

Triển vọng TTCK 2H 2023

Động lực từ chính sách trên nền tảng vĩ mô yếu

Chúng tôi duy trì mức dự báo chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm ở mức 1,240 điểm (như đề cập trong báo cáo chiến lược 2023 công bố thời điểm đầu năm).

Trong đó, chúng tôi giảm mạnh tăng trưởng EPS của chỉ số VNIndex năm 2023 xuống mức 0.5% (từ mức 5% trong báo cáo trước), sau khi số liệu kết quả kinh doanh 1Q gây thất vọng (giảm -18% YoY), đồng thời phản ánh sự suy yếu của nền kinh tế vĩ mô trong nước do chịu tác động bởi các yếu tố khách quan (nhu cầu tiêu thụ hàng hoá xuất khẩu từ Việt Nam sụt giảm, Trung Quốc phục hồi không như kỳ vọng), và chủ quan (mặt bằng lãi suất dù đã giảm vẫn đang ở mức cao, thị trường bất động sản suy yếu, rủi ro thị trường TPDN, tiêu dùng nội địa sụt giảm). Các chính sách hỗ trợ về tài khoá và tiền tệ sẽ có độ trễ và chúng tôi kỳ vọng kinh tế vĩ mô chỉ thực sự phục hồi từ 4Q/2023 trở đi.

Ở chiều ngược lại, chúng tôi tăng mạnh mức P/E mục tiêu của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm lên 15.5 lần (từ mức 14.3 lần trong báo cáo trước), phản ánh kỳ vọng vào các tác động tích cực hơn từ diễn biến giảm của mặt bằng lãi suất. Các yếu tố thuận lợi liên quan đến diễn biến tỷ giá, lạm phát, thanh khoản hệ thống, kết hợp với động thái 4 lần hạ lãi suất điều hành và mua vào dự trữ ngoại hối của NHNN đã giúp mặt bằng lãi suất trong nền kinh tế sụt giảm nhanh từ đầu năm đến nay, qua đó giúp chỉ số VNIndex phục hồi với thanh khoản cải thiện. Chúng tôi cho rằng xu hướng này vẫn sẽ tiếp diễn trong nửa cuối năm 2023, dù dư địa để mặt bằng lãi suất tiếp tục giảm mạnh là không lớn.

Xu hướng thị trường sẽ biến động giằng co trong quý 3, trước khi tiếp tục mở rộng nhịp hồi phục vào quý cuối năm. Nguyên nhân đến từ việc thông tin vĩ mô nửa đầu quý 3 sẽ tương đối trầm lắng trong khi vẫn còn nhiều yếu tố tiềm ẩn rủi ro. Bước sang 4Q, với kỳ vọng vào sự phục hồi của nền kinh tế, mặt bằng lãi suất trong nước giảm, các nền kinh tế lớn bước vào giai đoạn cuối chu kỳ tăng lãi suất, rủi ro TPDN hạ nhiệt, thị trường kỳ vọng sẽ quay trở lại xu hướng hồi phục.

Yếu tố rủi ro chính ảnh hưởng đến dự phóng chỉ số VNIndex tập trung vào rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ trầm trọng trong 2H2023 dưới ảnh hưởng từ môi trường lãi suất cao ở Mỹ. Bên cạnh đó, 1 số yếu tố rủi ro trong nước có thể đến từ việc kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến, rủi ro xuất hiện sự đổ vỡ lớn ở thị trường TPDN, hay việc xử lý các sai phạm trên TTCK.

Đối với triển vọng ngành trong nửa cuối năm, bộ phận phân tích doanh nghiệp của chúng tôi đánh giá tích cực với các ngành điện lực, công nghệ thông tin, dầu khí (xem thêm phần V. Triển vọng ngành)

Trần Đức Anh

Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường
anhtd@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công

Chuyên viên chiến lược đầu tư
congh@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến

Chuyên viên chiến lược đầu tư
anhthp@kbsec.com.vn

Hồ Đức Thành

Chuyên viên vĩ mô
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên

Chuyên viên vĩ mô

03/07/2023

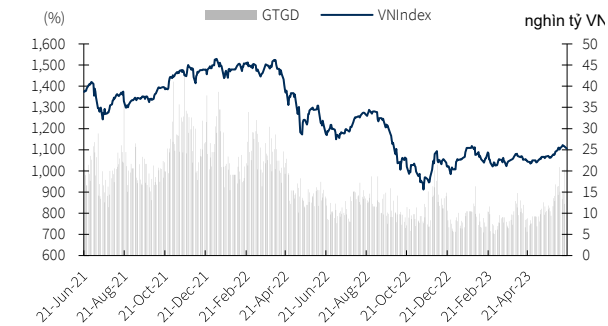
Nội dung	I. Triển vọng TTCK 2023	3
	II. Hoạt động sản xuất kinh doanh	5
	III. Các yếu tố định hình xu hướng TTCK 2H 2023	7
	1. Xu hướng lãi suất của nền kinh tế	7
	2. Chính sách tiền tệ của FED	11
	3. Rủi ro từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp	14
	4. Rủi ro suy thoái tại Mỹ	17
	IV. Chủ đề đầu tư	19
	1. El Nino	19
	2. Đầu tư công	22
	V. KBSV Top picks và danh mục mẫu 2023	25
	VI. Triển vọng ngành	28
	Bất động sản nhà ở – Trung lập	28
	Khu công nghiệp – Trung lập	29
	Thép – Trung lập	31
	Điện – Tích cực	33
	Công nghệ thông tin - Tích cực	35
	Ngân hàng - Trung lập	36
	Bán lẻ - Tích cực	38
	Thủy sản - Trung lập	40
	Dầu khí – Tích cực	41
	Cảng biển - Trung lập	43

I. Triển vọng TTCK 2H2023

TTCK Việt Nam biến động giằng co với xu hướng hồi phục là chủ đạo trong nửa đầu năm

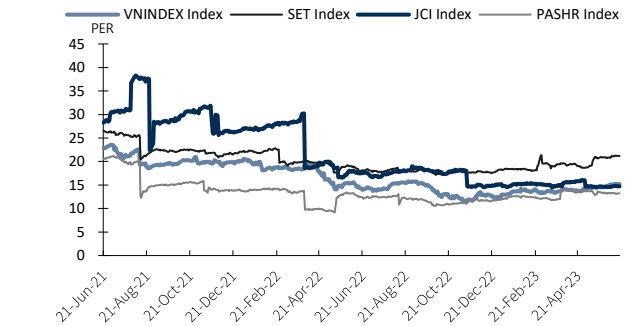
TTCK Việt Nam trong nửa đầu năm có biến động giằng co với xu hướng hồi phục là chủ đạo. Diễn biến giảm của mặt bằng lãi suất, với 4 lần hạ lãi suất của NHNN, là yếu tố chính hỗ trợ đà hồi phục của thị trường từ mức nền thấp được thiết lập vào cuối năm 2022. Mặc dù vậy, sự suy yếu của nền tảng vĩ mô, cũng như sự sụt giảm lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết là yếu tố kiềm hãm đà hồi phục của thị trường. Tính đến ngày 30/06/2023, chỉ số VNIndex tăng 108.8 điểm (10.75% YTD), đi kèm giá trị giao dịch tăng 3.86% YTD.

Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



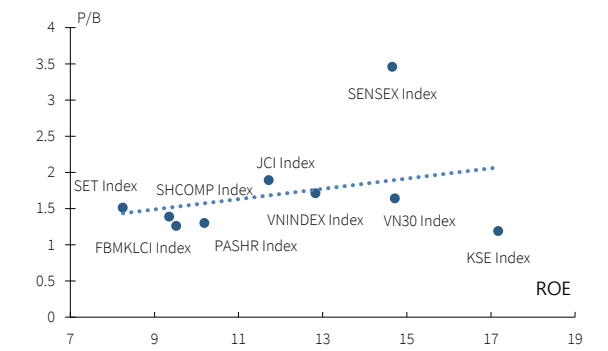
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Biến động P/E nhóm ASEAN4



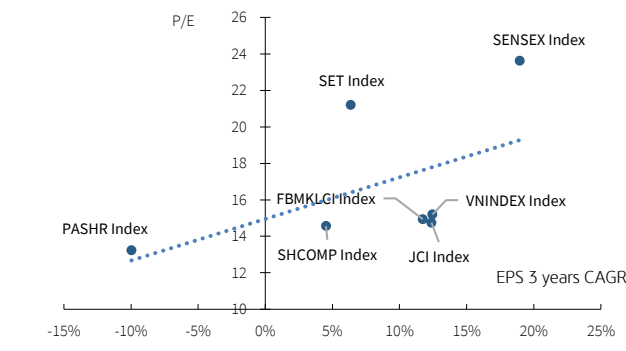
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Tương quan P/B, ROE các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Tương quan P/E, tăng trưởng EPS các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Đối với triển vọng trong nửa cuối năm 2023, chúng tôi cho rằng sẽ có 4 yếu tố chính định hình xu hướng TTCK Việt Nam, bao gồm (được phân tích kỹ hơn đối với từng yếu tố này trong các phần sau của báo cáo):

Xu hướng giảm của mặt bằng lãi suất

Chúng tôi dự báo lãi suất huy động sẽ tiếp tục xu hướng giảm từ nay đến cuối năm, với mức lãi suất huy động bình quân 12 tháng của các ngân hàng thương mại về quanh mức 6.7% (giảm 1.3% so với đầu năm, và giảm 0.25% so với thời điểm hiện tại). Lãi suất cho vay, dù có độ trễ (do chi phí huy động vốn của ngân

hàng cần thời gian để hạ, rủi ro nợ xấu khi nền kinh tế suy yếu, nhu cầu tín dụng thấp), tuy nhiên cũng sẽ có xu hướng giảm là chủ đạo với mức giảm so với đầu năm 2023 ở mức 1% - 1.3%.

Tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng EPS toàn thị trường từ 5% ở báo cáo chiến lược gần nhất xuống còn 0.5% so với cùng kỳ 2022, sau khi số liệu 1Q công bố cho thấy sự suy yếu mạnh hơn ước tính trong hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp. Thêm vào đó, chúng tôi cho rằng bối cảnh vĩ mô trong nước sẽ chỉ thực sự khởi sắc từ quý 4, trong khi quý 2 và quý 3 sẽ tiếp tục ảm đạm và đối diện với nhiều rủi ro khiến hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp tiếp tục kém khả quan.

Chính sách tiền tệ của FED

Trong bối cảnh áp lực lạm phát trong nước đã hạ nhiệt, chúng tôi cho rằng việc Fed giữ nguyên quan điểm điều hâu ở thười điểm hiện đang là yếu tố rủi ro chính cản trở xu hướng giảm của mặt bằng lãi suất trong nền kinh tế, qua đó tiềm ẩn các rủi ro đối với TTCK. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng ít có khả năng DXY sẽ tăng mạnh trở lại như đã được chứng kiến ở giai đoạn cuối 2022 do yếu tố này đã được phản ánh, trong khi các yếu tố rủi ro khác khiến DXY tăng giá cuối năm ngoái đã hạ nhiệt

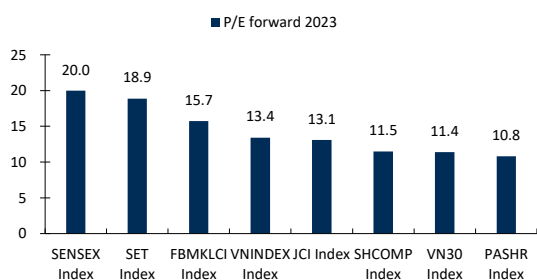
Rủi ro từ thị trường TPDN

Nhìn chung, các vấn đề của thị trường TPDN đã không còn được coi là sự kiện “Thiên Nga Đen” trong năm nay do nhà đầu tư đã có sự chuẩn bị từ trước, các tác động về mặt tâm lý được giảm thiểu tối đa và sẽ không gây ra các cú shock như trong năm 2022. Trên thực tế, một số sự kiện chậm trả lãi và gốc đã diễn ra từ cuối 2022 đến nay với quy mô không nhỏ nhưng tác động lên thị trường chung là không đáng kể. Dù vậy, các tác động về mặt dòng tiền, sự ổn định vĩ mô vẫn rất đáng chú ý nếu xảy ra sự đổ vỡ lớn và có ảnh hưởng đến hoạt động của hệ thống ngân hàng, tương tự như sự kiện Vạn Thịnh Phát - SCB.

Rủi ro suy thoái tại Mỹ

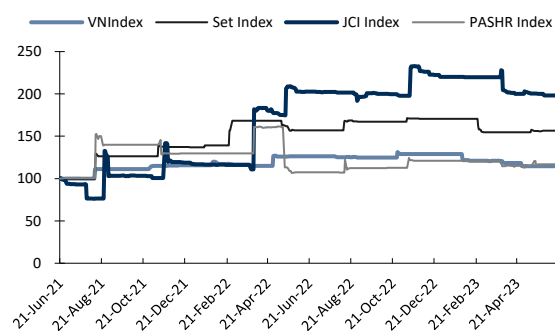
Một trong số các rủi ro lớn nhất mà TTCK Việt Nam sẽ phải tiếp tục đối mặt trong giai đoạn nửa cuối năm đó là việc mặt bằng lãi suất tại Mỹ duy trì ở mức cao đang làm gia tăng rủi ro suy thoái tại Mỹ nói riêng và thế giới nói chung. Thống kê quá khứ cho thấy tại đầu mỗi giai đoạn suy thoái (lạm phát và lãi suất tăng mạnh, đường cong lợi suất đảo ngược, tỷ lệ thất nghiệp bắt đầu tăng mạnh), TTCK Mỹ thường tiếp tục trải qua một nhịp giảm điểm mạnh và chỉ bắt đầu tạo đáy sau khi lãi suất liên bang tạo đỉnh từ 5-12 tháng. Theo đó, kinh tế của Việt Nam cũng như TTCK sẽ ít nhiều chịu ảnh hưởng tiêu cực từ dòng vốn đầu tư sụt giảm, xuất khẩu suy yếu và kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết kém khả quan

Biểu đồ 5. P/E forward 2023 các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Biến động EPS nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chúng tôi đưa ra mức điểm hợp lý cho VNINDEX là 1,240 với P/E mục tiêu là 15.5

Dựa vào phân tích và đánh giá 4 yếu tố định hình xu hướng TTCK Việt Nam ở trên (xem chi tiết ở các phần sau của báo cáo), chúng tôi giữ nguyên dự báo chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2023 lên 1,240 điểm như trong báo cáo chiến lược năm 2023. Trong đó, chúng tôi giảm mạnh dự phóng tăng trưởng lợi nhuận bình quân các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX từ 5% xuống 0.5% (phản ánh sự suy giảm rõ nét hơn trong hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trước số liệu Q1 gây thất vọng, kết hợp với nền tảng vĩ mô yếu), tuy nhiên đồng thời tăng mạnh dự phóng vùng P/E hợp lý của chỉ số VNIndex từ 14.3 lần lên 15.5 lần (phản ánh kỳ vọng vào tác động mạnh hơn của yếu tố giảm lãi suất lên TTCK).

Một số yếu tố tiềm ẩn rủi ro tác động lên dự phóng của chúng tôi bao gồm: áp lực tỷ giá quay trở lại khiến lãi suất tăng trở lại, suy thoái kinh tế toàn cầu, xuất hiện sự đổ vỡ lớn trên thị trường TPDN (tương tự Vạn Thịnh Phát – SCB).

II. Hoạt động kinh doanh

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX năm 2023 đạt 0.5% YoY (giảm so với mức 5% trong báo cáo gần nhất)

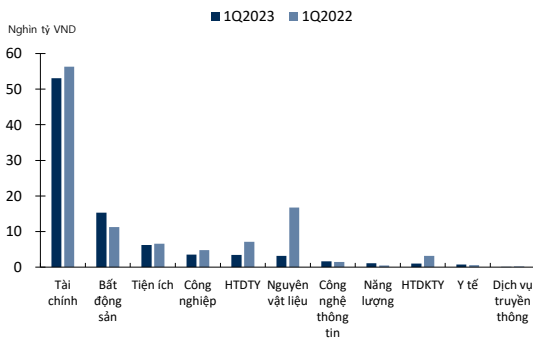
Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng EPS toàn thị trường từ 5% ở báo cáo chiến lược gần nhất xuống còn 0.5% so với cùng kỳ 2022 (Biểu đồ 10), sau khi số liệu 1Q công bố cho thấy sự suy yếu mạnh hơn ước tính trong hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp. Thêm vào đó, chúng tôi cho rằng bối cảnh vĩ mô trong nước sẽ chỉ thực sự khởi sắc từ quý 4, trong khi quý 2 và quý 3 sẽ tiếp tục ảm đạm và đối diện với nhiều rủi ro khiến hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp tiếp tục kém khả quan do: (1) sức mua và nhu cầu tiêu thụ hàng hóa ở thị trường nội địa lẫn quốc tế đều giảm đáng kể; (2) dòng vốn đầu tư từ nước ngoài chậm lại do tình hình suy thoái, lạm phát từ các nền kinh tế lớn; (3) thị trường bất động sản trong nước chững lại, rủi ro đáo hạn TPDN tập trung trong quý 2 và quý 3; (4), rủi ro nợ xấu ngân hàng gia tăng áp lực trích lập dự phòng; và (5), gánh nặng chi phí lãi vay ở mức cao so với cùng kỳ dù mặt bằng lãi suất đã hạ nhiệt từ mức nền cao cuối 2022.

Nhóm ngành chịu ảnh hưởng tiêu cực nhất là nguyên vật liệu (với EPS dự phóng -31% yoy) do tình hình khó khăn chung của ngành xây dựng trước những vướng mắc về pháp lý và môi trường tín dụng bị siết chặt. Theo sau là ngành Bất động sản (-8% yoy) diễn biến kém khả quan khi đang bước vào giai đoạn tái cơ cấu, bất chấp việc 2 doanh nghiệp đầu ngành VIC và VHM có kết quả vượt trội trong

quý 1.

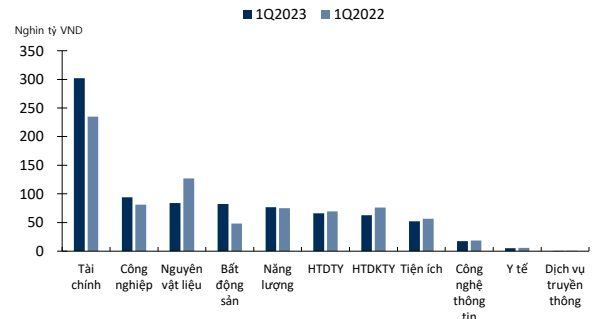
Ở chiều ngược lại, các ngành được dự báo dẫn dắt xu hướng tăng trưởng là ngành Năng lượng (+79% yoy) dựa vào triển vọng KQKD tích cực của PLX; ngành Công nghiệp (+62% YoY) dựa vào triển vọng hồi phục dịch vụ vận tải dựa vào nhu cầu du lịch, đi lại đối với HVN và VJC; ngành công nghệ thông tin duy trì tăng trưởng ổn định (+10%) và được dẫn dắt bởi mã đầu ngành FPT; Riêng đối với ngành tài chính (+9% yoy), dù được dự báo vẫn tăng trưởng tích cực hơn so với thị trường chung, tuy nhiên thực tế đã giảm mạnh so với mức tăng 20.9% yoy của năm 2022 và phản ánh các rủi ro gia tăng ở nhóm ngành ngân hàng trước áp lực gia tăng trích lập dự phòng.

