

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2024

Năm RỒNG gặp mây

THÁNG 12/2023

MỤC LỤC

CÁC CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ NĂM 2024	0
VÍ MÔ VIỆT NAM 2023: Tăng trưởng phục hồi trong những tháng cuối năm.....	0
Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam đạt 4.8% trong năm 2023	0
Hoạt động sản xuất sôi động hơn trong những tháng cuối năm song triển vọng vẫn chưa thể lạc quan	0
Tốc độ tăng trưởng tiêu dùng có sự cải thiện đáng kể.....	2
Xuất khẩu phục hồi tốt hơn trong những tháng cuối năm	2
Giải ngân đầu tư công cải thiện, FDI đăng ký mới cao nhất trong vòng 4 năm trở lại đây	3
TRIỂN VỌNG THẾ GIỚI 2024	5
Câu hỏi của năm 2024: Khi nào lãi suất sẽ quay đầu và mức giảm là bao nhiêu?.....	5
Giai đoạn khó khăn nhất đã qua trong triển vọng không quá lạc quan	6
NHỮNG ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CỦA VIỆT NAM NĂM 2024	8
Chúng tôi dự báo xuất khẩu năm 2024 sẽ tăng trưởng dương 6 – 7% trên nền thấp của năm trước	8
Đầu tư công năm 2024 có gì khác?	10
Chính sách tiền tệ sẽ ở trạng thái cân bằng hơn, tích cực hỗ trợ cho tăng trưởng trong năm 2024	12
Những thách thức đối với nền kinh tế trong năm 2024	14
Thống kê các chỉ tiêu kinh tế & dự báo 2023 – 2024	18
DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 2023	19
Một năm nhiều cung bậc của thị trường chứng khoán Việt Nam	19
Diễn biến dòng tiền trong năm 2023	21
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 2024	22
Thị trường chứng khoán thế giới diễn biến ra sao trong năm bầu cử.....	22
Triển vọng Việt Nam: Cơ hội tích lũy dài hạn khi định giá thị trường đã trở nên hấp dẫn hơn.....	23
NGÀNH NGÂN HÀNG: Khó khăn vẫn chưa hoàn toàn đi qua	26
Năm 2023: Tăng trưởng tín dụng thấp đi cùng NIM suy giảm	27
Triển vọng 2024: LNST tăng trưởng khả quan dù áp lực trích lập dự phòng vẫn còn lớn	29
Những quy định sẽ có tác động đến hoạt động toàn ngành Ngân hàng trong năm 2024	35
Chiến lược đầu tư ngành Ngân hàng: ACB, TCB và STB	36
NGÀNH BĐS DÂN CƯ: Tín hiệu tích cực xuất hiện	39
Năm 2023: Một số tín hiệu tích cực bắt đầu xuất hiện trong bức tranh ảm đạm	40
Triển vọng cho ngành BĐS trong năm 2024	42
Xu hướng phát triển của ngành BĐS trong năm 2024	46
Chiến lược đầu tư ngành BĐS dân cư: NLG và HDG.....	49
NGÀNH BĐS KHU CÔNG NGHIỆP: Lợi thế cạnh tranh vẫn còn song xu hướng mới đặt ra nhiều thách thức.....	51
Thị trường BĐS KCN năm 2023: nguồn cung và giá thuê đều tăng ổn định	52
Triển vọng BĐS KCN trong năm 2024.....	54
Những xu hướng sẽ định hình ngành BĐS khu công nghiệp trong thời gian tới	57
Chiến lược đầu tư ngành BĐS KCN: IDC và PHR	59
NGÀNH THÉP: Triển vọng hồi phục hiện hữu	63
Giá thép thế giới được dự báo đi ngang trong năm 2023 và hồi phục nhẹ 2% svck vào 2024	64
Thị trường thép nội địa và xuất khẩu của Việt Nam dự báo phục hồi tích cực cả về giá và sản lượng trong năm 2024	66
Triển vọng kinh doanh các DN thép trong năm 2024	69
Chiến lược đầu tư ngành thép: NKG và HPG	71

NGÀNH DẦU KHÍ: Kỳ vọng vào những dự án thượng nguồn	73
Chúng tôi dự báo giá dầu Brent đạt trung bình 85 USD/thùng trong năm 2024	74
Triển vọng tươi sáng của khu vực thượng nguồn dầu khí	76
Trung nguồn: Chờ đợi biến chuyển tích cực trong trung hạn	78
Hạ nguồn: Biên lợi nhuận lọc dầu có thể chỉ tăng nhẹ	79
Chiến lược đầu tư ngành Dầu khí: “Ăn chắc, mặc bền” với cổ phiếu thượng nguồn và trung nguồn	80
NGÀNH ĐIỆN: Xây lắp hạ tầng điện là trọng tâm trong 2024	83
Tình hình ngành điện trong năm 2023	84
Triển vọng ngành điện năm 2024	85
Chiến lược đầu tư ngành điện: PC1	92
NGÀNH LOGISTICS: Triển vọng tươi sáng hơn trong năm 2024	95
Triển vọng doanh nghiệp ngành logistics sẽ tươi sáng hơn trong 2024	95
Tổng quan ngành logistics	96
Triển vọng ngành logistics 2024	96
Chiến lược đầu tư ngành logistics	101
NGÀNH BÁN LẺ: Kỳ vọng vào đà chi tiêu dần phục hồi	103
Một năm 2023 khó khăn với DN bán lẻ không thiết yếu	104
Triển vọng ngành bán lẻ trong năm 2024	105
Khả năng thích ứng và chuyển dịch với xu thế e-commerce của các doanh nghiệp trong ngành là yếu tố quan trọng	111
Chiến lược đầu tư ngành Bán lẻ	113

Năm RỒNG gặp mây

- Chúng tôi dự báo GDP 2024 tăng trưởng 5.9% - 6%, cao hơn so với 2023, song thấp hơn một chút so với mục tiêu của Chính phủ
- Những thách thức chính cho tăng trưởng năm 2024 bao gồm: lạm phát, thị trường bất động sản và nợ xấu ngân hàng.
- Chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ tăng lên mức 1250 – 1280 điểm, trên cơ sở lợi nhuận DN niêm yết năm 2024 tăng 16.8% và định giá P/E 12 – 12.5 lần

Chính sách tiền tệ thế giới đang đứng trước bước ngoặt

Lạm phát hạ nhiệt cho phép các NHTW chấm dứt chu kỳ tăng lãi suất và dần chuyển dịch từ chính sách thắt chặt sang giai đoạn hỗ trợ tăng trưởng. Tuy nhiên câu hỏi quan trọng được đặt ra trong năm 2024 là: *Lãi suất sẽ hạ từ khi nào và mức giảm sẽ là bao nhiêu?* Hiện tại thị trường tài chính đang kỳ vọng lãi suất sẽ giảm từ tháng 3/24 với tổng mức giảm 150 điểm cơ bản cả năm. Kinh tế thế giới đã qua giai đoạn khó khăn nhất song tác động của chu kỳ thắt chặt tiền tệ, bất ổn địa chính trị, chính sách bảo hộ Thương mại sẽ vẫn phủ bóng lên triển vọng năm 2024.

Các động lực tăng trưởng kinh tế đang khởi động

Chúng tôi dự báo xuất khẩu năm 2024 sẽ tăng trưởng dương 6 – 7% trên thấp của năm 2023 nhờ áp lực chuỗi cung ứng hạ nhiệt đáng kể, đồng thời nhu cầu điện thoại, linh kiện điện tử đang có xu hướng tạo đáy. Giải ngân đầu tư công ước tính tăng ước đạt tỷ lệ 85% - 90% kế hoạch nhờ vào những nỗ lực thúc đẩy của cơ quan quản lý. Chúng tôi cho rằng chính sách tiền tệ sẽ ở trạng thái cân bằng hơn, tích cực hỗ trợ cho tăng trưởng trong năm 2024. Lãi suất đầu vào có xu hướng tạo đáy trong Q1/24 và tăng nhẹ từ giữa năm song vẫn duy trì ở nền thấp.

Những yếu tố tích cực hỗ trợ cho TTCK Việt Nam dần tụ hội

Thứ nhất, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết sẽ tăng trưởng 16.8% trong năm 2024, trong bối cảnh vĩ mô cải thiện tích cực. Thứ hai, môi trường lãi suất thấp sẽ kích thích các nhà đầu tư nước ngoài tìm kiếm câu chuyện tăng trưởng từ những thị trường mới nổi, trong đó có Việt Nam. Thứ ba, chúng tôi nhận thấy mặc dù tiến độ tương đối chậm song nhiều dự án bất động sản ở thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội đã dần tháo gỡ được các vướng mắc pháp lý, tạo tiền đề cho sự phục hồi của thị trường bất động sản. Thứ tư, hệ thống KRX khi được đưa vào vận hành sẽ là tạo nền tảng cơ sở để nhiều giải pháp giao dịch mới được triển khai, từ đó rút ngắn con đường nâng hạng của Việt Nam.

Chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ tăng lên mức 1250 – 1280 trong năm 2024

Dự báo của chúng tôi dựa trên cơ sở lợi nhuận DN niêm yết năm 2024 tăng 16.8% và định giá P/E 12 – 12.5 lần. Các yếu tố tích cực có thể tác động đến thị trường bao gồm: lịch sử cho thấy TTCK thế giới có diễn biến tốt trong năm bầu cử, Việt Nam có thể rút ngắn được lộ trình nâng hạng,... Các yếu tố rủi ro có bao gồm: thị trường BĐS đóng băng kéo dài sẽ gia tăng nợ xấu cho hệ thống ngân hàng, tạo điểm nghẽn dòng vốn trên thị trường tài chính, làm giảm sự lưu thông dòng vốn trên TTCK. Lạm phát tăng cao hơn so với kỳ vọng (trên 4 – 4.5%) có thể khiến chính sách tiền tệ đảo chiều.

Giám đốc Khối Nghiên cứu



Trần Thị Khánh Hiền

Hien.tran@khanh@mbs.com.vn

CÁC CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ NĂM 2024

STT	Chủ đề	Đánh giá các khía cạnh tác động	Nhóm ngành có tác động tích cực	DNNY đáng chú ý
1	Áp lực lãi suất và tỷ giá hạ nhiệt	Các doanh nghiệp có tỷ lệ vay nợ nước ngoài cũng như có tỷ lệ đòn bẩy cao sẽ giảm bớt áp lực chi phí tài chính.	Bất động sản, năng lượng	PC1, HPG, GEX
		Thị trường M&A thế giới sôi động trở lại. Lãi suất thấp hơn sẽ kích thích nhu cầu các nhà đầu tư tìm kiếm cơ hội M&A tại các thị trường mới nổi, trong đó có Việt Nam	Các doanh nghiệp đa ngành, sở hữu các dự án năng lượng, bất động sản, khu công nghiệp	GEX, BCG, PC1, KDH, DXG, BCM, IDC
		Môi trường lãi suất thấp sẽ kích thích nhu cầu tín dụng. Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng đạt 13% - 14% trong năm 2024.	Ngân hàng, Bất động sản	ACB, TCB, STB, VHM, NLG, KDH
2	Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong giai đoạn 2024-25	Năm 2024 được xem là năm bản lề để hoàn thành Kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021 -2025 đồng thời cũng bắt tay vào xây dựng kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2026 - 2030. Hiện hầu hết các dự án đã hoàn thiện thủ tục đầu tư do đó năm nay là thời điểm đẩy nhanh tiến độ.. Chúng tôi kỳ vọng khi các nút thắt đầu tư những năm trước đã được tháo gỡ (vd: công tác chỉ định thầu đẩy nhanh quá trình giao thầu, việc khai thác các mỏ đất đá mới đã được cấp phép, giá nguyên vật liệu xây dựng đã hạ nhiệt so với giai đoạn 2021-22,...), giải ngân đầu tư công thực tế năm 2024 sẽ đạt khoảng 85 – 90% kế hoạch, tương ứng với tăng trưởng 38% - 45% so với năm 2023.	Nhóm ngành xây dựng hạ tầng, đá, thép	CTR, VCG, C4G, KSB, HPG
3	Trung Quốc phát đi thông điệp ưu tiên cho mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2024	Theo đuổi mục tiêu tăng trưởng, TQ có thể nới lỏng điều kiện hoạt động của các ngành công nghiệp nặng. Điều này có thể dẫn đến giá cả các nguyên vật liệu cơ bản phục vụ cho sản xuất CN tạo đáy và đi lên.	Thép, hóa chất, nickel	HPG, NKG, DGC, PC1
		Tiêu dùng của Trung Quốc sẽ là động lực quan trọng trong năm 2024. Xu hướng tiêu dùng của người dân TQ trong quý 3 (chỉ tiêu tiêu dùng chiếm tỷ trọng trong thu nhập khả dụng) là 69.8%, không những tốt hơn cùng kỳ trong thời kỳ dịch bệnh, mà còn tốt hơn trước đại dịch. Cầu tiêu dùng Trung Quốc phục hồi sẽ hỗ trợ cho một số mặt hàng Việt Nam xuất khẩu như điện thoại, nông sản,...	Nhóm doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu sang Trung Quốc lớn như nông sản, thủy sản	ANV, HAG

4	Thị trường BĐS sẽ tích cực	Trong năm 2024 Luật Đất đai sửa đổi 2024 chủ yếu tác động tích cực đến nguồn cung.	Ở giai đoạn đầu của chu kỳ phục hồi, phân khúc nhà hợp túi tiền, xây dựng, vật liệu xây dựng sẽ được hưởng lợi trước tiên	KDH, NLG, HPG,
5	Cách mạng công nghệ mới	Xu hướng dòng vốn đầu tư công nghệ cao vào Việt Nam đặc biệt sau khi Việt Nam đã nâng tầm đối tác chiến lược toàn diện với các cường quốc thế giới về công nghệ như Mỹ, Nhật.	Khu công nghiệp, công nghệ, hóa chất	FPT, KBC, IDC, SZC, DGC, PC1
		Công nghệ mới (5G, AI,...) còn thúc đẩy chu kỳ sản phẩm mới, kích thích nhu cầu tiêu dùng	Bán lẻ điện tử tiêu dùng	FRT, MWG, DGW
6	Nhu cầu năng lượng tăng cao	Tăng giá điện bán lẻ sẽ giúp EVN cải thiện tình hình tài chính, cũng như đẩy mạnh việc chi trả cho các doanh nghiệp điện	Chủ yếu nhóm nhiệt điện sẽ được hưởng lợi do cải thiện năng lực tài chính	POW, QTP, HND
		Cầu huy động nhiệt điện vẫn cao trong bối cảnh pha El Nino vẫn tiếp diễn trong năm 2024	Nhiệt điện	POW, QTP, HND
		Các dự án năng lượng quan trọng được thúc đẩy triển khai nhanh hơn như: Lô B, đường dây 500 kV mạch 3 kéo dài, nhằm đảm bảo cung ứng nhu cầu tiêu thụ năng lượng trong nước.	Các doanh nghiệp xây lắp, cơ khí	PC1, PVS, TV2, GAS
7	Bất ổn địa chính trị gây xáo trộn dòng thương mại toàn cầu	Mặc dù xung đột Nga - Ukraine đang có chiều hướng hạ nhiệt tuy nhiên xung đột tại khu vực Trung Đông lại đang có chiều hướng gia tăng, mới đây nhất là những căng thẳng trên Biển Đỏ. Điều này khiến các hãng tàu phải thay đổi cung đường vận chuyển và đẩy giá cước vận tải lên cao.	Doanh nghiệp vận tải biển, vận tải dầu khí	HAH, VOS, PVT
8	Hệ thống KRX đưa vào vận hành từ năm sau có là bước đệm cho phát triển thị trường CK	hệ thống KRX sẽ được đi vào vận hành, tạo nền tảng cơ sở để nhiều sản phẩm mới được triển khai, kết hợp với môi trường lãi suất thấp dòng tiền có thể dịch chuyển sang TTCK	Chứng khoán	SSI, VND, VCI, MBS, BSI, FTS
9	Kỳ vọng niềm yết của một số doanh nghiệp lớn	Một số doanh nghiệp lớn đang có kế hoạch niêm yết trên HSX sẽ tạo được sự thu hút quan tâm của các nhà đầu tư tổ chức và khối ngoại		ACV, BSR, OIL, VTP, ABB

VĨ MÔ VIỆT NAM 2023: Tăng trưởng phục hồi trong những tháng cuối năm

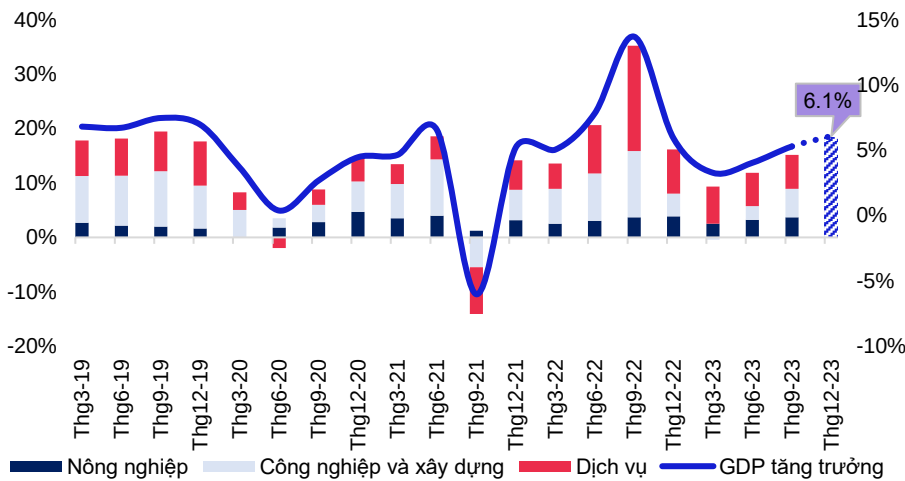
Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam đạt 4.8% trong năm 2023

Sau khi có sự khởi đầu chậm chạp trong Q1/23, kinh tế Việt Nam duy trì xu hướng cải thiện qua các quý liên tiếp (Q1: +3.28%; Q2: +4.05%; Q3: +5.33%). Lũy kế 9 tháng đầu năm 2023, GDP chỉ tăng 4.2% svck, còn cách khá xa so với mục tiêu 6.5% từ đầu năm, và cũng là mức tăng trưởng thấp trong 4 năm trở lại đây.

