

NĂM 2024

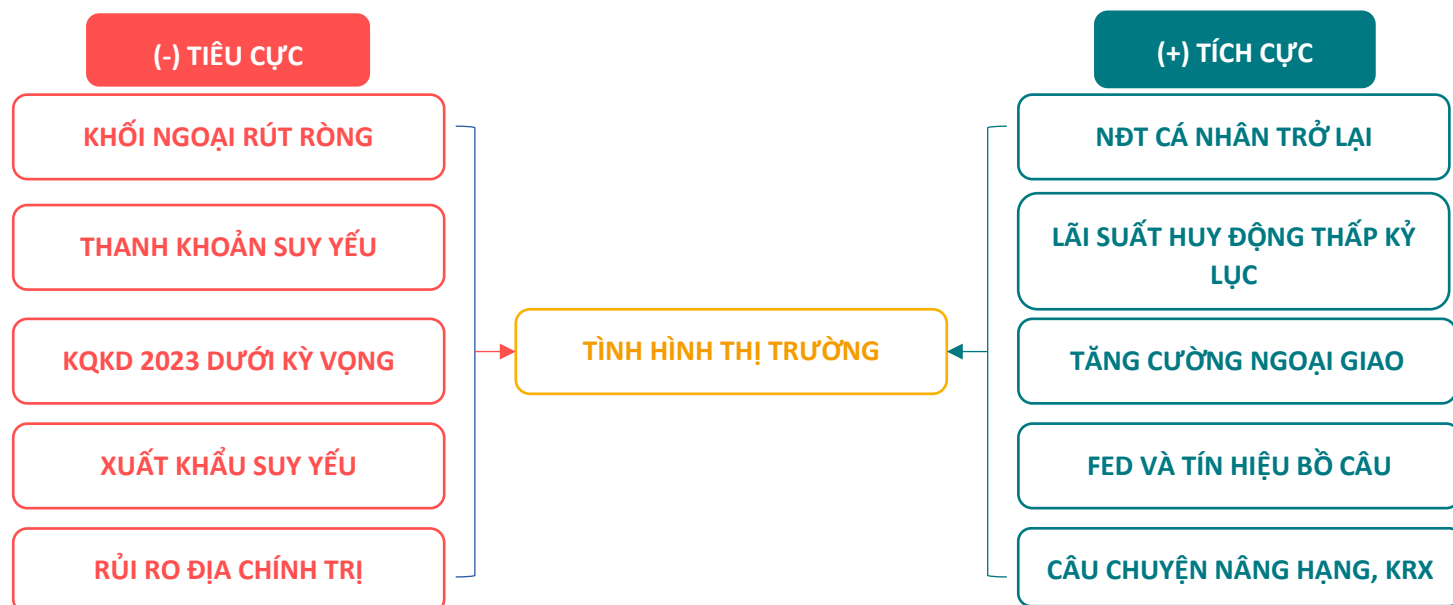


MỤC LỤC

Nội dung	Trang
1. BSC – 2024 : MỘT CHU KỲ MỚI SẮP ĐẾN?	3
2. TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2024	9
NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN THƯƠNG MẠI – KHU CÔNG NGHIỆP – VẬT LIỆU XÂY DỰNG – XÂY DỰNG... 9	
NGÀNH NĂNG LƯỢNG – TIỆN ÍCH – PHÂN BÓN – HÓA CHẤT [Trung lập]	21
NGÀNH XNK – LOGISTICS – TIÊU DÙNG BÁN LẺ [Khả quan]	31
NGÀNH NGÂN HÀNG [KHẢ QUAN]	43
PHỤ LỤC	48
3. TỔNG HỢP CÁC CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ.....	48
4. ẢNH HƯỞNG CÁC YẾU TỐ VĨ MÔ TỚI NHÓM NGÀNH.....	50
5. CÁC SỰ KIỆN THEO MỐC THỜI GIAN 2024 (PHỤ LỤC 1)	51
6. CÁC CHÍNH SÁCH ẢNH HƯỞNG ĐẾN NGÀNH NĂM 2024	53
7. LUẬT CÁC TỔ CHỨC TÍN DỤNG SỬA ĐỔI.....	57
8. LUẬT ĐẤT ĐAI SỬA ĐỔI	61

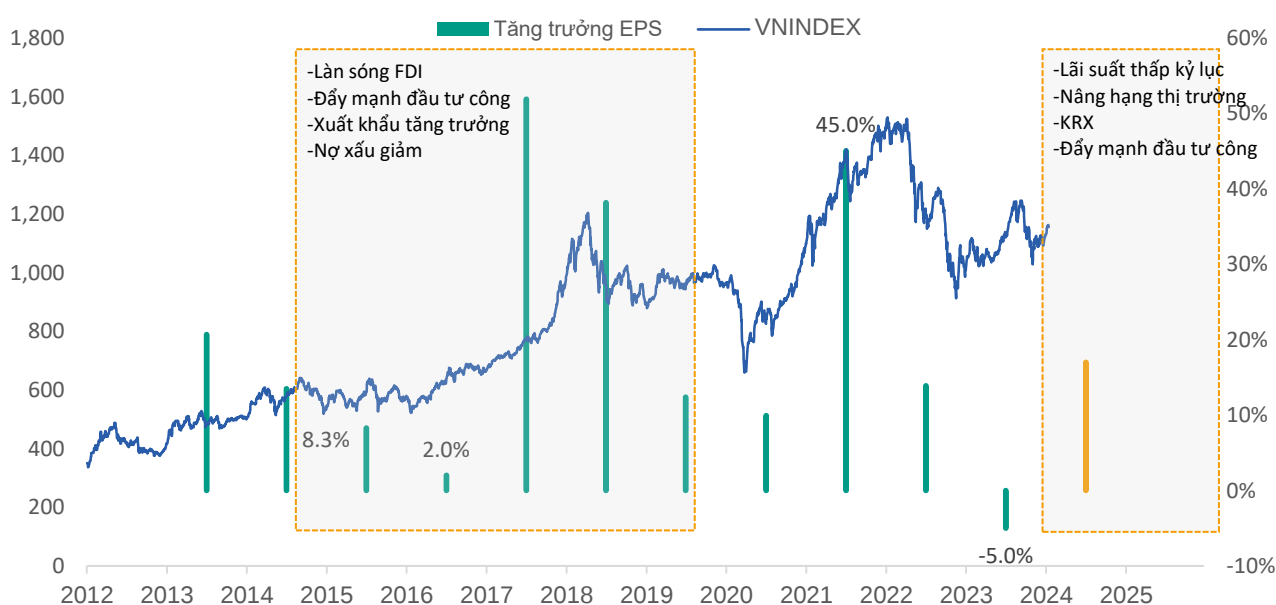
1. BSC – 2024 : MỘT CHU KỲ MỚI SẮP ĐẾN?

Năm 2023 được BSC tóm tắt theo một số chủ điểm như sau:



Năm 2024 được BSC dự báo sẽ là năm tiền đề trong một chu kỳ mới về cả kinh tế lẫn chứng khoán sắp đến. BSC cho rằng năm 2024 sẽ là năm cho thấy nhiều cơ hội hơn so với mức nền tương đối khó khăn năm 2023, với dự phóng lợi nhuận dự kiến sụt giảm khoảng - 5%, tạo mức nền thấp hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận 2024. BSC nhận thấy giai đoạn hiện tại có nhiều điểm tương đồng với giai đoạn 2014-2016 (giai đoạn chuyển tiếp sang chu kỳ mới) bao gồm (1) Nền lãi suất cũng ở mức thấp để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, (2) Tập trung đẩy mạnh đầu tư công, (3) Xuất khẩu phục hồi quay lại đà tăng trưởng và (4) Làn sóng FDI quay trở lại. Do đó, BSC cho rằng giai đoạn 2024-2025 sẽ là giai đoạn chuyển tiếp cho một chu kỳ tăng trưởng mới.

Triển vọng nền kinh tế và thị trường năm 2024-2025 có nhiều nét tương đồng với giai đoạn 2015-2017



Nguồn: BSC Research, FiinPro

Năm 2024: “Cơ hội vượt lên thách thức” (Chi tiết báo cáo vĩ mô 2024). BSC đưa ra những điểm chính tóm tắt quan trọng và dự báo số liệu vĩ mô cần lưu ý trong năm 2024 bao gồm:

- GDP năm 2024 ước tính đạt tốc độ tăng trưởng 5.8% ở KB kém tích cực (KB1) và 6.3% ở tích cực (KB2)
- Tỷ giá USD/VND duy trì mức ổn định và duy trì xu hướng hạ nhiệt khi (1) Fed tiếp tục nới lỏng CSTT, (2) Dòng vốn FDI dồi dào có xu hướng dần quay trở lại, (3) Sự phục hồi mảng du lịch.
- Tăng trưởng xuất nhập khẩu phục hồi với kỳ vọng mức tăng trưởng từ +5.5% đến 11% YoY

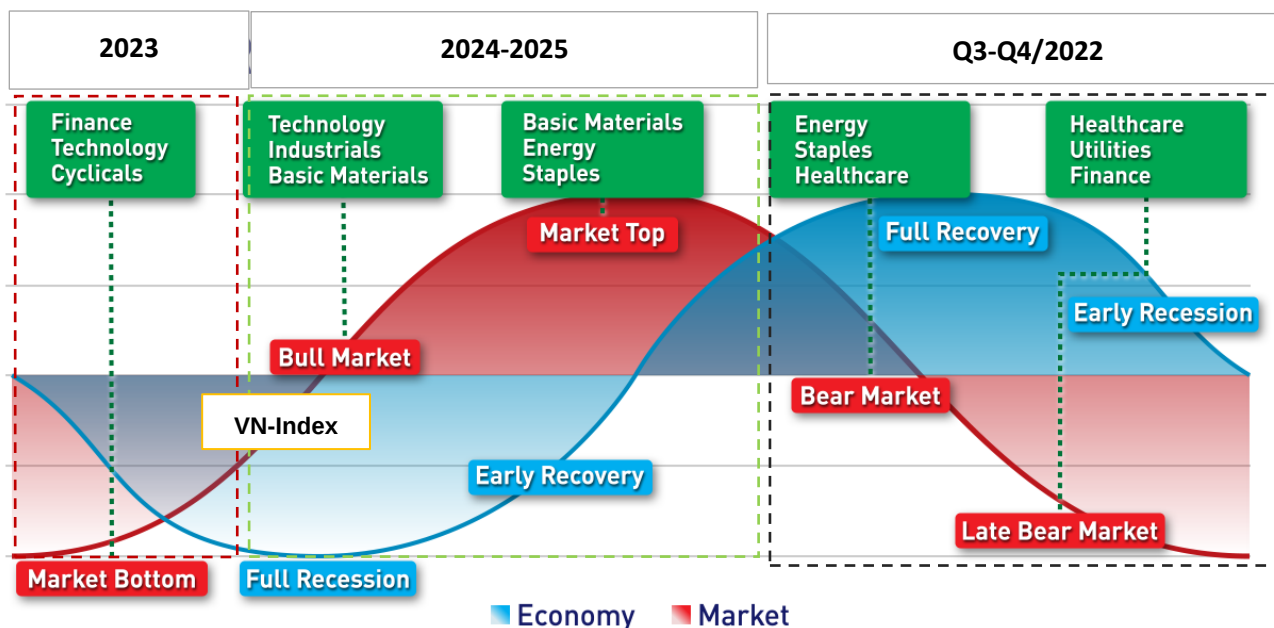
Bảng: Các chỉ báo vĩ mô qua các năm và dự báo trong năm 2024

Tiêu chí/năm	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
						KB1	KB2
GDP YoY (%)	7.02	2.91	2.58	8.02	5.05	5.8	6.3
Lạm phát trung bình YoY (%)	5.3	0.2	1.81	4.55	3.26	3.5	3.02
Xuất khẩu (tỷ USD)	263.45	281.5	336.25	371.5	355.5	375.1	394.6
Nhập khẩu (tỷ USD)	253.51	262.4	332.25	360.3	327.5	352.1	376.6
Cán cân thương mại (tỷ USD)	9.9	19.1	4.0	11.2	28.0	23.0	18.0
Tỷ giá trung bình (VND/USD)	23,231	23,223	22,934	23,429	23,839	23,832	23,577
Nợ công/GDP (%)	57.4	56.8	43.7	43-44	37		
Nợ Chính phủ/GDP (%)	49.9	50.8	39.5	40-41	34		
Giải ngân vốn ngân sách	342,948	466,597	423,647	511,562	625,319		
Tăng trưởng tín dụng (%)	13	12	13	13	11.09	13	15
FDI đăng ký (tỷ USD)	22.5	21.1	24.3	22.5	28.07		
FDI giải ngân (tỷ USD)	20.4	20	19.9	22.4	23.18	24.8	25.9

Nguồn: Bloomberg, BSC research

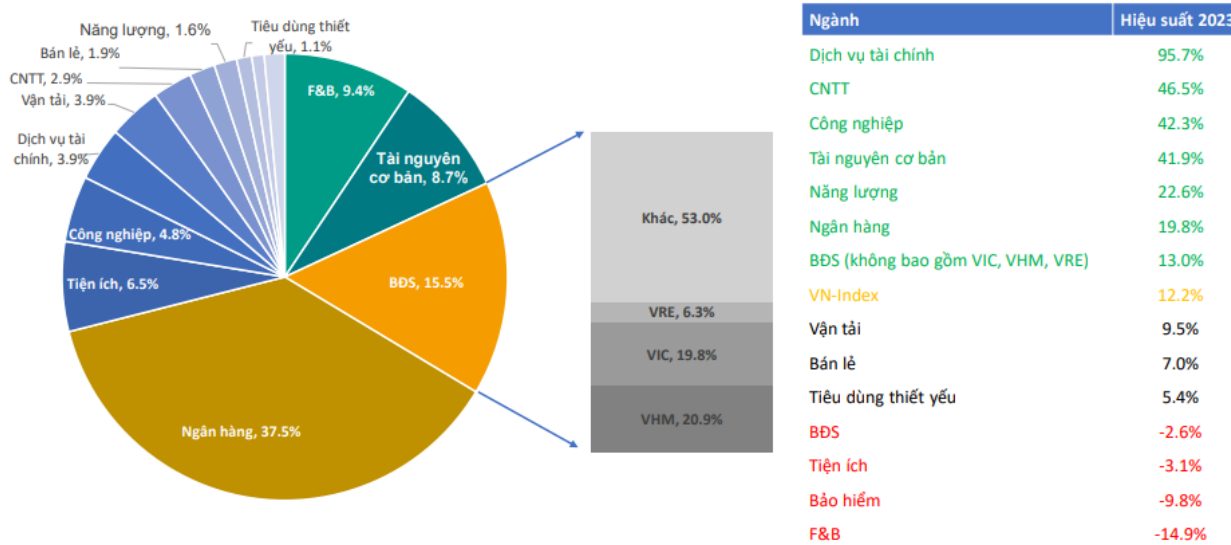
Sự dịch chuyển đầu tư của nhóm ngành sẽ diễn ra rõ nét hơn trong năm 2024. Như các nhận định xu hướng chuyển dịch ngành của chúng tôi xuyên suốt trong các báo ngành năm 2023, một số ngành tiếp tục ghi nhận mức hiệu suất cao hơn VN-Index như Dịch vụ tài chính (+95.7% YTD), Công nghệ (+46.5% YTD), Công nghiệp (+42.3% YTD), Tài nguyên cơ bản (+41.9% YTD). Với kỳ vọng nền kinh tế đang dần phục hồi giai đoạn 2024-2025, chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ tiến lại vào thị trường “con bò”& bắt đầu một chu kỳ mới. Theo đó, **BSC kỳ vọng dòng tiền sẽ dần dịch chuyển sang các ngành liên quan đến Công nghiệp – Sản xuất, Nguyên vật liệu cơ bản, Xuất khẩu, Năng lượng, Bán lẻ - Tiêu dùng, Ngân hàng**. Yếu tố thu hẹp khoảng cách định giá sẽ là động lực thúc đẩy chính cho xu hướng trên dựa trên hai yếu tố chính (1) Đây là các nhóm ngành có hiệu suất kém trong năm 2023, tuy nhiên lại (2) Ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận dự kiến khả quan trong năm 2024.

Sự dịch chuyển xu hướng về các ngành nghề theo từng chu kỳ của nền kinh tế



Nguồn: FiinPro

Hiệu suất các nhóm ngành năm 2023



Nguồn: BSC Research, FiinPro

Với năm 2024, BSC đưa ra quan điểm thị trường sẽ hoạt động với mức “**TÍCH CỰC**” cho nhiều nhóm ngành cổ phiếu.

Bảng: Tổng hợp triển vọng nhóm ngành

Ngành	Quan điểm
CNTT – Viễn thông	Tích cực
Khu công nghiệp	Tích cực
Ngân hàng	Tích cực
Dịch vụ hàng không	Tích cực
Thủy sản	Tích cực
F&B – Bán lẻ	Tích cực
Tài nguyên cơ bản	Tích cực
Dệt may	Tích cực
Tiện ích	Tích cực
Vận tải & Cảng biển	Trung lập
Dầu khí	Trung lập
Xây dựng	Trung lập
Hóa chất & Phân bón	Trung lập
Săm lốp	Trung lập
Ô tô	Trung lập
Bất động sản	Trung lập

Theo đó, BSC dự phóng tăng trưởng lợi nhuận 2024 dự kiến phục hồi tăng 17% 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 (+103%), Thủy sản (+81%), Tiện ích (+48%), Bán lẻ & F&B (+45%), Dệt may (+44%), Phân bón & Hoá chất (+39%), Ngân hàng (+20%). So với các báo cáo gần nhất, chúng tôi đã điều chỉnh giảm dự phóng tăng trưởng năm 2023 về mức -5% . Do đó, chúng tôi tin rằng với kịch bản kinh tế hồi phục, tăng trưởng lợi nhuận VN-Index trong năm 2024 sẽ ghi nhận mức tăng trưởng dương qua đó hỗ trợ cho xu hướng tiến trở lại “thị trường bò”.

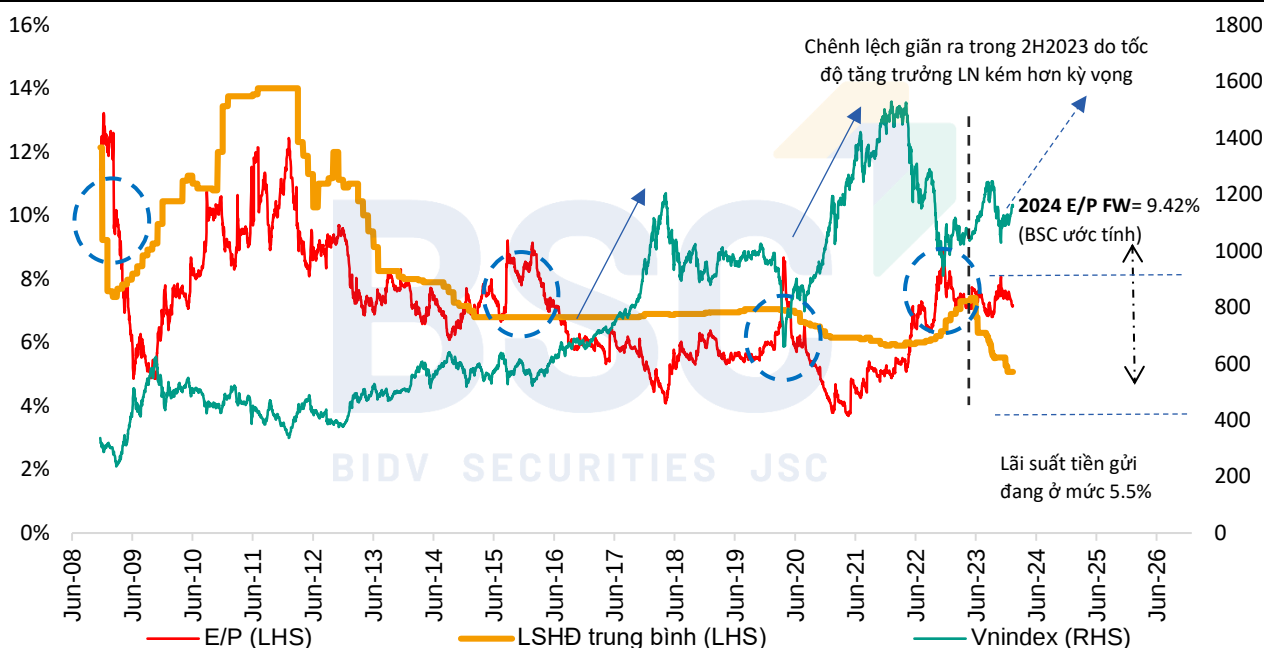
Bảng: Thống kê tăng trưởng ngành năm 2022 -2023F

% Tăng trưởng LNST theo ngành	2022	2023F	2024F	% Vốn hóa ngành/tổng vốn hóa VN-Index
Tài nguyên cơ bản	-80%	-28%	103%	6%
Thủy sản	116%	-60%	81%	1%
Tiện ích	28%	-21%	48%	3%
F&B, Bán lẻ	-20%	-30%	45%	13%
Dệt may	-1%	-34%	44%	0%
Hóa chất & Phân bón	110%	-65%	39%	2%
Săm lốp	6%	-20%	34%	0%
Xây dựng	2%	48%	30%	1%
Khu công nghiệp	27%	-6%	27%	5%
Công nghệ thông tin	21%	20%	21%	4%
Ngân hàng	37%	4%	20%	45%
Dầu khí	66%	-22%	2%	10%
Ô tô	32%	-6%	-5%	1%
Bất động sản (*)	-28%	25%	-20%	8%
Vận tải & Cảng biển	40%	39%	-32%	1%
Tổng tăng trưởng LNST (%)		-5%	17%	100%

(*) Mức nền 2023 cao đột biến của VHM ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận toàn ngành Bất động sản năm 2024

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận VN-Index trong năm 2024 sẽ quyết định mức tăng trưởng điểm số của VN-Index. Sự thiếu hụt về tăng trưởng lợi nhuận trong nửa cuối năm 2023 dẫn tới sự điều chỉnh của thị trường đã củng cố cho quan điểm của BSC về yếu tố tăng trưởng EPS là điều kiện đủ để giúp VN-Index bước vào một chu kỳ tăng trong trung hạn. Như dự báo của BSC ở đã đề cập ở trên, chúng tôi cho rằng (1) môi trường vẫn duy trì lãi suất thấp cũng như (2) khả năng phục hồi về lợi nhuận từ mức nền thấp 2023 sẽ là hai yếu tố cốt lõi cho kỳ vọng tăng của thị trường trong trung và dài hạn tương tự các giai đoạn 2016-2018 và 2020-2022.

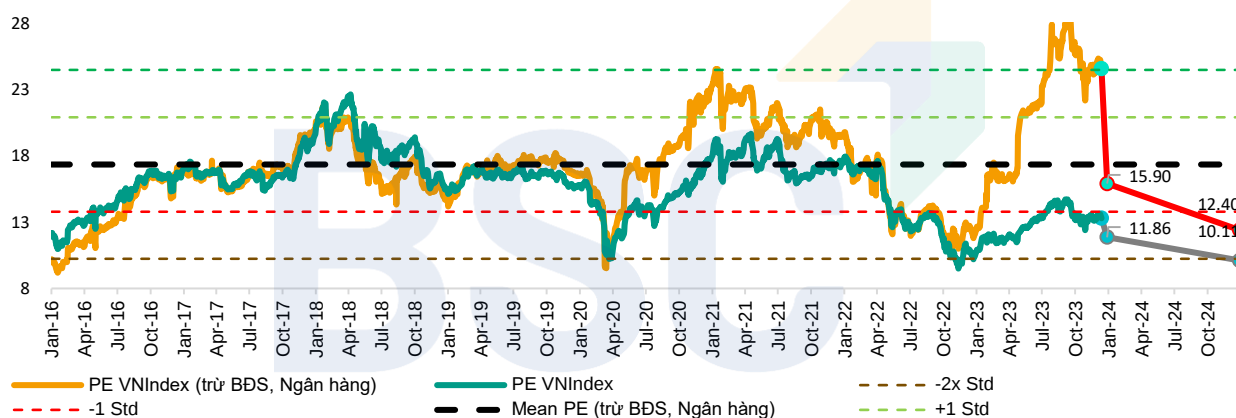
Hình: Chênh lệch giữa E/P thị trường 2024 và lãi suất tiền gửi dần được nói hẹp trong giai đoạn đầu năm 2024



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, BSC Research

Định giá thị trường cho các nhóm cổ phiếu đang ở mức hợp lý để tích lũy tại điểm khởi đầu của một chu kỳ mới, đặc biệt nhóm vốn hoá lớn (Ngân hàng – Bán lẻ). Dựa trên dự phóng tăng trưởng lợi nhuận của BSC trong năm 2024, mức P/E FWD năm 2024 của nhóm vốn hoá vừa và nhỏ (loại trừ ngân hàng và bất động sản) 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. Trong khi đó, P/E Fwd VNIndex 2024 chỉ đang giao dịch ở mức 10.1 lần, thấp nhất trong bình quân lịch sử 5 năm.

Hình: P/E FWD loại trừ ngân hàng và bất động sản năm 2024 dự kiến điều chỉnh về mức hấp dẫn hơn 12.6 lần dưới 1 lần độ lệch chuẩn



Nguồn: BSC Research

Cách lựa chọn dòng cổ phiếu sẽ dựa trên nền tảng phương pháp P/B đi kèm với việc theo dõi triển vọng tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2024-2025. Dựa trên góc nhìn P/B, BSC nhận thấy tương đối nhiều nhóm ngành hiện đang giao dịch thấp hơn bình quân P/B trung vị 5 năm, tuy nhiên nếu xét qua định giá theo P/E lại không ở mức rẻ, điều này phản ánh đặc điểm của cổ phiếu khi bước vào một chu kỳ mới. Do việc phục hồi lợi nhuận theo hình chữ U thay vì chữ V với tốc độ phục hồi sẽ cần thời gian để cải thiện theo từng năm, nên góc nhìn chỉ sử dụng phương pháp P/E để tạo ra sự sai lệch nhất định. Vì vậy, định giá theo giá trị sổ sách đang ở mức thấp so với lịch sử sẽ là điểm tựa cho việc lựa chọn cổ phiếu trong trung và dài hạn.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý, trong chu kỳ hiện tại, việc theo dõi kỹ tốc độ phục hồi lợi nhuận sẽ là yếu tố tiên quyết cần được nhà đầu tư quan tâm để tránh rơi vào trạng thái “bẫy giá trị” khi cổ phiếu tưởng chừng rẻ nhưng lại không ghi nhận sự phục hồi & tăng trưởng.

Tốc độ tăng trưởng EPS là chìa khóa cho triển vọng định giá của doanh nghiệp						Dựa trên giá trị tài sản sẽ là phương pháp nền tảng cho việc					
Ngành	P/E trailing	P/E Trung vị 5 năm	P/E FWD 2023	P/E FWD 2024	Upside 2024 FW/Trung vị (%)	Ngành	P/B trailing	P/B Trung vị 5 năm	P/B FWD 2023	P/B FWD 2024	Upside 2024 FWD/Trung vị (%)
* Bất động sản (P/B)	1.4	2.4	1.5	1.4	77%	* Bất động sản	1.4	2.4	1.5	1.4	77%
* Ngân hàng (P/B)	1.3	1.6	1.0	0.9	72%	* Ngân hàng	1.3	1.6	1.0	0.9	72%
Dầu khí	12.5	16.4	12.6	12.4	32%	Bán lẻ	3.4	3.7	3.0	2.7	38%
F&B	21.8	20	22.0	18.0	11%	F&B	3.0	4.4	3.6	3.4	29%
Tiện ích	16.3	11.6	15.9	10.7	8%	Dầu khí	1.8	2.0	1.7	1.5	31%
Khu công nghiệp	8.2	8.3	9.0	8.1	2%	Vật liệu cơ bản	1.6	1.7	1.5	1.4	25%
Bán lẻ	40.4	15.2	46.4	17.2	-12%	Thủy sản	1.0	1.1	1.1	1.0	13%
Thủy sản	14.8	8	17.1	9.2	-13%	Tiện ích	1.5	1.5	1.5	1.3	13%
Dệt may	11.1	6.4	11.3	7.8	-18%	Khu công nghiệp	1.7	1.8	1.7	1.7	7%
Cảng biển	19.9	12.8	19.1	15.8	-19%	Xây dựng	0.8	0.7	0.7	0.7	-1%
Công nghệ	10.9	12.7	25.3	17.8	-29%	Dệt may	1.3	1.1	1.4	1.3	-17%
Xây dựng	65.0	8.2	26.1	12.4	-34%	Công nghệ	4.2	2.2	3.7	3.1	-28%
Vật liệu cơ bản	32.7	11.5	23.4	17.7	-35%	Cảng biển	1.9	1.5	2.4	2.2	-32%

Nguồn: BSC Research, dữ liệu ngày 30/01/2024

Các yếu tố rủi ro khó khăn:

1. Rủi ro suy thoái ở Mỹ và EU ở kịch bản suy thoái mạnh và hạ cánh cứng (Hard-landing)
2. Kinh tế Việt Nam phục hồi chậm hoặc lợi nhuận của doanh nghiệp thấp hơn kỳ vọng dự báo của các chuyên gia phân tích và thị trường.
3. Rủi ro căng thẳng địa chính trị, ngoài ra năm 2024 cũng sẽ là năm ghi nhận nhiều cuộc bầu cử lớn ở nhiều quốc gia, đặc biệt là Mỹ.
4. Áp lực về đáo hạn các khoản trái phiếu trong năm 2024.

2. TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2024

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN THƯƠNG MẠI – KHU CÔNG NGHIỆP – VẬT LIỆU XÂY DỰNG – XÂY DỰNG

Chuyên viên phân tích: Phạm Quang Minh

Email: minhpq@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích: Lâm Việt

Email: vietl@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích: Vũ Xuân Trường

Email: truongvx@bsc.com.vn

Đối với nhóm Bất động sản thương mại – Khu công nghiệp – Vật liệu xây dựng – Xây dựng, BSC đưa ra các luận điểm đầu tư chính như sau:

- **Chủ đề đầu tư 1:** Xu hướng FDI từ Trung Quốc sẽ tiếp tục diễn ra mạnh mẽ trong năm 2024 – 2025, là cơ hội cho các doanh nghiệp Bất động sản Khu công nghiệp mở khóa quỹ đất
- **Chủ đề đầu tư 2:** Để thúc đẩy tăng trưởng nền kinh tế, Chính Phủ sẽ tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công, là cơ hội cho các doanh nghiệp ngành Xây dựng ghi nhận lợi nhuận tốt trong năm 2024 - 2025.
- **Chủ đề đầu tư 3:** Hạ tầng dần cải thiện và hành lang pháp lý thông suốt là những yếu tố nền tảng hình thành một thị trường bất động sản bền vững
- **Chủ đề đầu tư 4:** Các doanh nghiệp ngành thép nói riêng và Vật liệu xây dựng nói chung sẽ phục hồi mạnh mẽ nhờ (i) mức nền thấp năm 2023, và (ii) thị trường Bất động sản phục hồi trong năm 2024.

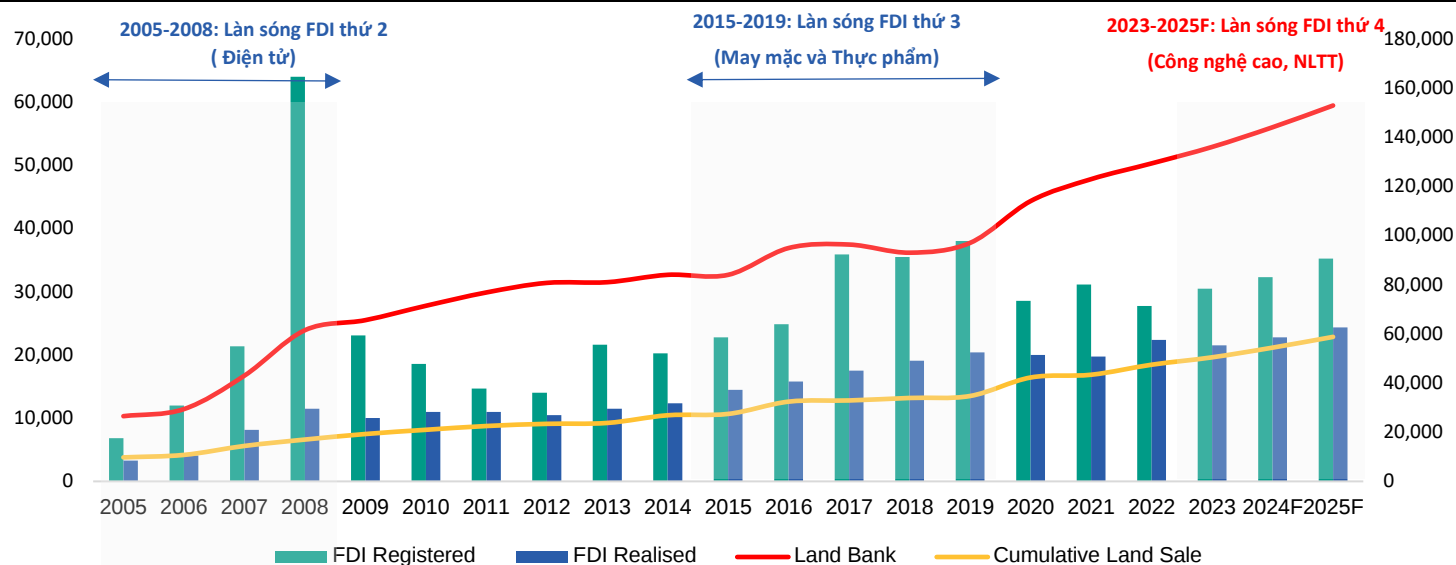
Tổng quan báo cáo

Chủ đề đầu tư	Ngành	Đánh giá	Cổ phiếu khuyến nghị
Chủ đề 1	BĐS khu công nghiệp	Khả quan	SZC, IDC, PHR, SIP
Chủ đề 2	Xây dựng	Trung lập	LCG, HHV, CTD
Chủ đề 3	BĐS dân dụng	Trung lập	NLG, KDH, VHM, IJC
Chủ đề 4	Thép	Khả quan	HSG, HPG

Chủ đề đầu tư 1: Xu hướng FDI sẽ tiếp tục diễn ra mạnh mẽ trong năm 2024 – 2025, là cơ hội cho các doanh nghiệp Bất động sản Khu công nghiệp mở khóa quỹ đất mới mới.

BSC cho rằng xu hướng FDI sẽ tiếp tục diễn ra mạnh mẽ trong năm 2024 – 2025. Trong năm 2023, tổng vốn FDI đăng ký đạt 28.1 tỷ USD (+24.4% yoy), trong đó vốn FDI đăng ký cấp mới đạt 20.2 tỷ USD (+62.2% yoy), vốn FDI thực hiện đạt 23.2 tỷ USD (+3.5% yoy), đóng góp chính bởi Trung Quốc, Đài Loan. Với việc **(1)** Các cơ sở sản xuất vẫn đang dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc, **(2)** Chính phủ Việt Nam cũng cho thấy nỗ lực thu hút FDI khi (i) nâng cấp mối quan hệ ngoại giao với Mỹ, Nhật Bản lên cấp đối tác chiến lược toàn diện, (ii) liên tục tổ chức các tọa đàm kết nối nhà đầu tư FDI với các tỉnh **(3)** Luật đất đai sửa đổi được thông qua, luật khu công nghiệp, khu kinh tế đang được dự thảo ban hành, BSC kỳ vọng sẽ có một làn sóng FDI thứ 4 chảy vào Việt Nam trong năm 2024 – 2025, tập trung vào lĩnh vực công nghệ cao, năng lượng tái tạo.

Hình: Làn sóng FDI thứ 4 kì vọng sẽ thúc đẩy tốc độ mở khóa quỹ đất KCN kể từ năm 2024



Nguồn: GSO, FinnPro , BSC Research tổng hợp

Bảng: Thống kê các làn sóng FDI vào Việt Nam

1991-1997: Làn sóng FDI đầu tiên.	2005-2008: Làn sóng FDI thứ 2	2015-2019: Làn sóng FDI thứ 3	2023-2025F: Làn sóng FDI thứ 4
- Thông qua Luật đầu tư nước ngoài. - Giai đoạn đầu mở cửa của thị trường Việt Nam.	- Gia nhập WTO năm 2007. - Ban hành Luật đầu tư chung, thay thế cho Luật đầu tư nước ngoài và Luật đầu tư nội địa.	- Ký kết hiệp định CPTPP, VKFTA - Tiếp tục sửa đổi và ban hành Luật đầu tư - Trung Quốc + 1.	- Xu hướng dịch chuyển chuỗi sản xuất, cung ứng ra khỏi Trung Quốc tiếp tục diễn ra. - Nâng cấp mối quan hệ ngoại giao với Mỹ, Nhật Bản lên mức đối tác chiến lược toàn diện. - Luật đất đai sửa đổi, Luật KCN, KKT chuẩn bị được ban hành trong thời gian tới.
Giày dép, Xe máy (Honda)	Điện tử (Samsung, Intel)	May mặc, Thực phẩm	Công nghệ cao, NLTT
Khu vực phía Bắc/Nam	Khu vực phía Bắc	Khu vực phía Nam	Khu vực phía Bắc
- FDI đăng ký: +330%, TB 23%/năm - FDI thực hiện: +847%, TB 38%/năm - Quỹ đất: N/A - Cho thuê: N/A	- FDI đăng ký: +836%, TB 75%/năm - FDI thực hiện: +248%, TB 37%/năm - Quỹ đất: +132%, TB 23%/năm - Cho thuê: +74%, TB 15%/năm	- FDI đăng ký: +67%, TB 11%/năm - FDI thực hiện: +41%, TB 7%/năm - Quỹ đất: +15%, TB 3%/năm - Cho thuê: +27%, TB 5%/năm	- FDI thực hiện: Dự kiến tăng TB 7%/năm, - Quỹ đất: Dự kiến tăng TB 6%/năm do quy hoạch hạn chế.

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Xu hướng FDI tăng trưởng mạnh sẽ tạo áp lực Chính Phủ đẩy nhanh mở khóa quỹ đất do nguồn cung từ các khu vực tỉnh/thành loại 1 không còn nhiều. BSC so sánh quỹ đất hiện tại với quỹ đất được phép phê duyệt đến năm 2025, nhận thấy nhiều tỉnh thành đã sử dụng chỉ tiêu. Do đó, BSC cho rằng nguồn cung Bất động sản Khu công nghiệp vẫn sẽ thiếu hụt trong 1-2 năm tới. Đồng thời, điều này cũng tạo áp lực cho Chính Phủ phải đẩy nhanh tiến độ pháp lý để mở khóa nguồn cung tại các tỉnh/thành còn chỉ tiêu phê duyệt.

Bảng: Thống kê quỹ đất tại một số tỉnh thành

Tỉnh/TP	Quỹ đất hiện tại (ha)	Chỉ tiêu đến 2025 (ha)	Chỉ tiêu đến 2030 (ha)	% Chỉ tiêu đã sử dụng
MIỀN BẮC				
Loại 1				
Hà Nội	1,347	2,787	3,828	48%
Bắc Ninh	5,899	4,760	6,408	124%
Hưng Yên	2,611	3,849	5,021	68%
Hải Dương	1,732	3,115	5,661	56%
Hải Phòng	6,080	7,262	8,710	84%
Loại 2				
Hà Nam	2,043	4,027	4,627	51%
Thái Bình	1,903	1,662	2,565	115%
Vĩnh Phúc	3,110	3,037	4,815	102%
Thái Nguyên	1,470	3,650	4,349	40%
Bắc Giang	3,074	3,377	7,000	91%
Quảng Ninh	4,632	3,658	5,904	127%
MIỀN NAM				
Loại 1				
Hồ Chí Minh	2,830	5,021	5,918	56%
Long An	9,200	10,479	12,433	88%
Bình Dương	11,300	11,900	14,990	95%
Đồng Nai	10,000	12,470	18,543	80%
Loại 2				
Tây Ninh	3,415	3,580	4,269	95%
Bình Phước	4,686	4,258	7,584	110%
Bà Rịa – Vũng Tàu	9,000	8,550	10,755	105%
Bình Thuận	2,000	2,069	3,048	97%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Điểm rơi nguồn cung mới sẽ vào giai đoạn 2H.2025 – 2026 trở đi. Nhìn lại làn sóng FDI lần thứ 3 chảy vào Việt Nam, BSC nhận thấy nguồn cung từ mở khóa quỹ đất mới sẽ có độ trễ 1 – 2 năm kể từ khi dòng vốn FDI chảy vào. Cụ thể, vốn thực hiện FDI tăng trưởng mạnh mẽ +7% YoY/năm trong giai đoạn 2015 – 2019. Trong khi đó, trong giai đoạn này, nguồn cung quỹ đất chỉ tăng trưởng + 3% YoY/năm, chỉ được mở khóa kể từ năm 2020. Tương tự, đối với làn sóng FDI thứ 4 từ Trung Quốc, BSC cho rằng điểm rơi nguồn cung mới cũng sẽ có độ trễ 1-2 năm và sẽ từ 2H.2025 trở đi.

Đối với nguồn cung mới, BSC rằng sẽ có xu hướng dịch chuyển ra các tỉnh/thành vệ tinh loại 2 của Hà Nội và TP.Hồ Chí Minh nhờ **(1)** Hạ tầng giao thông ngày càng 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).

Một số trung tâm công nghiệp mới hình thành tại các tỉnh/thành Loại 2



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Chủ đề đầu tư 2: Để thúc đẩy tăng trưởng nền kinh tế, Chính Phủ sẽ tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công, giúp các doanh nghiệp ngành Xây dựng ghi nhận lợi nhuận tốt trong năm 2024 - 2025.

BSC cho rằng các dự án hạ tầng sẽ được đẩy nhanh tiến độ thi công trong năm 2024 nhờ:

- (i) **Tình trạng thiếu vật liệu xây dựng đã được giải quyết.** Nhìn lại 9T.2023, các dự án thi công, đặc biệt tại các tỉnh/thành miền Tây gặp tình trạng thiếu cát, đá do (i) thiếu mỏ mới, (ii) chênh lệch giữa giá thị trường (có lúc lên tới 240,000 VNĐ/m³) và giá công bố tại các dự án xây lắp (80,000 VNĐ/m³), khiến cho các nhà thầu không dám triển khai. Tuy nhiên, trong Quý 4.2023, tình trạng này cơ bản đã được giải quyết nhờ việc Chính Phủ yêu cầu các mỏ cam kết trữ lượng cho các dự án Xây lắp.
- (ii) **Quá trình giải phóng mặt bằng của đa số các dự án đã hoàn thành trong năm 2022 – 2023,** giúp cho tiến độ thi công dễ dàng đẩy nhanh trong thời gian tới. Quan sát các dự án thành phần Cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2 như dự án Vũng Áng – Bùng (LCG), thì đa số tập trung giải phóng mặt bằng, chuẩn bị nền trong năm 2022 – 2023.

Bảng: Cập nhật tiến độ thi công một số dự án hạ tầng trọng điểm

Dự án	Gói thầu thành phần	Tỷ lệ GPMB	Thời điểm khởi công	Thời điểm dự kiến hoàn thành	Thông tin khác
Sân bay Long Thành	4.6	100%	8/2023	6/2025	Còn 7 gói thầu thành phần khác đang lựa chọn nhà thầu
	5.10	100%	8/2023	11/2026	
	6.12	100%	6/2023	12/2025	
Đường vành đai 3 TP.HCM	XL3,6,8,9	82%	6/2023	1/2026	Còn 6 gói thầu thành phần khác đang lựa chọn nhà thầu
Đường vành đai 4 Hà Nội	08,09,10	87%	6/2023	1/2026	Còn 7 gói thầu thành phần khác đang lựa chọn nhà thầu
Cao tốc Bắc-Nam GD1	Diễn Châu – Bãi Vọt	100%	5/2021	12/2024	Đã hoàn thành 9/11 dự án thành phần
	Cam Lâm – Vĩnh Hảo	100%	9/2021	12/2024	
Cao tốc Bắc-Nam GD2	Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	89%	1/2023	1/2026	Các dự án hầu hết đang đi vào giai
	Vân Phong – Nha Trang	92%	1/2023	1/2026	

Hoài Nhơn – Quy Nhơn

82%

1/2023

1/2026

đoạn cuối GPMB,
bước vào giai đoạn
tăng tốc thi công.

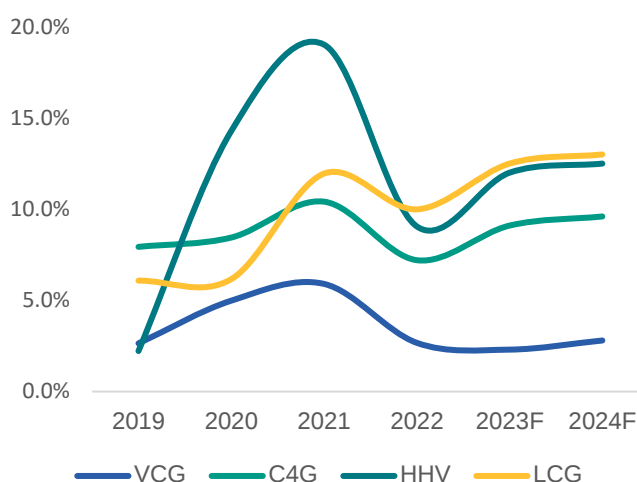
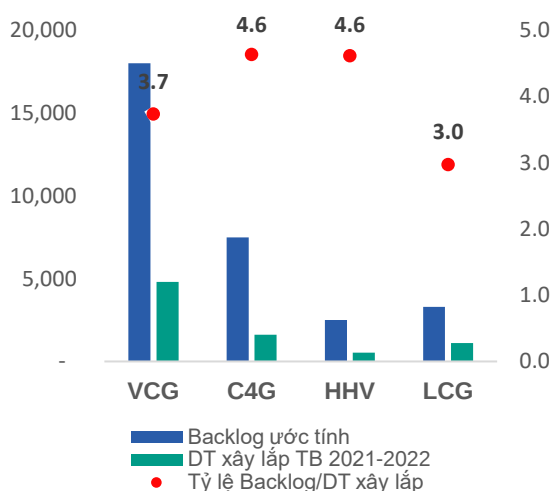
Nguồn: BSC Research tổng hợp

Qua đó, BSC cho rằng điểm rơi doanh thu – lợi nhuận của các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng sẽ rơi vào giai đoạn 2024 -2026. BSC dự báo doanh thu của nhóm xây dựng hạ tầng sẽ tăng trung bình 15-20% yoy nhờ (i) Hàng loạt dự án xây lắp lớn đã đồng loạt khởi công trong năm 2023, (ii) Nhiều dự án với giá trị backlog lớn, đang dần đi đến giai đoạn cuối cùng và sẽ dần phản ánh vào kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp hạ tầng.

Ngoài ra, so sánh với giai đoạn 2015 – 2020 (Cao tốc Bắc – Nam Giai đoạn 1), BSC cho rằng biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng dự báo sẽ cải thiện hơn trong giai đoạn 2024 – 2026 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) Kỹ thuật thi công các dự án thuộc giai đoạn 2 phức tạp hơn với nhiều gói thầu về thi công hầm, cầu, trên nền đất yếu, (3) Một số doanh nghiệp lấn sân sang loại hình xây dựng mới, có biên lợi nhuận gộp tốt hơn như xây lắp điện.

Giá trị backlog lớn sẽ dần được phản ánh vào kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp hạ tầng trong 2024-2026.

Biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp của các doanh nghiệp hạ tầng dự báo sẽ cải thiện hơn trong 2024.



Nguồn: Bộ Công Thương , BSC Research tổng hợp.

Chủ đề đầu tư 3: Hạ tầng dần cải thiện và hành lang pháp lý thông suốt là những yếu tố nền hình thành một thị trường bất động sản bền vững.

1. Hành lang pháp lý hoàn thiện đặt nền móng cho sự phát triển bền vững.

Môi trường đầu tư các dự án BĐS sẽ có nhiều chuyển biến quan trọng trong thời gian tới, xoay quanh các Luật sửa đổi vừa được Quốc hội thông qua bao gồm Luật Nhà ở (sửa đổi), Luật Kinh doanh BĐS (sửa đổi) và Luật Đất đai (sửa đổi), có hiệu lực từ 01/01/2025. Chúng tôi nhận thấy quá trình xây dựng các văn bản pháp luật về thị trường BĐS thận trọng, nhìn nhận mọi trường hợp đã và có thể xảy ra để đánh giá hết được các tác động của chính sách và xung đột pháp luật. Do đó, chính sách nhất quán mở ra kỳ vọng tích cực vào một thị trường BĐS bền vững hơn, công tác pháp lý chỉnh chu và minh bạch.

Một số thay đổi chính của Luật Đất đai sửa đổi bao gồm:

- **Quy định cụ thể và bổ sung phương pháp xác định giá đất:** Luật Đất đai sửa đổi quy định mang tính nguyên tắc, xác định rõ nội hàm và trường hợp, điều kiện áp dụng từng phương pháp (bao gồm so sánh, thu nhập, hệ số điều chỉnh giá đất và thặng dư). Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung BĐS sẽ sớm được mở khóa, khi hơn 50% các dự án vướng mắc pháp lý đều đến từ khó khăn trong công tác xác định giá đất.
- **Nhấn mạnh và quy định cụ thể hơn về đấu giá quyền sử dụng đất, đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư:** cơ hội tiếp cận quỹ đất trở nên công bằng đối với tất cả các doanh nghiệp đặc biệt là các doanh nghiệp có nền tảng tài chính và năng lực triển khai tốt. Bên cạnh đó, việc gia hạn thời gian triển khai được thắt chặt sẽ giảm thiểu việc các chủ đầu tư gom đất ồ ạt nhưng chậm triển khai, lãng phí nguồn lực xã hội và mất cân bằng tài chính.
- **Xác định rõ vai trò của các cấp quản lý và việc GPMB dự án, bàn giao cho DN sau khi trúng thầu:** yêu cầu đảm bảo tái định cư và bồi thường trước khi tiến hành thu hồi đất. Quy định ưu tiên (1) các khu đô thị đồng bộ hạ tầng kỹ thuật và hạ tầng xã hội, (2) hỗ trợ cho người bị thu hồi đất, nên mặc dù **chi phí bồi thường GPMB** có khả năng tăng lên nhưng **chúng tôi kỳ vọng tương lai sẽ giảm thiểu các khiếu nại trong công tác thu hồi đất và đảm bảo đúng tiến độ giao đất triển khai dự án.**

Các chủ thể liên quan đến việc triển khai dự án BĐS (Ngân hàng, Chủ đầu tư, môi giới BĐS, các cơ quan quản lý) sẽ có thêm khoảng 1 năm để tìm hiểu, thẩm thấu chính sách, rà soát hoàn thiện hồ sơ và đặc biệt là hình dung được bức tranh mới trong thời kỳ mới để có phương án kinh doanh phù hợp và cân đối nguồn vốn.

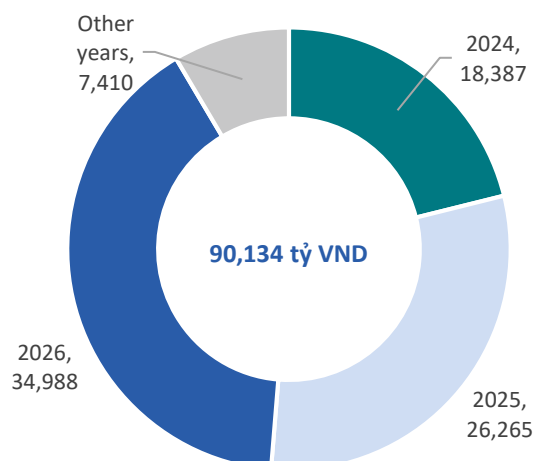
2. Cục diện “cuộc chơi” có nhiều thay đổi

Theo quan điểm của chúng tôi, môi trường pháp lý mới sẽ khơi thông nguồn cung bất động sản, tuy nhiên sẽ tác động đến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp do 3 yếu tố:

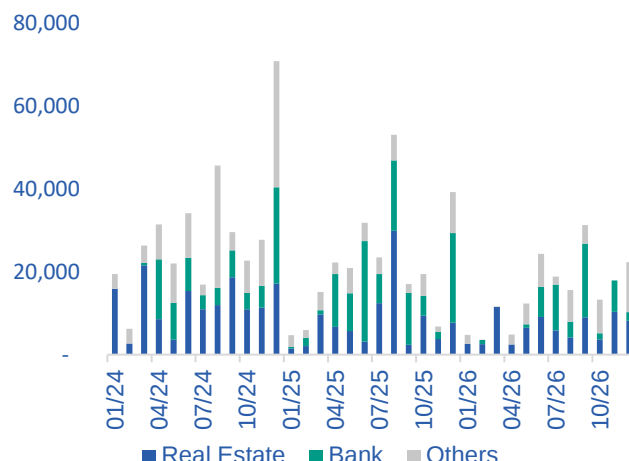
- **Nghĩa vụ tài chính cao hơn:** chi phí tiền sử dụng đất theo sát giá thị trường, quy định về ứng vốn để địa phương thực hiện thu hồi đất,...
- **Tiếp cận vốn vay khó hơn:** sau giai đoạn ách tắc pháp lý vừa qua, năng lực kiểm duyệt, thẩm định hồ sơ của các tổ chức tín dụng đã được nâng cao đáng kể trong khi các DN chỉ được thể chấp một dự án để phục vụ cho dự án đó. Qua đó, hạn chế các trường hợp lạm dụng đòn bẩy quá mức để thâm tóm quỹ đất, triển khai quá nhiều dự án cùng lúc nhưng không đủ năng lực tài chính...
- Nguồn cung sản phẩm dồi dào hơn đồng nghĩa với việc **tốc độ hấp thụ của mỗi dự án sẽ chậm lại và giá bán sẽ được bình ổn**, các DN vẫn tiếp tục triển khai các chính sách bán hàng ưu đãi.

Xu hướng chung của ngành sẽ **(1) khó mở rộng quỹ đất ồ ạt nhưng chậm triển khai** do siết chặt việc gia hạn thời gian triển khai dự án và **(2) hạn chế các trường hợp gom đất nông nghiệp chờ chuyển đổi mục đích sử dụng đất** như các thời kỳ trước. Đặc biệt, chúng tôi kỳ vọng hành lang pháp lý được định hình và áp lực trái phiếu đáo hạn quay trở lại từ 2024 sẽ tạo ra **làn sóng thâm tóm, M&A đến từ các Chủ đầu tư lớn và NĐT nước ngoài.**

Hình: Tổng giá trị trái phiếu đảo hạn được giãn/hoãn nợ thành công trong 11T23



Hình: Áp lực trái phiếu đảo hạn sẽ quay trở lại từ 2024



Nguồn: BSC Research tổng hợp

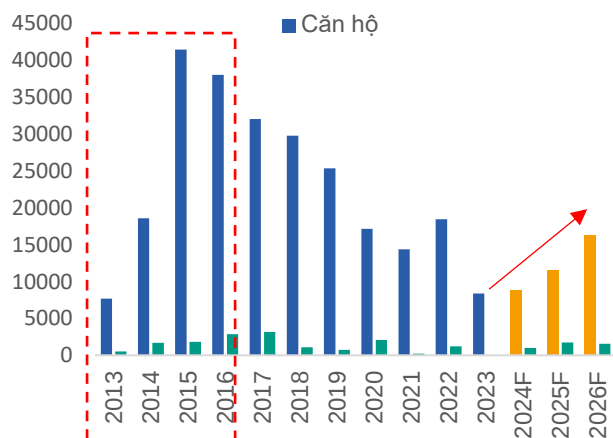
3. BSC cho rằng trong năm 2024-2025, xu hướng mở bán những sản phẩm thị trường cần.

Nguồn cung dần hồi phục: chúng tôi tin rằng những yếu tố sau sẽ giúp giải quyết tình trạng trì trệ của thị trường bất động sản hiện nay, bao gồm (1) hệ thống pháp luật đồng bộ, đặc biệt là thống nhất công tác xác định giá đất (50% dự án BĐS đang gặp khó khăn, vướng mắc) và cách tiếp cận quỹ đất (thông qua đấu giá, đấu thầu), (2) hoàn thiện quy hoạch chung của các địa phương, (3) năng lực áp dụng và hiểu biết về pháp lý dự án của các chủ thể liên quan được nâng cao, (4) tập trung mở bán các sản phẩm đáp ứng nhu cầu thực/khu vực có hạ tầng phát triển tương xứng.

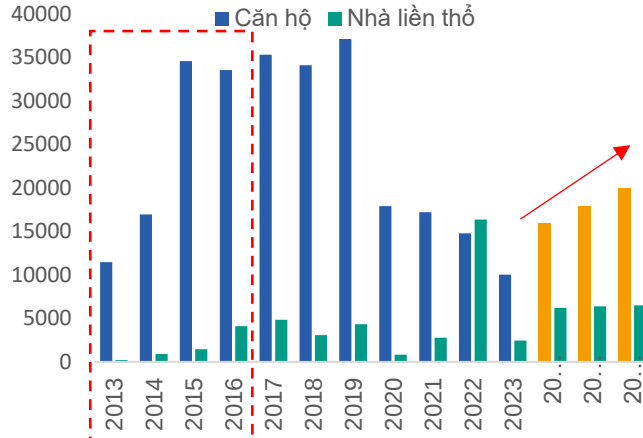
Tỷ lệ hấp thụ sẽ đạt mức cao với (1) nhu cầu ở thực của người mua nhà luôn duy trì mạnh mẽ, (2) độ lệch pha cung – cầu được thu hẹp nhờ giao thông kết nối được cải thiện, (3) chính sách bán hàng ưu đãi tiếp tục được đẩy mạnh và (4) môi trường lãi suất duy trì ở mức thấp.