Biểu đồ 7. Lợi nhuận Q1 2023 so với cùng kỳ



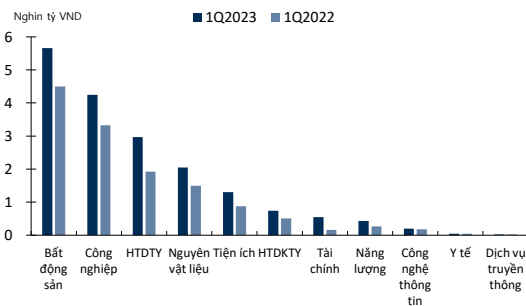
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 8. Doanh thu Q1 2023 so với cùng kỳ



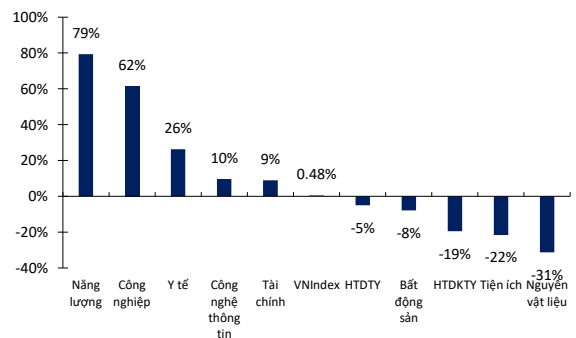
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 9. Chi phí lãi vay Q1 2023 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 10. Dự phóng tăng trưởng dự phóng EPS 2023 các ngành so với năm 2022



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tổng doanh thu các doanh nghiệp trên sàn HSX tăng trưởng nhẹ trong quý 1/2023 so với cùng kỳ. Tuy nhiên, lợi nhuận vẫn tiếp nối đà suy giảm

Nhìn lại KQKD 1Q, tổng doanh thu của các doanh nghiệp trên sàn HSX tăng trưởng nhẹ 6.3% YoY trong quý 1. Đóng góp phần lớn vào mức tăng vẫn tiếp tục là nhóm ngành Tài chính (+29% YoY), dẫn đầu bởi các ngân hàng quốc doanh vốn hoá lớn. Mặc dù hầu hết các doanh nghiệp Bất động sản đều có diễn biến kết quả kinh doanh giữ nguyên hoặc sụt giảm mạnh trong quý 1/2023, doanh thu của VIC (+113% YoY) và VHM (+228% YoY) đã tác động mạnh đến doanh thu toàn ngành, giúp cho nhóm BĐS có mức tăng trưởng 72% so với cùng kỳ. Nhóm Công nghiệp cũng có sự hồi phục tốt (+16% YoY) với tỷ trọng lớn nhất từ VJC (+185% YoY) và HVN (+102% YoY) nhờ nhu cầu đi lại hồi phục so với thời điểm đầu năm 2022 vẫn đang giãn cách. Các nhóm ngành còn lại đều cho thấy kết quả kinh doanh kém

tích cực, trong đó đặc biệt có nhóm ngành Nguyên vật liệu (-34% YoY) và Dịch vụ truyền thông (-60% YoY).

Lợi nhuận quý 1/2023 toàn thị trường giảm 18% so với cùng kỳ. Ngoại trừ nhóm Bất động sản, Năng lượng và Y tế có mức tăng trưởng lợi nhuận tốt, lần lượt là (+36% YoY), (+118% YoY) và (+31% YoY), thì hầu hết các lĩnh vực khác đều có mức lợi nhuận kém hơn so với cùng kỳ 2022, đặc biệt có nhóm ngành Nguyên vật liệu (-81% YoY; chủ yếu ảnh hưởng bởi HPG, GVR, DPM), Hàng tiêu dùng không thiết yếu (-68% YoY; chủ yếu ảnh hưởng bởi MWG), Hàng tiêu dùng thiết yếu (-52% YoY; chủ yếu ảnh hưởng bởi VNM, MSN). Nguyên nhân chính đến từ: (1) nhu cầu tiêu thụ nội địa lẫn xuất khẩu đều diễn biến tiêu cực; (2) chi phí lãi vay cao bào mòn lợi nhuận các doanh nghiệp vay nợ nhiều.

III. Các yếu tố định hình xu hướng TTCK 2H 2023

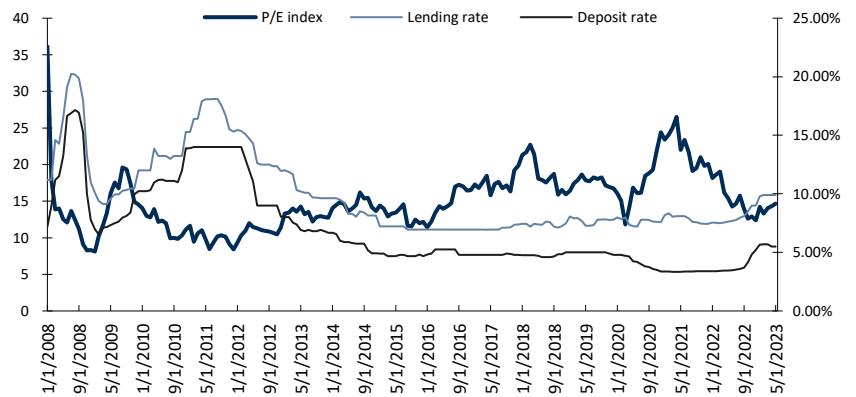
1. Xu hướng lãi suất của nền kinh tế

Sự tương quan tương đối chặt chẽ giữa Lãi suất và P/E VNINDEX

Đồ thị 11 cho thấy sự tương quan chặt chẽ giữa biến động TTCK Việt Nam (thể hiện qua chỉ số P/E của VNIndex) với mặt bằng lãi suất huy động và cho vay trong nền kinh tế. Sự tương quan này thể hiện rõ ở 2 giai đoạn:

- Giai đoạn 1, từ 2008 đến 2013, sự biến động mạnh của mặt bằng lãi suất dưới các nhân tố như suy thoái kinh tế toàn cầu, lạm phát, bong bóng bất động sản... đã tác động mạnh khiến TTCK Việt Nam biến động mạnh theo chiều ngược lại. Thời điểm cuối năm 2007 khi lãi suất xuống đáy, P/E thị trường đạt đỉnh ở ngưỡng quanh 40 lần, trước khi lao dốc mạnh và chạm đáy trên 8 lần năm 2011, tương ứng thời điểm lãi suất đạt đỉnh.
- Giai đoạn 2, từ 2020 cho đến nay, sự biến động mạnh ở mặt bằng lãi suất dưới tác động của các yếu tố bất thường như Covid-19, khủng hoảng TPDN, SCB, lạm phát toàn cầu, FED tăng lãi suất... đã tác động mạnh lên biến động TTCK. Trong đó, chỉ số VNIndex đạt đỉnh giai đoạn đầu 2022 khi lãi suất quanh vùng đáy, và giảm dần cho đến khi tạo đáy vào tháng 10/2022 khi lãi suất gần đỉnh. Với diễn biến giảm của mặt bằng lãi suất đang diễn ra, chỉ số VNIndex đang có xu hướng hồi phục kéo dài cho đến thời điểm hiện tại.
- Riêng giai đoạn từ 2013-2019, mặt bằng lãi suất diễn biến ổn định nên ít có tác động lên TTCK

Biểu đồ 11. Tương quan lãi suất huy động và cho vay của 4 SOBs với P/E VNINDEX



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

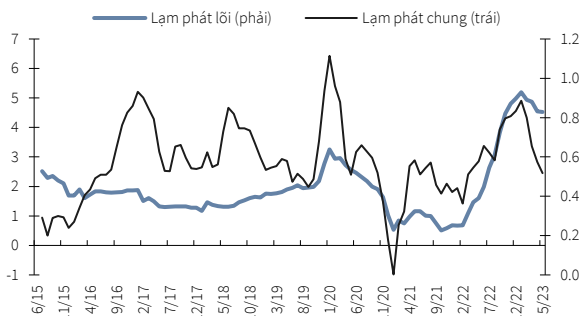
Mặt bằng lãi suất huy động và cho vay sẽ tiếp tục xu hướng giảm từ nay đến cuối năm dù dư địa giảm mạnh không còn nhiều

Chúng tôi dự báo lãi suất huy động sẽ tiếp tục xu hướng giảm từ nay đến cuối năm, với mức lãi suất huy động bình quân 12 tháng của các ngân hàng thương mại về quanh mức 6.7% (giảm 1.3% so với đầu năm, và giảm 0.25% so với thời điểm hiện tại). Lãi suất cho vay, dù có độ trễ (do chi phí huy động vốn của ngân hàng cần thời gian để hạ, rủi ro nợ xấu khi nền kinh tế suy yếu, nhu cầu tín dụng thấp), tuy nhiên cũng sẽ có xu hướng giảm là chủ đạo với mức giảm so với đầu năm 2023 ở mức 1% - 1.3%.

Các yếu tố khách quan và chủ quan hỗ trợ xu hướng giảm của mặt bằng lãi suất

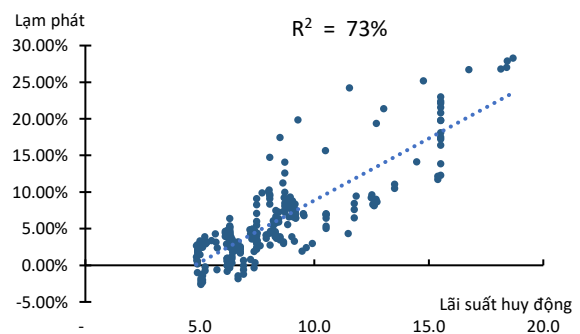
- i) **Chúng tôi dự báo CPI của Việt Nam năm 2023 ở mức 3.25% YoY** - kiểm soát tốt trong mục tiêu 4.5% của Quốc hội sẽ là cơ sở để lãi suất huy động giảm trong thời gian tới. Lạm phát đã có xu hướng hạ nhiệt từ đầu năm đến nay (Biểu đồ 12) với lạm phát tháng 5 tăng 2.43% YoY, giảm so với mức đỉnh 4.9% YoY vào tháng 1/2023. Tuy nhiên, do nền kinh tế đang phục hồi chậm, tiêu dùng nội địa yếu, cùng với những yếu tố khác như giá lợn bình ổn, giá nguyên vật liệu hạ nhiệt, lạm phát sẽ chưa gây ra nhiều áp lực trong thời gian tới. Bên cạnh đó, mô hình tương quan cho thấy với mỗi 1% giảm của lạm phát kéo theo mức giảm 0.43% của lãi suất huy động. (Biểu đồ 13)

Biểu đồ 12. Lạm phát và lạm phát cơ bản (%YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

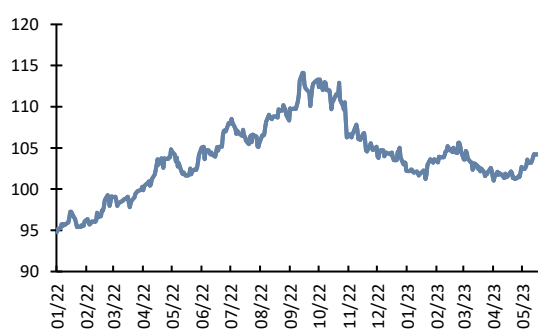
Biểu đồ 13. Tương quan lãi suất huy động 12 tháng và lạm phát bình quân, từ 2000 - 2022



Nguồn: SBV, KBSV

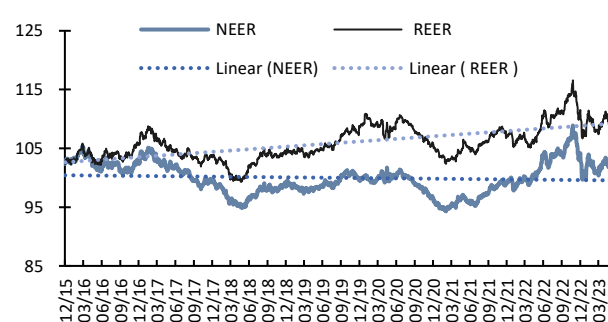
- ii) **Tỷ giá diễn biến thuận lợi** trong bối cảnh FED đang bước vào giai đoạn cuối của chu kỳ tăng lãi suất. FED đã giữ nguyên lãi suất trong cuộc họp tháng 6, và dù có khả năng có thêm 1 đến 2 đợt tăng lãi suất nữa, chúng tôi cho rằng ít có khả năng động thái này khiến chỉ số DXY (đo lường sức mạnh đồng USD với rổ tiền tệ) bật tăng mạnh mẽ, gây áp lực lên tỷ giá trong nước như được chứng kiến vào quý IV năm ngoái. Ở chiều ngược lại, nếu tỷ giá diễn biến thuận lợi, kết hợp với nguồn ngoại tệ từ xuất siêu, kiều hối, FDI hay các thương vụ bán vốn cho nhà đầu tư nước ngoài, NHNN có thể sẽ tiếp tục hoạt động mua vào dự trữ ngoại hối trong nửa cuối năm góp phần hạ nhiệt lãi suất.

Biểu đồ 14. US Dollar Index



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 15. NEER và REER (điểm)



Nguồn: SBV, KBSV

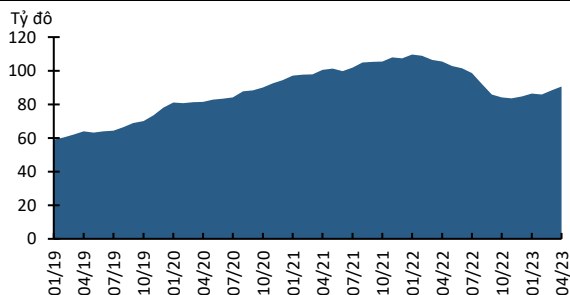
- iii) **Các chính sách nới lỏng tiền tệ của NHNN hay tài khóa của Chính phủ** liên tục được ban hành như việc 4 lần hạ lãi suất điều hành, mua vào dự trữ ngoại hối, ban hành các gói ưu đãi hỗ trợ lãi suất, ban hành thông tư 02 và 03, đẩy mạnh giải ngân đầu tư công... kỳ vọng góp phần kéo giảm mặt bằng lãi suất. Trong đó, chúng tôi đánh giá cao việc NHNN mua vào DTNH với tổng giá trị hơn 6 tỷ USD trong 6 tháng đầu năm (Biểu đồ 16) qua đó phần nào giúp giải toả áp lực căng thẳng thanh khoản như được chứng kiến thời điểm cuối 2022. (Biểu đồ 17)

Bảng 1. Các mức giảm lãi suất chính sách hiệu lực từ 25/5/2023

	Cũ	Mới
Lãi suất tái cấp vốn	5.5%	5%
Lãi suất tái chiết khấu	3.5%	3.5%
Lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của NHNN đối với TCTD	6%	5.5%
Lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng	5.5%	5%
Lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng VND của Quỹ tín dụng nhân dân và Tổ chức tài chính vi mô	6%	5.5%

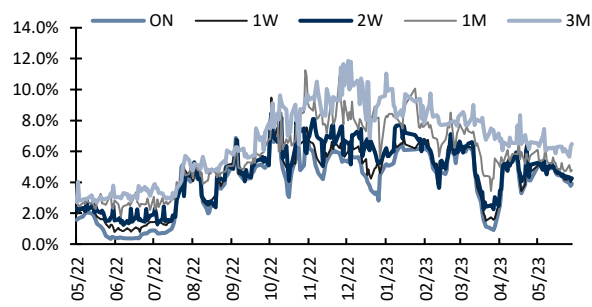
Nguồn: SBV, KBSV

Biểu đồ 16. Dự trữ ngoại hối



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 17. Lãi suất liên ngân hàng các kỳ hạn

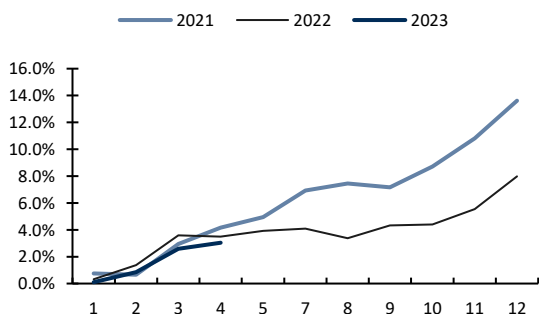


Nguồn: Fingroup, KBSV

iv)

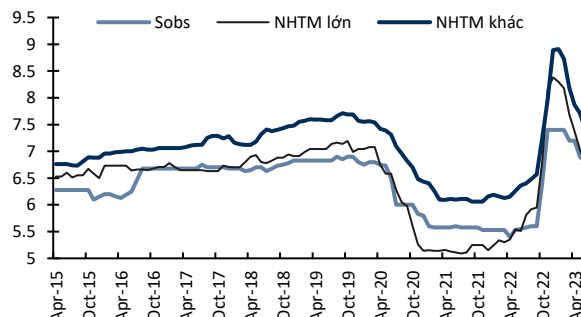
Tăng trưởng tín dụng ở mức thấp kỷ lục, (Biểu đồ 18) tính đến hết tháng 4 chỉ đạt 3% so với đầu năm và nhiều khả năng tăng trưởng cả năm sẽ cách xa mục tiêu 14% - 15% của NHNN đưa ra. Trong bối cảnh mặt bằng lãi suất huy động đã giảm mạnh kể từ đầu năm (Biểu đồ 19), kéo theo chi phí vốn các ngân hàng được kéo giảm (đặc biệt khi các khoản vay lãi suất cao cuối năm ngoái đáo hạn), các ngân hàng có động lực để hạ lãi suất cho vay nhằm thu hút khách hàng vay mới (dù cũng cần cân đối với yếu tố rủi ro tín dụng trong bối cảnh kinh tế suy yếu).

Biểu đồ 18. Tăng trưởng tín dụng (%YTD)



Nguồn: SBV, KBSV

Biểu đồ 19. Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng các nhóm ngân hàng

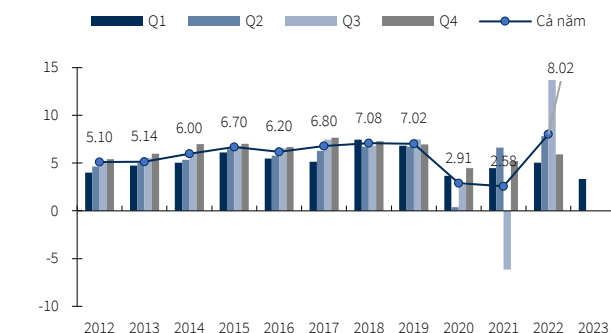


Nguồn: SBV, KBSV

Ở chiều ngược lại, rủi ro suy thoái của nền kinh tế cũng là là yếu tố chính kìm hãm đà giảm của mặt bằng lãi suất cho vay

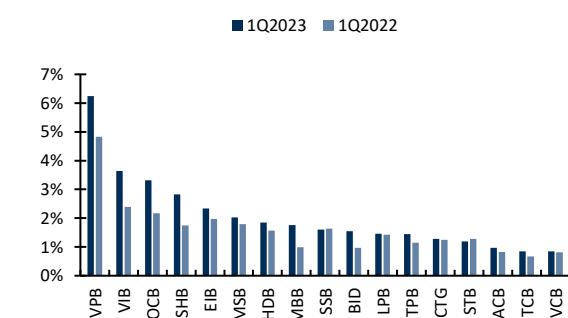
GDP quý 1 tăng thấp nhất trong hơn 10 năm (không tính giai đoạn Covid-19) (Biểu đồ 20), và dự báo tiếp tục ở mức thấp trong 2 quý tiếp theo. Số liệu TCTK cho thấy số doanh nghiệp giải thể tăng đột biến, kéo theo đó là nợ xấu các NH tăng mạnh và được dự báo tiếp tục tăng cao trong 2 quý tới (Biểu đồ 21). Thêm vào đó, sự suy yếu của thị trường BĐS, thị trường TPDN cũng làm trầm trọng thêm rủi ro tín dụng đối với hoạt động các ngân hàng. Vì vậy, các ngân hàng sẽ cần duy trì 1 mức lãi suất cho vay cao để duy trì NIM (chênh lệch lãi suất huy động và cho vay) cao, giúp bù đắp rủi ro tín dụng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng với các chính sách hỗ trợ mạnh của Chính phủ và NHNN, yếu tố này sẽ dần được cải thiện.