Trong khi cả khu vực dịch vụ và nông lâm ngư nghiệp duy trì xu hướng tích cực, khu vực công nghiệp và xây dựng suy giảm do tổng cầu thế giới vẫn suy yếu, chi phí nguyên vật liệu và chi phí lãi vay ở mức cao. Khu vực công nghiệp và xây dựng chỉ tăng 2.4% svck trong 9 tháng 2023; đây là mức tăng thấp nhất cùng kỳ các năm trong giai đoạn 2011-2023, đóng góp 0.9 điểm phần trăm vào tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Khu vực dịch vụ tiêu dùng tăng 6.3% svck; đóng góp 2.87 điểm phần trăm. Khu vực nông lâm ngư nghiệp tăng trưởng ổn định 3.4%; đóng góp 0,4 điểm phần trăm vào tăng trưởng GDP cả nước trong 9 tháng đầu năm.

Chúng tôi dự báo GDP năm 2023 đạt mức 4.7% - 4.8%, trong đó dự báo GDP quý 4 sẽ tăng 6.1% - 6.3% trên cơ sở nền thấp cùng kỳ năm ngoái.

Hình 1: Tăng trưởng GDP theo nhóm ngành hàng quý và dự báo Q4/2023 (% svck)



Nguồn: CTK, MBS Research

Hoạt động sản xuất sôi động hơn trong những tháng cuối năm song triển vọng vẫn chưa thể lạc quan

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) duy trì đà tăng trưởng dương từ tháng 4/23, và tăng trưởng mạnh trong các tháng cuối năm (T10: 4.4% svck, T11: 5.8% svck). Tính chung 11 tháng năm 2023, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp ước tính tăng 1% so với cùng kỳ năm trước, trong đó chế biến chế tạo tăng và sản xuất phân phối điện tăng lần lượt 1% và 3.2%, ngành khai khoáng suy giảm 2.8% svck.

Tuy nhiên, diễn biến của chỉ số Quản trị người mua hàng (PMI) lại không khả quan. Sau khi cải thiện lên trên ngưỡng 50 vào tháng 9/23, chỉ số PMI giảm liên tiếp trong tháng 10 và 11 xuống mức 47.3 điểm, đây là mức thấp trong vòng 5

Chuyên viên phân tích

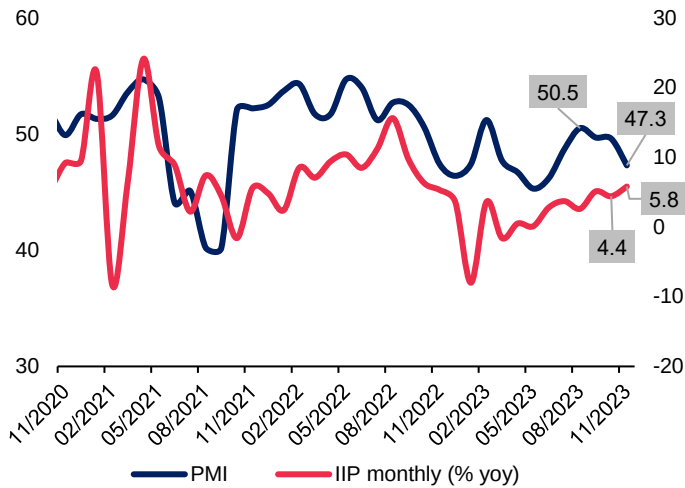


Lê Minh Anh

Anh.leminh@mbs.com.vn

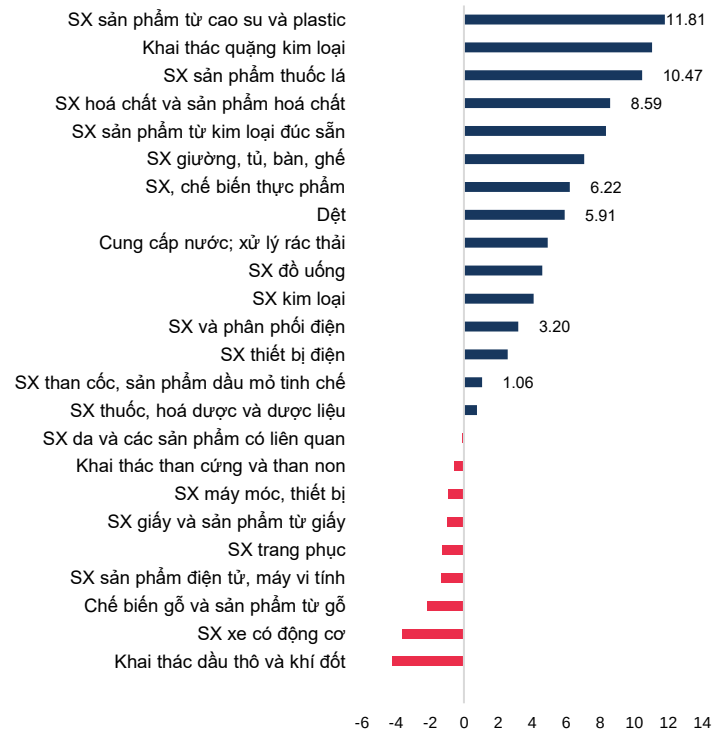
tháng trở lại. Cụ thể, số lượng đơn đặt hàng mới của các nhà sản xuất trong tháng 11 đã giảm trở lại, kết thúc chuỗi tăng ba tháng liên tiếp, đây là tốc độ giảm mạnh nhất kể từ tháng 5. Nguyên nhân xảy ra do nhu cầu khách hàng đi xuống, đặc biệt đến từ nhóm hàng quốc tế. Số lượng đơn đặt hàng xuất khẩu mới ghi nhận sự suy giảm và một trong số các lý do đến từ việc khách hàng không muốn trả giá cao hơn cho sản phẩm. Trong bối cảnh số lượng đơn đặt hàng mới bị thu hẹp và các điều kiện kinh tế khó khăn đã đẩy các công ty phải tiếp tục giảm sản lượng trong suốt 3 tháng.

Hình 2: Chỉ số PMI sản xuất và IIP của Việt Nam (% so với cùng kỳ)



Nguồn: S&P Global, TCTK, MBS Research

Hình 3: Diễn biến tăng/giảm chỉ số IIP các ngành công nghiệp lũy kế 11 tháng đầu năm 2023 (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 4: Diễn biến tăng/giảm chỉ số IIP một số ngành công nghiệp trọng điểm theo tháng trong năm 2023 (% svck)

	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23
Khai khoáng	-13%	10%	-4%	-6%	3%	0%	-2%	-7%	-6%	-1%	-3.8%
CN chế biến, chế tạo	-16%	7%	-2%	-3%	-1%	2%	3%	4%	4%	4%	6.3%
Thực phẩm	-8%	11%	7%	3%	6%	7%	7%	8%	9%	8%	10.7%
Đồ uống	16%	42%	11%	1%	-4%	2%	3%	-3%	-2%	10%	8.1%
Dệt	-26%	0%	1%	-8%	-5%	1%	-2%	3%	4%	7%	2.5%
Trang phục	-26%	0%	1%	-8%	-5%	1%	-2%	3%	4%	7%	2.5%
Gỗ	-11%	22%	1%	-15%	-16%	-13%	0%	2%	11%	-4%	5.3%
Hoá chất và sp hoá chất	-17%	17%	5%	6%	10%	9%	18%	6%	7%	30%	12.9%
Cao su và plastic	-7%	29%	15%	-5%	9%	8%	13%	12%	11%	22%	27.7%
Kim loại	-20%	3%	-5%	-7%	-2%	3%	20%	18%	11%	4%	26.0%
Điện tử, máy vi tính	-1%	-3%	-11%	-4%	-6%	-1%	-2%	4%	6%	3%	3.4%
Xe có động cơ	-23%	4%	-5%	-10%	-10%	9%	-14%	-2%	7%	3%	1.6%
SX và phân phối điện	-12%	8%	2%	2%	8%	-1%	4%	6%	3%	7%	9.2%