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng giá nhà trung bình sẽ giảm khi tỷ trọng nhà ở vừa túi tiền – nhà ở xã hội tăng lên trong khi nền giá của từng phân khúc vẫn được duy trì vì nhu cầu nhà ở tại các thị trường cấp 1 và 1.5 vẫn rất lớn nhưng quỹ đất và năng lực triển khai của các DN còn hạn chế, nhất là sau giai đoạn đầy khó khăn của thị trường.

Hình: Nguồn cung Bất động sản tại Hồ Chí Minh



Hình: Nguồn cung Bất động sản tại Hà Nội

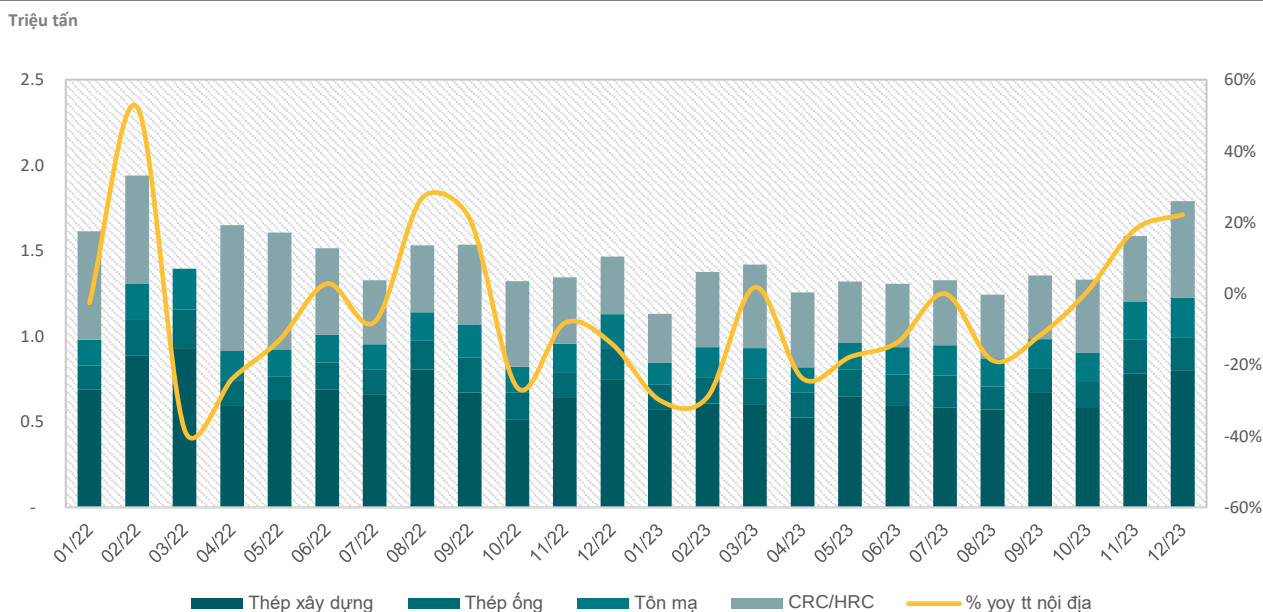


Nguồn: CBRE

Chủ đề đầu tư 4: Các doanh nghiệp ngành thép nói riêng và Vật liệu xây dựng nói chung sẽ phục hồi mạnh mẽ nhờ (i) mức nền thấp năm 2023, và (ii) thị trường Bất động sản phục hồi trong năm 2024.

BSC cho rằng sản lượng thép thị trường nội địa sẽ phục hồi trở lại trong năm 2024 nhờ thị trường Bất động sản quay trở lại. Kết thúc Quý 4.2023, sản lượng thép nội địa toàn ngành giảm 10% YoY do nhu cầu Bất động sản yếu. Với việc (1) chính sách thị trường Bất động sản đã đảo chiều trong năm 2023, (2) mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp trong 2H.2023, BSC kỳ vọng Bất động sản sẽ phục hồi kể từ 2H.2024 và sản lượng thép nội địa +10-15% YoY.

Hình: Sản lượng thép nội địa đạt 16.4 triệu tấn (-9.8% YoY) trong năm 2023, duy trì ở mức 1.3-1.4 triệu tấn/tháng



Nguồn: VSA

Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp thép kỳ vọng sẽ tiếp tục phục hồi về mức trung bình của 1 chu kỳ thép vào năm 2024 nhờ (1) sản lượng phục hồi, kéo theo xu hướng giá thép đi lên (2) các doanh nghiệp thép đẩy mạnh thị trường nội địa có biên lợi nhuận gộp cao hơn.

Hình: Biên lợi nhuận gộp của HSG (%)

	Chu kỳ 2009 – 2015				Chu kỳ thép 2015 – 2020						Chu kỳ 2020 – 2023 trở đi					
Năm	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Q4.23
Biên LNG bình quân (%)	13.2%	13.6%	14.3%	11.7%	14.8%	23.3%	16.9%	11.6%	11.5%	16.8%	18.5%	11.0%	1.2%	6.3%	10.4%	13.9%
Trung bình	13.2%				15.7%								9.6%			

Hình: Biên lợi nhuận gộp của HPG (%)

	Chu kỳ 2009 – 2015				Chu kỳ thép 2015 – 2020						Chu kỳ 2020 – 2023 trở đi					
Năm	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Q4.23
Biên LNG bình quân (VNĐ/tấn)	16%	19%	15%	18%	21%	28%	24%	21%	18%	36%	45%	13.9%	4.5%	8.6%	9.1%	
Trung bình	17%				25%											

● Bất
động sản
thương
mại

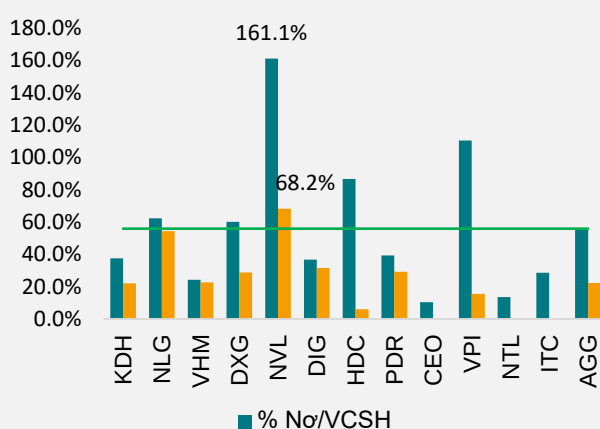
[TRUNG
LẬP]

Triển vọng sáng hơn, tuy nhiên, đã phản ánh vào định giá của ngành cho chu kỳ phục hồi

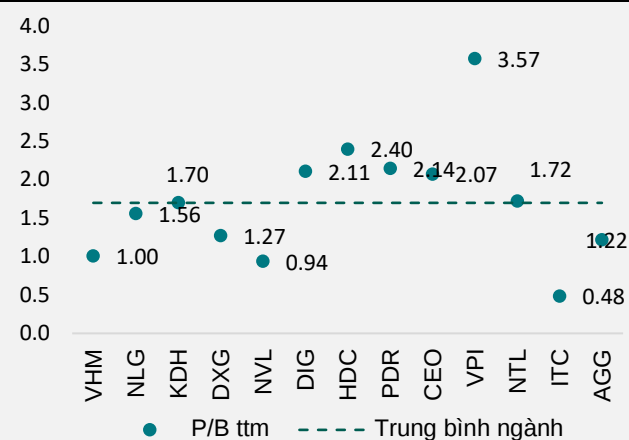
“Mùa đông” của ngành BĐS vô cùng khắc nghiệt, có sức lan tỏa mạnh đến nhiều ngành nghề nói chung và đặc biệt ảnh hưởng đến sức chống chịu của các doanh nghiệp trong ngành BĐS nói riêng. Áp lực thanh khoản buộc nhiều DN phải thanh lý, bán sỉ các dự án với giá thấp. Tuy nhiên ở chiều ngược lại, cánh cửa cơ hội thâu tóm quỹ đất giá rẻ mở ra cho các doanh nghiệp sở hữu nền tảng tài chính lành mạnh, năng lực triển khai dự án tốt (VHM, NLG, KDH) và có khả năng huy động vốn mới (PDR, DXG, IJC).

Chúng tôi kỳ vọng hành lang pháp lý được định hình và áp lực trái phiếu đáo hạn quay trở lại từ 2024 sẽ **tiếp tục xu hướng sàn lọc thị trường, tạo ra làn sóng thâu tóm, M&A đến từ các Chủ đầu tư trong nước có nền tảng tài chính và năng lực vận hành tốt cũng như NĐT nước ngoài.**

Nền tảng tài chính các DN nhìn chung đã lành mạnh hơn sau giai đoạn tái cấu trúc



Định giá P/B ngành hiện tại

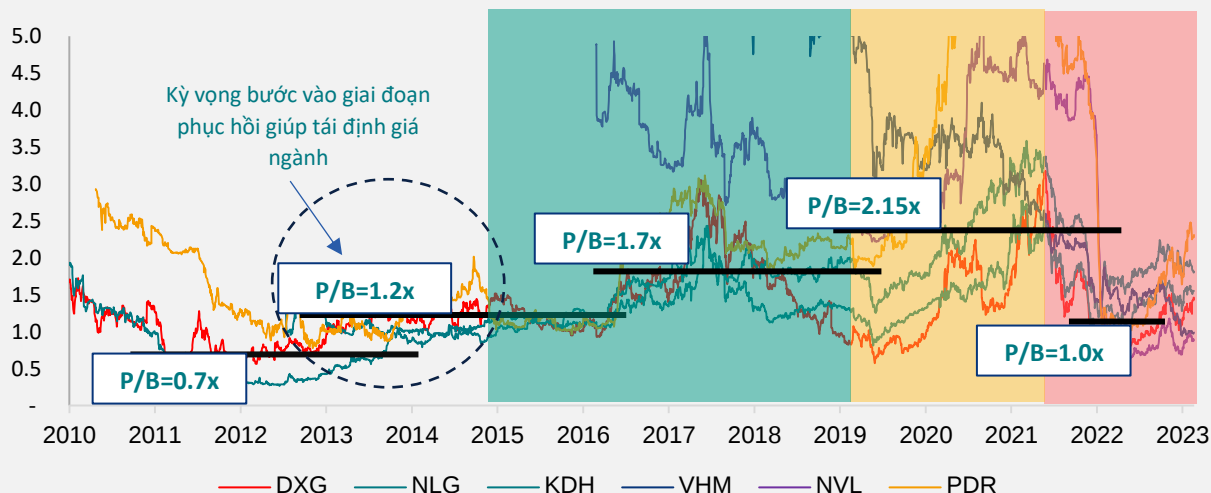


Nguồn: BCTC Q3/2023 các DN niêm yết, BSC Research

Nguồn: Fiinpro, BSC Research

P/B ngành hiện tại đang ở mức 1.7x, **chúng tôi cho rằng định giá hiện tại tương đối phù hợp cho giai đoạn phục hồi ban đầu của chu kỳ BĐS.** Tiềm năng tăng giá sẽ phụ thuộc vào (1) lợi nhuận, dòng tiền từ triển khai dự án hoặc thoái vốn các dự án không còn nằm trong kế hoạch kinh doanh và (2) khả năng tận dụng thời cơ để mở rộng quỹ đất

Hình: Định giá ngành BĐS qua các giai đoạn của chu kỳ



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Các yếu tố theo dõi: (1) Các Thông tư/Nghị định hướng dẫn thi hành luật, (2) Điểm rơi đáo hạn nợ vay/trái phiếu, (3) Lãi suất và tình hình huy động vốn của các DN qua các kênh tín dụng, trái phiếu, cổ phiếu..., (3) Khả năng mở rộng quỹ đất của các doanh nghiệp trong giai đoạn sãn lọc thị trường

Cổ phiếu khuyến nghị: NLG, KDH, VHM, IJC

• Xây dựng

[TRUNG LẬP]

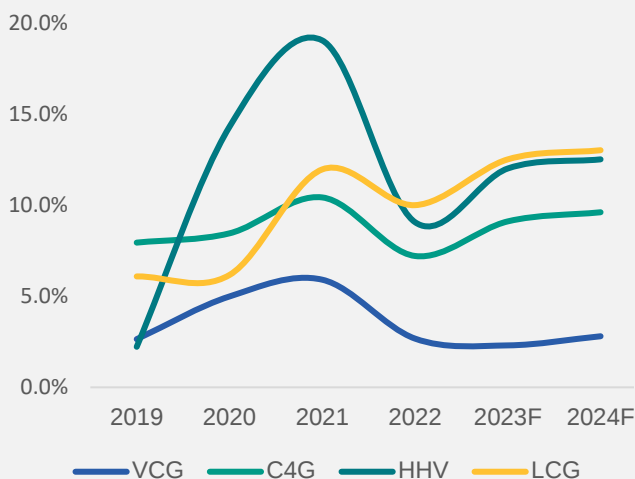
Triển vọng năm 2024: BSC kỳ vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng sẽ tăng trưởng tích cực +30% yoy, nhờ:

(1) Hàng loạt dự án hạ tầng lớn đã được khởi công trong năm 2023. Bên cạnh đó, nhiều dự án thuộc giai đoạn trước với giá trị backlog lớn, đang dần đi đến giai đoạn cuối cùng và sẽ dần phản ánh vào kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp hạ tầng.

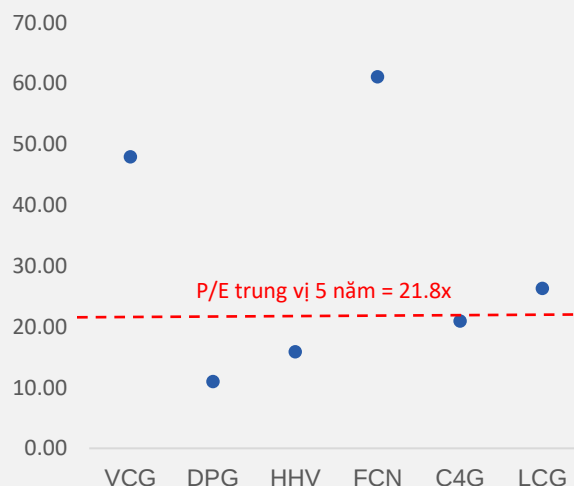
(2) Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng dự báo sẽ cải thiện hơn nhờ (1) Nhiều dự án được chỉ định thầu, đặc biệt là các gói thầu thuộc dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, giúp cho nhà thầu giảm bớt áp lực cạnh tranh về giá, đảm bảo nguồn thu, (2) Kỹ thuật thi công các dự án thuộc giai đoạn 2 phức tạp hơn với nhiều gói thầu về thi công hầm, cầu, trên nền đất yếu, (3) Một số doanh nghiệp lấn sân sang loại hình xây dựng mới, có biên lợi nhuận gộp tốt hơn như xây lắp điện.

Tuy nhiên, định giá của phần lớn các doanh nghiệp xây dựng đã phản ánh hầu hết triển vọng kinh doanh năm 2024. P/E trung vị ngành hiện tại là 30.5x cao hơn so với P/E trung vị 5 năm là 21.8x. Do đó, đối với nhóm cổ phiếu hạ tầng, chúng tôi khuyến nghị đầu tư (1) Các doanh nghiệp vẫn còn mức định giá hấp dẫn, (2) Dựa trên những biến động ngắn hạn nhờ những thông tin tích cực về việc trúng thầu hoặc tin tức về đẩy mạnh đầu tư công.

Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng sẽ cải thiện hơn trong 2024.



Định giá P/E ngành hiện tại



Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Nguồn:Fiinpro, BSC Research

Các yếu tố theo dõi: (1) Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công của Chính phủ, (2) Tiến độ giải phóng mặt bằng và thi công các dự án hạ tầng, (3) Tốc độ ghi nhận doanh thu và biến động biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp xây dựng.

Cổ phiếu khuyến nghị: LCG, HHV, CTD

Khu công nghiệp

[KHẢ QUAN]

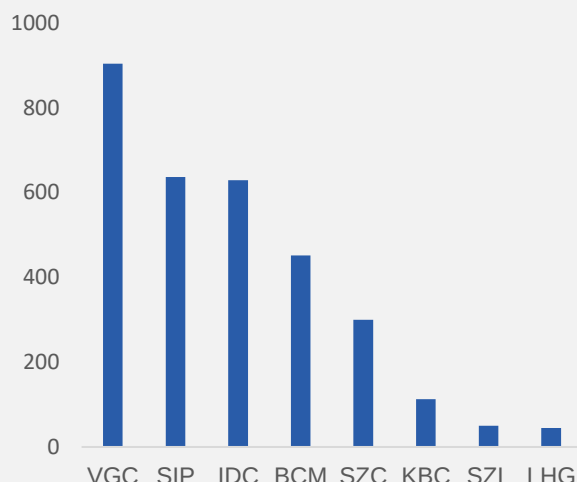
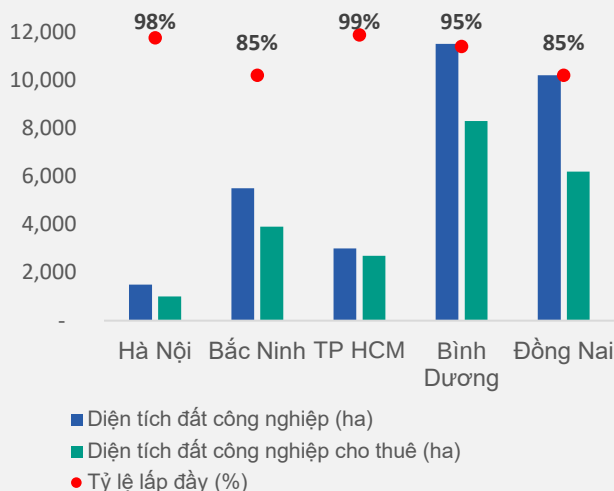
Triển vọng năm 2024: BSC kỳ vọng KQKD của nhóm Khu công nghiệp sẽ tăng trưởng tích cực +27% yoy nhờ: (1) Chúng tôi kỳ vọng những biên bản ghi nhớ (MOU) về việc cho thuê đất KCN, được thực hiện trong nửa cuối năm 2023, sẽ được chuyển thành hợp đồng chính thức và ghi nhận doanh thu trong 2024.

(2) Giá thuê KCN tiếp tục tăng trung bình 5%-10% yoy nhờ (i) Nguồn cung đất KCN vẫn thiếu hụt, đặc biệt tại các tỉnh /thành trung tâm, với tỷ lệ lấp đầy đạt trên 90%, (ii) Nhu cầu thuê đất KCN gia tăng, trong bối cảnh một làn sóng FDI thứ tư vào Việt Nam có nhiều khả năng xuất hiện.

Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp KCN sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn như: VGC, IDC, SIP sẽ có mức tăng trưởng lợi nhuận vượt trội hơn so với toàn ngành, nhờ tận dụng được nhu cầu gia tăng lớn, trong bối cảnh quỹ đất của các doanh nghiệp khác chưa thể đưa vào kinh doanh khi phải xử lý các vấn đề pháp lý.

Tỷ lệ lấp đầy tại các tỉnh/thành trung tâm đều >85%.

Quỹ đất KCN sẵn sàng cho thuê của các doanh nghiệp niêm yết (ha).



Nguồn: CBRE, BSC Research

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Các yếu tố theo dõi: (1) Các Thông tư/Nghị định hướng dẫn thi hành luật đất đai, (2) Việc áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu và các biện pháp hỗ trợ doanh nghiệp của chính phủ, (3) Khả năng mở rộng quỹ đất của các doanh nghiệp trong bối cảnh nguồn cung ngày càng thu hẹp, (4) Nguồn cung điện năng cho các KCN, đặc biệt tại khu vực miền Bắc.

Cổ phiếu khuyến nghị: IDC, SZC, SIP, PHR.

Thép

[KHẢ QUAN]

Đối với triển vọng của ngành thép trong năm 2024, BSC đánh giá KHẢ QUAN với việc các doanh nghiệp ngành thép sẽ phục hồi mạnh mẽ từ mức nền thấp của năm 2023 và nhờ thị trường Bất động sản dần hồi phục.

Xét về 1 chu kỳ, định giá của các doanh nghiệp ngành thép đang ở vùng thấp. BSC cho rằng mức định giá hiện tại phù hợp để mua các doanh nghiệp thép sở hữu tài sản tốt, thị phần lớn, trong bối cảnh (1) thời điểm xấu nhất của các doanh nghiệp ngành thép đã qua, (2) lợi nhuận của đang ở vùng đáy, sẽ dần cải thiện trong thời gian tới.

Cổ phiếu khuyến nghị: HSG, HPG

Hình: Định giá PB của HPG



Hình: Định giá PB của HSG



Bảng: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp nhóm ngành: Bất động sản – Xây dựng - VLXD

Mã CK	DTT 2024 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2024 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2024	P/E fw	P/B fw	ROA 2024	ROE 2024	Giá ngày 30/01/2024	Giá mục tiêu 2024	Upside (%)
NLG	6,811	51%	819	40%	2,052	18.30	1.44	3%	7%	38,950	44,700	15%
KDH	6,051	150%	980	16%	1,562	25.41	1.65	4%	4%	31,150	44,700	43%
VHM	96,408	-17%	27,257	-26%	6,197	6.68	0.87	6%	13%	41,800	60,900	46%
IJC	3,104	60%	795	62%	2,345	4.59	0.57	13%	13%	14,500	21,700	50%
LCG	3,562	48%	173	59%	904	13.13	0.80	2%	6%	12,000	14,300	19%
HHV	3,161	21%	445	23%	1,081	14.25	0.63	1%	5%	15,400	17,600	14%
CTD	18,527	9%	318	35%	3,206	21.50	0.77	1%	4%	68,900	78,700	14%
IDC	8,829	20%	2,140	20%	6,485	7.91	2.24	11%	25%	51,300	52,200	2%
SZC	1,127	38%	377	72%	2,095	18.38	2.09	4%	11%	38,500	40,900	6%
SIP	6,821	7%	1,121	13%	12,333	11.97	3.42	5%	26%	73,800	80,700	9%
PHR	1,585	17%	533	-14%	3,931	12.69	1.79	8%	14%	49,900	57,500	15%
HSG	35,101	11%	955	4056%	1,596	14.74	1.15	6%	8%	22,850	25,500	12%
HPG	133,221	11%	12,178	79%	2,094	13.37	1.44	6%	11%	28,000	33,000	18%
NLG	6,811	51%	819	40%	2,052	18.25	1.43	3.4%	6.7%	38,850	44,700	15%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH NĂNG LƯỢNG – TIỆN ÍCH – PHÂN BÓN – HÓA CHẤT [TRUNG LẬP]

Chuyên viên phân tích: Dương Quang Minh

Email: minhhdq@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích: Nguyễn Thị Cẩm Tú

Email: tuntc@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích: Lưu Thùy Linh

Email: linhlt@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích: Nguyễn Dân Trường

Email: truongnd@bsc.com.vn

- **Chủ đề đầu tư 1:** Nhu cầu đầu tư hạ tầng năng lượng (dự án Lô B – Ô Môn, dự án truyền tải điện) kỳ vọng tác động tích cực đến nhóm Dầu khí và Xây lắp điện trong bức tranh chung an ninh năng lượng của Việt Nam.
- **Chủ đề đầu tư 2:** Nhà máy nhiệt điện hưởng lợi từ 3 yếu tố (i) Hiện tượng El Nino (ii) Giá đầu vào giảm (iii) Thời gian hoạt động tăng do đã hoàn thành đại tu trong 2023.
- **Chủ đề đầu tư 3:** Trong năm 2024, các nhóm Hóa chất, Phân bón, Săm lốp sẽ ghi nhận mức tăng trưởng khả quan từ mức nền thấp của năm 2023.

TỔNG QUAN BÁO CÁO

Chủ đề đầu tư	Ngành	Đánh giá	Cổ phiếu khuyến nghị
Chủ đề 1	Năng lượng	Khả quan	GAS, PVS, PVD, PC1
Chủ đề 2	Tiện ích	Khả quan	PC1, POW, QTP
Chủ đề 3	Hóa chất	Khả quan	DGC
	Phân bón	Khả quan	DCM
	Săm lốp	Khả quan	DRC

CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ 1: NHU CẦU ĐẦU TƯ HẠ TẦNG NĂNG LƯỢNG THÚC ĐẨY DOANH THU CỦA DOANH NGHIỆP DẦU KHÍ VÀ XÂY LẮP ĐIỆN

1. Các dự án dầu khí trọng điểm là động lực tăng trưởng chính cho các doanh nghiệp dầu khí

Trong khoảng 8 năm trở lại đây, Việt Nam gần như không phát triển, khai thác mỏ khí lớn nào. Dưới áp lực trữ lượng các mỏ khí hiện hữu đang dần cạn kiệt, chính phủ đã đẩy mạnh đầu tư, phát triển dự án mới để đảm bảo nguồn khí đầu vào cho nhu cầu điện và công nghiệp.

Trong giai đoạn nửa cuối năm 2023, một số dự án dầu khí lớn đã cho thấy tín hiệu tích cực trong tiến độ đầu tư:

+ Dự án mỏ Lạc Đà Vàng đã nhận được quyết định đầu tư cuối cùng (FID) từ tập đoàn Murphy Oil (Mỹ), với mục tiêu khai thác dòng dầu thương mại đầu tiên (First Oil) từ mỏ này vào năm 2026.

+ Chuỗi dự án Lô B – Ô Môn cũng đã được chỉ định trúng thầu hạn chế cho từng thành phần của dự án, và dự kiến nhận được FID vào giữa năm 2024.

Việc các 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: tới thời điểm hiện tại, PVS đã trúng 3 gói thầu liên quan đến Lô B trị giá hơn 1 tỷ USD

Bảng: Các dự án dầu khí trong nước sắp được triển khai

Dự án	Thời gian triển khai (dự kiến)	Vốn đầu tư (Triệu USD)	Trữ lượng ước tính	Cập nhật tiến độ
Lô B – Ô Môn	2024 – 2026	11,300	100 tỷ m3 khí 12.5 triệu thùng condensate	- Chỉ định trúng thầu hạn chế (LLOA) cho hợp đồng EPC#1 và #2 - Dự kiến chính thức có FID vào giữa năm 2024
Lạc Đà Vàng	2024 – 2026	693	61 triệu thùng dầu	- Đã có FID (ký tháng 11/2023) - Đang triển khai đấu thầu
Cá Voi Xanh	2025 – 2027	4,600	150 tỷ m3 khí	- Đang chờ có FID và thỏa thuận khung mua bán khí (GSA HOA) mới

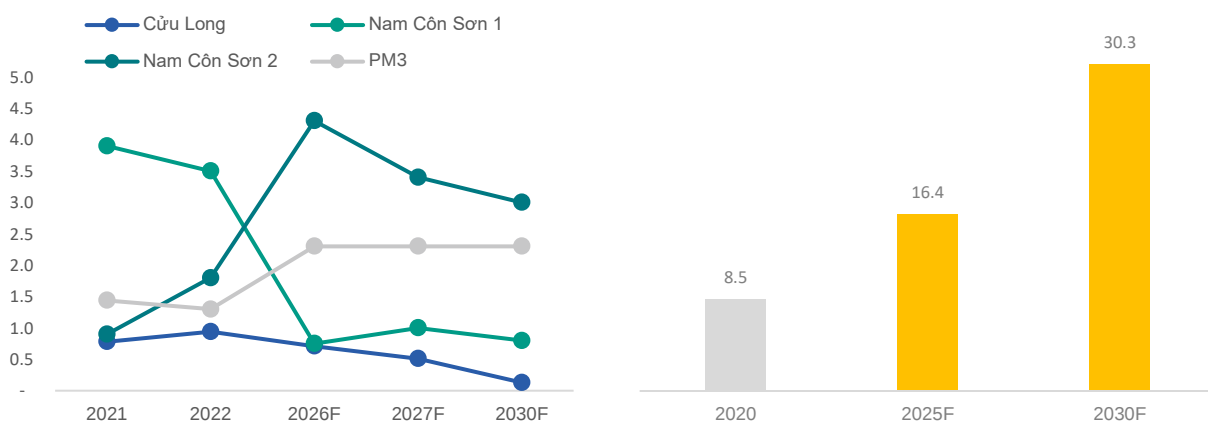
Nguồn: BSC Research

Vì vậy, BSC đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** với các cổ phiếu dầu khí thượng nguồn như **PVS** và **PVD** (tham khảo link báo cáo gần nhất tại [đây](#)). Ngoài ra, trong trung và dài hạn cổ phiếu **GAS** cũng sẽ được hưởng lợi, nhờ được gia tăng thêm nguồn cung khí từ những mỏ mới, bên cạnh triển vọng nhập khẩu LNG (tham khảo link báo cáo gần nhất tại [đây](#)).