Biểu đồ 20. Tăng trưởng GDP Việt Nam theo quý



Nguồn: Finngroup, KBSV

Biểu đồ 21. Tỷ lệ nợ xấu các ngân hàng



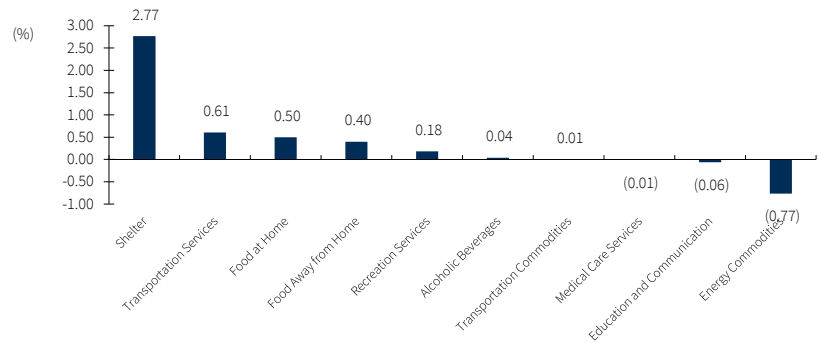
Nguồn: SBV, KBSV

2. Chính sách tiền tệ của FED

Biểu đồ dot-plot (Biểu đồ 23) trong kỳ họp tháng 6 cho thấy quan chức FED kỳ vọng sẽ có thêm 2 lần nâng lãi suất trong năm nay và cơ quan này sẽ chỉ tiến hành hạ lãi suất trong năm 2024. Tuy nhiên, theo khảo sát của CMEGroup (Biểu đồ 24), thị trường hiện đang kỳ vọng FED sẽ chỉ có thêm 1 lần nâng lãi suất vào tháng 7, trước khi đảo chiều chính sách từ tháng 11/2024. Như vậy, kỳ vọng FED sẽ sớm đảo chiều chính sách ngay trong năm nay dự kiến sẽ không xảy ra với nguyên nhân:

- (i) Số liệu việc làm tại Mỹ tiếp tục tăng trưởng tích cực với số bằng lương thuộc khu vực phi nông nghiệp tăng tháng thứ 29 liên tiếp. Thị trường lao động Mỹ đã thêm vào tổng cộng 339,000 việc làm trong tháng 5, cao hơn nhiều mức dự báo là 190,000. Bên cạnh đó, tăng trưởng tiền lương cũng đạt 4.3% so với cùng kỳ, lần đầu tiên vượt lên trên mức lạm phát trong vòng hai năm trở lại đây. Một thị trường lao động chặt chẽ cùng tiền lương tăng trưởng tích cực sẽ làm gia tăng áp lực lạm phát lên khu vực dịch vụ.
- (ii) Thị trường bất động sản tại Mỹ đang có những dấu hiệu nóng trở lại sau hơn 7 tháng giảm liên tiếp. Cụ thể, thống kê của Hiệp hội Bất động sản tại Mỹ cho thấy giá nhà trong tháng 3 và tháng 4 tăng lần 3.2 và 3.6% so với tháng trước (Biểu đồ 27), tương đồng với số liệu của S&P Case-Shiller. Số giấy phép xây dựng được cấp mới trong tháng 5 đạt 1,491,000 giấy phép, cho thấy những dấu hiệu phục hồi đáng kể từ mức thấp điểm hồi tháng 1 đầu năm (Biểu đồ 28). Với việc giá thuê nhà chiếm hơn 30% trọng số trong rổ CPI, đây là dấu hiệu tiềm ẩn nguy cơ lạm phát ở Mỹ không sớm hạ nhiệt như kỳ vọng.

Biểu đồ 22. Mức độ đóng góp của từng cấu phần trong rối loạn phát



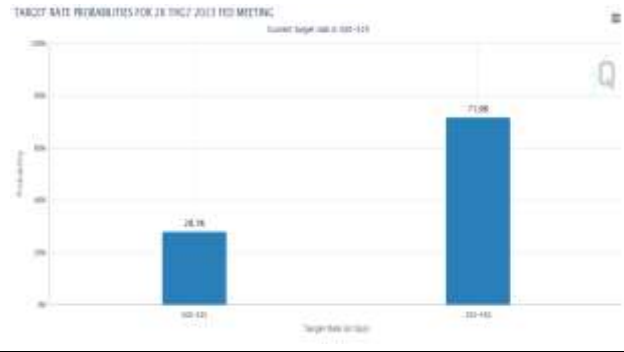
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 23. Fed Dot plot



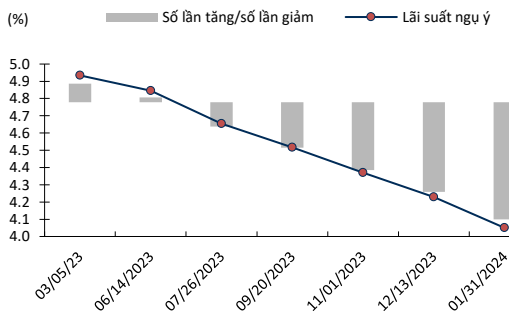
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 24. Xác suất về việc tăng lãi suất kỳ họp tháng 7 của Fed



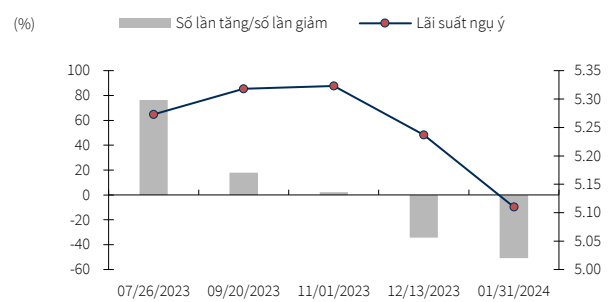
Nguồn: CME Group

Biểu đồ 25. Lãi suất ngụ ý tại 1Q2023



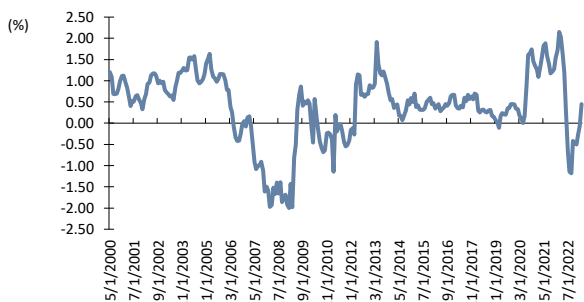
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 26. Lãi suất ngụ ý thời điểm hiện tại



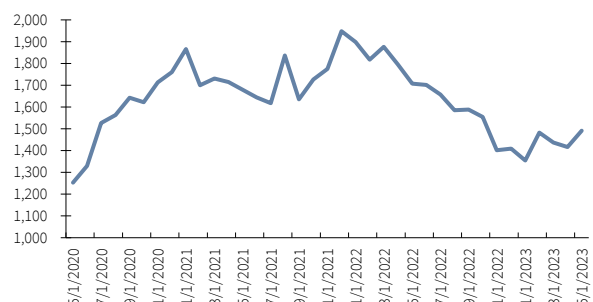
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 27. Diễn biến giá nhà tại 20 thành phố lớn (MoM)



Nguồn: S&P Case Shiller

Biểu đồ 28. Số giấy phép xây dựng cấp mới của Mỹ ('000s)



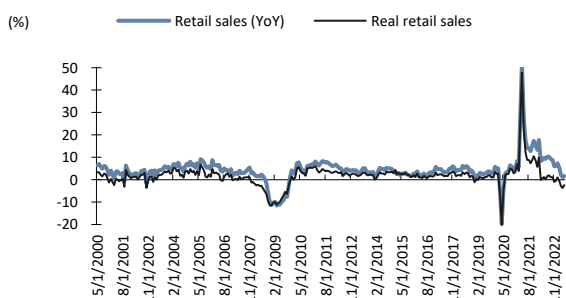
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Việc FED giữ nguyên quan điểm điều hâu sẽ gây áp lực lên chỉ số DXY, tỷ giá trong nước, qua đó thu hẹp dư địa nới lỏng chính sách của NHNN

Đối với Việt Nam, việc FED giữ nguyên quan điểm điều hâu trong phần còn lại của năm 2023 dự báo sẽ gây áp lực lên chỉ số DXY, tỷ giá trong nước, qua đó thu hẹp dư địa nới lỏng chính sách của NHNN. Trong bối cảnh áp lực lạm phát trong nước đã hạ nhiệt, chúng tôi cho rằng đây là yếu tố chính cản trở xu hướng giảm của mặt bằng lãi suất trong nền kinh tế, qua đó tiềm ẩn các rủi ro đối với TTCK. Dù vậy, chúng tôi cho rằng ít có khả năng DXY sẽ tăng mạnh trở lại như được chứng kiến giai đoạn cuối 2022 do yếu tố này đã được phản ánh, trong khi các yếu tố rủi ro khác khiến DXY tăng giá cuối năm ngoài đã hạ nhiệt (tương tự như sự đổ vỡ ở SVB, First Republic bank..., Chính phủ Mỹ vỡ nợ).

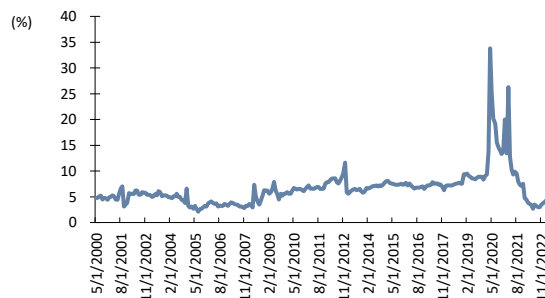
Bên cạnh đó, việc mặt bằng lãi suất Fed Fund Rate duy trì ở mức cao đã tác động tiêu cực lên các hoạt động kinh tế ở Mỹ. Doanh số bán lẻ tháng 5 tại Mỹ tăng 0.5% so với cùng kỳ, thấp hơn nhiều so với mức trung bình trong quá khứ là 4.8%. Sau khi điều chỉnh với mức lạm phát hiện tại, doanh số bán lẻ giảm 4.2% so với cùng kỳ và đánh dấu tháng sụt giảm lần thứ 6 liên tiếp (Biểu đồ 29). Con số này được đánh giá sẽ tiếp tục xấu đi trong tương lai gần khi mà tỷ lệ tiết kiệm cá nhân tiếp tục duy trì ở mức thấp (Biểu đồ 30) và tăng trưởng tín dụng tiêu dùng cũng như mức lãi suất áp dụng đang ở mức cao nhất trong vòng 20 năm trở lại đây (Biểu đồ 31 và 32). Áp lực trả lãi vay lên hộ tiêu dùng gia tăng sẽ khiến cho việc chi tiêu mua sắm các mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu bị ảnh hưởng nghiêm trọng. **Các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam thuộc nhóm ngành dệt may, thủy sản, gỗ, đá... với thị trường tiêu thụ chính là Mỹ dự kiến sẽ tiếp tục gặp khó khăn trong ngắn hạn do nhu cầu nội địa yếu khiến cho đơn hàng xuất khẩu tiếp tục sụt giảm ít nhất đến hết Quý II/2023.**

Biểu đồ 32. Doanh số bán lẻ danh nghĩa và thực tế



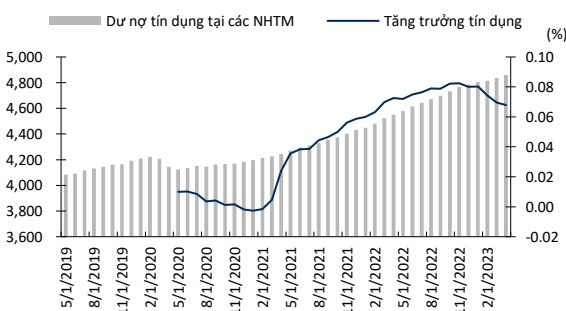
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 33. Tỷ lệ tiết kiệm cá nhân trên thu nhập khả dụng



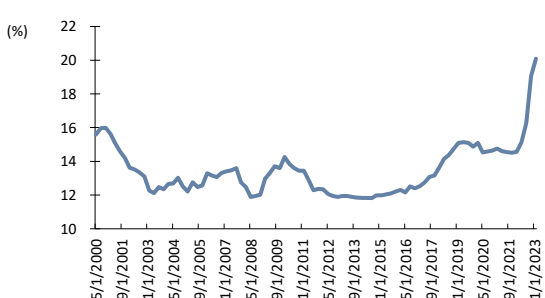
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 34. Dư nợ và tăng trưởng tín dụng cho vay tiêu dùng



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 35. Mức lãi suất áp dụng cho vay tiêu dùng



Nguồn: Bloomberg, KBSV

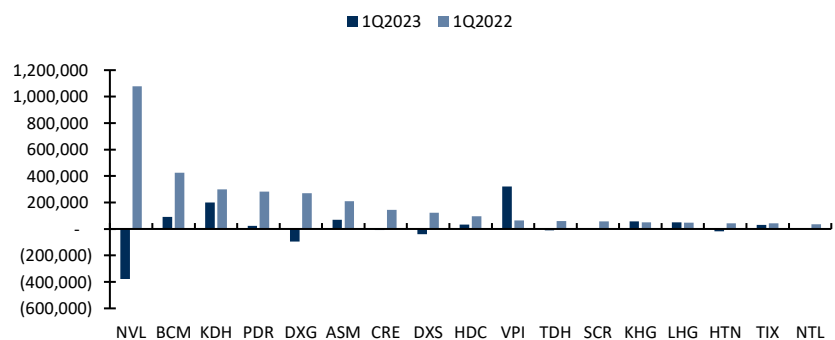
3. Rủi ro từ thị trường TPDN

Tác động của thị trường TPDN lên TTCK thời gian qua

Những khó khăn của thị trường TPDN trong thời gian vừa qua vẫn là một yếu tố rủi ro gây ảnh hưởng lớn tới TTCK Việt Nam, nguyên nhân chủ yếu do:

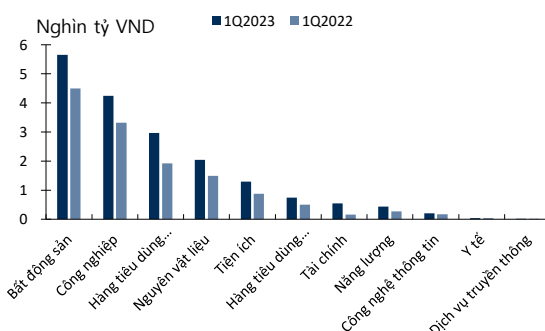
- (i) Tình trạng chậm trả nợ trái phiếu của số lượng lớn các DN khiến rủi ro nợ xấu gia tăng, gây áp lực lên chi phí trích lập của hệ thống ngân hàng (biểu đồ 35). Theo đó, lãi suất cho vay của các NH duy trì ở mức cao bất chấp nỗ lực hạ lãi suất điều hành của NHNN. Bên cạnh đó, những khó khăn trên thị trường TPDN cũng khiến thanh khoản tắc nghẽn, đặc biệt ở nhóm doanh nghiệp bất động sản. Tất cả các yếu tố trên đã phản ánh vào chi phí lãi vay của các DN niêm yết khi tăng mạnh ở mức 37% YoY trong quý 1 (biểu đồ 34), từ đó kéo theo kết quả kinh doanh kém khả quan, đặc biệt ở các DN BĐS khi lợi nhuận quý I/2023 giảm 24% YoY (nếu loại trừ đột biến ở VIC, VHM).
- (ii) Từ sau sự kiện Tân Hoàng Minh, Vạn Thịnh Phát diễn ra vào tháng 4 và tháng 9 năm 2022 kéo theo sự sụp đổ của TTCK, yếu tố này tiếp tục tác động tiêu cực lên tâm lý nhà đầu tư trong nước, đặc biệt trong bối cảnh cao điểm đảo hạn TPDN diễn ra từ tháng 6 - tháng 9 năm nay.

Biểu đồ 33. DN BĐS niêm yết - lợi nhuận Q1 2023 so với cùng kỳ



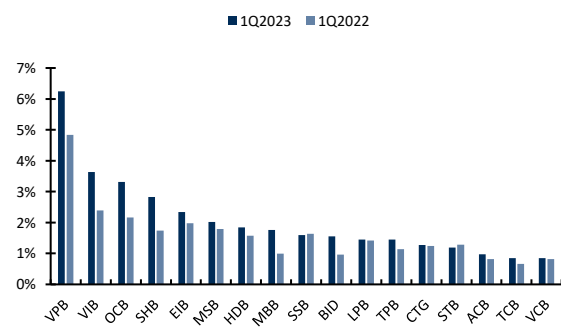
Nguồn: FiinPro, KBSV

Biểu đồ 34. Chi phí lãi vay Q1 2023 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 35. Tỷ lệ nợ xấu ngân hàng Q1 2023 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tổng giá trị TPDN chậm trả gốc, lãi công bố trong năm 2023 ở mức 61 nghìn tỷ, chiếm 5.7% giá trị TPDN đang lưu hành

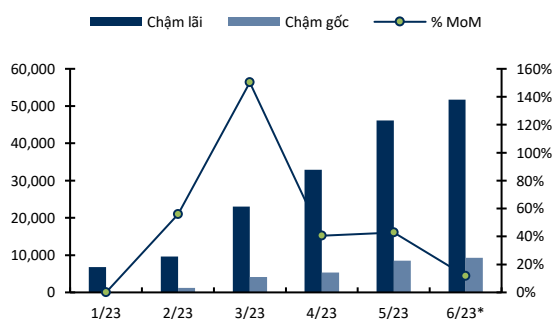
Tính từ đầu năm đến ngày 14/6, chúng tôi ước tính tổng giá trị TPDN chậm trả gốc, lãi ở mức 61 nghìn tỷ, chiếm 5.7% giá trị TPDN đang lưu hành. Trong đó bao gồm 9.3 nghìn tỷ TPDN đã đáo hạn không trả được gốc, còn lại là 51.8 nghìn tỷ TP chưa đến hạn nhưng chậm thanh toán lãi. Lượng TP chậm trả bắt đầu tăng cao đột biến từ tháng 3 đến nay và vẫn chưa có xu hướng chậm lại (biểu đồ 36). Xét về cơ cấu các ngành, bất động sản chiếm tỷ trọng lớn nhất với 71% tổng giá trị TPDN chậm trả nợ, ghi nhận mức 42.4 nghìn tỷ. Nhóm tài chính bao gồm các tổ chức tín dụng và kinh doanh chứng khoán không ghi nhận lô TP nào chậm trả.

Áp lực đáo hạn căng thẳng nhất vào quý 3/2023, tăng 26% QoQ

Dự tính sẽ có khoảng 150.6 nghìn tỷ đồng TPDN đáo hạn vào nửa cuối năm 2023. Trong đó, lượng trái phiếu đáo hạn tập trung vào quý 3 với 91.8 nghìn tỷ, tăng 26% so với quý liền trước. Áp lực đáo hạn sau đó hạ nhiệt trong vòng 2 tháng trước khi tăng mạnh trở lại lên mức 30.6 nghìn tỷ vào tháng cuối năm 2023. Nhóm BĐS tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất, đạt 63.3 nghìn tỷ đồng và chiếm 42% tổng giá trị đáo hạn trong 6 tháng cuối năm.