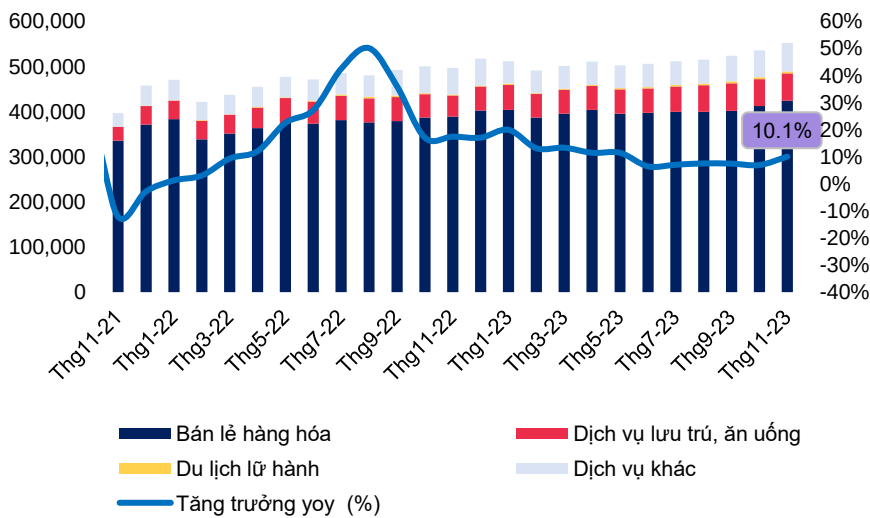
Nguồn: TCTK, MBS Research

Tốc độ tăng trưởng tiêu dùng có sự cải thiện đáng kể

Tốc độ tăng trưởng của tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 11 tăng 10.1% so với cùng kỳ và 1.4% so với tháng trước. Tốc độ tăng trưởng của bán lẻ đã tăng trở lại kể từ tháng 5 sau khi trải qua xu hướng giảm, trong bối cảnh người tiêu dùng nhạy cảm về giá thì hoạt động bán lẻ trong 2 tháng cuối năm sẽ diễn ra sôi động hơn so với mức nền thấp của năm trước.

Tính chung 11 tháng năm 2023, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính tăng 7% so với cùng kỳ (loại trừ yếu tố giá tăng). Khách quốc tế đến nước ta 11 tháng ước đạt gần 11.2 triệu lượt người, gấp 3.8 lần cùng kỳ năm trước nhưng vẫn chỉ bằng 69% so với cùng kỳ năm 2019 – năm chưa xảy ra dịch Covid-19, trong đó, lượng khách đến từ Trung Quốc, Hàn Quốc và Đài Loan có sự phục hồi mạnh mẽ nhất.

Hình 5: Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng so với cùng kỳ năm trước (Nghìn tỷ USD)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 6: Lượng hành khách quốc tế đến Việt Nam trong 11 tháng 2023

Quốc tịch	Lượt khách	% svck
Hàn Quốc	3,222,850	322
Trung Quốc	1,508,951	1,298
Đài Loan	758,189	650
Hoa Kỳ	658,378	147
Nhật Bản	527,217	260
Thái Lan	441,809	188
Malaysia	418,806	224
Campuchia	359,348	108
Australia	353,047	194
Ấn Độ	352,226	223
Singapore	283,669	111
Anh	232,144	196
Pháp	195,151	191
Đức	182,200	159
Phillipin	137,857	248
Tổng số	11,231,299	280

Nguồn: TCTK, MBS Research

Xuất khẩu phục hồi tốt hơn trong những tháng cuối năm

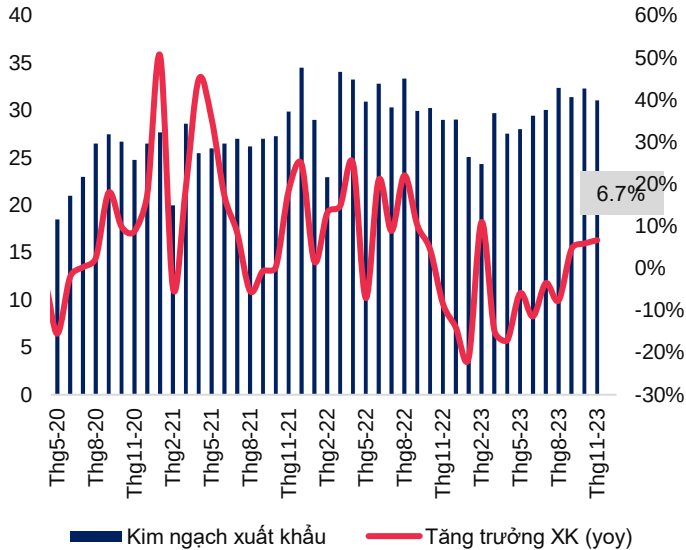
Kim ngạch xuất khẩu ghi nhận tăng trưởng dương so với cùng kỳ trong 3 tháng cuối năm do nhiều mặt hàng công nghiệp tăng trưởng ấn tượng như xơ, sợi dệt các loại và máy ảnh, máy quay phim và linh kiện. Lũy kế 11 tháng xuất khẩu ước đạt 322.5 tỷ USD (-6% svck). Các mặt hàng xuất khẩu có tăng trưởng âm lớn nhất bao gồm hóa chất (-24% svck), thủy sản (-19% svck), gỗ (-18% svck). Tuy nhiên, xuất khẩu vẫn ghi nhận những điểm sáng trong tăng trưởng từ những đóng góp ấn tượng bởi các mặt hàng nông nghiệp bao gồm xuất khẩu gạo (+36% svck), hạt điều (+17% svck), rau quả (+74% svck).

Về thị trường xuất khẩu 11 tháng năm 2023, Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước đạt 88 tỷ USD (-13.1% svck), xuất khẩu sang EU ước đạt 39.9 tỷ USD (-8.1% svck); xuất khẩu sang Nhật Bản 21.2 tỷ USD (-4.3% svck)

Từ chiều ngược lại, tính chung 11 tháng năm 2023, kim ngạch nhập khẩu hàng hóa ước đạt 296.6 tỷ USD, (-10.7% svck). Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước đạt 99.6 tỷ USD (-9% svck). Trong 11 tháng

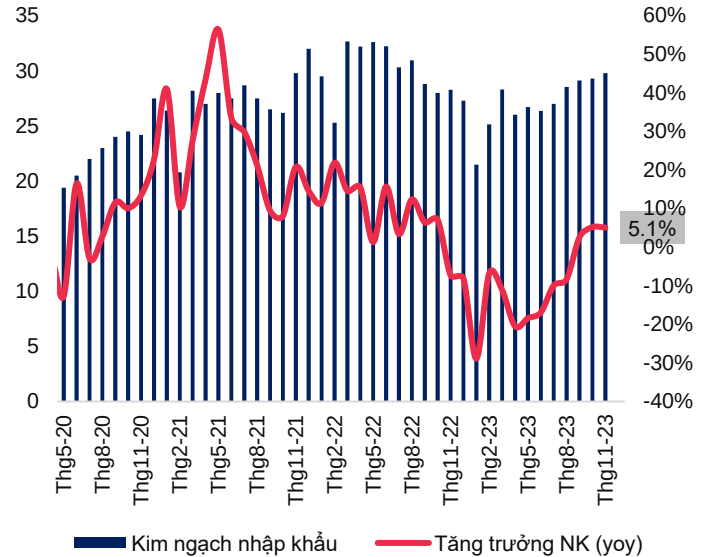
năm 2023 có 3 mặt hàng nhập khẩu đạt trị giá trên 10 tỷ USD (chiếm 43.4% tổng kim ngạch) là điện tử, máy tính linh kiện, máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác và vải với mức tăng trưởng lần lượt là +4.1%, -9.8% và -14% svck. Như vậy, 11 tháng năm 2023, cán cân thương mại hàng hóa thặng dư 25.86 tỷ USD, gấp 2.5 lần so với con số 10.32 tỷ USD thặng dư của cùng kỳ năm trước. Xuất siêu góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, đảm bảo các cân đối lớn của nền kinh tế, hỗ trợ lớn cho cán cân thanh toán quốc tế.