Hình: Nguồn cung khí trong nước không đủ đáp ứng nhu cầu cho các nhà máy điện

Sản lượng các bể khí trọng điểm (tỷ m3/năm)

Nhu cầu khí đốt theo các nhà máy điện (tỷ m3)



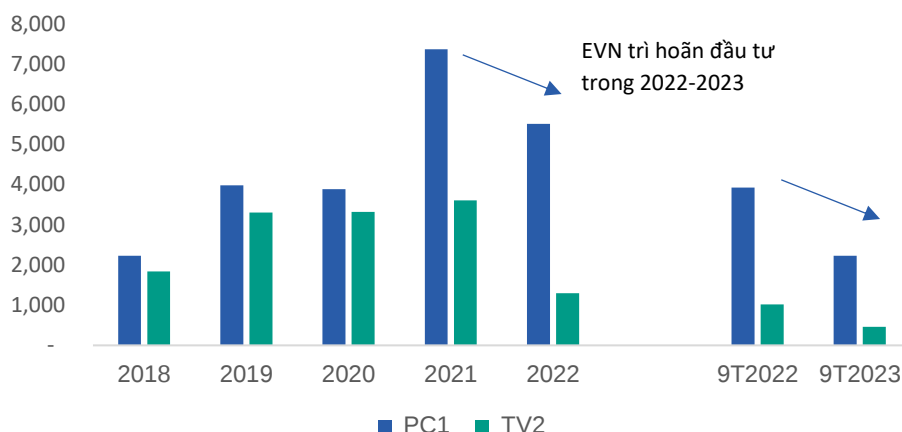
Nguồn: PVN, GAS, Dự thảo Kế hoạch Phát triển Năng lượng Quốc gia 2021-2030

Trong bối cảnh Chuỗi dự án Lô B – Ô Môn kỳ vọng sớm được triển khai, các nhà máy điện Ô Môn II, III, IV được xây dựng mới sẽ càng làm tăng mức cấp thiết của nhu cầu Đầu tư truyền tải điện của EVN.

2. Nhu cầu Đầu tư truyền tải điện của EVN sẽ tạo nguồn doanh thu lớn đối với nhóm xây lắp điện

Để thu hút FDI, Việt Nam cần đầu tư nhiều hơn cho việc phát triển hạ tầng điện, và hệ thống truyền tải điện sẽ được ưu tiên phát triển trong ngắn hạn. Đặc biệt là khu vực miền Bắc, nơi đây cần nhận thêm công suất nguồn điện, trong đó, việc đẩy nhanh khởi công đường dây 500kv mạch 3 đoạn Quảng Trạch – Phố Nối trị giá 23,000 tỷ VND là tín hiệu mạnh mẽ cho thấy EVN sẽ đẩy mạnh đầu tư trở lại sau gần 2 năm trì hoãn.

Doanh thu mảng xây lắp điện của PC1 và TV2 sụt giảm mạnh trong giai đoạn 2022-2023 (Tỷ VND)



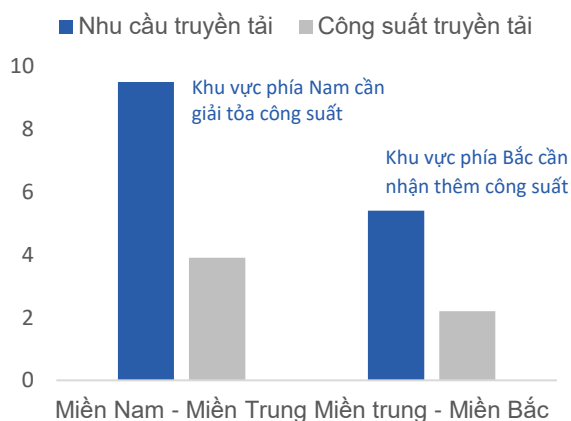
Nguồn: BSC Research, TV2, PC1

Ngoài ra, theo quy hoạch điện 8, tổng mức đầu tư dành cho phát triển truyền tải điện đạt 14.9 tỷ USD trong giai đoạn 2021-2030, tăng 50% so với thập kỷ trước.

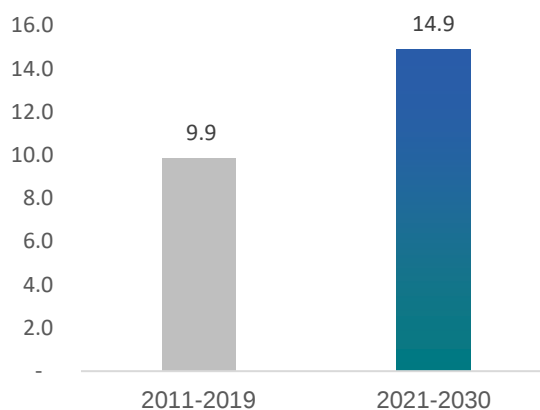
Điều này sẽ tạo nên mức tăng trưởng đột biến trong năm 2024 ở các công ty trong ngành xây lắp điện sau thời gian dài không có việc làm.

Áp lực đầu tư thêm lưới truyền tải để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện (MW)

Quy mô ngành xây lắp điện dự báo tăng 50% so với thập kỷ trước (Tỷ USD)



Nguồn: EVN



Nguồn: QHĐ 8

Nguy cơ thiếu điện ở Việt Nam đang ngày một rõ hơn, phụ tải sẽ tiếp tục tăng nhanh hơn tốc độ phát triển công suất trong năm 2024. Công suất đã có mức tăng mạnh trong 2019 -2020, tuy nhiên, phần lớn là đến từ nguồn điện mặt trời với đặc điểm không ổn định.

Theo QHĐ 8, Việt Nam sẽ ưu tiên phát triển điện gió và điện khí LNG trong thời gian tới. Tuy nhiên, hiện tại vẫn chưa có cơ chế, chính sách rõ ràng cho 2 loại nguồn năng lượng này vì giá thành sản xuất điện của 2 nguồn này đang khá cao so với giá bán lẻ điện bình quân của EVN.

Ngoài ra, cụm nhà máy điện khí Ô Môn II, III, IV thuộc dự án Lô B – Ô Môn nằm trong danh sách ưu tiên phát triển với ý nghĩa quan trọng trong việc đảm bảo an ninh năng lượng ở phía Nam giai đoạn 2026-2030. **Chúng tôi cho rằng áp lực thiếu khí và nhu cầu điện tăng cao ở miền Nam trong các năm tới sẽ thúc đẩy tiến độ dự án sẽ giúp Lô B – Ô Môn đạt được quyết định FID trong giữa năm 2024.**

Thông tin các nhà máy điện thuộc cụm dự án Lô B – Ô Môn

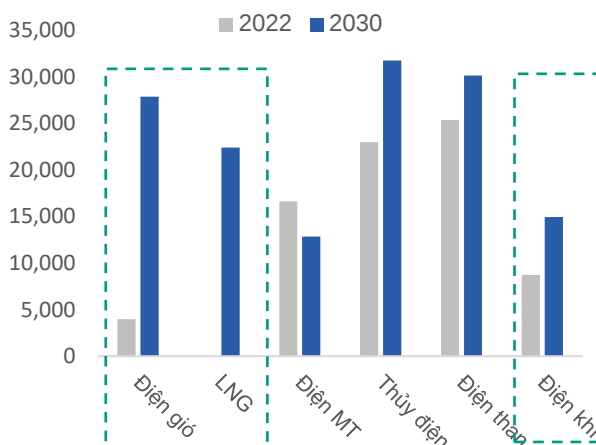
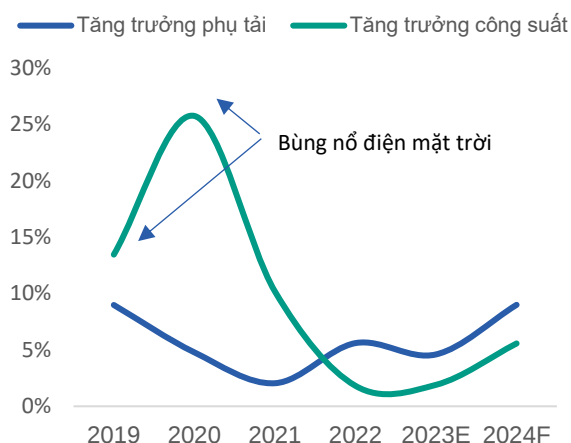
	NMĐ Ô Môn II	NMĐ Ô Môn III	NMĐ Ô Môn IV
Tiến độ	+Đã có chấp thuận chủ trương đầu tư. +Đã ký hợp đồng bán khí. +Vẫn chưa xây dựng.	+Đã có chấp thuận chủ trương đầu tư. +Vẫn chưa xây dựng.	+Đã có chấp thuận chủ trương đầu tư. +Vẫn chưa xây dựng.
Thời gian hoàn thành dự kiến	2026-2027	N/A	N/A
Công suất (MW)	1,050	1,050	1,050
Tổng mức đầu tư (tỷ VND)	30,500	27,600	30,000
Chủ đầu tư	Marubeni và WTO	PVN	PVN
Nguồn khí	Lô B	Lô B	Lô B
Tổng lượng khí tiêu thụ	Khoảng 5.1 tỷ m3/năm		

Nguồn: BSC Research

Do đó, ở thời điểm hiện tại, chúng tôi chỉ khuyến nghị THEO DÕI các công ty chuyên phát triển nguồn điện cho đến khi có pháp lý rõ ràng.

Phụ tải tăng nhanh hơn công suất càng làm trầm trọng tình trạng thiếu điện

Điện gió, điện khí và LNG được ưu tiên phát triển trong thời gian tới (MW)



Nguồn: EVN, BSC Research

Nguồn: QHĐ 8

Như vậy, với nhu cầu đầu tư hạ tầng năng lượng (dự án Lô B – Ô Môn, dự án Đường dây truyền tải điện), BSC kỳ nhóm Dầu khí và Xây lắp điện sẽ là nhóm hưởng lợi chính trong bức tranh chung an ninh năng lượng của Việt Nam.

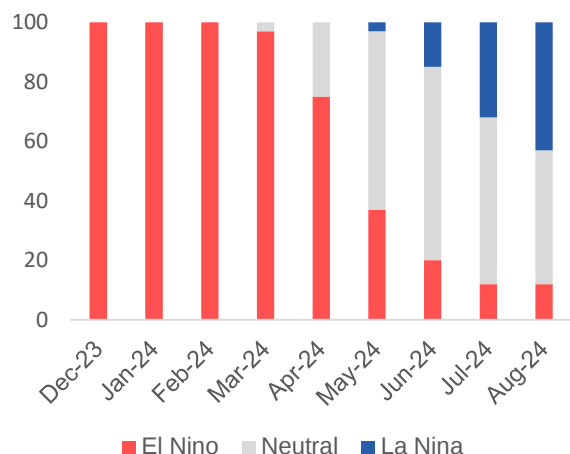
Cổ phiếu khuyến nghị: PVS, PVD, PC1

CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ 2: NHÀ MÁY NHIỆT ĐIỆN ĐƯỢC HƯỞNG LỢI NHỜ (1) HIỆN TƯỢNG EL NINO, (2) GIÁ ĐẦU VÀO GIẢM VÀ (3) THỜI GIAN HOẠT ĐỘNG TĂNG

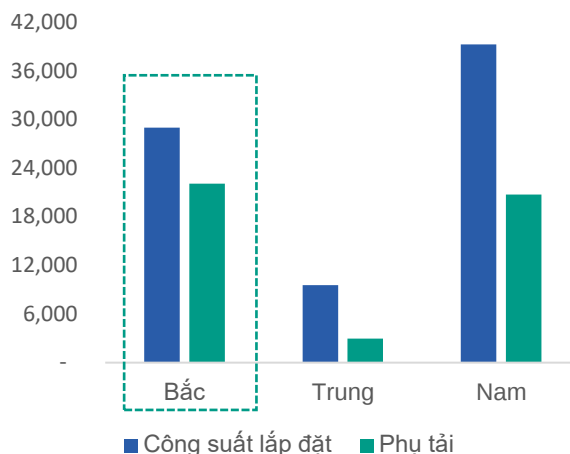
1. Hiện tượng El Nino và tình hình thiếu điện ở miền Bắc giúp các nhà máy nhiệt điện được tăng tỷ lệ huy động

Xác suất xảy ra hiện tượng El Nino vẫn duy trì ở mức cao từ tháng 1 đến tháng 5/2024 sẽ giúp các nhà máy nhiệt điện được tăng huy động. Trong đó, các nhà máy nhiệt điện khu vực phía Bắc sẽ được hưởng lợi nhiều nhất do 45% công suất lắp đặt ở đây là thủy điện – sụt giảm công suất đáng kể trong mùa khô. Ngoài ra, tổng công suất lắp đặt nguồn điện ở miền Bắc về cơ bản là chưa đủ đáp ứng phụ tải khi công suất dự trữ ở mức khá thấp – khoảng 30% (thông thường nên là 45%).

Xác suất El nino vẫn còn cao cho đến tháng 5/2024



Nhiệt điện khu vực miền Bắc sẽ được hưởng lợi nhiều nhất (MW)



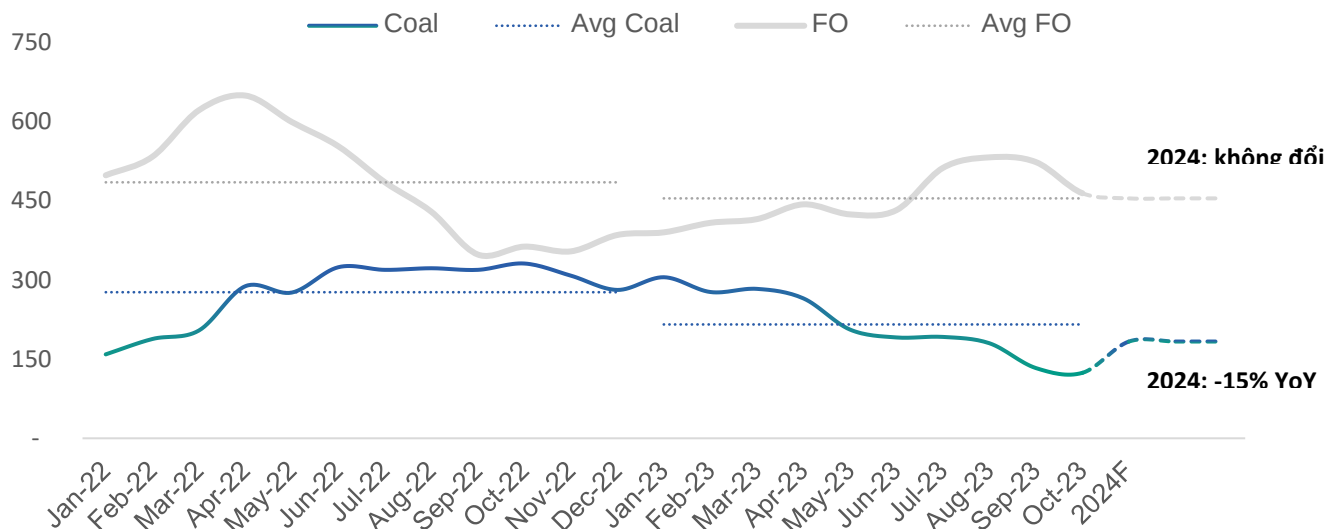
Nguồn: IRI

Nguồn: EVN, BSC Research

2. Giá nguyên liệu đầu vào: Than và dầu kỳ vọng giảm giá so với năm 2023

Đối với giá than thế giới trong năm 2024, BSC kỳ vọng trung bình giảm 15% YoY, đạt mức 183 USD/tấn. Từ năm 2023, hầu hết nhà máy nhiệt điện đều được cung cấp than trộn (than trong nước và than nhập khẩu), do đó, với giá năng lượng trên thế giới đang có xu hướng giảm sẽ giúp cho các nhà máy nhiệt điện tăng thêm lợi thế trên thị trường phát điện cạnh tranh.

Giá năng lượng giảm giúp các nhà máy nhiệt điện tăng huy động (USD/tấn)



Nguồn: BSC Research, Bloomberg, IEA

Đối với giá dầu, mặc dù có nhiều yếu tố bất định, BSC kỳ vọng giá dầu trung bình đạt 80 USD/ thùng, giảm 6% so với mức giá trung bình của năm 2023.

Trong năm 2023, thế giới đã chứng kiến những căng thẳng leo thang cả về chính trị lẫn vũ trang, nổi bật là các xung đột giữa Nga – Ukraine, Israel – Hamas, hay vụ tấn công trên khu vực Biển Đỏ. Những diễn biến này kéo dài sẽ gây ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng toàn cầu, cũng như nguồn cung dầu thô có thể bị thắt chặt hơn nữa.

Dự báo giá dầu của các tổ chức lớn trên thế giới cũng rất khác nhau, dao động từ 75 USD đến trên 100 USD/thùng. Do đó, có thể thấy giá dầu sẽ còn nhiều biến động khó lường trong thời gian tới.

Bảng: Dự báo giá dầu năm 2024 của một số tổ chức tài chính lớn trên thế giới

Tổ chức	Dự báo			
	Q1.2024	Q2.2024	Q3.2024	Q4.2024
Standard Chartered Bank	92	94	98	106
Bank of America Merrill Lynch	78	80	82	80
MUFG Bank	81	80	86	89
Rabobank	79	75	77	81
MPS Capital Services	80	78	75	75
Morgan Stanley	80	77.5	77.5	75
UBS Group AG	84	86	86	82
Capital Economics Ltd	84	82	79	77
Societe Generale SA	90	90	85	85
Australia & New Zealand Banking Group Ltd	85.4	86.6	88	93
Banc of America Securities LLC	90	92	90	88
Emirates NBD PJSC	85	80	80	85
JPMorgan Chase & Co	80	81	88	85
Commerzbank AG	80	85	90	90
Goldman Sachs	78	83	83	81
Trung vị	80	82	85	85

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Trong kịch bản cơ sở, BSC dự báo giá dầu năm 2024 đạt mức trung bình 80 USD/thùng, với triển vọng nền kinh tế Mỹ “hạ cánh mềm”, đồng thời những căng thẳng, xung đột địa chính trị không gây ảnh hưởng đáng kể, và sớm được giải quyết. Còn đối với các kịch bản còn lại, giá dầu trung bình có thể dao động từ 70 USD đến trên 90 USD/thùng, tùy thuộc vào những diễn biến kinh tế và địa chính trị trên toàn cầu (xem bảng).

Bảng: Kịch bản giá dầu Brent trung bình năm 2024

Kịch bản	Giả định	Giá dầu trung bình
Tích cực	Xung đột địa chính trị tiếp tục leo thang, dẫn tới nguồn cung dầu mở bị thắt chặt hơn nữa. Nhu cầu tiêu thụ dầu có xu hướng tăng trở lại mạnh khi các nền kinh tế phục hồi sớm hơn dự kiến.	90 USD/thùng
Cơ sở	Nền kinh tế Mỹ “hạ cánh mềm”, và ở một số quốc gia/thị trường bắt đầu có sự phục hồi. Những căng thẳng, xung đột địa chính trị không gây ảnh hưởng đáng kể, và sớm được giải quyết.	80 USD/thùng
Tiêu cực	Nền kinh tế tiếp tục suy thoái khiến nhu cầu tiêu thụ dầu thô suy giảm, những căng thẳng, xung đột địa chính trị không gây ảnh hưởng tới nguồn cung dầu mỏ của các nhà cung cấp lớn.	70 USD/thùng

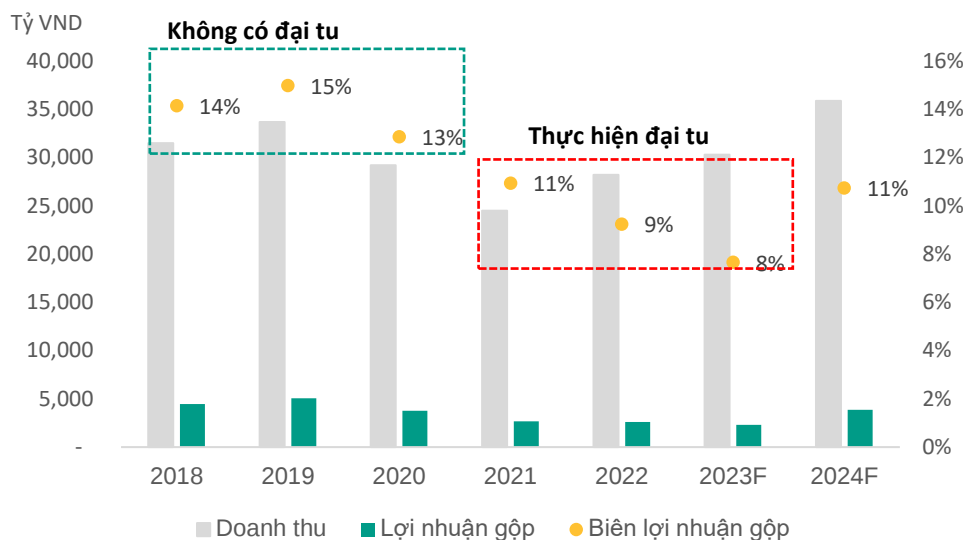
Nguồn: BSC Research

3. Thời gian hoạt động của các nhà máy đã hoàn thành đại tu trong năm 2023 dự kiến tăng trong năm 2024

Trong năm 2023, do việc thực hiện đại tu và ghi nhận chi phí sửa chữa, các nhà máy điện như POW và QTP ghi nhận suy giảm đáng kể lợi nhuận. Trong năm 2024, BSC kỳ vọng các nhà máy điện đã hoàn thành đại tu sẽ

được hưởng lợi kép từ việc 1) hoạt động ổn định, hạn chế dừng máy và 2) không ghi nhận chi phí sửa chữa lớn từ đó giúp lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ.

Doanh thu và lợi nhuận gộp của POW trong 2 giai đoạn



Nguồn: BSC Research, POW

Cổ phiếu khuyến nghị: POW, QTP

CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ 3: CÁC DOANH NGHIỆP PHỤC HỒI TỪ MỨC NỀN THẤP

● Hoá chất [KHẢ QUAN]

Với việc Trung Quốc đã bổ sung lượng lớn công suất điện than để bù đắp cho thủy điện, chúng tôi cho rằng việc thiếu hụt năng lượng sẽ không còn là vấn đề lớn trong 2024. Trong bối cảnh đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu sử dụng hoá chất sẽ là yếu tố quyết định thúc đẩy giá hoá chất phục hồi rõ rệt hơn trong năm 2024.

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ hoá chất phục hồi kéo theo sản lượng tiêu thụ hoá chất cải thiện với động lực đến từ:

- (1) xu hướng giảm hàng tồn kho trong cuối năm 2023;
- (2) hoạt động sản xuất linh kiện điện tử phục hồi thúc đẩy nhu cầu sử dụng hoá chất

Hình: Doanh số chất bán dẫn toàn cầu (Tỷ USD)

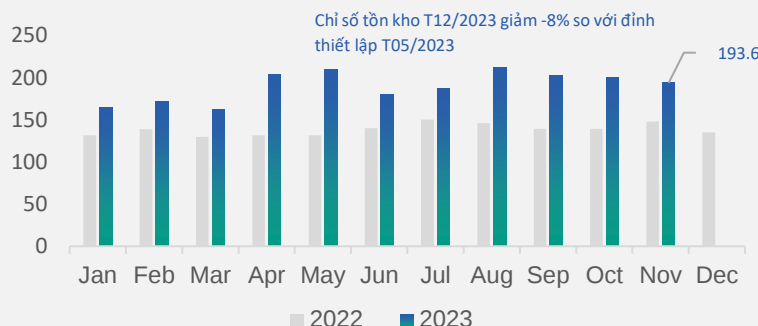


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Doanh số chất bán dẫn toàn cầu tăng +20% so với đáy tháng 5 cho thấy nhu cầu tiêu thụ đang cải thiện đáng kể.

Bên cạnh đó, chỉ số theo dõi tồn kho chất bán dẫn và các linh kiện điện tử tại Hàn Quốc cũng cho thấy xu hướng giảm hàng tồn kho tại quốc gia này.

Hình: Chỉ số tồn kho chất bán dẫn và linh kiện điện tử tại Hàn Quốc



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Các yếu tố theo dõi: (1) Tình hình xuất khẩu hoá chất của Việt Nam: giá trị & sản lượng và **(2)** Nhu cầu tiêu thụ hoá chất thông qua tình hình sản xuất chất bán dẫn & các linh kiện điện tử và lượng hàng tồn kho tại các quốc gia sản xuất lớn

Cổ phiếu khuyến nghị: DGC

● Phân bón [KHẢ QUAN]

Triển vọng năm 2024: BSC Duy trì quan điểm như Báo cáo triển vọng Q4/2023, chúng tôi kỳ vọng **giá Ure tiếp tục neo giá ở vùng hiện tại và tiếp tục tăng khi bước vào mùa cao điểm nhờ:**

- (1) Trung Quốc duy trì chính sách hạn chế xuất khẩu Ure và Ấn Độ tăng nhập khẩu Ure từ mức nền thấp 2023;
- (2) Nhu cầu trong nước cải thiện nhờ giá gạo neo ở mức cao.

Dự thảo luật VAT: đưa phân bón vào mặt hàng chịu thuế VAT

Bộ Công Thương đã đề xuất Quốc hội, Chính phủ xem xét để mặt hàng phân bón được bổ sung vào danh mục chịu thuế VAT với mức thuế suất là 5%:

- **Về giá bán:** giá phân bón tùy thuộc vào cung cầu thị trường trong nước và thị trường thế giới mà các doanh nghiệp có thể chuyển thuế VAT này sang người tiêu dùng hay không;

- **Về phía doanh nghiệp sản xuất phân bón:** các doanh nghiệp sẽ được hoàn thuế VAT với các chi phí đầu vào thay vì đưa vào chi phí như trước đây, từ đó giúp tăng tính cạnh tranh với phân bón nhập khẩu;

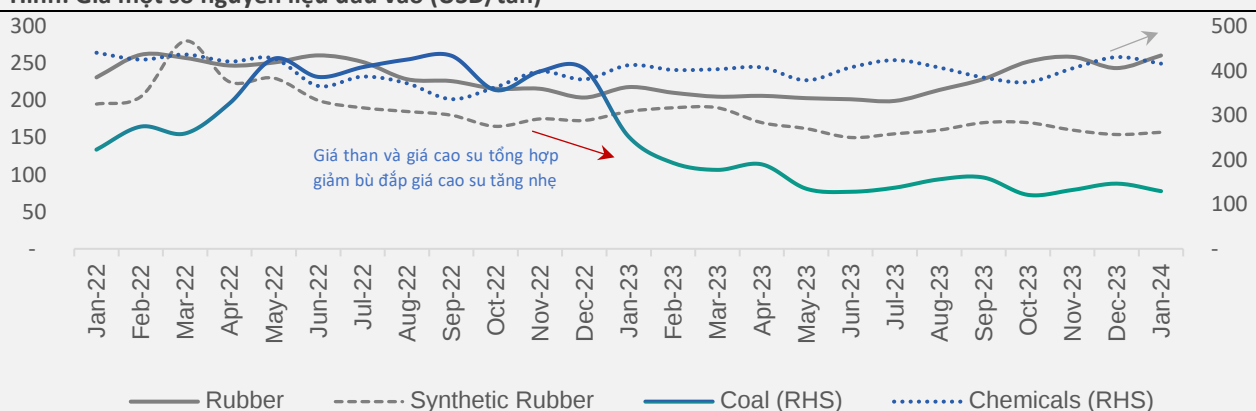
Các yếu tố theo dõi: (1) Chính sách xuất khẩu Ure của Trung Quốc và chính sách nhập khẩu của Ấn Độ; **(2)** Giá năng lượng tại các khu vực sản xuất phân bón: Giá than Trung Quốc & giá khí gas Châu Âu và **(3)** Dự thảo luật VAT – phân bón chịu 5% thuế VAT;

Cổ phiếu khuyến nghị: DCM

● Săm lốp
[KHẢ
QUAN]

Biên lợi nhuận tăng nhờ giá nguyên liệu đầu vào đã giảm về mức thấp, rủi ro giá cước vận tải tăng trở lại;

Hình: Giá một số nguyên liệu đầu vào (USD/tấn)

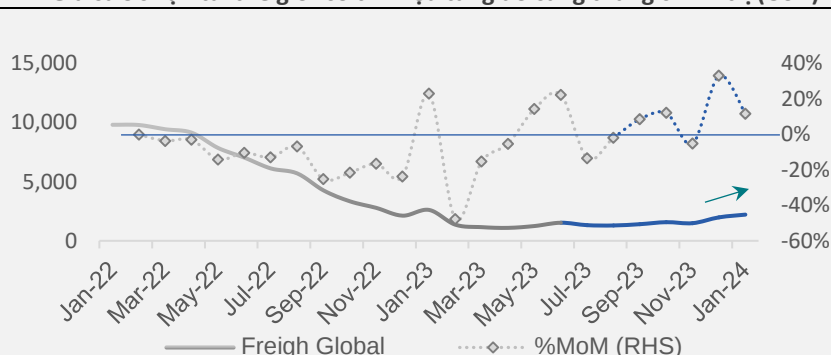


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Tuy nhiên, với căng thẳng địa chính trị tại một số khu vực, giá cước vận tải đang có xu hướng tăng trở lại. Các đơn hàng xuất khẩu chủ yếu theo hình thức FOB nên sẽ không chịu ảnh hưởng bởi giá cước.

Dù vậy, trong trường hợp giá cước tăng mạnh và đột ngột có thể ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp.

