

Triển vọng TTCK Việt Nam Quý 2/2023

Tranh sáng, tranh tối

Chúng tôi giữ nguyên mức dự báo đưa ra trong Báo cáo chiến lược 2023 cho chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2022 ở mức 1,236 điểm trong kịch bản cơ sở với các yếu tố (1) lạm phát tại Mỹ tiếp tục xu hướng giảm bền vững, (2) một cuộc suy thoái nhẹ sẽ khiến Fed sớm đảo chiều chính sách, (3) NHNN tiếp tục triển khai các chính sách hỗ trợ nền kinh tế như hạ lãi suất điều hành và mua vào USD, giúp mặt bằng lãi suất trong nền kinh tế tiếp tục hạ nhiệt. Trong đó, chúng tôi hạ nhẹ dự báo tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX từ 8.05% (đưa ra trong Báo cáo chiến lược 2023) xuống mức 5%, phản ánh sự suy yếu trong hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp sau số liệu tăng trưởng quý 4/2022 gây thất vọng, đồng thời tương đồng với sự suy yếu về nền tảng vĩ mô trong nước; trong khi nâng mức P/E mục tiêu cho năm 2022 lên 14.3 lần (từ mức 14.1 lần đưa ra trước đó – *Các chỉ số P/E của các thị trường trong báo cáo này được điều chỉnh tăng đồng loạt theo Bloomberg với việc loại bỏ các lợi nhuận bất thường của doanh nghiệp khi tính EPS*), nhằm phản ánh xu hướng hạ lãi suất của nền kinh tế, cũng như chính sách ôn hòa hơn của các NHTW.

Xét riêng trong quý 2, chúng tôi cho rằng xu hướng hạ lãi suất trong nền kinh tế, cũng như các tín hiệu tích cực hơn từ chính sách điều hành của FED sẽ là yếu tố chính hỗ trợ xu hướng thị trường. Dù vậy, 2 yếu tố trọng yếu tiềm ẩn rủi ro lên thị trường là các thông tin liên quan đến thị trường TPDN, cùng với nguy cơ xuất hiện thêm các vụ đổ vỡ của một số ngân hàng mang tính toàn cầu (các sự kiện thiên nga đen tương tự như SVB và Credit Suisse có thể sẽ tiếp tục xuất hiện). Chúng tôi cho rằng cả 2 yếu tố này sẽ căng thẳng nhất vào quý 2 và quý 3 năm nay, khi mà áp lực đáo hạn TPDN trong nước là rất lớn; trong khi đỉnh lãi suất điều hành của các NHTW sẽ rơi vào cuối quý 2 trước khi có thể giảm dần từ quý 3. Với cơ sở đó, chúng tôi không cho rằng thị trường có cơ hội bứt phá mạnh mẽ ngay trong quý 2, khi mà các yếu tố rủi ro đang có phần chiếm ưu thế. Các nhịp tăng/giảm đan xen sẽ xuất hiện với xu hướng chung là đi ngang xuyên suốt cả quý.

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 AnhGiám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường
anhthd@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công

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

Lê Hạnh Quyên

Chuyên viên vĩ mô
quyenlh@kbsec.com.vn

31/03/2023

Mục lục

I. Triển vọng TTCK Quý 2/2023	
II. Hoạt động sản xuất kinh doanh	6
III. Yếu tố tác động đến thị trường	8
1. Chính sách tiền tệ của Fed và rủi ro suy thoái của Mỹ	8
2. Rủi ro từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp	11
3. Xu hướng lãi suất của nền kinh tế	16
IV. KBSV Top picks và danh mục mẫu quý 2	20
V. Triển vọng ngành	22
Bất động sản KCN (KBC, PHR, IDC, GVR, TRUNG LẬP)	22
Cảng biển (GMD, VSC, HAH, TRUNG LẬP)	23
Bán lẻ (MWG, PNJ, MSN TRUNG LẬP)	24
Bất động sản (VHM, KDH, NLG, TRUNG LẬP)	25
Ngân hàng (VCB, BID, MBB, STB, ACB, TRUNG LẬP)	26
Công nghệ - Thông tin (FPT, CMG, TÍCH CỰC)	28
Dầu khí (GAS, BSR, PLX, PVT, TÍCH CỰC)	29
Điện lực (POW, NT2 REE, QTP, GEG, PC1, TÍCH CỰC)	30
Thép (HPG, HSG, NKG, TRUNG LẬP)	31

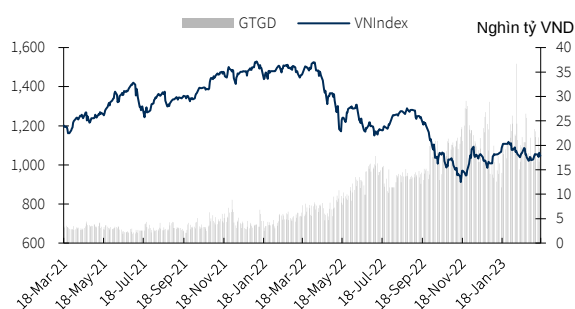
I. Triển vọng TTCK Quý 2/2023

TTCK Việt Nam đi ngang trong quý 1 khi chịu tác động bởi các yếu tố trái chiều

TTCK Việt Nam có diễn biến đi ngang trong cả quý 1 với các nhịp tăng giảm ngắn đan xen. Giai đoạn 1 diễn ra trong tháng 1, thị trường chứng kiến sự phục hồi mạnh trên diện rộng nhờ động lực đến từ xu hướng hạ nhiệt của mặt bằng lãi suất huy động và cho vay kết hợp với xu hướng mua ròng mạnh mẽ của khối ngoại. Giai đoạn 2 là phần còn lại của quý 1, thị trường biến động giằng co theo xu hướng giảm trước các thông tin về thị trường TPDN trong nước cũng như rủi ro đến từ hệ thống ngân hàng toàn cầu trước các sự kiện Silicon Valley Bank và Credit Suisse.

Tính cho đến hết ngày 30/03/2023, chỉ số VNIndex tăng 5% về điểm số, trong khi giá trị giao dịch bình quân phiên giảm 5% so với cùng kỳ.

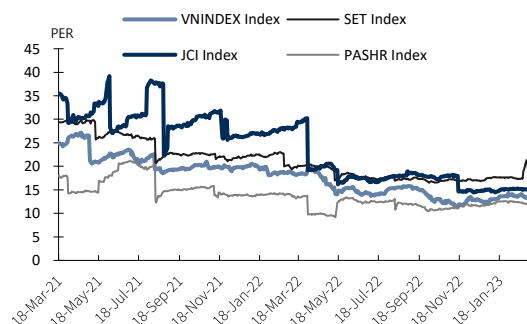
Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



Nguồn: Bloomberg, KBSV

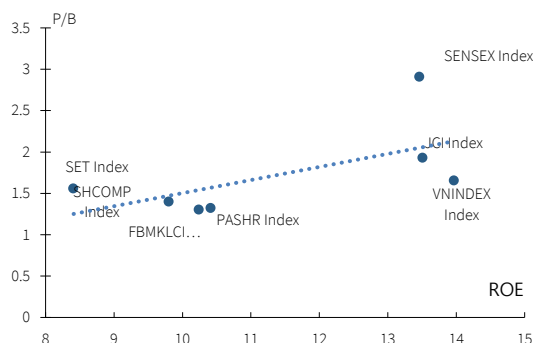
Chú thích: P/E chỉ số các thị trường thay đổi theo cách tính mới của Bloomberg (loại bỏ lợi nhuận bất thường của doanh nghiệp khi tính EPS)

Biểu đồ 2. Biến động P/E nhóm ASEAN4



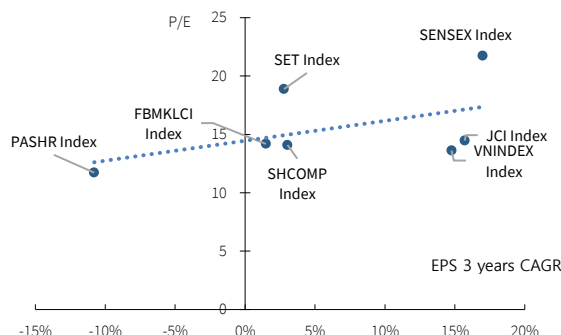
Nguồn: Bloomberg, KBSV

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



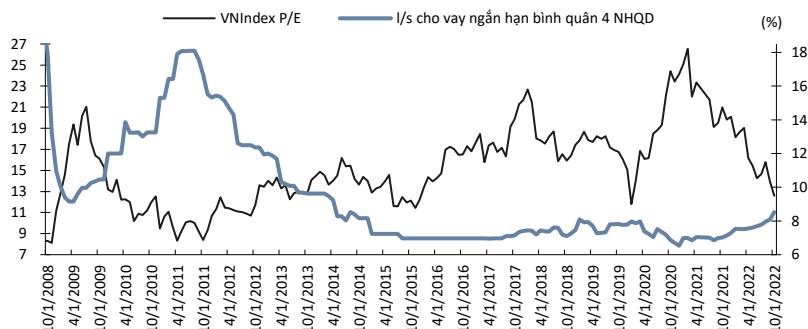
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Thị trường Việt Nam đang được định giá hấp dẫn trong tương quan so sánh với các TTCK trong khu vực

Trong tương quan so sánh về mặt định giá với các TTCK trong khu vực, TTCK Việt Nam có sức hấp dẫn tương đối với P/B thấp (Biểu đồ 3- so sánh ROE và P/B), và P/E thấp (Biểu đồ 4 - trong tương quan so sánh tăng trưởng EPS bình quân 3 năm gần nhất và P/E). Điều này cũng được phản ánh qua động thái mua

ròng mạnh mẽ của khối ngoại trong khoảng 6 tháng trở lại đây khi thị trường biến động quanh vùng đáy; trong khi giao dịch không nổi trội và nghiêng về chiều bán ròng ở các thị trường trong khu vực.

Biểu đồ 5: Tương quan lãi suất và P/E chỉ số VNIndex



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biến động P/E của VNIndex có mối tương quan chặt chẽ với mặt bằng lãi suất

TTCK Việt Nam có biến động tương quan chặt chẽ với diễn biến mặt bằng lãi suất, có thể quan sát thấy từ biến động P/E của chỉ số VNIndex và mặt bằng lãi suất cho vay ngắn hạn bình quân của 4 ngân hàng quốc doanh (Biểu đồ 5). Trong đó, mối tương quan thể hiện rõ trong 2 giai đoạn mặt bằng lãi suất có biến động mạnh là giai đoạn 2008-2013 và 2020-2022; riêng giai đoạn 2014-2019, mặt bằng lãi suất khá ổn định nên mức độ tác động lên TTCK là không quá lớn. Với kỳ vọng xu hướng hạ lãi suất, bắt đầu từ cuối tháng 1 cho đến nay, sẽ tiếp diễn trong thời gian tới khi mà các yếu tố gây áp lực như lạm phát, tỷ giá và thanh khoản hệ thống ngân hàng đã hạ nhiệt, kết hợp với các chính sách điều hành của Chính phủ và NHNN (xem thêm phần III. 3 – xu hướng lãi suất của nền kinh tế), chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là yếu tố hỗ trợ chính giúp định giá chỉ số VNIndex (theo P/E) được cải thiện từ nay đến cuối năm.

Bảng 1. Các yếu tố chính tác động đến thị trường trong 6 tháng cuối năm 2022 (xem thêm phần IV của báo cáo)

Yếu tố thuận lợi	Mức độ tác động	Khả năng xảy ra	Yếu tố rủi ro	Mức độ tác động	Khả năng xảy ra
Mặt bằng lãi suất giảm	Mạnh	Cao	Suy thoái kinh tế hoặc khủng hoảng tài chính toàn cầu nghiêm trọng	Mạnh	Thấp
Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công	Trung bình	Cao	Sự đổ vỡ trên diện rộng của thị trường TPDN	Mạnh	Trung bình
FED giảm lãi suất	Trung bình	Trung bình	Tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp sụt giảm	Trung bình	Cao

Nguồn: KBSV

Vùng điểm hợp lý của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm là 1,236 điểm

Đối với dự báo triển vọng TTCK từ nay đến cuối năm, chúng tôi hạ nhẹ dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX từ mức 8.05% trong báo cáo năm xuống mức 5% (phản ánh tiềm năng tăng trưởng suy yếu sau số liệu quý 4/2022 gây thất vọng), tuy nhiên đồng thời nâng mức P/E

phù hợp của thị trường từ 14.1 lần đưa ra trong báo cáo năm lên mức 14.3 lần (phản ánh kỳ vọng mặt bằng lãi suất sẽ giảm nhanh hơn so với mức dự báo đưa ra thời điểm đầu năm trước việc NHNN hạ lãi suất điều hành, cũng như chính sách ôn hoà hơn từ FED). Theo đó, mức điểm VNIndex mục tiêu cuối năm không đổi ở 1,236 điểm (so với mức 1,240 đưa ra trong báo cáo năm).

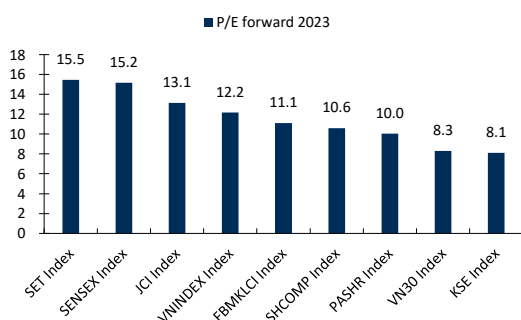
Các yếu tố trọng yếu có thể làm thay đổi dự báo của chúng tôi: i) xuất hiện thêm các sự kiện đổ vỡ của hệ thống ngân hàng toàn cầu tương tự SVB, Credit Suisse với quy mô và tầm ảnh hưởng lớn hơn; ii) thị trường TPDN căng thẳng và xuất hiện thêm 1 số DN niêm yết lớn tiếp tục mất khả năng thanh toán; iii) suy thoái kinh tế trầm trọng hoặc lạm phát quay trở lại xu hướng tăng.

TTCK trong quý 2 được dự báo biến động lành tính đi ngang

Xét riêng trong quý 2, chúng tôi cho rằng xu hướng hạ lãi suất trong nền kinh tế, cũng như các tín hiệu tích cực hơn từ chính sách điều hành của FED sẽ là yếu tố chính hỗ trợ xu hướng thị trường. Ở chiều ngược lại, có 2 yếu tố tiềm năng gây áp lực khiến thị trường điều chỉnh là các thông tin liên quan đến thị trường TPDN, cùng với nguy cơ đổ vỡ của hệ thống ngân hàng toàn cầu (các sự kiện thiên nga đen tương tự như SVB và Credit Suisse có thể sẽ tiếp tục xuất hiện). Chúng tôi cho rằng cả 2 yếu tố này sẽ căng thẳng nhất vào quý 2 và quý 3 năm nay, khi mà áp lực đáo hạn TPDN trong nước là rất lớn; trong khi đỉnh lãi suất điều hành của các NHTW sẽ rơi vào cuối quý 2 trước khi có thể giảm dần từ quý 3.

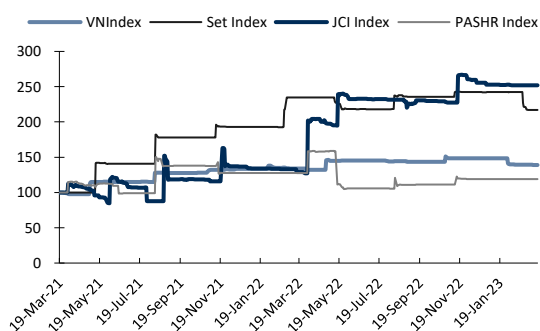
Với cơ sở đó, chúng tôi không cho rằng thị trường có cơ hội bứt phá mạnh mẽ ngay trong quý 2, khi mà các yếu tố rủi ro đang có phần chiếm ưu thế. Các nhịp tăng/giảm đan xen sẽ xuất hiện với xu hướng chung là đi ngang xuyên suốt cả quý.