Hình 7: Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa năm qua các tháng (Tỷ USD)



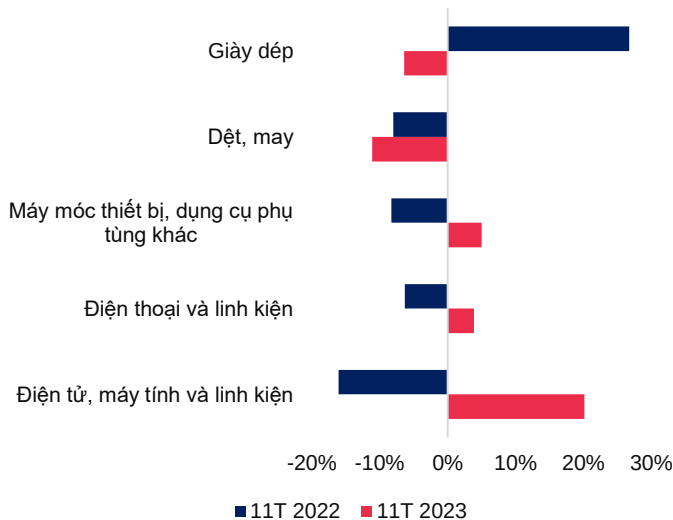
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 8: Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa năm qua các tháng (Tỷ USD)



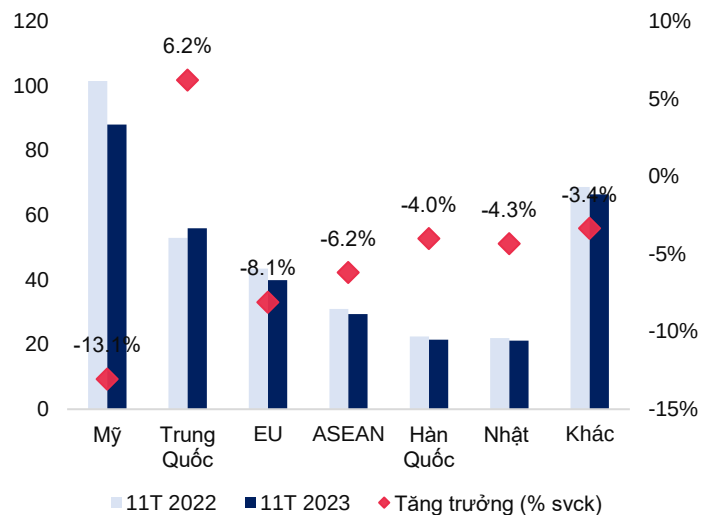
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 9: Tăng trưởng của các mặt hàng có giá trị xuất khẩu lớn nhất lũy kế từ đầu năm (%yoy)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 10: Thị trường xuất khẩu của Việt Nam 11T.2023 (Tỷ USD)



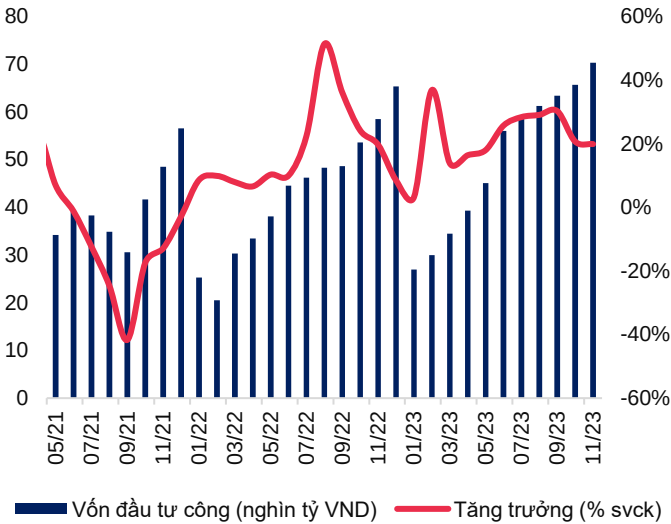
Nguồn: TCTK, MBS Research

Giải ngân đầu tư công cải thiện, FDI đăng ký mới cao nhất trong vòng 4 năm trở lại đây

Tính chung 11 tháng đầu năm 2023, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước ước đạt hơn 549.1 nghìn tỷ đồng, bằng 77% kế hoạch năm và tăng 22.1% so với cùng kỳ năm trước. Mặc dù, giải ngân đầu tư công chưa đạt được kế hoạch song tỷ lệ này cao hơn so với khá nhiều năm trước đây.

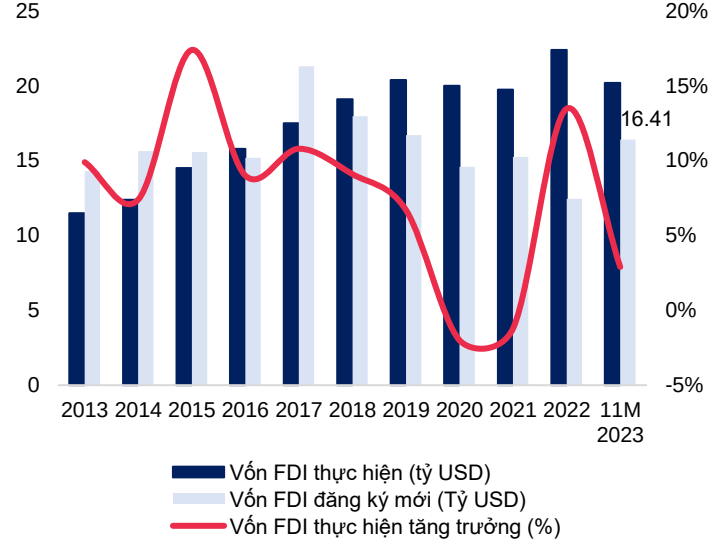
Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) thực hiện tại Việt Nam 11 tháng năm 2023 ước đạt 20.2 tỷ USD, tăng 2.9% so với cùng kỳ năm trước, trong đó: Công nghiệp chế biến, chế tạo đạt 16.6 tỷ USD (chiếm 82.2% tổng vốn đầu tư), sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí đạt 1.2 tỷ USD (chiếm 6%), hoạt động kinh doanh bất động sản đạt 982.6 triệu USD, (chiếm 4.9%). Vốn FDI đăng ký mới vào tăng mạnh 42.4% svck đạt 16.4 tỷ USD, đây cũng là con số cao nhất từ năm 2020 trở lại đây.

Hình 11: Tăng trưởng đầu tư công



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 12: Tăng trưởng vốn đầu tư FDI tại Việt Nam



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 13: Các dự án FDI đăng ký mới lớn nhất trong năm 2023

STT	Dự án	Quốc gia	Lĩnh vực hoạt động	Vốn (USD)	Khu công nghiệp	Tỉnh
1	Tổ hợp công nghệ tế bào quang điện Jinko Solar Hải Hà Việt Nam	Trung Quốc	Tấm & Pin năng lượng mặt trời	1.5 tỷ	KCN Sông Khoai	Quảng Ninh
2	Nhà máy Lite-on Quảng Ninh	Đài Loan	Quang học và điện tử	690 triệu	KCN Sông Khoai	Quảng Ninh
3	Nhà máy công nghệ chính xác Fulian	Singapore	Máy vi tính, Điện tử và Sản phẩm điện quang	621 triệu	KCN Quang Châu	Bắc Giang
4	Nhà máy sản xuất vật liệu phân hủy sinh học công nghệ cao ECOVANCE	Hàn Quốc	Vật liệu phân hủy sinh học	500 triệu	KCN DEEP C Hải Phòng I	Hải Phòng
5	Shandong Haohua Tire Co.LTD	Trung Quốc	Sản phẩm nhựa và cao su	500 triệu	KCN Sikico	Bình Phước
6	Goertek (Hong Kong) Co.Ltd	Hong Kong	Máy vi tính, Điện tử và Sản phẩm điện quang	280 triệu	KCN Nam Sơn- Hạp Linh	Bắc Ninh
7	Cụm công nghiệp "Net Zero"	Hàn Quốc	Giày và cơ sở hạ tầng	200 triệu	Cụm Công nghiệp Tam Lập 2	Bình Dương
8	Suntory Pepsico Viet Nam	Hà Lan	Nước uống	185 triệu	KCN Hữu Thanh	Long An
9	Boltun Corp & QST International Corp	Đài Loan	Máy móc và Thiết bị	165 triệu	KCN Bắc Tiền Phong	Quảng Ninh
10	Pandora Production Holdings A/S	Đan Mạch	Sản phẩm trang sức	163 triệu	KCN VSIP III	Bình Dương

Nguồn: Bộ KHĐT, MBS Research

TRIỂN VỌNG THẾ GIỚI 2024

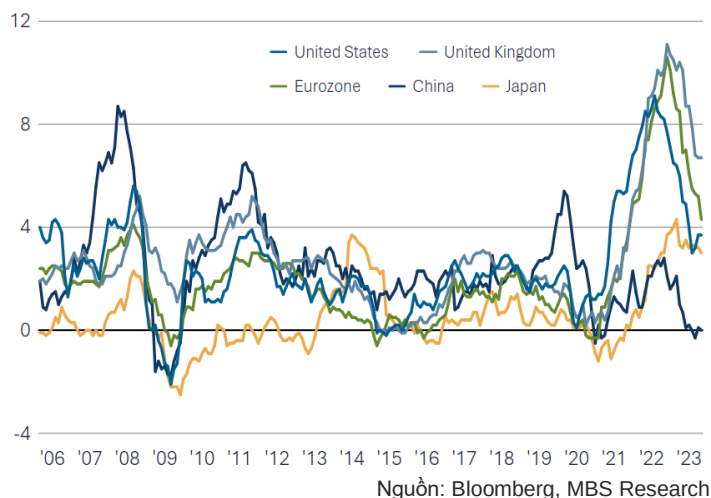
Câu hỏi của năm 2024: Khi nào lãi suất sẽ quay đầu và mức giảm là bao nhiêu?