Tổng hợp thông tin từ HNX, chúng tôi ước tính có khoảng 13 DN phi ngân hàng có giá trị TP đáo hạn trên 3 nghìn tỷ trong nửa cuối năm 2023 (biểu đồ 39). Điểm đáng chú ý là trong số những DN trên có đến 12 DN bất động sản và 11 DN chưa niêm yết, cho thấy rủi ro vỡ nợ là vô cùng căng thẳng trong giai đoạn này. Trong đó, Tập đoàn An Đông thuộc Vạn Thịnh Phát dẫn đầu giá trị trái phiếu đáo hạn với gần 15 nghìn tỷ. Do đây là những lô TP liên quan đến vi phạm đã bị phát hiện vào năm ngoái của ban lãnh đạo công ty nên rủi ro được đánh giá là rất cao. Các tổ chức phát hành khác cũng nằm trong danh sách bao gồm Tập đoàn Novaland (9.2 nghìn tỷ), CTCP Dịch vụ - Thương mại Thành phố Hồ Chí Minh (3.7 nghìn tỷ) và CTCP Hưng Thịnh Land (3.6 nghìn tỷ) thời gian qua cũng liên tục thông báo về tình trạng chậm thanh toán lãi, gốc trái phiếu. Nhìn chung, với triển vọng kinh doanh không mấy khả quan của ngành BĐS nói chung, các DN này sẽ khó có thể hoàn thành nghĩa vụ đáo hạn trong thời gian tới.

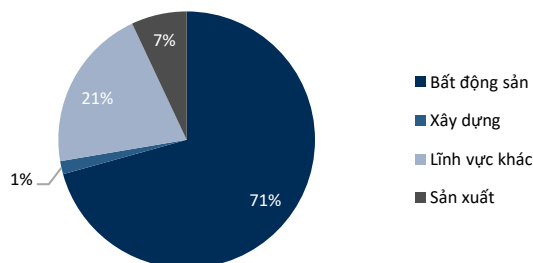
Biểu đồ 36. Lũy kế giá trị TPDN chậm trả gốc, lãi năm 2023



Nguồn: HNX, KBSV

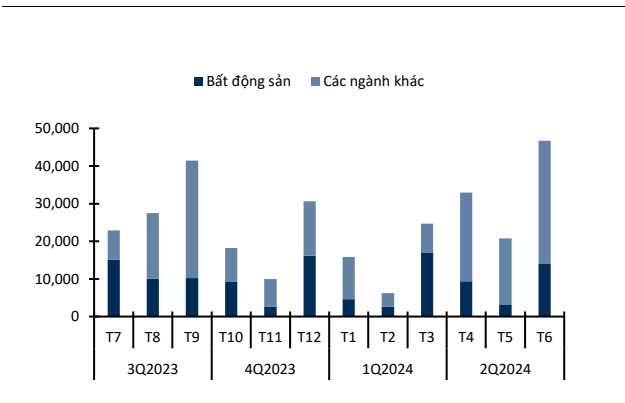
*Số liệu tính đến ngày 14/6/2023

Biểu đồ 37. Cơ cấu ngành TPDN chậm trả gốc, lãi năm 2023



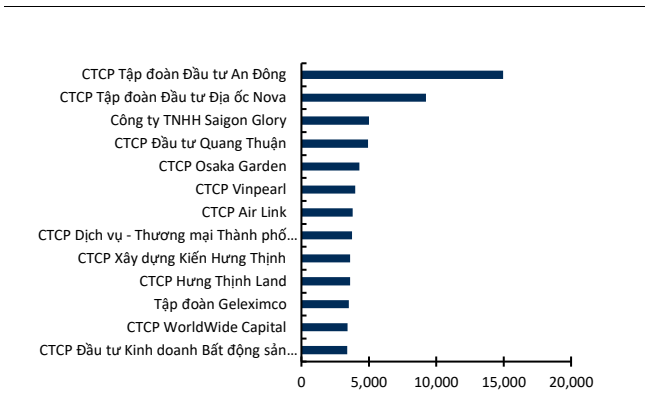
Nguồn: HNX, KBSV

Biểu đồ 38. Giá trị TPDN đáo hạn



Nguồn: HNX, KBSV

Biểu đồ 39. Các DN phi ngân hàng có giá trị TPDN đáo hạn lớn nhất vào nửa cuối năm 2023



Nguồn: HNX, KBSV

Tác động của thị trường TPDN lên TTCK trong thời gian tới

Nhìn chung, các vấn đề của thị trường TPDN đã không còn được coi là sự kiện “Thiên Nga Đen” trong năm nay do nhà đầu tư đã có sự chuẩn bị từ trước, các tác động về mặt tâm lý được giảm thiểu tối đa và sẽ không gây ra các cú shock như trong năm 2022. Trên thực tế, một số sự kiện chậm trả lãi và gốc đã diễn ra từ cuối 2022 đến nay với quy mô không nhỏ nhưng tác động lên thị trường chung là không đáng kể. Dù vậy, các tác động về mặt dòng tiền, sự ổn định vĩ mô vẫn rất đáng chú ý nếu xảy ra sự đổ vỡ lớn và có ảnh hưởng đến hoạt động của hệ thống ngân hàng, tương tự như sự kiện Vạn Thịnh Phát - SCB.

Bên cạnh đó, một số yếu tố hỗ trợ khác cũng đã xuất hiện và tác động tích cực lên thị trường TPDN nói chung và ngành BĐS nói riêng như: i) DN dễ đàm phán với trái chủ hơn nhờ các biện pháp hỗ trợ của Chính phủ; ii) Các chính sách hỗ trợ thị trường TPDN được ban hành ở NĐ08 và thông tư 02,03; iii) Mặt bằng lãi suất giảm (dù có độ trễ), giúp phần nào giảm áp lực trả lãi vay từ đó hỗ trợ phục hồi hoạt động sản xuất kinh doanh cho các DN.

Dù hiện tại chúng tôi chưa nhìn thấy rủi ro xuất hiện 1 cú shock lớn nào ở thị trường TPDN có thể tác động mạnh đến hoạt động của hệ thống ngân hàng, sự ổn định vĩ mô, cũng như TTCK (tương tự sự kiện Vạn Thịnh Phát - SCB). Tuy nhiên, với quy mô đáo hạn lớn và việc mất khả năng thanh toán đang dần được bộc lộ rõ nét, nợ xấu ngân hàng được dự báo tiếp tục gia tăng, gây áp lực lên chi phí dự phòng, lợi nhuận ngành ngân hàng, mặt bằng lãi suất cho vay và qua đó tác động tiêu cực kiềm hãm đà hồi phục của TTCK.

4. Rủi ro suy thoái tại Mỹ

Một trong số các rủi ro lớn nhất mà TTCK Việt Nam sẽ phải tiếp tục đối mặt trong giai đoạn nửa cuối năm đó là việc mặt bằng lãi suất Mỹ duy trì ở mức cao đang làm gia tăng rủi ro suy thoái tại Mỹ nói riêng và thế giới nói chung. Tính đến thời điểm cuối quý 2/2023, xác suất xảy ra suy thoái theo khảo sát của Bloomberg trong 12 tháng tới lên đến 60% (tăng 10 điểm phần trăm so với lần khảo sát trước) (Biểu đồ 42, 43). Đường cong lợi suất trái phiếu kho bạc Mỹ cũng đang đảo ngược và để ngỏ rủi ro suy thoái xảy ra trong vòng 12-18 tháng tới. Bên cạnh đó, đây cũng là lần đầu tiên sau 40 năm, lợi suất trái phiếu 10 năm và 2 năm của Mỹ có mức độ chênh lệch đến 100 điểm.

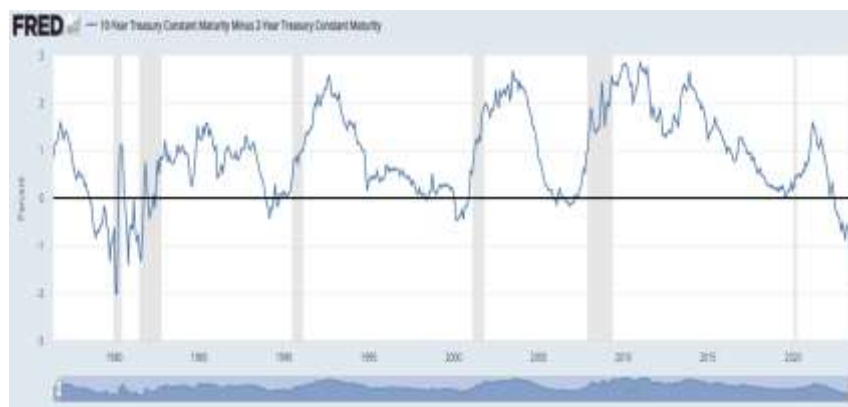
Quan sát diễn biến trong các lần xảy ra suy thoái giai đoạn 1954-1985, các nhịp

giảm của TTCK Mỹ thường được chia thành 2 pha.

- Pha đầu tiên là khi lạm phát tăng mạnh khiến cho FED phải siết chặt chính sách tiền tệ để đối phó; TTCK phản ứng tiêu cực và giảm điểm mạnh, **tương đồng với nhịp lao dốc trong năm 2022.**
- Pha thứ hai là khi mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao và trong một khoảng thời gian dài. Những tác động của việc tăng lãi suất (và siết chặt định lượng) dần thẩm thấu vào trong nền kinh tế và bắt đầu xuất hiện những tín hiệu suy giảm về tăng trưởng. Lợi nhuận của các doanh nghiệp bắt đầu giảm mạnh (Biểu đồ 41), tỷ lệ thất nghiệp dần tăng lên. **TTCK theo đó sẽ tiếp tục giảm mạnh và thường sẽ tạo đáy sau khi lãi suất tạo đỉnh từ 6-12 tháng (Biểu đồ 44).**

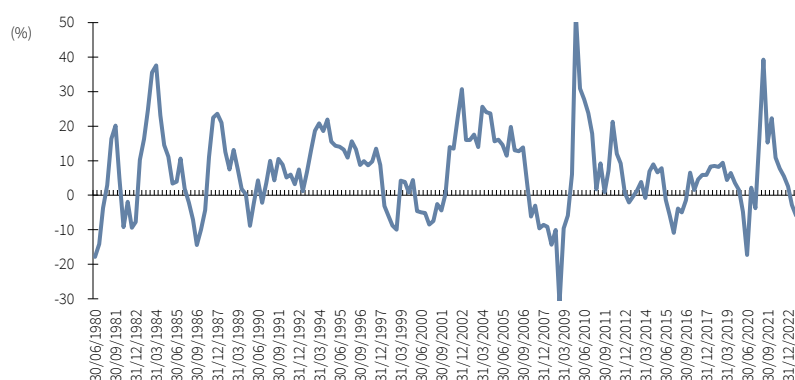
Nền kinh tế thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng cũng như TTCK sẽ ít nhiều chịu ảnh hưởng tiêu cực từ dòng vốn đầu tư toàn cầu sụt giảm, xuất khẩu suy yếu và kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết kém khả quan.

Biểu đồ 40. Chênh lệch lợi suất trái phiếu 10 năm và 2 năm của Mỹ



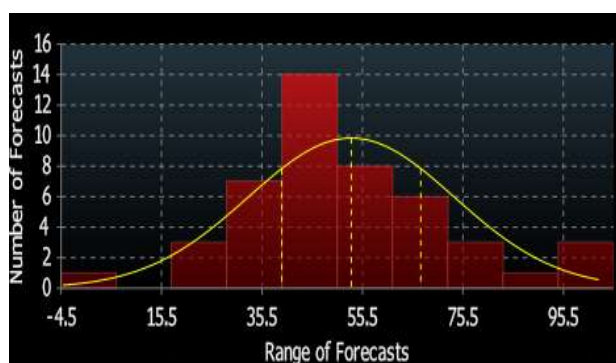
Nguồn: fred.stlouisfed.org

Biểu đồ 41. Tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp tại Mỹ



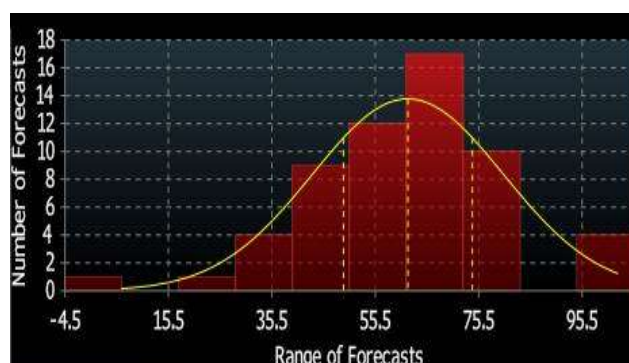
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 42. Xác suất suy thoái trong 12 tháng tới (12/09/2022)



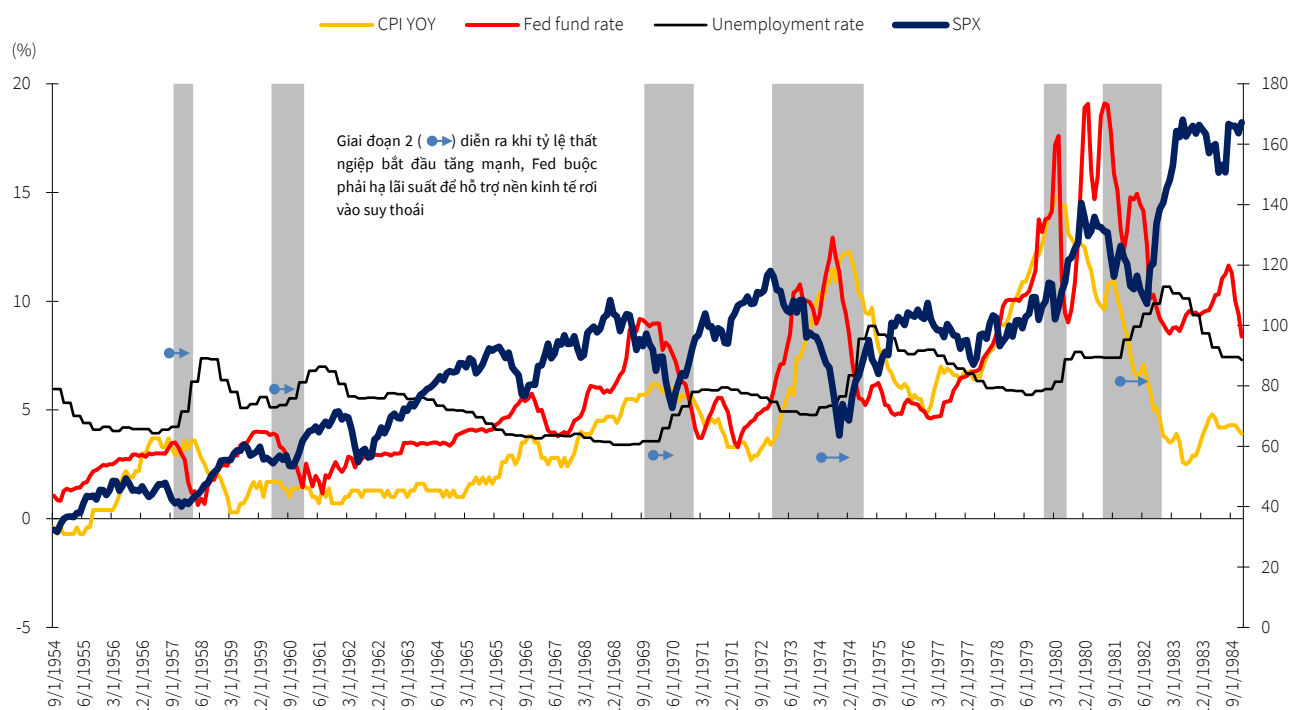
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 43. Xác suất suy thoái trong 12 tháng tới (23/06/2023)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 44. Diễn biến chỉ số S&P 500, lãi suất liên bang Mỹ, lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp trong giai đoạn 1954-1984



Nguồn: Bloomberg, KBSV

* Vùng bôi đậm là thời điểm Mỹ xảy ra suy thoái

Ở thời điểm hiện tại, xu hướng hạ nhiệt của lạm phát, dù vẫn đang ở mức cao, cùng sự vững vàng của kinh tế Mỹ (tỷ lệ thất nghiệp thấp 3.7%, GDP quý 1 tăng trưởng mạnh 2% QoQ, doanh số bán lẻ tăng 0.3% MoM) đang ủng hộ kịch bản 1 cuộc hạ cánh mềm (hay suy thoái nhẹ) sẽ xảy ra, và tác động đến TTCK Việt Nam sẽ không quá lớn. Dù vậy, có 1 số yếu tố rủi ro có thể khiến lạm phát tại Mỹ không sớm hạ nhiệt nhanh như kỳ vọng, FED buộc phải tiếp tục duy trì chính sách điều hòa và đẩy kinh tế Mỹ rơi vào suy thoái trầm trọng:

- Những biến động địa chính trị xảy ra tại Nga trong những tuần gần đây đang tiềm ẩn rủi ro gây ra một cú shock về nguồn cung đối với dầu mỏ và khiến cho giá dầu tăng mạnh trong thời gian tới trong bối cảnh các quốc gia thuộc nhóm OPEC tiến hành cắt giảm sản lượng cũng như chi phí thăm dò và khai thác mỏ dầu mới đang ngày càng trở nên tốn kém;

- Căng thẳng Trung Quốc – Đài Loan và việc chính phủ Mỹ dự kiến ban hành lệnh cấm xuất khẩu chip sang Trung Quốc có thể là khởi đầu của một cuộc chiến tranh thương mại giữa hai nước và khiến cho kết quả kinh doanh cũng như cổ phiếu của các tập đoàn công nghệ lao dốc (tương tự như bong bóng dot-com 2000-2001) khi mà cuộc chạy đua phát triển trí tuệ nhân tạo (AI) đang nóng lên từng ngày;
- Tăng trưởng kinh tế Trung Quốc tiếp tục chậm lại và thị trường kỳ vọng PBOC cũng như chính phủ sẽ tiếp tục nới lỏng chính sách tài khoá và tiền tệ để hỗ trợ nền kinh tế. Trong kịch bản đó, nhu cầu tiêu thụ và giá các loại hàng hoá sẽ tiếp tục tăng mạnh, khiến cho lạm phát khó về mức mục tiêu và kéo theo chính sách tiền tệ tại Mỹ tiếp tục thắt chặt trong một khoảng thời gian dài hơn.