Hình: Giá cước vận tải thế giới có tín hiệu tăng do căng thẳng chính trị (USD)



Xuất khẩu các sản phẩm cao su (săm lốp) tiếp đà phục hồi trong quý 4/2023, kỳ vọng xuất khẩu tiếp tục là điểm sáng trong năm 2024;

Nhu cầu săm lốp được thúc đẩy bởi nhu cầu vận chuyển hàng hoá tăng trong bối cảnh: **(1)** Lưu lượng luân chuyển hàng hoá tại Mỹ duy trì mức cao và **(2)** Chỉ số hàng tồn kho giảm kỳ vọng thúc đẩy việc nhập lại hàng tồn kho. Với triển vọng nhu cầu tiêu thụ săm lốp tại Mỹ khả quan trong năm 2024F, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu lốp tiếp tục là điểm sáng trong năm 2024.

Các yếu tố theo dõi: (1) Giá nguyên liệu sản xuất và chi phí vận tải biển; (2) nhu cầu tiêu thụ sản phẩm tại các thị trường lớn và (3) chính sách thuế quan tại các nước nhập khẩu chính (Mỹ, Brazil, ...)

Cổ phiếu khuyến nghị: DRC

Bảng: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp nhóm ngành: Năng lượng - Tiện ích - Phân bón - Hóa chất

Mã CK	DTT 2024 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2024 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2024	P/E fw	P/B fw	ROA 2024	ROE 2024	Giá ngày 30/01/2024	Giá mục tiêu 2023/2024	Upside (%)
GAS	86,970	-4%	12,047	3%	5,245	14.60	2.50	13%	17%	76,600	93,000	21%
PVS	20,919	18%	941	16%	1,425	18.74	1.31	4%	8%	36,900	44,500	21%
PVD	7,400	27%	755	41%	964	20.32	1.00	4%	5%	27,600	33,900	23%
POW	37,069	21%	2,410	81%	1,029	11.08	0.72	4%	8%	11,400	15,600	37%
PC1	9,777	31%	593	88%	1,754	15.10	1.07	4%	9%	28,800	33,900	18%
QTP	11,560	-4%	721	17%	1,603	9.17	1.06	10%	12%	14,700	17,000	16%
DGC	12,728	20%	3,755	23%	10,114	9.09	2.79	28%	32%	89,900	100,000	11%
DCM	12,011	-1%	2,255	116%	4,157	7.55	1.44	13%	19%	32,150	36,000	12%
DRC	4,906	9%	329	33%	2,717	10.75	1.56	10%	12%	29,800	31,000	4%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH XNK – LOGISTICS – TIÊU DÙNG BÁN LẺ [KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Phạm Thị Minh Châu

Email: Chauptm@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích: Trần Lâm Tùng

Email: Tungtl@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích: Tô Đình Hiền Viên

Email: Vientdh@bsc.com.vn

- Chủ đề đầu tư 1:** Nhóm XNK - (i) nhu cầu hồi phục tại các thị trường xuất khẩu chính kéo theo sản lượng và giá hồi phục đồng thời (ii) tiết giảm chi phí lãi vay nhờ mặt bằng lãi vay thấp trong 2024.
- Chủ đề đầu tư 2:** Nhóm cảng biển - KQKD tăng trưởng khả quan từ mức nền thấp 2023. Nhóm vận tải biển kỳ vọng chỉ số (i) giá cước vận tăng trở lại và có sự phân hóa và (ii) sản lượng cải thiện nhờ nhu cầu xuất nhập khẩu hồi phục.
- Chủ đề đầu tư 3:** Nhóm tiêu dùng, bán lẻ - (i) Nhu cầu phục hồi hỗ trợ các doanh nghiệp tăng trưởng theo hướng “tập trung hóa” và (ii) biên lợi nhuận phục hồi nhờ áp lực tồn kho giảm và xu hướng giảm giá nguyên vật liệu

TỔNG QUAN BÁO CÁO

Chủ đề đầu tư	Ngành	Đánh giá	Cổ phiếu khuyến nghị
Chủ đề 1	Thủy sản	Khả quan	VHC
	Dệt may	Khả quan	TNG
	Công nghệ thông tin – Viễn thông	Khả quan	FPT
Chủ đề 2	Cảng biển	Khả quan	GMD, VSC
	Vận tải biển	Khả quan	HAH, PVT
Chủ đề 3	Tiêu dùng	Khả quan	VNM, QNS
	Chăn nuôi	Theo dõi	DBC, BAF
	Bán lẻ	Khả quan	MWG, PNJ

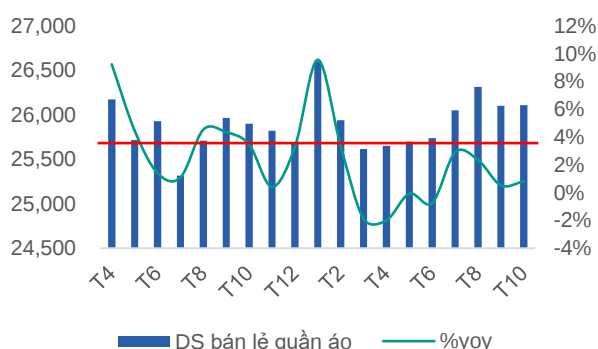
TỔNG QUAN KỶ VỌNG

Kỳ vọng tích cực cho nhóm ngành dựa trên bối cảnh vĩ mô của (1) thế giới dần khởi sắc và (2) trong nước thuận lợi.

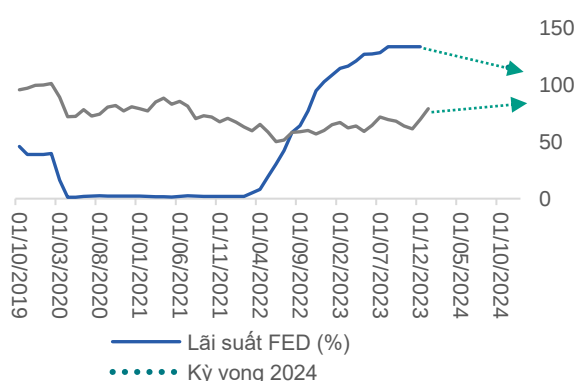
(1) Thế giới:

- Nhu cầu dùng thế giới đã thiết lập mức nền mới bất chấp áp lực về lãi suất trong năm 2023
- Chúng tôi kỳ vọng động thái giảm lãi suất của FED trong giai đoạn giữa năm 2024 sẽ tác động tích cực tới tâm lý tiêu dùng toàn cầu trong các quý sắp tới.

Hình 1: Doanh số bán lẻ quần áo tại Mỹ đã thiết lập mức nền mới từ Q3.2023 (đã loại trừ yếu tố mùa vụ)



Hình 2: Kỳ vọng áp lực lãi suất suy giảm tác động tích cực tới nhu cầu tiêu dùng

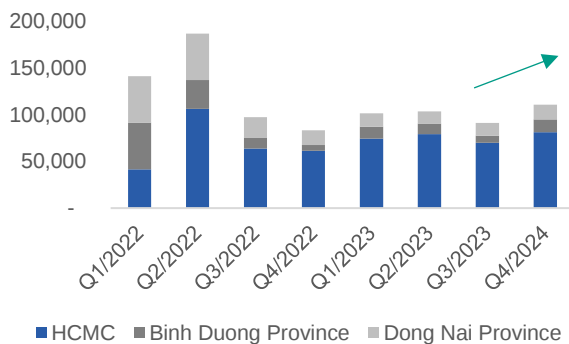


Nguồn: Fred, Trading economics tổng hợp, ĐH Michigan.

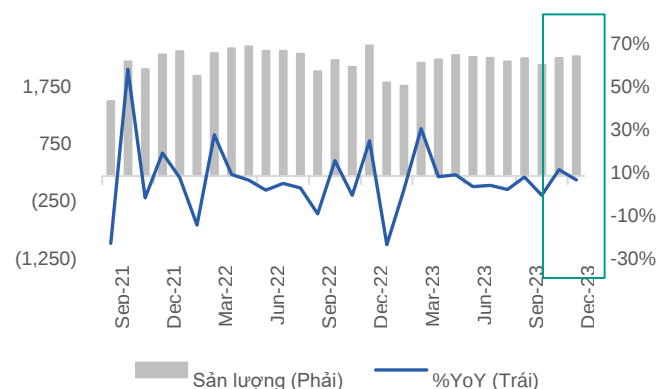
(2) Trong nước:

- Ngắn hạn: Dựa trên nhóm chỉ báo về (i) *nhu cầu tái tuyển dụng* và (ii) *Sản lượng container thông qua cảng biển Việt Nam dần phục hồi*, cùng với việc duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ và kích thích tiêu dùng trong 2024 là cơ sở hỗ trợ kì vọng về “chu kì mới” của nhóm ngành XNK tiếp sau đó là cảng và vận tải biển, và tiêu dùng bán lẻ.

Hình 5: Hoạt động tái tuyển dụng dần phục hồi trong nửa cuối 2023



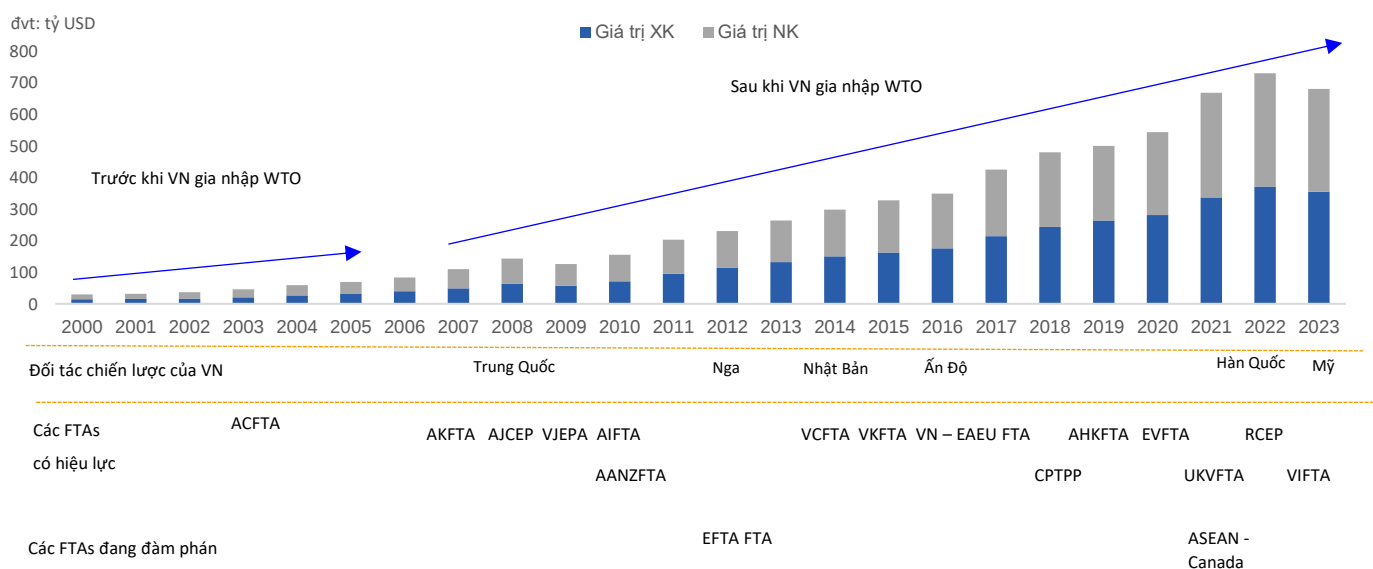
Hình 6: Sản lượng container thông qua cảng biển Việt Nam dần phục hồi



Nguồn: BSC tổng hợp, số lao động thương binh và xã hội, Trading Economics

- Dài hạn: Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu trong 2023 giảm -7%YoY nhưng nhìn chung vẫn duy trì ở mức nền cao so với giai đoạn trước gia nhập WTO nhờ độ mở thương mại cao thông qua kí kết các hiệp định.
Chúng tôi kỳ vọng trong 2024 nhóm ngành xuất nhập khẩu (thủy sản, dệt may, da giày...) sẽ là nhóm hưởng lợi đầu tiên trong chuỗi giá trị ngành sau khi Mỹ và Trung Quốc lần lượt ký kết văn bản hợp tác ở mức độ sâu hơn với Việt Nam.

Hình 7: Chuỗi giá trị ngành được hỗ trợ tích cực từ các hiệp định FTAs và các đối tác chiến lược.



Nguồn: Tổng cục hải quan VN, BSC Research tổng hợp

Giả định xây dựng:

Yếu tố	Xu hướng	XNK ⇒	Vận tải & Cảng biển ⇒	Tiêu dùng & Bán lẻ
Tổng quát				
Lãi suất giảm				
Nguyên vật liệu giảm				
Tái tuyển dụng				
Tác động				
Tích cực	- Giá TACN kỳ vọng giảm trong 2024 nhờ Lanina quay trở lại. - Kỳ vọng nhu cầu hồi phục trong 2024 tại các thị trường xuất khẩu chính.			
	- Sản lượng kỳ vọng hồi phục từ mức nền thấp của 2023. - Giá dịch vụ cảng biển tăng 5%-10% trong 2024. - Giá cước vận tải biển hồi phục nhờ vào chiến tranh khu vực Biển Đỏ.			
	- Giảm thuế VAT (từ 10% - 8%). - Kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng hồi phục.			
Tiêu cực	- Dư thừa công suất do tăng trưởng đội tàu trong 2024. - Tính cạnh tranh trong ngành cao.			

QUAN ĐIỂM VỀ KQKD VÀ GÓC NHÌN ĐẦU TƯ

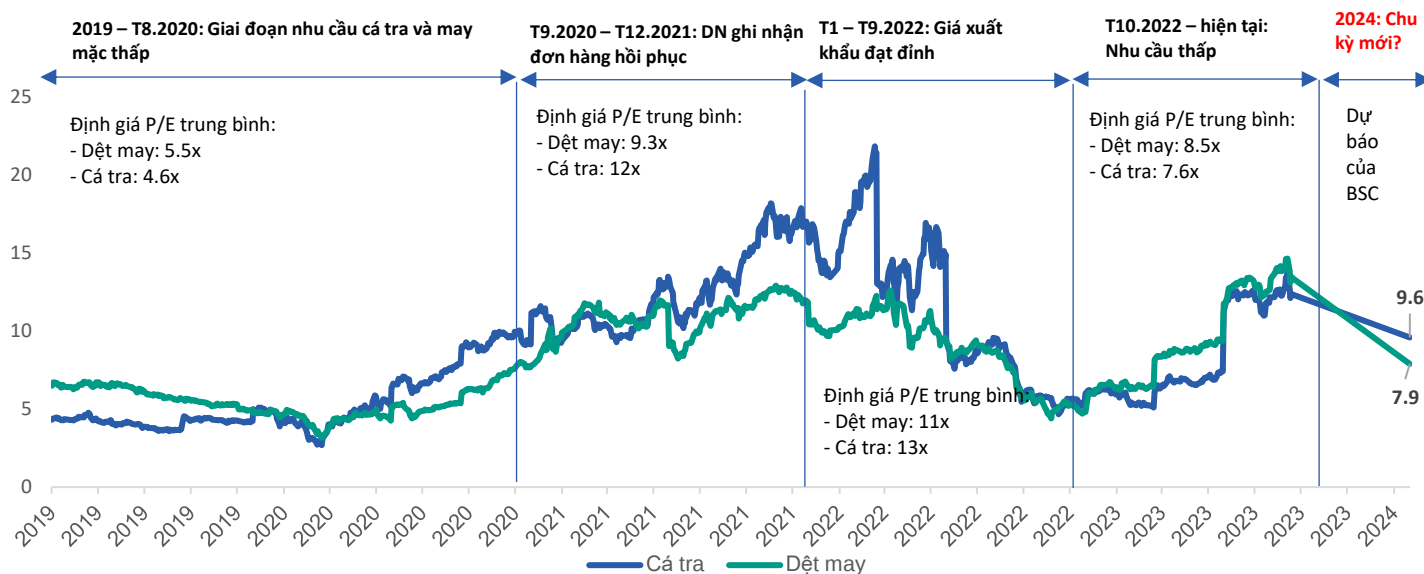
Dựa trên những dữ liệu thu thập được và xu hướng tập trung hóa tiếp tục được đẩy mạnh sau giai đoạn khó khăn: khi (1) các DN đầu ngành (VHC, MWG, PNJ,...) và (2) các doanh nghiệp quy mô vừa tận dụng năng lực cạnh tranh (TNG,...) - đã chiếm thêm được thị phần trong 2023, kết hợp với tối ưu hóa vận hành, thì chúng tôi kỳ vọng KQKD 2024 sẽ phục hồi trên mức nền thấp 2023 khi nhu cầu phục hồi.

Tuy nhiên, mức độ phục hồi có độ trễ tăng dần: nhóm XNK được hưởng lợi trước tiên, sau đó đến nhóm cảng và vận tải biển và cuối cùng là tiêu dùng.: nhóm XNK rồi tới cảng, vận tải biển và cuối cùng là tiêu dùng bán lẻ trong năm 2024.

Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm hợp lý để tích lũy/mua vào nhóm các cổ phiếu xuất nhập khẩu đặc biệt là hai nhóm thủy sản và dệt may do:

- (1) BSC nhận thấy một số tín hiệu hồi phục ban đầu của nhóm ngành, như tái tuyển dụng của nhóm dệt may, da giày tại khu vực các tỉnh phía Nam (chi tiết hình 5) hay chênh lệch cung cầu dần thu hẹp của cá tra xuất khẩu trong Q4.2023 (chi tiết xem ở ngành Thủy sản)
- (2) Nhóm thủy sản và dệt may đang được giao dịch ở mức PE FW 2024 lần lượt 9.6 lần và 7.9 lần mức hợp lý để tích lũy cổ phiếu cho một giai đoạn phục hồi mới trong 2024. Theo quan sát của BSC, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp thuộc hai nhóm tương đối nhạy cảm với thông tin đơn hàng và giá xuất khẩu, đồng thời sẽ phản ánh trước so với KQKD của doanh nghiệp. Do vậy, BSC cho rằng đây là thời điểm hợp lý để tích lũy cổ phiếu cho nhóm Dệt May và Thủy sản khi định giá chỉ tương đương mức định giá ở đầu của chu kỳ hồi phục trước đó (cuối 2020) và thấp hơn nhiều so với trung bình của giai đoạn hồi phục với lần lượt 9.3 lần và 12 lần.

Hình: Góc nhìn về chu kỳ kinh tế phục hồi kết hợp với diễn biến Vnindex, chúng tôi nhận định “vedett” giai đoạn này là nhóm XNK



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Nhóm XNK

- Nhu cầu hồi phục tại các thị trường xuất khẩu chính kéo theo sản lượng và giá hồi phục
- Tiết giảm chi phí lãi vay nhờ mặt bằng lãi vay thấp trong 2024

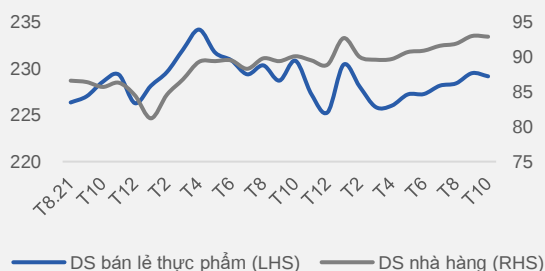
Thủy sản [KHẢ QUAN]

Kỳ vọng KQKD hồi phục nhờ kỳ vọng giá và sản lượng đi các thị trường xuất khẩu chính hồi phục trong khi giá thức ăn chăn nuôi (TACN) giảm.

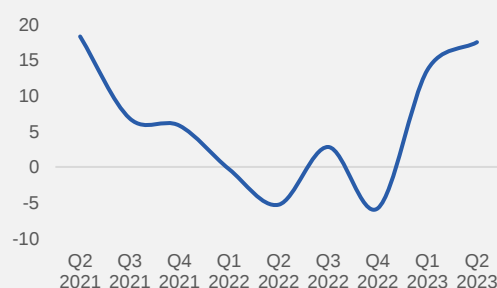
(1) Sản lượng xuất khẩu kỳ vọng hồi phục nhờ (i) nhu cầu tiêu thụ cá tra dần hồi phục do lạm phát giảm, chi tiêu của người dân tăng dần trở lại về phía cuối năm 2024, 2025 (ii) chính sách kích cầu tiêu dùng nội địa, các doanh nghiệp cá tra thâm nhập kênh siêu thị tại Trung Quốc.

(2) Giá cá tra xuất khẩu đi Mỹ, Trung Quốc kỳ vọng hồi phục lần lượt 10%/3% yoy nhờ (i) nhu cầu cá tra hồi phục (ii) nguồn cung thu hẹp do các hộ nuôi không đạt hiệu quả kinh tế và thủy văn không thuận lợi trong 1H.2024.

Hình: Doanh số nhà hàng/bán lẻ thực phẩm tại Mỹ (trái), Trung Quốc (phải) hồi phục trong nửa cuối 2023



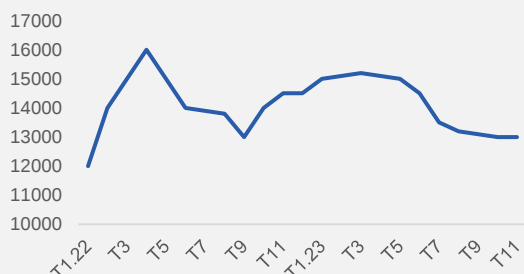
Nguồn: Fred



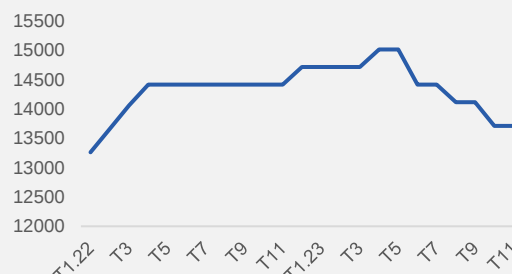
Nguồn: Bloomberg

(3) Giá TACN kỳ vọng giảm -5% yoy trong 2024 nhờ (i) giá khô/bã đậu nành giảm do nhu cầu TACN giảm tại Trung Quốc do giá heo giảm mạnh trong 1H.2024 (ii) nguồn cung quay trở lại trong 2H.2024.

Hình: Giá đậu tương nhập khẩu vào VN đã giảm mạnh so với đỉnh



Hình: Giá TACN đã giảm -5% so với bình quân 2023



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Các yếu tố theo dõi: Giá cá tra xuất khẩu, sản lượng xuất khẩu, giá TACN

Cổ phiếu khuyến nghị: **VHC**

● Dệt may
[KHẢ QUAN]

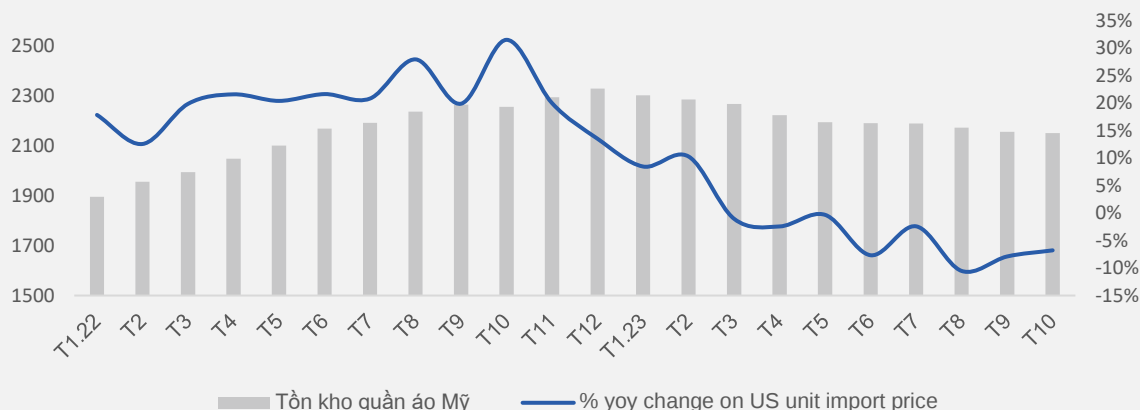
Kỳ vọng KQKD hồi phục nhờ triển vọng đơn hàng/đơn giá hồi phục khi nhu cầu tại thị trường Mỹ dần tăng trở lại về phía cuối năm 2024 và tiết giảm chi phí lãi vay trong 2024.

(1) Áp lực tồn kho giảm tại Mỹ. Tồn kho quần áo tại Mỹ = 2.161 tỷ USD giảm -10% so với vùng đỉnh, trở lại tương đương mức tồn kho của 1H.2022 nhờ (i) nhãn hàng tập trung đẩy, xử lý tồn kho trong 2023 (ii) thông qua các đợt giảm giá cuối năm và đầu năm 2023/2024 (Black Friday, Cyber Monday,...). Hiện tại, BSC nhận thấy tín hiệu đơn hàng quay trở lại khi các doanh nghiệp dệt may/da giày bắt đầu tái tuyển dụng trở lại ở khu vực các tỉnh, thành phố phía Nam (hình 5).

(2) BSC kỳ vọng thị trường bán lẻ quần áo Mỹ dần hồi phục về phía cuối năm 2024 nhờ (i) chi tiêu của người dân tăng trở lại do lạm phát duy trì xu thế giảm (ii) kinh tế Mỹ kỳ vọng hồi phục trong 2H.2024 – 2025 (iii) doanh số bán lẻ quần áo đã tạo mức nền mới khả quan hơn so với 2H.2022, 1H.2023 (hình 1).

(3) Đơn giá dệt may xuất khẩu đã tạo đáy trong 2023 và kỳ vọng hồi phục trong 2024 nhờ (i) nhu cầu may mặc hồi phục giúp các nhãn hàng không phải giảm giá để đẩy tồn (ii) tăng khối lượng hàng giá trị gia tăng cao, hàng khó, phức tạp (áo jacket, áo thu đông,...)

Hình: Tồn kho quần áo Mỹ đã giảm, đơn giá mặt hàng dệt may xuất khẩu qua Mỹ đã tạo đáy trong 2023



Nguồn: Fred, Cục thương mại Hoa Kỳ

(4) Tiết giảm chi phí lãi vay nhờ mặt bằng lãi vay thấp trong 2024. Nhìn chung trong 2023, nhiều doanh nghiệp dệt may bị ảnh hưởng mạnh bởi lãi vay tăng cao như TNG, MSH,... sang năm 2024, khi lãi suất đi vay đã giảm BSC kỳ vọng việc tiết giảm chi phí lãi vay sẽ đóng góp vào khoảng 20% - 30% lợi nhuận tăng thêm của MSH và TNG trong 2024.

Các yếu tố theo dõi: Tồn kho quần áo Mỹ, tuyển dụng nhân công,...

Cổ phiếu khuyến nghị: **TNG**

Nhóm cảng và vận tải biển

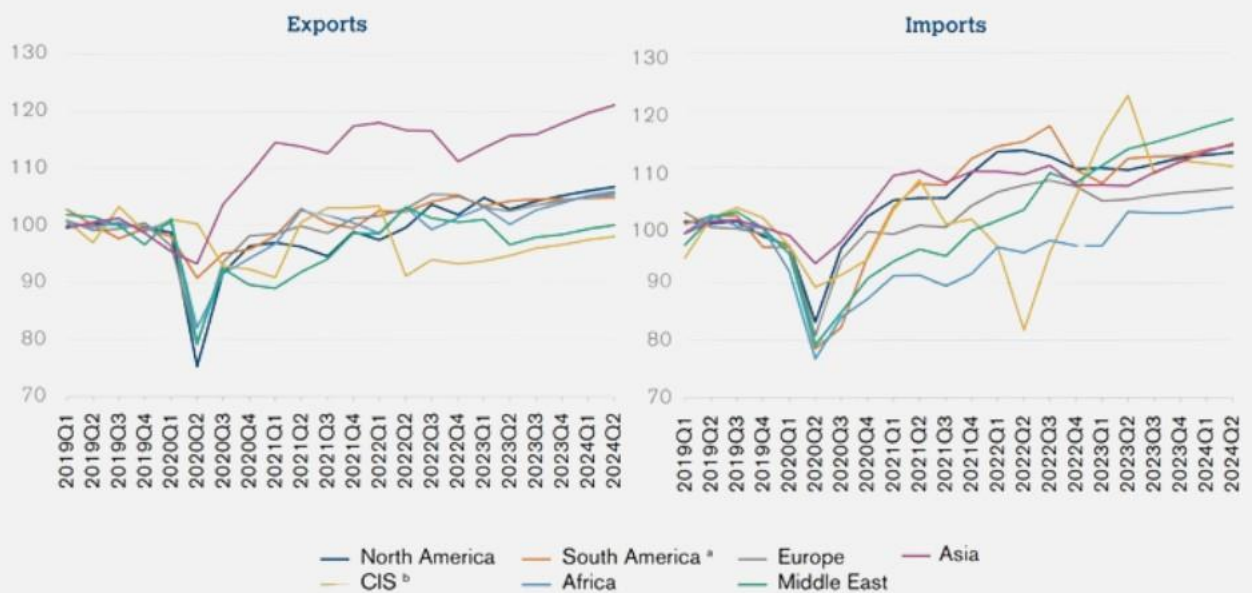
- Sản lượng kỳ vọng cải thiện (+10%YoY) nhờ nhu cầu xuất nhập khẩu tại các thị trường hồi phục và giá dịch vụ cảng biển tăng +10%YoY.
- Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ giá nhiên liệu giảm (-1bsp YoY).