Biểu đồ 6. P/E forward 2022 các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 7. Biến động EPS nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

II. Hoạt động kinh doanh

Các doanh nghiệp trong quý 4 trên sàn HSX duy trì tăng trưởng về doanh thu, tuy nhiên lợi nhuận sụt giảm mạnh

Theo số liệu thống kê, tổng doanh thu của các doanh nghiệp trên sàn HSX tăng trưởng 10.3% YoY trong quý 4. Đóng góp phần lớn vào đà tăng là nhóm ngành tài chính (+28% YoY), dẫn đầu bởi các ngân hàng quốc doanh vốn hoá lớn. Các nhóm ngành phòng thủ vốn ít chịu tác động của suy thoái kinh tế cũng duy trì kết quả ổn định như năng lượng (+50%) và tiện ích (+22%) nhờ sản lượng phục hồi và nhu cầu tiêu thụ năng lượng tăng cao.

Mặc dù vậy, chi phí đầu vào và chi phí tài chính tăng cao khiến cho lợi nhuận toàn thị trường giảm mạnh (-29.5% YoY). Các nhóm ngành sụt giảm mạnh nhất do chịu ảnh hưởng nặng nề từ tác động của chính sách tiền tệ siết chặt, nhu cầu tiêu thụ trong nước suy yếu và diễn biến xuất khẩu kém khả quan là công nghiệp (lợi nhuận cả ngành giảm từ 4.7 nghìn tỷ 4Q2021 xuống -3.8 nghìn tỷ 4Q 2022, chủ yếu do ảnh hưởng bởi HVN, VJC), nguyên vật liệu (-95.6% YoY, do ảnh hưởng bởi HPG, HSG), hàng tiêu dùng thiết yếu (-86.9% YoY, chủ yếu bị ảnh hưởng bởi MSN, VNM, HNG) và hàng tiêu dùng không thiết yếu (-51.2% YoY do ảnh hưởng của MWG). Tính chung cả năm 2022, doanh thu của các doanh nghiệp niêm yết tăng trưởng 16.3% YoY trong khi lợi nhuận sau thuế vẫn tăng nhẹ 4.4% YoY nhờ kết quả kinh doanh tích cực trong nửa đầu năm.

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX năm 2023 đạt 5% YoY

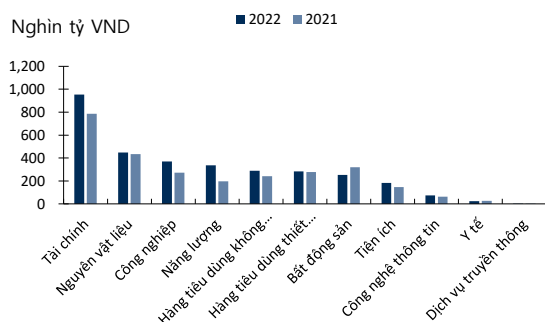
Xét đến các yếu tố rủi ro như: i) lãi suất dù đang trong xu hướng giảm, tuy nhiên vẫn ở mức nền cao xuyên suốt cả năm 2023 so với quá khứ; ii) tăng trưởng của các nền kinh tế lớn chậm lại ảnh hưởng đến hoạt động xuất khẩu, thu hút vốn FDI; iii) tình hình trái phiếu trong nước có nhiều diễn biến tiêu cực, thị trường bất động sản trầm lắng, sức cầu trong nước yếu và rủi ro nợ xấu là hiện hữu; theo đó, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng đối với tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trong năm 2023.

Trong đó, các nhóm ngành chịu ảnh hưởng tiêu cực nhất là nguyên vật liệu (-24% yoy) do tình hình khó khăn của ngành xây dựng trước những vướng mắc về pháp lý và môi trường tín dụng bị siết chặt và ngành Bất động sản (-7% yoy) trước những khó khăn trong việc tái cơ cấu nợ và nhu cầu mua nhà suy yếu do lãi suất tăng. Ở chiều ngược lại, các ngành dẫn dắt xu hướng tăng trưởng là ngành công nghiệp (+99% yoy) nhờ việc Trung Quốc mở cửa và các chuyến bay quốc tế được nối lại tác động tích cực lên HVN và VJC; ngành năng lượng (+63% yoy) nhờ nhu cầu tiêu thụ phục hồi và hoạt động khai thác dầu khí tăng trưởng khả quan; ngành công nghệ thông tin duy trì tăng trưởng ổn định và được dẫn dắt bởi mã đầu ngành FPT (+20% yoy). Riêng đối với ngành tài chính (+9% yoy), dù 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, phản ánh các rủi ro gia tăng ở nhóm ngành ngân hàng khi NIM bị thu hẹp, và rủi ro chất lượng tài sản trước các biến động của thị trường bất động sản và TPDN. Theo đó, chúng tôi dự phóng FY23 EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX tăng 5% yoy

(giảm từ mức tăng 8.05% yoy đưa ra trong báo cáo năm) so với năm 2022.

Rủi ro trọng yếu có thể khiến chúng tôi tiếp tục điều chỉnh giảm dự phóng bao gồm: trái phiếu xảy ra tình trạng vỡ nợ trên diện rộng; nợ xấu ngân hàng tăng mạnh; và lãi suất tăng trở lại ảnh hưởng đến chi phí lãi vay.

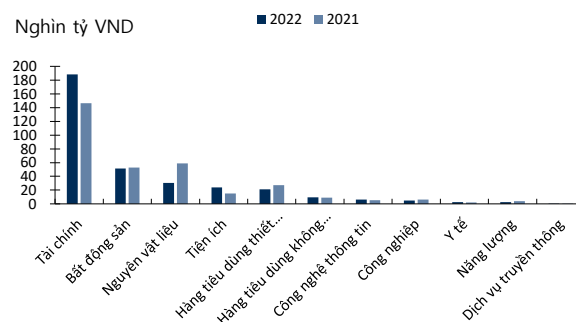
Biểu đồ 8. Doanh thu 2022 so với cùng kỳ



Nguồn: KBSV

Ghi chú: phân ngành theo chuẩn GICS

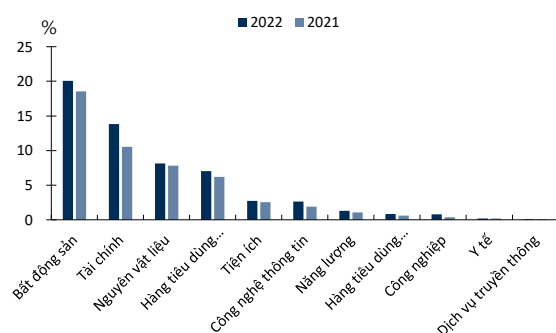
Biểu đồ 9. Lợi nhuận 2022 so với cùng kỳ



Nguồn: KBSV

Ghi chú: phân ngành theo chuẩn GICS

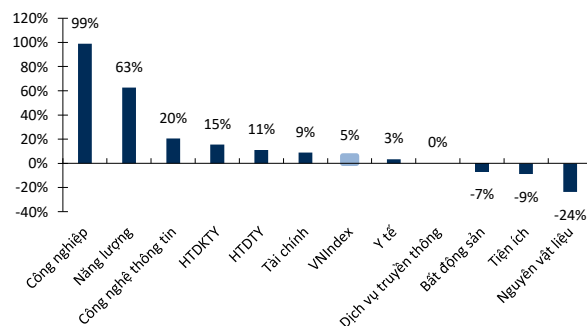
Biểu đồ 10. Chi phí tài chính 2022 so với cùng kỳ



Nguồn: KBSV

Ghi chú: phân ngành theo chuẩn GICS

Biểu đồ 11. Tăng trưởng dự phóng EPS 2023 các ngành YoY



Nguồn: KBSV

Ghi chú: phân ngành theo chuẩn GICS

III. Yếu tố tác động đến thị trường

1. Chính sách tiền tệ của FED và rủi ro suy thoái của Mỹ

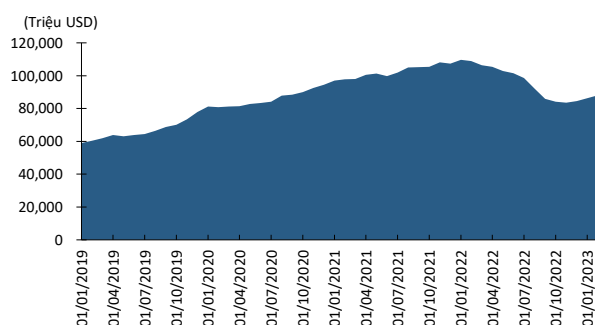
NHNN mua ròng trở lại USD giai đoạn đầu năm yếu tố quan trọng hỗ trợ thị trường tăng giá

Sau khi đưa ra thông báo giảm lãi suất điều hành kể từ ngày 15/3, NHNN thông báo đã mua ngoại tệ trở lại từ các tổ chức tín dụng để bổ sung dự trữ ngoại hối sau khi đã bán ra khoảng 25 tỷ USD trong năm 2022. Theo ước tính của chúng tôi, NHNN trong hai tháng đầu năm đã mua được khoảng 3.5 tỷ USD nhờ diễn biến tỷ giá thuận lợi. Tính theo giá chào mua 23,450 VND/USD, NHNN đã bơm vào hệ thống ngân hàng khoảng 82,000 tỷ đồng. Đây là yếu tố quan trọng giúp hỗ trợ thanh khoản trong nền kinh tế nói chung và đà tăng của thị trường chứng khoán nói riêng.

Biến động của TTCK Việt Nam có tương quan chặt chẽ với chỉ số DXY

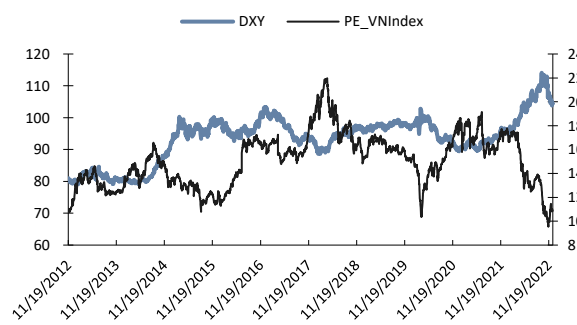
Trong giai đoạn cuối năm 2022, áp lực tỷ giá tăng mạnh đến từ diễn biến leo dốc của đồng USD do ảnh hưởng của các đợt tăng lãi suất của FED đã tác động tiêu cực lên thị trường chứng khoán. Trên thực tế, biến động TTCK Việt Nam, hay các TTCK mới nổi nói chung, có tương quan chặt chẽ với chỉ số DXY (Biểu đồ 14). Do đó, việc dự báo diễn biến đồng USD (bám theo chính sách điều hành của FED, rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ) đóng vai trò quan trọng trong việc dự báo áp lực tỷ giá của VN trong năm 2023, qua đó giúp đánh giá được triển vọng phục hồi của TTCK.

Biểu đồ 12. Việt Nam-Dự trữ ngoại hối (DVT: Tỷ USD)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 13. Diễn biến chỉ số DXY và hệ số P/E của VNIndex



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Lạm phát đang hạ nhiệt trong khi hệ thống tài chính Mỹ đang có những dấu hiệu bất ổn

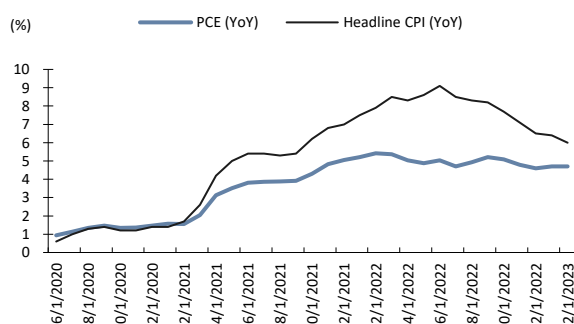
Trong tháng 3, một vài tín hiệu tích cực đã bắt đầu xuất hiện dự báo việc Fed có thể sẽ sớm dừng tăng lãi suất và đảo chiều chính sách trong năm nay. Đầu tiên là việc lạm phát trong tháng 2 tiếp tục giảm về mức 6% từ mức 6.4% trước đó. Lạm phát lõi trong tháng 4 tăng 0.5% MoM và 5.5% YoY, giảm 0.1 điểm phần trăm so với tháng trước cho thấy lạm phát đang dần hạ nhiệt, dù tốc độ giảm chưa nhanh như kỳ vọng. Thứ hai là những mất xích yếu kém trong hệ thống tài chính của Mỹ đang dần lộ rõ với việc hai ngân hàng địa phương là Silicon Valley

Bank và sau đó là Signature Bank, tuyên bố phá sản. Fed đã buộc phải triển khai một chương trình cho vay mới, Bank Term Funding Program (BTFP), với việc cung cấp các khoản vay kỳ hạn một năm, đảm bảo bằng các loại chứng khoán chính phủ, nhằm hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống ngân hàng.

Kỳ vọng về tốc độ tăng lãi suất của FED thay đổi so với đầu năm sau sự kiện SVB và Signature Bank

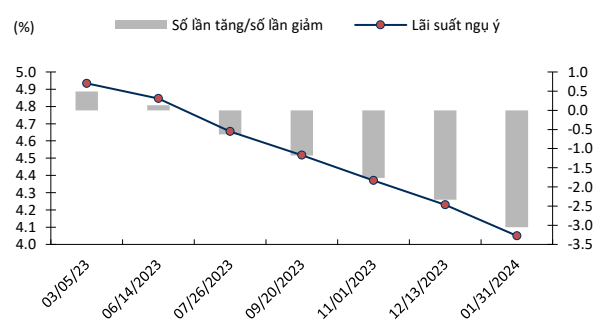
Trong kỳ họp vừa qua, Fed tiếp tục nâng mức lãi suất liên bang lên thêm 25 điểm và tuyên bố sẽ không có lộ trình cắt giảm lãi suất trong năm nay. Những số liệu của khu vực dịch vụ như vận tải và giải trí hiện vẫn đang duy trì ở mức cao hơn so với kỳ vọng buộc Fed phải kiên trì với lộ trình đã đề ra. Tuy nhiên, điều này vẫn không làm thay đổi kỳ vọng của thị trường về việc đảo chiều chính sách. Mức trần lãi suất ngụ ý hiện vẫn đang dừng lại ở mức 4.9% trong tháng 5 và giảm dần về 4.4% vào cuối năm. Theo khảo sát của CME tại thời điểm cuối tháng 3 cho thấy xác suất giữ nguyên mức lãi suất liên bang trong kỳ họp tới là gần 60%.