IV. Chủ đề đầu tư

1. El Nino

Hiện tượng thời tiết El Nino đã chính thức xuất hiện, đem theo nắng nóng và hạn hán cho khu vực Châu Á - Thái Bình Dương

Ngày 15/06 vừa qua, Cơ quan quản lý khí quyển và đại dương quốc gia (NOAA) công bố hiện tượng thời tiết El Nino đã chính thức xuất hiện, đem theo nắng nóng và hạn hán cho khu vực Châu Á - Thái Bình Dương. Trạm khí tượng tại nhiều nơi của Ấn Độ, Thái Lan và Bangladesh đã ghi nhận nhiệt độ lên tới 45 độ C, mức cao bất thường so với trung bình hàng năm. Đối với tác động của hiện tượng thời tiết cực đoan này lên TTCK Việt Nam có cả mặt tích cực và tiêu cực:

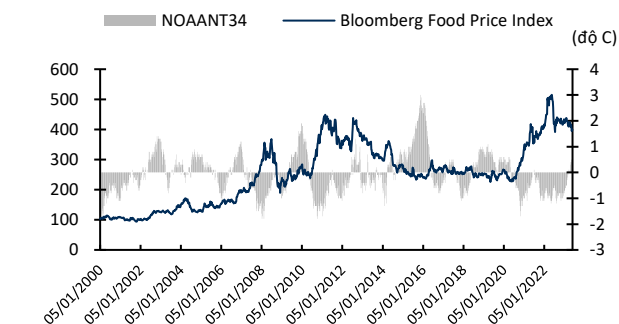
Hiện tượng El Nino được kỳ vọng hỗ trợ cho đà giảm phát tại Mỹ và thế giới nói chung

(i) Về mặt tích cực, hiện tượng El Nino được kỳ vọng hỗ trợ cho đà giảm phát tại Mỹ và thế giới nói chung, phần nào hỗ trợ việc các NHTW mềm mỏng hơn trong việc điều hành chính sách tiền tệ. Lịch sử cho thấy các mặt hàng lương thực như ngô, đậu tương, ... kéo theo đó là giá thức ăn chăn nuôi và thịt heo, thường có xu hướng giảm khi nguồn cung nông sản được gia tăng trong pha trung tính hoặc El Nino với lượng mưa được cải thiện tại các quốc gia xuất khẩu nông sản lớn như Mỹ, Brazil, Argentina, Ngược lại, ảnh hưởng của bão lũ, thiên tai do Lanina thường khiến giá các mặt hàng nông sản tăng mạnh ở khu vực Châu Mỹ. Tính từ vùng đỉnh 04/2022, chỉ số giá các mặt hàng nông sản của Bloomberg hiện đã giảm khoảng 20.2% nhưng vẫn cao hơn 50.7% tính từ thời điểm La Nina bắt đầu diễn ra (Biểu đồ 45).

El Nino gây nên tình trạng thiếu điện và tác động tiêu cực lên tăng trưởng kinh tế.

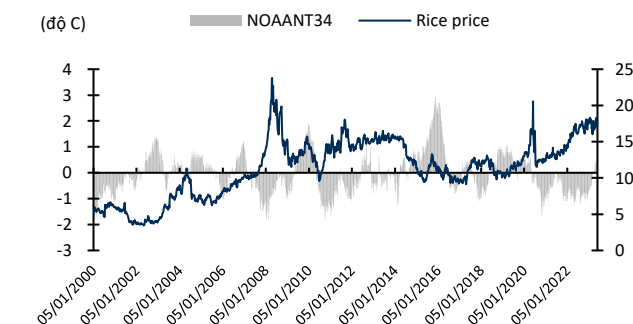
(ii) Về mặt tiêu cực, hiện tượng El Nino khiến mực nước ở các hồ thủy điện của Việt Nam giảm xuống mức thấp, qua đó gây nên hiện tượng thiếu điện, đặc biệt ở khu vực miền Bắc và tác động tiêu cực lên tăng trưởng kinh tế.

Biểu đồ 45. Chênh lệch nhiệt độ mặt biển và chỉ số giá lương thực thực phẩm của Bloomberg



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 46. Chênh lệch nhiệt độ mặt biển và chỉ số giá gạo của Bloomberg



Nguồn: Bloomberg, KBSV

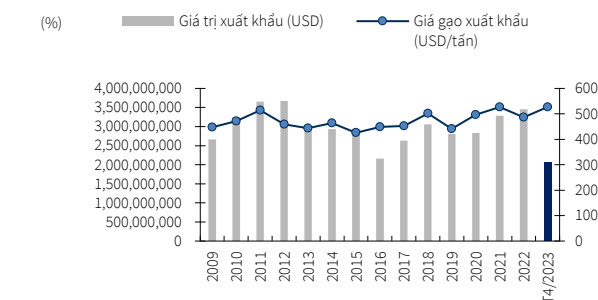
Đối với tác động lên các nhóm ngành cụ thể, chúng tôi cho rằng có 3 nhóm ngành kỳ vọng hưởng lợi từ hiện tượng El Nino, bao gồm:

Ngành lúa gạo sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu gạo tăng cao trong giai đoạn đầu của El Nino

(i)

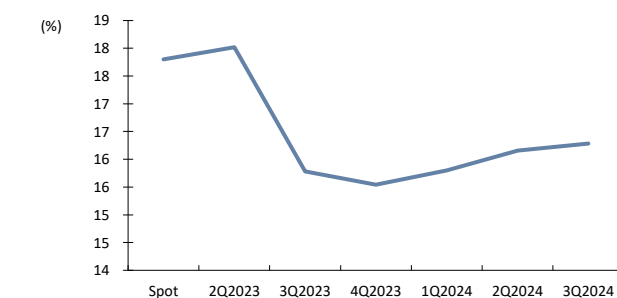
Ngành lúa gạo: hưởng lợi từ nhu cầu tăng cao trong giai đoạn đầu của El Nino khi mà nhu cầu tích trữ của các đối tác nhập khẩu lớn gia tăng kết hợp với tồn kho cao từ cuối thời điểm La Nina sẽ giúp cho xuất khẩu gạo của Việt Nam tiếp tục tăng trưởng tích cực đến cuối năm 2023 (Biểu đồ 46). Theo số liệu của Cục Hải Quan Việt Nam, giá trị xuất khẩu gạo của Việt Nam trong 5 tháng đầu năm đạt hơn 2 tỷ USD, tăng gấp 1.5 lần so với cùng kỳ. Cụ thể, giá gạo bình quân 5 tháng đầu năm đạt 527 USD/tấn, tăng 8.39% YoY và là mức cao nhất trong 10 năm trở lại đây (Biểu đồ 47). Sản lượng xuất khẩu sang các đối tác lớn như Philipine, Indonesia, Malaysia và Hồng Kông cũng ghi nhận tăng trưởng ở mức cao, +40.1% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, trong nửa cuối của giai đoạn El Nino, việc trồng trọt và thu hoạch của các quốc gia khu vực Châu Á, trong đó có Ấn Độ, Thái Lan và Việt Nam, sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực từ việc lượng mưa giảm mạnh cũng như nhiệt độ tăng cao. Cùng với đó là việc nhu cầu suy yếu sau khi các đối tác đã tích trữ đủ hàng tồn kho sẽ khiến cho giá gạo chịu áp lực điều chỉnh trong năm 2024 (Biểu đồ 48).

Biểu đồ 47. Giá trị xuất khẩu gạo và giá gạo bình quân trong giai đoạn 2009-T4/2023



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 48. Dự phóng giá gạo đến 3Q2024

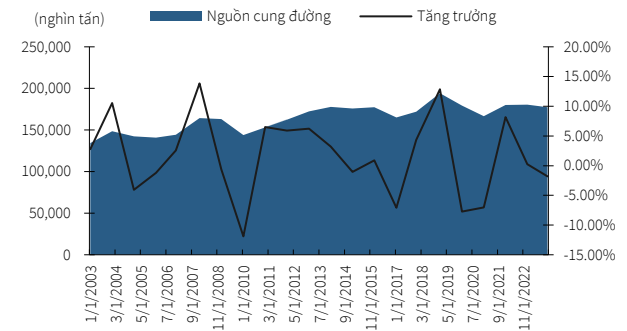


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Giá đường mía neo ở mức cao sẽ hỗ trợ đà tăng trưởng của các doanh nghiệp sản xuất đường trong nước và trên thế giới

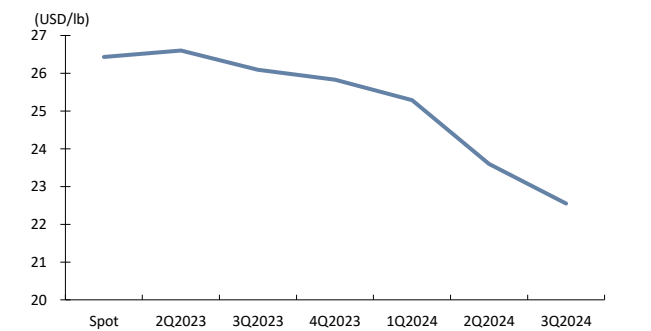
(ii) **Ngành mía đường:** Giá hợp đồng tương lai giao dịch đường thô tại Mỹ đã tăng vượt 26 cents/pound, mức cao nhất trong 10 năm trở lại đây trong bối cảnh USDA dự báo sản lượng đường thế giới trong niên vụ 2022/2023 sẽ sụt giảm 13% YoY. Ấn độ dự kiến sẽ ban bố lệnh cấm xuất khẩu đường đến hết quý II/2024 trước những lo ngại về việc sụt giảm lượng mưa cũng như sản lượng thu hoạch do ảnh hưởng của El Nino. Hạn hán lịch sử tại khu vực Maharashtra của Ấn Độ đã khiến cho nhà sản xuất và xuất khẩu đường lớn thứ 2 thế giới phải tiến hành áp hạn ngạch xuất khẩu trong tháng 5 vừa qua. Bên cạnh đó, việc ban hành thuế xăng dầu của Brazil cũng khiến cho nguồn cung thế giới cũng chịu ảnh hưởng tiêu cực do các nhà sản xuất chuyển hướng sang xăng sinh học thay vì chế biến đường mía phục vụ cho xuất khẩu. Theo đó, giá đường mía được dự báo sẽ tiếp tục neo ở mức cao, hỗ trợ đà tăng trưởng của các doanh nghiệp sản xuất đường trong nước và trên thế giới trước khi bước giai đoạn điều chỉnh rõ ràng hơn (Biểu đồ 50).

Biểu đồ 49. Diễn biến nguồn cung và tăng trưởng sản lượng đường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 45. Dự phóng giá đường đến cuối 3Q2024

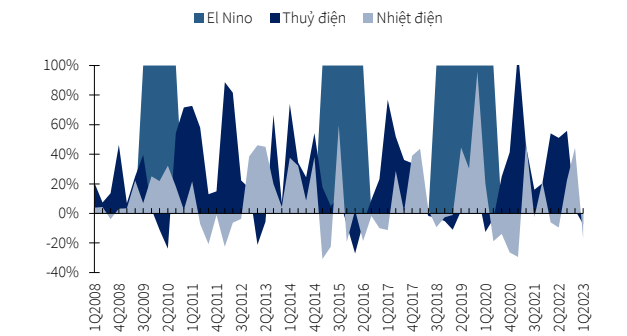


Nguồn: Bloomberg

Nhóm điện than và điện khí sẽ được hưởng lợi nhờ (1) việc được huy động cao hơn trong năm 2023 và (2) giá bán điện của thị trường điện cạnh tranh (CGM) thường có xu hướng tăng cao

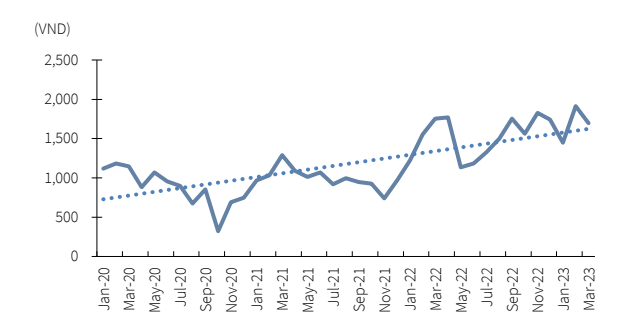
(iii) **Ngành nhiệt điện:** thường có tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khả quan trong giai đoạn Elnino (dữ liệu trong giai đoạn 2003-2006, 2010, 2015-2016) (Biểu đồ 51). Trước ảnh hưởng của El Nino, lượng mưa trong quý 3 được dự báo sẽ thấp hơn từ 15-20% tùy vào từng khu vực, ảnh hưởng nghiêm trọng đến lượng nước về hồ cũng như sản lượng điện sản xuất của nhóm thủy điện. Theo đó, nhóm nhiệt điện, bao gồm điện than và điện khí, sẽ được hưởng lợi nhờ (1) việc được huy động cao hơn trong năm 2023 và (2) giá bán điện của thị trường điện cạnh tranh (CGM) thường có xu hướng tăng cao trong những năm diễn ra El Nino (Biểu đồ 52).

Biểu đồ 51. Tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp thủy điện và nhiệt điện theo quý



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 52. Giá bán điện toàn phần trên thị trường cạnh tranh (CGM)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Mặc dù giá cổ phiếu của các doanh nghiệp ngành gạo, đường và nhiệt điện đã hồi phục tương đối tốt tính từ vùng đáy tháng 11/2022, chúng tôi đánh giá ba ngành trên vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng trong thời gian tới do El Nino được dự báo sẽ tiếp tục kéo dài đến hết năm 2024 với cường độ mạnh hơn những năm trước. Do đó, các nhà đầu tư trong trung và dài hạn có thể mua thực hiện tích lũy từng phần cổ phiếu thuộc các nhóm ngành này trong các nhịp điều chỉnh về lại hỗ trợ.

2. Đầu tư công

Tiến độ giải ngân đầu tư công tháng 5/2023 đạt 46,461 tỷ đồng, cao nhất từ đầu năm.

Tính từ đầu năm đến ngày 31/05/2023, giá trị giải ngân vốn đầu tư công đạt 162,780.8 tỷ đồng, tương đương với tỷ lệ giải ngân đạt mức 20.44% kế hoạch của Quốc Hội đề ra năm 2023 (Theo số liệu từ báo cáo mới nhất của Bộ Tài chính ước thực hiện 05 tháng kế hoạch năm 2023). Riêng trong tháng 5/2023, giá trị giải ngân tháng đạt 46,461.80 tỷ đồng. Đây là con số cao nhất từ đầu năm, tăng 30.72% so với tháng 4/2023 và gấp 2.7 lần so với cùng kỳ năm 2022. Đây là tháng thứ ba liên tiếp từ đầu năm, giá trị giải ngân vốn đầu tư công duy trì tăng.

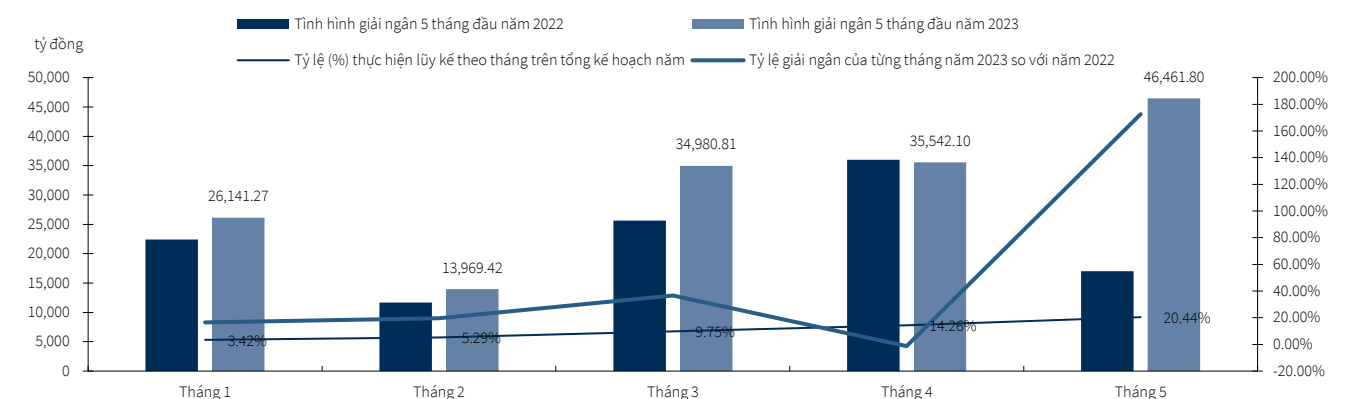
Vướng mắc từ các khâu thủ tục, phê duyệt ảnh hưởng đến tốc độ giải ngân vốn đầu tư công

Tuy nhiên nếu so với kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao, thì tỷ lệ giải ngân chỉ đạt 22,22%. Sau 5 tháng thực hiện, số vốn kế hoạch còn lại trong năm 2023 là hơn 633 nghìn tỷ. Với mục tiêu tỷ lệ giải ngân năm 2023 là từ 95%-100% kế hoạch vốn năm 2023, đặt ra yêu cầu mỗi tháng cần giải ngân được khoảng 90 nghìn tỷ duy trì trong 8 tháng còn lại (kỳ báo cáo đến hết tháng 1/2024). Đây là nhiệm vụ và thách thức không hề nhỏ cho các Bộ, Ngành và Cơ quan; vì mức giải ngân cao nhất hàng tháng trong 5 tháng qua chỉ dừng lại ở 46,5 nghìn tỷ

Việc vốn đầu tư công còn nhiều nhưng giải ngân chậm chễ vẫn là vấn đề nan giải của các Bộ, ban ngành và được giải thích bởi một số lý do chủ quan lẫn khách quan như sau: (1) Vấn đề năng lực nhà thầu không đáp ứng đủ. Đặc biệt, khi những yêu cầu về chất lượng thi công, PCCC ngày càng cao và khắt khe hơn trước; (2) Công tác chuẩn bị đầu tư, chuẩn bị dự án chưa tốt, giải phóng mặt bằng tốn nhiều thời gian dẫn đến dự án chưa đủ điều kiện giao vốn và khiến

cho thủ tục phê duyệt không diễn ra đúng tiến độ; (3) Việc cập nhật, rà soát, công bố giá/chỉ số giá vật liệu xây dựng chưa phản ánh kịp thời sự thay đổi của thị trường tác động đến chi phí cho doanh nghiệp và ảnh hưởng tiêu cực đến công tác đầu tư xây dựng.

