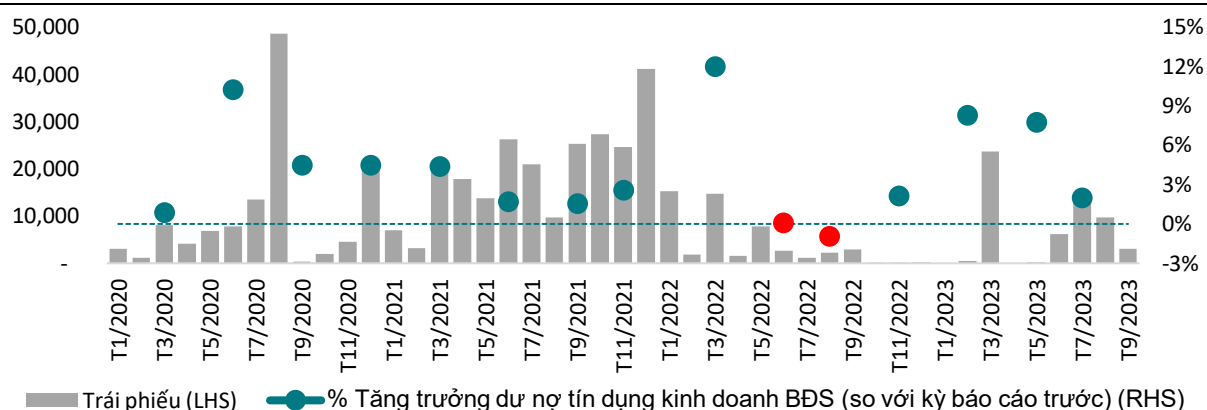
Ngày 13/10/2023, Thủ tướng vừa ký Công điện số 965/CT-TTg tháo gỡ vướng mắc trong việc thực hiện quản lý, sử dụng đất, giao đất và **đặc biệt là công tác định giá đất**. Theo đó, Thủ tướng yêu cầu:

- Bộ Tài nguyên và Môi trường khẩn trình Chính phủ xem xét ban hành Nghị định sửa đổi, bổ sung Nghị định số 44/2014/NĐ-CP **liên quan đến xác định giá đất** trước ngày 25/10/2023 và hướng dẫn các địa phương triển khai công tác.
- UBND các tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương tập **trung chỉ đạo công tác định giá đất, quyết định giá đất** theo chỉ đạo của Chính phủ tại Nghị quyết số 73/NQ-CP.
- Các Bộ ban ngành liên quan phối hợp chặt chẽ **kịp thời hướng dẫn các địa phương tháo gỡ khó khăn, vướng mắc liên quan đến công tác quản lý, sử dụng đất đai, định giá đất, cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu nhà ở và tài sản gắn liền với đất.**

**Chúng tôi tin rằng đây ra là một tín hiệu lạc quan cho nguồn cung bất động sản vì theo Bộ Xây dựng, vướng mắc tại các dự án bất động sản có hơn 50% đến từ bất cập trong việc xác định giá đất theo phương pháp giá thị trường.** Đến thời điểm hiện tại, phương pháp thẳng dư trong công tác xác định giá đất đang được ưu tiên và khắc phục những hạn chế, đảm bảo hài hòa giữa Nhà nước - nguồn thu ngân sách và doanh nghiệp – thủ tục rõ ràng, minh bạch. Biên lợi nhuận chung của ngành có xu hướng co lại trong thời gian tới, phần nào giúp thị trường ổn định, tránh nóng sốt.

Sau khi khung pháp lý được hoàn thiện, chúng tôi cho rằng nguồn vốn triển khai dự án sẽ là yếu tố sống còn với các doanh nghiệp. Nguồn vốn dần được khơi thông nhờ (1) môi trường lãi suất hấp dẫn, cùng với pháp lý dự án được thông suốt giúp (2) công tác triển khai, bán hàng phục hồi và (3) kênh huy động vốn bằng trái phiếu có tín hiệu “tái khởi động”

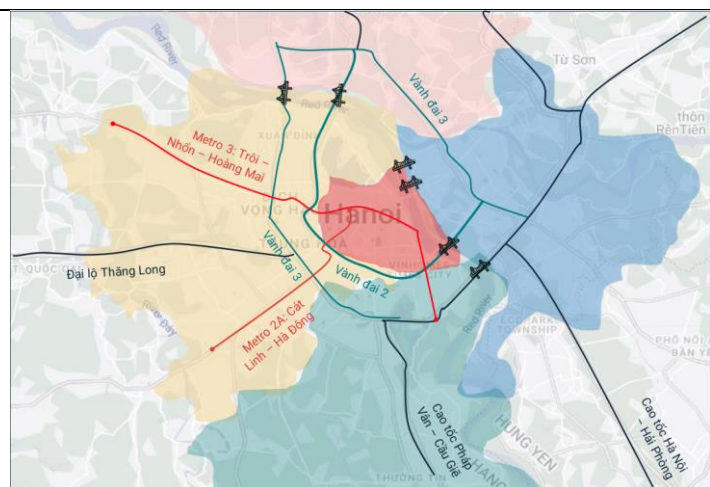
Hình: Huy động vốn qua kênh trái phiếu doanh nghiệp và tín dụng ngành BĐS có tín hiệu “tái khởi động”



Nguồn: HNX, VBMA, BSC Research

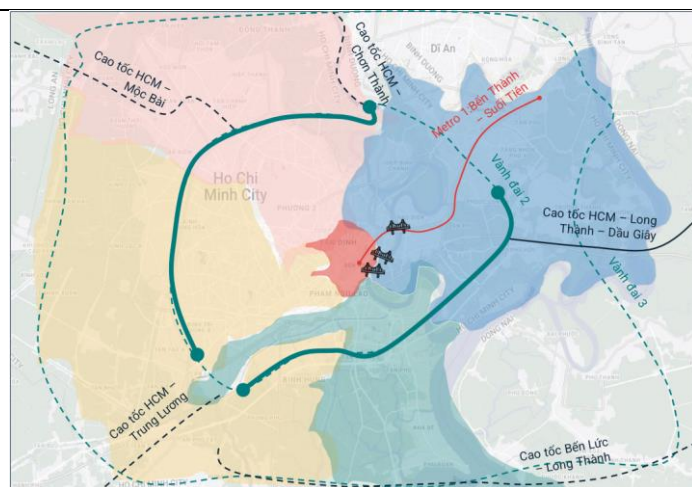
**Hạ tầng kết nối tiếp tục được chú trọng.** Trong 9T2023, Bộ GTVT đã giải ngân khoảng 58,000 tỷ VND (gấp 2.15 lần svck 2022 và đạt 61% kế hoạch năm). Như đã đề cập trong [Báo cáo triển vọng ngành đầu năm 2023](#), chúng tôi kỳ vọng giao thông kết nối được phát triển đồng bộ sẽ dần kéo nhu cầu thực từ 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.

Hình: Hạ tầng giao thông sẽ hỗ trợ cho xu hướng giãn dân khu vực đô thị, qua đó thu hẹp độ lệch pha cung – cầu tại Hà Nội



Nguồn: Batdongsan.com.vn

Hình: Hạ tầng giao thông sẽ hỗ trợ cho xu hướng giãn dân khu vực đô thị, qua đó thu hẹp độ lệch pha cung – cầu tại TP HCM



Nguồn: Batdongsan.com.vn

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 nguồn cung mở bán mới sẽ bắt đầu tăng tốc từ giai đoạn cuối năm 2023 – đầu 2024 khi (1) môi trường pháp lý rõ ràng, (2) thu hẹp độ lệch pha “cung – cầu” nhờ vào đầu tư công và quá trình tái cấu trúc toàn diện của các DN cũng như là (3) tâm lý của người mua nhà tích cực hơn.**

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với ngành BĐS trong 4Q2023-2024 khi ngành đã qua giai đoạn khó khăn nhất dù nguồn cung chưa thể “cởi trói” ngay vì tồn tại “độ trễ” chính sách nhất định. 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: kỳ vọng 4Q2023 và 1H2024 sẽ là giai đoạn thực thi chính sách sau hàng loạt luật sửa đổi, thông tư, nghị định được ban hành, (2) nguồn vốn tín dụng, trái phiếu, 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 03/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|-------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------|--------|--------|----------|----------|---------------------|--------------|------------|
| IJC   | 1,941             | -1%   | 491                | -4%   | 1,477    | 8.6    | 0.5    | 7%       | 7%       | 12,650              | 21,700       | 72%        |
| DXG   | 4,524             | -18%  | 133                | -38%  | 217      | 83.2   | 0.8    | 1%       | 1%       | 18,050              | 22,700       | 26%        |
| NLG   | 4,965             | 14%   | 660                | 19%   | 1,699    | 18.8   | 1.3    | 3%       | 3%       | 32,000              | 46,100       | 44%        |
| KDH   | 2,421             | -17%  | 846                | -23%  | 978      | 29.9   | 1.7    | 3%       | 3%       | 29,200              | 40,700       | 39%        |
| VRE   | 8,972             | 22%   | 3,886              | 40%   | 1,506    | 16.2   | 1.5    | 8%       | 8%       | 24,400              | 36,200       | 48%        |
| VHM   | 110,466           | 77%   | 33,445             | 16%   | 7,678    | 5.3    | 1.0    | 8%       | 8%       | 40,500              | 79,900       | 97%        |

Nguồn: BSC Research

## 7.2. Nhóm ngành hưởng lợi từ đầu tư công

### NGÀNH THÉP [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Phạm Quang Minh

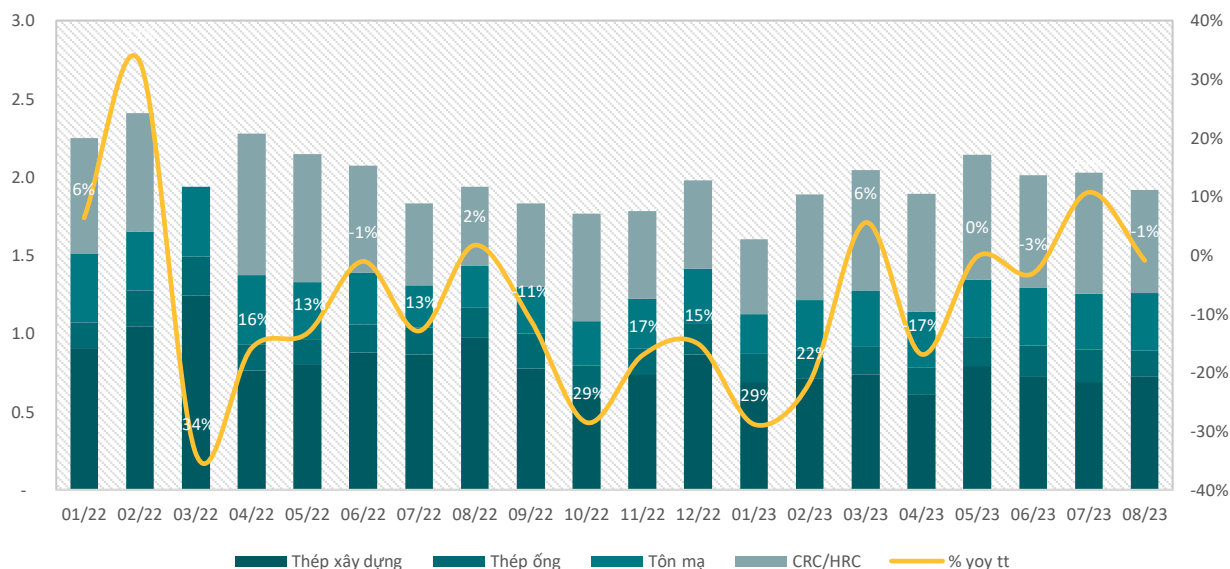
Email: minhqp@bsc.com.vn

- **Trong Quý 3.2023, tổng sản lượng tiêu thụ thép ước đạt 6 triệu tấn (+6% YoY, +0% QoQ).** Sang Quý 4, BSC cho rằng (1) sản lượng xuất khẩu đã đạt đỉnh và giảm dần trong Quý 4, (2) Sản lượng nội địa vẫn kém khả quan.
- **Giá thép vẫn trong xu hướng giảm kể từ Tháng 4 do (1) sức mua nội địa yếu, (2) chịu sự cạnh tranh từ thép Trung Quốc.** Sang Quý 4.2023, BSC cho rằng giá thép nội địa vẫn sẽ chịu áp lực giảm nhẹ do (1) cầu nội địa vẫn yếu, trong khi (2) kênh xuất khẩu yếu dần về cuối năm, (3) thép Việt Nam vẫn chịu sự cạnh tranh từ Trung Quốc.
- **Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp thép tiếp tục cải thiện trong Quý 3.2023 do giá nguyên vật liệu đầu vào thấp.**
- **Rủi ro:** (1) Cạnh tranh lớn với thép Trung Quốc, (2) các quốc gia áp dụng chính sách chống bán phá giá.

**Trong Quý 3.2023, tổng sản lượng tiêu thụ thép ước đạt 6 triệu tấn (+6% YoY, +0% QoQ).** So với cùng kỳ, sản lượng thép + 6% yoy do (1) mức nền thấp của năm 2022, (2) xuất khẩu thép phục hồi + 73% yoy. Sang Quý 4, BSC cho rằng:

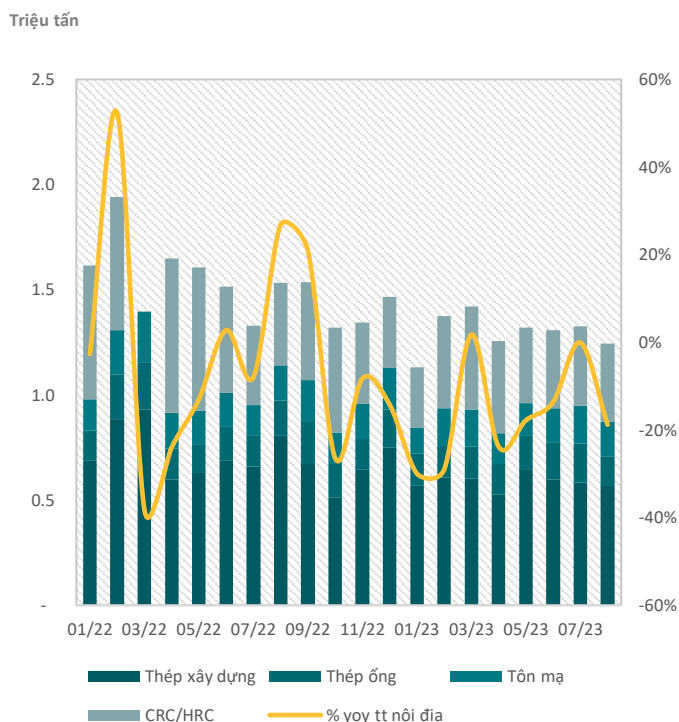
- **Sản lượng xuất khẩu đã đạt đỉnh trong Tháng 7 – Tháng 8 và sẽ giảm dần trong Quý 4.2023.** Như đã đề cập tại [Báo cáo trước đó](#), BSC cho rằng tình hình thiếu thép tại EU, Mỹ mang tính mùa vụ. Với việc nhu cầu tiêu thụ vẫn yếu, thì xu hướng nhập hàng trở lại từ EU, Mỹ sẽ giảm dần về cuối năm.
- **Sản lượng nội địa vẫn yếu.** Tại Tháng 9, vẫn chưa có tín hiệu hồi phục của ngành thép. Điều này thể hiện qua việc (1) Các nhà máy vẫn buộc phải đẩy kênh xuất khẩu thép, để bù đắp cho nội địa, (2) Doanh nghiệp thép rất hạn chế khả năng tăng giá thép, mặc dù chi phí sản xuất đã tăng. Do đó, BSC cho rằng nhu cầu nội địa vẫn yếu trong Quý 4.

Hình: Sản lượng tiêu thụ thép +6% YoY trong Quý 3.2023 do xuất khẩu hồi phục và mức nền thấp cùng kỳ

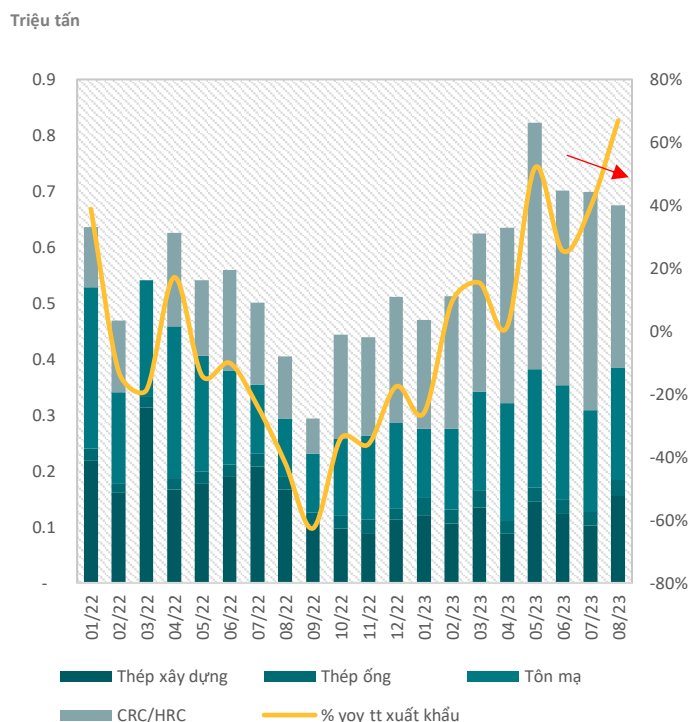


Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Sản lượng tiêu thụ nội địa thép



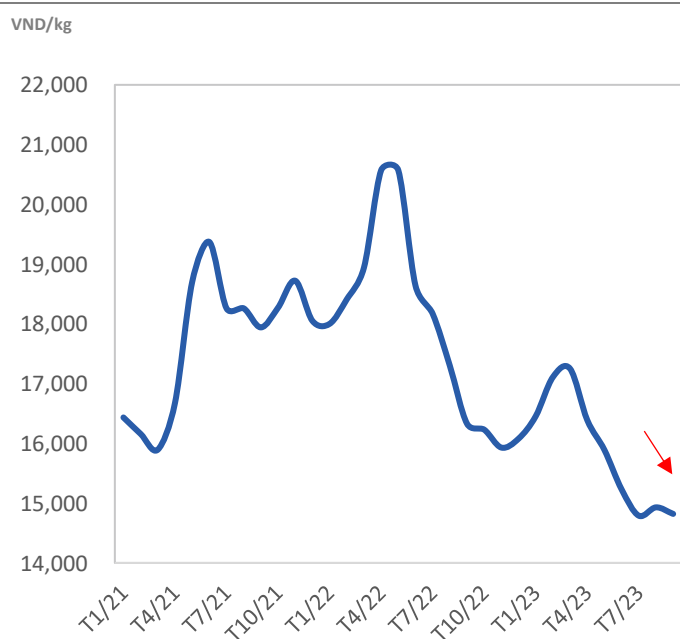
Hình: Sản lượng xuất khẩu thép



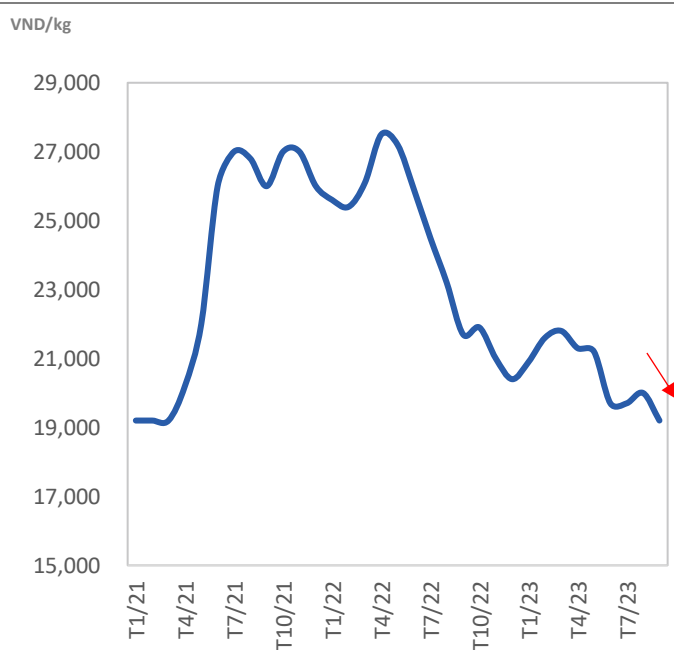
Nguồn: BSC Research tổng hợp

**Giá thép vẫn trong xu hướng giảm kể từ Tháng 4 do (1) sức mua nội địa yếu, (2) chịu sự cạnh tranh từ thép Trung Quốc.** Sang Quý 4.2023, BSC cho rằng giá thép thế giới đi ngang do giá thép đã về vùng cân bằng cung – cầu. Trong khi đó, giá thép nội địa vẫn sẽ chịu áp lực giảm nhẹ do (1) cầu nội địa vẫn yếu, trong khi (2) kênh xuất khẩu yếu dần về cuối năm, (3) thép Việt Nam vẫn chịu sự cạnh tranh từ Trung Quốc.

Hình: Giá thép xây dựng -6% QoQ/ -14% yoy trong Quý 3.2023



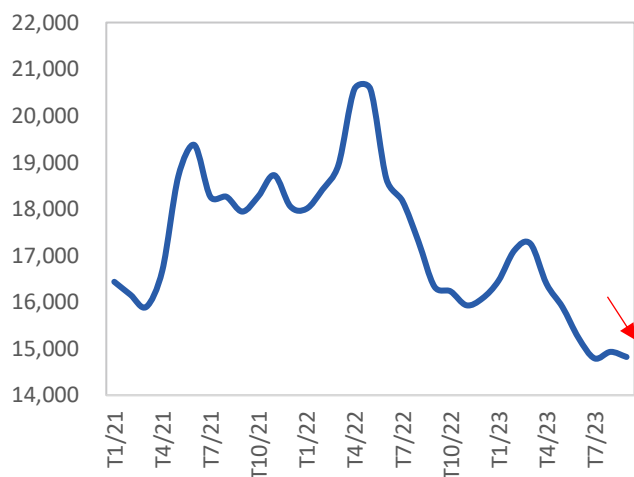
Hình: Giá thép ống -5% QoQ/-15% yoy trong Quý 3.2023



Nguồn: BSC Research tổng hợp

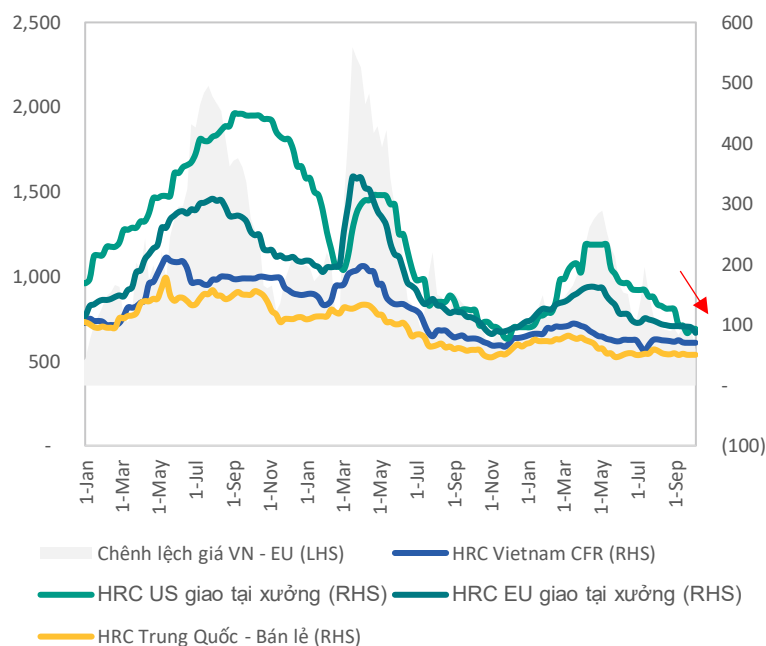
Hình: Giá thép tôn mạ -6% QoQ/ -13% YoY trong Quý 3.2023

VND/kg



Hình: Giá HRC – 8% QoQ/-12% YoY trong Quý 3.2023

USD/tấn



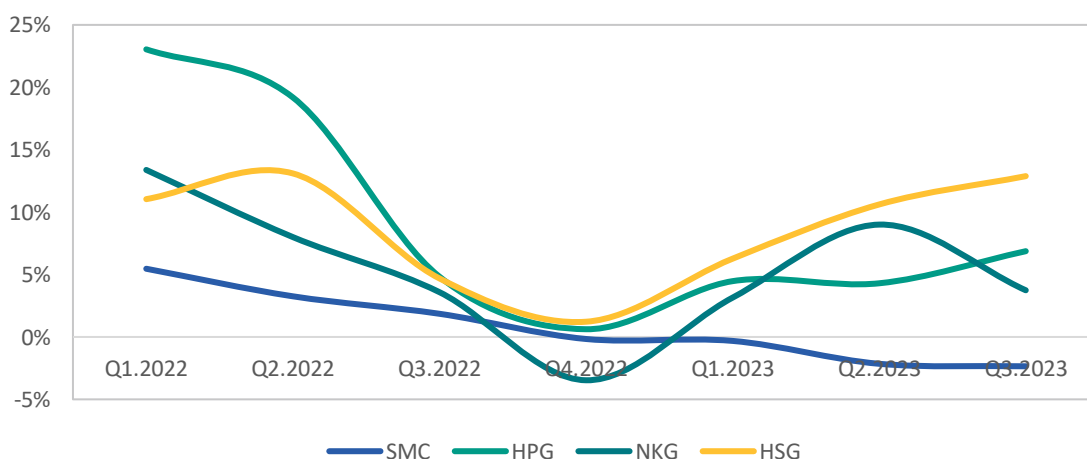
Nguồn: BSC Research tổng hợp

**Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp thép phân hóa trong Quý 3.2023.** Biên lợi nhuận gộp của HSG và HPG tăng 2.3-2.5 điểm % so với quý trước do giá nguyên vật liệu đầu vào đã giảm mạnh vào cuối Quý 2 – là cơ sở để các doanh nghiệp thép có giá vốn tốt hơn, trong khi sản lượng xuất khẩu vẫn ở mức cao. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của NKG đã giảm 5 điểm % chủ yếu do giá xuất khẩu giảm.

Sang Quý 4, BSC cho rằng biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp thép sẽ giảm do chi phí đầu vào cao, trong khi sản lượng tiêu thụ nội địa chưa cải thiện.

Hình: Biên lợi nhuận gộp nhóm thép tiếp tục cải thiện trong Quý 3

%

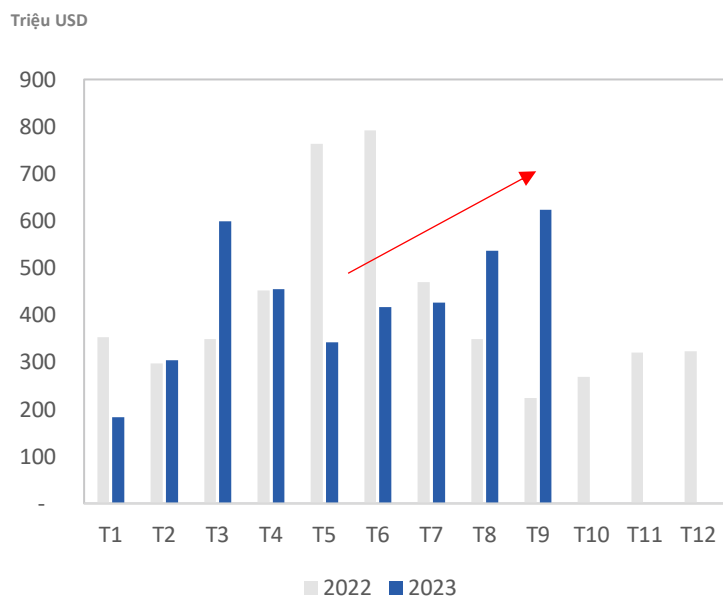


Nguồn: BSC Research tổng hợp

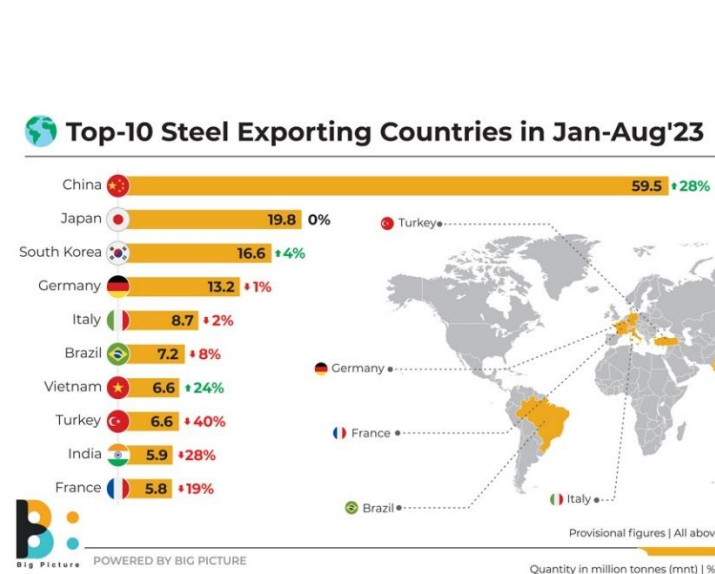
**Rủi ro:** Trong Quý 4 – Quý 1.2024, BSC cho rằng ngành thép sẽ phải chịu 2 rủi ro chính:

- **Rủi ro cạnh tranh cao với thép Trung Quốc.** Trong Quý 3, Việt Nam đã tăng +52% yoy nhập khẩu thép Trung Quốc do có giá rẻ hơn. Trong trường hợp nền kinh tế Trung Quốc phục hồi chậm, các nhà máy thép Trung Quốc vẫn sẽ có xu hướng đẩy xuất khẩu thép sang các thị trường lân cận, trong đó có Việt Nam.
- **Rủi ro bị áp thuế chống bán phá giá.** Trong 8T.2023, sản lượng thép Trung Quốc và Việt Nam +24% = 28% - thuộc nhóm các quốc gia xuất khẩu thép lớn nhất thế giới. Hiện tại, BSC nhận thấy một số quốc gia như Ấn Độ, Malaysia . . . đã đưa ra biện pháp phòng vệ đối với thép nội địa của họ. Do đó, có rủi ro tương tự đối với thép Việt Nam trong thời gian tới.