Cuộc chiến chống lạm phát đang đổi chiều theo hướng có lợi cho NHTW các nước nhờ giá năng lượng hạ nhiệt cũng như chuỗi cung ứng cải thiện dẫn đến giá cả hàng hóa quay trở lại mặt bằng hợp lý. Trung bình giá dầu năm 2023 ở mức 82US\$/thùng, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 101US\$ của năm 2022. Đồng thời, các nút thắt của chuỗi cung ứng cũng như tình trạng thiếu chất bán dẫn đã được tháo gỡ trong năm 2023, đây được cho là một trong những nguyên nhân chủ chốt khiến giá cả hàng hóa leo thang trong giai đoạn 2021 – 22. Vì vậy, tại Mỹ, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) đã giảm từ mức đỉnh 9.1% của năm 2022 xuống còn 3.1% trong tháng 11/23 và đang có khả năng giảm hơn nữa khi chỉ số giá nhà vẫn đang trên đà giảm tốc. Tại khu vực đồng Euro, lạm phát đã xuống mức dưới 3% trong từ tháng 10 và tại Anh, lạm phát đã rơi xuống mức 4.6% trong tháng 10, đây là mức thấp nhất trong hai năm gần đây.

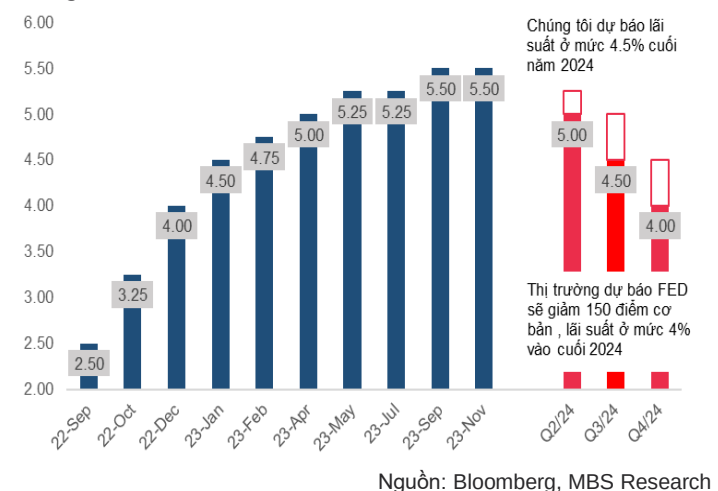
Lạm phát hạ nhiệt cho phép các NHTW chấm dứt chu kỳ tăng lãi suất và dần chuyển dịch từ chính sách thắt chặt sang giai đoạn hỗ trợ tăng trưởng. *Tuy nhiên câu hỏi quan trọng được đặt ra là: Lãi suất sẽ hạ từ khi nào và mức giảm sẽ là bao nhiêu?*

Trong kỳ họp ngày 13/12, Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) phát đi thông điệp kỳ vọng có ít nhất 3 đợt cắt giảm lãi suất trong năm 2024, với tổng mức giảm là 75 điểm cơ bản. Trong lịch sử chu kỳ tăng lãi suất của FED, khoảng thời gian bình quân từ lần tăng cuối cùng đến lần giảm đầu tiên là 8 tháng. Vì vậy thị trường tài chính thậm chí đang kỳ vọng lãi suất sẽ giảm từ tháng 3/24 với tổng mức giảm 150 điểm cơ bản trong năm 2024. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng trong bối cảnh giá năng lượng vẫn còn khó đoán định, giá lương thực thực phẩm vẫn có xu hướng tăng trong năm 2024 do sản lượng thấp, do đó lạm phát của Mỹ vẫn đang cách khá xa mục tiêu dài hạn 2% của FED. Bên cạnh đó, chu kỳ đầu tư chuyển dịch năng lượng hướng tới mục tiêu “zero-carbon” và đầu tư công nghệ mới vẫn đang tạo áp lực lên chi phí vốn. Do đó lãi suất sẽ khó hạ nhiệt nhanh trong năm 2024. Chúng tôi dự báo FED sẽ giảm lãi suất khoảng 100 điểm cơ bản, lãi suất sẽ ở mức 4.5% vào cuối năm 2024.

Hình 14: CPI tại các nền kinh tế lớn đang giảm mạnh



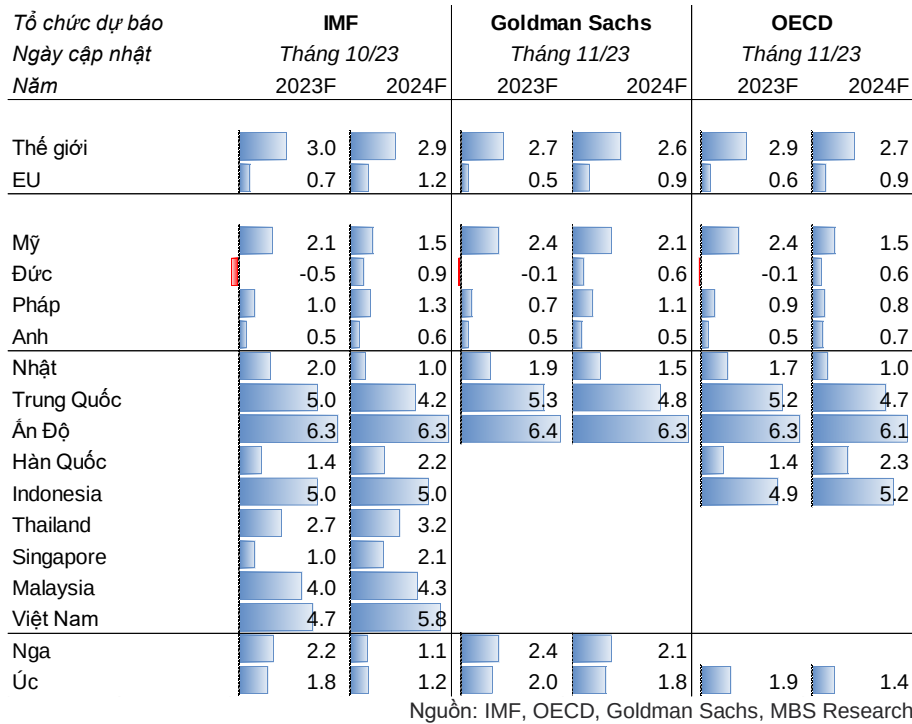
Hình 15: Thị trường dự báo FED sẽ giảm lãi suất từ Q2/23 với tổng mức giảm 150 điểm cơ bản cho cả năm 2024



Giai đoạn khó khăn nhất đã qua trong triển vọng không quá lạc quan

Hầu hết dự báo của các tổ chức quốc tế cho rằng, kinh tế thế giới đã qua giai đoạn khó khăn nhất song tác động của chu kỳ thắt chặt tiền tệ, bất ổn địa chính trị, chính sách bảo hộ Thương mại sẽ vẫn phủ bóng lên triển vọng năm 2024. Kinh tế thế giới 2024 dự báo sẽ tăng trưởng trong khoảng 2.6 – 2.7%, thấp hơn mức 2.9% của năm 2023.