Biểu đồ 53. Tình hình giải ngân vốn đầu tư công 5 tháng đầu năm



Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV tổng hợp

Bảng 2. Tiến độ các dự án Đầu tư công trọng điểm

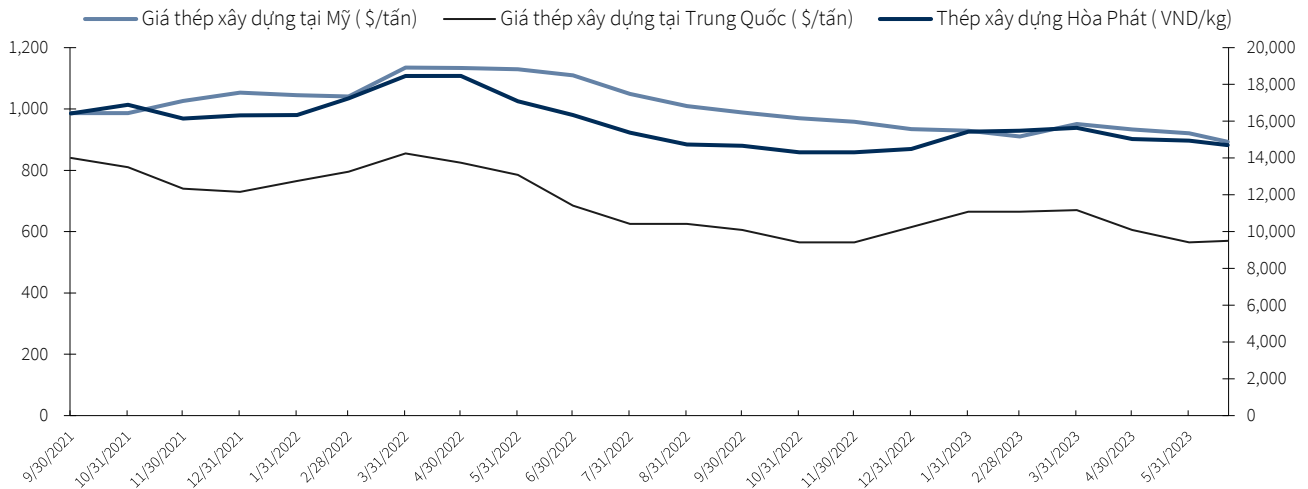
Tên dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ thực hiện
Sân bay Long Thành	336,630	Về công tác giải phóng mặt bằng: Cơ bản đã hoàn thành, chỉ còn 8 trường hợp chưa bàn giao. Về tiến độ thi công: Gói thầu thi công xây dựng và lắp đặt thiết bị công trình nhà ga hành khách đã chính thức đóng/mở thầu lần 2 vào ngày 12.6.2023. Nếu việc lựa chọn nhà thầu diễn ra thành công, gói thầu này (quy mô hơn 35,000 tỷ) dự kiến sẽ khởi công trong tháng 8.2023
Dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 1	103,000	Đã hoàn thành 6/11 dự án thành phần
Dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2	146,990	Các dự án thành phẩm đang đi vào xây dựng và dự kiến vận hành từ năm 2026
Cao tốc Bến Lức – Long Thành	31,320	Sau khi bị dừng thi công vào giữa năm 2019 do vướng mắc về cơ chế, chính sách pháp luật, dẫn đến không được bố trí vốn; đến ngày 8/5/2023, đã đồng loạt thi công trở lại gói thầu A6 (đoạn phía Đông).
Đường Vành đai 4 Hà Nội	85,813	Đã khởi công giai đoạn 1 ngày 25/6/2023
Đường Vành đai 3 – TP.HCM	75,378	Dự kiến khởi công ngày 30/06/2023
Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu	17,837	Đã khởi công ngày 18/06/2023

Nguồn: KBSV tổng hợp

Đầu tư công được kỳ vọng thúc đẩy mạnh mẽ vào nửa cuối năm 2023

Chúng tôi kỳ vọng thực hiện giải ngân vốn đầu tư công đạt 85% so với kế hoạch (tương đương 676,904.8 tỷ đồng) trong năm 2023, cao hơn so với các năm gần đây (năm 2022 là 80,63%; năm 2021 đạt tỷ lệ 76,78%) do: (1) Đầu tư công trở thành động lực quan trọng để hỗ trợ thúc đẩy kinh tế trong bối cảnh nền kinh tế vĩ mô khó khăn, tổng cầu suy giảm; (2) Năm thứ 3 của kế hoạch đầu tư công trung hạn. Thông thường, các năm từ năm thứ 3 trở đi sẽ được thúc đẩy mạnh mẽ hơn nhằm đạt kịp các chỉ tiêu chính phủ và nhà nước giao; (3) Chu kỳ giải ngân vốn đầu tư ngân sách nhà nước sẽ ít ở đầu năm, tăng dần về cuối năm, và năm nay cũng không phải ngoại lệ với kế hoạch giải ngân cực kỳ lớn; (4) Kỳ vọng giá nguyên vật liệu giảm, từ đó làm giảm chi phí đầu vào của doanh nghiệp. Năm 2023, mặt bằng giá nguyên vật liệu, chỉ số giá vật liệu xây dựng đã thấp hơn so giai đoạn trước đó. Chúng tôi kỳ vọng việc mặt bằng giá đầu vào hạ nhiệt sẽ là điều kiện hỗ trợ để các doanh nghiệp thực hiện đúng tiến độ dự án như trong hợp đồng đã được ký kết.

Biểu đồ 54. Giá Vật liệu xây dựng



Nguồn: Bloomberg

Chúng tôi tin rằng CTD, C4G, VCG và VLB sẽ là những doanh nghiệp đáng chú ý trong chủ đề đầu tư công lần này

Với nhận định của chúng tôi, đối với những doanh nghiệp nhà thầu xây dựng có năng lực thi công tốt, nguồn vốn dồi dào và có kinh nghiệm tham gia nhiều dự án xây dựng hạ tầng có quy mô như **CTD**, **VCG** và trong đó là **C4G** với danh mục thi công đã góp mặt vào nhiều hạng mục cải tạo, nâng cấp đường bay sẽ có lợi thế trong việc trúng thầu các gói thầu hạ tầng đường bộ, đặc biệt là Sân bay Long Thành.

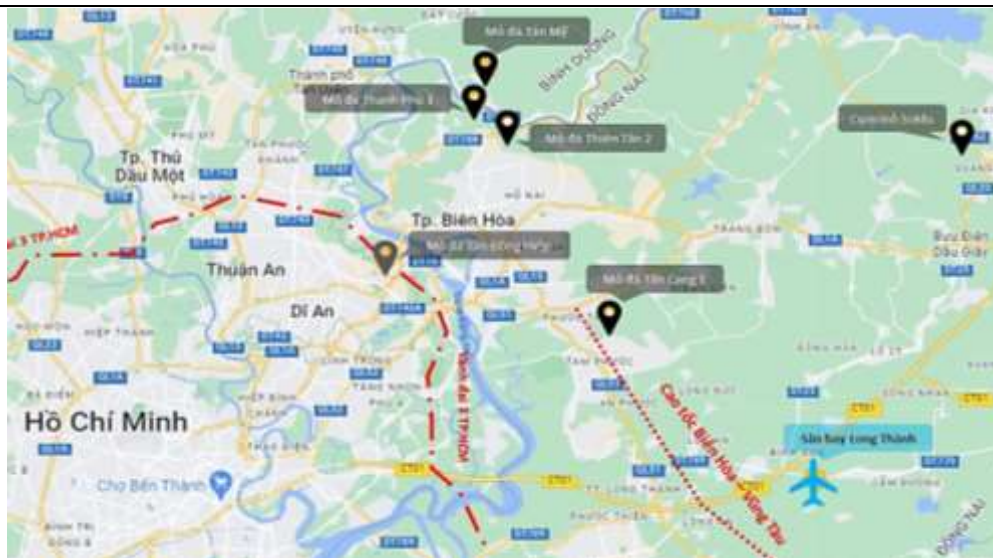
Đối với các doanh nghiệp vật liệu xây dựng, nhu cầu tiêu thụ đá xây dựng được nhận định sẽ rất cấp thiết trong giai đoạn sắp tới khi các dự án hạ tầng trọng điểm phía Nam sẽ bước vào giai đoạn san lấp nền và làm móng, do đó với tính chất nền đất yếu của khu vực đồng bằng phía Nam, lượng đá xây dựng cần sử dụng sẽ rất lớn. **VLB** sở hữu các mỏ đá có vị trí thuận lợi, tiện cho vận chuyển nội thủy và gần dự án sân bay Long Thành với trữ lượng lớn nhất trong các doanh nghiệp khai thác đá đang niêm yết. Vì vậy, **VLB** có lợi thế không nhỏ trong việc cung cấp đá cho các dự án hạ tầng xung quanh.

Bảng 3. Các dự án, hạng mục liên quan tới sân bay của VCG và C4G

Tên dự án	Tỉnh	Giá trị (tỷ VND)	Thời gian
C4G			
Cát Bi	Hải Phòng	122	2020-2022
Phú Bài	Huế	198	2020-2022
Cam Ranh	Khánh Hòa	642	2017-2019
Cam Ranh	Khánh Hòa	260	2022-2023
Tân Sơn Nhất	TP.HCM	537	2020-2022
Phú Quốc	Kiên Giang	437	2016-2017
VCG			
Nội Bài	Hà Nội	204	
Cam Ranh	Khánh Hòa	299	
Long Thành	Đồng Nai	1,195	2022-2023

Nguồn: KBSV tổng hợp

Ảnh 1. Vị trí các Mỏ đá của VLB



Nguồn: KBSV tổng hợp

V. Danh mục đầu tư mẫu

Bảng 4. Danh mục đầu tư mẫu

Mã	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa 30.6	Lợi nhuận kỳ vọng	PE 2022 Fw	Tăng trưởng LNST 2022 Est	Luận điểm đầu tư	Link báo cáo
FPT	101,900	86,100	18%	13.01	27%	- FPT tiếp tục đạt KQKD tích cực trong 5 tháng đầu năm, việc đạt mục tiêu kinh doanh tăng trưởng 18% - 20% trong năm 2023 là hoàn toàn khả thi - Hướng lợi từ xu hướng chuyển đổi số, cũng như tăng trưởng mảng công nghệ ở các thị trường chủ lực (Mỹ, Nhật) - Mảng giáo dục đầu tư duy trì tốc độ tăng trưởng cao và ổn định	FPT
SSI	30,000	25,500	18%	15.00	30%	- Doanh nghiệp đầu ngành, kỳ vọng hưởng lợi từ xu hướng hạ lãi suất của nền kinh tế - Kỳ vọng các động lực tăng trưởng dài hạn của ngành như nâng hạng thị trường, hệ thống giao dịch KRX sớm được triển khai. - KQKD quý 2/2023 dự báo tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ	SSI
VLB	41,500	37,700	10%	11.10	N/A	- Lợi nhuận sau thuế 2023 dự báo tăng trưởng mạnh lên 189 tỷ đồng (tức mức -23 tỷ cùng kỳ) - Doanh nghiệp hưởng lợi từ các dự án đầu tư công nhờ các mỏ đá nằm ở vị trí thuận lợi - Trữ lượng mỏ đá dồi dào, thời hạn cấp phép khai thác lâu dài	VLB
KBC	33,100	29,350	13%	10.50	90%	- KBC ghi nhận gia tăng quỹ đất mới tổng quy mô lên đến 1,256 ha trong 2022, là động lực tăng trưởng cho KBC trong dài hạn. - Trong năm 2023, diện tích đất cho thuê dự kiến của KBC có thể lên đến hơn 162ha, chủ yếu đến từ các hợp đồng đã kí kết từ 2022 nhưng chưa được ghi nhận doanh thu do các nhà đầu tư nước ngoài chưa được cấp giấy phép đầu tư. - KĐT Trảng Cát và KCN Trảng Duệ 3 đang được UBND TP Hải Phòng yêu cầu cường chế đẩy nhanh tiến độ, đảm bảo khởi công trong 2024	KBC
VCB	112,500	100,000	13%	5.90	12%	- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu hiện vẫn đang ở mức cao đi ngược với xu hướng của toàn ngành, điều này sẽ cho phép ngân hàng linh hoạt trong việc giảm dự phòng và hỗ trợ lợi nhuận. - NIM được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức hiện tại hoặc giảm nhẹ do (1) VCB thực hiện 2 đợt giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng (2) VCB là 1 trong 4 NHTM chính yếu tham gia gói cho vay nhà ở xã hội (NOXH) 120,000 tỷ đồng - Việc tham gia tái cấu trúc TCTC yếu kém và hỗ trợ cho vay nền kinh tế sẽ giúp ngân hàng được cấp mức room tín dụng ~14%.	VCB
REE	75,000	65,200	15%	11.20	-14%	- Các nhà máy thủy điện của REE cho thấy kết quả tích cực vượt kế hoạch, bù đắp cho mảng nhiệt điện do nhà máy Phả Lại vẫn chưa khắc phục xong sự cố - Quy hoạch điện VIII mới được thông qua gần đây với điểm nhấn tập trung phát triển điện gió trên bờ và gió ngoài khơi. Với lợi thế từ dòng tiền ổn định từ hoạt động SXKD, REE có mục tiêu mở rộng danh mục đầu tư năng lượng tái tạo của mình trong những năm tới. - REE sẽ hoàn thành xây dựng và nội thất cho dự án E-town 6. Dự án được kỳ vọng bắt đầu cho thuê từ cuối 2023 với tỷ lệ lấp đầy khoảng 30%.	REE
GAS	118,000	93,000	27%	18.00	-14%	- Giá dầu thô kỳ vọng hồi phục trong giai đoạn cuối Q2/2023 tới cuối Q3/2023 - Triển vọng dài hạn tươi sáng từ Quy hoạch điện 8 và các dự án nhập khẩu LNG. Đồng thời, giá LNG Châu Á giảm xuống mức hợp lý giúp tăng tính khả thi cho các dự án kinh doanh LNG - Kỳ vọng tiến triển trong dự án mỏ khí Lô B - Ô Môn	GAS
VHC	72,500	65,000	12%	8.40	-27%	- KQKD Q1/2023 giảm mạnh so với cùng kỳ, tuy nhiên tác động đã được phản ánh vào thị giá - Kỳ vọng nhập khẩu từ thị trường Mỹ và Trung Quốc sẽ hồi phục từ nửa cuối năm 2023 nhờ nhu cầu tích trữ tồn kho và tiêu thụ khi dịp lễ đến gần - Nhu cầu tiêu thụ cá thịt trắng của Việt Nam tại EU duy trì ổn định mặc dù lạm phát cao, nhờ các nguồn cung khác bị ảnh hưởng	VHC
STB	35,300	29,800	18%	9.33	41%	- STB hưởng lợi từ (1) Các động thái giảm lãi suất điều hành; (2) Thanh khoản được cải thiện - Tỷ lệ nợ xấu của STB nằm trong nhóm có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất và nợ nhóm 2 giảm trong 1Q2023 qua đó giảm đáng kể áp lực trích lập nợ xấu - STB có đủ dư địa lợi nhuận để thực hiện trích lập cho trái phiếu VAMC như kế hoạch đề ra.	STB
BSR	21,400	17,300	24%	10.50	-45%	- Mức crack spread trên thế giới có thể được cải thiện khi thị trường Trung Quốc và Mỹ bắt đầu bước vào mùa cao điểm tiêu thụ xăng dầu. - Kế hoạch hoãn bảo dưỡng nhà máy có thể giúp doanh thu và LNST tăng mạnh so với mức dự báo - Dự án nâng cấp mở rộng nhà máy được chấp thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư là động lực trong dài hạn	BSR

V. Triển vọng ngành

Bất động sản

Triển vọng: Trung lập
Mã tiêu biểu: VHM, KDH, NLG

Nguồn cung căn hộ tại hai thị trường HN và TP HCM có diễn biến trái chiều. Nguồn cung căn hộ trong quý 1/2023 tại TP HCM có sự cải thiện với 2,900 căn mở bán, tăng gấp 2 lần cùng kỳ và 1.2 lần so với quý trước đó (trong đó dự án Vinhomes Grand Park đóng góp 50%). Tuy nhiên, số lượng dự án mới vẫn rất hạn chế với chỉ 3 dự án được mở bán. Tỷ lệ hấp thụ trong quý đạt 28% do ảnh hưởng của Tết và tâm lý thận trọng của người mua nhà. Trong khi đó tại thị trường HN, số lượng căn mở bán đạt khoảng 2,000 căn (-43%QoQ, -44%YoY), thấp nhất kể từ Quý 1/2020. Số lượng căn hộ bán được đạt gần 2,000 căn (-54%QoQ, -58%YoY). Giá bán sơ cấp tại cả hai thị trường đều tăng, cụ thể thị trường HCMC tăng 2%QoQ và 10%YoY, thị trường Hà Nội tăng 3%QoQ và 20%YoY. Điểm đáng chú ý là giá bán thứ cấp tại một số dự án vùng ven ghi nhận mức giảm 3-8% khi người mua nhà hết được hưởng ân hạn lãi suất. Theo chúng tôi quan sát, để kích cầu, nhiều chủ đầu tư đưa ra chính sách bán hàng mới như giảm số tiền đặt cọc ban đầu khi ký hợp đồng mua bán, giãn tiến độ nộp tiền hay đưa ra những gói vay mua nhà với lãi suất thấp.

Phân khúc nhà phố/biệt thự tiếp tục trầm lắng. Thị trường TP HCM lần đầu tiên trong vòng 10 năm ghi nhận không có dự án mới nào được mở bán. Trong quý ghi nhận 45 căn bán được chủ yếu đến từ dự án Classia của Khang Điền. Tại thị trường HN, có 1,250 căn mở bán, bằng 20% so với cùng kỳ, chủ yếu đến từ dự án Ocean Park 2 và 3 của Vinhomes. Giá bán sơ cấp trung bình tại cả hai thị trường đều không có sự thay đổi đáng kể, trong khi giá bán thứ cấp tiếp tục giảm 3% so với quý trước.

Thị trường BĐS tiếp tục phải đối diện với những khó khăn liên quan đến (1) Lãi suất cho vay mua nhà mặc dù giảm nhưng nhìn chung tiếp tục duy trì ở mức cao; (2) Các chủ đầu tư cũng gặp khó khăn hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn khi tín dụng vào lĩnh vực BĐS bị các Ngân hàng hạn chế và hoạt động phát hành trái phiếu bị giám sát chặt chẽ; (3) Các điểm nghẽn về mặt pháp lý ảnh hưởng tới tiến độ triển khai dự án của doanh nghiệp và (4) Rủi ro liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp, khi trong quý 3/2023 sẽ gần 55 nghìn tỷ VND trái phiếu của doanh nghiệp BĐS đến hạn.

Một số thông tin tích cực trong ngắn hạn tác động đến ngành BĐS (1) Nghị định 08 và Nghị quyết 33 đã cho thấy động thái của Chính phủ trong việc tháo gỡ

những khó khăn của thị trường TPDN và thị trường BĐS; (2) Triển khai gói tín dụng 120 nghìn tỷ VND cho các dự án Nhà ở xã hội, nhà ở công nhân và (3) Đẩy mạnh đầu tư công với 1 số dự án lớn như cao tốc Bắc – Nam, sân bay Long Thành, các trục giao thông nối trung tâm Hà Nội và TP HCM với các khu vực, tỉnh thành lân cận thúc đẩy giá nhà đất qua đó kích thích nhu cầu đầu tư BĐS.

Giá cổ phiếu ngành Bất động sản đã hồi phục 10-20% trong quý 2/2023 đã phản ánh đáng kể những thông tin tích cực trong ngắn hạn. KBSV cho rằng các nhà đầu tư có thể xem xét các cổ phiếu ngành BĐS chỉ khi giá cổ phiếu có sự điều chỉnh và lựa chọn những doanh nghiệp có triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn có đầy đủ pháp lý và có cơ cấu tài chính an toàn. Các cơ hội đầu tư đáng chú ý là các cổ phiếu VHM, KDH, NLG.

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên Phân tích

Bất động sản khu công nghiệp

Triển vọng: Trung lập
Mã tiêu biểu: KBC, GVR, IDC, PHR

5 tháng đầu 2023, tổng vốn FDI vào Việt Nam giảm, tuy nhiên số dự án được phê duyệt tăng cho thấy tiềm năng tăng trưởng trong ngắn và trung hạn của khối ngành KCN. Tổng vốn đăng ký cấp mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần của NĐT nước ngoài đạt gần 10.9 tỷ USD, giảm 7.3% yoy nhưng đã tăng 11 điểm phần trăm so với 4 tháng đầu năm. Tuy nhiên có tới 962 dự án được cấp GCN đăng ký đầu tư (+66.4% yoy) với tổng vốn đăng ký hơn 5.26 tỷ USD (+27.8% yoy).

Mặt bằng giá thuê KCN vẫn đang tiếp tục đà tăng. Theo CBRE, giá cho thuê tại miền Bắc 1Q2023 tăng khoảng 2 – 5% yoy, trung bình 123 USD/m²/chu kỳ thuê trong khi khu vực miền Nam, giá cho thuê tăng từ 4 - 9% yoy tùy vào khu vực, trung bình rơi vào khoảng 173 USD/m²/chu kỳ thuê. Chúng tôi kì vọng mức giá cho thuê sẽ vẫn duy trì ở mức cao trong năm nay khi mà nhiều hợp đồng ghi nhớ đã được kí với mức giá cao lên đến hơn 200 USD/m²/chu kỳ thuê, nguồn cung đất KCN mới vẫn hạn chế khi mà tỷ lệ lấp đầy tại miền Bắc là 81%, tại miền Nam là 85%, đặc biệt tại một số tỉnh trọng điểm đã gần như lấp đầy hoàn toàn.