Hình: Giá trị nhập khẩu thép từ Trung Quốc vào Việt Nam + 52% yoy trong Quý 3.2023



Hình: Xuất khẩu thép Việt Nam và Trung Quốc + 24%- 28% yoy trong 8T.2023



Nguồn: BSC Research tổng hợp

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

So với [Báo cáo trước đó](#), BSC giữ quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Thép trong Quý 4.2023 do nhu cầu tiêu thụ nội địa chưa hồi phục.

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 3/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|-------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------|--------|--------|----------|----------|--------------------|--------------|------------|
| HPG   | 111,115           | -21%  | 5,626              | -34%  | 968      | 25.9   | 1.4    | 3%       | 6%       | 25,100             | 26,000       | 4%         |
| NKG   | 17,740            | -23%  | 116                | -193% | 442      | 43.6   | 0.9    | 1%       | 2%       | 19,250             | 22,500       | 17%        |
| HSG   | 31,651            | -36%  | 23                 | -91%  | 38       | 521.5  | 1.1    | 0%       | 0%       | 19,450             | 25,000       | 29%        |

Nguồn: BSC Research

## NGÀNH XI MĂNG [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Phạm Quang Minh

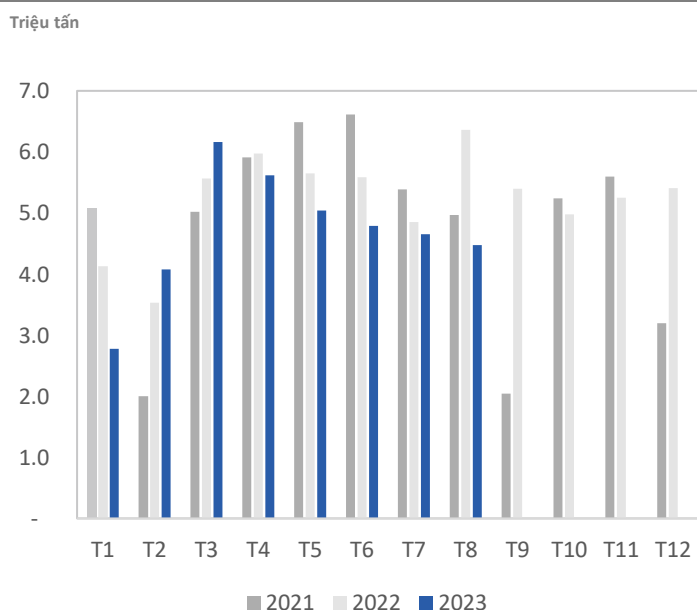
Email: minhphq@bsc.com.vn

- **Trong 8T.2023, sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa ước đạt 37 triệu tấn (-10% yoy)** do nhu cầu tiêu thụ vật liệu xây dựng nói chung vẫn yếu. BSC cho rằng nhu cầu tiêu thụ xi măng nội địa vẫn sẽ kém khả quan trong Quý 4. Trong năm 2023, BSC dự báo sản lượng xi măng nội địa đạt 56 – 57 triệu tấn (-10% yoy).
- **Trong 8T.2023, sản lượng xuất khẩu xi măng ước đạt 23.5 triệu tấn (-3% yoy)** do nhu cầu nhập khẩu từ Trung Quốc vẫn yếu. Tại Tháng 10, BSC chưa thấy các tín hiệu phục hồi về thị trường Trung Quốc. Do đó, BSC cho rằng sản lượng xuất khẩu vẫn kém khả quan trong Quý 4.
- **Biên lợi nhuận gộp giảm trong Quý 3.2023 do sản lượng kém.** Sang Quý 4, BSC cho rằng biên lợi nhuận gộp chịu áp lực giảm do chi phí than cao, trong khi sản lượng vẫn yếu

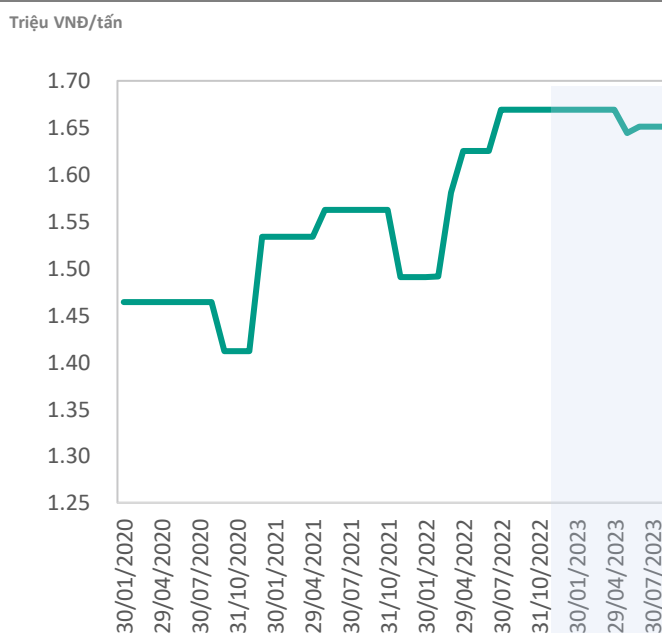
### NỘI ĐỊA – TIÊU THỤ KÉM KHẢ QUAN

**Trong 8T.2023, sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa ước đạt 37 triệu tấn (-10% yoy)** do nhu cầu tiêu thụ vật liệu xây dựng nói chung vẫn yếu. Tính riêng Quý 3, sản lượng giảm -10-12% QoQ do yếu tố mùa vụ. Như đã phân tích ở trên, ngành Vật liệu xây dựng vẫn chưa có tín hiệu hồi phục. Bằng chứng là việc các doanh nghiệp xi măng như HT1 không có khả năng tăng giá để bù đắp cho chi phí điện. Do vậy, BSC cho rằng nhu cầu tiêu thụ xi măng nội địa vẫn sẽ kém khả quan trong Quý 4. Trong năm 2023, BSC dự báo sản lượng xi măng nội địa đạt 56 – 57 triệu tấn (-10% yoy).

Hình: Sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa – 10% yoy trong 8T.2023



Hình: Giá xi măng + 0% ytd (1.7 triệu VNĐ/tấn)

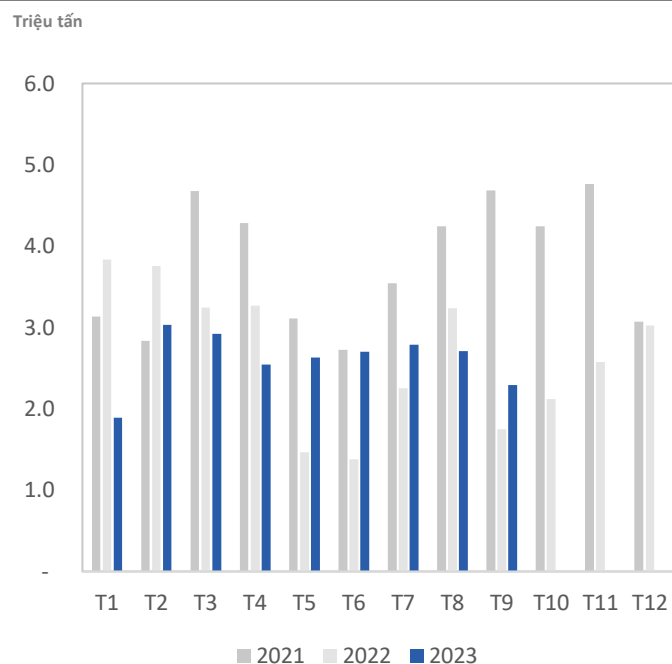


Nguồn: Tổng hợp

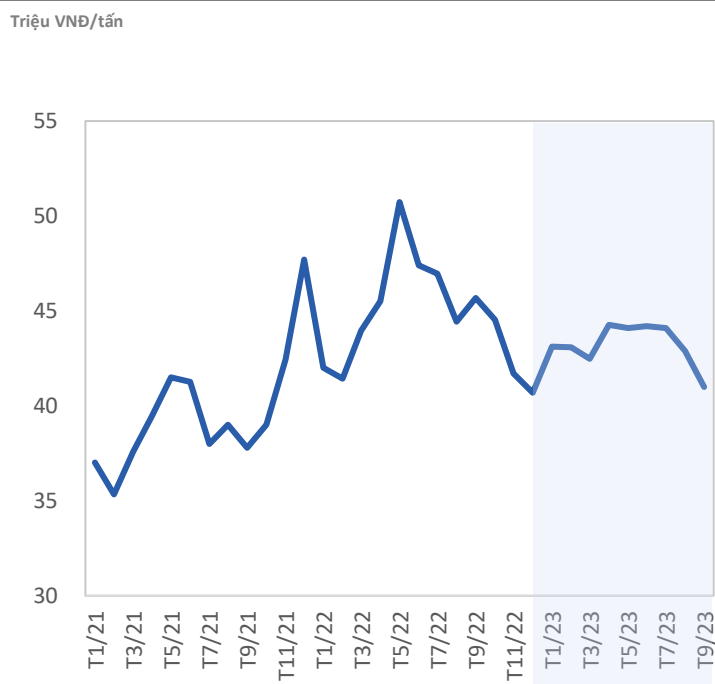
### XUẤT KHẨU – TIÊU THỤ YẾU DO THỊ TRƯỜNG TRUNG QUỐC CHƯA HỒI PHỤC

**Trong 9T.2023, sản lượng xuất khẩu xi măng ước đạt 23.5 triệu tấn (-3% yoy)** do nhu cầu nhập khẩu từ Trung Quốc vẫn yếu. Giá xuất khẩu + 0% ytd. So với Quý 2, giá xuất khẩu giảm -3-4% QoQ do giá xi măng tại nội địa Trung Quốc giảm khi giá than giảm. Tại Tháng 10, thị trường Trung Quốc vẫn chưa có tín hiệu hồi phục. Do đó, BSC cho rằng sản lượng xuất khẩu vẫn kém khả quan trong Quý 4.

Hình: Sản lượng tiêu thụ xi măng xuất khẩu -3% yoy trong 9T.2023



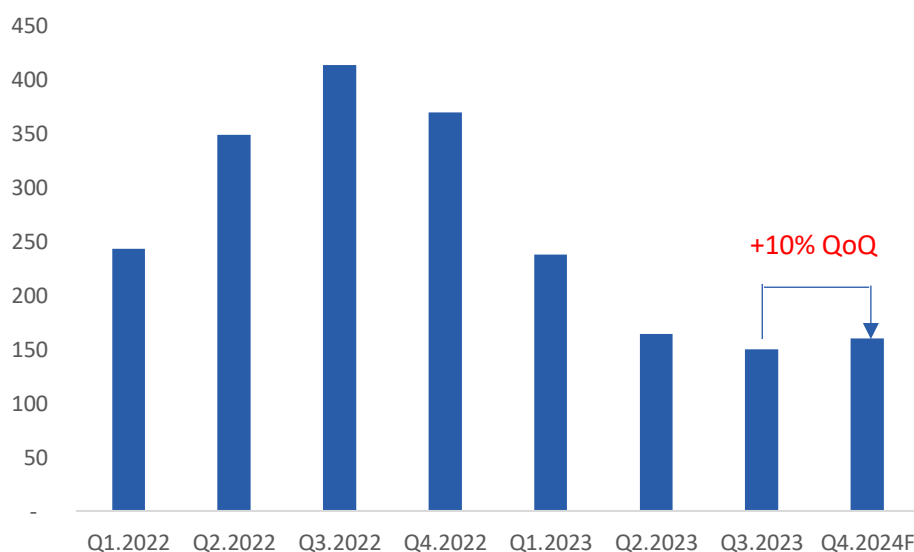
Hình: Giá xi măng và Clanker xuất khẩu + 0% ytd



Nguồn: Tổng hợp

**Biên lợi nhuận gộp giảm trong Quý 3.2023 do sản lượng kém theo yếu tố mùa vụ.** Sang Quý 4, BSC cho rằng giá than sẽ tăng do (1) các nhà máy công nghiệp nặng tại Trung Quốc tăng sản xuất để bảo đảm sản lượng trước chính sách cắt giảm phát thải vào cuối năm, (2) giá năng lượng tăng trong bối cảnh El-Niño. Do đó, BSC cho rằng biên lợi nhuận gộp Quý 4 sẽ giảm nhẹ 0.5%- 1% so với Quý 3 do chi phí than tăng, trong khi sản lượng vẫn ở mức thấp.

Hình: Giá than trung bình Q1.2022 – Q4.2024



Nguồn: Tổng hợp

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

So với [Báo cáo trước đó](#), BSC giữ quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Xi măng trong Quý 4.2023 do nhu cầu tiêu thụ nội địa chưa hồi phục.

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 3/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|-------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------|--------|--------|----------|----------|--------------------|--------------|------------|
| HT1   | 7,051             | -21%  | 9                  | -97%  | 23       | 523.8  | 0.9    | 0%       | 0%       | 12,150             | 14,000       | 15%        |

Nguồn: BSC Research

## NGÀNH XÂY DỰNG HẠ TẦNG [KHẢ QUAN]; XÂY DỰNG DÂN DỤNG [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Vũ Xuân Trường

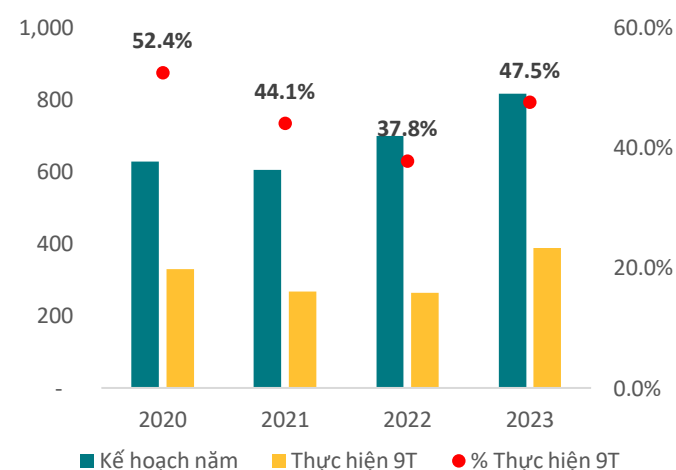
Email: [truongvx@bsc.com.vn](mailto:truongvx@bsc.com.vn)

- Giải ngân vốn đầu tư công 9T.2023 đạt 388,559 tỷ VNĐ – mức cao nhất trong lịch sử;
- Tiến độ thi công các gói thầu thuộc dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 1&2 vẫn được đảm bảo;
- Sân bay Long Thành sẽ là động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp xây lắp giai đoạn 2024-2026;
- Khối lượng backlog lớn đảm bảo nguồn doanh thu cho các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng giai đoạn 2024-2026;
- Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng dự báo sẽ cải thiện hơn trong giai đoạn tới;
- Nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng của Chính phủ đến 2025 vẫn còn rất lớn;
- Số lượng dự án bất động sản được cấp phép mới và đang triển khai vẫn ở mức thấp là chỉ báo cho sự suy giảm về khối lượng thi công của các doanh nghiệp xây dựng dân dụng;
- Thị trường bất động sản kỳ vọng phục hồi trong Q4.2023-2024 sẽ giảm thiểu khó khăn cho các nhà thầu xây dựng;
- BSC đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho ngành Xây dựng hạ tầng và **TRUNG LẬP** cho ngành Xây dựng dân dụng trong Q3.2023-2024.

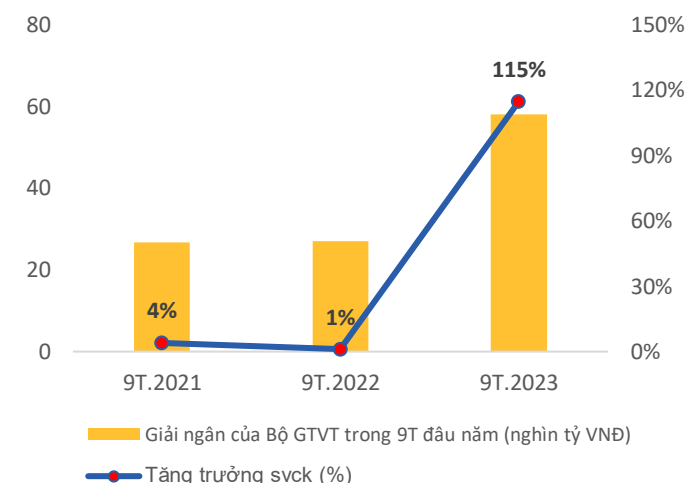
### NGÀNH XÂY DỰNG HẠ TẦNG – TRIỂN VỌNG TƯƠI SÁNG TỪ ĐẨY MẠNH GIẢI NGÂN VỐN ĐẦU TƯ CÔNG

**Giải ngân vốn đầu tư công 9T.2023 đạt 388,559 tỷ VNĐ – mức cao nhất trong lịch sử**, tương ứng với tỷ lệ tăng trưởng +46.9% yoy, hoàn thành 47.5% kế hoạch năm ([Tham khảo Báo cáo đầu tư công 2023](#)). Tuy nhiên, để hoàn thành các mục tiêu (1) Tăng trưởng GDP đạt 6% trong năm 2023 trong bối cảnh các chỉ tiêu về tiêu dùng nội địa, xuất khẩu và đầu tư tư nhân đều suy yếu và (2) Tỷ lệ giải ngân đầu tư công đạt tối thiểu 95%, Chính phủ sẽ cần có các biện pháp để tiếp tục đẩy mạnh giải ngân đầu tư công hơn nữa trong Q4.2023. Theo đó, BSC dự báo tỷ lệ giải ngân đầu tư công trong năm 2023 sẽ đạt khoảng 85% kế hoạch, từ đó tạo ra lượng công việc dồi dào cho các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng.

Giải ngân đầu tư công 9T.2023 đạt mức cao nhất trong lịch sử



Giải ngân đầu tư công của Bộ GTVT cũng tăng hơn 2 lần cùng kỳ nhờ triển khai hàng loạt dự án cao tốc, đường bộ.



Nguồn: Bộ Tài Chính, BSC Research tổng hợp.

**Tiến độ thi công các gói thầu thuộc dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 1&2 vẫn được đảm bảo.**

**Cập nhật tiến độ các gói thầu thuộc dự án cao tốc Bắc Nam giai đoạn 1&2**

| TT | Dự án | Tổng chiều dài (km) | Tổng mức đầu tư (tỷ VNĐ) | Cập nhật tiến độ |
|----|-------|---------------------|--------------------------|------------------|
|----|-------|---------------------|--------------------------|------------------|

|   |                               |     |         |                                                                                        |
|---|-------------------------------|-----|---------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 | Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 1 | 645 | 102,513 | Đã hoàn thành 8/11 dự án. Các dự án còn lại dự kiến hoàn thành chậm nhất trong 1H.2024 |
| 2 | Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 | 729 | 146,990 | Hầu hết đảm bảo tiến độ. Mức độ hoàn thành đạt 5%-20%.                                 |

Nguồn: BSC Research tổng hợp

**Sân bay Long Thành sẽ là động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp xây lắp giai đoạn 2024-2026.** Tính đến cuối tháng 7.2023, toàn bộ diện tích 2,532 ha thuộc giai đoạn 1 – dự án sân bay Long Thành đã hoàn thành giải phóng mặt bằng. Cũng trong Q3.2023, một số gói thầu lớn thuộc dự án thành phần 3 đã tìm được nhà thầu thi công. Trong đó, đáng chú ý là **(1)** Gói thầu 5.10 – Xây dựng và lắp đặt nhà ga hành khách, trị giá 35,233 tỷ VNĐ, **(2)** Gói thầu 6.12 – Xây dựng các tuyến đường kết nối, trị giá 2,630 tỷ VNĐ và **(3)** Gói thầu 4.6 – Xây dựng đường cất, hạ cánh và đường lăn sân bay, trị giá 8,100 tỷ VNĐ. BSC đánh giá việc thi công các gói thầu này sẽ không chỉ mang lại nguồn thu rất lớn trong giai đoạn 2023-2026, mà còn củng cố vào hồ sơ năng lực, gia tăng mức độ uy tín cho các doanh nghiệp tham gia.

#### Các dự án thành phần sân bay Long Thành

| TT | Thành phần                                     | Chủ đầu tư                         | Tổng mức đầu tư | Tổng chi phí xây dựng | Tổng chi phí thiết bị |
|----|------------------------------------------------|------------------------------------|-----------------|-----------------------|-----------------------|
| 1  | Các công trình trụ sở cơ quan quản lý nhà nước | Các công ty nhà nước liên quan/PPP | 293             | 175                   | 32                    |
| 2  | Các công trình phục vụ quản lý bay             | Tổng công ty quản lý bay (VATM)    | 3,435           | 1,239                 | 1,159                 |
| 3  | Các công trình thiết yếu trong cảng hàng không | ACV                                | 99,019          | 52,500                | 19,454                |
| 4  | Các công trình khác                            | Bộ GTVT lựa chọn nhà đầu tư        | 6,363           | 2,358                 | 2,236                 |
|    | <b>Tổng cộng</b>                               |                                    | <b>109,111</b>  | <b>56,271</b>         | <b>22,882</b>         |

Nguồn: QĐ 1777/TTCP, BSC Research tổng hợp

#### Tổng hợp các gói thầu lớn thuộc dự án thành phần 3 sân bay Long Thành

| TT | Gói thầu                                               | Giá trị (tỷ VNĐ) | Thời gian thực hiện | Liên danh trúng thầu                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|----|--------------------------------------------------------|------------------|---------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | 3.4 – Thi công san nền và thoát nước                   | 4,435            | 2022-2025           | TCT Xây dựng công trình giao thông – CTCP Tập đoàn Phúc Lộc – TCT xây dựng công trình giao thông 8 – CTCP Tư vấn Trường Sơn – TCT CP XNK Việt Nam                                                                                                                                         |
| 2  | 6.12 – Xây dựng các tuyến đường kết nối                | 2,630            | 2023-2025           | Tập đoàn Đèo Cả ( <b>HHV</b> ) – TCT Thăng Long – CTCP ĐTXD hạ tầng Khang Nguyên – CTCP Thương mại và Xây dựng Hoàng Long – CTCP xây lắp 368 – CTCP Tư vấn xây dựng Hoàng Long                                                                                                            |
| 3  | 5.10 – Xây dựng và lắp đặt thiết bị nhà ga hành khách  | 35,233           | 2023-2026           | Tập đoàn CN và TM xây dựng IC Ictas – CTCP ĐTXD Ricons – CTCP ĐTXD Newtecons – CTCP ĐTXD SOL E&C – TCT XD số 1 ( <b>CC1</b> ) – CTCP Kết cấu ATAD – TCT XD và XNK Việt Nam ( <b>VCG</b> ) – CTCP XD Phục Hưng Holdings ( <b>PHC</b> ) – CTCP Hawee Cơ điện – TCT XD Hà Nội ( <b>HAN</b> ) |
| 4  | 4.6 – Xây dựng đường cất, hạ cánh và đường lăn sân bay | 8,100            | 2023-2026           | TCT XD công trình hàng không ACC – TCT XD Trường Sơn – TCT XD và XNK Việt Nam ( <b>VCG</b> ) – CTCP Phát triển đầu tư CD Việt Nam – CTCP tập đoàn CIENCO4 ( <b>C4G</b> ) – CTCP XD công trình hàng không 647                                                                              |

Nguồn: BSC Research tổng hợp

**Khối lượng backlog lớn đảm bảo nguồn doanh thu cho các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng giai đoạn 2024-2026.** Với việc được chỉ định thầu tại các dự án thành phần của cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, nhiều doanh nghiệp xây dựng hạ tầng đã sở hữu lượng backlog lớn, gấp từ 3-6 lần doanh thu xây lắp giai đoạn 2021-2022, đảm bảo khối lượng công việc liên tục trong 2-3 năm tiếp theo. BSC dự báo **điểm rơi doanh thu – lợi**

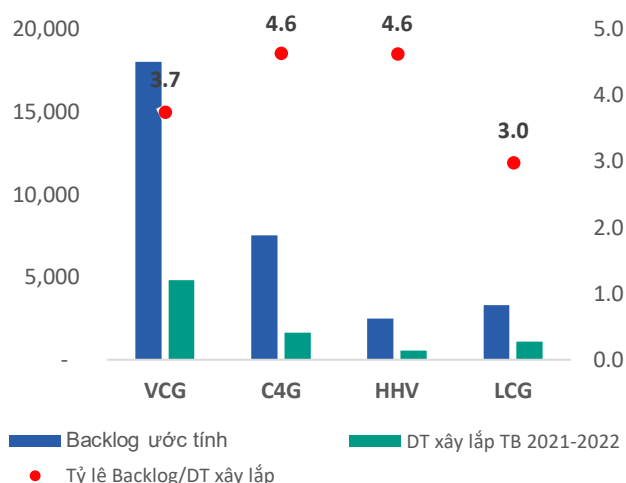
**nhuận của các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng sẽ rơi vào Q4.2023 và 2024** nhờ hàng loạt các dự án xây lắp lớn đã được khởi công trong nửa cuối năm 2023.

**Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng dự báo sẽ cải thiện hơn trong giai đoạn tới** nhờ (1) Nhiều dự án được chỉ định thầu, đặc biệt là các gói thầu thuộc dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, giúp cho nhà thầu giảm bớt áp lực cạnh tranh về giá, đảm bảo nguồn thu, (2) Giá nguyên vật liệu bình ổn, nguồn cung sẵn sàng giảm bớt chi phí vốn cho doanh nghiệp xây lắp.

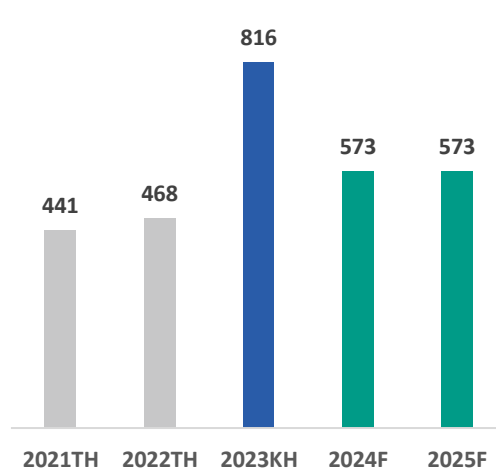
**Nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng của Chính phủ đến 2025 vẫn còn rất lớn.** Kế hoạch giải ngân dự kiến giai đoạn 2021-2025 đạt 2.87 triệu tỷ đồng cùng mục tiêu xây dựng hơn 3,000 km đường cao tốc vào năm 2025 và nhiều dự án xây dựng đường vành đai, sân bay, cảng biển, cơ sở hạ tầng khác. Do đó, BSC kỳ vọng giá trị backlog trúng thầu của các doanh nghiệp xây dựng vẫn tiếp tục tăng trưởng trong các năm tiếp theo, từ đó tạo ra nguồn công việc dồi dào cho nhóm doanh nghiệp này.

BSC đánh giá các doanh nghiệp có khả năng trúng thầu thêm các dự án xây dựng hạ tầng sẽ là các doanh nghiệp có (1) Tiềm lực tài chính đủ mạnh và cơ cấu tài chính an toàn, (2) Có kinh nghiệm tham gia các dự án với mức đầu tư lớn, cũng như đã từng trúng thầu/được chỉ định thầu ở các dự án đầu tư công trước đây. Do đó, BSC kỳ vọng các doanh nghiệp đầu ngành xây dựng như: **VCG, HHV, LCG** sẽ tiếp tục hưởng lợi từ việc đẩy mạnh đầu tư công của chính phủ trong giai đoạn sắp tới.