Biểu đồ 14. Mỹ - Chỉ số lạm phát và lạm phát lõi



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 15. Lãi suất ngụ ý



Nguồn: Bloomberg, KBSV

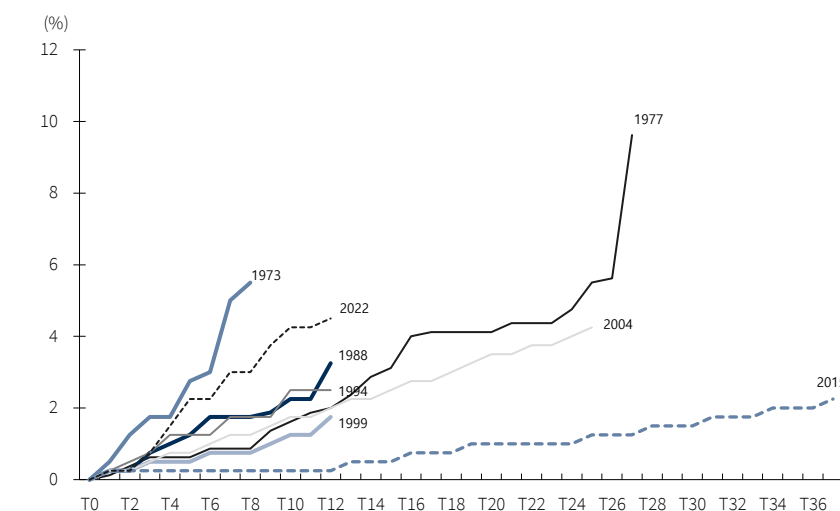
Tỷ lệ thất nghiệp ở Mỹ bất ngờ tăng trong tháng 2 trong khi chỉ số PMI duy trì dưới ngưỡng 50 điểm tháng thứ 4 liên tiếp

Kỳ vọng trên là hoàn toàn có cơ sở khi mà nền kinh tế Mỹ đang dần bộc lộ những bất ổn do tác động của việc nâng lãi suất với tốc độ nhanh thứ hai chỉ sau đợt siết chặt năm 1980 (Biểu đồ 16). Tỷ lệ thất nghiệp trong tháng 2 đã tăng lên 0.2 điểm phần trăm so với tháng 1, lên mức 3.6%. Nhiều ngành nghề hiện đã cho thấy những dấu hiệu suy yếu và rạn nứt, đặc biệt là các ngành có mức độ nhạy cảm cao với lãi suất như thị trường bất động sản. Cụ thể, doanh số bán nhà đã sụt giảm hơn 25% chỉ sau 6 tháng tính từ lần nâng lãi suất đầu tiên, mức giảm mà lần siết chặt trong năm 2004 phải mất đến 3 năm (Biểu đồ 18).

Hoạt động của các doanh nghiệp sản xuất cũng chịu ảnh hưởng không nhỏ trước tác động của chính sách tiền tệ siết chặt và nhu cầu tiêu thụ nội địa cũng như quốc tế suy yếu. Chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI) trong tháng 2 tăng nhẹ từ mức 47.4 điểm lên 47.7 điểm, đánh dấu tháng thứ 4 liên tiếp hoạt động sản xuất của Mỹ ở dưới ngưỡng 50 điểm. Theo thống kê, trong 23 lần chỉ số PMI ở dưới ngưỡng 50 trong 4 tháng liên tiếp, có đến 10 giai đoạn nền kinh tế đang trong suy thoái và 5 giai đoạn nền kinh tế chuẩn bị bước vào suy thoái trong 6 tháng tiếp theo. Theo nhận định của nhiều định chế tài chính lớn ở Mỹ như Black Rock, JP Morgan, ... một cuộc suy thoái trong giai đoạn nửa cuối năm là khó có thể tránh khỏi. Mức chênh lệch giữa lợi suất của trái phiếu 10 năm – 2 năm cũng chỉ ra việc nền kinh tế Mỹ đang đối mặt với rủi ro rơi vào suy thoái

đang ngày một gia tăng. Trong giai đoạn từ 1970 đến nay, có đến 6/7 lần nền kinh tế Mỹ đã rơi vào suy thoái trong vòng 6-12 tháng kể từ khi đường cong lợi suất bị đảo ngược và chênh lệch lợi suất 10YR-2YR âm.

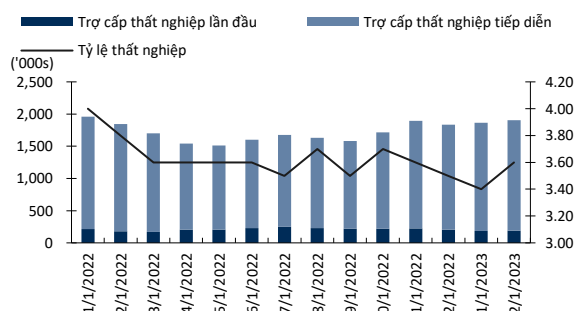
Biểu đồ 16: Diễn biến lãi suất những lần siết chặt trong giai đoạn 1973-2023



Nguồn: Bloomberg, KBSV

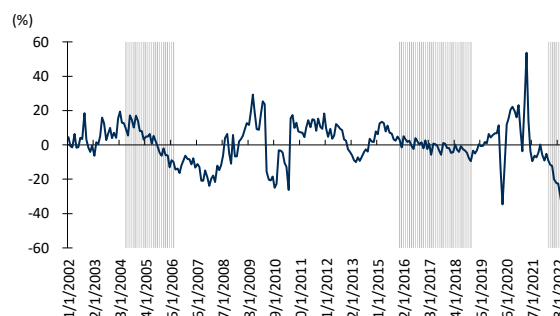
T0 là thời điểm bắt đầu nâng lãi suất lần đầu tiên

Biểu đồ 17. Mỹ-Tỷ lệ thất nghiệp và số người xin trợ cấp thất nghiệp



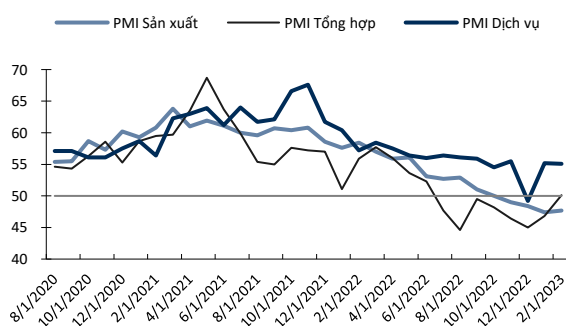
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 18. Mỹ-Tăng trưởng doanh số bán nhà giai đoạn 2002-2023



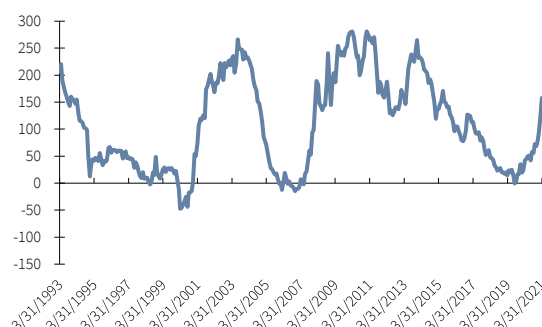
Nguồn: HNX, Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 19. Mỹ-Chỉ số nhà quản trị mua hàng



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 20. Mỹ-Mức chênh lệch lợi suất 10YR2YR



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Kịch bản cơ sở: Tốc độ tăng lãi suất đúng như kỳ vọng, FED dừng nâng lãi suất sau kỳ họp tháng 3

Kịch bản cơ sở: Lạm phát Mỹ tiếp tục xu hướng hạ nhiệt bền vững mặc dù khó có thể đạt mức mục tiêu 2% trong năm 2023 như Fed đặt ra mà sẽ chỉ hạ nhiệt về quanh mức 4.2% (theo dự báo của Bloomberg). Nền kinh tế Mỹ tiếp tục suy yếu với tỷ lệ thất nghiệp tăng nhẹ lên mức 4.4% trong khi lĩnh vực tiêu dùng suy giảm. Sự việc SVB phá sản chỉ mang tính chất cục bộ và không gây ra đổ vỡ dây chuyền và ảnh hưởng đến toàn bộ hệ thống ngân hàng ở Mỹ. Một cuộc suy thoái nhẹ có thể diễn ra vào nửa cuối năm sẽ khiến cho Fed đảo chiều chính sách và cắt giảm lãi suất liên bang. Đồng USD sẽ tiếp tục xu hướng giảm chủ đạo và áp lực tỷ giá trong nước kỳ vọng dần được giải toả, NHNN sẽ có nhiều dư địa để áp dụng các chính sách tiền tệ hỗ trợ (hạ lãi suất điều hành, mua vào USD). Thanh khoản nền kinh tế được cải thiện sẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực cho đà hồi phục của TTCK.

Một cuộc khủng hoảng nghiêm trọng xảy ra với những sự kiện gây đổ vỡ lớn hơn theo sau SVB

Kịch bản tiêu cực: Việc ngân hàng SVB phá sản mới chỉ là khởi đầu cho một cuộc đổ vỡ có quy mô lớn hơn tương tự như việc Bear Stearns sụp đổ hồi tháng 03/2008, và kéo theo sau là sự kiện Lehman Brothers sụp đổ vào tháng 9/2008. Nhìn lại sự đổ vỡ hệ thống ngân hàng ở Mỹ và EU giai đoạn 2008 (Biểu đồ 22) xuất phát từ hoạt động cho vay dưới chuẩn, dẫn đến sự mất kiểm soát chất lượng tín dụng và nợ xấu ngân hàng bùng phát khi nền kinh tế hoạt động không hiệu quả và lãi suất tăng cao; chúng tôi chưa nhận thấy rủi ro hệ thống của hệ thống ngân hàng Mỹ và EU ở thời điểm hiện tại. Dù vậy, giá trị của các tài sản tài chính sụt giảm trước ảnh hưởng của lãi suất tăng cao, các điều kiện tài chính thắt chặt, việc huy động vốn trở nên khó khăn kết hợp với sự suy yếu của nền kinh tế cùng tâm lý tiêu cực bao trùm có thể kích hoạt những rủi ro mới không thể lường trước. Nếu kịch bản này xảy ra, hoạt động sản xuất kinh doanh đình trệ do dòng vốn toàn cầu đóng băng sẽ khiến tăng trưởng kinh tế chậm lại và tác động tiêu cực lên TTCK trong nửa cuối năm.

Biểu đồ 21. Những sự kiện xảy ra trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu giai đoạn 2007-2010



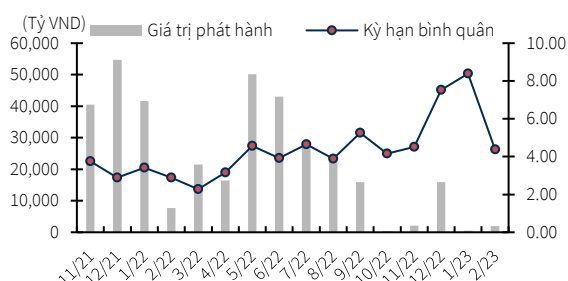
2. Rủi ro từ thị trường TPDN

Rủi ro đáng chú ý nhất đối với TTCK Việt Nam trong năm 2023

Các sự kiện liên quan đến thị trường TPDN là 1 trong những nguyên nhân chính khiến TTCK Việt Nam lao dốc trong năm 2022 do: i) DN gặp khó khăn trong huy động vốn gây gia tăng rủi ro đối với vấn đề thiếu hụt thanh khoản, kéo theo triển vọng tiêu cực trong hoạt động sản xuất kinh doanh, đặc biệt ở các DN bất động sản; ii) hoạt động bán giải chấp diễn ra mạnh mẽ để thu hồi vốn từ phía CTCK hay bán danh mục đầu tư từ phía doanh nghiệp khiến gia tăng áp lực nguồn cung trên thị trường cổ phiếu; iii) tăng rủi ro nợ xấu cũng như áp lực trích lập dự phòng khiến triển vọng kinh doanh của các ngân hàng xấu đi; iv) áp lực cung ứng vốn cho nền kinh tế tập trung trở lại kênh ngân hàng khiến nhu cầu tín dụng cao (một phần dùng để mua trước hạn TPDN) thúc đẩy mặt bằng lãi suất cho vay tăng mạnh.

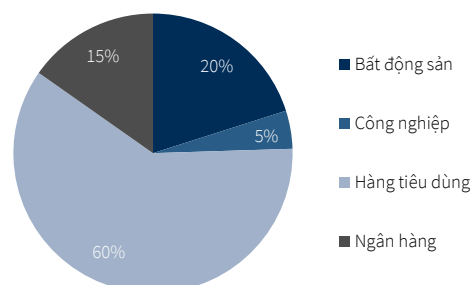
Đây vẫn là yếu tố rủi ro nhất cho thị trường trong năm 2023 khi mà áp lực đáo hạn lớn với giá trị tăng hơn 40% so với năm ngoái. Một số yếu tố gây gia tăng rủi ro vỡ nợ TPDN trong năm nay còn bao gồm mặt bằng lãi suất cao, khả năng phát hành trái phiếu mới để đảo nợ gặp khó khăn do các quy định nghiêm ngặt hơn và niềm tin của nhà đầu tư suy giảm (Biểu đồ 22), thị trường bất động sản trầm lắng.

Biểu đồ 22. Giá trị trái phiếu phát hành



Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 23. Tỷ trọng phát hành trái phiếu năm 2023

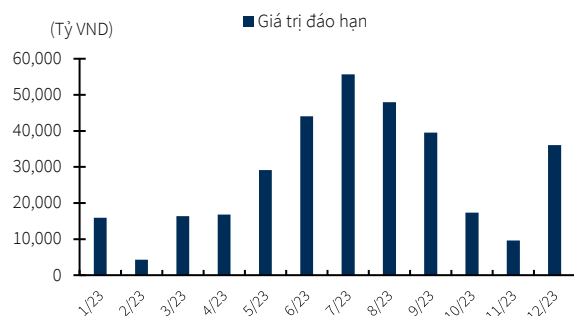


Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Giai đoạn giữa năm 2023 là giai đoạn căng thẳng khi lượng trái phiếu đến hạn lớn

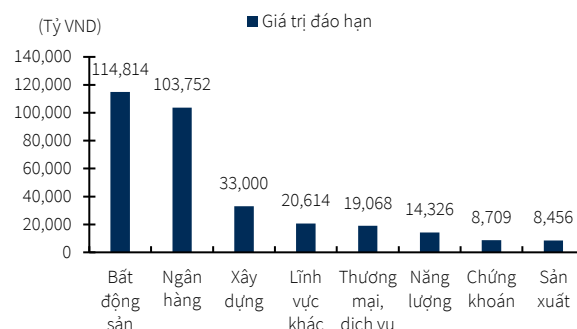
Dự tính sẽ có khoảng 332.8 nghìn tỷ đồng trái phiếu đáo hạn vào năm 2023. Trong đó, lượng trái phiếu đáo hạn sẽ tăng mạnh vào giai đoạn từ tháng 6 đến tháng 9 với giá trị đáo hạn cao nhất rơi vào tháng 7 đạt 55.7 nghìn tỷ đồng, tăng 34% so với cùng kỳ năm 2022. Nhóm bất động sản chiếm tỷ trọng lớn nhất, đạt 114.8 nghìn tỷ đồng và chiếm 36% tổng giá trị đáo hạn trong năm.