Cảng biển [KHẢ QUAN]

Kỳ vọng KQKD 2024 hồi phục nhờ:

(1) Sản lượng khai thác kỳ vọng cải thiện (+10%YoY) nhờ nhu cầu xuất nhập khẩu tại các thị trường hồi phục

Hình: Xuất nhập khẩu tại các khu vực được kỳ vọng cải thiện trong 2024



Nguồn: WTO

- (2) **Giá dịch vụ tăng khoảng +10%YoY:** Nhờ ban hành TT39/2023/TT-BGTVT có hiệu lực trong tháng 2/2024. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những cảng có công suất hoạt động cao sẽ có khả năng thương lượng tốt hơn với các hãng tàu trong việc tăng giá. Trong khi đó, những cảng có công suất hoạt động thấp, có thể sẽ nâng giá theo quy định nhưng sẽ bù đắp thông qua việc cắt giảm ở một số giá dịch vụ khác nhằm giữ chân khách hàng.
- (3) **Giá dầu Brent kỳ vọng duy trì ở mức 80 USD/thùng (-2%YoY).**

Các yếu tố theo dõi:

- (1) **Giá dầu:** Rủi ro giá dầu tăng trở lại do xung đột địa chính trị tại Trung Đông, làm giảm biên lợi nhuận.
- (2) **Tỷ lệ mở tuyến dịch vụ mới của các hãng tàu:** Trong 2024, kỳ vọng duy trì các tuyến được mở mới trong 2H2023, kỳ vọng đóng góp thêm khoảng +2% đến +4%YoY sản lượng khai thác cảng.

Cổ phiếu khuyến nghị: GMD, VSC.

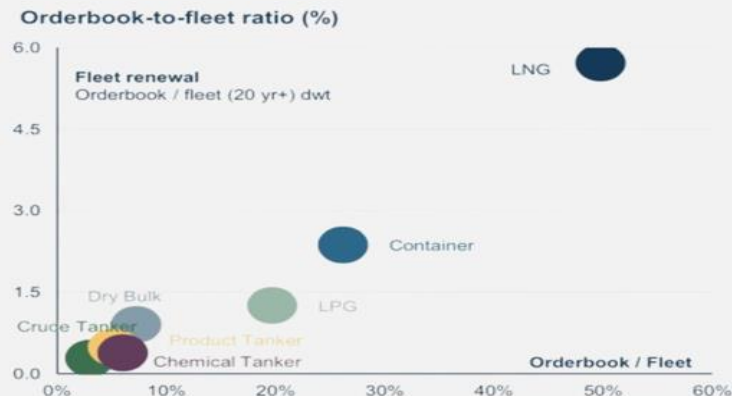
Vận tải
biển
[KHẢ
QUAN]

Kỳ vọng KQKD 2024:

(1) Sản lượng vận chuyển hồi phục:

- Vận chuyển container: Kỳ vọng sản lượng hồi phục dựa trên mức nền thấp 2023 (+10%YoY).
- Vận chuyển dầu: Số chuyến cho thuê quốc tế +20%YoY nhờ mở rộng công suất đội tàu chở dầu lên +30%YoY trong 2023 trong khi nguồn cung tàu dầu đóng mới toàn cầu còn đang hạn chế.

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



Nguồn: BIMCO

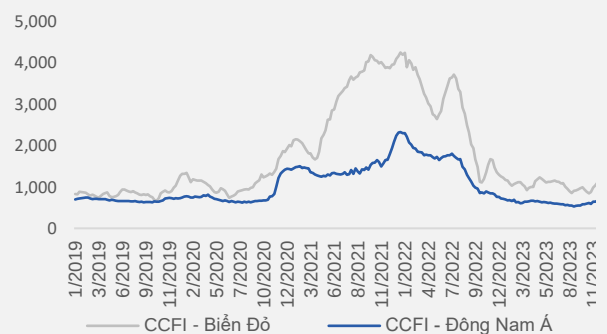
(2) Chỉ số giá cước vận tải tăng trở lại và có sự phân hóa đối với từng nhóm:

- Chỉ số giá cước vận tải container cho tuyến Đông Nam Á (+2%YoY) được phản ánh tăng ngay nhờ hưởng lợi từ chiến tranh biển Đỏ do tăng hải trình và vòng quay tàu.
- Giá cước vận chuyển dầu thị trường nội địa ước tính tăng +14%YoY do neo theo giá dầu trong nước.
- Giá cước cho thuê tàu dầu (Time charter rate) chạy thị trường quốc tế trong ngắn hạn ít biến động tăng hơn nhờ ký hợp đồng cho thuê định hạn, nhưng trong dài hạn vẫn ảnh hưởng theo xu hướng chung nhưng có độ trễ.

Hình: Giá cước vận tải dầu thô được hưởng lợi nhờ chiến tranh Biển Đỏ



Hình: Giá cước vận tải container hồi phục nhờ chiến tranh Biển Đỏ



Nguồn: Bloomberg, BSCResearch tổng hợp

Các yếu tố theo dõi:

- Giá dầu:** Rủi ro giá dầu tăng trở lại do xung đột địa chính trị tại Trung Đông, làm giảm biên lợi nhuận.
- Giá cước:** Số lượng tàu container toàn cầu được bàn giao trong 2024 ước tính tăng +30%YoY, có thể gây ảnh hưởng tiêu cực lên giá cước container.
- Giá mua tàu dầu:** Kế hoạch nâng công suất đội tàu dầu chậm lại do giá mua đang được duy trì ở mức cao.

Cổ phiếu khuyến nghị: HAH, PVT.

Nhóm
CNTT

- Triển vọng xuất khẩu phần mềm duy trì tích cực sang Nhật Bản, APAC, và hồi phục tại Mỹ
- Xu hướng đầu tư Giao thông thông minh (ITS), phát triển mạng 4G, 5G tại Việt Nam

CNTT
–Viễn
thông
[KHẢ
QUAN
]

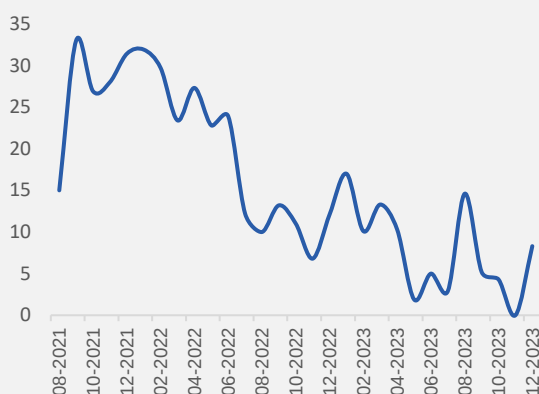
Kỳ vọng KQKD duy trì đà tăng trưởng hai chữ số nhờ:

(1) Triển vọng xuất khẩu phần mềm sang Nhật Bản và APAC duy trì tích cực do các doanh nghiệp tập trung chuyển đổi số nhằm (i) cắt giảm chi phí nhân công (ii) giảm phát thải cacbon (iii) lượng nhân sự CNTT thiếu hụt tại khu vực Châu Á kỳ vọng mở ra nhu cầu ủy thác CNTT lớn, ước tính tăng trưởng bình quân lần lượt +20%/30% CAGR/năm trong giai đoạn từ nay đến 2026 (iv) giá thành dịch vụ cạnh tranh (-15% đến -20%) so với các đối thủ khác trong khi chất lượng không quá khác biệt.

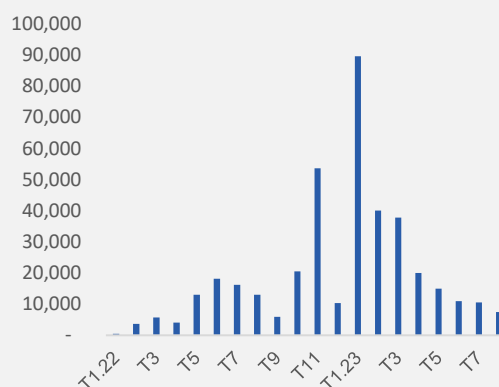
(2) Thị trường Mỹ kỳ vọng hồi phục và ghi nhận tốc độ tăng trưởng mạnh trở lại trong 2024 nhờ:

- Nhu cầu đầu tư CNTT tại Mỹ có xu hướng hồi phục trong T12.2023 thể hiện qua (i) chỉ số chi tiêu cho CNTT T12 = 8.3 hồi phục mạnh so với T11 (0.0) (ii) số lượng công ty nhân viên CNTT bị sa thải duy trì xu thế giảm trong Q4.2023.

Hình: Chỉ số chi tiêu cho CNTT tại Mỹ



Hình: Số lượng công ty, nhân sự công nghệ sa thải duy trì xu thế giảm trong Q4.2023



Nguồn: Fred

- Dung lượng thị trường khổng lồ tại Mỹ (ước tính 2 nghìn tỷ USD/năm) và sự gia tăng hiện diện của các doanh nghiệp Việt thông qua nhiều thương vụ mua bán sáp nhập như FPT mua lại CardinalPeak và LandingAI.

(3) Xu hướng đầu tư giao thông thông minh (ITS), phát triển mạng 5G tại Việt Nam.

Các yếu tố theo dõi: Chỉ số chi tiêu CN tại Mỹ, số lượng nhân sự bị sa thải, tiến độ dự án cao tốc

Cổ phiếu khuyến nghị: **FPT**

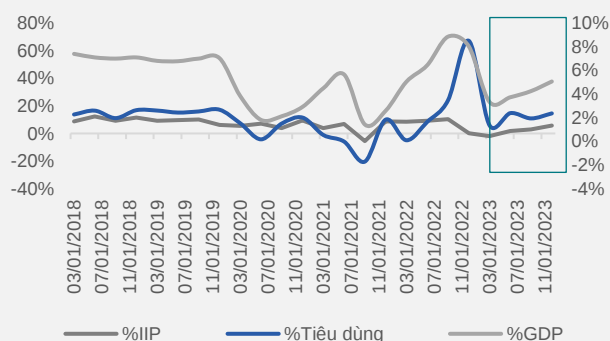
**Nhóm tiêu
dùng – bán
lẻ**

- Nhu cầu phục hồi hỗ trợ các doanh nghiệp tăng trưởng theo hướng “tập trung hóa”
- Biên lợi nhuận phục hồi

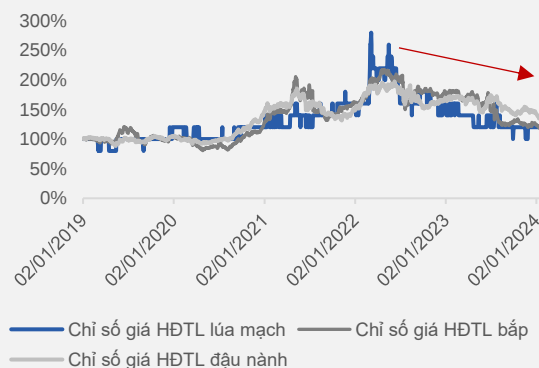
**Tiêu
dùng
[KHẢ
QUAN]**

Kỳ vọng KQKD 2024: LNST nhóm ngành tăng +22%YoY nhờ (1) nhu cầu tiêu dùng phục hồi và (2) giá nguyên vật liệu đầu vào suy giảm trong 2H/2023 từ -5%-10%YoY.

Hình: Kỳ vọng nhu cầu phục hồi từ đáy 2023



Hình: kỳ vọng giá NVL đầu vào của nhóm ngành tiếp tục suy giảm



Nguồn: Bloomberg

Các yếu tố theo dõi: Giá nguyên vật liệu; nhu cầu tái tuyển dụng và KQKD nhóm thâm dụng lao động phục hồi hỗ trợ nhu cầu tiêu dùng của nhóm này

Cổ phiếu khuyến nghị: **VNM, QNS**

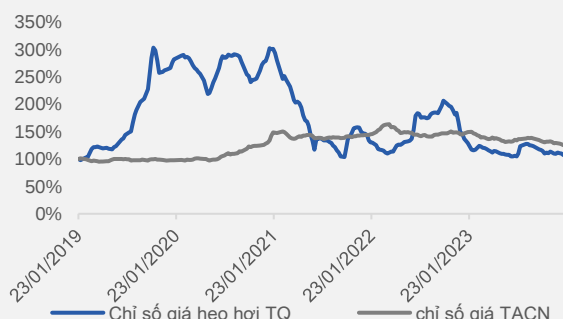
**Chăn
nuôi
[THEO
DÕI]**

Kỳ vọng KQKD – 2H/2023 phục hồi trên nền thấp:

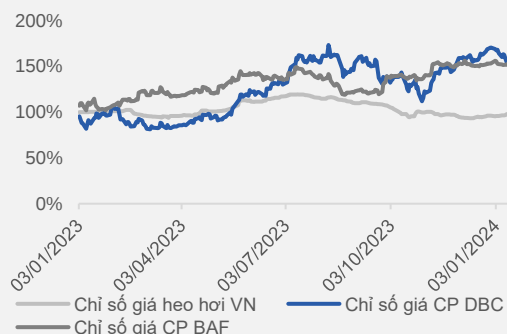
Biên lợi nhuận gộp của ngành kỳ vọng cải thiện từ +5 ppt đến +7 ppt nhờ

- (1) kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng chung phục hồi vào nửa cuối năm 2023 và nguồn cung nông hộ duy trì xu hướng giảm do áp lực từ dịch bệnh và thua lỗ
- (2) Kỳ vọng xu hướng giảm giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi -5%YoY, nhờ diễn biến thời tiết trở nên thuận lợi.

Hình: kỳ vọng khoảng cách giữa giá heo hơi và giá TACN được thu hẹp



Hình: Diễn biến giá cổ phiếu của các DN ngành chăn nuôi chưa được chiết khấu về mức hấp dẫn so với bối cảnh giá heo hơi.



Nguồn: Bloomberg

Các yếu tố theo dõi: Xu hướng giá heo hơi Việt Nam và Trung Quốc, giá TACN và tình hình dịch bệnh

● Bán lẻ
[KHẢ
QUAN]

Cổ phiếu khuyến nghị: DBC, BAF

Kỳ vọng KQKD 2024 - Phục hồi theo hướng “tập trung hóa”:

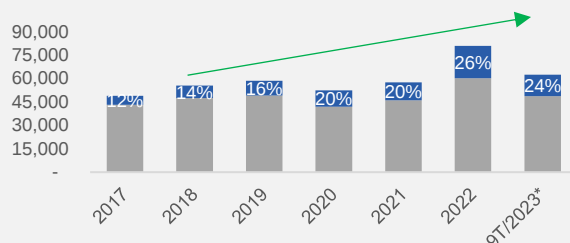
Biên lợi nhuận hoạt động của các doanh nghiệp đầu ngành kỳ vọng phục hồi từ +0.2ppt đến 2.7ppt so với cùng kỳ nhờ

(1) Áp lực cạnh tranh và tồn kho cao trong ngành suy giảm so với cùng kỳ; các chính sách kích thích kinh tế được duy trì và hoạt động tái tuyển dụng hỗ trợ nhu cầu 2H.2023.

(2) Tiếp tục khai thác thị phần đã chiếm được trong bối cảnh kinh tế khắt khe như 2023

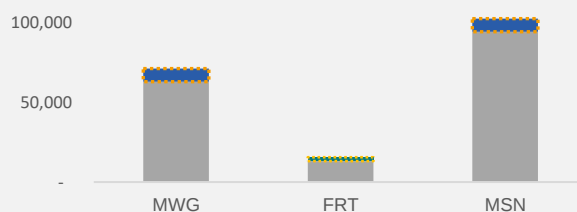
hoạt động tối ưu hóa hoạt động được đẩy mạnh trong 2H/2023 chứng minh hiệu quả trong 2024

Hình: Các doanh nghiệp đầu ngành không ngừng hoạt động mở rộng thị phần trong giai đoạn khó khăn



■ DT Khác* ■ DT si lẻ PNJ
*Lưu ý: (1) điều chỉnh tỷ giá và (2) Doanh thu khác có bao gồm DT vàng miếng (hưởng lợi từ biến động địa chính trị thế giới)

Hình: kỳ vọng khoảng cách giữa giá heo hơi và giá TACN được thu hẹp



■ Kỳ vọng upside từ mảng dược
■ Kỳ vọng upside từ mảng bách hóa
■ Vốn hóa hiện tại (tỷ VND)

Nguồn: Bloomberg

Các yếu tố theo dõi: KQKD theo tháng

Cổ phiếu khuyến nghị: MWG, PNJ

Bảng: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành XNK -Logistic – Tiêu Dùng

Mã CK	DTT 2024 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2024 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2024	P/E fw	P/B fw	ROA 2024	ROE 2024	Giá ngày 30/01/2024	Giá mục tiêu 2023/2024	Upside (%)
MWG	127,403	6%	3,458	1821%	2,362	19.20	2.55	6%	13%	45,400	52,000	15%
VNM	63,501	6%	9,730	14%	4,190	14.54	4.69	19%	30%	67,700	83,700	24%
QNS	10,434	2%	2,205	7%	5,931	7.45	1.72	16%	23%	46,000	52,800	15%
MSN	85,865	8%	1,699	299%	1,830	56.85	3.51	2%	9%	67,500	72,700	8%
PNJ	36,028	11%	2,284	18%	6,256	13.15	2.76	13%	19%	89,800	97,700	9%
DGW	23,587	26%	611	48%	3,745	14.93	2.65	8%	19%	54,600	61,400	12%
TNG	8,060	16%	321	47%	2,853	7.00	1.13	5%	16%	19,800	26,000	31%
MSH	5,335	20%	311	41%	3,691	8.88	1.59	9%	16%	36,800	37,000	1%
VHC	12,142	21%	1,667	86%	7,577	8.55	1.41	12%	17%	63,500	75,700	19%
CTR	12,712	15%	599	17%	5,280	17.68	4.20	8%	24%	92,600	95,600	3%
FPT	63,710	20%	7,628	20%	5,896	15.92	3.09	12%	21%	95,600	108,000	13%
GMD	4,029	3%	1,160	-52%	3,853	18.49	2.01	7%	11%	70,100	76,400	9%
VSC	2,150	5%	176	46%	1,456	30.81	0.75	3%	5%	20,350	24,400	20%
HAH	2,994	15%	508	18%	4,837	8.05	1.26	8%	13%	38,750	38,500	-1%
HAH	2,994	15%	508	18%	4,837	8.05	1.26	8%	13%	38,750	38,500	-1%
PVT	11,472	15%	1,131	8%	3,025	7.60	0.96	9%	13%	26,550	30,050	13%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH NGÂN HÀNG [KHẢ QUAN]

Chuyên viên phân tích: Đoàn Minh Trí

Email: tridm@bsc.com.vn

- BSC tiếp tục duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** khi nhìn về triển vọng 2024 của ngành ngân hàng với tăng trưởng lợi nhuận dần trở nên khả quan hơn. Mức định giá được chiết khấu so với các chu kỳ trước tiếp tục là bộ đệm cho nhà đầu tư nắm giữ.
- Tín dụng bứt tốc trong tháng cuối cùng của 2023 vượt kỳ vọng, tạo đà tăng trưởng cho 2024.
- Chất lượng tài sản được kỳ vọng duy trì ổn định, trong khi áp lực trích lập dự phòng có thể khiến bộ đệm bao phủ nợ xấu gia tăng trở lại.
- NIM dự kiến bật tăng trong 2024 nhờ mức nền mới của chi phí huy động, tạo động lực chính cho sự cải thiện về tăng trưởng lợi nhuận toàn ngành.

TỔNG QUAN

BSC đánh giá triển vọng lợi nhuận của ngành ngân hàng trong 2024 đang trở nên sáng hơn.

Đánh giá chung về triển vọng 2024, BSC kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận toàn ngành sẽ phục hồi (dự báo LNST của danh sách BSC theo dõi tăng trưởng 20% YoY trong 2024 so với 4% trong 2023) với động lực chính đến từ sự nở rộ của NIM, tuy nhiên tốc độ nhanh hay chậm sẽ phụ thuộc vào diễn biến của cầu tín dụng và chất lượng tài sản. Dù vậy, BSC cho rằng định giá của ngành đã phản ánh những yếu tố bất định nêu trên.

Hình: Các yếu tố chính cần theo dõi với ngành ngân hàng trong 2024

CÁC YẾU TỐ	XU HƯỚNG FY24			Dự báo
	Tiêu cực	Trung lập	Tích cực	
MÔI TRƯỜNG KINH DOANH				
Chính sách tiền tệ			◆	Duy trì nới lỏng để kích thích kinh tế, áp lực tỷ giá hạ nhiệt, lạm phát nằm trong tầm kiểm soát
Chính sách tài khóa			◆	Đẩy mạnh giải ngân công, chi phí vốn nợ công thấp
Triển vọng doanh nghiệp			◆	Cải thiện trên mức nền thấp 2023, tập trung vào các ngành liên quan đến xuất khẩu, đầu tư công, FDI, ...
Thị trường BĐS		◆		Cần thêm thời gian để giải quyết các vấn đề pháp lý dự án và tâm lý thị trường, đã có 1 vài chỉ báo sớm
Tăng trưởng kinh tế			◆	Xuất khẩu cải thiện và xu hướng FDI, rủi ro đến từ các nền kinh tế lớn tăng trưởng chậm lại và thị trường BĐS trong nước phục hồi chậm
NỘI TẠI NGÀNH				
Tăng trưởng tín dụng		◆		Giảm lãi suất cùng các biện pháp kích thích tiêu dùng khác giúp cải thiện nhu cầu, nhưng cần thời gian để lấy lại động lực tăng trưởng
Chất lượng tài sản		◆		Xu hướng cải thiện nhưng chậm, có thể phải đánh đổi bằng việc gia tăng trích lập dự phòng trong 2024
Biên lãi thuần			◆	NIM bật tăng nhờ chi phí huy động bình quân giảm, tốc độ phụ thuộc vào sự phục hồi của cầu tín dụng (2024F: +7bps YoY trung bình)
Chi phí tín dụng	◆			Còn chịu nhiều áp lực với tốc độ hình thành NPL hiện tại và bộ đệm dự phòng đang mỏng dần (2024F: +4bps YoY trung bình)
Tăng trưởng lợi nhuận			◆	Cải thiện trên nền thấp 2023 nhờ tăng trưởng thu nhập lãi cao hơn chi phí dự phòng, dù khó tăng trưởng mạnh như trước (2024F: +20% YoY)

Nguồn: BSC Research

Mức định giá được chiết khấu so với các chu kỳ trước tiếp tục là bộ đệm cho nhà đầu tư nắm giữ.

Cổ phiếu ngân hàng trong danh sách theo dõi của BSC đã có mức tăng giá bình quân khoảng 27% trong 2023 so với hiệu suất khoảng 15% của VN-Index, phần nào là nhờ mức định giá được chiết khấu mạnh (thường

xuân được đề cập trong các báo cáo trước). Sang đầu 2024, nhóm cổ phiếu ngân hàng quốc doanh nhìn chung đang có diễn biến giá vượt trội so với ngành, điều mà chúng tôi cho rằng là nhờ chất lượng tài sản và tăng trưởng lợi nhuận ổn định hơn so với nhóm tư nhân trong bối cảnh triển vọng kinh tế còn nhiều biến số.

BSC cho rằng mức định giá hiện tại của ngành vẫn phù hợp để tích lũy, nhất là đối với nhóm tư nhân, trong khi nhóm quốc doanh vẫn có cơ sở để nâng chấp nhận định giá đến từ phát hành riêng lẻ. Cơ sở của chúng tôi đến từ việc xem xét lại định giá của ngành trong các chu kỳ quá khứ, không xét tới giai đoạn 2014-2016 là thời kỳ tái cơ cấu của ngành hậu khủng hoảng BĐS với hàng loạt quy định mới được bổ sung (như Thông tư 36/2014 và Thông tư 41/2016 của NHNN). Chúng tôi cũng lưu ý rằng các quy định quản trị rủi ro chặt chẽ hơn và sức khỏe bảng cân đối được cải thiện là những điểm khác biệt chính ở chu kỳ hiện tại so với quá khứ. Luật TCTD sửa đổi theo hướng giảm thiểu rủi ro hệ thống cũng đã vừa được thông qua (xem Mục 7 phụ lục).

BSC tiếp tục duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với ngành ngân hàng trong 2024 dựa trên các luận điểm chính: **(1)** môi trường lãi suất thấp cùng triển vọng kinh tế phục hồi giúp tăng trưởng tín dụng cải thiện và NIM bật tăng nhờ chi phí vốn được tái thiết lập, **(2)** tăng cường xử lý nợ xấu trong 2023 tạo dư địa để ghi nhận lợi nhuận từ thu hồi nợ trong 2024, từ đó giúp **(3)** triển vọng tăng trưởng lợi nhuận 2024 khả quan hơn, được hỗ trợ bởi **(4)** mức định giá vẫn trong vùng phù hợp để tích lũy.

Yếu tố rủi ro sẽ chủ yếu đến từ **(1)** tốc độ phục hồi của nhu cầu tín dụng chậm hơn dự kiến và **(2)** chất lượng tài sản tiếp tục suy giảm trong khi **(3)** thời điểm lợi nhuận của ngành ghi nhận sự tăng trưởng thực chất có thể phải đợi đến nửa cuối 2024.

Hình: Định giá của nhóm ngân hàng tư nhân còn tương đối hấp dẫn, trong khi nhóm quốc doanh có những câu chuyện riêng về phát hành riêng lẻ để được nâng chấp nhận định giá



Nguồn: Bloomberg, BSC Research (tổng hợp 17 ngân hàng niêm yết trên HSX)

Hình: Kế hoạch phát hành riêng lẻ của BID và VCB theo ĐHCĐ 2023 và nhìn lại thương vụ tăng vốn trong quá khứ

	Kế hoạch dựa trên ĐHCĐ 2023			Thương vụ quá khứ			
	Tỷ lệ phát hành	VCSH 2023E (nghìn tỷ)	P/B (TTM)	Chi tiết	Thời điểm	Giá trị phát hành (nghìn tỷ)	P/B phát hành
BID	9.0%	120.1	2.4x	Phát hành riêng lẻ 15.0% cho cổ đông chiến lược KEB Hana	11/2019	20.3	2.4x
VCB	6.5%	168.4	3.1x	Phát hành riêng lẻ 2.55% cho GIC và 0.4% cho Mizuho	01/2019	6.2	3.2x

Nguồn: BSC Research tổng hợp

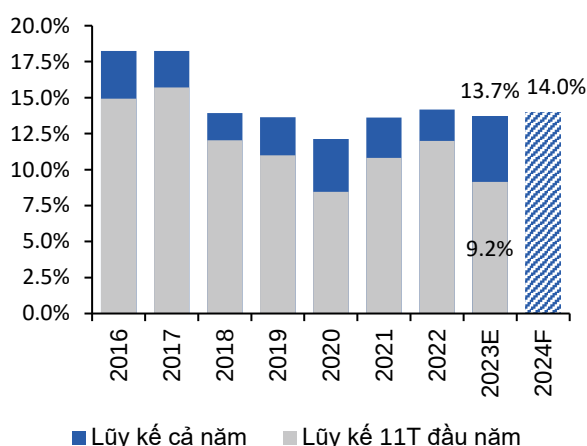
QUAN ĐIỂM DỰ BÁO

Tín dụng bất động sản trong tháng cuối cùng của 2023 vượt kỳ vọng, tạo đà tăng trưởng cho 2024.

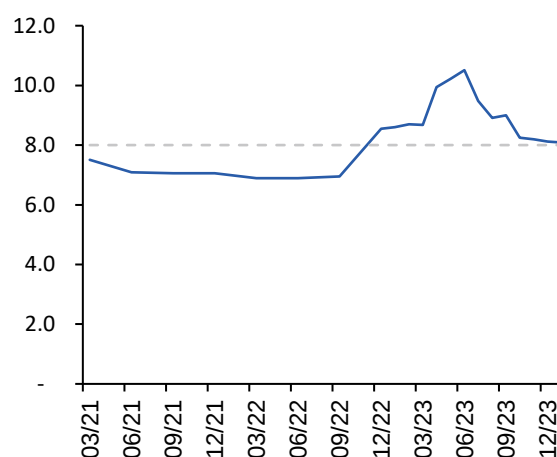
Trong báo cáo trước, BSC kỳ vọng tín dụng sẽ bất động sản về cuối năm theo tính mùa vụ và có thể đạt khoảng 12% cho cả năm 2023 (thời điểm đó tín dụng mới tăng 7.4% đến cuối tháng 10/23). Theo số liệu công bố mới nhất của NHNN, tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế ước tính đạt 13.7% trong 2023, vượt kỳ vọng của chúng tôi.