**Giá trị backlog ước tính của các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng cao gấp 3-5 lần doanh thu xây lắp trung bình giai đoạn 2021-2022**



**Kế hoạch giải ngân đầu tư công ước tính đến 2025 (nghìn tỷ VND)**



Nguồn: Bộ Công Thương, BSC Research tổng hợp.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với các nhóm ngành xây dựng hạ tầng trong Q4.2023 - 2024 nhờ (1) Đầu tư công được đẩy mạnh tạo ra dư địa tăng trưởng lớn cho các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng, (2) Khối lượng backlog lớn đảm bảo nguồn thu cho doanh nghiệp xây lắp hạ tầng giai đoạn 2023-2026, (3) Biên lợi nhuận dự báo sẽ cải thiện hơn trong giai đoạn tới. BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với các doanh nghiệp xây lắp sở hữu lượng backlog dồi dào, chất lượng thi công tốt đã được kiểm chứng và nền tảng tài chính khỏe mạnh bao gồm: **VCG, HHV, LCG**.

Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành xây dựng hạ tầng

| Mã CK | DTT 2023 | % YoY | NPATMI 2023 | % YoY | EPS 2023 | P/E fwd | P/B fwd | ROA 2023 | ROE 2023 | Giá ngày 03/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|-------|----------|-------|-------------|-------|----------|---------|---------|----------|----------|---------------------|--------------|------------|
|       |          |       |             |       |          |         |         |          |          |                     |              |            |

|     |       |      |     |      |     |      |     |    |    |        |        |     |
|-----|-------|------|-----|------|-----|------|-----|----|----|--------|--------|-----|
| HHV | 2,824 | 35%  | 300 | 14%  | 911 | 15.9 | 0.6 | 1% | 3% | 14,500 | 19,000 | 31% |
| FCN | 3,833 | 26%  | 110 | 178% | 676 | 19.1 | 0.7 | 1% | 3% | 12,900 | 17,900 | 39% |
| LCG | 3,240 | 222% | 167 | -13% | 871 | 12.8 | 0.8 | 2% | 6% | 11,150 | 15,500 | 39% |

Nguồn: BSC Research tổng hợp

## NGÀNH XÂY DỰNG DÂN DỤNG – KỶ VỌNG TỪ VIỆC THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN DẦN PHỤC HỒI

Số lượng dự án bất động sản được cấp phép mới và đang triển khai 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 1H.2023, số lượng dự án được cấp phép mới và đang triển khai đối với các loại hình bất động sản thương mại, nghỉ dưỡng, nhà ở xã hội đều giảm trên 50% so với cùng kỳ. 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 mới đang trong những bước đầu của quá trình phục hồi, mức độ hấp thụ chưa tốt như giai đoạn trước.

Thị trường bất động sản kỳ vọng phục hồi trong Q4.2023-2024 sẽ giảm thiểu khó khăn cho các nhà thầu xây dựng. BSC đánh giá ngành BĐS đã trải qua giai đoạn khó khăn nhất, dù nguồn cung chưa thể phục hồi ngay nhờ **(1)** Q4.2023-2024 sẽ là giai đoạn thực thi chính sách sau hàng loạt luật sửa đổi, thông tư, nghị định được ban hành, **(2)** Nguồn vốn tín dụng, trái phiếu, lãi suất được nới lỏng hơn ([Chi tiết xem tại Báo cáo Ngành BĐS Thương mại Q4.2023](#)). Mặc dù, từ chính sách đến thực tiễn cần thời gian để thị trường có thể thẩm thấu, BSC vẫn tin rằng thị trường BĐS sẽ dần phục hồi trong Q4.2023-2024, từ đó mang lại khối lượng công việc nhiều hơn cho các doanh nghiệp xây dựng dân dụng.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với các nhóm ngành xây dựng dân dụng trong Q4.2023 - 2024 do **(1)** Thị trường BĐS sẽ cần thời gian để thẩm thấu các chính sách hỗ trợ và thực sự phục hồi, **(2)** Rủi ro về trích lập dự phòng và gánh nặng lãi vay vẫn còn hiện hữu.

Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành xây dựng dân dụng

| Mã CK | DTT 2023 | % YoY | NPATMI 2023 | % YoY | EPS 2023 | P/E fwd | P/B fwd | ROA 2023 | ROE 2023 | Giá ngày 03/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|-------|----------|-------|-------------|-------|----------|---------|---------|----------|----------|---------------------|--------------|------------|
| CTD   | 18,335   | 26%   | 135         | 552%  | 1,711    | 33.6    | 0.5     | 1%       | 2%       | 57,500              | 73,700       | 28%        |

Nguồn: BSC Research tổng hợp

## NGÀNH CẢNG BIỂN [KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Tô Đình Hiền Viên

Email: vientdh@bsc.com.vn

- Trong Quý 3.2023, sản lượng Container toàn ngành ước tính đạt 6,232 triệu TEUs (+0.2%QoQ, +1.5%YoY). So với Quý 2.2023, sản lượng Container toàn ngành -2% QoQ do kinh tế toàn cầu ảm đạm, tổng cầu tiêu dùng chưa hồi phục.
- So với báo cáo trước đó, BSC duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với ngành cảng biển nhờ nhu cầu tại các nền kinh tế lớn hồi phục trong 2H2023.

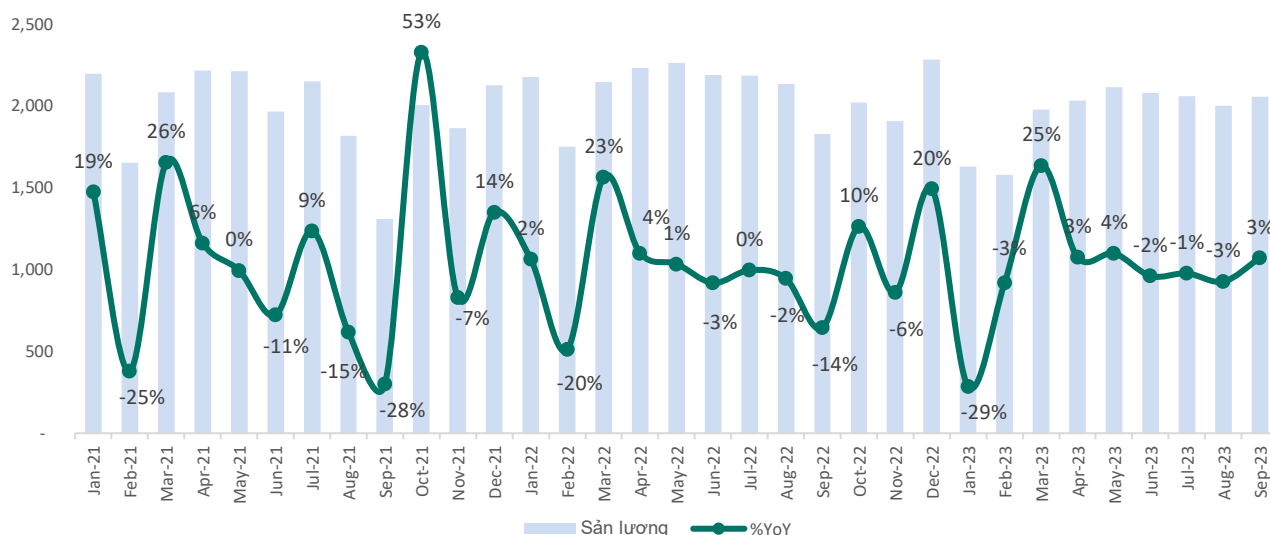
**Trong Quý 3.2023, sản lượng Container toàn ngành ước tính đạt 6,232 triệu TEUs (+0.2% QoQ, +1.5% YoY).**

Nhìn chung sản lượng container toàn ngành trong Q3/2023 chưa cải thiện nhiều so với cùng kỳ do kinh tế toàn cầu ảm đạm, tổng cầu tiêu dùng chưa hồi phục. Tuy nhiên, sản lượng container đang có sự phân hóa rõ nét ở một số khu vực chính như sau:

- Tại Khu vực Hải Phòng:** Cảng Nam Đình Vũ tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng cao thứ 2 liên tiếp +272%YoY nhờ vào sản lượng dịch chuyển từ cảng Nam Hải Đình Vũ sang. Phần lớn các cảng còn lại tại khu vực Sông Cấm đều ghi nhận mức giảm từ 3-60% YoY. So với Quý 2.2023, gần như tất cả các cảng đều tăng trưởng dương với mức 3-90% QoQ do (1) mức nền thấp của Q2 (2) Trung Quốc thoát khỏi tình trạng giảm phát, nhu cầu tiêu dùng bắt đầu hồi phục trở lại.
- Tại Khu vực Cái Mép Thị Vải:** Hầu hết các cảng đều ghi nhận tăng trung bình 11%YoY nhờ nhu cầu tiêu dùng tại EU, Mỹ hồi phục. Tương tự khu vực Hải Phòng, so với Q2.2023, các cảng CMTV đều tăng trưởng trung bình +22%QoQ. Trong đó, GML dẫn đầu về tốc độ tăng trưởng nhờ (1) vị trí tốt, nhận sự hỗ trợ từ CMA CGM, (2) nhận thêm 2 tuyến dịch vụ mới trong Q3.2023.

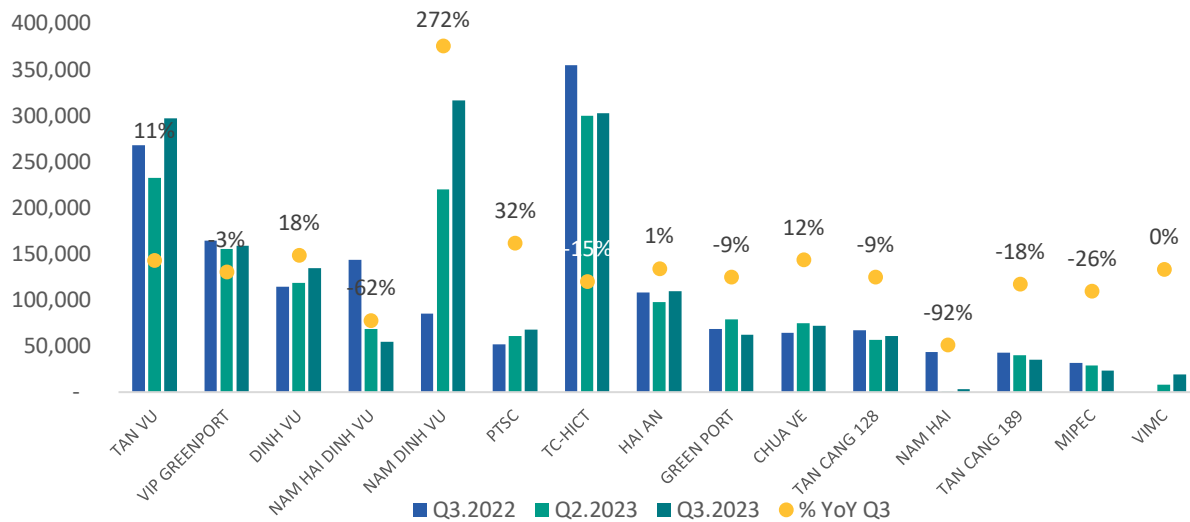
Sang 2H.2023, BSC kỳ vọng sản lượng cảng tiếp tục phục hồi nhờ (1) nhu cầu đơn hàng tại các quốc gia lớn như Mỹ, EU quay trở lại nhờ các dịp lễ cuối năm (Chi tiết tại ngành Dệt May). (2) Trung Quốc thoát khỏi tình trạng giảm phát, cầu tiêu dùng tăng trở lại.

Hình: Sản lượng Container thông qua cảng biển Việt Nam



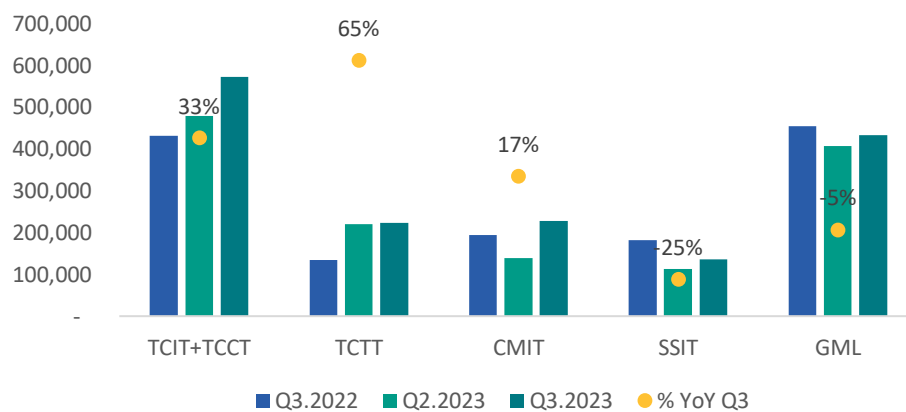
Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Sản lượng Container qua khu vực cảng Sông Cấm (Hải Phòng)



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Sản lượng Container qua khu vực Cái Mép Thị Vải



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Bảng: Diễn biến giá cổ phiếu ngành cảng biển phản ánh trước về kỳ vọng KQKD phục hồi 2H2023 nhờ vào phục hồi của các nền kinh tế lớn.

| Ngành     | Mã  | DTT Q2/2023 |      | LNST Q2/2023 |      | Diễn biến giá cổ phiếu |             |     |
|-----------|-----|-------------|------|--------------|------|------------------------|-------------|-----|
|           |     | %YoY        | %QoQ | %YoY         | %QoQ | Q1.23/Q4.22            | Q2.23/Q1.23 | YTD |
| Cảng biển | GMD | -7%         | 1%   | -28%         | -5%  | 13%                    | 1%          | 32% |
| Cảng biển | VSC | 4%          | 15%  | -70%         | -20% | -3%                    | 21%         | 3%  |
| VNINDEX   |     | 4%          | -25% | 4%           | -25% | 11%                    | -5%         | 3%  |

Theo quan điểm của chúng tôi, diễn biến tích cực của giá cổ phiếu nhóm ngành cảng biển trong Q2/2023 vượt trội hơn thị trường, nhằm phản ánh: Kỳ vọng KQKD trong 2H2023 sẽ có cải thiện nhờ sản lượng gia tăng nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu dùng trong các dịp lễ cuối năm.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

So với báo cáo trước đó, BSC duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với ngành cảng biển bởi kỳ vọng sản lượng Container toàn ngành sẽ tiếp tục phục hồi trong 2H.2023 nhờ (1) Nhu cầu đơn hàng từ các quốc gia lớn như Mỹ và EU sẽ phục hồi và (2) Nền kinh tế Trung Quốc thoát khỏi tình trạng giảm phát.

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 3/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|-------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------|--------|--------|----------|----------|--------------------|--------------|------------|
| GMD   | 3,645             | -7%   | 3,010              | 130%  | 8,092    | 7.9    | 2.0    | 16%      | 8%       | 65,000             | 75,800       | 17%        |
| VSC   | 2,042             | 2%    | 159                | -60%  | 761      | 14.0   | 1.0    | 2.0%     | 3.3%     | 24,600             | 27,300       | 11%        |

Nguồn: BSC Research

### 7.3. Nhóm ngành chịu ảnh hưởng từ kinh tế Trung Quốc phục hồi

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

Chuyên viên phân tích: Tô Đình Hiền Viên Email: [vientdh@bsc.com.vn](mailto:vientdh@bsc.com.vn)

##### Vận tải Container

- **Kết thúc Q3.2023, các chỉ số giá cước Container tiếp tục neo ở mức thấp. Trong Q4.2023, BSC duy trì quan điểm giá cước Container dự báo giảm 71% yoy do (1) dư thừa nguồn cung tàu và (2) nhu cầu vận chuyển thấp.**
- BSC duy trì khuyến nghị **KÉM KHẢ QUAN** đối với nhóm Vận tải Container (HAH, PHP) do (1) dư thừa nguồn cung tàu (2) nhu cầu vận chuyển thấp (3) hợp đồng cho thuê tàu định hạn giá cao kết thúc và các hãng tàu không thực hiện ký mới do nhu cầu chưa được cải thiện.

##### Vận tải dầu

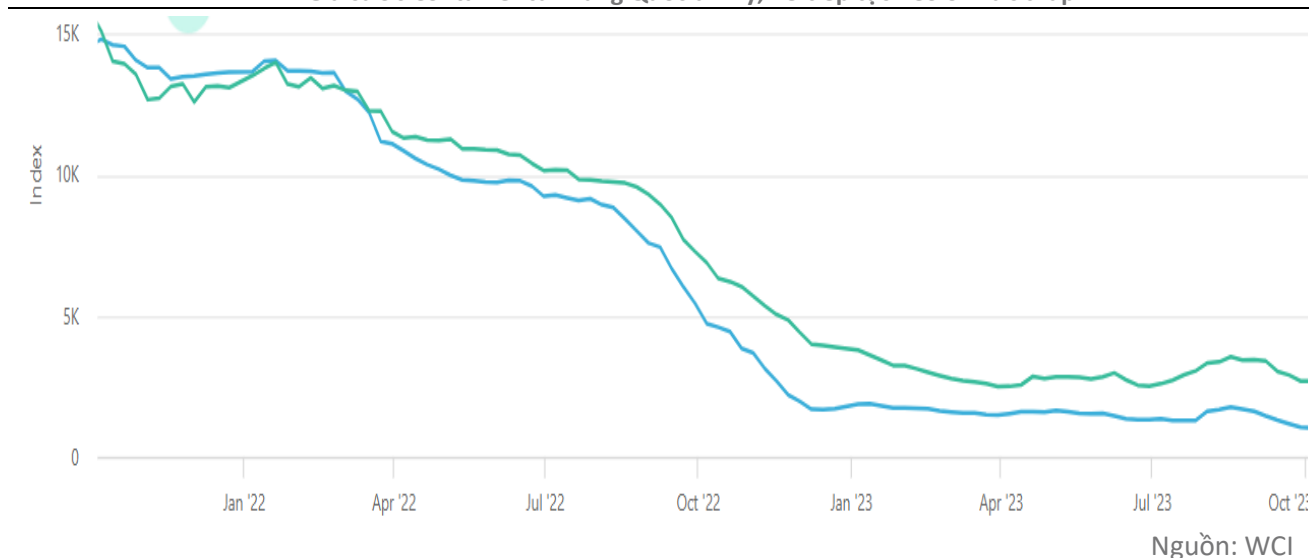
- **Kết thúc Q3.2023, giá cước vận tải dầu vẫn neo ở mức cao do (1) đứt gãy chuỗi cung ứng dầu tại Châu Âu, (2) nguồn cung tàu dầu ở mức thấp. Tuy nhiên trong 2H.2023, nhóm vận tải dầu có thể sẽ không ghi nhận tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ do mức nền cao của giá tàu trong 2H.2022.**
- Trong năm 2023, BSC giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm Vận tải dầu (PVT) do giá cước vẫn neo cao do hạn chế về nguồn cung tàu.

#### VẬN TẢI CONTAINER – KÉM KHẢ QUAN

**Kết thúc Q3.2023, các chỉ số giá cước Container chưa có sự cải thiện rõ rệt. Cụ thể:**

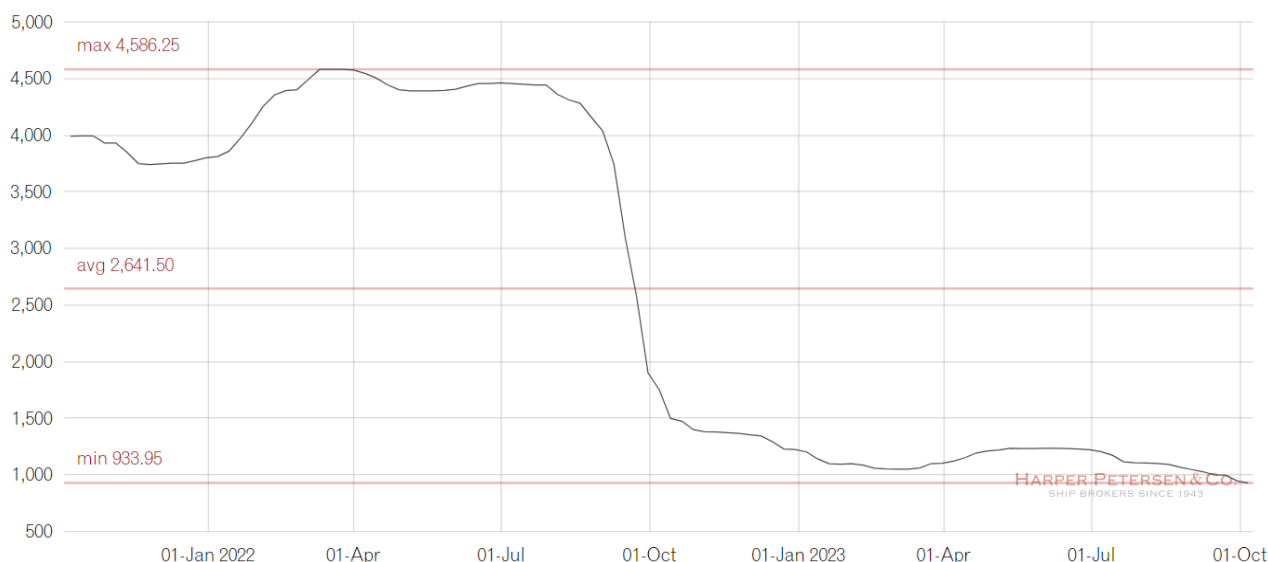
1. **Giá cước giao ngay toàn cầu T9 = 1,176 USD/ngày (-23% MoM, -71% YoY).** Trong đó, các tuyến hàng hải chính như Trung Quốc đi Mỹ = 1,499 (-11%MoM, -32%YoY), Trung Quốc đi Châu Âu = 917 (-10%MoM, %, -17 YoY). Nguyên nhân của việc giá cước tiếp tục neo ở mức thấp đến từ **(1)** dư thừa nguồn cung tàu, **(2)** nhu cầu vận chuyển thấp.

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



2. **Giá cước cho thuê định hạn chưa có sự cải thiện:** Chỉ số cho thuê tàu Harper – Pertersen rơi từ vùng 4,500 xuống còn 1,000 - gần như ở mức chạm đáy. Trong Q3/2023 giá cước cho thuê tàu định hạn chưa có sự cải thiện so với Q2/2023 khi vẫn dao động quanh ở mức trung bình 15,000 USD/ngày (-50%YoY). BSC cho rằng giá cước cho thuê hạn định sẽ tiếp tục duy trì xu hướng giảm khi mà hợp đồng cho thuê tàu giá cao kết thúc, các hãng tàu thận trọng hơn trong việc ký mới khi nhu cầu vận chuyển chưa được cải thiện.

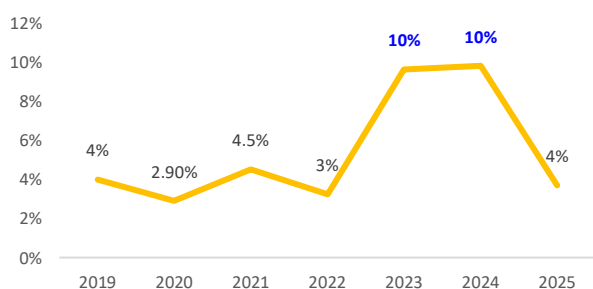
Hình: Chỉ số Harper – Pertersen cho thấy giá thuê định hạn gần chạm đáy trong 1H2023.



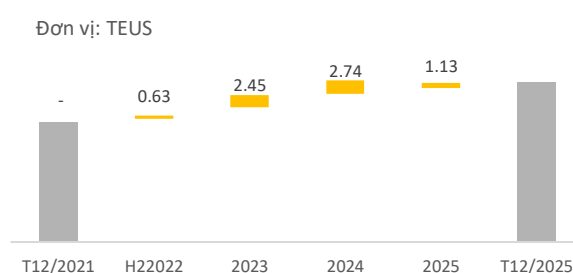
Nguồn: Harper Petersen & Co

Trong 2H.2023, BSC duy trì quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với nhóm vận tải Container (nhóm cổ phiếu HAH, PHP) do (1) hợp đồng cho thuê tàu định hạn giá cao của năm trước kết thúc, và các hãng tàu không thực hiện tái ký kết do nhu cầu chưa hồi phục (2) tình trạng dư cung tàu vẫn chưa được cải thiện khi điểm rơi bàn giao tàu sẽ rơi vào năm 2023 và 2024.

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 Q3.2023, giá cước vận tải dầu tiếp tục neo ở mức cao. Cụ thể, giá cước tàu VLCC = 37,500 USD/ngày (+3% qoq, +7% yoy), tàu Suezmax = 36,500 USD/ngày (-6% qoq, +12% yoy) và tàu Aframax = 37,500 USD/ngày (-17% qoq, +10% yoy). Nguyên nhân 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.

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:**

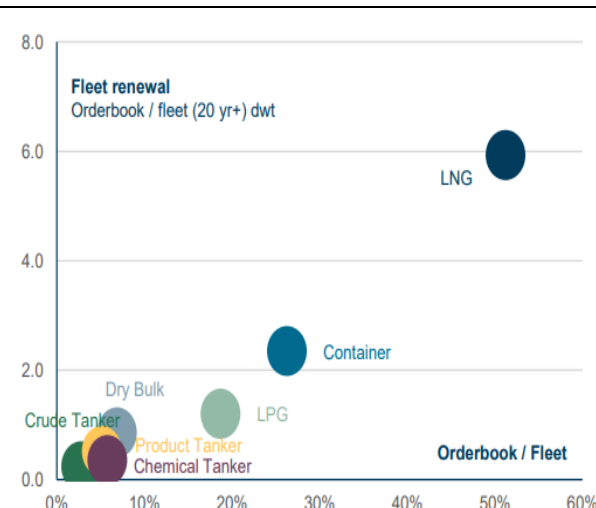
- (1) **Nguồn cung tàu chưa thể cải thiện trong ngắn hạn.** Theo Clarksons, trong năm 2023, tổng nguồn cung tàu dầu thô toàn cầu được dự báo chỉ tăng trưởng khoảng 2% yoy do sự phục hồi chậm của lượng đơn hàng đóng tàu mới. Trong khi đó, trung bình để đóng được hoàn thiện một tàu chở nhiên liệu cần tối thiểu 2 năm, do vậy, phải ít nhất đến 2025 nguồn cung tàu chở dầu mới có thể được cải thiện.
- (2) **Quãng đường vận chuyển dài:** Do 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.
- (3) **Xung đột địa chính trị:** Chi phí vận chuyển dầu đã tăng hơn +50%MoM kể từ khi chiến sự tại Hamas-Israel nổ ra bởi các yếu tố lo ngại về cắt giảm sản lượng. BSC cho rằng giá cước sẽ duy trì xu hướng tăng khi mà rủi ro chiến tranh có thể lan sang các nước lân cận – nơi có nguồn cung dầu lớn của thế giới như Saudi Arabia, Iran...

Hình: Giá cước tàu chở dầu tiếp tục neo cao trong T9.2023.



Nguồn: Fearnleys

Hình: Tỷ lệ đặt đơn hàng mới/đội tàu đối với nhóm tàu chở dầu đang ở mức thấp trong 2023.



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.

Bảng: Diễn biến giá cổ phiếu nhóm vận tải container phản ánh trước về kỳ vọng KQKD trong 2H2023.

| Ngành             | Mã  | DTT Q2/2023 |             | LNST Q2/2023 |             | Diễn biến giá cổ phiếu |             |           |
|-------------------|-----|-------------|-------------|--------------|-------------|------------------------|-------------|-----------|
|                   |     | %YoY        | %QoQ        | %YoY         | %QoQ        | Q1.23/Q4.22            | Q2.23/Q1.23 | YTD       |
| Vận tải container | HAH | -34%        | -7%         | -75%         | -37%        | 6%                     | 32%         | 79%       |
| Vận tải dầu       | PVT | -6%         | 4%          | 51%          | 63%         | -6%                    | 12%         | 47%       |
| <b>VNINDEX</b>    |     | <b>4%</b>   | <b>-25%</b> | <b>4%</b>    | <b>-25%</b> | <b>11%</b>             | <b>-5%</b>  | <b>3%</b> |

Chúng tôi cho rằng diễn biến giá cổ phiếu phản ánh trước kỳ vọng về KQKD trong 2H2023. Trái với diễn biến tích cực của giá cổ phiếu, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm hoạt động kinh doanh nhóm vận tải trong 2H2023 chưa cải thiện bởi giá cước vận tải container vẫn duy trì xu hướng giảm và các hợp đồng cho thuê tàu vẫn neo ở mức thấp.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

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

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

| Mã CK | DTT 2023 (tỷ VND) | % YoY | LNST 2023 (tỷ VND) | % YoY | EPS 2023 | P/E fw | P/B fw | ROA 2023 | ROE 2023 | Giá ngày 3/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|-------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------|--------|--------|----------|----------|--------------------|--------------|------------|
| HAH   | 4,524             | 41%   | 425                | -63%  | 3,276    | 6.8    | 1.2    | 6%       | 10%      | 3,100              | 39,272       | 15%        |
| PVT   | 9,987             | 10%   | 1,043              | 22%   | 3,069    | 8.5    | 1.1    | 8%       | 14%      | 27,500             | 31,700       | 15%        |

Nguồn: BSC Research

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

Chuyên viên phân tích: Tô Đình Hiền Viên

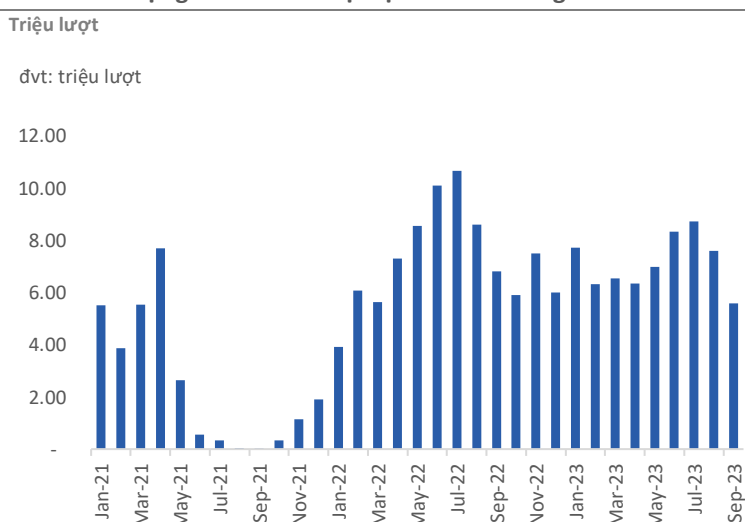
Email: vientdh@bsc.com.vn

- Tổng sản lượng hành khách qua cảng hàng không và hàng hóa vận chuyển qua đường hàng không ghi nhận tín hiệu hồi phục trong Q3/2023.
- KQKD trong Q3/2023 dự kiến hồi phục so với quý trước đó. Tuy nhiên, nhóm ngành vận tải hàng không khó duy trì xu hướng tích cực cho đến cuối năm 2023.
- BSC duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với nhóm dịch vụ hàng không và **TRUNG LẬP** đối với nhóm vận tải hàng không trong năm 2023.