Biểu đồ 24. Giá trị trái phiếu đáo hạn



Nguồn: HNX, Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 25. Giá trị đáo hạn theo nhóm ngành năm 2023

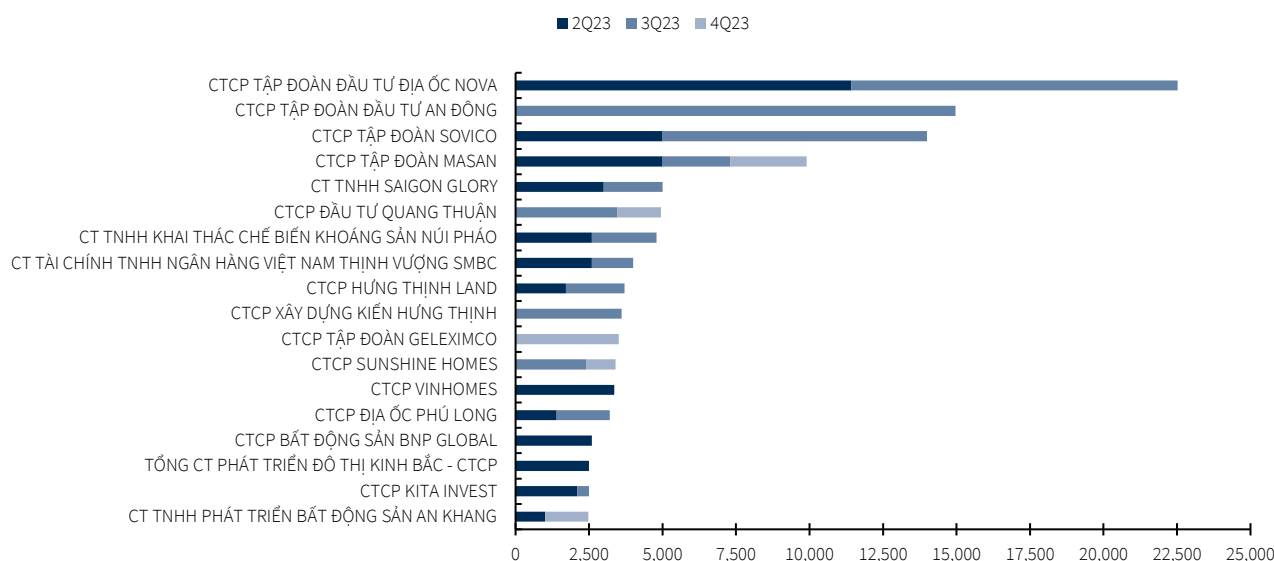


Nguồn: HNX, Fiinpro, KBSV

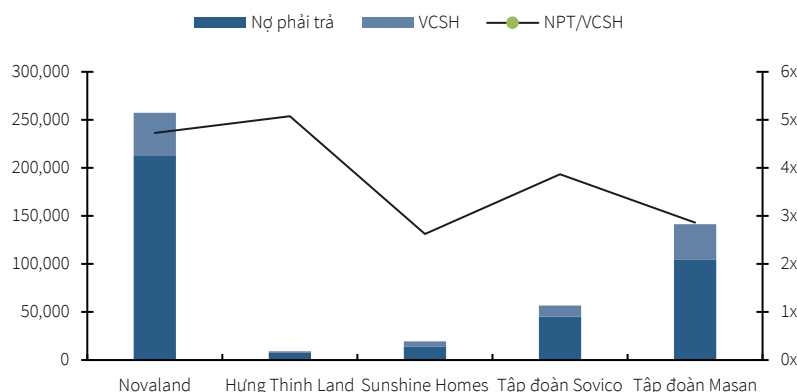
Áp lực đáo hạn gia tăng đối với các doanh nghiệp có cơ cấu nợ vay cao, đặc biệt là các doanh nghiệp bất động sản

Tập đoàn Novaland đứng đầu giá trị trái phiếu đáo hạn trong 3 quý cuối năm 2023 với khoảng 22.5 nghìn tỷ, theo sau đó là Tập đoàn đầu tư An Đông (15 nghìn tỷ), Sovico Group (14 nghìn tỷ) và Masan Group (10 nghìn tỷ). Trong đó, các doanh nghiệp BĐS thuộc nhóm nguy cơ cao do dòng tiền không ổn định và khả năng huy động vốn kém trong thời kỳ bất động sản đóng băng và lãi suất ngân hàng tăng cao. Đặc biệt đối với các doanh nghiệp có cơ cấu vốn sử dụng đòn bẩy cao như Novaland, Hưng Thịnh Land và Sunshine Homes thì nhiều khả năng sẽ không trả được gốc trái phiếu tới hạn trong thời gian tới (biểu đồ 26). Các doanh nghiệp BĐS khác nằm trong danh sách những DN có lượng trái phiếu đáo hạn lớn trong năm 2023 cũng tiềm tàng nhiều nguy cơ do có liên quan đến Vạn Thịnh Phát và Novaland, điển hình như Tập đoàn An Đông, CTCP Đầu tư Quang Thuận và Công ty bất động sản An Khang. Tập đoàn Sovico mang ít rủi ro hơn vì có tiềm lực tài chính tốt, tuy nhiên vẫn cần phải theo dõi thêm do tỷ lệ vay nợ khá cao (gấp 4 lần VCSH) cộng với lượng trái phiếu đáo hạn lớn.

Biểu đồ 26. Các doanh nghiệp phi ngân hàng có giá trị trái phiếu đáo hạn lớn nhất



Nguồn: HNX, Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 27. Cấu trúc vốn một số doanh nghiệp năm 2022

Nguồn: Fiinpro, KBSV

Điểm tích cực và đáng trông đợi trong năm nay đến từ việc Chính phủ và lãnh đạo doanh nghiệp đã sớm nhận diện được các rủi ro liên quan đến thị trường TPDN và ngay từ đầu năm đã đưa ra 1 số các giải pháp nhằm hạ nhiệt rủi ro bao gồm: Ban hành NĐ 08 sửa đổi NĐ 65; đưa ra gói tín dụng hỗ trợ nhà ở xã hội trị giá 110,000 tỷ VNĐ; tháo gỡ khó khăn cho các dự án trọng điểm của doanh nghiệp; nỗ lực hạ lãi suất nhằm tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp, đặc biệt các doanh nghiệp bất động sản...

Ban hành Nghị định 08

Trước bối cảnh thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang phải đối mặt với nhiều thách thức, việc ban hành Nghị định 65 sẽ góp phần tháo gỡ các khó khăn cho các doanh nghiệp phát hành và khơi thông nguồn vốn, tác động tích cực đến thị trường trong dài hạn nhưng lại gây áp lực lớn trong ngắn hạn. Vì vậy, để hạn chế các tác động tiêu cực trong ngắn hạn, Chính phủ cũng đang có một số động thái nới lỏng hơn đối với thị trường TPDN, thể hiện qua Nghị định 08 mới đây được ban hành.

Nhìn chung, các nội dung điều chỉnh của NĐ 8 sẽ tác động tích cực đến thị trường trong ngắn hạn, đặc biệt đối với lĩnh vực bất động sản. Nhiều khó khăn trước mắt của doanh nghiệp được tháo gỡ khi mà: hành lang pháp lý đã được tạo ra giúp tạo thuận lợi cho doanh nghiệp đàm phán với trái chủ; nhu cầu mua trái phiếu kỳ vọng được cải thiện phần nào khi lùi thời gian xác định tư cách nhà đầu tư chuyên nghiệp; giảm được chi phí và thời gian phát sinh khi chưa phải thực hiện xếp hạng tín nhiệm. Dù vậy, NĐ 08 mới có tính chất hỗ trợ chứ chưa thực sự tháo gỡ được các khó khăn của thị trường TPDN và chưa tạo được sự đột phá cần thiết để giúp khơi thông dòng vốn, cải thiện sức khỏe tài chính doanh nghiệp và giúp phục hồi thị trường bất động sản.

Bảng 2. Nội dung sửa đổi ND 8

Nội Dung	Nghị định 65	Nghị định 08	Tác động
Thay đổi kỳ hạn trái phiếu	Không được phép	Được phép kéo dài thời hạn tối đa 2 năm	Tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp có thêm thời gian xử lý vấn đề trái phiếu, từ đó giảm nguy cơ vỡ nợ và giữ được tín nhiệm của nhà đầu tư
Chuyển đổi gốc, lãi thành khoản vay, tài sản khác	Không quy định	Được thực hiện theo Luật Dân sự và Luật liên quan	Hỗ trợ doanh nghiệp giảm áp lực về dòng tiền cũng như giảm thiểu rủi ro vỡ nợ
Xác định tư cách nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp	Danh mục tối thiểu 2 tỷ đồng theo giá trị thị trường bình quân tối thiểu 180 ngày liền kề trước ngày xác tư cách. Hiệu lực 3 tháng	Dời thời điểm áp dụng 16/09/2022 sang 01/01/2024	Duy trì nhu cầu mua TPDN của các nhà đầu tư cá nhân dưới chuẩn, giúp khai thông đầu ra và tăng khả năng đảo nợ của doanh nghiệp
Xếp hạng tín nhiệm	(1) Tổng giá trị trái phiếu mệnh giá huy động trong 12 tháng >500 tỷ và >50% VCSH; (2) Tổng dư nợ trái theo mệnh giá > 100% VCSH		Góp phần giảm thiểu áp lực bên phía cung của thị trường do các doanh nghiệp có thể giảm được nhiều thủ tục và phát hành TPDN dễ dàng hơn
Thời gian phân phối trái phiếu	Không vượt quá 30 ngày kể từ ngày công bố thông tin, tổng thời gian chào bán không quá 6 tháng kể từ ngày chào bán đầu tiên		Giúp các doanh nghiệp có thêm thời gian để huy động vốn từ những nguồn lực đa dạng hơn

Nguồn: KBSV tổng hợp

Gói tín dụng 120,000 tỷ của NHNN

Gói tín dụng 120,000 tỷ đồng là do 4 ngân hàng thương mại nhà nước thống nhất dành cho nhà ở xã hội và nhà ở công nhân. Lãi suất cho vay đối với cả người xây dựng và người mua nhà thấp hơn từ 1,5-2% lãi suất cho vay bình quân của các ngân hàng trên thị trường trong từng thời kỳ. Ngoài ra, nhiều khả năng gói 120.000 tỷ đồng sẽ mở hơn thêm đối với đối tượng nhà thu nhập thấp.

Gói tín dụng này giúp các doanh nghiệp BĐS có thể giải quyết được các vấn đề liên quan đến dòng tiền cho hoạt động sản xuất và kinh doanh, giảm áp lực vay nợ và giúp khai thông nguồn vốn đối với lĩnh vực nhà ở xã hội. Tuy nhiên, tỷ trọng các dự án nhà ở xã hội nhìn chung chỉ chiếm một phần nhỏ trên tổng giá trị các dự án của các doanh nghiệp. Do tính đặc thù và biên lợi nhuận hẹp, nhiều chủ đầu tư không chú trọng nhiều đến loại hình bất động sản này, trong khi quỹ đất ở các thành phố lớn cho phần khúc này còn không đáng kể. Theo đó, chúng tôi cho rằng, khác với gói tín dụng tương tự trị giá 30,000 tỷ giai đoạn 2014, mức độ ảnh hưởng của gói tín dụng này có phần hạn chế hơn và có thể cần mở rộng quy mô lên phân khúc tầm thấp hoặc trung để gia tăng tầm ảnh hưởng.

Rủi ro đáng chú ý nhất đối với TTCK Việt Nam trong năm 2023

Về tổng thể, chúng tôi cho rằng các giải pháp hỗ trợ thị trường TPDN nói chung và lĩnh vực bất động sản nói riêng từ phía Chính phủ, dù có các tác dụng tích cực nhất định, tuy nhiên sẽ không đủ để loại bỏ hoàn toàn yếu tố rủi ro này đối với TTCK, mà còn cần thêm các động thái quyết liệt hơn nữa, kết hợp với sự ăm

lên của thị trường bất động sản và sự sụt giảm mạnh của mặt bằng lãi suất. Những yếu tố này sẽ chưa thể xuất hiện cùng lúc trong năm nay.

Theo đó, đây sẽ tiếp tục là yếu tố tiềm ẩn tác động lên tâm lý thị trường, triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết, gia tăng rủi ro nợ xấu, cản trở nỗ lực hạ lãi suất của Chính phủ, NHNN và khiến định giá thị trường khó có thể hồi phục mạnh ngay cả khi đang ở mức nền thấp hiện tại. Dù vậy, với việc Chính phủ, doanh nghiệp và bản thân nhà đầu tư đã có sự chuẩn bị cho yếu tố rủi ro này, chúng tôi cho rằng rất ít khả năng yếu tố này có thể gây bất ngờ, tạo ra những nhíp lao dốc đột ngột như từng được chứng kiến năm 2022, dù các nhíp điều chỉnh vừa phải vẫn sẽ xảy ra ở các thời điểm xuất hiện thông tin tiêu cực liên quan.

3. Xu hướng lãi suất của nền kinh tế

14/3/2023, SBV quyết định hạ một số lãi suất chính sách

Ngày 14/3/2023, SBV ban hành các quyết định hạ một số loại lãi suất chính sách, có hiệu lực ngày 15/3/2023 (bảng 2). **Chúng tôi đánh giá hành động của SBV mang tính chất định hướng, kết hợp với 1 số yếu tố thuận lợi, sẽ giúp mặt bằng lãi suất huy động và cho vay bình quân của nhóm ngân hàng quốc doanh kỳ hạn 12 tháng giảm lần lượt về quanh ngưỡng 7% (-0.8% YTD) và 10% (-1% YTD), nhằm hỗ trợ nền kinh tế, trong bối cảnh lạm phát vẫn được kiểm soát tốt trong mục tiêu của Chính phủ và nhu cầu tín dụng đang ở mức thấp.**

Bảng 2. Các mức giảm lãi suất chính sách hiệu lực 15/3/2023

	Cũ	Mới
Lãi suất tái cấp vốn	6%	6%
Lãi suất tái chiết khấu	4.5%	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	7%	6%
Lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng VND của TCTD đối với lĩnh vực ưu tiên	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%	6%

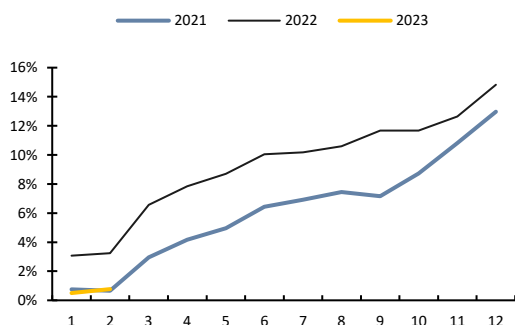
Nguồn: SBV, KBSV

Tăng trưởng tín dụng và huy động đều ở mức thấp

Tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế tính tới hết tháng 2 chỉ tăng 0.77% YTD, và huy động vốn tăng 0.05% YTD (biểu đồ 28 & 29). Mức tăng trưởng thấp của tín dụng phản ánh nhu cầu vay vốn chững lại do trùng vào dịp Tết Nguyên đán, và việc đơn hàng ít hơn khiến các doanh nghiệp thận trọng hơn trong việc đi vay mở rộng quy mô sản xuất, bên cạnh đó cũng có nhiều doanh nghiệp chưa đáp ứng được các điều kiện để vay vốn. Trong tháng 2 mặt bằng lãi suất đã

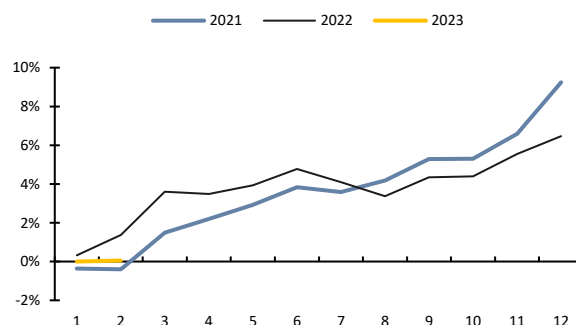
giảm, với lãi suất cho vay bình quân giảm 0.5% và lãi suất huy động cũng đã giảm 0.4% so với thời điểm cuối năm 2022.