Hình 16: Dự báo triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới của một số tổ chức

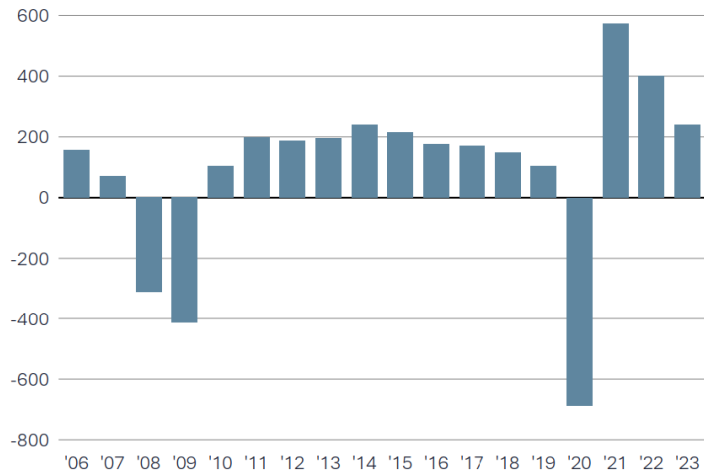


Mỹ: tăng trưởng kinh tế chậm lại trong năm 2024, chính sách tiền tệ đứng trước bước ngoặt đảo chiều

Nền kinh tế lớn nhất thế giới, bước vào năm 2024 với vị thế ổn định hơn so với các dự báo ban đầu với hơn 239 nghìn việc làm mới mỗi tháng, tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở mức ổn định bất chấp chính sách tiền tệ thắt chặt, tỷ lệ lạm phát đang trên đà giảm tốc. Bên cạnh đó, năm 2024 có thể là năm bản lề khi một số chính sách quan trọng của Chính phủ Tổng thống John Biden phát huy tác dụng, như Đạo luật Việc làm và Đầu tư Cơ sở Hạ tầng lưỡng đảng năm 2021 và Đạo luật giảm Lạm phát (IRA) và Đạo luật CHIPS năm 2022—dự kiến sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng năng suất trong thời gian tới. Như đã đề cập ở trên, chính sách tiền tệ nước này đứng trước bước ngoặt đảo chiều khi Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) phát đi thông điệp vào giữa tháng 12/23 rằng kỳ vọng có ít nhất 3 đợt cắt giảm lãi suất trong năm 2024, với tổng mức giảm mỗi lần là 75 điểm cơ bản.

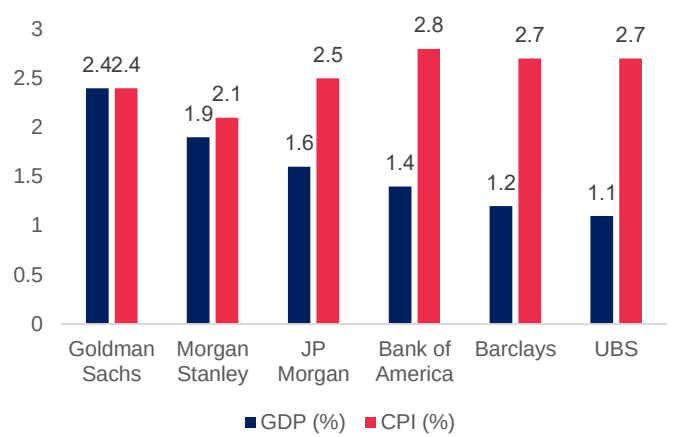
Mặc dù, gần như Mỹ sẽ thoát khỏi suy thoái song dự báo tăng trưởng năm 2024 chỉ ở mức 1.5%, thấp hơn năm 2023, chủ yếu do tác động của việc lãi suất vẫn neo cao, gây áp lực lên các doanh nghiệp. Một vài số liệu kinh tế khác cũng cho thấy xu hướng phục hồi vẫn còn khó khăn, chẳng hạn như: Chỉ số quản trị người mua hàng (PMI) sản xuất của Mỹ đã giảm xuống 48.2 vào tháng 12/23, mức thấp nhất trong 4 tháng qua. Vì vậy, hiện vẫn còn khá nhiều bất đồng trong dự báo triển vọng của kinh tế Mỹ năm 2024, chủ yếu xoay quanh vấn đề là liệu lạm phát sẽ giảm xuống mức bao nhiêu và cắt giảm lãi suất bao nhiêu là hợp lý nhằm vực dậy nền kinh tế.

Hình 17: Thị trường lao động Mỹ ổn định với hơn 230 nghìn việc làm mới mỗi tháng trong năm 2023



Nguồn: FED, MBS Research

Hình 18: Tổng hợp dự báo của các tổ chức về triển vọng kinh tế Mỹ năm 2024 (cập nhật vào tháng 12/2023)

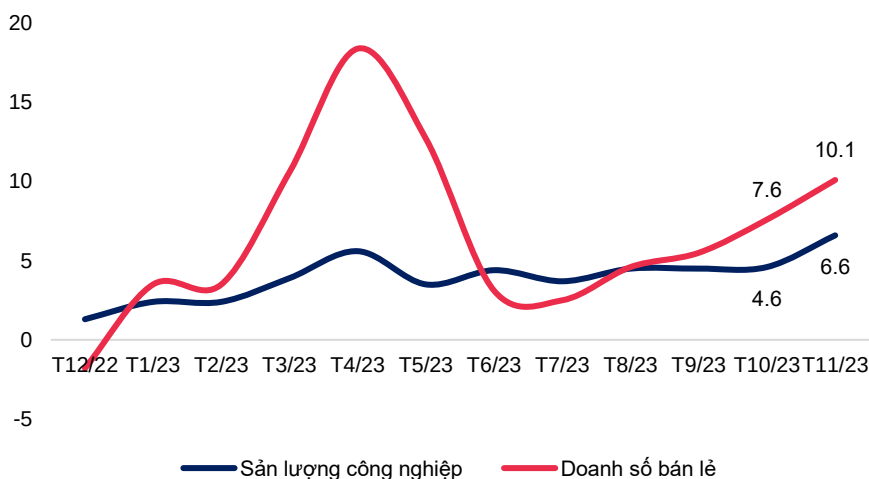


Nguồn: GS, MS, JP, BoA, Barclays, UBS, MBS Research

Trung Quốc: triển vọng khả quan hơn nhờ các chính sách ưu tiên thúc đẩy kinh tế

Nền kinh tế lớn thứ hai thế giới đang phục hồi sau nhiều cú sốc, bao gồm đại dịch Covid-19, nhưng đà phục hồi này vẫn "mong manh" do sự suy yếu của thị trường bất động sản và niềm tin của người tiêu dùng chưa phục hồi. Theo dự báo của Viện nghiên cứu Ngân hàng Trung Quốc công bố ngày 12/12, GDP của nước này sẽ tăng khoảng 5.6% trong quý 4 và khoảng 5.3% năm 2023, cao hơn mục tiêu dự kiến khoảng 5% cho cả năm. Số liệu thống kê cũng cho thấy, hoạt động sản xuất của Trung Quốc sau khi cải thiện đôi chút trong tháng 9/23, lại liên tục thu hẹp trong tháng 10 và tháng 11, xuất khẩu của nước này trong tháng 10 giảm 6.4% so với một năm trước đó xuống còn 274.8 tỷ USD, ghi nhận tháng thứ 6 liên tiếp suy giảm. Doanh số bán lẻ tháng 11 mặc dù tăng 7.6%, cao hơn so với kỳ vọng, song đà phục hồi vẫn chưa chắc chắn.

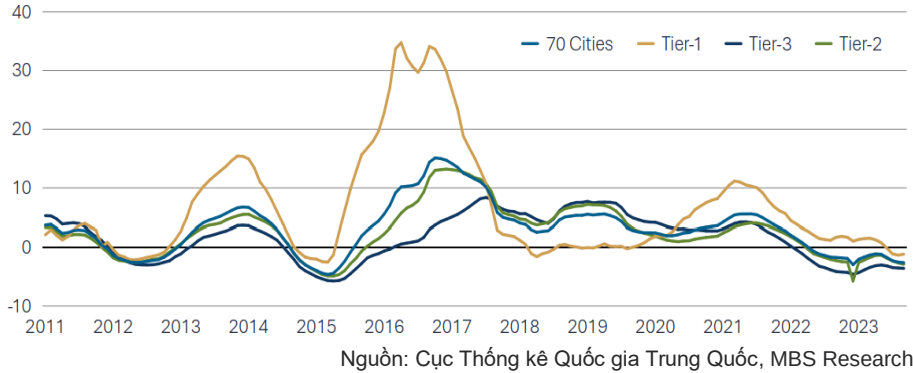
Hình 19: Doanh số bán lẻ và Sản lượng công nghiệp Trung Quốc cải thiện trong Q4/23



Nguồn: Cục Thống kê Quốc gia Trung Quốc, MBS Research

Tuy nhiên bất chấp những nỗ lực của Trung Quốc trong việc “giải cứu” thị trường bất động sản, các số liệu cho thấy các biện pháp này chưa hiệu quả. Theo số liệu của Cục thống kê quốc gia, giá nhà tiếp tục giảm trong tháng 10/23, mức giảm giá ở một số nơi thậm chí còn được xem là nhiều nhất kể từ tháng 10/2020 – khi cuộc khủng hoảng bắt đầu.