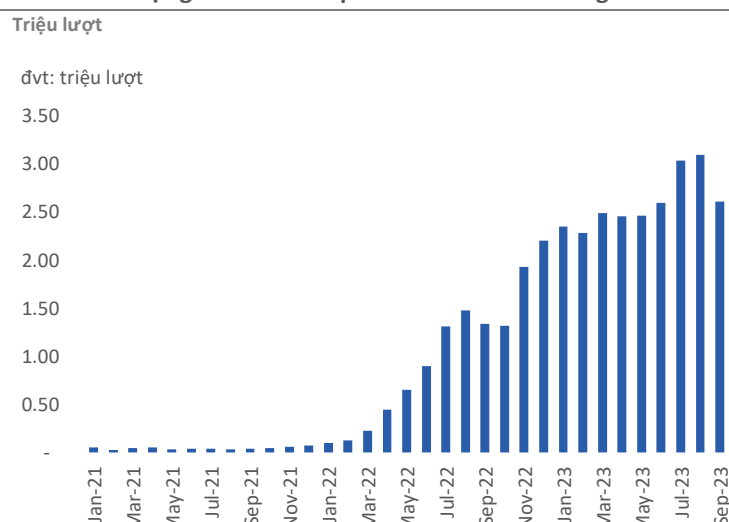
### DỊCH VỤ HÀNG KHÔNG – CÓ DẤU HIỆU HỒI PHỤC SO VỚI TRƯỚC DỊCH

BSC ước tính lũy kế 9T2023 tương đương 101% năm 2019 (bao gồm hành khách nội địa và quốc tế). Trong đó, Quý 3.2023 ước đạt 32 triệu lượt (+1%YoY, +5%QoQ). So với Báo cáo trước đó, BSC nâng mức dự báo tổng sản lượng hành khách nội địa và quốc tế qua cảng hàng không Việt Nam trong cả năm 2023 đạt 117 triệu lượt (+19%YoY) nhờ vào yếu tố mùa vụ.

Hình: Sản lượng hành khách nội địa -5% YoY trong 9T2023



Hình: Sản lượng hành khách quốc tế +256% YoY trong 9T2023



Nguồn: BSC Research tổng hợp

**- Khách nội địa qua cảng hàng không:** Trong Q3/2023 ước tính đạt 21.9 triệu lượt (+1%QoQ, -16%YoY). Sản lượng -16%YoY là do mức nền cao năm 2022 khi nhu cầu di chuyển bị nén trong dịch được giải tỏa. BSC cho rằng nhu cầu trong quý 4 sụt giảm so với quý 3 bởi (1) trong 1H2023 các dịp nghỉ lễ kéo dài hơn so với mọi năm, nhu cầu nghỉ dưỡng cũng đã ở mức cao, (2) thời điểm nhập học trong năm bắt đầu vì vậy các gia đình hạn chế đi du lịch trong nửa cuối năm.

Do đó, chúng tôi hạ dự báo sản lượng hành khách nội địa trong Q4/2023 là 20.2 triệu lượt (-8%QoQ, +4%YoY) và cả năm 2023 là 84.3 triệu lượt (-3.1%YoY).

**- Khách quốc tế qua cảng hàng không:** Đã hồi phục so với 2019 (thời điểm trước dịch) nhưng có phân hóa. Cụ thể:

- Nhóm thị trường khách hàng hồi phục tốt sau dịch:** Châu Âu (ngoại trừ Nga), Châu Mỹ, Đông Nam Á gần như đã phục hồi gần 100% so với mức trước dịch do mở cửa sớm. Riêng chỉ có Nga phục hồi chậm (chỉ 17% so với trước dịch) do căng thẳng chính trị Nga – Ukraine.
- Nhóm thị trường khách hàng hồi phục chậm sau dịch:** Trung Quốc chỉ phục hồi 28% so với mức trước dịch do người dân thắt chặt chi tiêu bởi kinh tế suy thoái. Hàn Quốc và Nhật Bản hồi chậm với mức 50 – 70%, BSC cho rằng căng thẳng chính trị Trung Quốc – Đài Loan, đi kèm với các nền kinh tế lớn suy thoái đã ảnh hưởng đến nhu cầu du lịch của các quốc gia này.

So với báo cáo trước đó, BSC nâng mức dự báo sản lượng hành khách quốc tế qua cảng hàng không trong Q4/2023 đạt 8.9 triệu lượt (+1%QoQ, +63%YoY), và cả năm là 32.2 triệu lượt (+168%YoY) nhờ vào (1) Xu hướng gia tăng hoạt động du lịch nghỉ dưỡng và tránh đông của khách quốc tế trong 3 tháng cuối năm, (2) Chính sách cho phép cấp thị thực điện tử với thời hạn là 90 ngày (tăng 30 ngày so với trước) có hiệu lực từ giữa Q3/2023.

Hình: Sản lượng khách du lịch quốc tế cả năm 2023 (ước tính)

Ngàn lượt

| 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   | 417   | 565   | 512   | 1,635  |
| - Hàn Quốc           | 15    | 93    | 382   | 476   | 811   | 791   | 983   | 805   | 3,390  |
| - Nhật Bản           | 5     | 24    | 68    | 78    | 117   | 124   | 173   | 174   | 588    |
| - Đài Loan           | 8     | 16    | 42    | 60    | 132   | 191   | 253   | 271   | 846    |
| - Hoa Kỳ             | 10    | 58    | 109   | 142   | 207   | 167   | 175   | 177   | 726    |
| - Nga                | 5     | 4     | 8     | 22    | 35    | 27    | 26    | 20    | 108    |
| - Malaysia           | 1     | 21    | 54    | 94    | 115   | 117   | 101   | 118   | 451    |
| - Thái Lan           | 1     | 21    | 61    | 119   | 145   | 121   | 85    | 123   | 475    |
| - Úc                 | 3     | 25    | 50    | 66    | 97    | 88    | 98    | 70    | 353    |
| - Vương quốc Anh     | 2     | 16    | 32    | 45    | 67    | 62    | 58    | 62    | 249    |
| - Singapore          | 1     | 33    | 54    | 91    | 76    | 78    | 74    | 77    | 306    |
| - Ấn Độ              | 0     | 18    | 43    | 76    | 76    | 80    | 80    | 81    | 317    |
| - Khác               | 38    | 241   | 591   | 910   | 1,292 | 1,186 | 1,161 | 1,190 | 4,830  |
| Tổng sản lượng khách | 105   | 597   | 1,531 | 2,225 | 3,311 | 3,448 | 3,833 | 3,680 | 14,273 |

Hình: So sánh khách du lịch quốc tế so với cùng kỳ năm 2019 (%)

%

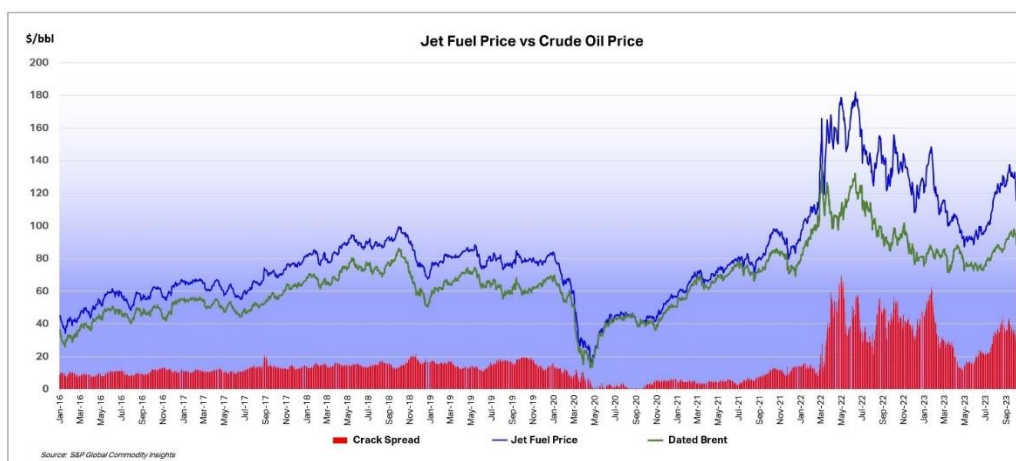
| Quốc gia         | Q1.22 | Q2.22 | Q3.22 | Q4.22 | Q1.23 | Q2.23 | Q3.23 | Tỷ trọng năm 2019 | % Đóng góp vào mức độ phục hồi Q3.2023 |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|----------------------------------------|
|                  | (1)   | (2)   | (3)   | (4)   | (5)   | (6)   | (7)   | (8)               | (8)=(6)÷(7)                            |
| - Trung Quốc     | 1%    | 2%    | 2%    | 3%    | 11%   | 35%   | 38%   | 32%               | 12%                                    |
| - Hàn Quốc       | 1%    | 10%   | 36%   | 41%   | 73%   | 82%   | 78%   | 24%               | 19%                                    |
| - Nhật Bản       | 2%    | 11%   | 27%   | 33%   | 50%   | 56%   | 44%   | 5%                | 2%                                     |
| - Đài Loan       | 4%    | 7%    | 17%   | 24%   | 64%   | 85%   | 90%   | 5%                | 5%                                     |
| - Hoa Kỳ         | 5%    | 33%   | 62%   | 80%   | 94%   | 96%   | 99%   | 4%                | 4%                                     |
| - Nga            | 3%    | 3%    | 7%    | 13%   | 16%   | 19%   | 21%   | 4%                | 1%                                     |
| - Malaysia       | 1%    | 14%   | 40%   | 54%   | 80%   | 75%   | 68%   | 3%                | 2%                                     |
| - Thái Lan       | 1%    | 17%   | 61%   | 73%   | 116%  | 100%  | 102%  | 3%                | 3%                                     |
| - Úc             | 3%    | 28%   | 55%   | 47%   | 89%   | 96%   | 114%  | 2%                | 2%                                     |
| - Vương quốc Anh | 2%    | 21%   | 44%   | 57%   | 75%   | 83%   | 76%   | 2%                | 1%                                     |
| - Singapore      | 1%    | 43%   | 77%   | 97%   | 112%  | 103%  | 104%  | 2%                | 2%                                     |
| - Ấn Độ          | 0%    | 46%   | 108%  | 148%  | 194%  | 205%  | 200%  | -                 | -                                      |
| - Khác           | 4%    | 25%   | 63%   | 71%   | 114%  | 142%  | 127%  | 14%               | 17%                                    |
| Tổng             |       |       |       |       |       |       |       | 100%              | 71%                                    |

Nguồn: GSO, BSC Research tổng hợp

Vào cuối Quý 3, giá dầu Jet A1 tăng trở lại tạo áp lực lên biên lợi nhuận ngành hàng không, theo đà tăng của giá dầu Brent. Nguyên nhân chính chủ yếu do nguồn cung tiếp tục bị thắt chặt bởi nhóm OPEC+, và sự cố ngừng sản xuất ở một số nước. Tại T9.2023, giá dầu Jet A1 ở mức 118 USD/bbl (+48% ytd), cao hơn 1.5 lần so với mức giá dầu kịch bản được xây dựng trong khung giá dịch vụ hàng không năm 2019 (80 USD/bbl).

So với Báo cáo trước đó, BSC điều chỉnh tăng dự báo giá dầu Jet A1 từ 110 USD/bbl (+57% yoy) lên 120 (+69% yoy) dựa trên quan điểm giá dầu vẫn sẽ biến động mạnh do ảnh hưởng bởi căng thẳng chính trị và OPEC+ duy trì việc cắt giảm sản lượng nhằm giữ giá dầu cao ([Chi tiết tại Ngành dầu khí](#)). Do đó, HĐKD của nhóm vận tải hàng không vẫn tiếp tục chịu áp lực do không thể chuyển 100% chi phí nguyên vật liệu sang giá bán.

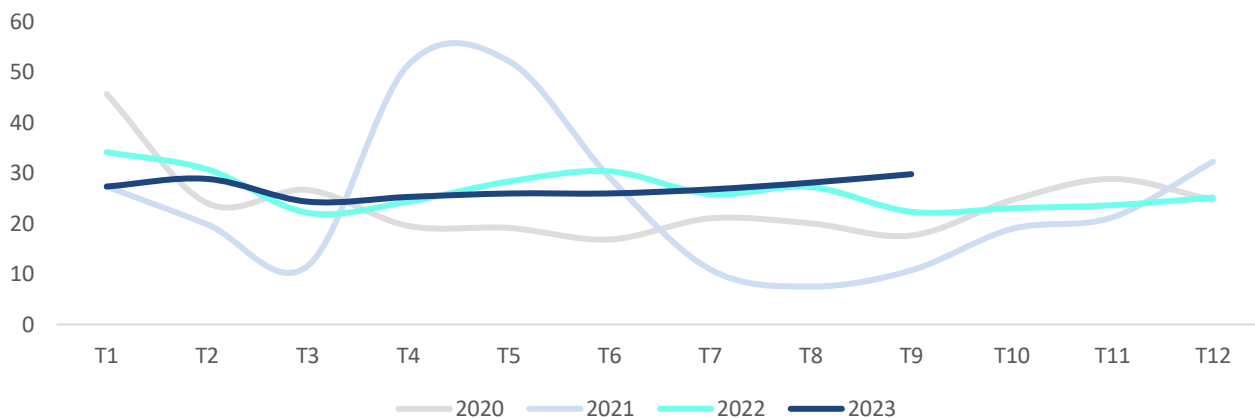
Hình: Diễn biến giá dầu Jet A1 trong Quý 3.2023



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

Kết thúc Quý 3.2023 sản lượng hàng hóa vận chuyển qua đường hàng không đạt 157 nghìn tấn (+10%QoQ, +12% YoY) nhu cầu vận tải hàng hóa tăng trở lại nhờ vào cầu hàng hóa tăng trong các dịp lễ Tết cuối năm. BSC kỳ vọng sản lượng hàng hóa sẽ phục hồi trong 2H.2023 khi (1) Nền kinh tế tại các khu vực xuất khẩu lớn của Việt Nam hồi phục (2) nhu cầu hàng hóa gia tăng nhờ vào các dịp lễ cuối năm.

Hình: Sản lượng hàng hóa qua đường hàng không



Nguồn: BSC Research tổng hợp

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

So với Báo cáo trước đó

- 1 Duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm dịch vụ nhà ga hành khách (ACV) bởi sản lượng hành khách phục hồi trong 2H2023 nhờ yếu tố mùa vụ.
- 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 cho rằng giá dầu neo cao và biến động mạnh vẫn sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới nhóm vận tải hàng không.
- 3 Nâng quan điểm từ **KÉM KHẢ QUAN** lên **TRUNG LẬP** đối với nhóm dịch vụ nhà ga hàng hóa (SCS) do sản lượng hồi phục nhờ tính mùa vụ.

## NGÀNH NÔNG NGHIỆP [TRUNG LẬP]

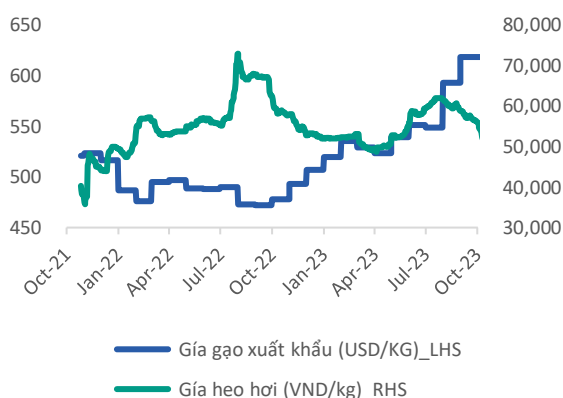
Chuyên viên phân tích: Phạm Thị Minh Châu

Email: Chauptm@bsc.com.vn

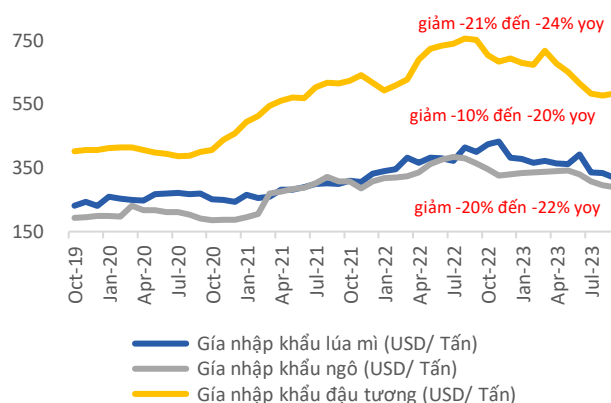
- Ước tính KQKD Q3/2023 ghi nhận đà phục hồi sau đáy lợi nhuận 1H/2023
- KQKD Q4/2023 tiếp tục đối diện với thách thức từ nhu cầu yếu bất chấp đặc điểm mùa vụ, nên sẽ có sự phân hóa về kết quả kinh doanh đối với từng doanh nghiệp do mức nền KQKD cùng kì.
- BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho ngành chăn nuôi trong năm 2023.

**Ước tính KQKD Q3/2023 ghi nhận đà phục hồi sau đáy lợi nhuận 1H/2023:** (1) giá bán nông sản (+9%QoQ) và sản phẩm chăn nuôi (+11%QoQ) có dấu hiệu hạ nhiệt nhưng vẫn duy trì ở mức nền cao từ đáy do tác động El Niño lên kì vọng nguồn cung lương thực thế giới (gạo, đường,...) và rủi ro từ diễn biến dịch bệnh trong ngành chăn nuôi và (2) xu hướng hạ nhiệt của giá ngũ cốc nhập khẩu (lúa mì, ngô, đậu tương) giảm từ 14%YoY đến 24%YoY do nhu cầu yếu.

Hình 1: xu hướng giá nông sản và sản phẩm chăn nuôi duy trì ở mức nền cao



Hình 2: Nguyên vật liệu lương thực hạ nhiệt



Nguồn: GSO, Agromonitor

**KQKD Q4/2023 tiếp tục đối diện với thách thức từ nhu cầu yếu bất chấp đặc điểm mùa vụ, nên sẽ có sự phân hóa về kết quả kinh doanh đối với từng doanh nghiệp do mức nền KQKD cùng kì, trong đó:**

- Nhóm ngành gạo:** kì vọng mức nền cao của giá bán do các vấn đề an ninh lương thực và xu hướng giá nguyên liệu đầu vào hạ nhiệt sẽ là động lực cải thiện biên lợi nhuận gộp trong Q4/23. Tuy nhiên, diễn biến phức tạp từ thời tiết và chi phí lãi vay duy trì ở mức cao (đặc biệt với các DN ngành gạo) sẽ gây áp lực bên biên lợi nhuận các doanh nghiệp này.
- Nhóm ngành đường:** biên lợi nhuận gộp ước tính tiếp tục diễn biến khả quan nhờ giá bán duy trì mức nền cao trong bối cảnh kì vọng nguồn cung đường suy giảm do diễn biến thời tiết cực đoan và xu hướng chuyển đổi sang sản xuất Ethanol khi giá dầu neo cao.
- Ngành chăn nuôi:** Đối mặt với áp lực từ giá heo hơi trung bình suy giảm -9.8% so với Q3/2023 (tương đương với giá heo quý 2), biến động đồng pha với giá heo Trung Quốc do nhu cầu duy trì ở mức thấp và dịch bệnh được khống chế. Tuy nhiên, trong bối cảnh nguyên vật liệu TACN hạ nhiệt (-14%-24%YoY) và mức nền KQKD thấp trong Q4/2022, thì dự kiến các DN sở hữu chuỗi giá trị ngành chăn nuôi như DBC, BAF,... sẽ ghi nhận KQKD khả quan hơn trung bình ngành.

Ngoài ra, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm như đã đề cập trong [báo cáo ngành Q3/23](#) về giá cổ phiếu hiện tại của ngành nông nghiệp đã phản ánh kì vọng kết quả kinh doanh phục hồi trong Q3/2023.

Tuy nhiên, đặc thù của biến động giá cổ phiếu tương quan dương với xu hướng biến động giá nông sản và sản phẩm chăn nuôi nên sẽ có những biến động nhanh và phản ánh trước diễn biến KQKD, theo các yếu tố tác động lên ngành.

#### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với KQKD 2023 đối với các nhóm ngành nông nghiệp, do tác động của mức nền thấp trong Q4/2022 và 1H/2023.

Quan điểm đầu tư: (1) ngắn hạn: khả quan nhờ biến động giá nông sản và sản phẩm chăn nuôi theo chủ đề El Niño; (2) trung hạn: chọn lọc cổ phiếu.

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 3/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|------------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------|--------|--------|----------|----------|--------------------|--------------|------------|
| <b>DBC</b> | 12,875            | 11%   | 58                 | 1017% | 240      | 81.4   | 1.0    | 1%       | 3%       | 19,500             | 24,500       | 26%        |
| <b>QNS</b> | 10,193            | 23%   | 2,068              | 61%   | 5,561    | 8.0    | 2.0    | 16%      | 23%      | 46,600             | 58,300       | 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 Ô TÔ [TRUNG LẬP]

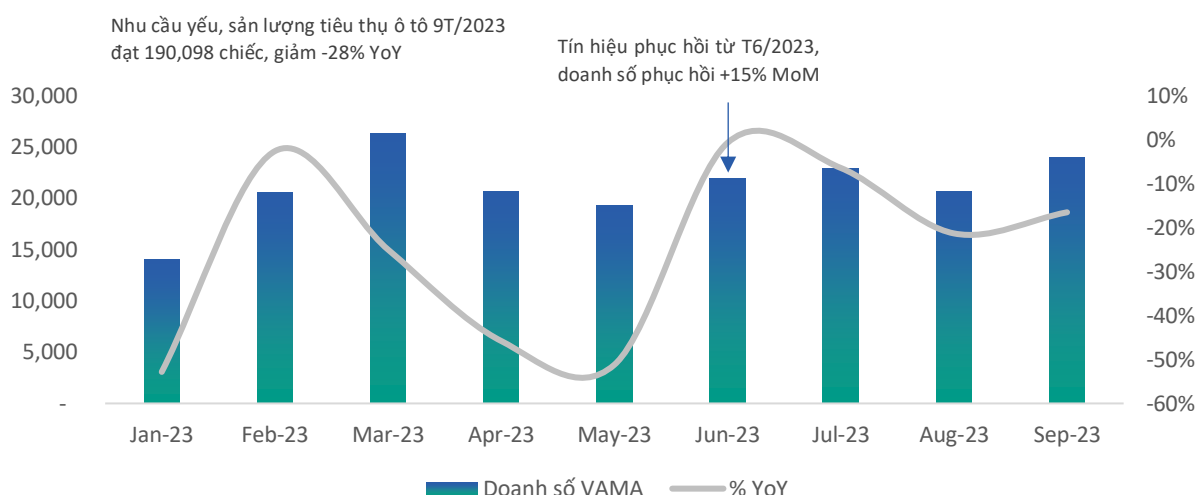
Chuyên viên phân tích: Nguyễn Dân Trường

Email: Truongnd@bsc.com.vn

- Luỹ kế 9 tháng đầu năm 2023 sản lượng tiêu thụ ô tô toàn thị trường đạt 190,098 chiếc, giảm -28% so với cùng kỳ.
- Lợi nhuận ròng các doanh nghiệp ngành Ô tô giảm mạnh so với cùng kỳ do: (1) Nhu cầu thị tiêu thụ giảm và (2) Lãi vay duy trì ở mức cao;
- 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.

**Doanh số ô tô sụt giảm mạnh trong 9T/2023, giảm 28% so với cùng kỳ do: (1) nhu cầu thị trường yếu và (2) mức nền so sánh cao cùng kỳ (1H2022 được giảm 50% lệ phí trước bạ trong khi lệ phí trước bạ năm 2023 giảm 50% từ tháng 7).** Theo Hiệp hội Các nhà sản xuất Ô tô Việt Nam (VAMA), luỹ kế 9 tháng đầu năm 2023, doanh số ô tô toàn thị trường đạt 190,098 chiếc (-28% YoY).

Hình: Sản lượng tiêu thụ ô tô 9T/2023 tăng trưởng âm (chiếc)



Nguồn: VAMA, BSC Research

**Lợi nhuận ròng các doanh nghiệp phân phối Ô tô Q3/2023 giảm -16% đến -94% YoY do: (1) Nhu cầu yếu khiến đại lý tăng hoa hồng cho nhân viên bán hàng, tăng chiết khấu cho khách hàng và (2) Lãi vay duy trì ở mức cao.**

Bảng: Tóm tắt KDKQ các DNNY ngành Ô tô Q3/2023 (Tỷ VND)

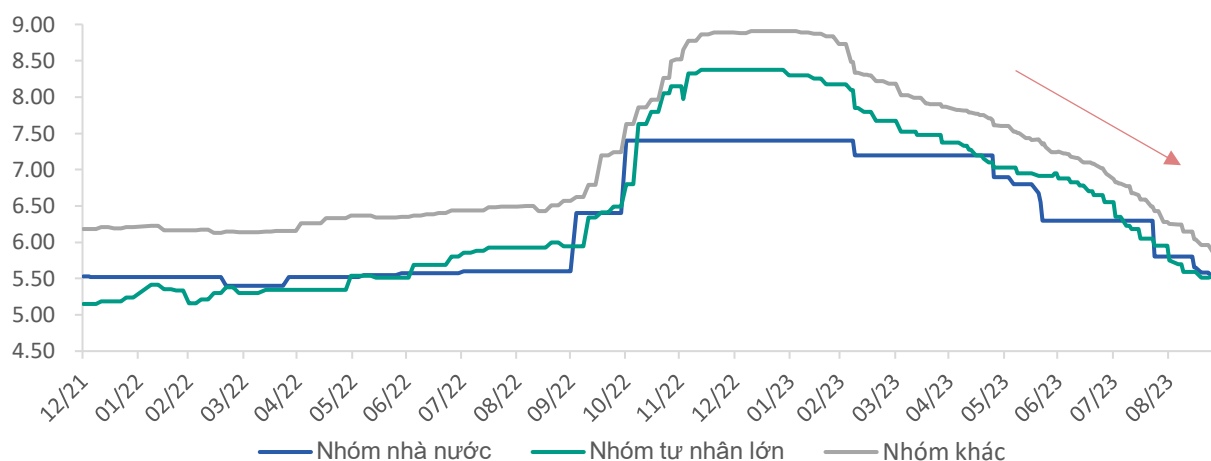
|     | Doanh thu thuần |       |       | Lợi nhuận ròng |        |       |       |       |       |       |       |       | Thay đổi Biên LNG svck (bsp) |      |
|-----|-----------------|-------|-------|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------------------|------|
|     | Q3/22           | Q3/23 | % YoY | 9T22           | 9T23   | % YoY | Q3/22 | Q3/23 | % YoY | 9T22  | 9T23  | % YoY | Q3/23                        | 9T23 |
| VEA | 1,233           | 885   | -28%  | 3,486          | 2,871  | -18%  | 1,919 | 1,607 | -16%  | 5,276 | 4,902 | -7%   | +2%                          | +1%  |
| HAX | 233             | 146   | -37%  | 811            | 371    | -54%  | 10    | 3     | -70%  | 27    | 9     | -67%  | -1%                          | +1%  |
| CTF | 1,970           | 1,115 | -43%  | 5,177          | 2,905  | -44%  | 58    | 8     | -86%  | 193   | 15    | -92%  | 0%                           | 0%   |
| SVC | 5,029           | 5,035 | 0%    | 14,448         | 14,283 | -1%   | 160   | 9     | -94%  | 417   | 34    | -92%  | -2%                          | -1%  |

Nguồn: Fiinpro, BSC Research

**Kỳ vọng doanh số ô tô 2H2023 phục hồi so với 1H2023 nhờ:**

- (1) **Chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ áp dụng từ 01/07/2023 đến 31/12/2023** là động lực thúc đẩy chính cho sự phục hồi trong 2H/2023. Trong quý 3, chính sách này đã góp phần cải thiện doanh số ô tô lên mức 67,506 xe, giảm -15% YoY, ít hơn mức giảm 38% YoY của quý 2.
- (2) **Lãi suất tiền gửi bình quân giảm**, là tiền đề quan trọng giúp lãi suất cho vay giảm trong tương lai và tăng khả năng tiếp cận ô tô của một bộ phận người tiêu dùng.