Biểu đồ 28. Tăng trưởng tín dụng (%YTD)



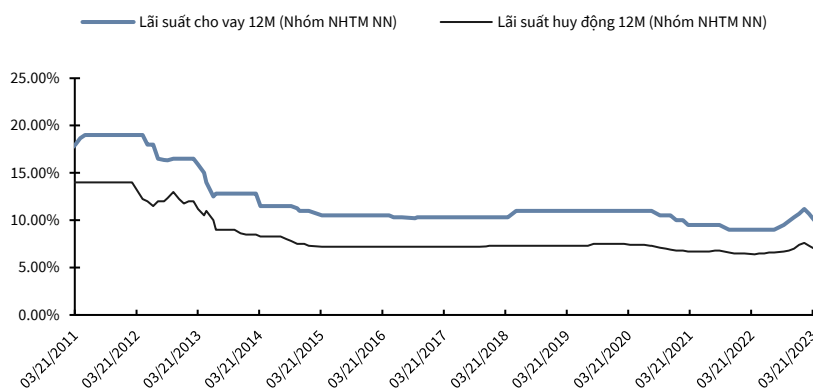
Nguồn: SBV, KBSV

Biểu đồ 29. Tăng trưởng huy động (% YTD)



Nguồn: SBV, KBSV

Biểu đồ 30. Lãi suất cho vay và huy động nhóm NHTM NN



Nguồn: Fiinpro, KBSV

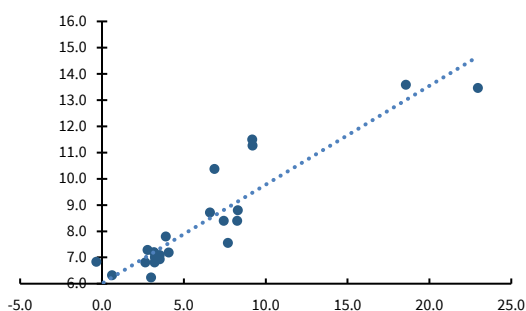
Các yếu tố hỗ trợ xu hướng giảm của mặt bằng lãi suất, gồm: (1) Lạm phát, (2) Thanh khoản, (3) Fed đang ở cuối lộ trình tăng lãi suất

Mặt bằng lãi suất huy động có xu hướng giảm và có thể duy trì quanh ngưỡng 7%, tương ứng mặt bằng lãi suất cho vay bình quân quanh ngưỡng 10% (đối với kỳ hạn 12 tháng bình quân nhóm ngân hàng quốc doanh) thời điểm cuối năm, nhờ các yếu tố hỗ trợ sau: (1), Lạm phát được kiểm soát dưới 4.5%; (2), Thanh khoản ngân hàng ổn định; và (3), Fed đang ở cuối lộ trình tăng lãi suất, kỳ vọng đảo chiều chính sách vào cuối 2Q2023

Lạm phát được kiểm soát dưới 4.5%, sẽ là yếu tố hỗ trợ cho khả năng bình ổn mặt bằng lãi suất

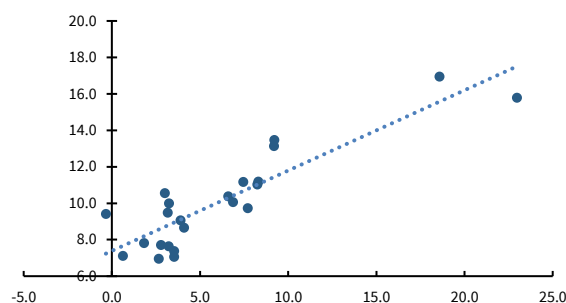
Lạm phát bình quân được kiểm soát tốt trong ngưỡng mục tiêu 4 – 4.5% của Chính Phủ, sẽ là yếu tố hỗ trợ cho mặt bằng lãi suất huy động 12 tháng duy trì quanh ngưỡng 7%, và lãi suất cho vay bình quân quanh ngưỡng 10%. Quan sát quá khứ giai đoạn 2000 – 2022, chúng tôi nhận thấy trong môi trường lạm phát bình quân biến động trong khoảng 4 -5% thì lãi suất huy động 12 tháng sẽ duy trì quanh mức 7.0-8.0% và lãi suất cho vay bình quân biến động từ 9.5 -11.0% (với mức giải thích R square cho cả 2 mô hình đều đạt 80%) (biểu đồ 31 & 32).

Biểu đồ 31. Tương quan lãi suất huy động 12 tháng và lạm phát bình quân, từ 2000 - 2022



Nguồn: ADB, World Bank, KBSV

Biểu đồ 32. Tương quan lãi suất cho vay bình quân và lạm phát bình quân, từ 2000 - 2022



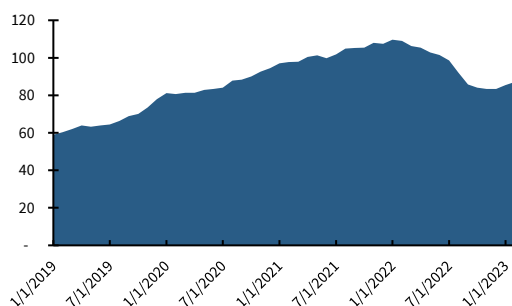
Nguồn: ADB, World Bank, KBSV

Thanh khoản hệ thống ngân hàng ổn định, tạo môi trường thuận lợi hỗ trợ giảm mặt bằng lãi suất

Thanh khoản 3 tháng đầu năm 2023 đã ổn định, tạo môi trường thuận lợi hỗ trợ việc giảm mặt bằng lãi suất, nhờ nghiệp vụ mua 3.5 tỷ USD gia tăng dự trữ ngoại hối của SBV, tương ứng SBV bơm khoảng 82 nghìn tỷ VND vào hệ thống ngân hàng.

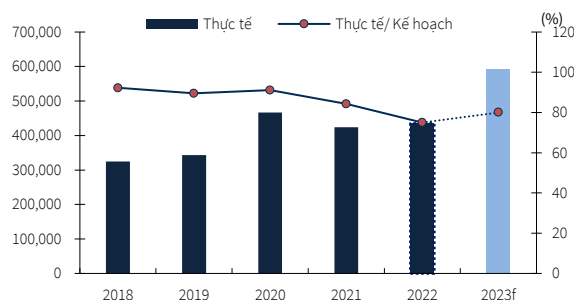
Năm 2023, chúng tôi kì vọng thanh khoản sẽ tiếp tục được cải thiện khi cung tiền M2 mở rộng hơn so với năm trước, ước tính tăng 14% YoY, nhờ: (1), SBV có thể thực hiện lại nghiệp vụ mua USD - kỳ vọng 10 đến 12 tỷ, tương ứng 15% phần tăng thêm của cung tiền M2 trong bối cảnh nguồn cung ngoại tệ tốt đến từ thặng dư thương mại, kiều hối và FDI, vay nợ ròng nước ngoài; và (2), Tỷ lệ thực hiện giải ngân vốn đầu tư công kỳ vọng cải thiện dự báo đạt trên 80% kế hoạch (so với mức 75% của năm 2022), giúp khơi thông nguồn vốn bị tắc nghẽn ở kho bạc, tương ứng 3-4% phần tăng thêm của cung tiền M2.

Biểu đồ 33. Việt Nam - Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)

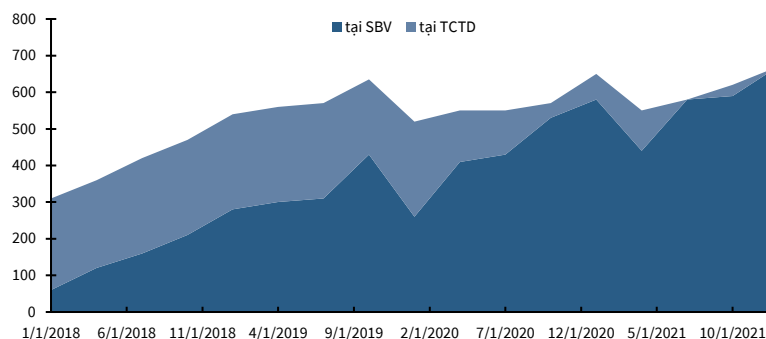


Nguồn: SBV, KBSV

Biểu đồ 34. Việt Nam – Giải ngân đầu tư công



Nguồn: SBV, KBSV

Biểu đồ 35. Việt Nam – Tiền gửi KBNN tại SBV và hệ thống ngân hàng

Nguồn: VBMA, KBSV

Fed đang ở cuối lộ trình tăng lãi suất, kì vọng đảo chiều chính sách vào cuối 2Q2023

Fed đang ở chặng cuối của hành trình nâng lãi suất, dự báo mức lãi suất FFR cao nhất có thể đạt 4.5 – 4.75% vào tháng 3, sau đó duy trì đi ngang và đảo chiều chính sách vào cuối 2Q2023. Năm 2023, KBSV dự báo VND có thể phá giá khoảng 2-3%, kết hợp với nền lãi suất FFR duy trì quanh 4%, nếu có biến động trên thị trường ngoại hối thì SBV có thể sử dụng lại công cụ tín phiếu để cân đối duy trì lãi suất thị trường ở mức hợp lý quanh ngưỡng 5%. Nhìn chung, rủi ro tỷ giá đã hạ nhiệt đáng kể và không phải yếu tố đáng quan ngại gây áp lực lên lãi suất. Ở các thời điểm tỷ giá diễn biến thuận lợi, NHNN sẽ mua tăng dự trữ ngoại hối (ước tính cả năm 2023 đạt 10-12 tỷ USD), qua đó hỗ trợ xu hướng hạ lãi suất như đã phân tích ở trên.

IV. KBSV Top picks và danh mục mẫu quý 2

Bảng 3. Danh mục đầu tư mẫu

Mã	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa 30/3/2023	Lợi nhuận kỳ vọng	PE 2023 Fw	Tăng trưởng LNST 2023 Est	Luận điểm đầu tư	Link báo cáo
FPT	101,900	79,100	29%	11.95	27%	- FPT tiếp tục đạt KQKD tích cực trong năm 2022 và đặt ra kế hoạch tham vọng cho năm 2023 với doanh thu và LNTT tăng lần lượt 23% và 23% - Hưởng 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
GAS	134,000	102,500	31%	18.20	-4%	- Động lực tăng trưởng dài hạn từ tiêu thụ khí LNG và dự án Lô B - Ô Môn - Nhu cầu khí thô từ các khách hàng nhà máy điện kỳ vọng phục hồi tích cực trong năm 2023 - Kỳ vọng hưởng lợi từ giá dầu hồi phục khi Trung Quốc mở cửa hoàn toàn nền kinh tế trong năm 2023	GAS
VNM	81,200	75,000	8%	16.95	9%	- BLNG của VNM sẽ được cải thiện từ quý 2/2023 hoặc quý 3/2023 khi công ty bắt đầu sử dụng sửa bột giá thấp cho sản xuất, dự kiến năm 2023 đạt 40.84%. - Dự kiến duy trì trả cổ tức năm 2022 với tỷ lệ 38% tính trên mệnh giá và 90% tính trên lợi nhuận phân phối cho cổ đông Công ty mẹ.	VNM
PNJ	121,100	78,100	55%	16.30	12%	- Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của PNJ với doanh thu thuần đạt 33,926 tỷ đồng (+73.0% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,838 tỷ đồng (+77.9% YoY). - Cho năm 2023, mức doanh thu thuần đạt 38,786 tỷ đồng (+14.3% YoY) và LNST ở mức 2,093 tỷ đồng (+13.9% YoY) - Giai đoạn 2022-2025, PNJ dự kiến mở từ 30 đến 40 cửa hàng mỗi năm; BLĐ cho biết đang đi tìm địa điểm nhằm đầu tư một nhà máy mới (dự kiến khởi công trong 2022) do các nhà máy hiện tại đã hoạt động 100% công suất.	PNJ
VPB	22,600	21,000	8%	8.40	17%	- Hiện đang có một vài thông tin về sửa đổi Nghị định liên quan việc nâng room ngoại cho các ngân hàng tham gia tái cơ cấu TCTD yếu kém lên 49%. Chúng tôi cho rằng VPB và HDB là hai ứng cử viên tiềm năng. Ngoài ra, cũng có thông tin liên quan thương vụ SMBC thoái vốn EIB để đầu tư vào VPB. - Trong năm 2022, VPB đã có 2 lần huy động thành công các khoản vay hợp vốn từ các tổ chức nước ngoài với giá trị lên tới 1.25 tỷ USD. Hiện VPB chỉ đứng sau TCB về mức độ hoạt động trên thị trường vốn nước ngoài. Các khoản vay hợp vốn này là một sự bổ sung quan trọng trong bối cảnh huy động gặp khó khăn, mặt khác góp phần làm giảm chi phí vốn cho ngân hàng. - VPB đang được giao room tín dụng cao nhất ngành cho năm 2022, đạt 31%. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng VPB sẽ được NHNN giao mức room cao hơn trung bình ngành cho năm 2023 nhờ (1) CAR hợp nhất cáo nhất ngành ~15%; (2) Tham gia xử lý tổ chức tín dụng yếu kém; (3) Luôn là thành viên tích cực tham gia hỗ trợ nền kinh tế.	VPB
NT2	31,200	28,650	9%	12.00	3%	- Trong năm 2023 với dự báo tình hình thời tiết sẽ không còn thuận lợi cho thủy điện sẽ mở ra dư địa huy động cho nhiệt điện, đặc biệt là các nhà máy nhiệt điện khí có phát thải thấp hơn so với điện than. Với lợi thế vị trí, chúng tôi cho rằng NT2 sẽ được ưu tiên huy động trong thời gian tới. - Với dòng tiền hoạt động kinh doanh dồi dào và việc hoàn thành nghĩa vụ nợ dài hạn trong năm 2021, NT2 đang sở hữu một vị thế KQKD không bị ảnh hưởng quá nhiều bởi biến động từ chênh lệch tỷ giá cũng như lãi suất như các doanh nghiệp điện khác. - Chúng tôi kỳ vọng NT2 tiếp tục duy trì chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao cho năm 2023.	NT2
IDC	50,300	40,200	25%	5.21	7%	- Chủ đầu tư tiên phong và có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực đầu tư và phát triển KCN - Tổng diện tích đất cho thuê còn lại của IDC lên tới hơn 750ha - Các dự án KCN Hữu Thạnh, Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng được kỳ vọng sẽ đảm bảo tăng trưởng cho IDC trong trung hạn nhờ khả năng cho thuê tốt và giá cho thuê cao. Doanh thu đóng góp ước tính của các dự án này đạt khoảng 18,500 tỷ VND.	IDC

GMD	71,500	48,900	6%	20.30	16%	- Giao dịch thoái sạch vốn khỏi Nam Hải Đình Vũ kì vọng sẽ mang lại lợi nhuận đột biến cho doanh nghiệp trong 2023 - Nam Đình Vũ giai đoạn 2 dự kiến đi vào hoạt động từ 1Q2023, cùng với khối lượng hàng chuyển từ Nam Hải Đình Vũ sang kì vọng lấp đầy 60% công suất trong 2023 - Gemalink 2 dự kiến đi vào hoạt động cuối 2024, đầu 2025 là động lực tăng trưởng GMD trong dài hạn	GMD
MWG	53,300	46,500	-17%	12.80	8%	- Chuỗi ICT&CE tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định 2 chữ số trong dài hạn khi công ty có chiến lược mở rộng thị trường sang nước ngoài. TopZone, DMS hiện vẫn đang là những mô hình hoạt động hiệu quả. - Sau quá trình tái cấu trúc, chuỗi Bách Hoá Xanh đang cho thấy hiệu quả hoạt động tích cực rõ rệt. Với hướng đi mới trong năm 2023, dự kiến chuỗi sẽ có lãi từ quý 4/2023 và trở thành động lực tăng trưởng cho MWG. - MWG có tài chính lành mạnh do công ty theo đuổi chiến lược bảo vệ dòng tiền trong bối cảnh vĩ mô không tích cực.	MWG
REE	91,100	67,800	-1%	9.00	-2%	- Kì vọng 3 dự án điện gió sẽ tiếp tục hoạt động ổn định - Mảng cho thuê văn phòng của REE sẽ giữ được tăng trưởng doanh thu ổn định với CAGR 2022-2026 đạt 9.6%/năm - Trong trung hạn, với vị thế nhà thầu thi công cơ điện hàng đầu, chúng tôi cho rằng REE sẽ trúng thầu các dự án lớn như nhà ga T3 Tân Sơn Nhất và sân bay Quốc tế Long Thành, đảm bảo tiềm năng tăng trưởng trong trung hạn của mảng M&E với CAGR 2022-2026 ước tính khoảng 21.5%/năm	REE