Ngành BĐS KCN tại Việt Nam hiện vẫn đang được hưởng lợi từ nhiều yếu tố: (1) các hợp đồng FTA đã kí kết cũng như các chính sách thu hút FDI của Việt Nam, (2) xu hướng chuyển dịch nhà máy từ Trung Quốc sang các nước lân cận (3) điều chỉnh Quy hoạch chung của nhiều tỉnh thành phố đã được Thủ tướng phê duyệt trong quý 2 vừa qua kì vọng tác động tích cực tới tiến độ các dự án KCN và (4) các dự án xây dựng hạ tầng giao thông đang được Chính phủ đẩy mạnh triển khai như cao tốc Bắc Nam, vành đai 4 ở Hà Nội, các dự án cảng biển sân bay sẽ hỗ trợ trực tiếp cho ngành BĐS KCN của Việt Nam trong dài hạn.

Bên cạnh đó các doanh nghiệp KCN cũng phải đối mặt với nhiều rủi ro đến từ: (1) nguồn cung thiếu hụt hạn chế dư địa tăng trưởng cho nhiều doanh nghiệp khi mà hiện nay thủ tục pháp lý vẫn là khó khăn lớn nhất mà ngành phải đối mặt, quá trình phê duyệt và GPMB kéo dài, (2) thuế tối thiểu toàn cầu dự kiến sẽ bắt đầu được áp dụng từ 2024, ảnh hưởng tới lợi thế về thuế suất ưu đãi của Việt Nam khi cho thuê KCN với các doanh nghiệp nước ngoài, dự kiến sẽ ảnh hưởng tới triển vọng thu hút FDI của Việt Nam trong những năm tới (với loại thuế này, các công ty doanh thu từ 750 triệu Euro trở lên đều phải đóng thuế

15%) và (3) rủi ro suy thoái kinh tế thế giới, đây là lý do khiến các cổ phiếu KCN hồi yếu hơn so với nhiều nhóm cổ phiếu khác trong thời gian vừa qua.

Hầu hết các mã cổ phiếu KCN trong 2Q2023 giá đã tăng từ 20 – 30%, tuy nhiên vẫn đang ở mức chiết khấu 25 – 40% so với vùng đỉnh cũ. Chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư có thể xem xét các cổ phiếu BĐS KCN hiện đang có mức định giá tương đối hấp dẫn cùng triển vọng kết quả kinh doanh tốt với diện tích đất sẵn sàng cho thuê lớn hay có quỹ đất tại khu vực dự án FDI lớn tiêu biểu như KBC, IDC, GVR, PHR.

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên Phân tích

Thép

Triển vọng: Trung lập
Mã tiêu biểu: HPG, HSG, NKG

Sản lượng tiêu thụ toàn ngành đi ngang: Nhu cầu tiêu thụ thép trong T4/2023 và T5/2023 đạt lần lượt 752,589 tấn và 798,870 tấn, giảm lần lượt 17% và 2% so với cùng kỳ. Điểm nhấn đáng chú ý trong 2Q2023 là nhu cầu tiêu thụ HRC được cải thiện so với 1Q2023 (tiêu thụ HRC trung bình T4, T5/2023 đạt 775,730 tấn, so với 641,839 tấn của 1Q2023), chủ yếu là nhờ kênh xuất khẩu, khi sản lượng xuất khẩu T4/2023 và T5/2023 đạt tổng 754,317 tấn, chiếm 49% sản lượng tiêu thụ HRC (trong khi đó, kênh xuất khẩu chiếm 37% tổng sản lượng tiêu thụ thép cuộn cán nóng trong 1Q2023). Đối với thép xây dựng, sản lượng tiêu thụ trong T5/2023 tăng 29% MoM (trong đó nhu cầu tiêu thụ nội địa tăng 23% MoM), tuy nhiên vẫn còn ở mức yếu (5M2023 giảm 26% YoY).

Giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh trong 2Q2023: Các doanh nghiệp thép được hưởng lợi trong 2Q2023 nhờ diễn biến giá nguyên vật liệu đầu vào thuận lợi, cụ thể, (1) chi phí đầu (quặng sắt, than cốc, thép phế) giảm trung bình 23% so với 1Q2023 và đã tiệm cận vùng đáy 5 năm, trong khi đó giá thép xây dựng và giá HRC suy giảm nhẹ hơn (-11% QoQ). Chúng tôi cho rằng đây là động lực chính giúp các doanh nghiệp thép có thể cải thiện lợi nhuận trong 2Q2023.

Giai đoạn khó khăn nhất đã qua: Trong 2Q2023, HPG đã mở lại 3 lò cao tại Hải Dương và Dung Quất, cùng với đó công suất sản xuất của HPG trong T5/2023 đạt 95%, là mức công suất cao nhất từ T10/2022 tới nay. Trong T7/2023, HPG dự định sẽ hoạt động trở lại lò cao cuối cùng tại Dung Quất. Chúng tôi cho rằng giai đoạn khó khăn nhất của các doanh nghiệp ngành thép đã qua nhờ (1) giá nguyên vật liệu đã về gần vùng đáy 5 năm và (2) hàng tồn kho đã được xử lý trong 4Q2022 và 1Q2023, (3) sản lượng tiêu thụ được kỳ vọng sẽ cải thiện nhẹ trong 2H2023 nhờ nhu cầu xây dựng hạ tầng gia tăng trong môi trường lãi suất cho vay giảm.

Nhu cầu tiêu thụ hồi phục với tốc độ chậm trong 2H2023. Điểm mấu chốt cản trở tăng trưởng đối với doanh nghiệp ngành thép chính là sản lượng tiêu thụ, khi nhu cầu tại thị trường trong nước vẫn ở mức yếu và dự báo sẽ kéo tới hết năm 2023, với rủi ro tập trung ở nhóm Bất động sản do (1) giá trị đáo hạn TPDN BĐS trong 3Q2023 ước tính đạt 55,000 tỉ, với tỉ lệ chậm trả lãi, gốc lũy kế 2023 của nhóm BĐS ước tính đạt 17%, (2) các chủ đầu tư đều hạn chế mở bán và lùi thời gian thi công với các dự án mới trong 2023. Mặc dù vậy, một số động lực để cải thiện nhu cầu tiêu thụ trong 2H2023 bao gồm (1) nhu cầu được cải thiện nhờ các dự án Cơ sở hạ tầng như Cao tốc Bắc – Nam, sân bay Long Thành, etc (tiêu thụ thép chiếm xấp xỉ 15% nguyên vật liệu trong đầu tư công) và (2) lãi suất cho vay doanh nghiệp sẽ hạ dần trong giai đoạn cuối năm, giúp gia tăng

dòng vốn đầu tư cho doanh nghiệp. Chúng tôi duy trì kỳ vọng tốc độ hồi phục chậm của ngành Thép trong 2H2023 với những luận điểm trên.

Nhóm cổ phiếu Thép tăng tốt trong 2Q2023. Cổ phiếu Thép đã có mức tăng 15-20% trong 2Q2023, chúng tôi cho rằng nhóm Thép đã phản ánh các thông tin tích cực về lợi nhuận trong quý. Nhà đầu tư với mục tiêu đầu tư trung – dài hạn có thể xem xét giải ngân từng phần trong giai đoạn hiện tại đối với nhóm cổ phiếu Thép nhờ định giá hấp dẫn với P/B toàn ngành ở mức 1.3x (so với trung bình 5 năm là 1.5x). Với mục tiêu ngắn hạn, nhà đầu tư cần có thể theo dõi các đợt giảm điểm để có thể tham gia khi khó khăn phía trước của ngành Thép vẫn còn hiện hữu. Các cơ hội đầu tư đáng chú ý bao gồm HPG, HSG, NKG.

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên Phân tích

Điện

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: POW, NT2
REE, QTP, GEG, PC1

Tình hình tiêu thụ điện 1Q2023 thấp hơn kỳ vọng, giảm nhẹ so với cùng kỳ. Sản lượng điện thương phẩm 1Q2023 đạt 61.83 tỷ kWh (-1.6% YoY). Luỹ kế 4 tháng đầu năm 2023, sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống đạt 23,36 tỷ kWh (+3.6% YoY). Tính chung 5 tháng đầu năm, chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) ước tính giảm 2% cùng kỳ, chỉ số những ngành thâm dụng năng lượng đều cho thấy sự suy giảm như thép (-5.5% YoY), xi măng (-4.4% YoY), sản xuất giấy (-8.5% YoY). Chúng tôi hạ dự phóng tăng trưởng tiêu thụ điện từ 7% xuống 6%, phù hợp với dự báo tốc độ tăng trưởng GDP trong năm do sự chậm lại của kinh tế toàn cầu ảnh hưởng đến xuất khẩu và sản xuất của Việt Nam. Về cơ cấu huy động nguồn điện, nhiệt điện than và thủy điện vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất với lần lượt 45% và 24.9% tổng sản lượng.

Giá thị trường phát điện cạnh tranh tiếp tục duy trì ở mức cao do thiếu điện. Giá CGM tháng 5/2023 ghi nhận 1,942.58 VNĐ/kWh (+71% YoY). Luỹ kế 5 tháng đầu năm, giá CGM đạt trung bình 1,789 VND/kWh (+20% YoY). Tình hình thời tiết ảnh hưởng đến sản lượng thủy điện khiến hệ thống không đủ đáp ứng nhu cầu phụ tải tăng cao trong mùa nắng nóng. Đặc biệt, miền Bắc phụ thuộc huy động chủ yếu từ các nhà máy thủy điện và nhiệt điện. Điều này khiến giá điện CGM tăng cao đột biến do cung không đủ đáp ứng nhu cầu, thậm chí một số nhà máy phải đổ dầu vào chạy nhằm đảm bảo cung ứng điện khiến chi phí sản xuất tăng theo.

Chúng tôi duy trì quan điểm về triển vọng phân hoá giữa các nhóm nguồn phát trong 3Q2023:

- Thủy điện: Thời tiết không thuận lợi làm giảm sản lượng của các nhà máy thủy điện. Điều này đồng nghĩa với việc KQKD của các nhà máy thủy điện sẽ bị ảnh hưởng nhiều, nhất là những giai đoạn nắng nóng đỉnh điểm.
- Nhiệt điện: Thủy điện gặp khó mở ra dư địa huy động nhiều hơn cho nhóm nhiệt điện. Đặc biệt các nhà máy tại miền Bắc sẽ hưởng lợi nhiều do huy động phụ thuộc vào 2 nhóm nguồn phát chính mà không có nhiều nguồn thay thế. Bên cạnh đó, giá than và giá khí đầu vào có xu hướng hạ nhiệt cũng là yếu tố tích cực của nhóm này.
- Nhóm cổ phiếu xây lắp điện: Quy hoạch điện VIII được phê duyệt gần đây là cơ sở để triển khai các dự án nguồn và lưới điện. Các doanh nghiệp xây lắp sẽ được hưởng lợi đầu tiên nhờ các gói thầu xây lắp điện, xây lắp đường dây và trạm biến áp được triển khai đầu tư nhiều hơn.

Với diễn biến giá của các cổ phiếu hiện tại, đặc biệt là nhóm ngành nhiệt điện tại miền Bắc, chúng tôi nhận thấy giá các cổ phiếu này đã phản ánh một phần kỳ vọng của thị trường vào triển vọng KQKD. Mặc dù vẫn có quan điểm tích cực về ngành, KBSV cho rằng các nhà đầu tư chỉ nên tham gia mở vị thế với các cổ phiếu ngành điện khi giá xuất hiện nhịp điều chỉnh sâu và tạo ra các mức upside đủ hấp dẫn theo khẩu vị của từng nhà đầu tư.

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên Phân tích

Công nghệ thông tin

Triển vọng: Tích cực
Mã tiêu biểu: FPT, CMG

Doanh thu công nghiệp CNTT tăng trưởng âm so với cùng kỳ do xuất khẩu phần cứng, điện tử sụt giảm. Sau 5 tháng đầu năm, doanh thu công nghiệp CNTT ước đạt 52.2 tỷ USD (- 8% YoY); kim ngạch xuất khẩu sản phẩm phần cứng, điện tử ước đạt gần 43.9 tỷ USD (-7.42% YoY). Nguyên nhân chủ yếu do nhu cầu đầu tư suy giảm trong bối cảnh kinh tế toàn cầu chậm lại. Số lượng doanh nghiệp ICT đạt 71,300 doanh nghiệp tính đến tháng 4/2023 và tăng 1 % so với đầu năm 2023, tốc độ tăng trưởng đi ngang so với cùng kỳ 2022.

Hoạt động đầu tư cho CNTT chậm lại tại thị trường Mỹ và Châu Âu. Lãi suất tăng cao khiến các doanh nghiệp tập trung cắt giảm chi phí, qua đó khiến nhu cầu chi tiêu cho công nghệ thông tin giảm. Chỉ số lượng đơn hàng mới tháng 4/2023 của lĩnh vực CNTT chỉ tăng 2% so với mức nền thấp trong năm 2022. Khó khăn tại thị trường Mỹ và Châu Âu sẽ ảnh hưởng đến ngành công nghệ thông tin của Việt Nam vốn có giá trị xuất khẩu phần mềm qua các khu vực này chiếm tỷ trọng lớn.

Mảng xuất khẩu phần mềm duy trì tăng trưởng tốt, đặc biệt là tại thị trường Nhật Bản và khu vực châu Á Thái Bình Dương. Như trong trường hợp của FPT, doanh thu dịch vụ CNTT nước ngoài trong 1Q2023 tăng 32% YoY và số lượng hợp đồng kí mới tăng 44.1% YoY. Trong đó, thị trường Nhật Bản và APAC đóng góp tích cực nhất với tăng trưởng doanh thu lần lượt đạt 31.2% và 65.7% nhờ xu hướng đầu tư cho chuyển đổi số mạnh mẽ.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng mảng xuất khẩu phần mềm trong trung – dài hạn do (1) Nhu cầu đầu tư cho công nghệ thông tin, đặc biệt là chuyển đổi số trên thế giới sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao. Công ty tư vấn CNTT Gartner của Mỹ dự báo chi tiêu cho lĩnh vực phần mềm toàn cầu trong năm 2023 và 2024 tăng trưởng mạnh, lần lượt đạt 12.3% và 13.1% (2) Chi phí lao động của Việt Nam là tương đối thấp so với các nước xuất khẩu phần mềm mạnh khác.

Duy trì tăng trưởng tích cực trong năm 2023. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp ngành Công nghệ - Thông tin sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng 2 con số trong năm 2023. Các cơ hội đầu tư có thể xem xét bao gồm nhóm cổ phiếu có hoạt động xuất khẩu phần mềm, chuyển đổi số mạnh mẽ như FPT và CMG. Mỗi nhịp điều chỉnh giá cổ phiếu sẽ là cơ hội thích hợp cho việc đầu tư và nắm giữ cổ phiếu cho triển vọng lạc quan dài hạn trong tương lai.

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên Viên Phân tích

Ngân hàng

Triển vọng: Trung lập

Mã tiêu biểu: VCB, BID, ACB, TCB, MBB

Tăng trưởng tín dụng 5T đầu năm kém khả quan trong bối cảnh nền kinh tế khó khăn. Tăng trưởng tín dụng ngành ngân hàng 5T/2023 đạt 3.17% YTD, thấp hơn nhiều so với cùng kỳ năm ngoái (8%). Một số ngân hàng có tỷ trọng cho vay KHDN cao có mức tăng trưởng cao hơn trung bình ngành trong Q1/2023 như TCB (+9% YTD), HDB (+9% YTD), VPB (+4.9% YTD)... Trong khi đó, tín dụng tại các ngân hàng cho vay KHCN ghi nhận mức tăng trưởng âm như VIB (-1.3% YTD), ACB (-0.6% YTD). Nhìn chung, hoạt động cho vay của hầu hết các ngân hàng đều chậm lại trong những tháng đầu năm, nguyên nhân chính đến từ việc (1) Hoạt động kinh doanh của các DN gặp nhiều khó khăn, XNK kém khả quan; (2) Nhu cầu tiêu dùng suy giảm; (3) Thị trường TPDN, BĐS ảm đạm.

Tăng trưởng thu nhập có sự phân hoá giữa các ngân hàng. Tổng thu nhập hoạt động của 27 ngân hàng niêm yết đạt 140,558 tỷ đồng – tăng nhẹ 2.3% YoY. Nhóm ngân hàng quốc doanh (VCB, BID, CTG) có kết quả tích cực nhất với mức tăng trưởng LNTT đạt 22.9% YoY, nhóm NHTM tư nhân lớn (TCB, MBB, VPB, ACB, STB) giảm nhẹ 2%. Tăng trưởng thu nhập của toàn ngành chủ yếu được hỗ trợ bởi sự duy trì đà tăng của thu nhập lãi thuần, bù đắp cho sự sụt giảm đang kể từ thu ngoài lãi khi nguồn phí từ Bancassurance, IB giảm tốc trong thời gian qua. Lãi suất danh mục cho vay toàn ngành quý 1 tăng lên mức 8.53% (tăng 0.61 điểm% QoQ) nhờ mặt bằng lãi suất trong quý 1 vẫn ở mức cao. Việc tăng lãi suất huy động trong tháng 11 và tháng 12 năm ngoái đã bắt đầu phản ánh vào chi phí vốn của các ngân hàng trong Q1/2023, ghi nhận mức tăng 0.92 điểm % QoQ, lên mức 5.47%. Từ đó, NIM toàn ngành tiếp tục giảm 21 bps, về mức 3.64%.

Chất lượng tài sản suy giảm đáng kể. Tính đến cuối quý 1/2023, nợ xấu nội bảng của toàn ngành đã tăng lên mức 2.9% (cuối năm 2022 là 2%) - theo số liệu NHNN công bố. Kể từ khi TT14/2021 về tái cơ cấu nợ do Covid-19 hết hiệu lực, đây là quý thứ 3 liên tiếp nợ xấu ngành ngân hàng tiếp tục gia tăng. Trong đó nợ nhóm 2 và nhóm 3 tăng mạnh, lần lượt +43% QoQ và 66.7% QoQ. Bối cảnh kinh tế khó khăn đã ảnh hưởng tới dòng tiền của các DN cũng như ảnh hưởng đến các cá nhân có thu nhập trung bình thấp, khiến các đối tượng này gặp khó khăn trong việc trả nợ đúng hạn. Đa phần các ngân hàng có nợ xấu tăng mạnh trong quý 1 đều có dư nợ cho vay BĐS lớn trong cơ cấu tín dụng hoặc các ngân hàng bán lẻ có mảng tài chính tiêu dùng như MBB, TPB, VPB,... Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) toàn ngành tiếp tục giảm xuống mức 106%. Nhóm ngân hàng quốc doanh duy trì dẫn đầu về tỷ lệ dự phòng nợ xấu như VCB (320.8%), BID (171.3%), CTG (173%). Một số ngân hàng TMCP lớn (TCB, MBB, STB) LLR cũng ghi nhận sự suy giảm nhưng vẫn ở mức cao.