Hình: Lãi suất huy động tiếp tục xu hướng giảm (%)

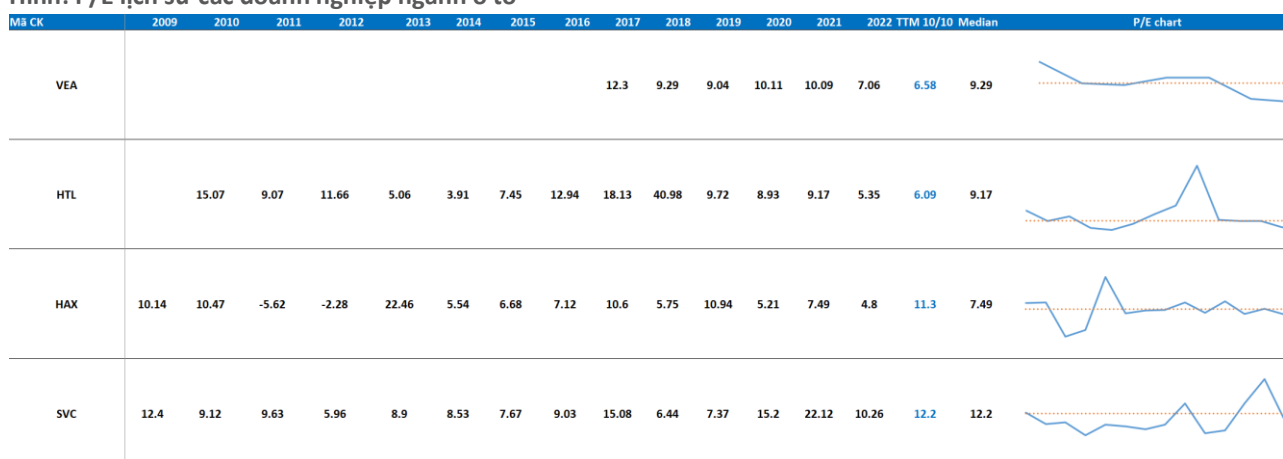


Nguồn: Fiinpro, BSC Research

BSC cho rằng doanh số ô tô cả năm 2023 sẽ không vượt được mức kỷ lục trong 2022 và **vẫn sẽ tăng trưởng âm** vì vậy chúng tôi **duy trì quan điểm TRUNG LẬP** đối với ngành Ô tô năm 2023.

Chúng tôi ưa thích VEA do: (1) có lịch sử trả cổ tức tiền mặt đều đặn với 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 tăng trưởng âm 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 3/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|-------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------|--------|--------|----------|----------|--------------------|--------------|------------|
| VEA   | 4,350             | -8%   | 7,105              | -6%   | 5,347    | 6.9    | 1.8    | 25%      | 23%      | 36,700             | 45,000       | 23%        |

Nguồn: BSC Research

## NGÀNH HÓA CHẤT [KHẢ QUAN]

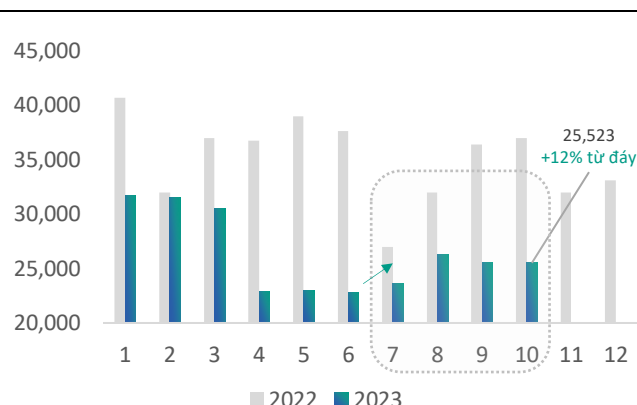
Chuyên viên phân tích: Lưu Thùy Linh

Email: Linhlt2@bsc.com.vn

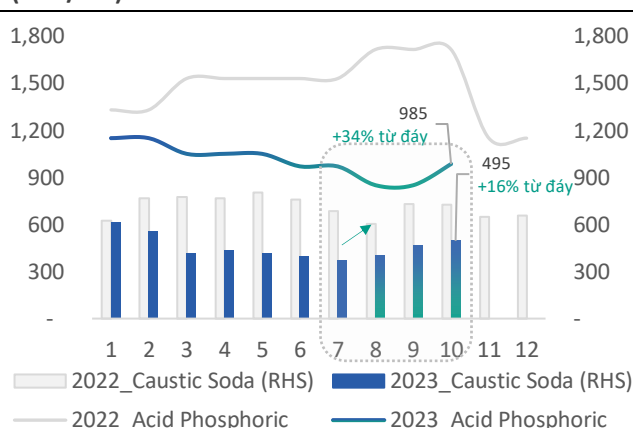
- Giá một số hóa chất phục hồi trong Q3/2023 do được thúc đẩy bởi: (1) nhu cầu cải thiện và (2) giá năng lượng tăng
- BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Hóa chất trong năm 2023 do mức nền so sánh cao và **KHẢ QUAN** trong 2024 do kỳ vọng giá các loại hóa chất sẽ tiếp tục phục hồi trong cuối năm 2023 và 2024.

### Nhu cầu cải thiện thúc đẩy giá một số hóa chất tăng trở lại trong Q3/2023

Hình: Giá phốt pho vàng phục hồi từ T7/2023 (CNY/tấn)



Hình: Giá axit phosphoric và giá xút (RHS) tăng trở lại (USD/tấn)



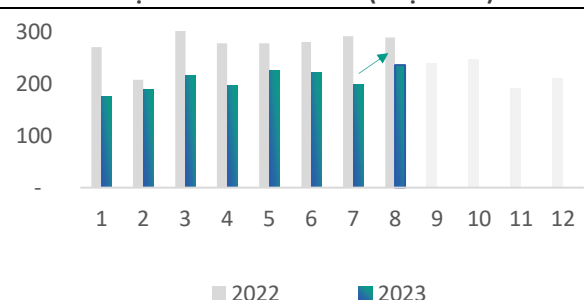
Nguồn: Sunsirs, BSC Research tổng hợp

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Nhu cầu các loại hóa chất cơ bản phục hồi giúp giá các hóa chất tăng trở lại sau khi tạo đáy trong T7/2023. Việc hàng tồn kho giảm về mức thấp và nhu cầu tiêu thụ hóa chất tăng đã giúp thị trường sôi động hơn thúc đẩy giá hóa chất tăng. Cụ thể, giá phốt pho vàng tại Trung Quốc tháng 10/2023 đạt khoảng 25,500 CNY/tấn (-31% YoY, tăng +12% từ đáy); giá axit phosphoric và giá xút tháng 10/2023 lần lượt đạt 985 USD/tấn (-43% YoY, tăng +34% từ đáy) và 495 USD/tấn (-32% YoY, tăng +16% từ đáy).

### Xuất khẩu hóa chất phục hồi, đạt mức cao nhất từ đầu năm trong tháng 8/2023

Hình: Giá trị xuất khẩu Hóa chất (Triệu USD)



Nguồn: Customs, BSC Research

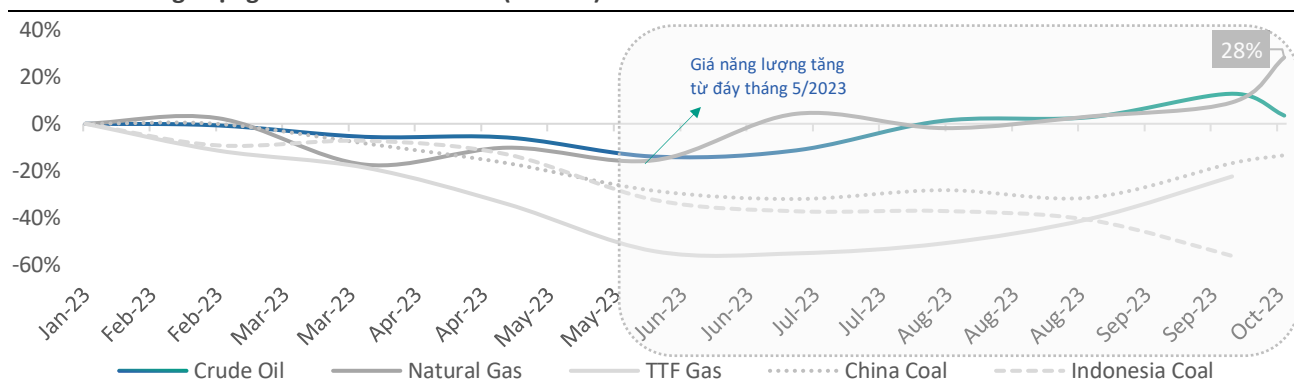
- Lũy kế 8T/2023 giá trị xuất khẩu hóa chất của Việt Nam đạt 1,654 triệu USD (-25% YoY), phục hồi so với mức giảm -35% YoY trong tháng 1/2023;
- Tính riêng trong tháng 8/2023 Việt Nam xuất khẩu 235 triệu USD (+19% MoM, -18% YoY) đạt mức cao nhất tính từ đầu năm tới nay;

BSC kỳ vọng nhu cầu hóa chất sẽ tiếp tục cải thiện trong Q4/2023 khi bước vào mùa cao điểm

BSC cho rằng nhu cầu các hóa chất sẽ tiếp tục cải thiện trong phần còn lại của 2023 và 2024F từ đó thúc đẩy giá hóa chất tiếp tục phục hồi.

## Giá năng lượng tăng trở lại sẽ là động lực giúp giá hàng hóa tiếp tục tăng

Hình: Giá năng lượng so với đầu năm 2023 (+% YTD)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Giá các mặt hàng năng lượng chính đã tăng từ tháng 06/2023 kéo theo chi phí sản xuất tăng, thúc đẩy giá các hóa chất phục hồi. Giá năng lượng đã tạo đáy trong tháng 5 và tăng trở lại trong tháng 6, tính đến tháng 10/2023 giá các mặt hàng năng lượng chính dù vẫn thấp hơn svck tuy nhiên đã tăng mạnh so với mức đáy. Giá dầu Brent và than đá tăng khoảng 20% so với đáy, giá khí tại EU và Mỹ tăng lần lượt 70% và 50% so với đáy.

Chúng tôi cho rằng giá năng lượng đã tạo đã tạo đáy tại tháng 5 và có thể tiếp tục tăng trong cuối năm 2023 và 2024F nếu các xung đột chính trị diễn ra căng thẳng hoặc sự cố tại các cường quốc xuất khẩu năng lượng. Và giá năng lượng tăng sẽ là động lực hỗ trợ hóa chất tăng giá.

### BSC kỳ vọng giá các loại hóa chất sẽ tiếp tục phục hồi trong cuối năm 2023 và 2024 nhờ:

(1) Giá các loại hóa chất đã giảm sâu, dư địa giảm giá không còn nhiều và các nhà sản xuất có xu hướng giữ giá và (2) Nguồn cung chặt hơn do các vấn đề về năng lượng và;

Chúng tôi cho rằng nguồn cung hóa chất đang trở nên khó khăn hơn do các vấn đề liên quan đến năng lượng (thiếu điện, giá than tăng, thiếu khí, ...) có xu hướng trở nên rõ rệt hơn trong nửa cuối năm 2023 đặc biệt là tại Trung Quốc. Việc nguồn cung chặt hơn cùng với giá hóa chất đã giảm sâu về mức thấp là động lực chính thúc đẩy sự phục hồi giá các sản phẩm hóa chất.

### BSC duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành Hóa chất trong năm 2023 và KHẢ QUAN trong 2024

Dù kỳ vọng phục hồi tuy nhiên BSC cho rằng cho rằng chưa có động lực rõ ràng để các loại hóa chất vượt vùng giá đỉnh của năm 2022, vì vậy 2023 các doanh nghiệp hóa chất sẽ tăng trưởng âm trước khi phục hồi rõ ràng hơn trong 2024.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

### BSC duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành Hóa chất trong năm 2023 và KHẢ QUAN trong 2024.

Chúng tôi ưa thích DGC do: DGC là doanh nghiệp hóa chất hàng đầu Việt Nam sở hữu lượng tiền mặt lớn với bảng cân đối kế toán lành mạnh cùng tiềm năng tăng trưởng trong tương lai đến từ: (1) mở rộng công suất mảng phốt pho vàng nhờ M&A các nhà máy khác và (2) vận hành dự án Nghi Sơn – Đức Giang.

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 3/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|-------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------|--------|--------|----------|----------|--------------------|--------------|------------|
| DGC   | 11,309            | -22%  | 3,259              | -41%  | 8,576    | 10.2   | 2.5    | 22%      | 24%      | 87,500             | 100,000      | 14%        |
| CSV   | 1,482             | -30%  | 272                | -23%  | 6,154    | 6.3    | 1.2    | 17%      | 19%      | 39,000             | 48,000       | 23%        |

Nguồn: BSC Research

## NGÀNH PHÂN BÓN [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Lưu Thuỳ Linh

Email: Linhlt2@bsc.com.vn

- Sản lượng và giá bán bình quân Ure trong nước phục hồi trong Q3/2023;
- Trung Quốc hạn chế xuất khẩu Ure và Ấn Độ tăng cường nhập khẩu là động lực thúc đẩy Ure tiếp tục neo giá ở vùng hiện tại và tiếp tục tăng khi bước vào mùa cao điểm;
- BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Phân bón năm 2023 và **KHẢ QUAN** trong 2024

**Trung Quốc giảm hạn chế xuất khẩu và Ấn Độ tăng nhập khẩu là tín hiệu tốt hỗ trợ đà tăng của giá Ure**

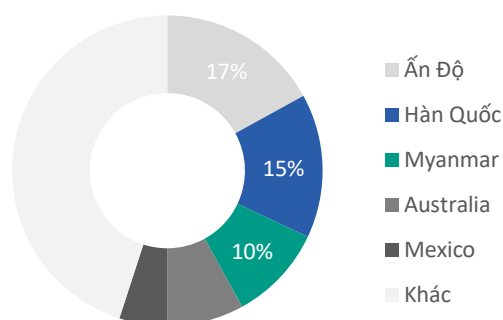
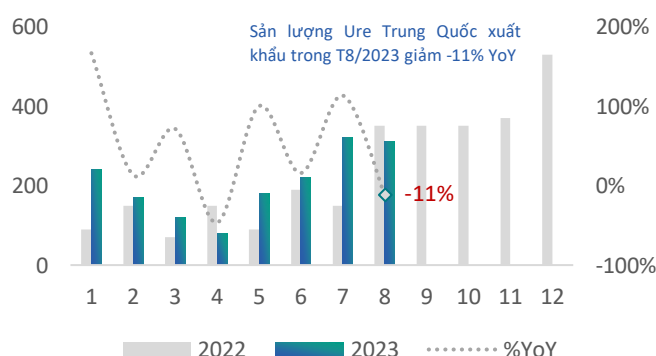
### Trung Quốc hạn chế xuất khẩu Ure từ T9/2023

Giá ure tăng và hạn chế xuất khẩu được dỡ bỏ vào đầu năm 2023 đã khiến Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu Ure trong 8 tháng đầu năm 2023 và hậu quả dẫn tới lượng tồn kho Ure tại Trung Quốc đã giảm về mức thấp kỷ lục. Để đảm bảo an ninh phân bón – lương thực, Trung Quốc đã giảm dần xuất khẩu từ tháng 8/2023 và hạn chế xuất khẩu chính thức trong tháng 09/2023.

Các thị trường xuất khẩu Ure chính của Trung Quốc là: Ấn Độ (17%), Hàn Quốc (15%) và Myanmar (10%), trong đó Hàn Quốc và Myanmar đồng thời cũng là hai thị trường xuất khẩu phân bón lớn của Việt Nam. Là quốc gia sản xuất và xuất khẩu phân bón lớn trên thế giới, BSC kỳ vọng việc Trung Quốc hạn chế xuất khẩu Ure sẽ: **(1)** hỗ trợ đà tăng giá Ure thế giới và trong nước và **(2)** Việt Nam có thể tăng cạnh tranh trên thị trường thế giới trong việc xuất khẩu Ure.

Hình: Trung Quốc giảm xuất khẩu từ tháng 08/2023 trước khi chính thức hạn chế xuất khẩu trong tháng 09/2023

Hình: Các quốc gia Trung Quốc xuất khẩu phân bón chủ yếu

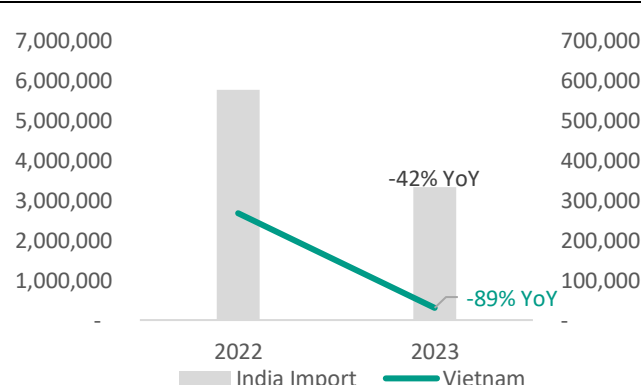
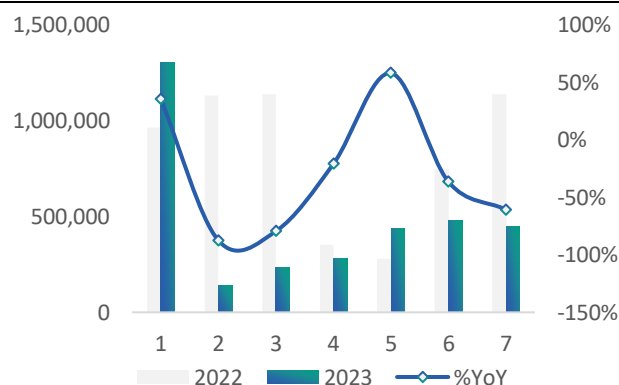


Nguồn: China Customs, BSC Research

**Ấn Độ nhập khẩu Ure thấp hơn svck trong 7T/2023, BSC kỳ vọng Ấn Độ tăng lượng Ure nhập khẩu trong cuối năm 2023 khi bước vào mùa vụ chính trong năm**

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

Hình: Ấn Độ giảm nhập khẩu Ure từ Việt Nam trong 7T/2023 (tấn)



Nguồn: India Customs, BSC Research

Lũy kế 7T/2023, Ấn Độ nhập khẩu 3.3 triệu tấn Ure (-42% YoY) trong đó, Ấn Độ nhập khẩu từ Việt Nam 30 nghìn tấn (-89% YoY) giảm nhiều hơn so với lượng Ấn Độ nhập khẩu do Trung Quốc đã đẩy mạnh xuất khẩu Ure trong 7T/2023. BSC kỳ vọng Ấn Độ sẽ tăng nhập khẩu trong cuối năm 2023 do: **(1)** Ấn Độ bước vào mùa vụ chính trong năm và **(2)** áp lực bù đắp lượng Ure tồn kho thấp trong bối cảnh giá Ure đang tăng trở lại.

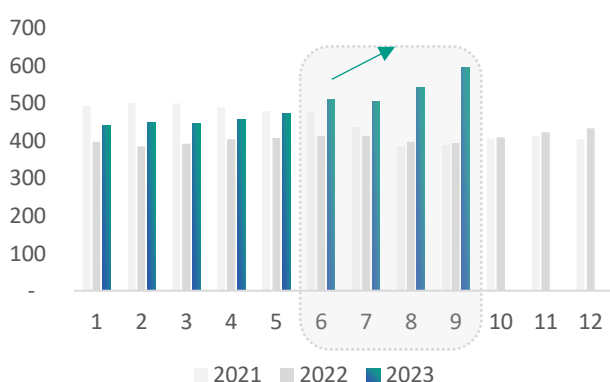
**Triển vọng quý 4/2023 và năm 2024:** BSC duy trì quan điểm như Báo cáo triển vọng Q3/2023, BSC kỳ vọng giá Ure sẽ phục hồi trong 2H/2023 và nhu cầu nội địa sẽ cải thiện trong phần còn lại năm 2023 nhờ:

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

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

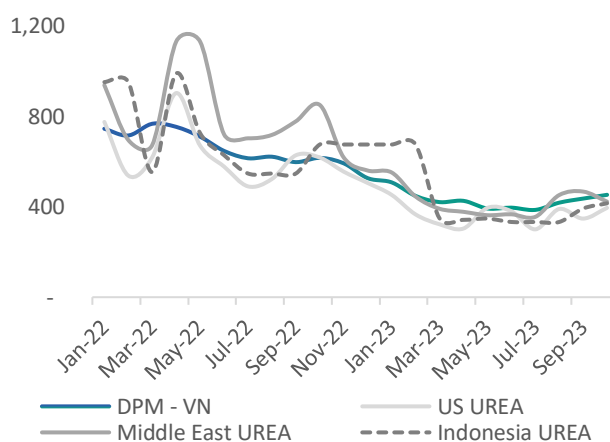
Giá gạo xuất khẩu bình quân Q3/2023 của Việt Nam duy trì mức cao, đạt 546 USD/tấn, tăng +34% so với cùng kỳ năm 2022 và tăng +14% so với quý 2. BSC kỳ vọng giá gạo tăng cao và giá phân bón thấp sẽ cải thiện nhu cầu sử dụng phân bón trong nước.

Hình: Giá gạo xuất khẩu bình quân Việt Nam (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Giá ure trong nước và giá Ure thế giới (USD/tấn)



Nguồn: India Customs, BSC Research

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** trong năm 2023 đối với ngành Phân bón do giá Ure giảm so với 2022 gây áp lực tăng trưởng âm và quan điểm **KHẢ QUAN** cho năm 2024.

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 3/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|-------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------|--------|--------|----------|----------|--------------------|--------------|------------|
| DPM   | 12,635            | -32%  | 1,098              | -80%  | 2,805    | 12.6   | 1.1    | 7%       | 10%      | 35,250             | 42,000       | 19%        |
| DCM   | 12,047            | -24%  | 1,039              | -76%  | 1,916    | 16.7   | 1.6    | 7%       | 10%      | 32,750             | 36,000       | 10%        |

Nguồn: BSC Research

## NGÀNH SẴM LỐP [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Lưu Thuỳ Linh

Email: Linhlt2@bsc.com.vn

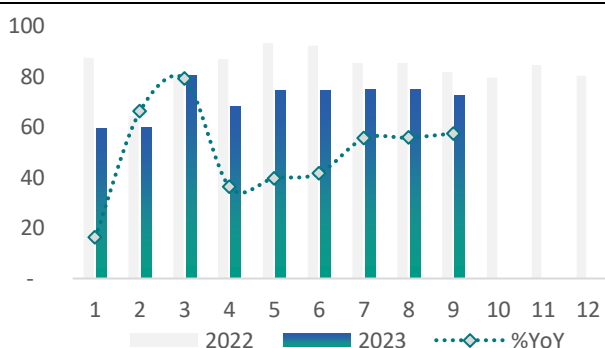
- BSC cho rằng trong năm 2023 hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp sản xuất lốp sẽ phân hoá bởi: **(1)** khả năng cạnh tranh tại thị trường nội địa và khả năng đẩy mạnh thị trường xuất khẩu; **(2)** khả năng cắt giảm chi phí SG&A và **(3)** khả năng duy trì hiệu quả hoạt động trong bối cảnh một số nguyên liệu sản xuất tăng giá trở lại.
- BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Sản xuất lốp năm 2023.

### Tín hiệu phục hồi từ thị trường xuất khẩu

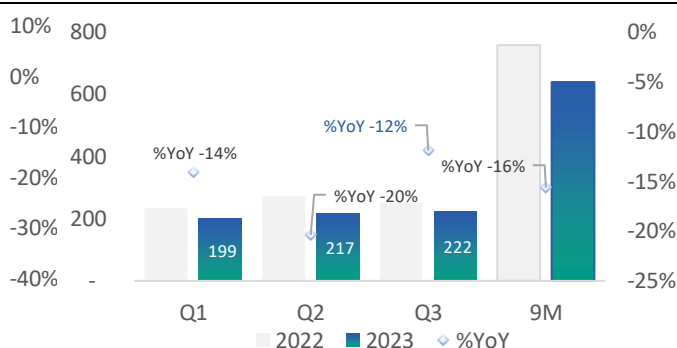
Lũy kế 9T/2023, Việt Nam xuất khẩu 638 triệu USD sản phẩm cao su (-16% YoY), tính riêng trong quý 3/2023 và tháng 09/2023 giá trị xuất khẩu sản phẩm cao su lần lượt đạt 222 triệu USD (-12% YoY; tăng +11%/+3% so với quý 1 và quý 2) và 72 triệu USD (-11% YoY).

Chúng tôi kỳ vọng thị trường xuất khẩu sản phẩm lốp sẽ tiếp tục đà phục hồi trong Q4/2023 do quý 4 thường là mùa cao điểm tiêu thụ và xuất khẩu sản phẩm lốp.

Hình: Giá trị xuất khẩu sản phẩm cao su trong 9 tháng đầu năm (triệu USD)



Hình: Giá trị xuất khẩu sản phẩm cao su phục hồi trong Q3/2023 (triệu USD)



\*Lốp xe chiếm tỷ trọng 50% sản phẩm cao su xuất khẩu

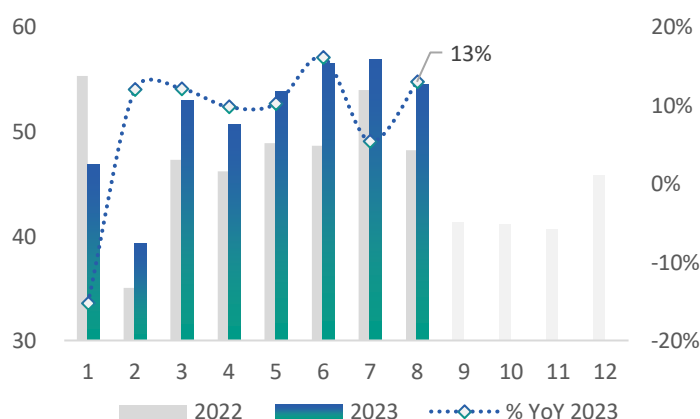
Nguồn: Customs, BSC Research

### Tuy nhiên, áp lực cạnh tranh vẫn duy trì ở mức cao do Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu lốp

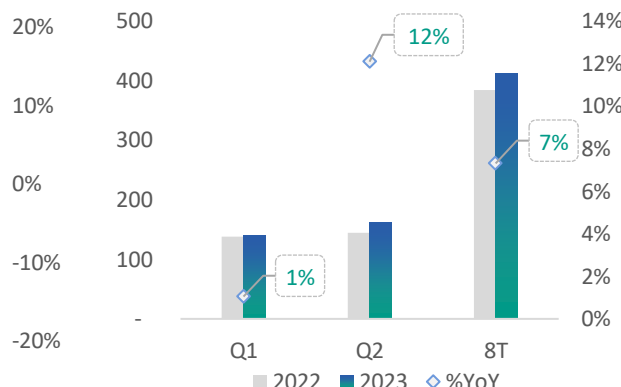
Lợi nhuận từ lốp xuất khẩu cao hơn đã thúc đẩy các nhà sản xuất lốp Trung Quốc điều chỉnh thị trường mục tiêu và đẩy mạnh xuất khẩu lốp. Nhờ sở hữu nhà máy công suất lớn cùng tự chủ các nguyên liệu đầu vào giúp giá bán bình quân các sản phẩm lốp Trung Quốc cạnh tranh hơn tại thị trường nước ngoài.

Lũy kế 8T/2023, Trung Quốc xuất khẩu 41.1 triệu lốp tăng 7% so với cùng kỳ, tính riêng trong T8/2023, Trung Quốc xuất khẩu 5.5 triệu lốp (+13% YoY).