Dựa trên hành động cấp toàn bộ hạn mức cho các ngân hàng ngay từ đầu năm của NHNN (khác với các năm trước cấp theo từng đợt) và định hướng tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt 14-15% trong 2024, BSC kỳ vọng tăng trưởng tín dụng 2024 có thể đạt khoảng 14% trong kịch bản cơ sở. Động lực sẽ đến từ các lĩnh vực liên quan đến xuất khẩu, đầu tư công, kinh doanh BĐS, ... Dù vậy, chúng tôi nhận thấy rủi ro từ việc nền kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến, từ đó khiến nhu cầu tín dụng (nhất là từ phía người tiêu dùng) có thể sẽ bị dồn nén về nửa cuối năm.

Hình: Tăng trưởng tín dụng bất động sản trong tháng 12/23 vượt kỳ vọng



Hình: Lãi suất ưu đãi năm đầu cho vay người mua nhà tiếp tục xu hướng giảm



Nguồn: NHNN, BSC Research tổng hợp

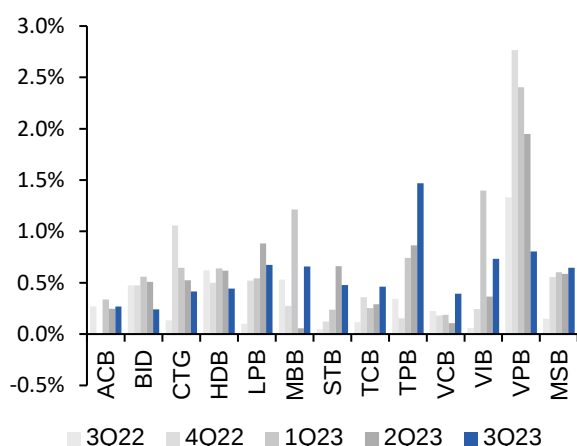
Yếu tố chính cần theo dõi sẽ là sự phục hồi thanh khoản trên thị trường BĐS khi dư nợ BĐS hiện chiếm hơn 21% tổng dư nợ nền kinh tế (trong đó 64% là mục đích tiêu dùng và 36% là mục đích kinh doanh), từ đó sẽ quyết định tốc độ phục hồi của nhu cầu tín dụng. BSC quan sát thấy tín dụng tiêu dùng BĐS đã có dấu hiệu tạo đáy trong tháng 09/23 và bật tăng trong tháng 10/23, trong khi lãi suất ưu đãi cho vay mua nhà đang tiếp tục xu hướng giảm (hiện lãi suất năm đầu trung bình khoảng 8%) và dần trở về mức bình thường hóa. Điển hình như VCB đang có chương trình cho vay cá nhân với lãi suất trung dài hạn cố định ở 11%/năm cho kỳ hạn 10 năm hay 9.5%/năm cho kỳ hạn 5 năm, và chúng tôi cho rằng các mức lãi suất này tương đối hấp dẫn. BSC cũng kỳ vọng các vấn đề pháp lý dần được tháo gỡ qua sửa đổi Luật Đất đai có hiệu lực từ 01/01/25 sẽ giúp thị trường BĐS bắt đầu sôi động trở lại từ nửa cuối 2024 (xem chi tiết hơn ở phần Ngành BĐS). Điều này sẽ giúp tăng trưởng tín dụng thực sự cải thiện trong năm nay.

Chất lượng tài sản được kỳ vọng duy trì ổn định, trong khi áp lực trích lập dự phòng có thể khiến bộ đệm bao phủ nợ xấu gia tăng trở lại.

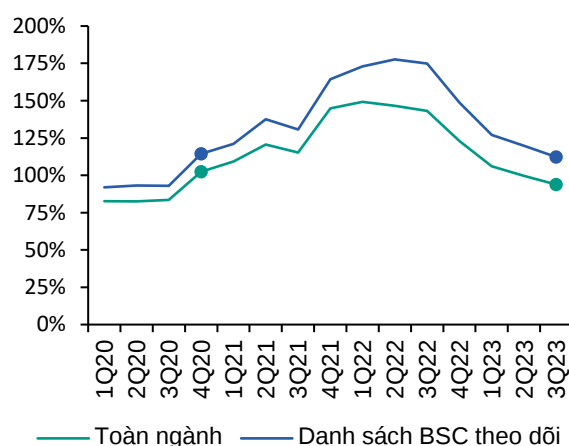
Với áp lực hình thành nợ xấu (tỷ lệ NPL cộng lại phần nợ xóa trong kỳ) còn cao trong ngắn hạn, BSC duy trì quan điểm thận trọng với chất lượng tài sản của ngành trong 2024. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự kiến các ngân hàng duy trì tỷ lệ NPL ổn định trong 2024 so với 2023 sau khi đã xóa nợ khá mạnh mẽ trong năm qua.

Khả năng về gia hạn quy định tái cơ cấu nợ (theo Thông tư 02/2023 hiện tại của NHNN, hết hiệu lực vào 30/06/24) cũng đang được để ngỏ trong trường hợp nợ xấu tiềm ẩn tiếp tục gia tăng. Dù vậy, ngay cả khi không gia hạn, BSC cho rằng tác động lên an toàn hệ thống sẽ không phải trọng yếu do (1) dư nợ tái cơ cấu hiện chỉ chiếm khoảng 1.09% dư nợ toàn hệ thống (theo số liệu NHNN công bố đến cuối Q3/23) và (2) các ngân hàng vẫn cần hoàn thành trích lập 100% trong 2024 (sau khi đã trích lập tối thiểu 50% trong 2023).

Hình: Tỷ lệ hình thành nợ xấu của hầu hết các ngân hàng vẫn còn ở mức cao so với quá khứ



Hình: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) toàn ngành đã gần như đảo ngược hết mức tích lũy trong thời kỳ đại dịch

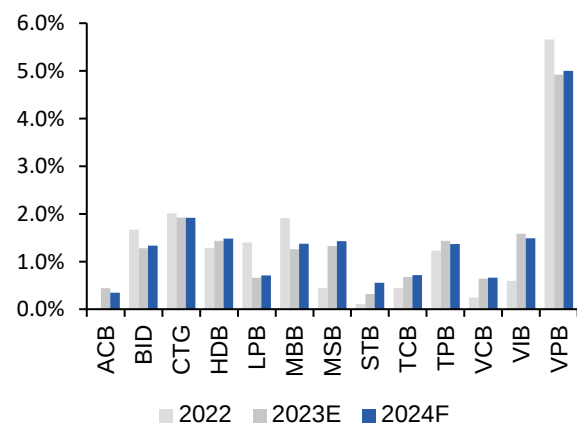


Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC Research

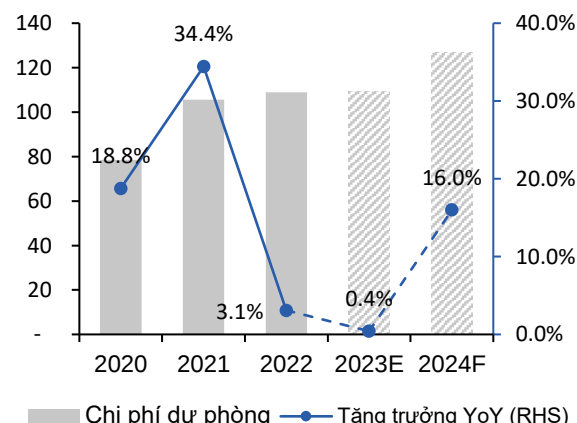
Theo đó, BSC dự kiến các ngân hàng sẽ ghi nhận chi phí tín dụng gia tăng ở mức độ nhẹ trong 2024, tạo điều kiện để củng cố lại bộ đệm bao phủ nợ xấu khi phần tích lũy trong thời kỳ đại dịch đã gần như bị đảo ngược trong 2023. Áp lực này là rõ ràng nhất với nhóm tư nhân khi LLCR của nhóm này trong danh sách BSC theo dõi đã giảm về 63.4% vào Q3/23, trong khi tỷ lệ dự phòng cụ thể/nợ xấu cũng đã giảm về tương đương mức trước dịch ở khoảng 35%. Ngược lại, nhóm quốc doanh tiếp tục khẳng định vị thế đầu ngành về chất lượng tài sản và mức độ trích lập với LLCR và tỷ lệ dự phòng cụ thể/nợ xấu vẫn duy trì ở 189.8% và 137.2% vào Q3/23 (cao hơn nhiều mức trước dịch), do đó chúng tôi cho rằng áp lực lên chi phí tín dụng sẽ không quá lớn.

Trong kịch bản cơ sở, BSC dự báo chi phí tín dụng trung bình của danh sách BSC theo dõi tăng hơn 4bps YoY trong 2024, tương ứng với chi phí dự phòng dự kiến tăng khoảng 16% YoY.

Hình: Chi phí tín dụng của hầu hết ngân hàng BSC theo dõi được dự báo sẽ tăng nhẹ trong 2024



Hình: Dự báo chi phí dự phòng (đơn vị: nghìn tỷ) tăng trở lại trong 2024 sau khi đi ngang trong 2023



Nguồn: BSC Research (dự báo cho danh sách BSC theo dõi)

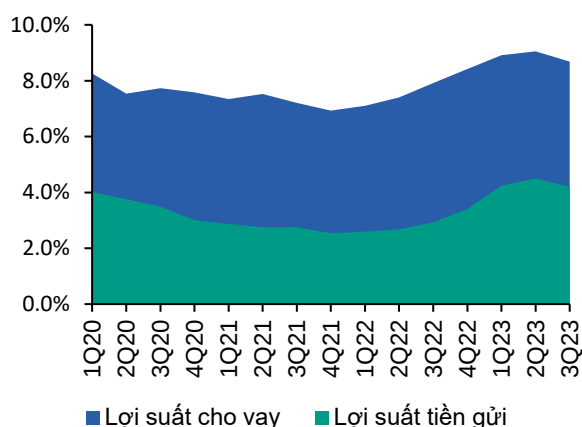
NIM dự kiến bật tăng trong 2024 nhờ mức nền mới của chi phí huy động, là động lực chính cho sự cải thiện về tăng trưởng lợi nhuận toàn ngành.

BSC cho rằng sẽ có sự phân hóa về mức độ phục hồi NIM của ngành trong 2024. Các ngân hàng chịu ảnh hưởng nhất trong 2023 khi chi phí huy động tăng đột biến vào đầu năm được kỳ vọng sẽ có mức độ phục hồi đáng kể nhất (TCB, VPB), trong khi các ngân hàng có lợi thế về CASA ổn định (MBB) hay có danh mục cho vay đẩy mạnh mảng bán lẻ (ACB, STB, VIB, CTG, BID) được kỳ vọng sẽ duy trì NIM ổn định và có xu hướng cải thiện nhẹ.

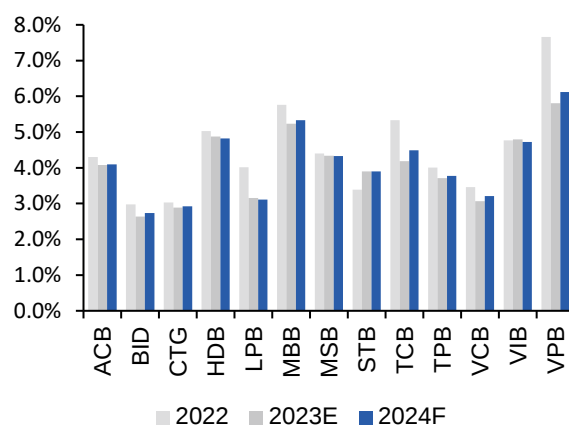
Trong kịch bản cơ sở với nền lãi suất huy động được duy trì thấp và tăng trưởng tín dụng dần cải thiện, BSC dự báo NIM trung bình của danh sách theo dõi tăng khoảng 7bps YoY trong 2024, từ đó giúp thu nhập lãi thuần dự kiến tăng trưởng 19% YoY và là động lực chính cho LNST dự kiến tăng trưởng 20% YoY (được điều chỉnh giảm nhẹ so với dự báo cũ trong báo cáo trước).

Yếu tố bất ngờ đối với dự báo của chúng tôi sẽ đến từ tốc độ phục hồi của nhu cầu tín dụng, đặc biệt là những chuyển biến tích cực trên thị trường BĐS, từ đó giúp các ngân hàng cải thiện được lãi suất đầu ra. Chỉ báo sớm cho việc nhu cầu tín dụng quay trở lại có thể đến từ thời điểm các nhà băng đồng loạt tăng lãi suất tiền gửi trở lại, cho thấy có áp lực tăng cường huy động để hỗ trợ giải ngân.

Hình: Tác động từ việc lãi suất huy động liên tục giảm đã bắt đầu phản ánh lên chi phí vốn trong Q3/23

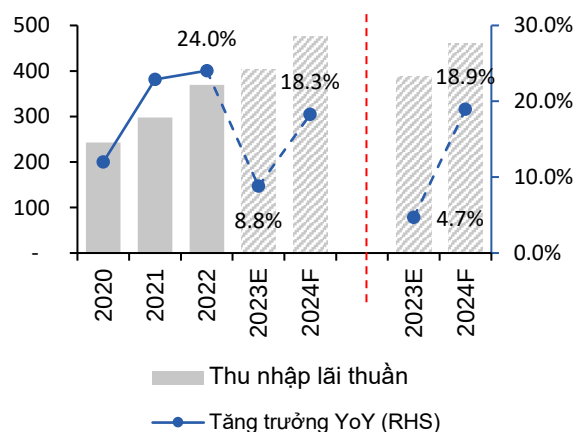


Hình: BSC dự báo NIM của hầu hết ngân hàng trong danh sách theo dõi sẽ bật tăng trong 2024

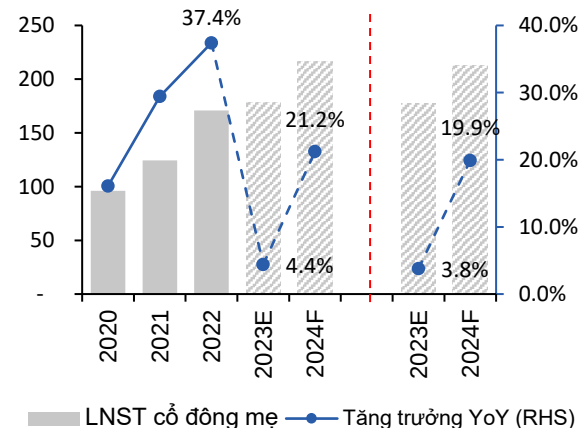


Nguồn: BSC Research

Hình: Thu nhập lãi thuần (đơn vị: nghìn tỷ) vẫn sẽ là động lực chính ...



Hình: ... cho tăng trưởng LNST (đơn vị: nghìn tỷ) của ngành trong 2024



Phần bên phải đường kẻ đỏ thể hiện dự báo mới của BSC so với dự báo cũ nằm bên trái

Nguồn: BSC Research (dự báo cho danh sách BSC theo dõi)

PHỤ LỤC

3. TỔNG HỢP CÁC CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Hình: Tổng hợp các cổ phiếu khuyến nghị 2024

Mã CK	DTT 2024 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2024 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2024 (VND/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2024	ROE 2024	Giá ngày 23/1/2024	Giá mục tiêu	Up-side
MWG	127,403	6%	3,458	1821%	2,362	18.86	2.50	6%	13%	44,600	52,000	17%
VNM	63,501	6%	9,730	14%	4,190	14.39	4.64	19%	30%	67,000	83,700	25%
QNS	10,434	2%	2,205	7%	5,931	7.48	1.73	16%	23%	46,200	52,800	14%
MSN	85,865	8%	1,699	299%	1,830	55.25	3.41	2%	9%	65,600	72,700	11%
PNJ	36,028	11%	2,284	18%	6,256	13.37	2.81	13%	19%	91,300	97,700	7%
DGW	23,587	26%	611	48%	3,745	14.87	2.64	8%	19%	54,400	61,400	13%
TNG	8,060	16%	321	47%	2,853	6.93	1.12	5%	16%	19,600	26,000	33%
MSH	5,335	20%	311	41%	3,691	9.07	1.62	9%	16%	37,600	37,000	-2%
VHC	12,142	21%	1,667	86%	7,577	8.55	1.41	12%	17%	63,500	75,700	19%
CTR	12,712	15%	599	17%	5,280	17.61	4.18	8%	24%	92,200	95,600	4%
FPT	63,710	20%	7,628	20%	5,896	15.97	3.10	12%	21%	95,900	108,000	13%
GMD	4,029	3%	1,160	-52%	3,853	18.46	2.01	7%	11%	70,000	76,400	9%
VSC	2,150	5%	176	46%	1,456	30.28	0.74	3%	5%	20,000	24,400	22%
HAH	2,994	15%	508	18%	4,837	7.96	1.25	8%	13%	38,300	38,500	1%
PVT	11,472	15%	1,131	8%	3,025	7.54	0.95	9%	13%	26,350	30,050	14%
NLG	6,811	51%	819	40%	2,052	18.30	1.44	3.4%	6.7%	38,950	44,700	15%
KDH	6,051	150%	980	16%	1,562	25.41	1.65	4%	4%	31,150	44,700	43%
VHM	96,408	-17%	27,257	-26%	6,197	6.68	0.87	6%	13%	41,800	60,900	46%
IJC	3,104	60%	795	62%	2,345	4.59	0.57	13%	13%	14,500	21,700	50%
LCG	3,562	48%	173	59%	904	13.13	0.80	2%	6%	12,000	14,300	19%
HHV	3,161	21%	445	23%	1,081	14.25	0.63	1%	5%	15,400	17,600	14%
CTD	18,527	9%	318	35%	3,206	21.50	0.77	1%	4%	68,900	78,700	14%
IDC	8,829	20%	2,140	20%	6,485	7.91	2.24	11%	25%	51,300	52,200	2%
SZC	1,127	38%	377	72%	2,095	18.38	2.09	4%	11%	38,500	40,900	6%
SIP	6,821	7%	1,121	13%	12,333	11.97	3.42	5%	26%	73,800	80,700	9%
PHR	1,585	17%	533	-14%	3,931	12.69	1.79	8%	14%	49,900	57,500	15%
HSG	35,101	11%	955	4056%	1,596	14.74	1.15	6%	8%	22,850	25,500	12%
HPG	133,221	11%	12,178	79%	2,094	13.37	1.44	6%	11%	28,000	33,000	18%
GAS	86,970	-4%	12,047	3%	5,245	14.60	2.50	13%	17%	76,600	93,000	21%

Mã CK	DTT 2024 (tỷ VND)	% YoY	LNST 2024 (tỷ VND)	% YoY	EPS 2024 (VND/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2024	ROE 2024	Giá ngày 23/1/2024	Giá mục tiêu	Up-side
PVS	20,919	18%	941	16%	1,425	18.74	1.31	4%	8%	36,900	44,500	21%
PVD	7,400	27%	755	41%	964	20.32	1.00	4%	5%	27,600	33,900	23%
POW	37,069	21%	2,410	81%	1,029	11.08	0.72	4%	8%	11,400	15,600	37%
PC1	9,777	31%	593	88%	1,754	15.10	1.07	4%	9%	28,800	33,900	18%
QTP	11,560	-4%	721	17%	1,603	9.17	1.06	10%	12%	14,700	17,000	16%
DGC	12,728	20%	3,755	23%	10,114	9.09	2.79	28%	32%	89,900	100,000	11%
DCM	12,011	-1%	2,255	116%	4,157	7.55	1.44	13%	19%	32,150	36,000	12%
DRC	4,906	9%	329	33%	2,717	10.75	1.56	10%	12%	29,800	31,000	4%

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-Israel (Giá dầu tăng)	Chính sách lãi suất giảm của các NHTW	EU và US suy thoái	Trung Quốc kích thích kinh tế	Các CS hỗ trợ kinh tế trong nước
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	(-)	(-)	(+)	(-)	(+)	(+)
Vận tải biển	(-)	(-)	(+)	(-)	(+)	(+)
Ô tô						(+)
Bảo hiểm	(-)					
Bán lẻ		(-)	(-)		(+)	(+)
Tiêu dùng		(-)	(-)			(+)

5. CÁC SỰ KIỆN THEO MỐC THỜI GIAN 2024 (PHỤ LỤC 1)

Hình: Các sự kiện theo mốc thời gian năm 2024

Tháng	Ngày	Việt Nam	Ngày	Quốc tế
1	15	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 công bố danh mục	15	Hội nghị Diễn đàn kinh tế thế giới (WEF)
1	18	Future VN30: đáo hạn	25	ECB: họp CSTT
			30	FED: họp CSTT
2	2	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100: hạn cơ cấu danh mục		
2	5	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100: danh mục có hiệu lực		
2	15	ETF: iShares: dự kiến công bố danh mục		
2	18	Future VN30: đáo hạn		
2	29	ETF: iShares: hạn cơ cấu danh mục		
3	1	ETF: FTSE Vietnam công bố danh mục	25	ECB: họp CSTT
3	8	ETF: VNM công bố danh mục	28	FTSE Russell: Kỳ đánh giá phân hạng thị trường (Interim Country Classification)
3	15	ETF: Fubon FTSE, FTSE Vietnam, VNM: hạn cơ cấu danh mục		
3	18	Future VN30: đáo hạn		
4	15	ETF: VN-Diamond, VN-Finselect, VNX-50 công bố danh mục	11	ECB: họp CSTT
4	18	Future VN30: đáo hạn	30	FED: họp CSTT
5	3	ETF: VN-Diamond, VN-Finselect, VNX-50: hạn cơ cấu danh mục		
5	6	ETF: VN-Diamond, VN-Finselect, VNX-50: danh mục có hiệu lực		
5	18	Future VN30: đáo hạn		
5	15	ETF: iShares: dự kiến công bố danh mục		
5	29	ETF: iShares: hạn cơ cấu danh mục		
6	1	ETF: FTSE Vietnam công bố danh mục	6	ECB: họp CSTT
6	8	ETF: VNM công bố danh mục	11	FED: họp CSTT + Tóm tắt các dự báo kinh tế
6	18	Future VN30: đáo hạn	27	MSCI: Kỳ đánh giá phân hạng thị trường (Market Classification Review)
6	21	ETF: FTSE Vietnam, VNM: hạn cơ cấu danh mục		
7	15	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 công bố danh mục	18	ECB: họp CSTT
7	18	Future VN30: đáo hạn	30	FED: họp CSTT
8	2	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100: hạn cơ cấu danh mục		
8	5	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100: danh mục có hiệu lực		
8	15	Future VN30: đáo hạn		
8	15	ETF: iShares: dự kiến công bố danh mục		
8	30	ETF: iShares: hạn cơ cấu danh mục		

9	6	ETF: FTSE Vietnam công bố danh mục	12	ECB: hợp CSTT
9	13	ETF: VNM công bố danh mục	17	FED: hợp CSTT
9	19	Future VN30: đáo hạn	26	FTSE Russell: Kỳ đánh giá phân hạng thị trường (Annual Country Classification)
9	20	ETF: Fubon FTSE, FTSE Vietnam, VNM: hạn cơ cấu danh mục		
10	17	Future VN30: đáo hạn	17	ECB: hợp CSTT
10	21	ETF: VN-Diamond, VN-Finselect, VNX-50 công bố danh mục		
11	1	ETF: VN-Diamond, VN-Finselect, VNX-50: hạn cơ cấu danh mục	6	FED: hợp CSTT
11	4	ETF: VN-Diamond, VN-Finselect, VNX-50: danh mục có hiệu lực		
11	14	ETF: iShares: dự kiến công bố danh mục		
11	18	Kỷ niệm 25 năm thành lập Công ty cổ phần chứng khoán BIDV (BSC)		
11	21	Future VN30: đáo hạn		
11	29	ETF: iShares: hạn cơ cấu danh mục		
12	6	ETF: FTSE Vietnam công bố danh mục	12	ECB: hợp CSTT
12	13	ETF: VNM công bố danh mục	17	FED: hợp CSTT + Tóm tắt các dự báo kinh tế
12	19	Future VN30: đáo hạn		
12	20	ETF: FTSE Vietnam, VNM: hạn cơ cấu danh mục		

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

6. CÁC CHÍNH SÁCH ẢNH HƯỞNG ĐẾN NGÀNH NĂM 2024

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 2023-2024:

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

Hình: Một số chính sách, sự kiện quan trọng đáng lưu ý

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Thời gian hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 24/01/2023
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
Chính sách tiền tệ					
1	FED: lãi suất điều hành đang được giữ ở mức cao (nhưng đã phát tín hiệu nới lỏng trong năm nay)	2022-2023	Tiêu cực	Yếu	✓
2	PBoC: CSTT nới lỏng cùng nhiều gói hỗ trợ, tuy nhiên kinh tế Trung Quốc hồi phục không đồng đều.	2022-2023	Tích cực	Yếu	✓
3	ECB: duy trì chính sách thắt chặt tiền tệ và chống lạm phát (nhưng đã phát tín hiệu nới lỏng trong năm nay)	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	Yếu	⏻
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước					
Chính sách vĩ mô					
	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	✓
	Quyết định 1435/QĐ-TTg 2022 Thành lập Tổ công tác của Thủ tướng Chính phủ về rà soát, đơn 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	✓
	Nghị quyết số 30/2022/UBTVQH15: Giảm thuế BVMT đối với xăng, dầu, mỡ nhờn	01/01/2023	Tích cực	Mạnh	⏻
	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	✓
	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	✓
	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	Thời gian hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 24/01/2023
	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	🔌
	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	🔌
	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	Đan xen	Trung bình	✓
	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	✓
	Thông tư 59/2023/TT-BTC của BTC quy định mức thu, chế độ thu, nộp, quản lý và sử dụng phí trong lĩnh vực y tế, trong đó tăng 20% một số mức thu phí trong lĩnh vực y tế	16/10/2023	Tiêu cực	Trung bình	✓
	Quyết định số 25/2023/QĐ-TTg về việc giảm tiền thuê đất của năm 2023	20/11/2023	Tích cực	Trung bình	✓
	Thông tư 12/2023/TT-NHNN ngày 12/10/2023 sửa đổi Thông tư 06/2013/TT-NHNN hướng dẫn hoạt động mua, bán vàng miếng trên thị trường trong nước của NHNN	27/11/2023	Tích cực	Mạnh	✓
	Nghị định 75/2023/NĐ-CP ngày 19/10/2023 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định 146/2018/NĐ-CP ngày 17/10/2018 của CP quy định chi tiết và hướng dẫn biện pháp thi hành một số điều của Luật BHYT (trong đó bổ sung nhóm đối tượng được NSNN đóng BHYT)	03/12/2023	Tích cực	Yếu	✓
	QĐ 11/2023/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ, mức giao dịch có giá trị lớn phải báo cáo từ 400.000.000 đồng trở lên với đối tượng áp dụng là tổ chức tài chính, cá nhân... theo quy định tại Luật Phòng, chống rửa tiền	01/12/2023	Tích cực	Trung bình	✓
	Quyết định số 377/QĐ-EVN v/v tăng giá điện bình quân	04/05/2023	Tiêu cực	Trung bình	✓
	Quyết định số 1416/QĐ-EVN v/v tăng giá điện bình quân	09/11/2023	Tiêu cực	Trung bình	✓
	Thông tư 22/2023/TT-BYT (quy định giá dịch vụ khám/chữa bệnh,...)	17/11/2023	Tiêu cực	Trung bình	✓
	Nghị định số 81/2021/NĐ-CP (quy định về học phí...)	15/10/2021	Tiêu cực	Trung bình	✓
	Nghị quyết 42/2023/UBTVQH15 tiếp tục giảm thuế bảo vệ môi trường với xăng dầu ngày 18/12/2023	01/01/2024	Tích cực	Mạnh	✓
	Nghị định 94/2023/NĐ-CP ngày 28/12/2023 tiếp tục giảm thuế GTGT 2%	01/01/2024 - 30/6/2024	Tích cực	Trung bình	✓
	Nghị quyết 107/2023/QH15 áp dụng thuế TNDN bổ sung theo quy định chống xói mòn cơ sở thuế toàn cầu ngày 29/11/2023	01/01/2024	Đan xen	Trung bình	✗

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Thời gian hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 24/01/2023
	Luật đấu thầu 2023 được Quốc hội thông qua ngày 23/6/2023	01/01/2024	Tích cực	Trung bình	✓
	Nghị định 83/2023/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung 1 số điều của ND 95/2018/NĐ-CP về phát hành, đăng ký, lưu ký, niêm yết và giao dịch công cụ nợ của Chính phủ trên TTCK	15/1/2024	Tích cực	Trung bình	✓
	Luật nhà ở sửa đổi, Luật kinh doanh BĐS sửa đổi được Quốc hội thông qua ngày 27-28/11/2023	01/01/2025	Tích cực	Mạnh	✓
	Luật đất đai sửa đổi được Quốc hội thông qua ngày 18/01/2024	01/01/2025	Tích cực	Mạnh	✓
	Cải cách tiền lương 2024	1/7/2024	Đan xen	Trung bình	✗
Chính sách tiền tệ					
1	Tiếp tục phần đầu giảm lãi suất điều hành	2023 - 2024	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	✓
Chính sách chứng khoán					
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	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	Sửa đổi một số chỉ tiêu của chỉ số VN30, triển khai sản phẩm HĐTL chỉ số VN100 các quy định về các bộ chỉ số quan trọng khác trong tương lai	2024-2025	Tích cực	Mạnh	✗
7	Báo cáo đánh giá xếp hạng thị trường của các tổ chức FTSE, MSCI	T03, T06, T09/2024	Tích cực	Mạnh	✗
8	UBCKNN chấn chỉnh hoạt động các CTCK huy động vốn từ khách hàng	30/06/2024	Đan xen	Trung bình	✓

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Thời gian hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 24/01/2023
Liên quan đến thương mại					
1	Quan hệ Đối tác chiến lược toàn diện Việt Nam – Hoa Kỳ	09/2023	Tích cực	Mạnh	×
2	Quan hệ Đối tác chiến lược toàn diện Việt Nam – Nhật Bản	11/2023	Tích cực	Mạnh	×

Nguồn: BSC Research tổng hợp

7. LUẬT CÁC TỔ CHỨC TÍN DỤNG SỬA ĐỔI

Sửa đổi Luật các TCTD gia tăng tính minh bạch và sự ổn định cho hệ thống ngân hàng.