Triển vọng ngành chưa thực sự khả quan. Chúng tôi nhận thấy một số yếu tố tích cực đến từ các chính sách được ban hành trong nửa đầu năm 2023, góp phần tháo gỡ những khó khăn cho thị trường tài chính và BĐS có thể kể đến như TT02/2023 cơ cấu lại nợ cho vay, TT03/2023 cho phép các ngân hàng mua lại TPDN, NĐ 08 sửa đổi NĐ 65 về phát hành TPDN riêng lẻ, và đặc biệt là việc NHNN đã 4 lần điều chỉnh giảm lãi suất điều hành. Dù vậy, KBSV tiếp tục duy trì quan điểm TRUNG LẬP với ngành ngân hàng trong ngắn hạn do bối cảnh hiện tại vẫn chưa thực sự khả quan và các chính sách cần thêm thời gian để phát huy hiệu quả. Thứ nhất, tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ tích cực hơn trong 2H2023 sau diễn biến ảm đạm trong những tháng đầu năm dựa trên chính sách hạ lãi suất của NHNN giúp các NHTM điều chỉnh lãi suất cho vay, từ đó thúc đẩy cầu tín dụng. Tuy nhiên, việc giải ngân vốn cho vay đang tồn tại các vấn đề (1) nhu cầu vay vốn của các DN chưa cao do triển vọng kinh tế không tích cực, (2) các ngân hàng thận trọng hơn trong việc giải ngân cho khách hàng có rủi ro lớn. Do vậy, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng cả năm 2023 có thể sẽ không hoàn thành kế hoạch 14% mà NHNN đặt ra. Thứ hai, chất lượng tài sản của toàn ngành vẫn là vấn đề cần lưu tâm, dù vậy chúng tôi kỳ vọng việc NHNN ban hành TT02 sẽ hỗ trợ giảm bớt áp lực gia tăng tỷ lệ nợ xấu cho các ngân hàng, và phần nào giảm chi phí dự phòng trong 2 quý tới. Thứ ba, tốc độ giảm của NIM được hãm lại sau khi NHNN đã điều chỉnh hạ lãi suất, thậm chí một số ngân hàng sẽ có sự cải thiện về NIM do tốc độ giảm lãi suất cho vay có độ trễ với lãi suất huy động.

Cổ phiếu ngành ngân hàng có diễn biến tăng trở lại trong 6 tháng qua nhưng mức định giá vẫn tương đối hấp dẫn so với mức bình quân 5 năm. Sau khi những khó khăn về BĐS và TPDN dần được tháo gỡ, P/B của ngành đã quay trở lại độ lệch chuẩn -1 bình quân 5 năm, và đây vẫn là vùng giá hợp lý để các nhà đầu tư dần tích lũy dài hạn đối với nhóm cổ phiếu này. Tuy nhiên, rủi ro xuất hiện thêm một nhịp chỉnh trong ngắn hạn cần được tính đến và NĐT chỉ nên giải ngân khi mặt bằng giá có những mức chiết khấu sâu hơn. Chúng tôi vẫn ưa thích VCB, BID, ACB với hoạt động an toàn, ổn định. Ngoài ra TCB, MBB cũng là những cổ phiếu được cân nhắc sau khi đã vượt qua cơn bão của TPDN và BĐS.

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

Phạm Phương Linh – Chuyên viên Phân tích

Bán lẻ

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: MWG, FRT, PNJ

Tổng mức bán lẻ hàng hoá tiếp tục duy trì tăng trưởng so với cùng kỳ. Theo Tổng cục Thống kê, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 5/2023 ước đạt 519 nghìn tỷ đồng, tăng 1,5% so với tháng trước và tăng 11,5% so với cùng kỳ năm trước. Lũy kế 5 tháng đầu năm 2023, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước đạt 2.527 nghìn tỷ đồng, tăng 12,6% so với cùng kỳ năm trước. Theo chúng tôi đánh giá, mặc dù tổng mức bán lẻ hàng hoá tăng trưởng nhưng nhiều doanh nghiệp bán lẻ vẫn gặp khó, các doanh nghiệp đã phải giảm giá, khuyến mãi để duy trì doanh thu và giữ thị phần dẫn đến lợi nhuận sụt giảm khá mạnh.

Lạm phát và lãi suất giảm hỗ trợ nền kinh tế nói chung và ngành bán lẻ nói riêng. Ngày 16/6, NHNN tiếp tục giảm lãi suất điều hành lần thứ 4 trong năm nhằm hỗ trợ cho nền kinh tế, giúp các doanh nghiệp tiếp cận vốn đưa vào sản xuất kinh doanh, tạo công ăn việc làm cho người lao động. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá cần có thời gian để thấy rõ các tác động từ thay đổi chính sách vào hoạt động của ngành bán lẻ.

Tăng lương cơ bản và giảm thuế VAT hỗ trợ cho ngành bán lẻ. Từ ngày 1/7/2023 mức lương cơ sở đối với cán bộ, công chức, viên chức và lực lượng vũ trang tăng 20% từ 1,49 triệu đồng/tháng lên 1,8 triệu đồng/tháng. Cũng từ 1/7/2023, nhiều nhóm hàng hoá tiêu dùng cũng được chấp thuận giảm thuế VAT từ 10% xuống 8%. Các yếu tố này góp phần tăng sức cầu nền kinh tế, qua đó tác động trực tiếp đến doanh số kì vọng của ngành bán lẻ thời gian tới.

Sức mua ngành bán lẻ dự báo sẽ có sự hồi phục từ nửa sau 2H2023, tuy nhiên có sự phân hóa giữa ngành hàng thiết yếu và không thiết yếu. Đối với hàng hoá thiết yếu, các công ty sở hữu các chuỗi liên quan đến bách hoá, siêu thị, nhà thuốc (MWG, MSN, FRT) kì vọng sẽ có tăng trưởng trở lại. Đối với các hàng hoá không thiết yếu, hàng hoá xa xỉ (PNJ) sẽ không bị ảnh hưởng nhiều do tệp khách hàng thu nhập cao ít bị ảnh hưởng bởi suy giảm sức mua, tuy nhiên các chuỗi liên quan đến thiết bị công nghệ, điện máy gia dụng nhiều khả năng sẽ phục hồi với tốc độ chậm, trong đó mặt hàng điện máy gia dụng sẽ hồi phục sớm hơn mặt hàng thiết bị công nghệ. Các hãng bán lẻ vẫn tiếp tục các chính sách giảm giá, kích cầu nhằm giải phóng hàng tồn kho và ưu tiên phòng thủ giữ chân khách hàng trong giai đoạn khó khăn hơn là tạo ra lợi nhuận.

Nhiều cổ phiếu về mức giá chiết khấu hấp dẫn. Triển vọng ngắn hạn và kết quả kinh doanh thời gian gần đây của nhiều công ty vẫn tương đối ảm đạm, do đó nhiều cổ phiếu bán lẻ đã về vùng định giá P/E và P/B thấp nhất trong vòng 2

năm, với mức chiết khấu 30-40% so với đỉnh cũ. Với kì vọng Ngành bán lẻ hồi phục và tăng trưởng trở lại trong cuối 2H2023 và 2024, KBSV cho rằng đây là thời điểm thích hợp cho các vị thế mua và nắm giữ dài hạn. Trong khi đó, các vị thế ngắn hạn cần được cân nhắc thận trọng về vùng giá giải ngân khi KQKD 2Q2023 được dự báo kém tích cực.

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên Phân tích

Thủy sản

Triển vọng: Trung Lập
Mã tiêu biểu: VHC, ANV

Sản lượng xuất khẩu giảm mạnh do mức nền cao cùng kỳ. Theo Bộ NN&PTNT, lũy kế 5 tháng đầu năm 2023, xuất khẩu hàng thủy sản của Việt Nam chỉ đạt 3,38 tỷ USD, giảm 27.9% với các mặt hàng thủy sản xuất khẩu chủ lực đều ghi nhận mức sụt giảm mạnh. Cá tra chỉ đạt 690 triệu USD, giảm 40.7% yoy; tôm đạt 1.22 tỷ USD, giảm 34.4% yoy. Về thị trường, xuất khẩu sang Hoa Kỳ đạt 563 triệu USD, giảm tới 48.3% yoy, xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 513 triệu USD, giảm 25.7% yoy; EU đạt 377 triệu USD, giảm 32.5% yoy.

Đã có tín hiệu tốt tuy nhiên các thị trường chính chưa thể phục hồi ngay trong quý 3. Theo VASEP, kim ngạch xuất khẩu thủy sản tháng 4/2023 giảm 28% so với cùng kỳ, đến tháng 5/2023 chỉ còn giảm 19% so với cùng kỳ. Thị trường xuất khẩu chính là Mỹ, lạm phát đã hạ nhiệt, CPI giảm xuống 4.9%, cuối năm cũng là thời điểm diễn ra nhiều dịp lễ lớn. Tuy nhiên chỉ số hàng tồn kho/doanh thu tại Mỹ vẫn đang ở mức tương đối cao trong khi nhu cầu chưa thể hồi phục sớm do lãi suất vẫn neo ở mức cao và dự kiến tiếp tục nâng lãi suất của FED từ giờ đến cuối năm. Thị trường Trung Quốc mở cửa không đóng góp nhiều như kỳ vọng với kim ngạch xuất nhập khẩu các sản phẩm xuất khẩu chủ lực của Việt Nam như cá tra và tôm giảm mạnh lần lượt 68% và 30% trong 4 tháng đầu năm. Một số nguyên nhân có thể kể đến như cạnh tranh cao từ các thị trường, hàng hoá thay thế là thịt heo giảm giá, chi tiêu yếu. Thị trường EU nhu cầu đang tương đối ổn định, người dân ưa chuộng cá tra Việt Nam do giá thành rẻ và nguồn cung cá minh thái vốn là sản phẩm cạnh tranh với cá tra đang bị gián đoạn do căng thẳng chính trị.

Khuyến nghị Trung lập cho các cổ phiếu ngành thủy sản. Phần lớn các doanh nghiệp thủy sản đều có mức nền khá cao từ năm 2022, KQKD các doanh nghiệp dự báo tiếp tục ảm đạm trong Q2 và cả Q3, các tín hiệu hồi phục cũng chưa thực sự rõ ràng. Chúng tôi nhận thấy các cổ phiếu đều đã về vùng định giá hợp lý nhưng chưa thực sự hấp dẫn, một vài cổ phiếu đã có mức tăng tương đối từ đáy phản ánh các kỳ vọng hồi phục trong cuối năm. Nhà đầu tư có thể tiếp tục nắm giữ các cổ phiếu đầu ngành như VHC, ANV cho mục tiêu dài hạn.

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên Phân tích

Dầu khí

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: GAS, BSR,
PVS, PVD

Giá dầu giảm trong 1H2023. Giá dầu thô Brent đã rơi từ mức 85 USD/thùng đầu tháng 01/2023 xuống mức 75 USD/thùng trong tháng 5/2023. Giá dầu suy giảm chủ yếu do thị trường bi quan về triển vọng nền kinh tế thế giới.

Kỳ vọng giá dầu hồi phục trong 2H2023. Chúng tôi cho rằng giá dầu thô có thể sẽ quay trở lại mốc 80-85 USD/thùng trong nửa sau năm 2023 do tăng trưởng sản xuất dầu đá phiến của Mỹ không thể bù đắp cho sản lượng cắt giảm từ khối OPEC+. Chúng tôi đánh giá rằng ượng suy giảm của nguồn cung toàn cầu sẽ có khả năng làm cán cân cung cầu dầu thô bị thâm hụt mặc cho triển vọng kinh tế thế giới ảm đạm có thể khiến nhu cầu tiêu thụ trong năm 2023 tăng trưởng chậm lại.

Cán cân cung cầu dự báo có lợi cho giá dầu thô. Tháng 06/2023, các thành viên thuộc khối OPEC+ đã thống nhất duy trì mức cắt giảm sản lượng 3.66 triệu thùng dầu/ngày cho tới hết năm 2023 nhằm hỗ trợ giá dầu thô trên thị trường. Riêng Saudi Arabia tình nguyện cắt giảm thêm 1 triệu thùng/ngày kể từ tháng 07/2023, nâng tổng lượng cắt giảm của khối OPEC+ lên tới 4.66 triệu thùng/ngày, tương đương với khoảng 4.6% nhu cầu tiêu thụ của thế giới. Cơ quan Thông tin năng lượng Mỹ (EIA) đưa ra dự báo rằng tồn kho dầu thô thế giới có thể sẽ ghi nhận mức thâm hụt liên tục từ quý 3 tới cuối năm 2023 do hệ quả từ các quyết định cắt giảm sản lượng từ khối OPEC+. Cơ quan năng lượng quốc tế (IEA) dự báo nguồn cung dầu thô toàn cầu có thể đạt 101.3 triệu thùng/ngày trong khi nhu cầu tăng thêm 2.4 triệu thùng/ngày lên mức kỷ lục 102.3 triệu thùng/ngày trong năm 2023. Khu vực ngoài OECD (bao gồm Trung Quốc, Ấn Độ,...) được kỳ vọng sẽ đóng góp tới 90% tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ dầu thô thế giới trong năm.

Kỳ vọng vào tiến độ đại dự án Lô B – Ô Môn. Dự án vẫn đang trong quá trình xin phê duyệt Quyết định đầu tư cuối cùng (FID). Theo kế hoạch, dự án sẽ đón dòng khí đầu tiên vào năm 2026 và sẽ cung cấp khoảng 5-7 tỷ m3 (bcm) khí/năm trong vòng đời 23 năm. Từ 2023 đến 2026, dự án sẽ đem lại khối lượng công việc khổng lồ, ước tính khoảng 10 tỷ USD cho các doanh nghiệp dịch vụ xây dựng và khoan thượng nguồn. Chúng tôi kỳ vọng PVN sẽ xin được phê duyệt FID vào cuối năm 2023 để dự án có thể đảm bảo tiến độ khai thác vào năm 2026.

Triển vọng của cổ phiếu Dầu khí theo nhóm. Đối với nhóm thượng nguồn, Lô B - Ô Môn sẽ tạo ra khối lượng công việc lớn cho PVD và PVS trong trung hạn. Riêng PVD được hưởng lợi nhờ giá dầu ở mức tốt, thúc đẩy nhu cầu thuê giàn khoan

trong khu vực. PVS sẽ có động lực tăng trưởng từ Quy hoạch điện VIII với các dự án kho LNG và điện gió ngoài khơi. Với nhóm trung nguồn, giá LNG đã rơi xuống mức hợp lý, giúp nâng cao tính khả thi cho kế hoạch nhập khẩu LNG của GAS. Đối với nhóm hạ nguồn, chúng tôi kỳ vọng BSR sẽ tận dụng được cơ hội khi crack spread được kỳ vọng ở mức tốt trong mùa cao điểm tiêu thụ tới.

Chúng tôi duy trì quan điểm TÍCH CỰC đối với ngành Dầu khí trong quý 3 năm 2023 dựa trên kỳ vọng giá dầu sẽ cải thiện và tiến triển trong dự án Lô B – Ô Môn. Giá cổ phiếu PVS và PVD đã có nhịp tăng tốt trong 1H2023, phần nào phản ánh triển vọng tích cực ngắn hạn. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể chờ các nhịp điều chỉnh để giải ngân đối với 2 mã cổ phiếu này. Các cơ hội đầu tư có thể xem xét bao gồm cổ phiếu GAS với giá đã rơi về mức định giá hấp dẫn với PE 15.2x thấp hơn P/E trung bình 5 năm 16.2x. Cổ phiếu BSR tuy đã tăng giá khá tốt trong 1H2023, nhưng vẫn đang có mức định giá hấp dẫn với PB 1.1x thấp hơn PB trung bình 5 năm 1.4x. Các rủi ro đầu tư chính bao gồm (1) Biến động giá dầu do triển vọng kinh tế thế giới xấu đi và (2) FID dự án Lô B – Ô Môn chậm phê duyệt.

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên Phân tích

Cảng Biển

Triển vọng: Trung lập
Mã tiêu biểu: GMD, VSC,
HAH, VOS

Cầu vận chuyển hàng hóa suy giảm kéo theo sụt giảm sản lượng hàng hóa thông qua cảng. Lũy kế 5 tháng đầu năm 2023, kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu hàng hóa lần lượt ước đạt 136.17 tỷ USD (-5.9% yoy) và 126.37 tỷ USD (-17.9% yoy). Sản lượng hàng thông qua cảng biển cả nước cũng giảm tương ứng. Tại khu vực cảng Hải Phòng trong 5 tháng đầu năm, sản lượng hàng hóa thông qua cảng đạt 56.29 triệu tấn (-3.19% yoy). Tổng khối lượng hàng hóa thông qua cảng biển tại Bà Rịa – Vũng Tàu đạt 22 triệu tấn, giảm 9.5% so với cùng kỳ.

Sự suy yếu của sản lượng hàng hóa thông qua cảng tác động trực tiếp đến KQKD của các doanh nghiệp khối ngành cảng biển. 1Q2023, các doanh nghiệp cảng như GMD, VSC, PHP đều ghi nhận doanh thu đi ngang hoặc giảm nhẹ so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận ròng giảm mạnh do sản lượng hàng giảm sút, chi phí đầu vào tăng cao.

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm trung lập với các doanh nghiệp khối ngành cảng biển vào quý tới, giá dự kiến sẽ tiếp tục đi ngang, sản lượng vẫn chưa thể hồi phục trong ngắn hạn do: (1) sự thắt chặt chính sách tiền tệ của đa số các ngân hàng trung ương lớn trên thế giới kéo theo sức tiêu dùng giảm mạnh, xuất nhập khẩu tiếp tục giảm, đặc biệt là khu vực phía Nam khi mà cầu từ thị trường Mỹ suy yếu, ảnh hưởng trực tiếp tới sản lượng thông qua cảng và (2) sự sụt giảm về cầu dịch vụ cảng biển gia tăng cạnh tranh, có nguy cơ ảnh hưởng đến mức giá dịch vụ cảng vốn đang thấp sẵn tại Việt Nam. Tuy nhiên trong trung và dài hạn, ngành cảng biển Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng phát triển dựa trên: (1) Việt Nam đã ký kết một loạt các hiệp định thương mại tự do, (2) mới đây bộ GTVT trình Quy hoạch nhóm cảng biển với tổng mức đầu tư đến 2030 khoảng hơn 300 nghìn tỷ, tập trung đẩy mạnh phát triển CSHT, (3) ngày càng có nhiều tuyến vận tải quốc tế mới của các hãng tàu lớn có điểm dừng khai thác ở Việt Nam.

Ngành vận tải biển có dấu hiệu phục hồi nhẹ dù vẫn còn rất nhiều khó khăn trước mắt. Trong 2Q2023, giá cước giao ngay đã có xu hướng giảm tốc và đi ngang sau hơn 1 năm giảm giá liên tục về mức trước covid trong khi đó giá cho thuê định hạn sau khi giảm mạnh vào quý 1 đã phục hồi tăng vào đầu quý 2 và đang có xu hướng đi ngang. Một số yếu tố khó khăn các doanh nghiệp vận tải biển phải đối mặt bao gồm: (1) nhu cầu vận tải biển giảm mạnh ở nhiều thị trường tiêu thụ lớn do sức mua giảm sút trong bối cảnh kinh tế nhiều biến động, (2) các đơn đặt hàng đóng mới tàu container trong 10 quý vừa qua tăng cao đạt kỷ lục 7.54 triệu Teu gây áp lực dư cung, tăng cạnh tranh và (3) quy định

giảm phát thải carbon từ tàu của IMO sẽ ảnh hưởng đáng kể tới hiệu quả khai thác đội tàu của các công ty có nhiều tàu cũ.

Trong 2Q2023, các cổ phiếu cảng và vận tải biển đã có mức tăng giá từ 10 đến 20%. Chúng tôi đánh giá các thông tin tích cực ngắn hạn đã được phản ánh phần lớn vào mức giá hiện tại, Các hoạt động giải ngân mới chỉ nên được xem xét khi giá được chiết khấu về các vùng hỗ trợ thấp. Một số cổ phiếu vận tải biển vẫn đang ở vùng định giá P/E và P/B tương đối hấp dẫn như HAH, VOS là cơ hội đáng chú ý cho các nhà đầu tư dài hạn.

Nguyễn Ngọc Anh – Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhdh@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienns@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.