V. Triển vọng ngành

Ngành	Mã tiêu biểu	Triển vọng	Luận điểm đầu tư
Bất động sản khu công nghiệp	KBC, PHR, IDC, GVR	Trung lập	• Trong 2 tháng đầu năm nay, tổng vốn FDI đăng ký cấp mới 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 nhà đầu tư nước ngoài đạt 3.1 tỷ USD, giảm 38% yoy phần nào cho thấy triển vọng giảm sút của khối ngành KCN. Tuy nhiên số dự án được cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư tăng đạt 261 dự án với tổng vốn đăng ký đạt hơn 1.76 tỷ VND, tăng gần 2.8 lần so với cùng kỳ năm ngoái vẫn đủ đảm bảo đà tăng trưởng ít nhất trong trung hạn cho ngành. • Mặt bằng giá thuê KCN vẫn đang trên đà tăng. Theo JLL, giá cho thuê trung bình 2022 tại miền Bắc đạt 110 USD/m²/chu kỳ thuê (tăng 4.3% yoy), tại miền Nam đạt 125 USD/m²/chu kỳ thuê (tăng 10% yoy), thậm chí mức tăng còn lên đến 20-30% ở 1 số tỉnh thành phía Nam. Chúng tôi kì vọng mức giá cho thuê sẽ không sụt giảm trong năm nay dù bối cảnh kinh tế chung suy giảm do nguồn cung hạn chế, tiến độ giải phóng mặt bằng còn chậm trong khi hiện nay tỷ lệ lấp đầy của các khu công nghiệp miền Bắc và Nam hết 3Q2022 đã đạt 80% và 86%. • Về triển vọng trung hạn, ngành BĐS KCN tại Việt Nam được hưởng lợi từ (1) các hợp đồng FTA đã ký 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) giá cho thuê đất KCN tại Việt Nam vẫn thấp hơn so với các nước trong khu vực từ 30-35% (4) đẩy mạnh đầu tư công với 1 số dự án lớn như cao tốc Bắc-Nam, Biên Hòa – Vũng Tàu, Dầu Giây – Phan Thiết, các cảng nước sâu khu Cái Mép – Thị Vải,... tạo sự kết nối thuận tiện giữa các KCN, tăng sức hấp dẫn của các KCN trong khu vực với nhà đầu tư nước ngoài. Bên cạnh đó, nghị định 35 ban hành từ 2022 đã đơn giản hóa quá trình phê duyệt với chủ đầu tư KCN, kì vọng sẽ ảnh hưởng tích cực đến thời gian thành lập KCN. • Bên cạnh đó ngành BĐS KCN cũng đang phải đối mặt với 1 số rủi ro (1) rủi ro về dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam chậm lại và (2) hiện nay tỷ lệ lấp đầy đang đạt mức cao, tuy nhiên tiến độ phê duyệt dự án cũng như giải phóng mặt bằng chậm sẽ kéo dài tình trạng thiếu cung ở nhiều khu vực trọng điểm, ảnh hưởng đến khả năng cho thuê diện tích lớn • Giá cổ phiếu nhóm ngành khu công nghiệp đã phục hồi từ 25-50% so với vùng đáy trung hạn tại tháng 11 sau nhịp giảm sâu. Diễn biến này cũng đã phần nào phản ánh kì vọng với những triển vọng tích cực của nhóm ngành KCN. Các nhà đầu tư nên chờ khi giá điều chỉnh để có mức upside kì vọng cao hơn. 1 số doanh nghiệp tiêu biểu bao gồm

			KBC, IDC, GVR, PHR là nhóm doanh nghiệp có sẵn quỹ đất lớn tại các khu vực hưởng lợi chính từ đẩy mạnh đầu tư công và dịch chuyển chuỗi cung ứng.
Cảng biển	GMD, VSC, HAH	Trung lập	• Tình hình hàng hóa thông qua cảng biển đầu năm nay có xu hướng sụt giảm. Theo cục hàng hải Việt Nam, lũy kế 2 tháng đầu 2023, tổng sản lượng hàng hóa qua cảng đạt hơn 165.2 triệu tấn, giảm 4% so với cùng kỳ 2022. Trong đó sản lượng hàng nội địa chiếm phần lớn với 73.4 triệu tấn, hàng xuất nhập khẩu đạt 91.3 triệu tấn. Đáng chú ý lượng hàng container có xu hướng giảm mạnh so với cùng kỳ, ghi nhận sản lượng 5.1 triệu Teu, giảm 15% yoy. • Tình hình tăng trưởng sản lượng hàng qua cảng khu vực miền Bắc và miền Nam có sự phân hóa. Tại Hải Phòng, hàng hóa thông qua cảng biển 2 tháng đầu năm đạt 22.54 triệu tấn, tăng 3.7% yoy do mức nền thấp đầu năm ngoái. Doanh thu cảng biển ước đạt 985.3 tỷ VND, tăng 3.36% yoy. Tại khu vực cảng Cái Mép – Thị Vải, khối lượng hàng thông qua cảng khu vực 2 tháng đầu năm ước đạt 10.67 triệu tấn, giảm hơn 9% yoy. • Chúng tôi duy trì quan điểm trung lập với các doanh nghiệp khối ngành cảng biển. Trước khi nhu cầu tiêu dùng từ các nước nhập khẩu hồi phục, cuộc chiến tranh giữa Nga – Ukraine bớt căng thẳng cũng như khi kinh tế Trung Quốc hoàn toàn mở cửa trở lại, sản lượng thông qua cảng biển dự kiến sẽ không mấy khởi sắc. Các doanh nghiệp cảng biển trong thời gian tới sẽ duy trì kết quả kinh doanh ổn định nhờ vào mức giá dịch vụ cảng ổn định, kì vọng sẽ hưởng lợi nếu đề xuất nâng giá dịch vụ xếp dỡ container tại cảng biển được phê duyệt. Hiện nay, giá cước cảng biển của Việt Nam đang ở mức thấp nhất khu vực Đông Nam Á. • Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cảng biển 4Q2022 có xu hướng đi ngang hoặc giảm so với cùng kỳ. Chúng tôi kì vọng 2Q2023, giá dịch vụ cảng biển vẫn giữ ổn định ở mức hiện nay, sản lượng có xu hướng giảm 10 – 15% so với cùng kỳ năm ngoái do hiện nay (1) cầu vận tải quốc tế chưa có dấu hiệu phục hồi (2) khối cảng Hải Phòng đang ở tình trạng dư cung, Nam Đình Vũ 2 dự kiến đi vào hoạt động từ cuối 2Q2023 tiếp tục gây cạnh tranh gay gắt (3) hầu hết các cảng tại khối cảng miền Nam đang hoạt động ở mức công suất tối đa hoặc vượt công suất, tuy nhiên trong ngắn hạn không có tiềm năng tăng trưởng lớn do không có cảng mới nào đi vào hoạt động trong năm nay • Ngành vận tải biển vẫn đang khởi sắc trong 2 tháng đầu năm, tuy nhiên vẫn phải đối mặt với nhiều khó khăn. Trong 2 tháng đầu năm 2023, vận tải hàng hóa bằng đường biển ghi nhận khối lượng vận chuyển đạt 17.9 triệu tấn, tăng 17.2% so với cùng kỳ 2022 do mức nền thấp vào quý 1 năm ngoái. Bên cạnh đó, ngành vận tải biển Việt Nam trong thời gian tới vẫn phải đối mặt với nhiều khó khăn: (1) nhu cầu vận tải biển giảm mạnh ở nhiều thị trường tiêu thụ lớn do sức mua giảm sút vì lo ngại trong bối cảnh kinh tế nhiều biến động, (2) giá cước vận tải vẫn đang trên đà giảm dù đã giảm tốc.

			Doanh nghiệp vận tải biển tiêu biểu với tốc độ tăng trưởng được tính bằng lần trong 2 năm qua, HAH, kì vọng sẽ ghi nhận mức doanh thu và lợi nhuận sụt giảm so với 2022. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh của HAH vẫn được kì vọng tích cực trong nửa đầu năm nay do (1) giá cước chưa bị ảnh hưởng do độ trễ cước vận tải trong nước đối với biến động cước vận tải thế giới, (2) các hợp đồng cho thuê tàu đã kí với giá cao của HAH kéo dài hết 3Q2023 • Chờ đợi nhịp điều chỉnh để có tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng tốt hơn. Nhóm cổ phiếu cảng – vận tải biển đã có nhịp phục hồi tương đối tốt sau khi giảm mạnh vào 4Q2022. Các mã cổ phiếu cơ bản tốt như GMD, HAH hiện nay đã phần nào phản ánh kì vọng KQKD vào mức giá, nhà đầu tư có thể cân nhắc giải ngân tại các nhịp điều chỉnh để có kì vọng lợi nhuận tốt hơn.
Bán lẻ	FRT, PNJ, MWG	Trung lập	• Tổng mức bán lẻ hàng hoá tiếp tục duy trì mức tăng trưởng dương so với cùng kỳ. Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, tổng mức bán lẻ hàng hoá và dịch vụ tháng 2 đạt 481.8 nghìn tỷ đồng, giảm 6% so với tháng trước và tăng 13.2% YoY. Luỹ kế 2 tháng đầu năm 2023, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước đạt 994.2 nghìn tỷ đồng, tăng 13% YoY. Mặc dù vậy, theo ước tính của Tổng cục thống kê, quy mô tổng mức bán lẻ hàng hoá và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong 2T2023 chỉ đạt 77.7% quy mô của chỉ tiêu này trong trường hợp ước tính không xảy ra dịch COVID-19 từ năm 2020 đến nay. • Ngành bán lẻ vẫn chịu ảnh hưởng xấu từ sự suy giảm sức mua của người tiêu dùng. Tác động lan toả của suy thoái kinh tế toàn cầu đối với ngành bán lẻ bắt đầu ảnh hưởng đến KQKD của các doanh nghiệp từ quý 4/2022, diễn biến này dự kiến sẽ vẫn kéo dài trong nửa đầu năm nay. Chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn, chi tiêu của người tiêu dùng sẽ chưa thể hồi phục ngay nên sẽ có sự phân hoá giữa chi tiêu thiết yếu và không thiết yếu. Nhu cầu với các mặt hàng FMCG, dược phẩm sẽ bị ảnh hưởng nhưng với mức độ ít hơn. Trong khi đó, tốc độ tiêu thụ các mặt hàng không thiết yếu (ICT&CE) bị chậm lại và chưa thấy sự hồi phục rõ rệt trong thời gian gần đây. Hiện nay, lượng tồn kho của một số nhà bán lẻ còn khá lớn, với bối cảnh hiện tại để tối ưu hoá doanh thu, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp thúc đẩy mạnh mẽ những chiến lược khuyến mại, ưu đãi từ đó dẫn đến một cuộc cạnh tranh về giá để có thể giải phóng hàng tồn kho. Điều này sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của các công ty bán lẻ. • Kỳ vọng xuất hiện tín hiệu hồi phục trong quý 3/2023. Chỉ số PMI tháng 2 đã tăng trở lại lên trên ngưỡng 50 điểm cho thấy sức khoẻ sản xuất đã bắt đầu cải thiện sau 3 tháng suy giảm liên tiếp. GSO cho biết số lượng đơn đặt hàng xuất khẩu tiếp tục tăng, và đây là lần tăng thứ hai liên tiếp nhờ nhu cầu trên thị trường quốc tế cải thiện. Do vậy chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu sẽ sớm khôi phục trở lại, thúc đẩy thị

			trường lao động và tiêu dùng trong nước. Dù vậy, người tiêu dùng sẽ cần thêm thời gian để tích lũy của cải khiến tốc độ hồi phục của ngành bán lẻ có độ trễ. Ngành được kỳ vọng sẽ có những tín hiệu tích cực từ quý 3/2023, dần hồi phục trong năm 2024. Đối với PNJ, chúng tôi kỳ vọng KQKD sẽ tiếp tục duy trì tích cực dù phải chịu áp lực tăng trưởng trên nền so sánh cao của năm ngoái. MWG, FRT dự kiến mảng ICT sẽ hồi phục tốt hơn từ quý 3/2023 trong khi các mảng ngoài ICT&CE (bách hoá, dược phẩm) được kỳ vọng sớm mang lại lợi nhuận cho doanh nghiệp. • Giá cổ phiếu điều chỉnh mở ra nhiều cơ hội đầu tư. Triển vọng ngắn hạn ảm đạm đã kéo cổ phiếu toàn ngành đi xuống, hiện nhiều cổ phiếu bán lẻ đang được giao dịch ở mức P/E thấp trong vòng 5 năm, mở ra cơ hội đầu tư dài hạn hấp dẫn. Chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ tăng trở lại từ giữa năm 2023, khi nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi, nhưng sẽ phản ánh vào KQKD của doanh nghiệp bán lẻ chậm hơn do có độ trễ.
Bất động sản	VHM, KDH, NLG	Trung lập	• Nguồn cung và giá căn hộ tại cả hai thị trường HN và TP HCM đều có sự suy giảm. Nguồn cung căn hộ trong quý 4/2022 tại cả Hà Nội và TP HCM có sự chững lại rõ rệt. Tại TP HCM, nguồn cung mới đạt 1,312 căn (-54% QoQ, -81%YoY), thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây. Số lượng căn mở bán tại HN đạt khoảng 3,400 căn (-6%QoQ, -41%YoY). Giá bán vẫn tương đối ổn định, không thay đổi nhiều so với quý trước. Tuy nhiên, theo chúng tôi quan sát, nhiều chủ đầu tư chào bán dự án với mức chiết khấu cao, dao động từ 20% đến 45% tùy thuộc vào tiến độ thanh toán. Phân khúc nhà phố/biệt thự tại TP HCM tiếp tục khan hiếm nguồn cung với chỉ 32 sản phẩm chào bán trong quý (-96%QoQ, -85%YoY). Trong khi Hà Nội ghi nhận 5,587 căn mở bán phần lớn từ dự án Vinhomes Ocean Park 3 – The Crown, tuy nhiên, tỷ lệ bán được giảm mạnh so với quý trước đạt 1,136 căn (-80%QoQ, +50%YoY). Cả giá bán sơ cấp và thứ cấp đều bắt đầu giảm sau giai đoạn tăng trưởng cao và kéo dài trong 5 quý vừa qua với mức giảm khoảng 8% so với quý trước. • Thị trường BĐS hiện đang gặp nhiều khó khăn trong ngắn hạn khi (1) Lãi suất cho vay mua nhà tiếp tục duy trì ở mức cao ảnh hưởng tới nhu cầu vay vốn của người mua nhà (2) Các chủ đầu tư cũng gặp khó khăn hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn khi hạn chế tín dụng vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hoạt động phát hành trái phiếu và (3) Các điểm nghẽn về mặt pháp lý ảnh hưởng tới tiến độ triển khai dự án của doanh nghiệp • Tuy nhiên, có một số điểm sáng có tác động tích cực trong ngắn hạn 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 và (2) Đẩy mạnh đầu tư công với 1 số dự án lớn như cao tốc Bắc – Nam, sân bay Long Thành, các trục giao