Hình: Sản lượng lốp Trung Quốc xuất khẩu từ T1 – T8 năm 2022 và 2023 ('0,000 chiếc)



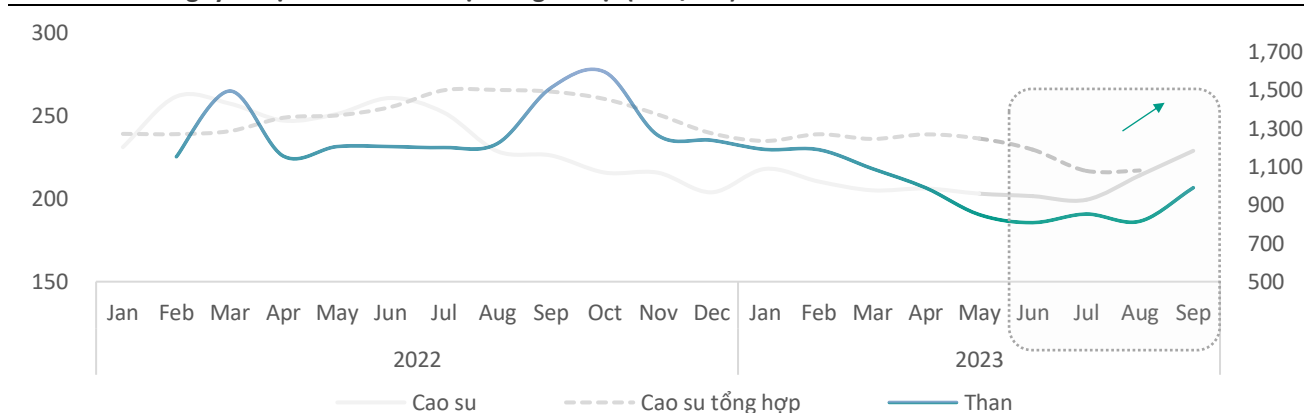
Hình: Trung Quốc tăng cường xuất khẩu lốp trong Q2/2023 (0,000 chiếc)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

## Một số nguyên vật liệu có xu hướng tăng

Hình: Giá các nguyên liệu chính có tín hiệu tăng trở lại (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Giá các nguyên liệu chính như: cao su, than, hoá chất đang có xu hướng tăng trở lại, rủi ro giảm hiệu quả hoạt động. Giá cao su và than cuối quý 3/2023 lần lượt đạt 229 USD/tấn và 990 USD/tấn, tương ứng tăng +14% và +23% so với cuối quý 2/2023. Các nguyên liệu sản xuất tăng giá sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sản phẩm, 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.

## Bù lại, BSC kỳ vọng hiệu quả hoạt động sẽ được hỗ trợ nhờ tiết giảm chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp

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 Q2/2023.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC duy trì quan điểm **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; **(2)** khả năng cắt giảm chi phí SG&A và **(3)** khả năng duy trì hiệu quả hoạt động trong bối cảnh một số nguyên liệu sản xuất tăng giá trở lại.

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 3/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|-------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------|--------|--------|----------|----------|--------------------|--------------|------------|
| DRC   | 4,946             | 1%    | 244                | -21%  | 2,007    | 11.1   | 1.4    | 9%       | 13%      | 22,750             | 28,600       | 26%        |

Nguồn: BSC Research

## NGÀNH TIÊU DÙNG – BÁN LẺ [TRUNG LẬP]

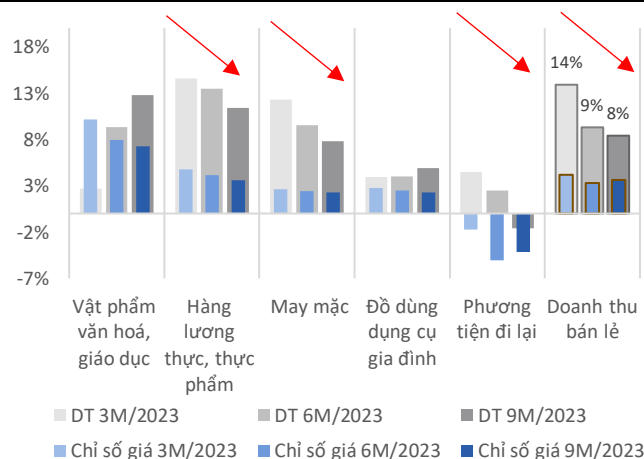
Chuyên viên phân tích: Phạm Thị Minh Châu

Email: Chauptm@bsc.com.vn

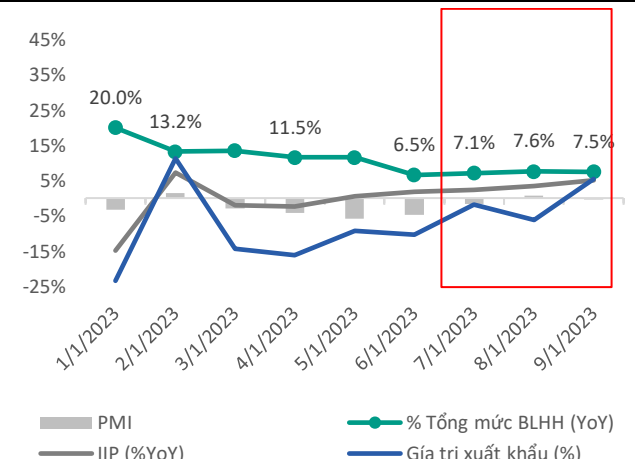
- Nhu cầu tiêu dùng chưa ghi nhận tín hiệu phục hồi rõ nét Q3/2023:
- KQKD đã ghi nhận những tín hiệu khả quan hơn trong Q3/2023 so với quý trước, cùng xu hướng phục hồi tích cực từ Q4/23, đã được phản ánh vào diễn biến giá cổ phiếu.
- Tiềm năng nâng định giá của các DN bán lẻ niêm yết trong trung hạn đến từ kì vọng bán vốn /xu hướng M&A các mảng kinh doanh.
- BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho kết quả kinh doanh ngành tiêu dùng bán lẻ trong năm 2023 và kì vọng tích cực hơn về KQKD trong năm 2024F.

**Nhu cầu tiêu dùng chưa ghi nhận tín hiệu phục hồi rõ nét Q3/2023:** Doanh thu bán lẻ hàng hóa dịch vụ trong Q3/2023 tăng trưởng chậm lại (+7.3% YoY) so với Q2/2023 (+8.7%YoY)- thấp hơn CAGR 2016-2019 là 11.8%. Do nền kinh tế Việt Nam chịu áp lực gián tiếp từ bất ổn của nền kinh tế, địa chính trị thế giới, dẫn đến những suy giảm trong thu nhập khả dụng của người dân và làm giảm đà tăng trưởng của nhóm ngành hàng đã ghi nhận tăng trưởng cao trong 1H/2023 (nhờ mức nền thấp của cùng kì).

Hình 1: Nhu cầu tiêu dùng tiếp tục tăng trưởng chậm lại trong Q3/2023



Hình 2: Kinh tế vĩ mô Q3/2023 chưa ghi nhận nhiều tín hiệu phục hồi rõ nét



Nguồn: GSO, BSC tổng hợp, Finpro.

Bảng 1: Tổng hợp diễn biến KQKD kì vọng và diễn biến giá cổ phiếu Q3/2023 và 9T/2023

|     | Lợi nhuận sau thuế (ước tính) Q3.2023 |      | % YoY | Diễn biến giá CP so với index   |                                | Beta |
|-----|---------------------------------------|------|-------|---------------------------------|--------------------------------|------|
|     | % QoQ                                 | YTD  |       | Trước TT điều chỉnh (1/11/2023) | Sau TT điều chỉnh (23/10/2023) |      |
| MWG | (1.0)                                 | 123% |       |                                 |                                |      |
| PNJ | 0%                                    | -25% |       |                                 |                                |      |
| DGW | 43%                                   | 23%  |       |                                 |                                |      |
| MSN | (0.9)                                 | -54% |       |                                 |                                |      |
| VNM | 8%                                    | 13%  |       |                                 |                                |      |
| QNS | 60%                                   | -29% |       |                                 |                                |      |
| DBC | 94%                                   | -96% |       |                                 |                                |      |
| BAF | (0.8)                                 | 367% |       |                                 |                                |      |
| SAB | 22%                                   | -10% |       |                                 |                                |      |

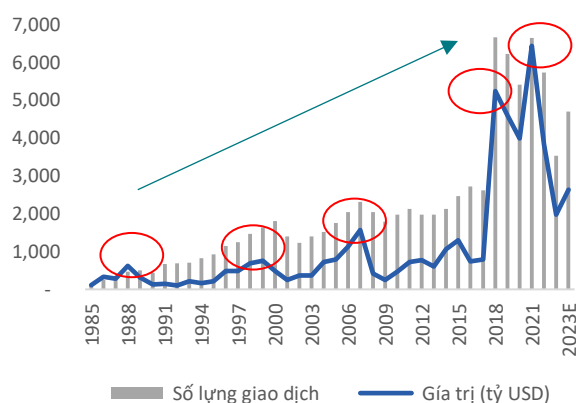
Nguồn: BSC tổng hợp.

Theo đó, dựa trên góc độ tình hình kinh doanh: KQKD Q3/2023 (ước tính bảng 1) của nhóm ngành tiêu dùng bán lẻ ước tính tiếp tục suy giảm so với cùng kì do tổng cầu suy giảm. **Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm trong báo cáo ngành Q3/23: về KQKD đã ghi nhận những tín hiệu khả quan hơn trong Q3/2023 so với quý trước, cùng đà phục hồi KQKD tiếp tục được kéo dài đến 1H/2024.**

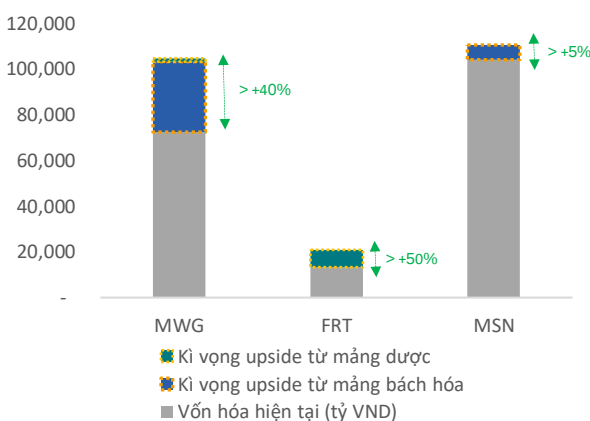
Quan điểm này tiếp tục được hỗ trợ bởi các yếu tố:

- (1) Áp lực thanh lý hàng tồn kho giá cao suy giảm từ Q2/2023 và  
(2) tác động tích cực của chính sách nới lỏng tiền tệ, hỗ trợ tiêu dùng từ chính phủ dần phát huy hiệu quả;  
(3) kỳ vọng từ các thương vụ bán vốn và xu hướng M&A các mảng kinh doanh, nhằm hỗ trợ dòng tiền hoạt động cho mục tiêu tăng trưởng dài hạn và kỳ vọng tái định giá doanh nghiệp.

Hình 3: Xu hướng tăng số lượng và quy mô của các thương vụ M&A lĩnh vực bán lẻ, đặc biệt trong/ sau GD kinh tế biến động



Hình 4 : Tiềm năng nâng định giá của các DN bán lẻ niêm yết, theo PP so sánh với PE trung vị tham khảo ở bảng 2 (Tỷ VND)



Nguồn: imaa-institute.org, BSC tổng hợp và ước tính.

Bảng 2: Tổng hợp các thương vụ bán vốn/M&A của các doanh nghiệp trong ngành bán lẻ Châu Á từ 2013-2023

| Hình thức                                | Giai đoạn | Giao dịch phát sinh                                                                         | Giá trị (tỷ USD) | P/S mục tiêu ước tính (lần) | Số lượng cửa hàng/siêu thị | Các doanh nghiệp có mô hình tương tự | Quan điểm |
|------------------------------------------|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|-----------------------------|----------------------------|--------------------------------------|-----------|
| Chuỗi bán lẻ bách hoá/ cửa hàng tiện lợi | 2013      | CP All mua lại Siam Makro                                                                   | 6.6              | 1.8                         | 57                         | BHX (MWG) sở hữu hơn 1,700 CH        | Khả thi   |
|                                          | 2016      | CRC đã mua lại chuỗi Big C từ tập đoàn Casino (Pháp)                                        | 1.1              | 1.8                         | 73                         |                                      |           |
|                                          | 2020      | CP Group đã mua lại 86,9% cổ phần của chuỗi Tesco tại Thái Lan                              | 10.6             | 0.8                         | 2,000                      | WCM (MSN) Sở hữu hơn 3,300 CH        | Theo dõi  |
|                                          | 2020-2022 | Ước tính giá trị WCM, thông qua các giao dịch bán vốn của TCX                               | 2.5-3.0          | 1.9-2.3                     | 2,538 -3,268               |                                      |           |
| Chuỗi bán lẻ dược                        | 2023      | Tập đoàn Dongwha Pharm (Hàn Quốc) đã ký thỏa thuận mua lại 51% cổ phần của Trung Sơn Pharma | 0.06             | 1.1                         | 140                        | An Khang (MWG) sở hữu hơn 500 CH     | Theo dõi  |
|                                          |           |                                                                                             |                  |                             |                            | Long Châu (FRT) sở hữu hơn           | Theo dõi  |

\*Dựa trên thông tin của các doanh nghiệp đã công bố.

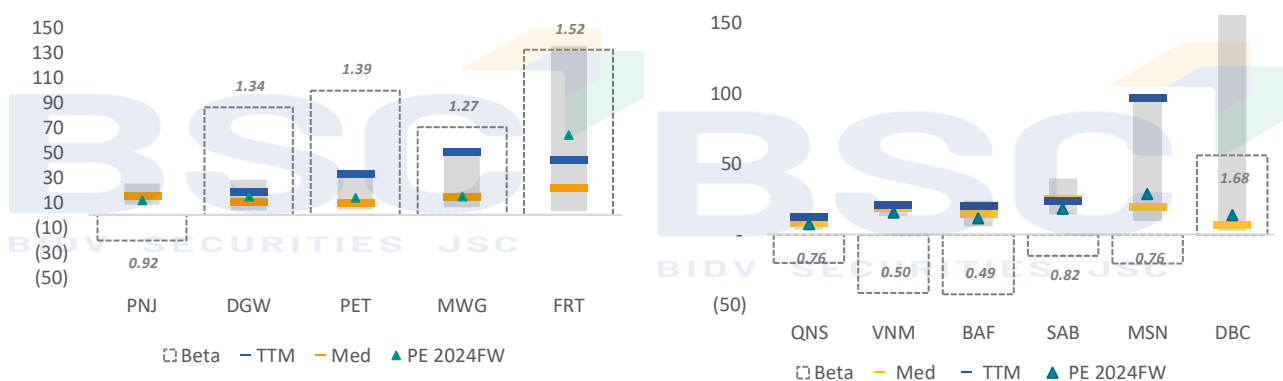
Nguồn: BSC Research thu thập và ước tính

Ngoài ra, dựa trên góc độ thị trường chúng tôi duy trì quan điểm ngành bán lẻ - tiêu dùng đã ghi nhận diễn biến giá cổ phiếu tích cực hơn bối cảnh chung chủ yếu đối với nhóm cổ phiếu

- (1) có kết quả kinh doanh kỳ vọng phục hồi trong Q4/2023 và 2024,  
(2) có câu chuyện tăng trưởng trong trung hạn.

Do đó, sau giai đoạn thị trường đã được chiết khấu từ 10%-15% so với đỉnh trước đó, sẽ mang lại cơ hội đầu tư hấp dẫn trong ngành, đặc biệt đối với những cổ phiếu (MWG, PNJ, MSN,...) bị chiết khấu nhiều do ảnh hưởng của thị trường như đã đề cập trong bảng 1.

Hình 5: diễn biến giá cổ phiếu nhóm ngành tiêu dùng bán lẻ đã được chiết khấu so với trung vị



Nguồn: BSC Research thu thập và ước tính

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với kết quả kinh doanh của nhóm ngành tiêu dùng -bán lẻ trong năm 2023 do thách thức về nhu cầu suy yếu và triển vọng tích cực hơn trong năm 2024.

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

| Mã CK      | DTT 2023<br>(tỷ VND) | % YoY | LNST<br>2023<br>(tỷ VND) | % YoY | EPS<br>2023 | P/E<br>fw | P/B<br>fw | ROA<br>2023 | ROE<br>2023 | Giá ngày<br>3/11/2023 | Giá mục tiêu<br>2023/2024 | Upside<br>(%) |
|------------|----------------------|-------|--------------------------|-------|-------------|-----------|-----------|-------------|-------------|-----------------------|---------------------------|---------------|
| <b>MSN</b> | 82,876               | 9%    | 567                      | -84%  | 396         | 161.3     | 2.5       | 2%          | 7%          | 63,900                | 76,400                    | 20%           |
| <b>DGW</b> | 18,676               | -15%  | 412                      | -40%  | 2,524       | 19.0      | 2.7       | 6%          | 15%         | 46,800                | 60,400                    | 29%           |
| <b>MWG</b> | 122,025              | -9%   | 371                      | -91%  | 254         | 153.5     | 2.3       | 2%          | 5%          | 38,950                | 55,700                    | 43%           |
| <b>VNM</b> | 61,441               | 2%    | 8,684                    | 2%    | 3,740       | 16.8      | 4.5       | 18%         | 27%         | 70,000                | 84,900                    | 21%           |
| <b>PNJ</b> | 31,950               | -6%   | 1,850                    | 2%    | 5,142       | 13.1      | 2.6       | 13%         | 19%         | 73,800                | 95,600                    | 30%           |

Nguồn: BSC Research

## NGÀNH THỦY SẢN [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Trần Lâm Tùng, Email: [tungtl@bsc.com.vn](mailto:tungtl@bsc.com.vn)

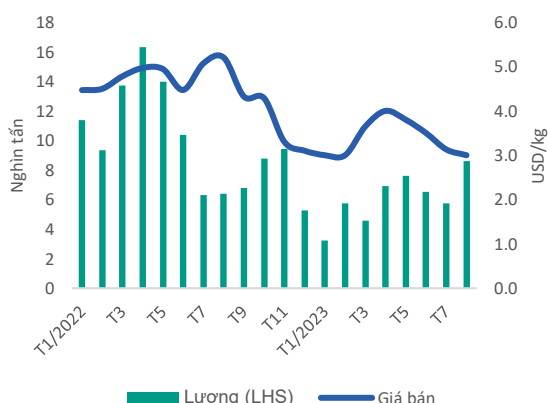
- Lũy kế 9T.2023, kim ngạch xuất khẩu cá tra = 1.359 tỷ USD (-44% yoy), tuy nhiên, trong Q3.2023, sản lượng cá tra xuất khẩu đã có sự hồi phục tích cực với động lực chính đến từ thị trường Trung Quốc, trong khi đó, thị trường Mỹ suy giảm do giá cá tra giảm mạnh.
- So với báo cáo trước đó, BSC duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành cá tra do (1) giá cá tra xuất khẩu đi Mỹ chưa có sự hồi phục rõ rệt (2) triển vọng hồi phục trong Q4.2023 và 2024 (i) theo yếu tố mùa vụ và (ii) nhu cầu tiêu thụ cải thiện tại Trung Quốc và Mỹ.

Lũy kế 9T.2023, kim ngạch xuất khẩu cá tra = 1.359 tỷ USD (-44% yoy), tuy nhiên, trong Q3.2023, sản lượng cá tra xuất khẩu đã có sự hồi phục tích cực với động lực chính đến từ thị trường Trung Quốc, trong khi đó, thị trường Mỹ có xu hướng suy giảm do giá cá tra giảm. Cụ thể:

- Giá cá đi Mỹ Q3.2023 thấp hơn 14% so với kỳ vọng của BSC do nhu cầu cá tra chưa có sự cải thiện rõ rệt.** Giá cá tra xuất khẩu đi Mỹ = 3.0 USD/kg (-16.2% qoq, -38% yoy), tuy nhiên sản lượng = 22.6 nghìn tấn (+7.4% qoq, +16% yoy) ghi nhận hồi phục.
- Sản lượng cá tra đi Trung Quốc Q3.2023 hồi phục.** Giá cá tra xuất khẩu đi Trung Quốc = 2.18 (-3% qoq, -16% yoy), sản lượng xuất khẩu = 68.28 nghìn tấn (+18% qoq, +20% yoy).

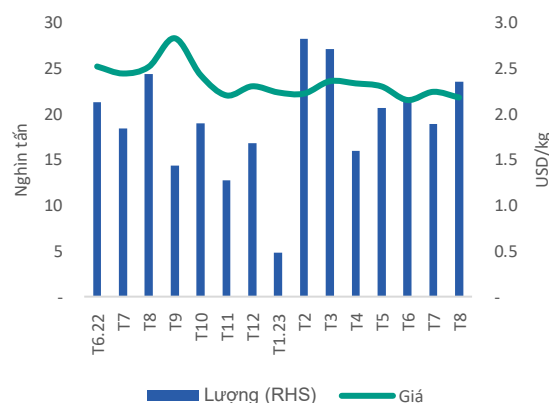
BSC cho rằng sự hồi phục sản lượng của cá đi Mỹ và Trung Quốc chủ yếu do (1) bên mua tích trữ tồn kho phục vụ giai đoạn cuối năm (2) lượng tồn cá tra thấp tại Mỹ và Trung Quốc.

**Hình: Sản lượng cá tra đi Mỹ hồi phục trong khi giá cá tra đi Mỹ giảm mạnh**



Nguồn: BSC tổng hợp

**Hình: Sản lượng cá tra đi Trung Quốc hồi phục**



Nguồn: BSC tổng hợp

**Trong Q4.2023 và 2024, BSC kỳ vọng sản lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam sẽ có sự hồi phục nhờ nhu cầu dần cải thiện tại hai thị trường xuất khẩu chính (Mỹ, Trung Quốc).**

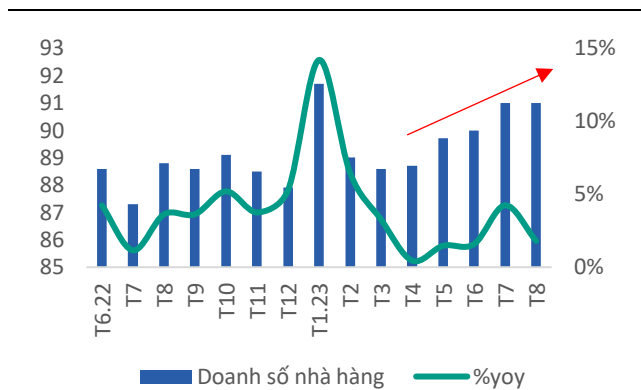
Đối với thị trường Mỹ:

**BSC kỳ vọng xuất khẩu cá tra đi Mỹ sẽ có sự hồi phục trong Q4.2023 và kéo dài trong 2024 nhờ (1) nhu cầu dần cải thiện trong khi (2) mức tồn kho cá tra thấp khi duy trì mức tương đương so với T7.2021 (giai đoạn đầu của chu kỳ cá tra trước) (3) mức thuế chống bán phá giá thấp được tiếp tục duy trì.**

- (1) Nhu cầu tiêu thụ cá tra dần cải thiện tại thị trường Mỹ** nhờ (i) doanh số nhà hàng hồi phục T8 = 90.8 tỷ USD (+1.8% yoy) (ii) theo yếu tố mùa vụ trong các dịp lễ trong Q4.2023.
- (2) Mức tồn kho cá tra thấp tại thị trường Mỹ.** Theo bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA), tồn kho cá da trơn (size cá tra) T7 = 32.2 nghìn tấn giảm 20% so với giai đoạn đầu năm và tương đương với T7.2021 (giai đoạn đầu của chu kỳ cá tra trước đó).

- (3) Trong T9.2023, ngay sau khi Mỹ nâng cấp chiến lược toàn diện với Việt Nam, mức thuế chống phá giá đối với cá tra phi lê đông lạnh đã được công bố. Theo đó, VHC tiếp tục được hưởng mức thuế xuất 0.0 USD/kg, ANV và IDI là 0.14 USD/kg.

Hình: Doanh số nhà hàng Mỹ T8 +1.8% yoy



Nguồn: Cục thống kê Hoa Kỳ

Hình: Mức thuế chống bán giá được áp dụng với một số doanh nghiệp Việt Nam

| Tên công ty                           | Mức thuế áp dụng |
|---------------------------------------|------------------|
| CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)                  | 0.0 USD/kg       |
| CT TNHH Thủy Sản Biển Đông            | 0.0 USD/kg       |
| CTCP Nam Việt (ANV)                   | 0.14 USD/kg      |
| CTCP ĐT và PT Đa Quốc Gia I.D.I (IDI) | 0.14 USD/kg      |

Nguồn: BSC tổng hợp

#### Đối với thị trường Trung Quốc:

**BSC cho rằng trong Q4.2023 và 2024, xuất khẩu sang Trung Quốc sẽ có sự hồi phục về sản lượng nhờ (1) tiêu thụ cá tra cải thiện nhờ nhu cầu tiêu dùng, ăn uống cải thiện (2) sản lượng tăng theo yếu tố mùa vụ trong Q4.2023.**

- (1) **Tiêu thụ cá tra cải thiện nhờ nhu cầu tiêu dùng, ăn uống cải thiện trong Q4.2023 và 2024.** Trong T8.2023, BSC nhận thấy sự ấm lên của tiêu dùng, chi tiêu ăn uống tại thị trường Trung Quốc sau khi thực hiện hàng loạt các chính sách kích cầu nội địa, cụ thể:

- Doanh số bán lẻ +4.6% yoy cao hơn 2.1 điểm % so với mức tăng trong T7.
- Doanh số nhà hàng +12.4% yoy cao hơn 1.5 điểm % so với mức tăng trong T7.

Do vậy, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ cá tra tại Trung Quốc sẽ có sự cải thiện trong phần còn lại của 2023 và 2024, khi Trung Quốc tiếp tục duy trì và đẩy mạnh hơn nữa các chính sách kích cầu nhằm vực dậy nền kinh tế Trung Quốc.

- (2) **Sản lượng tăng trong Q4.2023 theo yếu tố mùa vụ.** Giai đoạn cuối năm, lượng nhập khẩu cá tra vào Trung Quốc thường có xu hướng tăng so với Q3 do bên mua tích trữ lại hàng tồn kho nhằm phục vụ nhu cầu tiêu thụ gia tăng vào các dịp lễ hội/năm mới.

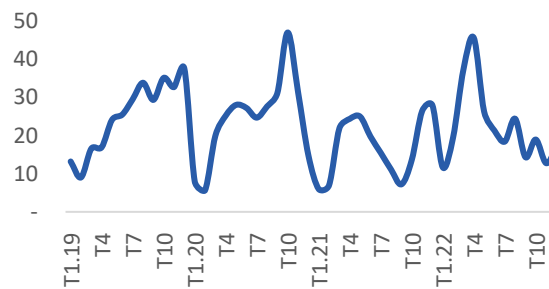
Tuy nhiên, đối với triển vọng giá cá tra xuất khẩu sang Trung Quốc, BSC cho rằng sẽ khó tăng mạnh trong Q4.2023 và 2024 do (1) nguồn cung cá tra, các loại sản phẩm thay thế khác (cá rô phi,...) không quá thiếu hụt (2) lợi thế đàm phán về giá thấp do thị trường xuất khẩu sang Trung Quốc tương đối phân mảnh.

Hình: Dịch vụ nhà hàng, ăn uống duy trì xu thế hồi phục từ Q2.2023

Hình: Sản lượng xuất khẩu cá tra đi Trung Quốc thường có xu hướng tăng trong Q4.



Nguồn: Bloomberg



Nguồn: BSC tổng hợp

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

So với báo cáo trước, BSC duy trì quan điểm đầu tư **TRUNG LẬP** trong Q4.2023 và 2024 do:

- (1) Giá cá tra xuất khẩu đi Mỹ chưa có sự hồi phục rõ rệt.
- (2) Triển vọng hồi phục trong Q4.2023 và 2024 nhờ (i) theo yếu tố mùa vụ (ii) sản lượng hồi phục nhờ nhu cầu tiêu thụ hồi phục Q4.2023 và 2024 tại Mỹ và Trung Quốc (iii) tồn kho cá tra thấp tại thị trường Mỹ.

| 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 3/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|-------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------|--------|--------|----------|----------|--------------------|--------------|------------|
| ANV   | 4,604             | -6%   | 76                 | -89%  | 590      | 58.0   | 1.5    | 1%       | 3%       | 33,100             | n/a          | n/a        |
| VHC   | 10,216            | -23%  | 1,281              | -35%  | 6,987    | 10.3   | 1.5    | 11%      | 15%      | 72,200             | 87,000       | 20%        |

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](mailto:tungtl@bsc.com.vn)

- 9T.2023, doanh thu công nghiệp CNTT = 2.3 triệu tỷ VND (-2% yoy), mức suy giảm đến từ xuất khẩu phần cứng điện tử suy giảm. Trong khi đó mảng xuất khẩu phần mềm duy trì kết quả tích cực, khi FPT ghi nhận doanh thu tại thị trường nước ngoài 8T.2023 +30.4% yoy nhờ kết quả tích cực tại thị trường Nhật Bản +41% yoy.
- Triển vọng Q4.2023 và 2024, BSC cho rằng triển vọng của các doanh nghiệp niêm yết thuộc ngành Công nghệ và Viễn thông khả quan nhờ (i) nhu cầu CNTT duy trì cao ở Nhật Bản, APAC và hồi phục ở Mỹ (ii) xu hướng đầu tư vào hệ thống giao thông thông minh (ITS) tại các cao tốc và (iii) phát triển mạng 4G, 5G.
- Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông Q4.2023 và 2024.