Sự chuyển biến quan trọng đối với hệ thống ngân hàng trong thời gian tới sẽ xoay quanh Luật TCTD sửa đổi, vừa được thông qua trong kỳ họp Quốc hội bất thường lần thứ 5 và về cơ bản sẽ có hiệu lực từ 01/07/24.

Từ những nội dung trong bản dự thảo, BSC đánh giá các quy định mới sẽ có tác động giảm thiểu rủi ro hệ thống và gia tăng khả năng chống chịu cho ngành ngân hàng qua việc: hạn chế tình trạng sở hữu chéo; tăng cường chất lượng quản trị và tính minh bạch thông tin; giảm giới hạn cấp tín dụng cũng như tỷ lệ sở hữu đối với 1 cổ đông và 1 nhóm cổ đông; thêm các quy định mới về can thiệp sớm hay kiểm soát đặc biệt TCTD; và tạo hành lang pháp lý cho hoạt động xử lý nợ của các ngân hàng.

Hình: Một số điểm cần lưu ý trong Dự thảo sửa đổi Luật các Tổ chức tín dụng vừa được thông qua

Lưu ý:

- Vì mục đích ngắn gọn, một số thuật ngữ đã được rút gọn/viết tắt so với văn bản gốc.

- Vì mục đích đối chiếu, số điều khoản là của Luật các TCTD hiện tại (số 47/2010/QH12 sửa đổi bởi số 17/2017/QH14).

Điều khoản	Luật các TCTD cũ	Dự thảo Luật sửa đổi	Đánh giá quy định mới
Bổ sung định nghĩa về ‘Người có liên quan’			
Điều 4. Giải thích từ ngữ			
Khoản 28 điểm a	TCTD với công ty con của TCTD và ngược lại.	<u>Bổ sung trường hợp</u> : công ty con của công ty con của TCTD.	Tăng tính minh bạch trong cơ cấu sở hữu, giảm tình trạng sở hữu chéo, có tác động đến tất cả các quy định ở sau. Tuy nhiên việc xác định đầy đủ các đối tượng liên quan có thể mất thời gian và gây chi phí cho các ngân hàng.
Khoản 28 điểm d	Cá nhân với vợ, chồng, cha, mẹ, con, anh, chị, em của người này.	<u>Bổ sung trường hợp</u> : các mối quan hệ trực tiếp và gián tiếp như cha dượng, mẹ kế, con riêng, con dâu, con rể, ông bà, cô, dì, chú, cậu, bác, ...	
Bổ sung các trường hợp ‘Không cùng đảm nhiệm chức vụ’			
Điều 34. Những trường hợp không cùng đảm nhiệm			
Khoản 3	TGD, Phó TGD và tương đương không được đồng thời là: thành viên HĐQT, thành viên HĐTV, thành viên BKS của TCTD khác, trừ khi là công ty con. Phó TGD và tương đương không được đồng thời là TGD, Phó TGD hoặc tương đương của doanh nghiệp khác.	<u>Sửa đổi, bổ sung</u> : TGD, Phó TGD và các tương đương không được đồng thời là: người quản lý, người điều hành, kiểm soát viên, thành viên BKS của TCTD khác, doanh nghiệp khác, trừ trường hợp Phó TGD và tương đương là người quản lý, người điều hành công ty con của TCTD đó hoặc của công ty mẹ của TCTD đó.	Tăng cường chất lượng quản trị của các ngân hàng, giảm tình trạng chồng chéo chức vụ ở các TCTD, doanh nghiệp khác.
Sửa đổi, bổ sung quy định về ‘Trách nhiệm công khai các lợi ích liên quan’			
Điều 39. Trách nhiệm công khai các lợi ích liên quan			
Khoản 1	Trách nhiệm công bố thông tin của người quản lý, người điều hành, thành viên BKS, ... sở hữu từ 5% vốn điều lệ trở lên (tính cả người liên quan) của doanh nghiệp, TCKT khác.	<u>Sửa đổi</u> : Giảm xuống 1% vốn điều lệ.	Tăng tính minh bạch thông tin, giảm tình trạng sở hữu chéo trong hệ thống ngân hàng, và tăng cường vai trò quản lý của NHNN.
Khoản 3	TCTD phải công khai thông tin quy định tại khoản 1 Điều này hằng năm cho ĐHCĐ, HĐTV của TCTD và được niêm yết, lưu giữ tại trụ sở chính của TCTD.	<u>Bổ sung</u> : Phải công bố trên trang thông tin điện tử chính thức của TCTD.	
Sửa đổi, bổ sung quy định về ‘Tỷ lệ sở hữu cổ phần’			
Điều 55. Tỷ lệ sở hữu cổ phần			

Khoản 1	Một cổ đông là cá nhân không được sở hữu vượt quá 5% vốn điều lệ của một TCTD.	Giữ nguyên (bản dự thảo trước đó đề xuất giảm xuống 3%).	Nhằm giảm tình trạng sở hữu chi phối trong 1 TCTD. Dự thảo vẫn giữ nguyên một số trường hợp cổ đông tổ chức được ngoại trừ khoản 2 như sở hữu nhà nước, sở hữu nhà đầu tư nước ngoài, ... Ngoài ra, dự thảo có quy định chuyển tiếp rằng cổ đông, cổ đông và người có liên quan vượt tỷ lệ sở hữu cổ phần được tiếp tục duy trì cổ phần nhưng không được tăng thêm cho đến khi tuân thủ quy định. Do đó, các ngân hàng có cổ đông lớn là cổ đông trong nước không chịu ảnh hưởng.
Khoản 2	Một cổ đông là tổ chức không được sở hữu vượt quá 15% vốn điều lệ của một TCTD, trừ 1 số trường hợp.	<u>Sửa đổi</u> : giảm xuống 10%.	
Khoản 3	Cổ đông và người có liên quan không được sở hữu vượt quá 20% vốn điều lệ của một TCTD, trừ 1 số trường hợp tương tự khoản 2 Điều này.	<u>Sửa đổi</u> : giảm xuống 15%, trừ trường hợp quy định tại các điểm a, b và c khoản 2 Điều này.	
Thêm mới		<u>Bổ sung</u> : Tỷ lệ sở hữu quy định tại các khoản 1 và 2 Điều này bao gồm cả số cổ phần thuộc sở hữu của doanh nghiệp mà cổ đông đó sở hữu từ 65% vốn điều lệ trở lên nắm giữ.	

Sửa đổi, bổ sung những trường hợp 'Không được cấp tín dụng'

Điều 126. Những trường hợp không được cấp tín dụng			
Khoản 4	TCTD không được cấp tín dụng cho doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh chứng khoán mà TCTD nắm quyền kiểm soát.	<u>Sửa đổi</u> : ... doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh chứng khoán là công ty con, công ty liên kết của chính TCTD đó.	Nhằm giảm thiểu rủi ro tiềm ẩn trong hoạt động cấp tín dụng liên quan đến lĩnh vực chứng khoán và ngân hàng.

Sửa đổi, bổ sung quy định về 'Hạn chế cấp tín dụng'

Điều 127. Hạn chế cấp tín dụng			
Khoản 4	Tổng mức dư nợ cấp tín dụng đối với một đối tượng không được vượt quá 10% vốn tự có của TCTD; đối với tất cả các đối tượng không được vượt quá 20% vốn tự có của TCTD.	<u>Sửa đổi</u> : Giữ nguyên trần 10% với một đối tượng, tuy nhiên giảm trần xuống 15% với tất cả đối tượng.	Nhằm giảm thiểu rủi ro tập trung đối với 1 nhóm đối tượng khách hàng, bao gồm cả cho vay lẫn TPDN.

Sửa đổi, bổ sung quy định về 'Giới hạn cấp tín dụng'

Điều 128. Giới hạn cấp tín dụng			
Khoản 1	Tổng mức dư nợ cấp tín dụng đối với một khách hàng không được vượt quá 15% vốn tự có; tổng mức dư nợ cấp tín dụng đối với một khách hàng và người có liên quan không được vượt quá 25% vốn tự có.	<u>Sửa đổi</u> : Giảm tương ứng từ 15% xuống 10% và từ 25% xuống 15%.	Nhằm giảm thiểu rủi ro tập trung cho hệ thống ngân hàng.
Khoản 2	Tổng mức dư nợ cấp tín dụng đối với một khách hàng không được vượt quá 25% vốn tự có của TCTD phi ngân hàng; tổng mức dư nợ cấp tín dụng đối với một khách hàng và người có liên quan không được vượt quá 50% vốn tự có của TCTD phi ngân hàng.	<u>Sửa đổi</u> : Giảm tương ứng từ 25% xuống 15% và từ 50% xuống 25%.	Điều này có thể gây ra thêm chi phí cho ngân hàng và khách hàng, nhất là khi định nghĩa về người có liên quan được làm bao quát hơn, tuy nhiên các chủ thể sẽ được cho thời gian để dần đáp ứng theo quy định mới (dự thảo quy định cụ thể từng mức giới hạn áp dụng trong từng khung thời gian).

Bổ sung quy định về 'Giới hạn góp vốn, mua cổ phần'

Điều 129. Giới hạn góp vốn, mua cổ phần			
Khoản 5	TCTD không được góp vốn, mua cổ phần của các doanh nghiệp, TCTD khác là cổ đông, thành viên góp vốn của chính TCTD đó.	<u>Bổ sung trường hợp</u> : các doanh nghiệp, TCTD khác là người có liên quan của cổ đông lớn, thành viên góp vốn của chính TCTD đó.	Nhằm giảm tình trạng sở hữu chéo trong hệ thống ngân hàng.

Bổ sung riêng một Chương về 'Can thiệp sớm TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài'			
Điều 130a. Áp dụng can thiệp sớm với TCTD			
Khoản 1	NHNN xem xét áp dụng can thiệp sớm đối với TCTD lâm vào một trong các trường hợp sau đây nhưng chưa được đặt vào kiểm soát đặc biệt: - Không duy trì được tỷ lệ khả năng chi trả trong 03 tháng liên tục; - Không duy trì được tỷ lệ an toàn vốn trong 06 tháng liên tục; - Xếp hạng dưới mức trung bình theo quy định của NHNN.	<u>Sửa đổi, bổ sung trường hợp:</u> - Số lỗ lũy kế của TCTD lớn hơn 15% vốn điều lệ, vốn được cấp và quỹ dự trữ trong BCTC kiểm toán gần nhất hoặc theo kết luận thanh tra, kiểm toán của cơ quan có thẩm quyền và vi phạm tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu; - Xếp hạng dưới mức trung bình theo quy định của Thống đốc NHNN; - Vi phạm tỷ lệ khả năng chi trả trong 30 ngày liên tục; - Vi phạm tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu trong 06 tháng liên tục; - Bị rút tiền hàng loạt.	Nhằm giảm thiểu rủi ro hệ thống, nêu cụ thể vai trò của trong việc NHNN can thiệp kịp thời, tránh trường hợp tương tự như SCB.
Sửa đổi, bổ sung về 'Kiểm soát đặc biệt TCTD'			
Điều 145. Trường hợp đặt TCTD vào kiểm soát đặc biệt			
Khoản 1	TCTD được xem xét đặt vào kiểm soát đặc biệt khi lâm vào một trong các trường hợp sau đây: - Mất, có nguy cơ mất khả năng chi trả hoặc mất, có nguy cơ mất khả năng thanh toán; - Số lỗ lũy kế của TCTD lớn hơn 50% giá trị của vốn điều lệ và các quỹ dự trữ trong BCTC kiểm toán gần nhất; - Không duy trì được tỷ lệ an toàn vốn trong 12 tháng liên tục hoặc tỷ lệ an toàn vốn thấp hơn 4% trong 06 tháng liên tục; - Xếp hạng yếu kém trong 02 năm liên tục theo quy định của NHNN.	<u>Sửa đổi, bổ sung trường hợp:</u> - TCTD được can thiệp sớm không có phương án khắc phục gửi NHNN hoặc không điều chỉnh phương án khắc phục theo yêu cầu của NHNN; - Trong thời hạn thực hiện phương án khắc phục, TCTD được can thiệp sớm không có khả năng thực hiện phương án khắc phục; - Hết thời hạn thực hiện phương án khắc phục mà TCTD không khắc phục được tình trạng cần can thiệp sớm; - Bị rút tiền hàng loạt và có nguy cơ gây mất an toàn hệ thống các TCTD; - Tỷ lệ an toàn vốn của TCTD thấp hơn 4% trong 06 tháng liên tục; - TCTD bị giải thể không có khả năng thanh toán đầy đủ các khoản nợ trong quá trình thanh lý tài sản.	Nhằm giảm thiểu rủi ro hệ thống, quy định cụ thể hơn để đồng bộ với trường hợp TCTD được can thiệp sớm. Quyền và nghĩa vụ của TCTD tham gia hỗ trợ hoặc nhận chuyển giao bắt buộc cũng được bổ sung chi tiết hơn.
Điều 148đ. Quyền và nghĩa vụ của TCTD hỗ trợ			
Khoản 7	Được vay tái cấp vốn với lãi suất ưu đãi đến mức 0%, được giảm 50% tỷ lệ dự trữ bắt buộc theo phương án phục hồi đã được phê duyệt; ...	<u>Sửa đổi:</u> Vay tái cấp vốn với lãi suất bằng lãi suất TCTD hỗ trợ cho vay, gửi tiền tại TCTD được kiểm soát đặc biệt; số tiền, thời hạn vay tái cấp vốn không được vượt quá số tiền, thời hạn TCTD hỗ trợ cho vay, gửi tiền tại TCTD được kiểm soát đặc biệt; được giảm 50% tỷ lệ dự trữ bắt buộc; ...	
Khoản 11	Được phát hành trái phiếu dài hạn cho Bảo hiểm tiền gửi Việt Nam.	<u>Lược bỏ</u>	
Điều 151e. Quyền của bên nhận chuyển giao bắt buộc			
Khoản 1		<u>Bổ sung:</u> thêm các quyền như trong trường hợp của TCTD hỗ trợ. Ngoài ra, được phát hành trái phiếu dài hạn cho Bảo hiểm tiền gửi Việt Nam.	
Bổ sung một Chương về 'Xử lý trường hợp TCTD bị rút tiền hàng loạt, vay, cho vay đặc biệt'			

Thêm mới		<u>Bổ sung:</u> Các biện pháp hỗ trợ cho TCTD bị rút tiền hàng loạt: - Bán GTCG cho NHNN trên nghiệp vụ thị trường mở với lãi suất 0%; - Thực hiện giao dịch ngoại tệ với NHNN để bảo đảm thanh khoản theo quy định của Thống đốc NHNN; - Được vay đặc biệt từ NHNN; vay đặc biệt từ tổ chức bảo hiểm tiền gửi; vay đặc biệt từ TCTD khác. Trong đó, Thủ tướng Chính phủ quyết định việc cho vay đặc biệt của NHNN với khoản vay có lãi suất 0%/năm, khoản vay không có TSBĐ đối với TCTD.	Nhằm đảm bảo tính ổn định hệ thống, tránh xảy ra khủng hoảng như trong trường hợp SCB vừa qua.
Bổ sung một Chương về 'Xử lý nợ xấu, tài sản bảo đảm của khoản nợ xấu'			
Thêm mới		Luật hóa Nghị quyết số 42/2017/QH14 (hết hiệu lực vào 31/12/2023), liên quan đến các quy định về: - Bán nợ xấu và TSBĐ. - Thủ tục thu giữ TSBĐ. - Mua, bán khoản nợ xấu có TSBĐ là quyền sử dụng đất, tài sản gắn liền với đất, đất hình thành trong tương lai. - Chuyển nhượng TSBĐ.	Nhằm tạo hành lang pháp lý cho hoạt động xử lý nợ của hệ thống ngân hàng. NQ 42 này sẽ hết hạn vào 31/12/2023 trong khi các Luật sửa đổi có hiệu lực từ 01/01/2015, tạo khoảng trống cho 2024.
Luật các TCTD sửa đổi có hiệu lực thi hành từ 01/07/24, trừ một số quy định về xử lý TSBĐ của khoản nợ xấu là dự án BĐS sẽ có hiệu lực từ 01/01/25.			

Nguồn: BSC Research tổng hợp

8. LUẬT ĐẤT ĐAI SỬA ĐỔI

NỘI DUNG	LUẬT ĐẤT ĐAI 2013	LUẬT ĐẤT ĐAI SỬA ĐỔI 2024	GÓC NHÌN CỦA BSC
Quy hoạch, kế hoạch sử dụng đất	Được lập từ tổng thể đến chi tiết; quy hoạch sử dụng đất của cấp dưới phải phù hợp với quy hoạch sử dụng đất của cấp trên; kế hoạch sử dụng đất phải phù hợp với quy hoạch sử dụng đất đã được cơ quan nhà nước có thẩm quyền phê duyệt.	<u>Khoản 9, Điều 60</u> Quy hoạch sử dụng đất các cấp được lập đồng thời; quy hoạch sử dụng đất cấp cao hơn phải được quyết định, phê duyệt trước quy hoạch cấp thấp hơn. Khi kết thúc thời kỳ quy hoạch sử dụng đất mà quy hoạch thời kỳ mới chưa được cấp có thẩm quyền quyết định, phê duyệt thì tiếp tục thực hiện các chỉ tiêu sử dụng đất chưa thực hiện hết đến khi quy hoạch sử dụng đất thời kỳ tiếp theo được cơ quan nhà nước có thẩm quyền quyết định, phê duyệt.	Cơ quan quản lý các cấp có thể cùng lúc nghiên cứu, lập quy hoạch và trình phê duyệt theo thứ tự từ cấp cao đến thấp thay vì phải chờ quy hoạch cấp trên được phê duyệt mới bắt đầu nghiên cứu >> Đồng bộ và rút ngắn thời gian trong quá trình lập quy hoạch các cấp.
Thu hồi đất	Quy định theo 3 nhóm lớn (1) dự án quan trọng Quốc gia do Quốc hội quyết định chủ trương đầu tư, (2) dự án do Thủ tướng chấp thuận (có bao gồm KCN, Khu đô thị mới) và (3) dự án do HĐND cấp tỉnh chấp thuận (có bao gồm NOXH, nhà ở TĐC, nhà ở cho sv, khu đô thị mới, KDC nông thôn mới, chỉnh trang đô thị, cụm công nghiệp)	<u>Điều 79:</u> quy định cụ thể 32 trường hợp bao gồm 30 trường hợp thuộc 3 nhóm (1) công trình công cộng, (2) trụ sở cơ quan nhà nước, (3) công trình sự nghiệp và 2 trường hợp khác để phát triển kinh tế - xã hội. Đáng chú ý: theo <u>khoản 27 Điều 79</u> , chỉ thu hồi đất để thực hiện dự án nhà ở thương mại, dự án ... khi là dự án đầu tư xây dựng khu đô thị đồng bộ	Ưu tiên dự án bất động sản có sự đồng bộ về hạ tầng kỹ thuật và hạ tầng xã hội, có quy mô lớn >> dự án đơn lẻ, quy mô nhỏ vẫn do DN thương lượng với người dân/chủ đất và phải đảm bảo sở hữu 100% đất ở
Sử dụng đất để thực hiện dự án phát triển kinh tế - xã hội thông qua việc thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất và chuyển đổi mục đích sử dụng đất	Không quy định cụ thể	<u>Điểm b Khoản 1 Điều 127 quy định:</u> Chưa có QSDĐ to >> thương lượng với dân để sở hữu 100% đất ở <u>Khoản 6 Điều 127 quy định:</u> Đã có QSDĐ to (bao gồm đất ở và đất khác) >> đề xuất phù hợp kế hoạch sdd, đề xuất thực hiện NOTM	Để thực hiện 1 dự án nhà ở thương mại mà không phải là khu đô thị , UBND tỉnh không thực hiện thu hồi đất và bàn giao cho DN. DN phải tự thương lượng để sở hữu 100% quyền sử dụng đất ở thực hiện dự án nếu chưa sở hữu đủ. Trường hợp DN đã sở hữu đủ đất (số to) thì có thể đề xuất phù hợp kế hoạch sử dụng đất, đề xuất thực hiện NOTM >> Ưu tiên các trường hợp đã có đất hơn là đang mua gom chờ chuyển đổi mục đích sử dụng đất, đặc biệt là đất nông nghiệp
Thời hạn sử dụng đất của người mua nhà ở trong dự án phát triển nhà ở	Quy định tại <u>khoản 3 Điều 127, Luật Đất đai 2013:</u> “Đối với dự án nhà ở để bán kết hợp cho thuê hoặc cho thuê mua thì thời hạn giao đất cho CĐT được xác định theo thời hạn của dự án, người mua nhà ở gắn liền với QSDĐ được sử dụng đất ổn định lâu dài”	Không quy định cụ thể	Trong trường hợp DN đã được giao đất ở để thực hiện dự án: CĐT vẫn có quyền kéo dài thời gian thực hiện dự án tùy thuộc điều kiện thị trường nhưng vẫn trong thời hạn thực hiện dự án và thời hạn được gia hạn
Cho phép DN chuyển từ trả tiền thuê đất hàng năm sang một lần	Chỉ quy định cho phép DN chuyển từ trả tiền thuê đất hàng năm sang một lần mà không có trường hợp ngược lại	<u>Khoản 2, điều 30</u> Quy định các trường hợp được chọn hình thức trả tiền hàng năm hoặc một lần và các trường hợp chỉ được trả tiền thuê đất hàng năm.	Tuy nhiên các DN vẫn có xu hướng lựa chọn hình thức trả tiền thuê đất một lần để không tạo ra rủi ro cho người mua nhà/DN nếu 1 trong 2 mất khả năng thanh toán

sang hàng năm		KCN và Nhà ở thương mại có quyền lựa chọn hình thức trả tiền hàng năm hoặc một lần	trong khi người mua nhà vẫn thích các dự án đã hoàn thành đóng tiền thuê đất một lần.
Giá đất	Chính phủ ban hành khung giá đất định kỳ 05 năm một lần đối với từng loại đất, theo từng vùng. Trong thời gian thực hiện khung giá đất mà giá đất phổ biến trên thị trường tăng từ 20% trở lên so với giá tối đa hoặc giảm từ 20% trở lên so với giá tối thiểu trong khung giá đất thì Chính phủ điều chỉnh khung giá đất cho phù hợp.	Bỏ quy định về khung giá đất <u>Điều 159:</u> quy định chi tiết về bảng giá đất bao gồm các trường hợp áp dụng (trong đó có tính tiền thuê đất, thuế sử dụng đất, tiền bồi thường, tính giá khởi điểm đấu giá QSDĐ...) UBND cấp tỉnh xây dựng trình HĐND cùng cấp quyết định bảng giá đất lần đầu, công bố và áp dụng từ 01/01/2026. Hàng năm, UBND cấp tỉnh có trách nhiệm trình HĐND cấp tỉnh quyết định điều chỉnh, sửa đổi, bổ sung giá đất để công bố và áp dụng từ ngày 01 tháng 01 năm tiếp theo. <u>Điều 161:</u> quy định cụ thể về trách nhiệm các cấp trong Hội đồng thẩm định giá đất	Bảng giá đất được cập nhật hàng năm, theo sát giá thị trường tạo sự công khai, minh bạch >> giúp đẩy nhanh quá trình xác định nghĩa vụ tài chính, xác định giá đất, quá trình GPMB để thực hiện dự án. Đối với chủ đầu tư: chi phí giành cho đất sẽ cao hơn do theo sát giá thị trường >> biên lợi nhuận có xu hướng co lại. Đối với các cơ quan nhà nước: đảm bảo nguồn thu ngân sách phù hợp, không thất thoát nguồn thu ngân sách và quá trình phê duyệt nghĩa vụ tài chính của các CĐT sẽ nhanh hơn.
Phương pháp xác định giá đất	Luật Đất đai 2013 không quy định cụ thể phương pháp nhưng được hướng dẫn tại Nghị định 44/2014. Theo đó, 5 phương pháp xác định giá đất bao gồm (1) so sánh trực tiếp, (2) thu thập, (3) hệ số điều chỉnh, (4) thặng dư và (5) chiết trừ	<u>Điều 158:</u> quy định cụ thể nguyên tắc, thông tin đầu vào, 4 phương pháp xác định giá đất và các trường hợp, điều kiện áp dụng cho từng phương pháp (1) so sánh trực tiếp, (2) thu thập, (3) hệ số điều chỉnh, (4) thặng dư.	Quy định cụ thể và chi tiết hơn, góp phần đẩy nhanh quá trình xác định tiền sử dụng đất. Đáng chú ý, Luật Đất đai sửa đổi quy định UBND cấp có thẩm quyền phải ban hành quyết định giá đất trong thời gian không quá 180 ngày (kéo dài hơn so với 90 ngày tại Nghị định 10/2023) kể từ thời điểm có quyết định giao đất, cho thuê đất, cho phép chuyển đổi MĐSDĐ.
Đấu thầu dự án có sử dụng đất		<u>Điều 129:</u> Điều kiện để đấu thầu lựa chọn NĐT: Có quy hoạch chi tiết hoặc quy hoạch 1/2000 được cơ quan có thẩm quyền phê duyệt Trách nhiệm UBND cấp tỉnh: - Tổ chức lập quy hoạch - Tổ chức lập và thực hiện phương án bồi thường, hỗ trợ, tái định cư, thu hồi đất theo quy định của Luật Đất đai sửa đổi - Trong thời hạn 36 tháng kể từ ngày ban hành quyết định công nhận kết quả trúng đấu thầu hoặc thời hạn khác theo hợp đồng đã ký kết với cơ quan nhà nước có thẩm quyền, Ủy ban nhân dân cấp có thẩm quyền phải thực hiện xong việc bồi thường, hỗ trợ, tái định cư để giao đất, cho thuê đất. Trách nhiệm của đơn vị trúng thầu:	Bảng giá đất cập nhật hàng năm, theo sát giá thị trường sẽ giúp UBND tỉnh có thể đẩy nhanh quá trình đền bù GPMB. Trong trường hợp các cá nhân thuộc DN tự thương lượng với chủ đất với mức giá cao hơn giá UBND tỉnh đền bù để đẩy nhanh tiến độ GPMB, việc giá đền bù theo sát giá thị trường sẽ giúp tiết kiệm được so với giai đoạn trước về chênh lệch giữa giá cá nhân thuộc DN phải chi và được đền bù. >> Tồn tại rủi ro các dự án hình thành từ 2014-nay nhưng chưa thông qua đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư, đấu giá quyền sử dụng đất sẽ phải tiến hành lại.

		- Ứng vốn để thực hiện đền bù GPMB, hỗ trợ TĐC - Quá thời hạn 6 tháng kể từ ngày nhận được yêu cầu của cơ quan nhà nước có thẩm quyền theo hợp đồng đã ký kết với cơ quan nhà nước có thẩm quyền mà không ứng đủ vốn để thực hiện bồi thường, hỗ trợ, tái định cư thì cơ quan nhà nước có thẩm quyền quyết định hủy kết quả trúng đấu thầu	
Giao đất, cho thuê đất thông qua đấu giá quyền sử dụng đất		<u>Điều 125</u> Điều kiện tiến hành đấu giá QSDĐ bao gồm: 1. Đất đã được thu hồi và hoàn thành GPMB, TĐC hoặc không và trong khu vực có hạ tầng giao thông đã được kết nối 2. Đã có trong kế hoạch SDĐ hàng năm cấp huyện trừ TH tại điểm e khoản 1 Điều 127 3. Có quy hoạch chi tiết 1/500 do cơ quan nhà nước có thẩm quyền tổ chức lập và phê duyệt	Có thể xảy ra xung đột tại “tổ chức lập quy hoạch”. Đối với các dự án thuộc diện đấu giá, quy hoạch chi tiết trước đây do chủ đầu tư lập và trình lên cơ quan có thẩm quyền phê duyệt có khả năng sẽ mất thêm thời gian ban đầu tại quy trình lập quy hoạch chi tiết dù cơ quan có thẩm quyền có dùng lại quy hoạch chi tiết do doanh nghiệp lập.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

BSC Trụ sở chính

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

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

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

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

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>





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

 www.bsc.com.vn

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

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

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