			thông nổi 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 có đã điều chỉnh 10-15% so với thời điểm đầu năm phản ánh những thông tin tiêu cực liên quan đến thị trường Trái phiếu doanh nghiệp. KBSV cho rằng các nhà đầu tư có thể xem xét các cổ phiếu ngành BĐS có mức giá đã điều chỉnh sâu và có triển vọng kết quả kinh doanh tốt với quỹ đất sạch lớn có đầy đủ pháp lý và có cơ cấu tài chính an toàn, có các dự án đang mở bán tiến độ bán hàng khả quan đảm bảo được dòng tiền là các cơ hội đầu tư đáng chú ý, tiêu biểu là các cổ phiếu VHM, KDH, NLG.
Ngân hàng	VCB, BID, MBB, STB, ACB	Trung lập	• Ngân hàng Nhà nước nới room tín dụng cuối năm để đáp ứng nhu cầu vay dịp cuối năm. Tín dụng toàn ngành nhờ đó bật tăng khoảng 1.9% ngay trong tháng 12 sau một giai đoạn dài từ tháng 6 tăng trưởng chậm theo quý. Tính chung cả năm 2022, dự nợ tín dụng đối với toàn bộ nền kinh tế đạt 11.9 triệu tỷ VND, tăng 14.18% so với đầu năm và cao hơn con số của cùng kỳ là khoảng 13.6%. Dù vấn đề thanh khoản đã phần nào được giải quyết nhưng Ngân hàng Nhà nước vẫn rất thận trọng trong việc cấp mức room tín dụng đầu năm nay. Cụ thể như MBB và VPB có room đầu năm 2022 là khoảng 15% nhưng năm nay là 9%; HDB được cấp 11% so với năm ngoái là 15%, TPB 9.1% so với năm ngoái là 11.5% hay BID chỉ có room 8.3% (tương đương giai đoạn 2020 trở về trước) so với năm ngoái là 10%. • Áp lực thanh khoản đã tạm thời được đẩy lùi nhưng rủi ro vẫn còn. Tỷ giá và lạm phát được kiểm soát đã tạo điều kiện cho SBV mua ngoại tệ để nới lỏng cung tiền cũng như hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống ngân hàng thông qua kênh OMO. Các ngân hàng cũng tích cực bổ sung nguồn vốn huy động từ tiền gửi với sự hỗ trợ của nền lãi suất tăng cao giúp kênh này hấp dẫn hơn trong mắt người dân. Tiền gửi khách hàng quý 4 tăng 3.5%QoQ sau 2 quý đi ngang trước đó, tính chung cả năm tăng 7.98%YoY. Tăng trưởng cung tiền M2 của tháng 12 từ đó bật tăng lên 6.16%YTD từ mức 3.56%YTD của tháng 11. Khoảng cách giữa tăng trưởng tín dụng và cung tiền nhờ đó đã thu hẹp về còn khoảng 8% trong tháng 12 từ mức đỉnh 9.56% của tháng 10. Hầu hết các ngân hàng đã không còn gặp các vấn đề về mặt thanh khoản và có thể đáp ứng tốt nhu cầu cho vay của khách hàng. Dù vậy, khoảng cách giữa tăng trưởng cung tiền và tín dụng đang có dấu hiệu tăng trở lại trong 2 tháng đầu năm nay do cung tiền chỉ tăng 0.05%YTD thấp hơn nhiều so với mức tăng 0.77%YTD của tín dụng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng sẽ đẩy mạnh huy động trong quý 2 với nền lãi suất huy động mới được điều chỉnh giảm. • KQKD toàn ngành vẫn ghi nhận tăng trưởng cao trong năm 2022. Lợi suất danh mục cho vay toàn ngành quý 4 tăng lên mức 7.92% (+0.6 điểm %QoQ và 1.17 điểm %YoY) nhờ tái định lại lãi suất theo nền lãi suất huy động mới, đồng thời room tín dụng

		9T2022 hạn hẹp cũng góp phần làm tăng lãi suất cho vay từ quý 3. Ngân hàng Nhà nước đã có 2 đợt tăng lãi suất điều hành với tổng mức tăng lên tới 2 điểm % đã khiến mặt bằng lãi suất huy động tăng cao trong quý 4. Tất cả các ngân hàng đã phải điều chỉnh từ 1.5-2 điểm % lãi suất huy động tuy nhiên điều này cũng giúp toàn ngành bổ sung nguồn vốn để giảm áp lực thanh khoản. Lãi suất huy động tăng tập trung ở tháng 11 và 12 nên chi phí đầu vào bình quân vẫn chưa phản ánh hết tác động, chỉ tăng 0.74 điểm % theo quý và đạt 4.55%. NIM quý 4 từ đó giảm nhẹ so với quý 3 xuống mức 3.84%. Tính chung cả năm 2022, biên lãi thuần toàn ngành vẫn tăng khoảng 0.21 điểm % so với cùng kỳ, đạt 3.81% nhờ vẫn được hưởng lợi từ chi phí vốn thấp trong 9T2022. Tổng thu lãi thuần của các ngân hàng niêm yết đạt 430,632 tỷ VND, tăng 23.6%YoY. Tổng thu ngoài lãi vẫn được dẫn dắt bởi thu dịch vụ bù đắp cho việc lỗ khoảng 761 tỷ VND từ chứng khoán kinh doanh. Tổng thu hoạt động cả năm đạt 555 nghìn tỷ VND (+20.6%YoY). Chi phí hoạt động ghi nhận mức tăng tương ứng 20.6%YoY và chi phí tín dụng đi ngang so với cùng kỳ. Do đó, lợi nhuận trước thuế toàn ngành 2022 đạt 246,750 tỷ VND, tăng mạnh 34.0%YoY (cùng kỳ tăng 33.5%). Chất lượng tài sản toàn ngành đang có dấu hiệu kém đi khi tỷ lệ nợ xấu năm 2022 (của 27 ngân hàng đang được niêm yết) đạt 1.61%, tăng 0.23 điểm % theo năm. Nợ nhóm 5 ghi nhận tăng mạnh nhất ở mức 62%YoY, nhóm 3 và 4 lần lượt tăng 16.9%YoY và 23.6%YoY. Đáng chú ý, nợ nhóm 2 toàn ngành tăng tới 77,5%YoY. Lý do chính của xu hướng này một phần đến từ nợ tái cơ cấu theo TT14, một phần khác phản ánh sức khỏe của các doanh nghiệp vốn đã yếu hơn sau 2 năm đại dịch lại tiếp tục bị bào mòn bởi môi trường lãi suất cao (do room tín dụng hạn hẹp và tăng lãi huy động) cùng các khoản trái phiếu khổng lồ đang tới thời gian đáo hạn. Các ngân hàng có nợ nhóm 2 tăng bằng lần có thể kể đến như TCB (x4 lần), STB (x3.7 lần), CTG (x2.5 lần), SSB (x2.7 lần). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu toàn ngành dù giảm so với 2021 nhưng vẫn duy trì ở mức cao 123.4%. VCB vẫn đứng đầu ngành về tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu, đạt 317.4%, CTG và BID cũng thuộc top đầu về bao phủ nợ xấu, lần lượt là 188.4% và 216.8%. Đối với nhóm NHTMCP tư nhân thì MBB, ACB và BAB đang là các ngân hàng có tỷ lệ LLCR cao nhất. Chúng tôi đánh giá triển vọng ngành ngân hàng trong quý 2 sẽ gặp phải một số khó khăn như sau: (1) Các ngân hàng duy trì tăng trưởng tín dụng một cách thận trọng trong quý 2 do room tín dụng ít hơn cùng kỳ vào vấn đề thanh khoản có thể kích hoạt lại khi khoảng cách giữa tín dụng và cung tiền vẫn rất lớn; (2) NIM quý 2 vẫn sẽ chịu áp lực chi phí vốn cao do ngân hàng chủ yếu huy động vào quý 4 năm trước và lợi suất danh mục cho vay bị điều chỉnh giảm nhanh hơn theo lãi suất huy động mới; (3) Về chất lượng tài sản, chúng tôi sẽ phải quan sát thêm phần nợ nhóm 2 trong báo cáo tài chính quý 1 để đánh giá tác động nhưng hiện tại có thể thấy đây là rủi ro tiềm ẩn; (4) Áp lực trái phiếu đáo hạn sẽ tập trung vào quý 2 và quý 3 năm nay sẽ càng bào mòn đi
--	--	--

			sức khỏe của doanh nghiệp dù Nghị định 08 đã có những bước tiến trong việc tạo hành lang pháp lý cụ thể để doanh nghiệp và trái chủ có thể thống nhất phương án giải quyết. • Chúng tôi duy trì quan điểm TRUNG LẬP với ngành Ngân hàng trong 2Q2023. Các mã cổ phiếu ngân hàng được chúng tôi lựa chọn vẫn sẽ là BID, VCB, ACB, MBB, STB. Đối với nhóm Ngân hàng có vốn Nhà nước, chúng tôi đánh giá cao VCB vì sự an toàn và ổn định trong hoạt động; BID là một trong những ngân hàng vẫn ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao nhờ chuyển đổi số và tăng cường khai thác mảng bán lẻ. Đối với nhóm NHTMCP tư nhân thì ACB đang là một trong những lựa chọn hàng đầu nhờ vị thế vững chắc trong cho vay bán lẻ cùng chiến lược kinh doanh đầy thận trọng; STB cũng sở hữu vị thế trong cho vay bán lẻ, độ phủ chi nhánh đứng thứ 5 toàn ngành hứa hẹn sẽ có tăng trưởng lợi nhuận vượt trội sau khi xử lý xong VAMC; MBB vẫn thuộc danh sách lựa chọn của chúng tôi nhờ vị thế đầu ngành về CASA sẽ giúp tiết kiệm chi phí vốn. • Chúng tôi vẫn đánh giá nhóm Ngân hàng đang ở vùng giá hấp dẫn và phù hợp cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Giá cổ phiếu ngành Ngân hàng đã có sự hồi phục tốt từ tháng 11/2022 đến 1/2023 với những thông tin tích cực từ room tín dụng mới, kết quả kinh doanh quý 4 vẫn khả quan và vấn đề thanh khoản tạm thời đã được kiểm soát. Tuy nhiên, tính từ đầu 2023 giá cổ phiếu nhóm ngành ngân hàng đã có sự điều chỉnh mạnh sau thông tin nhiều doanh nghiệp bất động sản đang mất khả năng thanh toán lãi trái phiếu. Định giá PB ngành Ngân hàng đang ở mức 1.52 lần, giao dịch ngay trên đường -1Std. Trong khi đó khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu bình quân (ROE) toàn ngành đạt 20.67% - trên mức trung bình 10 năm 15.4%. • Rủi ro chính đối với nhận định của chúng tôi gồm có: (1) nợ cần chú ý không quay trở lại nhóm 1 và có xu hướng tăng nhanh hơn trong quý 2; (2) Doanh nghiệp bất động sản tiếp tục khó khăn trong việc trả lãi khiến ngân hàng phải trích lập cho danh mục trái phiếu.
Công nghệ - Thông tin	FPT, CMG	Tích cực	• Tăng trưởng mảng CNTT duy trì ở mức cao trong năm 2022. Doanh thu công nghiệp CNTT 2022 ước đạt 148 tỷ USD, tăng 8.7% YoY. Số lượng doanh nghiệp ICT đạt 67,228 doanh nghiệp, tăng 4.2% YTD với động lực từ mảng sản xuất phần mềm, tăng 5.5% YoY. Các doanh nghiệp CNTT dẫn đầu có mức tăng trưởng ấn tượng trong năm 2022 với LNST của FPT, CMG lần lượt tăng 21.3% YoY và 28.7% YoY với động lực từ mảng xuất khẩu phần mềm. • Mảng xuất khẩu phần mềm vẫn là động lực chính. Tăng trưởng mảng xuất khẩu phần mềm duy trì tăng trưởng tốt cùng số hợp đồng kí mới gia tăng nhờ nhu cầu về giải pháp phần mềm, chuyển đổi số gia tăng nhanh trên thế giới. Như trong trường hợp

			của FPT, tính đến hết tháng 12/2022, doanh thu dịch vụ CNTT nước ngoài tăng 32.2% YoY và số lượng hợp đồng kí mới tăng 38.9% YoY. • Ngành công nghệ thông tin toàn cầu dự báo gặp nhiều khó khăn trong năm 2023. Diễn biến vĩ mô tiêu cực tại Mỹ và Châu Âu gây ảnh hưởng lớn đến ngành công nghệ thông tin toàn cầu. 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. Theo thống kê của Crunchbase News, hơn 106,000 nhân sự công nghệ tại hoa kì đã bị sa thải trong đợt cắt giảm nhân sự hàng loạt trong năm 2023. 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 chiếm tỷ trọng lớn qua các khu vực này. • Triển vọng tốt đối với mảng xuất khẩu phần mềm trong trung – dài hạn. Khó khăn sẽ xuất hiện nhiều hơn trong năm 2023 tuy nhiên KBSV đánh giá mảng xuất khẩu phần mềm của Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng dựa trên: (1) Tính hiệu quả của chuyển đổi số cùng sự xuất hiện liên tục của các nền tảng, ứng dụng mới khiến chi tiêu công nghệ trên thế giới sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao (2) Chi phí lao động của Việt Nam là tương đối thấp so với các nước xuất khẩu phần mềm mạnh khác. • Mảng Viễn Thông dự kiến tăng trưởng ổn định. Động lực chính đến từ tăng thuê bao internet băng thông rộng khoảng 8-10% và tăng trưởng của mảng OTT TV khi nhu cầu giải trí trên OTT TV đang dần phổ biến tại Việt Nam. Bên cạnh đó, việc phát triển internet băng thông rộng di động bao gồm 4G-5G là bước đi đột phá cho các doanh nghiệp viễn thông. • Tiềm năng dài hạn từ sản xuất Chip. Viettel bắt đầu thực hiện triển khai nghiên cứu sản xuất Chip trong tháng 8/2022 hay FPT công bố ra mắt chip vi mạch đầu tiên trong bối cảnh cuộc khủng hoảng nguồn cung chip toàn cầu làm gián đoạn sản xuất kinh doanh nhiều ngành nghề cũng là câu chuyện cần theo dõi trong năm 2023. • Duy trì tăng trưởng 2 con số 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, đang được giao dịch ở vùng giá ngang giá đầu năm 2022, có định giá thấp hơn tương đối so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.
Dầu khí	GAS, BSR, PVS, PLX, PVT	Tích cực	• Giá dầu đã neo cao trong suốt năm 2022 nhưng đã hạ nhiệt bớt. Giá dầu đạt trung bình khoảng 100 USD/thùng (+%YoY). Tuy nhiên, giá đã giảm liên tiếp -về giao dịch quanh mức 72 USD/thùng. Bên cạnh đó, giá khí tự nhiên hiện đang thấp hơn so với thời điểm trước Covid, đạt khoảng 2.3941 USD/thùng, giảm 65% so với thời điểm tháng 12/2022. Sự sụt giảm liên tiếp của giá dầu, khí đến từ lo ngại nhu cầu tiêu thụ bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế toàn cầu.

			• Chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ giảm nhẹ, đạt trung bình 85 USD/thùng vào năm 2023 do (1) Nguồn cung dầu tiếp tục bị thắt chặt do các nước sản xuất dầu mỏ như Nga và OPEC giảm sản lượng khai thác (2) Trung Quốc mở cửa trở lại sẽ giúp tăng tổng nhu cầu dầu thế giới. • Tiêu thụ dầu thô 2023 tiếp tục duy trì, tăng nhẹ so với 2022. Theo cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA), tổng lượng tiêu thụ dầu thô năm 2022 đạt 99.42 triệu thùng/ngày. Cơ quan này cũng dự báo nhu cầu toàn cầu sẽ đạt mức trung bình 101 triệu thùng/ngày cho cả năm 2023 (+1.5% YoY). Việc Trung Quốc mở cửa trở lại sẽ là động lực chính thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ dầu trong thời gian tới. • Thông tin hỗ trợ đến từ luật dầu khí sửa đổi được thông qua mới đây. Nội dung chú trọng vào cơ chế khuyến khích đầu tư, thông qua các chính sách ưu đãi thuế và quy định chi tiết hơn về quyền và nghĩa vụ của các bên liên quan. Những thay đổi tích cực trong luật dầu khí sẽ giúp tạo hành lang pháp lý thông suốt, thu hút thêm đầu tư cho hoạt động thượng nguồn, từ đó đẩy nhanh tiến độ khởi công các dự án. • Kỳ vọng vào những dự án dầu khí trong tương lai. Các mỏ khí lớn hiện tại ở Việt Nam đang dần suy giảm sản lượng và việc phát triển các dự án dầu khí mới là vô cùng cần thiết. Dự án Lô B – Ô Môn, một trong những dự án khai thác khí có giá trị đầu tư lớn nhất tính đến nay. Chúng tôi kỳ vọng dự án Lô B – Ô Môn sẽ được phê duyệt quyết định đầu tư cuối cùng (FID) trong 2023, tạo nên triển vọng tích cực cho các doanh nghiệp ngành dầu khí. • Triển vọng của cổ phiếu Dầu khí theo nhóm. Đối với nhóm thượng nguồn, PVD có triển vọng từ giá dịch vụ dần khoan gia hạn/ký mới và hiệu suất được cải thiện. PVS có tiềm năng thêm nguồn công việc mới từ các dự án dầu khí trong thời gian tới. Với nhóm trung nguồn, giá cước vận tải ký mới tăng có tác động tích cực tới PVT. Đối với nhóm hạ nguồn, các doanh nghiệp phân phối xăng dầu có thể nâng biên lợi nhuận từ mức nền thấp của 2022 nhờ (1) Nguồn cung cải thiện từ các nhà máy lọc dầu trong nước (2) Biến động ổn định hơn của giá dầu. • Chúng tôi vẫn giữ nhận định TÍCH CỰC đối với ngành Dầu khí dựa trên kỳ vọng giá dầu sẽ neo cao và các dự án mới triển khai trong thời gian tới. Giá cổ phiếu nhóm này đã phục hồi khá tốt kể từ thời điểm tháng 11, thể hiện phần nào triển vọng KQKD. Cổ phiếu dầu khí thường biến động khá mạnh, tương quan với giá dầu. Với triển vọng ngành tương đối tích cực, KBSV cho rằng các cổ phiếu dầu khí sẽ vẫn là những cơ hội tốt để các nhà đầu tư tiếp tục nắm giữ và có thể cân nhắc gia tăng tỉ trọng nếu cổ phiếu rơi về mức định giá hấp dẫn tùy theo khẩu vị rủi ro.
Điện	POW, NT2 REE,	Tích cực	• Tình hình sản xuất và tiêu thụ điện 2022 phục hồi tích cực. Sản lượng điện thương phẩm 2022 đạt 268.4 tỷ kWh (+5.26% YoY). Luỹ kế 2 tháng đầu năm 2023, sản lượng

	QTP, GEG, PC1		điện sản xuất toàn hệ thống đạt 20.22 tỷ kWh (+9.4% YoY). Chúng tôi cho rằng nhu cầu điện toàn hệ thống sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2023, dự báo sẽ tăng trưởng khoảng 7% cùng với tốc độ tăng trưởng GDP. Về cơ cấu nguồn điện trong năm 2022, nhiệt điện than và thủy điện vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất với lần lượt 39.1% và 35.4% tổng sản lượng. Tổng công suất lắp đặt nguồn điện toàn hệ thống tính đến hết năm 2022 đạt 77,800 MW (+1.8% YoY). Trong đó, tổng công suất lắp đặt nguồn điện năng lượng tái tạo rơi vào khoảng 21.000 MW (bao gồm gần 16.200 MW điện mặt trời và gần 4.000 MW điện gió), chiếm tỷ lệ 27% tổng công suất. • Giá CGM duy trì ở mức cao trong năm 2022. Giá thị trường điện cạnh tranh (CGM) tháng 1/2023 ghi nhận 1,455.99 VNĐ/kWh (+17.51% YoY). Trong năm 2022, Giá CGM đạt trung bình 1,539.023 VNĐ/kWh (+54.8% YoY). Giá CGM cao sẽ giúp hỗ trợ kết quả kinh doanh cho các nhà máy thủy điện và nhiệt điện trong năm 2023. • Triển vọng ngành điện trong năm 2023 sẽ có sự phân hoá giữa các nhóm nguồn phát: ○ Thủy điện: Thời tiết chuyển sang pha trung lập và xác suất cao xuất hiện El Nino vào cuối năm. Điều này đồng nghĩa với việc lượng nước về hồ cho các nhà máy thủy điện không còn dồi dào như giai đoạn 2021-2022, sản lượng điện không còn được duy trì tích cực. ○ Nhiệt điện: Chu kỳ La Nina kết thúc sẽ mở ra dư địa huy động cho các nhà máy nhiệt điện. Bên cạnh đó, giá than và giá khí đầu vào có xu hướng hạ nhiệt cũng là yếu tố tích cực, cải thiện biên lợi nhuận gộp của nhóm này. ○ Năng lượng tái tạo: Quy định mới của Bộ Công thương về khung phát điện mặt trời/ điện gió cho các dự án chuyển tiếp sẽ ảnh hưởng đến tình hình đầu tư vào các dự án năng lượng tái tạo, đặc biệt là điện mặt trời. Cụ thể, mức giá trần cho các loại hình phát điện sẽ thấp hơn 17%-29% so với mức giá FIT trước đây. Các doanh nghiệp năng lượng tái tạo có dự án chưa được ký kết giá điện đúng thời hạn sẽ bị ảnh hưởng nhiều do giá bán mới sẽ làm giảm tỷ suất lợi nhuận và kéo dài thời gian hoàn vốn. • Với diễn biến giá của các cổ phiếu hiện tại, đặc biệt là nhóm ngành nhiệt điện khí và thủy điện với các đại diện là NT2 và VSH, chúng tôi nhận thấy giá các cổ phiếu này đã phản ánh một phần kỳ vọng của thị trường 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 đã điều chỉnh sâu và xuất hiện các mức upside đủ hấp dẫn theo khẩu vị của từng nhà đầu tư.
Thép	HPG, HSG, NKG	Trung lập	• Nhu cầu tiêu thụ tiếp tục suy giảm trong 1Q203 và dự phóng sẽ đi ngang trong 2Q2023. Sản lượng tiêu thụ trong 2 tháng đầu năm 2023 suy giảm so với cùng kỳ, trong đó thép xây dựng giảm 28% YoY, HRC giảm 23% YoY trong bối cảnh thị trường Bất động sản nội

		địa gặp khó khăn. Chúng tôi đánh giá việc ban hành Nghị định 08/2023/NĐ-CP về quy định chào bán, giao dịch TPDN riêng lẻ sẽ là một động lực để thúc đẩy sự hồi phục của thị trường Bất động sản, tuy nhiên trong ngắn hạn doanh nghiệp vẫn sẽ gặp khó khăn về dòng tiền dưới tác động của nợ vay, vốn huy động từ trái phiếu, cũng như nhu cầu sụt giảm. Do đó, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ của ngành Thép vẫn sẽ duy trì ở mức thấp trong 2Q2023. • Giá thép tăng do áp lực từ giá nguyên vật liệu đầu vào. Tại thị trường nội địa, giá thép được điều chỉnh tăng 8 lần trong 1Q2023 nhằm đảm bảo chi phí giá vốn hàng bán. Cụ thể, giá thép ước tính tăng 10% so với 4Q2022, song song với đó, giá quặng sắt tăng 23% QoQ, giá than cốc tăng 10% QoQ, thép phế liệu tăng 31% QoQ, phôi thép tăng 11% QoQ. • Dự báo giá bán và giá nguyên vật liệu sẽ giảm dần từ giờ tới cuối năm khi nguồn cung khôi phục. Chúng tôi cho rằng giá nguyên vật liệu sẽ hạ trong các quý tới đây nhờ (1) các quốc gia xuất khẩu nguyên vật liệu thép lớn như Brazil, Australia có thể sẽ cần hạ giá bán để đảm bảo thu hút khách hàng khi nhu cầu tiêu thụ lớn tại Trung Quốc cũng sẽ suy giảm (để phục vụ mục tiêu chống biến đổi khí hậu). Cùng với đó, (2) doanh nghiệp tại Mỹ cũng có kế hoạch khởi động lại các nhà lò cao để phục vụ cho nhu cầu của thị trường với sự thiếu hụt nguồn cung ghi nhận trong 1Q2023. Do đó, chúng tôi cho rằng giá thép trên thị trường quốc tế cũng sẽ có sự suy giảm trong các quý tới đây trong bối cảnh (1) nguồn cung được khôi phục nhưng (2) sản lượng tiêu thụ ở mức thấp khi nhu cầu về Bất động sản tại trường Mỹ và Trung Quốc chưa có dấu hiệu hồi phục rõ ràng. Hiện tượng khan hiếm HRC tại thị trường Mỹ và Châu Âu sẽ giữ cho nền giá cao trong 2Q2023 trước khi giảm vào cuối quý khi nguồn cung tại Thổ Nhĩ Kỳ và Mỹ phục vụ ổn định cho nhu cầu khu vực. • Biên lãi gộp của các doanh nghiệp thép sẽ được cải thiện so với 4Q2022. Các doanh nghiệp thép Việt Nam tại thời điểm hiện tại cũng đã kiểm soát hàng tồn kho về mức thấp, do đó cũng sẽ có thể kiểm soát biên lợi nhuận gộp trong thời gian tới tốt hơn so với giai đoạn 4Q2022. Chúng tôi ước tính đà tăng đột biến của giá HRC trong T2/2023 và T3/2023 cũng đã giúp cho HPG, HSG, NKG cải thiện được kết quả kinh doanh của mình trong 1Q2023, tuy nhiên trong các quý sắp tới thì các doanh nghiệp trên vẫn sẽ gặp khó khăn về sản lượng tiêu thụ do nhu cầu yếu từ lĩnh vực Bất động sản. • Định giá cổ phiếu ngành thép ở mức thấp nhưng biến động cao, còn nhiều rủi ro. Cổ phiếu ngành Thép đã tăng trung bình 10-20% trong 1Q2023 sau mức suy giảm mạnh trong 4Q2022 khi nhận KQKD thua lỗ. Chúng tôi cho rằng sự suy giảm trong hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp thép cũng đã phản ánh một phần vào giá cổ phiếu. Tuy nhiên, KBSV cho rằng giai đoạn phía trước vẫn còn khá nhiều rủi ro (chủ yếu liên quan tới sản lượng tiêu thụ do tác động từ thị trường Bất động sản) nên các nhà đầu tư
--	--	---

			nên tận dụng các nhịp điều chỉnh sâu khi mặt bằng P/B giảm xuống vùng thấp của lịch sử trước khi thực hiện tích lũy từng phần với mục tiêu dài hạn.
Thủy sản	ANV, IDI, FMC	Trung lập	- Xuất khẩu thủy sản vẫn gặp khó khăn trong những tháng đầu năm. Tiếp tục đà giảm sâu theo xu hướng từ cuối năm 2022, lũy kế 2 tháng đầu năm 2023, kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam đạt trên 1.1 tỷ USD, giảm 26% YoY (theo Vasep). Trong tháng 2 xuất khẩu thủy sản tăng nhẹ 4% YoY trên nền thấp của tháng 2/2022 – thời điểm tết nguyên đán nên mức kim ngạch xuất khẩu thấp, tuy nhiên mức tăng trưởng này chưa được coi là dấu hiệu phục hồi ngành. Xét theo thị trường xuất khẩu, các mặt hàng thủy sản xuất khẩu 2T2023 bị ảnh hưởng trực tiếp từ sự sụt giảm tại thị trường Mỹ (-53% YoY) và EU (-32% YoY) do tồn kho cao, trong khi thị trường Trung Quốc bắt đầu có sự hồi phục sau khi nước này mở cửa trở lại. - KQKD quý 2/2023 khó tăng trưởng dương trên mức nền cao của cùng kỳ năm 2022. Các doanh nghiệp thủy sản sẽ tiếp tục chịu áp lực trong quý 2/2023 do quý 2 năm trước đã ghi nhận mức đỉnh lợi nhuận. Chúng tôi cho rằng tốc độ tiêu thụ các sản phẩm tôm tại các thị trường lớn như Mỹ, EU sẽ vẫn chậm do sản phẩm giá thành cao như tôm sẽ khó cạnh tranh với tôm giá rẻ của Ấn Độ và Ecuador khi các nước này có vị trí địa lý gần với các thị trường nhập khẩu; trong khi sản lượng xuất sang Nhật Bản có triển vọng tích cực hơn. Đối với cá tra, chúng tôi dự báo số lượng đơn hàng sẽ dần tăng lên từ quý 2/2023 do lượng hàng tồn kho của các nhà nhập khẩu đã được giải phóng sau 2 quý tạm nhập chậm lại. Tuy nhiên giá bán giảm (ước tính giảm 20-30% YoY) trong khi giá nguyên liệu giảm không tương ứng có thể làm ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp. - Cơ hội cho toàn ngành khi Trung Quốc mở cửa nền kinh tế. Thị trường Trung Quốc sẽ là điểm sáng, bù đắp cho sự sụt giảm tại thị trường Mỹ và EU. Trung Quốc mở cửa hoàn toàn đã khai thông nhiều mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam trong đó có cá tra. Giá trị xuất khẩu thủy sản sang thị trường này ghi nhận tăng 33% trong tháng 2/2023 cho thấy dấu hiệu hồi phục tương đối tích cực. Dự kiến đơn hàng từ Trung Quốc sẽ tăng dần trong quý 2/2023, dù vậy chúng tôi dự đoán giá bán sẽ vẫn ở mức thấp trong tương lai gần. Ngoài ra, tác động của việc Trung Quốc mở cửa đến các doanh nghiệp là không đồng nhất, nên điều này khó đưa ngành thủy sản trở lại chu kỳ tăng trong ngắn hạn. Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm rằng sự phục hồi tại thị trường Trung Quốc chỉ góp phần giảm bớt áp lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp, chứ không tạo ra sự bùng nổ về KQKD. - Định giá về vùng hấp dẫn, lựa chọn những cổ phiếu có nền tảng cho đầu tư dài hạn. Nhìn chung, theo đánh giá của chúng tôi toàn ngành sẽ chưa thể bùng sáng trở lại ngay trong bối cảnh nền kinh tế thế giới được dự báo có thể rơi vào suy thoái. Tuy nhiên, thủy sản vẫn là mặt hàng thiết yếu nên sẽ không sụt giảm quá mạnh. Hơn nữa, với các sản phẩm

			có giá thành vừa phải như cá tra sẽ vẫn là lựa chọn cho tầng lớp có thu nhập thấp, trung bình - nhóm bị ảnh hưởng nhiều nhất bởi lạm phát. Một số cổ phiếu cá tra như ANV, IDI sẽ tiếp tục hưởng lợi từ việc Trung Quốc mở cửa, phù hợp để giao dịch ngắn hạn với mức giá chiết khấu sâu hơn. NĐT có thể cân nhắc cổ phiếu VHC, FMC cho mục tiêu đầu tư trung, dài hạn khi các cổ phiếu này đang được giao dịch ở vùng P/E tương đối hấp dẫn.
--	--	--	--

Bí' phĐn phŷn tãh doanh nghi'p ĩ KBSV

KHOI PHAN TICH CONG TY CHUNG KHOAN KB VIET NAM

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

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@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

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

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

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

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

Dầu khí & Tiện ích

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

Khối Phân tích
research@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

Lê Hạnh Quyền – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

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

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anhhttp@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 G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, 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:	Năm 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.