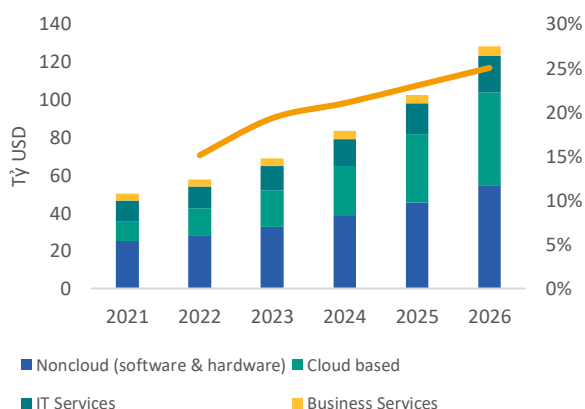
Theo Bộ Thông tin và Truyền thông, 9T.2023 doanh thu công nghiệp CNTT = 2.3 triệu tỷ đồng (-2% yoy), do giá trị xuất khẩu phần máy tính, linh kiện -4.2% yoy và điện thoại -8.7% yoy. Trong khi đó mảng xuất khẩu phần mềm duy trì kết quả tích cực, khi FPT ghi nhận doanh thu tại thị trường nước ngoài 8T.2023 +30.4% yoy nhờ kết quả tích cực tại thị trường Nhật Bản +41% yoy (FPT chiếm khoảng 70% cơ cấu xuất khẩu phần mềm của Việt Nam).

Đối với triển vọng Q4.2023 và 2024, BSC duy trì quan điểm Khả Quan đối với các doanh nghiệp CNTT trên sàn khi chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực xuất khẩu, gia công phần mềm nhờ:

(i) Nhu cầu CNTT duy trì cao ở Nhật Bản, APAC và cho tín hiệu hồi phục tại Mỹ, cụ thể:

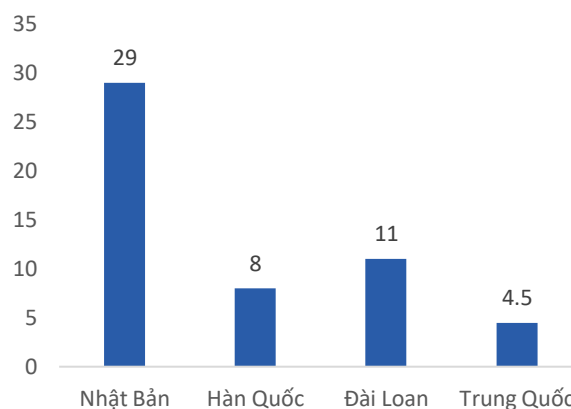
- Nhu cầu đầu tư chuyển đổi số duy trì cao ở Nhật Bản và APAC nhờ (1) các doanh nghiệp Nhật Bản tập trung chuyển đổi số trong 2023 – 2024 nhằm tiết kiệm chi phí nhân công, giảm phát thải Cacbon và bắt kịp các nước trong khu vực Châu Á và G7 (2) nhu cầu chuyển đổi dữ liệu lớn từ vật lý lên cloud tại APAC khi các ứng dụng điện toán đám mây kỳ vọng tăng trưởng trung bình 30% CAGR trong giai đoạn từ nay đến 2026.

Hình: Tăng trưởng chi tiêu cho công nghệ kỳ vọng đạt 20.8% CAGR ở khu vực APAC (2022 – 2026)



Nguồn: IDC

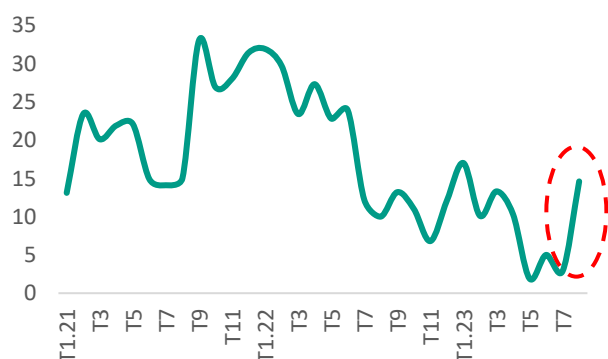
Hình: Nhật Bản xếp hạng 29/64 về chuyển đổi số thấp hơn nhiều so với các nước khác.



Nguồn: IMD

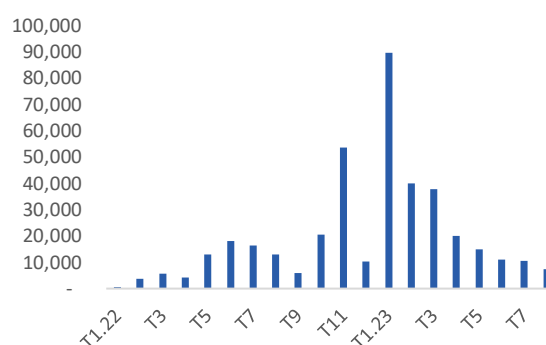
- Nhu cầu CNTT tại thị trường Mỹ có xu hướng hồi phục thể hiện qua (1) chỉ số chi tiêu cho CNTT T8 = 14.6 tăng 11.7 điểm so với T7, ngoài ra, trong T8 giá trị đơn hàng ký mới của FPT = 2,407 tỷ đồng (+42% yoy) (2) làn sóng sa thải nhân sự CNTT kết thúc tại Mỹ, tổng số nhân viên CNTT bị sa thải T8 = 7,462 người (-30% mom, -42% yoy).

Hình: Chỉ số CNTT tháng 8 = 14.6 hồi phục trở lại



Nguồn: FRED

Hình: Số lượng nhân sự CNTT bị sa thải tại Mỹ



Nguồn: Layoff.fyi

(ii) Xu hướng đầu tư Giao thông thông minh (ITS) tại các cao tốc tạo động lực tăng trưởng cho nhóm ITS (ELC, ITD) trong giai đoạn từ nay đến 2025. Trong giai đoạn 2022 – 2025, chính phủ đặt mục tiêu lắp đặt hệ thống ITS trên 100% các tuyến cao tốc do vậy nhóm ITS sẽ được hưởng lợi trực tiếp nhờ (1) quy mô dự án ITS cao tốc thường có giá trị từ 200 – 300 tỷ đồng/gói, nội đô 100 – 200 tỷ đồng/gói (2) số lượng nhà thầu ITS hạn chế ở Việt Nam (chỉ có 3 nhà thầu có kinh nghiệm thực thi – ELC, ITD, Trí Nam).

(iii) Xu hướng phát triển mạng 4G, 5G trong 2024. BSC kỳ vọng sau khi thực hiện đóng mạng 2G cùng với xu hướng tiến đến thành phố thông minh, cũng như nhu cầu gia tăng của các nền tảng trực tuyến, điện toán đám mây sẽ có ảnh hưởng tích cực lên hoạt động của các nhóm doanh nghiệp 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 nhờ (i) nhu cầu chi tiêu cho công nghệ duy trì mức cao ở Nhật Bản, APAC và hồi phục tại thị trường Mỹ (ii) Xu hướng đầu tư ITS tại các cao tốc tạo động lực tăng trưởng cho nhóm ITS (ELC, ITD) trong giai đoạn từ nay đến 2025 (iii) xu hướng phát triển mạng 4G, 5G sẽ có tác động tích cực lên hoạt động kinh doanh của nhóm Quản lý bán buôn (CTR), trung tâm dữ liệu, cloud (FPT, CMG).

| 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 3/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|-------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------|--------|--------|----------|----------|--------------------|--------------|------------|
| FPT   | 53,029            | 20%   | 7,829              | 21%   | 4,950    | 17.8   | 3.1    | 12%      | 28%      | 92,900             | 108,000      | 16%        |
| CTR   | 10,803            | 15%   | 501                | 13%   | 4,449    | 18     | 4.2    | 8%       | 25%      | 76,000             | 95,000       | 26%        |

Nguồn: BSC Research

## NGÀNH DẦU KHÍ [KHẢ QUAN]

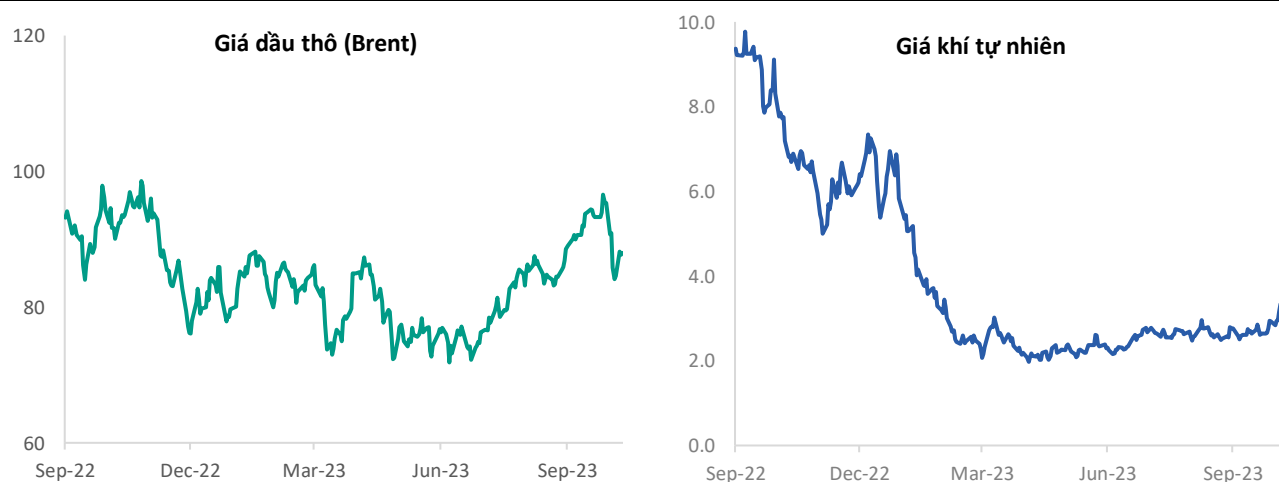
Chuyên viên phân tích: Dương Quang Minh

Email: Minhhdq@bsc.com.vn

- Giá dầu có xu hướng phục hồi trở lại và dao động quanh mức 90 USD/thùng, do xu hướng thắt chặt nguồn cung cùng căng thẳng leo thang giữa các quốc gia.
- Xu hướng thắt chặt nguồn cung vẫn đang tiếp diễn có thể là động lực khiến giá dầu duy trì ở mức cao trong thời gian tới.
- Chuỗi dự án Lô B – Ô Môn sẽ sớm được triển khai trong thời gian tới.
- Kho cảng LNG Thị Vải thử nghiệm thành công sẽ mở ra xu hướng đầu tư LNG trong trung và dài hạn
- BSC giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm ngành dầu khí.

**Giá dầu (Brent) phục hồi trở lại và duy trì ở mức cao trong Q3/2023.** Kể từ tháng 7, giá dầu đã chứng kiến một xu hướng tăng khá mạnh, và có những thời điểm đã áp sát mốc 100 USD/thùng. Bên cạnh đó, giá khí cũng tăng gần 30% trong quý 3, và đang giao dịch quanh mức 3.4 USD/mmbtu. Nguyên nhân khiến giá dầu và giá khí phục hồi đến từ (1) nguồn cung tiếp tục bị thắt chặt bởi nhóm OPEC+ dự kiến sẽ còn duy trì tới hết năm 2023; và (2) Xung đột địa-chính trị giữa một số quốc gia có xu hướng leo thang, làm tăng thêm lo ngại về việc sản lượng sản xuất dầu thô sẽ bị ảnh hưởng trong thời gian tới. Trong bối cảnh căng thẳng leo thang, cũng như tình hình địa chính trị vẫn còn vô cùng phức tạp, nhiều khả năng chính sách thắt chặt nguồn cung các quốc gia sản xuất dầu thô lớn sẽ tiếp tục được duy trì. Do đó, BSC giữ vững quan điểm giá dầu sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao, và dao động quanh mức 90 USD/thùng trong giai đoạn cuối năm 2023.

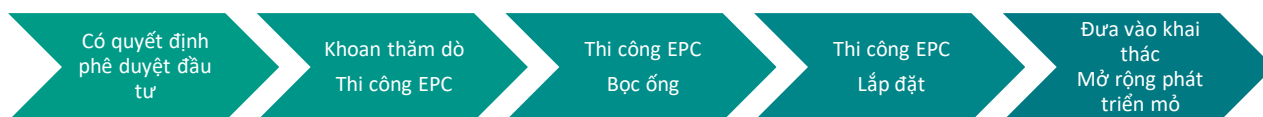
Hình: Giá dầu thô và giá khí thế giới có xu hướng tạo đáy và hồi phục trở lại



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

**Chuỗi dự án Lô B – Ô Môn sẽ sớm được triển khai trong thời gian tới.** Gần đây, PVN đã thống nhất các điều khoản nhằm triển khai thoả thuận chung với MOECO & PTTEP, để đảm bảo chuỗi dự án Lô B đi vào hoạt động theo đúng kế hoạch (dự kiến hoàn thành quý 4 năm 2026), mà không cần đợi phê duyệt Quyết định đầu tư cuối cùng (FID). Theo đó, trong thời gian tới PVN sẽ chỉ định trúng thầu hạn chế (LLOA) cho hợp đồng EPCI đợt 1, với tổng giá trị đầu tư là 1.0 tỷ USD, dự kiến bắt đầu giải ngân từ năm 2024. Trong đó, PVS dự kiến sẽ được thực hiện gần 60% tổng khối lượng công việc, tương ứng 600 triệu USD. Vì vậy, BSC kỳ vọng chuỗi dự án được triển khai sẽ sớm giúp các doanh nghiệp dầu khí được hưởng lợi, đặc biệt là nhóm thượng nguồn dầu khí, thông qua các hợp đồng EPC và các chiến dịch khoan thăm dò.

Hình: Các giai đoạn của dự án Lô B – Ô Môn (dự kiến)



| Giai đoạn           | Giai đoạn đầu (2023 – 2025)                             | Giai đoạn sau (2025 – 2027)                | Giai đoạn khai thác (2027 trở đi)                                                                |
|---------------------|---------------------------------------------------------|--------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Hoạt động</b>    | Khoan/Dịch vụ giếng khoan<br>Thi công EPCI xây lắp giàn | Thi công EPCI đường ống dẫn khí<br>Bọc ống | Xây lắp nhà máy điện<br>Khai thác, vận chuyển và phân phối khí<br>Tiếp tục phát triển mở rộng mở |
| <b>DN hưởng lợi</b> | PVS, PVD, PVC, PXS                                      | PVS, PVB, GAS, PVX                         | GAS, các DN điện khí                                                                             |

Nguồn: BSC Research

**Kho cảng LNG Thị Vải thử nghiệm thành công sẽ mở ra xu hướng đầu tư LNG trong trung và dài hạn.** Trong tháng 7/2023, kho cảng LNG Thị Vải đã chạy thử thành công và đón chuyển tàu nhập khẩu LNG đầu tiên về Việt Nam, với sản lượng 70.000 tấn LNG. Theo định hướng Chiến lược phát triển năng lượng quốc gia của Việt Nam, đầu tư hạ tầng kỹ thuật phục vụ nhập khẩu và tiêu thụ LNG sẽ được ưu tiên phát triển, nhằm hướng tới đủ năng lực nhập khẩu khí LNG khoảng 8 tỷ m3 vào năm 2030 và 15 tỷ m3 vào năm 2045. Bên cạnh đó, trong văn bản đã được phê duyệt chính thức, Quy hoạch điện VIII xác định đến năm 2030 sẽ xây mới 13 nhà máy điện khí LNG, có tổng công suất 22.400MW. Tính đến thời điểm hiện tại, trong số 13 dự án điện LNG được chấp thuận chủ trương đầu tư, đã có 5 dự án đang triển khai. Vì vậy, BSC cho rằng đây sẽ là tiền đề để các dự án LNG được đẩy mạnh đầu tư trong những năm tới, từ đó mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp trung nguồn dầu khí như GAS, CNNG hay PVT.

**Bảng 1: Danh mục các nhà máy nhiệt điện LNG**

| STT | Dự án                            | Công suất (MW) | Giai đoạn | Kho cảng LNG   | Công suất (tấn)   |
|-----|----------------------------------|----------------|-----------|----------------|-------------------|
| 1   | LNG Quảng Ninh                   | 1,500          | 2021-2030 | LNG Quảng Ninh | 2 triệu tấn       |
| 2   | LNG Thái Bình                    | 1,500          | 2021-2030 | N/A            | N/A               |
| 3   | LNG Nghi Sơn                     | 1,500          | 2021-2030 | Nam Nghi Sơn   | 1 triệu tấn       |
| 4   | LNG Quảng Trạch II               | 1,500          | 2021-2030 | N/A            | N/A               |
| 5   | LNG Quỳnh Lập/Nghi Sơn           | 1,500          | 2021-2030 | Nam Nghi Sơn   | 100,000 m3        |
| 6   | LNG Hải Lăng giai đoạn 1         | 1,500          | 2021-2030 | Hải Lăng       | 1.5 triệu tấn     |
| 7   | LNG Cà Ná                        | 1,500          | 2021-2030 | LNG Cà Ná      | 5 triệu tấn       |
| 8   | NMNĐ Sơn Mỹ I và Sơn Mỹ II       | 4,500          | 2021-2030 | LNG Sơn Mỹ     | 6 triệu tấn       |
| 9   | LNG Long Sơn                     | 1,500          | 2031-2035 | N/A            | 3.5-4.4 triệu tấn |
| 10  | NMĐ Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 | 1,624          | 2021-2030 | LNG Thị Vải    | 3 triệu tấn       |
| 11  | LNG Hiệp Phước giai đoạn I       | 1,200          | 2021-2030 | N/A            | N/A               |
| 12  | LNG Long An I và Long An II      | 3,000          | 2021-2035 | N/A            | N/A               |
| 13  | LNG Bạc Liêu                     | 3,200          | 2021-2030 | N/A            | N/A               |

Nguồn: QHĐ VIII, BSC Research

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC tiếp tục duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Dầu Khí, trong đó:

**Đối với nhóm thượng nguồn**, BSC kỳ vọng các dự án dầu khí sẽ sớm có quyết định đầu tư trong thời gian tới, và các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ khoan, xây lắp giàn khoan, kho nổi như **PVS** và **PVD** dự kiến có thêm nhiều nguồn công việc với giá trị cao hơn.

**Đối với nhóm trung nguồn**, những diễn biến phức tạp từ tình hình địa-chính trị trên toàn cầu sẽ khiến đơn giá vận tải dầu khí neo cao, nhờ đó các doanh nghiệp như **PVT** sẽ được hưởng lợi. Ngoài ra, nhu cầu nhập khẩu LNG sẽ tiếp tục thúc đẩy việc xây dựng hệ thống kho chứa, và **GAS** với vị thế là nhà các dự án LNG Thị Vải GD 2 và LNG Sơn Mỹ GD 1 nhiều tiềm năng trong thời gian tới.

**Đối với nhóm hạ nguồn**, BSC khuyến nghị khả quan đối với cổ phiếu **PLX** nhờ kỳ vọng sản lượng xăng dầu phục hồi cùng giá bán tăng, và ghi nhận lợi nhuận đột biến từ hoạt động thoái vốn tại PGBank. Bên cạnh đó, BSR cũng sẽ ghi nhận lợi nhuận hồi phục nhờ diễn biến hồi phục tích cực của giá dầu và crackspread trong nửa cuối năm, và triển vọng chuyển sàn HOSE trong thời gian tới.

**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 3/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|------------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------|--------|--------|----------|----------|--------------------|--------------|------------|
| <b>GAS</b> | 90,877            | -10%  | 12,701             | -14%  | 6,636    | 14.6   | 2.2    | 14%      | 19%      | 80,600             | 104,400      | 30%        |
| <b>PVD</b> | 5,844             | 8%    | 537                | -622% | 672      | 28.9   | 1.1    | 3%       | 4%       | 27,900             | 32,000       | 15%        |
| <b>PVS</b> | 19,684            | 20%   | 877                | -1%   | 1,329    | 20.8   | 1.4    | 4%       | 7%       | 38,200             | 44,500       | 16%        |
| <b>PLC</b> | 8,228             | -4%   | 185                | 58%   | 2,293    | 13.4   | 1.9    | 4%       | 14%      | 30,600             | 38,400       | 25%        |
| <b>BSR</b> | 145,795           | -13%  | 7,567              | -49%  | 2,440    | 8.3    | 1.1    | 9%       | 13%      | 20,300             | 24,600       | 21%        |
| <b>PLX</b> | 283,117           | -7%   | 4,152              | 186%  | 3,388    | 10.8   | 1.4    | 7%       | 16%      | 35,350             | 46,000       | 30%        |

*Nguồn: BSC Research*

## NGÀNH ĐIỆN [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Nguyễn Dân Trường

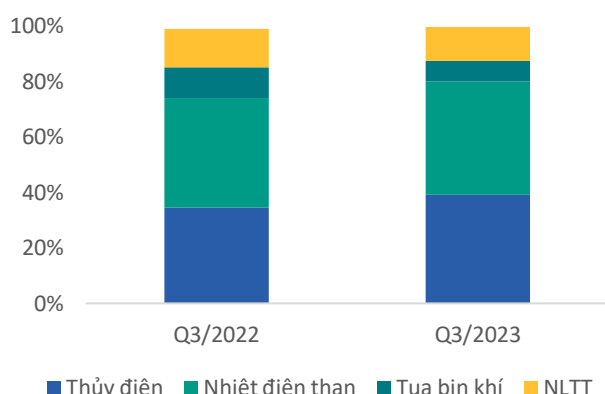
Email: [Truongnd@bsc.com.vn](mailto:Truongnd@bsc.com.vn)

- Sản lượng điện thương phẩm quý 3/2023 tăng +8.7% so với cùng kỳ, đạt 74.62 tỷ kWh.
- Chu kỳ El Nino đang là hiện tượng thời tiết chủ đạo trong năm 2023 và có thể duy trì sang năm 2024 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.

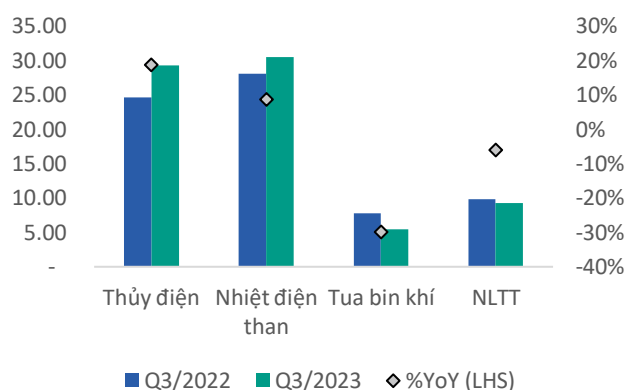
### Sản lượng điện khí, điện tái tạo sụt giảm và đẩy mạnh huy động thủy điện và nhiệt điện than.

Trong 9 tháng đầu năm 2023, sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống đạt 206.73 tỷ kWh (+1 % YoY). Sản lượng tiêu thụ điện tăng trưởng so với cùng kỳ đến từ việc nhu cầu sử dụng điện tăng cao trong các ngày nắng nóng, đặc biệt là ở khu vực phía Bắc. Trong đó, nhiệt điện than đóng góp lớn nhất với 96.8 tỷ kWh (+11.1% YoY), chiếm 46.8% tổng sản lượng, theo sau là thủy điện với sản lượng 60,29 tỷ kWh (-1.8% YoY).

Hình: Cơ cấu nguồn phát điện: nhiệt điện than và thủy điện bù đắp sụt giảm từ điện khí và NLTT



Hình: Sản lượng quý 3: nhiệt điện than tăng mạnh, tua bin khí và điện gió tăng nhẹ (Tỷ Kwh)

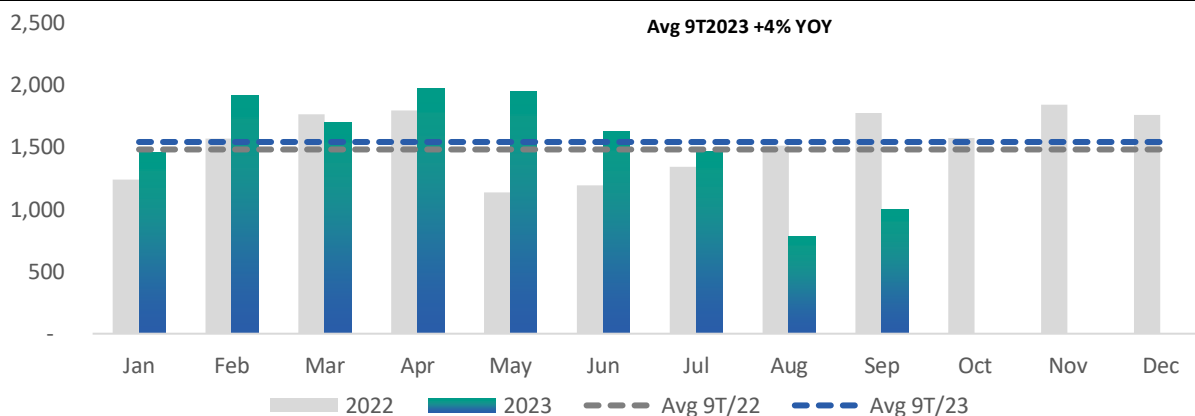


Nguồn: EVN, BSC Research

### Nhiệt điện được kỳ vọng sẽ hưởng lợi trong thời gian tới do chu kỳ El Nino quay trở lại.

Tiếp tục duy trì quan điểm từ báo cáo ngành quý trước (tham khảo [link báo cáo](#)), BSC cho rằng sau khi mùa mưa (tháng 6-10) qua đi, tác động của chu kỳ El Nino sẽ trở nên ngày càng rõ rệt hơn, khiến lượng nước về các hồ thủy điện tiếp tục sụt giảm, và giá bán điện trên thị trường cạnh tranh tăng cao. Do đó, các nhà máy nhiệt điện sẽ là đối tượng hưởng lợi chính trong giai đoạn Q4.2023, trong khi nhóm thủy điện sẽ ngày càng chịu ảnh hưởng nhiều hơn do sản lượng sụt giảm.

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



Nguồn: EVN, GENCO3

Với các doanh nghiệp có kết quả kinh doanh Q3/2023, nhóm nhiệt điện có sự sụt giảm đáng kể về lợi nhuận. Nguyên nhân đến từ giá điện FMP thấp, đặc biệt trong tháng 8, 9/2023, giá điện toàn phần đạt 783 và 998 VND/kwh, giảm -48% YoY và -47% YoY do 1) hoạt động sản xuất công nghiệp bị đình trệ và 2) tăng huy động từ thủy điện. Ngoài ra, NT2 lỗ 124 tỷ VND trong Q3 vì 1) trong tháng 9, 10, doanh nghiệp phải tiến hành đại tu nhà máy và 2) nguồn cung khí đang dần cạn kiệt. Đối với HND, doanh nghiệp dự kiến sẽ trì hoãn ghi nhận chi phí bảo dưỡng nên lợi nhuận Q3 tăng trưởng dương 368% YoY.

#### Một số doanh nghiệp điện có kết quả kinh doanh Q3/2023

| Mã CP | Doanh thu Q3.2023 | % YoY | LNST Q3.2023 | % YoY | Doanh thu 9T2023 | % YoY | LNST 9T 2023 | % YoY |
|-------|-------------------|-------|--------------|-------|------------------|-------|--------------|-------|
| NT2   | 816               | -62%  | -124         | -162% | 5,182            | -24%  | 254          | -65%  |
| HND   | 2,884             | -6%   | 192          | 368%  | 8,821            | -7%   | 383          | -34%  |
| QTP   | 2,507             | -92%  | 12           | -92%  | 9,210            | 13%   | 404          | -46%  |
| VSH   | 382               | -41%  | 26           | -88%  | 1,931            | -9%   | 765          | -13%  |

Nguồn: BSC Research

Các doanh nghiệp xây lắp điện dự kiến sẽ cải thiện lợi nhuận trong năm 2024 nhờ các dự án mới của EVN được đẩy mạnh. Trong tháng 10/2023, Bộ Công Thương đang thực hiện công tác đấu thầu cho dự án đường dây 500 kv mạch 3 Quảng Trạch - Phố Nối trị giá gần 23,000 tỷ VND. Đây là tín hiệu đầu tiên cho thấy các dự án điện lớn sẽ đẩy nhanh tiến độ và giúp các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực xây lắp điện sẽ được hưởng lợi sau thời gian dài các dự án điện trì trệ, chậm triển khai.

Chờ đợi thông tin pháp lý rõ ràng cho các dự án NLTT (điện gió, điện mặt trời) là nguyên nhân khiến các doanh nghiệp chuyên phát triển nguồn điện NLTT trì hoãn đầu tư công suất mới, chỉ dừng lại ở việc nghiên cứu khả thi các dự án tiềm năng.

#### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với nhóm ngành Điện cho năm 2023:

- 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: Kỳ vọng El Nino rõ ràng hơn trong 1H2024 giúp nhóm nhiệt điện được tăng huy động và tăng trưởng lợi nhuận so với mức nền thấp năm 2023 (nhiều nhà máy nhiệt điện đại tu). Do đó, chúng tôi đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với các cổ phiếu nhiệt điện như POW, QTP, HND.
- Nhóm cổ phiếu xây lắp điện: BSC đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** đối với PC1, TV2, 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 3/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|-------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------|--------|--------|----------|----------|--------------------|--------------|------------|
| QTP   | 12,352            | 19%   | 612                | -20%  | 1,360    | 10.4   | 1.0    | 8%       | 10%      | 14,100             | 17,000       | 21%        |
| NT2   | 7,458             | -15%  | 404                | -54%  | 1,403    | 16.3   | 1.4    | 5%       | 9%       | 22,850             | 25,000       | 9%         |
| POW   | 30,482            | 8%    | 1,563              | -24%  | 667      | 16.6   | 0.8    | 4%       | 7%       | 11,050             | 14,000       | 27%        |
| PC1   | 8,689             | 4%    | 328                | -29%  | 1,213    | 22.3   | 1.0    | 2%       | 6%       | 27,000             | 36,200       | 34%        |
| HND   | 11,892            | 13%   | 488                | -11%  | 976      | 14.3   | 1.1    | 7%       | 8%       | 14,000             | 16,000       | 14%        |
| REE   | 8,458             | -10%  | 2,469              | -8%   | 6,041    | 9.8    | 1.1    | 9%       | 16%      | 59,200             | 72,700       | 23%        |

Nguồn: BSC Research

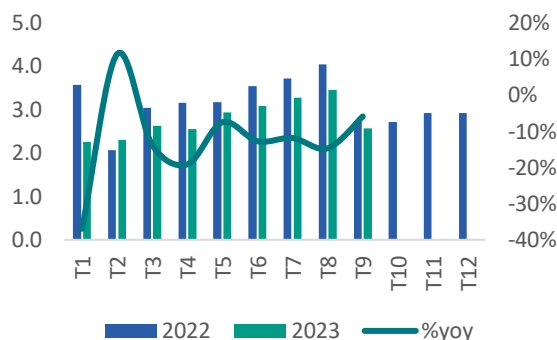
## NGÀNH DỆT MAY [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Trần Lâm Tùng, Email: [tungtl@bsc.com.vn](mailto:tungtl@bsc.com.vn)

- Trong Q3.2023, hàng dệt may đạt kim ngạch 9.3 tỷ USD (-11% yoy), tốc độ suy giảm của mặt hàng dệt may xuất khẩu tiếp tục được thu hẹp, nhờ lượng đơn hàng cải thiện so với 1H.2023 khi nhu cầu tiêu dùng đang có xu hướng tăng trở lại tại thị trường Mỹ.
- Triển vọng Q4.2023 và 2024, BSC kỳ vọng lượng đơn hàng dệt may sẽ tiếp tục được cải thiện nhờ (1) áp lực tồn kho giảm (2) thị trường bán lẻ quần áo Mỹ hồi phục.
- Chúng tôi duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành dệt may dựa trên (1) mức suy giảm tiếp tục được thu hẹp và (2) triển vọng hồi phục trong Q4.2023 và 2024.

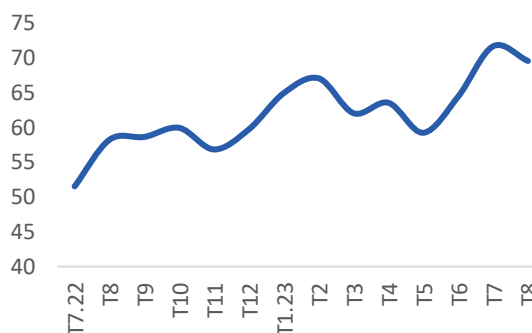
**Q3.2023, hàng dệt may xuất khẩu ghi nhận kim ngạch xuất khẩu = 9.3 tỷ USD (-11% yoy)**, trong đó, Mỹ vẫn đang là đối tác chính với kim ngạch = 4.1 tỷ USD (-11% yoy) chiếm 46% cơ cấu xuất khẩu. BSC đánh giá trong Q3.2023 mức độ suy giảm mặt hàng xuất khẩu đã tiếp tục được thu hẹp nhờ lượng đơn hàng cải thiện so với 1H.2023 khi nhu cầu tiêu dùng có xu hướng tăng trở lại tại thị trường Mỹ.

**Hình: Tốc độ giảm của kim ngạch dệt may XK được thu hẹp**



Nguồn: TCHQ

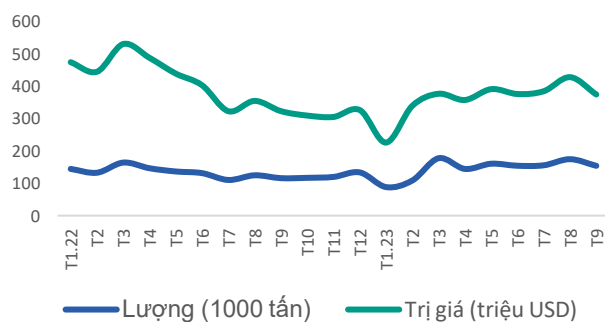
**Hình: Chỉ số tự tin người tiêu dùng Mỹ T8 = 69.5 gần cao nhất trong vòng 1 năm trở lại đây**



Nguồn: Trading Economics

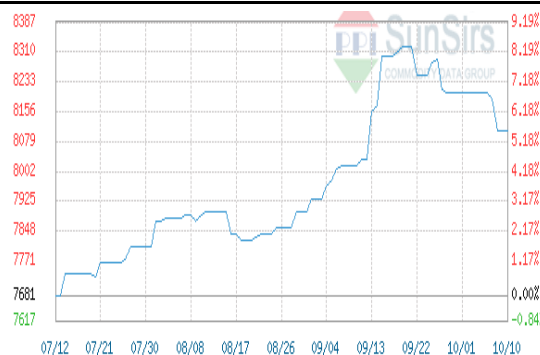
**Xuất khẩu xơ, sợi dệt của Việt Nam đạt 483 nghìn tấn (+17% qoq, +8% YoY), kim ngạch 1.185 tỷ USD (+8% qoq, +19% YoY)**, tiếp tục ghi nhận hồi phục so với Q2.2023 và cùng kỳ nhờ (1) nhả hàng nhập hàng để chuẩn bị cho vụ thu đông 2023 (2) mức nền thấp trong Q3.2023. Tuy nhiên, giá sợi có xu hướng giảm nhẹ -3% mom về trong T9.2023 chủ yếu do giá nguyên liệu đầu vào giảm (Axit terephthalic -3% mom).

**Hình: Xuất khẩu xơ, sợi dệt dần hồi phục trong Q2.2023**



Nguồn: TCHQ

**Hình: Giá sợi POY Trung Quốc cuối T9 có xu hướng giảm nhẹ**

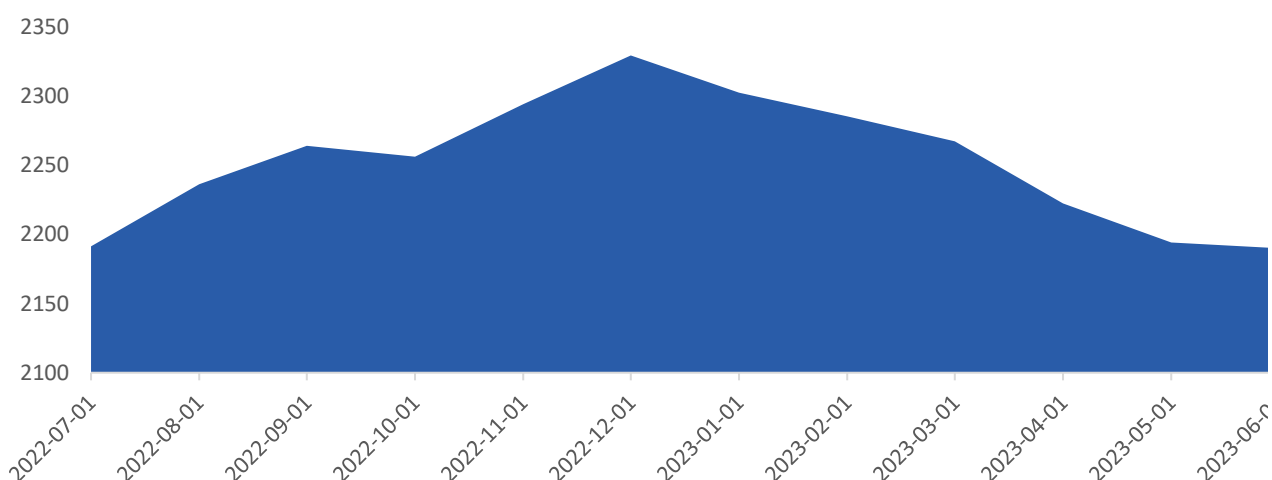


Nguồn: Sunsirs

Trong Q4.2023 và 2024, BSC kỳ vọng triển vọng đơn hàng của các doanh nghiệp dệt may sẽ có sự hồi phục nhờ:

- (1) **Áp lực tồn kho giảm tại thị trường Mỹ.** BSC nhận thấy tồn kho quần áo tại thị trường Mỹ đã có sự hạ nhiệt đáng kể do (i) các nhãn hàng tập trung xử lý, đẩy tồn kho trong 1H.2023 (ii) giá trị tồn kho quần áo Mỹ ghi nhận tháng giảm thứ 7 liên tiếp, tồn kho quần áo thị trường Mỹ T7 = 2,187 tỷ USD (-0.1% mom, -0.2% yoy).

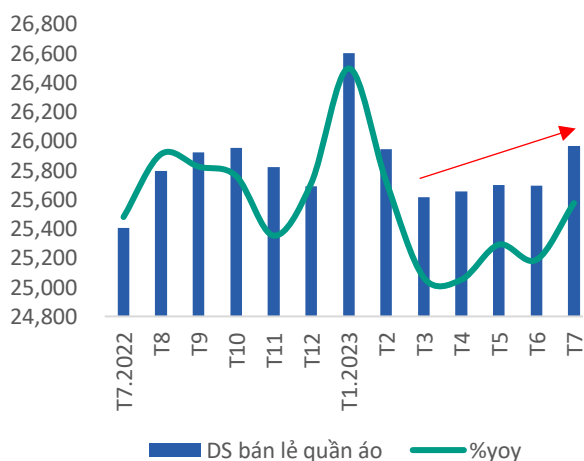
Hình: Tồn kho quần áo tại thị trường Mỹ T7 = 2,187 tỷ USD ghi nhận tháng thứ 7 giảm liên tiếp.



Nguồn: Fred

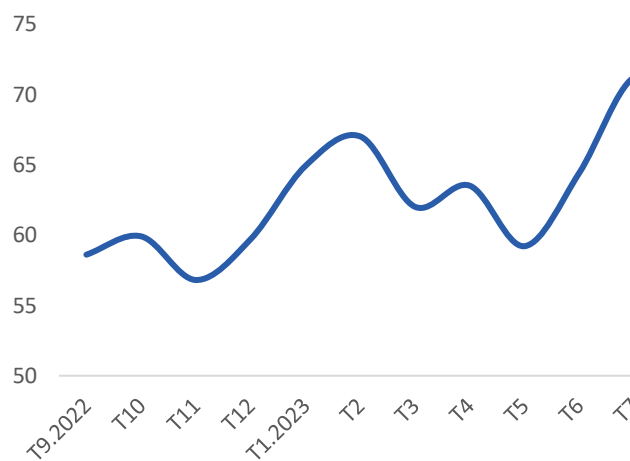
- (2) **Thị trường bán lẻ quần áo Mỹ T7 +2.2% yoy cho tín hiệu hồi phục.** Doanh số của các cửa hàng bán lẻ quần áo tại Mỹ T7 = 25.96 tỷ USD (+2.2% yoy, +1% mom) tăng trở lại sau 4 tháng tăng trưởng âm so với cùng kỳ. Chỉ số tự tin của người tiêu dùng Mỹ T8 = 69.5 mức gần như cao nhất trong vòng 1 năm trở lại đây.

Hình: Doanh số cửa hàng bán lẻ quần áo Mỹ T7 +2.2% yoy



Nguồn: Fred

Hình: Chỉ số tự tin của người tiêu dùng T8 = 69.5



Nguồn: Trading Economics

- (3) Ngoài ra, BSC nhận thấy 1 số yếu tố phản ánh triển vọng đơn hàng có xu hướng hồi phục trong Q4.2023 và Q1.2024 như (i) đơn vị QC (quality checking) dệt may đã được đặt kín trong Q4.2023 (ii) một số doanh nghiệp dệt may bắt đầu tuyển dụng công nhân may trở lại (MSH,..)

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

So với báo cáo trước, BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với nhóm dệt may do **(1)** đơn hàng dệt may xuất khẩu đã được cải thiện so với 1H.2023 **(2)** triển vọng hồi phục trong giai đoạn cuối 2023 và 2024 nhờ (i) tồn kho quần áo giảm và (ii) thị trường bán lẻ quần lẻ Mỹ hồi phục.

| 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 3/11/2023 | Giá mục tiêu | Upside (%) |
|------------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------|--------|--------|----------|----------|--------------------|--------------|------------|
| <b>MSH</b> | 4,948             | -10%  | 299                | -20%  | 3,543    | 9.8    | 1.8    | 9%       | 16%      | 39,050             | 45,000       | 15%        |
| <b>TNG</b> | 6,945             | 3%    | 227                | -23%  | 2,013    | 8.7    | 1.2    | 4%       | 14%      | 18,800             | 21,700       | 23%        |

Nguồn: BSC Research

## NGÀNH BẢO HIỂM [KÉM KHẢ QUAN]

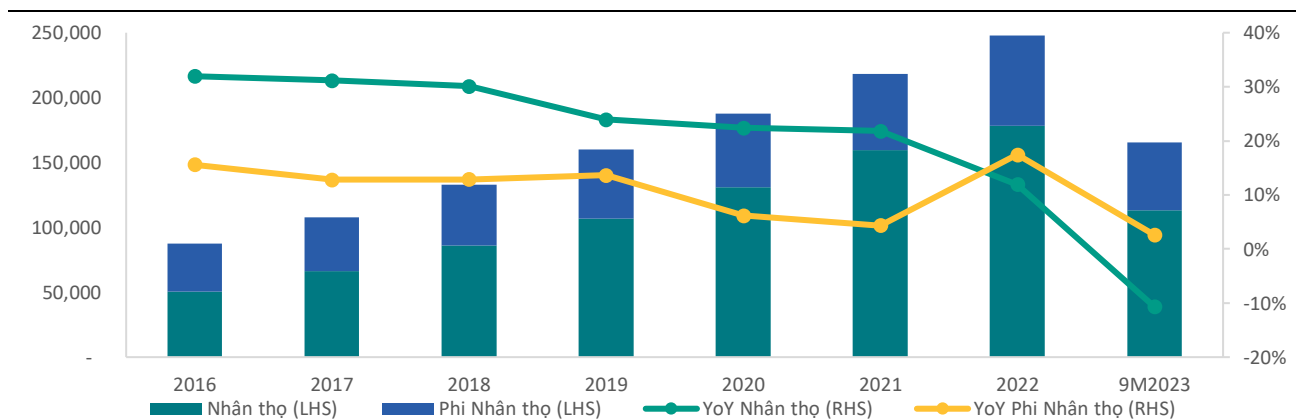
Chuyên viên phân tích: Dương Quang Minh

Email: minhhdq@bsc.com.vn

- Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm dự báo chậm lại, do sự suy giảm từ hoạt động bán bảo hiểm qua kênh ngân hàng;
- Tỷ lệ bồi thường tăng cao, trong khi lợi nhuận tài chính dự kiến kém khả quan do mặt bằng lãi suất thấp sẽ ảnh hưởng tới lợi nhuận của các doanh nghiệp bảo hiểm;
- BSC đưa ra quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với nhóm ngành bảo hiểm trong năm 2023.

**Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm âm so với cùng kỳ, chủ yếu do bảo hiểm nhân thọ.** Trong Q3/2023, tổng doanh thu phí bảo hiểm ước đạt 52,900 tỷ VND (-10% YoY). Đây cũng là quý thứ 2 liên tiếp ngành bảo hiểm ghi nhận tăng trưởng âm so với cùng kỳ. Lũy kế 9 tháng 2023, tổng doanh thu phí bảo hiểm ước đạt 165,600 tỷ VND (-7% YoY), trong đó mảng bảo hiểm nhân thọ đạt 113,400 tỷ VND (-11% YoY) và mảng phi nhân thọ đạt 52,200 tỷ VND (+2.6% YoY).

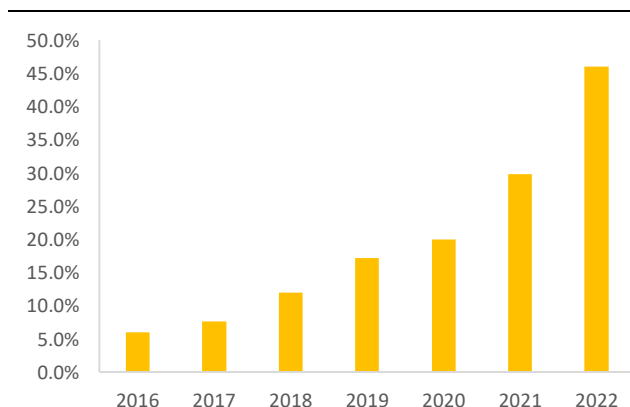
Hình: Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm lần đầu đạt mức âm trong 10 năm qua



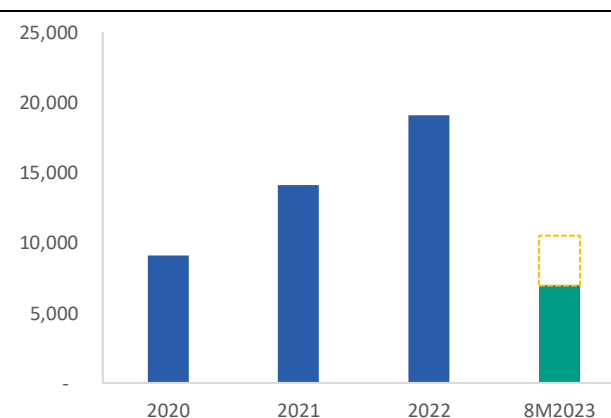
Nguồn: Tổng cục thống kê, BSC Research

**Diễn biến kém khả quan của ngành bảo hiểm chủ yếu đến từ (1) Ảnh hưởng chung từ suy thoái kinh tế toàn cầu; và đặc biệt là (2) Hoạt động bán bảo hiểm qua kênh ngân hàng (Bancassurance) chững lại.** Sau hàng loạt khiếu nại từ người dân, cùng động thái đẩy mạnh thanh tra của Bộ Tài chính, đã cho thấy những dấu hiệu sai phạm của các công ty bảo hiểm trong việc tư vấn sản phẩm bảo hiểm. Bên cạnh đó, tỷ lệ bỏ ngang hợp đồng cũng ở mức cao, dao động từ 30%-70% theo từng ngân hàng, thể hiện các sản phẩm bảo hiểm bán ra chưa phù hợp với nhu cầu của khách hàng. Vì vậy, BSC đánh giá tăng trưởng phí của ngành bảo hiểm sẽ chậm lại trong giai đoạn 2023-2025, nhưng sẽ đi theo hướng lành mạnh và bền vững hơn.

Hình: Doanh thu phí của các công ty bảo hiểm ngày càng phụ thuộc nhiều hơn vào kênh Bancassurance



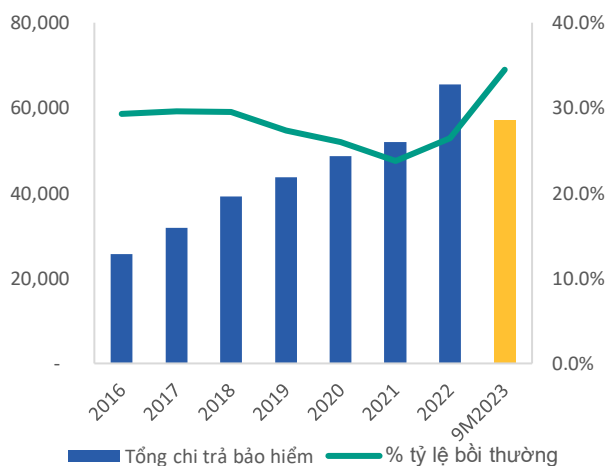
Hình: Tổng phí bảo hiểm bán mới theo năm (APE) của các ngân hàng sụt giảm mạnh



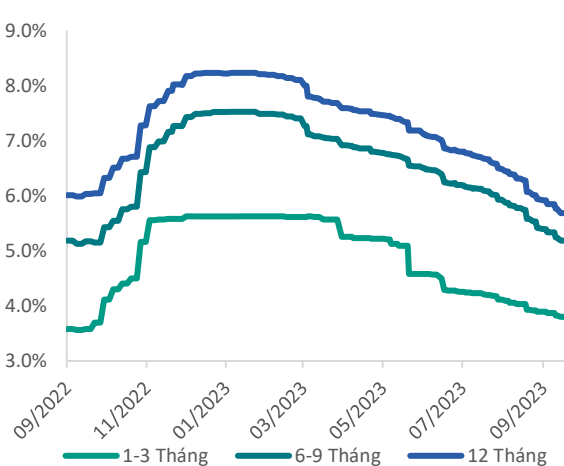
Nguồn: AVI, BSC Research

**Ngành bảo hiểm còn phải đối mặt nhiều khó khăn, với tỷ lệ bồi thường tăng cao trong khi lợi nhuận tài chính dự kiến kém khả quan.** Tổng số tiền chi trả bồi thường 9M2023 ước đạt 57.1 nghìn tỷ VND (+30.2%), tương ứng với tỷ lệ bồi thường 34.5%. Đây cũng là mức cao nhất trong nhiều năm qua. Bên cạnh đó, tiền gửi, phần chiếm tỷ trọng lớn nhất trong danh mục đầu tư của các công ty bảo hiểm, đã liên tục bị điều chỉnh giảm lãi suất kể từ đầu năm, ở tất cả các kỳ hạn. Chúng tôi cho rằng, mặt bằng lãi suất thấp có thể tác động tiêu cực tới lợi nhuận của các doanh nghiệp bảo hiểm trong giai đoạn cuối năm 2023 và đầu năm 2024.

**Hình: Số tiền chi bồi thường toàn ngành tăng mạnh trong 8 tháng năm 2023**



**Hình: Lãi suất tiền gửi các kỳ hạn có xu hướng giảm mạnh**



Nguồn: AVI, BSC Research

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi khuyến nghị **KÉM KHẢ QUAN** với ngành bảo hiểm trong năm 2023 do (1) Doanh thu phí bảo hiểm dự kiến tăng trưởng chậm lại, (2) Chi phí bồi thường tăng làm giảm lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm, (3) Mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp có thể làm ảnh hưởng tới thu nhập tài chính của các doanh nghiệp bảo hiểm trong thời gian tới.

## 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<br>ETF: Finlead,<br>VN30, Midcap,<br>VN100 công bố | 17                 | 18     | 19<br>Future VN30: Đảo<br>hạn | 20<br>DN: Hạn cuối nộp<br>BCTC quý 4 | 21    | 22       |
| 23                                                    | 24                 | 25     | 26                            | 27                                   | 28    | 29       |
| 30                                                    | 31<br>FED: Meeting | Notes: |                               |                                      |       |          |

### 2023: Tháng 2

| Thứ 2                                                | Thứ 3                         | Thứ 4              | Thứ 5                         | Thứ 6 | Thứ 7 | Chủ nhật |
|------------------------------------------------------|-------------------------------|--------------------|-------------------------------|-------|-------|----------|
| 30                                                   | 31<br>FED: Meeting            | 01<br>FED: Meeting | 02<br>ECB: Meeting            | 03    | 04    | 05       |
| 06<br>ETF: Finlead,<br>VN30, Midcap,<br>VN100 cơ cấu | 07                            | 08                 | 09                            | 10    | 11    | 12       |
| 13                                                   | 14<br>ETF: iShares công<br>bố | 15                 | 16<br>Future VN30: Đảo<br>hạn | 17    | 18    | 19       |
| 20                                                   | 21                            | 22                 | 23                            | 24    | 25    | 26       |
| 27                                                   | 28<br>ETF: iShares cơ<br>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<br>ETF: iShares c.cấu | 01     | 02                          | 03                                | 04    | 05       |
| 06    | 07                       | 08     | 09                          | 10<br>ETF: FTSE VN c.bố           | 11    | 12       |
| 13    | 14                       | 15     | 16<br>Future VN30:<br>đ.hạn | 17<br>ETF: VNM công<br>bố         | 18    | 19       |
| 20    | 21                       | 22     | 23                          | 24<br>ETF: VNM, FTSE<br>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<br>Future VN30:<br>đ/hạn          | 14 | 15 | 16 |
| 17<br>ETF: Vn-Diamond<br>công bố | 18                              | 19     | 20<br>DN: Hạn cuối nộp<br>BCTC quý 1 | 21 | 22 | 23 |
| 24                               | 25                              | 26     | 27                                   | 28 | 29 | 30 |
| 01                               | 02<br>ETF: Vn-Diamond<br>cơ cấu | Notes: |                                      |    |    |    |

**Tháng 5**

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

|                                                       |    |                            |                                      |    |    |    |
|-------------------------------------------------------|----|----------------------------|--------------------------------------|----|----|----|
|                                                       |    |                            | Future VN30:<br>Đáo hạn              |    |    |    |
| 17<br>ETF: Finlead,<br>VN30, Midcap,<br>VN100 công bố | 18 | 19                         | 20<br>DN: Hạn cuối<br>hộp BCTC quý 2 | 21 | 22 | 23 |
| 24                                                    | 25 | 26                         | 27<br>ECB: Meeting                   | 28 | 29 | 30 |
| 31                                                    | 01 | Notes:<br>VN: Hợp 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<br>ETF: Finlead,<br>VN30, Midcap,<br>VN100 cơ cấu | 08    | 09     | 10                                                     | 11                      | 12    | 13       |
| 14                                                   | 15    | 16     | 17<br>Future VN30: Đáo<br>hạn, ETF: iShares<br>công bố | 18                      | 19    | 20       |
| 21                                                   | 22    | 23     | 24                                                     | 25                      | 26    | 27       |
| 28                                                   | 29    | 30     | 31<br>ETF: iShares c/cấu                               | 01<br>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<br>ETF: iShares c/cấu      | 01<br>ETF: FTSE VN công bố        | 02    | 03       |
| 04    | 05    | 06     | 07                            | 08<br>ETF: VNM c/bố               | 09    | 10       |
| 11    | 12    | 13     | 14<br>Future VN30:<br>Đáo hạn | 15<br>ETF: VNM, FTSE VN<br>cơ cấu | 16    | 17       |
| 18    | 19    | 20     | 21                            | 22                                | 23    | 24       |
| 25    | 26    | 27     | 28<br>FTSE: Market<br>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<br>FTSE: Market<br>Review | 29    | 30    | 01       |
| 02    | 03    | 04    | 05                           | 06    | 07    | 08       |
| 09    | 10    | 11    | 12                           | 13    | 14    | 15       |

|                               |                    |                                   |                            |                                   |    |    |
|-------------------------------|--------------------|-----------------------------------|----------------------------|-----------------------------------|----|----|
| 16<br>ETF: Vn-Diamond công bố | 17                 | 18                                | 19<br>Future VN30: Đáo hạn | 20<br>DN: Hạn cuối hợp BCTC quý 3 | 21 | 22 |
| 23                            | 24                 | 25                                | 26<br>ECB: Meeting         | 27                                | 28 | 29 |
| 30                            | 31<br>FED: Meeting | Notes:<br>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<br>FED: Meeting | 01<br>FED: Meeting         | 02                                               | 03                         | 04    | 05       |
| 06<br>ETF: Vn-Diamond cơ cấu | 07                 | 08                         | 09                                               | 10                         | 11    | 12       |
| 13                           | 14                 | 15                         | 16<br>Future VN30: Đáo hạn, ETF: iShares công bố | 17                         | 18    | 19       |
| 20                           | 21                 | 22                         | 23                                               | 24                         | 25    | 26       |
| 27                           | 28                 | 29                         | 30<br>ETF: iShares cơ cấu                        | 01<br>ETF: FTSE VN công bố | 02    | 03       |
| 04                           | 05                 | Notes:<br>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<br>ETF: iShares cơ cấu  | 01<br>ETF: FTSE VN công bố     | 02    | 03       |
| 04    | 05    | 06     | 07                         | 08<br>ETF: VNM c/bố            | 09    | 10       |
| 11    | 12    | 13     | 14<br>Future VN30: Đáo hạn | 15<br>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](http://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