Hình 20: Chỉ số giá nhà tại các thành phố Trung Quốc đã giảm 30% kể từ đỉnh năm 2021



Một số tín hiệu từ sau Hội nghị Công tác kinh tế trung ương thường niên ngày 11 – 12/12/2023 cho thấy, nước này sẽ ưu tiên cho mục tiêu tăng trưởng kinh tế trong năm 2024. Điều này cũng cho thấy nước này có thể sẽ thực hiện những biện pháp mạnh mẽ hơn nhằm vực dậy với thị trường bất động sản đang sụt giảm, nợ chính quyền địa phương ngày càng tăng và các ngân hàng thương mại vừa và nhỏ đang gặp khó khăn. Đây là hai trong số nhiều thách thức mà Bắc Kinh cần phải giải quyết để khôi phục sức mạnh kinh tế.

Nhiều thông tin cho thấy Trung Quốc cũng có kế hoạch triển khai lập danh sách 50 doanh nghiệp bất động sản đủ điều kiện nhận khoản vay ngắn hạn không cần đảm bảo của các ngân hàng lớn. Danh sách có thể bao gồm các doanh nghiệp bất động sản lớn như Country Garden, Sino-Ocean, China Vanke. Nếu được phê duyệt, biện pháp hỗ trợ này được coi là nỗ lực mạnh mẽ nhất của Bắc Kinh để ổn định ngành bất động sản, hoàn thiện khoảng 20 triệu căn nhà xây dựng dở dang. Đây là một trong những biện pháp hỗ trợ chưa có tiền lệ trước đây.

Cũng theo Viện nghiên cứu Ngân hàng Trung Quốc, kinh tế nước này dự kiến sẽ tăng 5% trong năm 2024, cao hơn dự báo của IMF (4.2%) và OECD (4.8%). Theo báo cáo, tiêu dùng của Trung Quốc sẽ là động lực quan trọng trong năm 2024. Trong ba quý đầu năm 2023, thu nhập khả dụng bình quân đầu người của người dân đã tăng 5.9%, cao hơn tốc độ tăng trưởng GDP là 5.2%, đảo ngược tình trạng trước đó là tốc độ tăng thu nhập của người dân chậm hơn tốc độ tăng trưởng GDP. Xu hướng tiêu dùng của người dân trong quý 3 (chi tiêu tiêu dùng chiếm tỷ trọng trong thu nhập khả dụng) là 69.8%, không những tốt hơn cùng kỳ trong thời kỳ dịch bệnh, mà còn tốt hơn trước đại dịch.

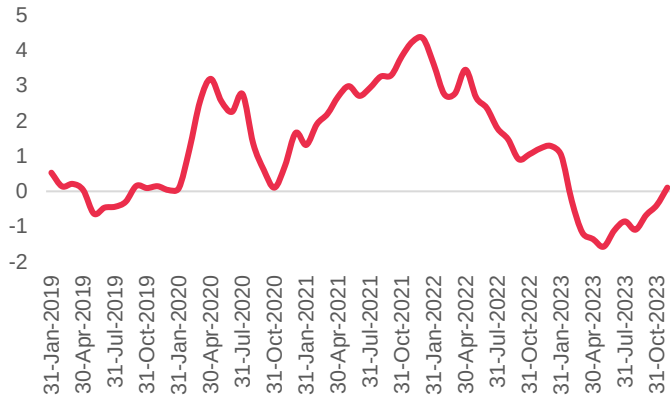
NHỮNG ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CỦA VIỆT NAM NĂM 2024

Chúng tôi dự báo xuất khẩu năm 2024 sẽ tăng trưởng dương 6 – 7% trên nền thấp của năm trước

Mặc dù tăng trưởng kinh tế toàn cầu thấp, cầu tiêu dùng toàn cầu còn yếu, hàng rào bảo hộ gia tăng, nhiều quốc gia tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt, chúng tôi cho rằng xuất khẩu sẽ tích cực hơn trong năm 2024, nhờ các yếu tố sau. Thứ nhất, theo WTO, thương mại toàn cầu được dự báo sẽ tăng trưởng 3.3% trong năm 2024, cao hơn mức 0.8% trong năm 2023 chủ yếu nhờ hàng tồn kho thế giới đã tạo đáy cũng như áp lực chuỗi cung ứng toàn cầu đã hạ nhiệt đáng kể. Thứ hai, nhu cầu điện thoại đã có dấu hiệu tạo đáy trong Q2/23. Mặc dù sản lượng điện thoại toàn cầu Q3/23 vẫn giảm nhẹ 0.7% so với cùng kỳ năm trước.

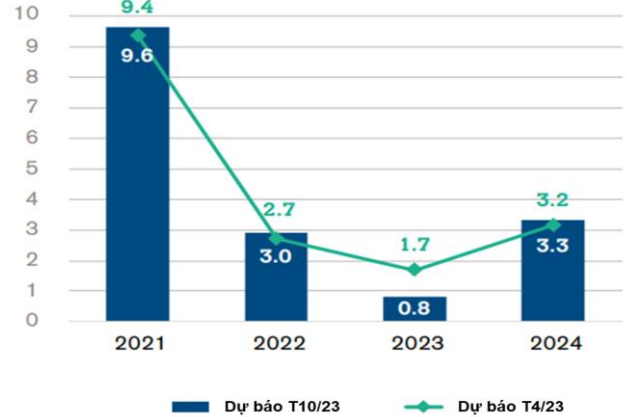
tăng 11.8% so với Q2/23, chủ yếu do cầu tiêu dùng Trung Quốc đã phục hồi tích cực trong Q3/23. Thứ ba, nhu cầu linh kiện điện tử cũng dự kiến sẽ tăng trở lại trong những tháng tới nhờ sự phục hồi của ngành sản xuất chip và gia tăng nhu cầu ứng dụng công nghệ AI. Theo báo cáo từ SEMI và TechInsights, doanh số hàng điện tử (GPUs, CPUs, IC,...) toàn cầu, đã tăng 7% trong Q3/23, và dự kiến sẽ tăng mạnh 22% trong Q4/23.

Hình 21: Chỉ số áp lực chuỗi cung ứng toàn cầu (GSCPI) đã hạ nhiệt đáng kể



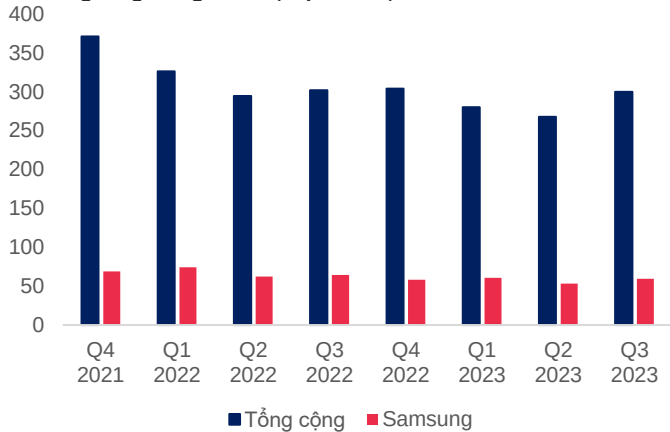
Nguồn: Cục dự trữ liên bang Mỹ, MBS Research

Hình 22: WTO dự báo Thương mại toàn cầu sẽ tăng trưởng 0.8% trong năm 2023 và 3.3% trong năm 2024



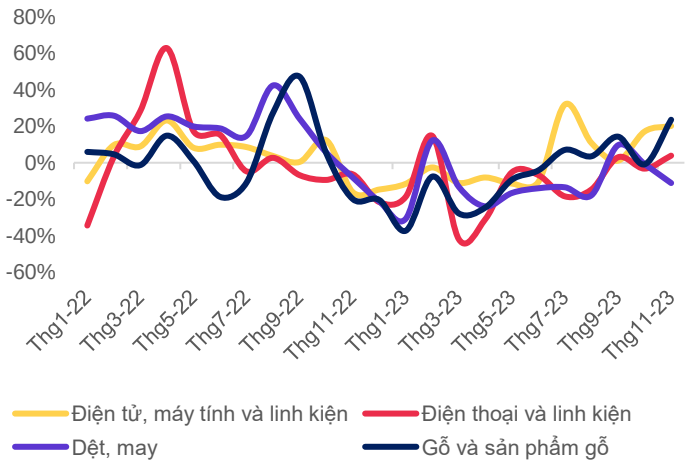
Nguồn: WTO, MBS Research

Hình 23: Sản lượng điện thoại toàn cầu, trong đó có Samsung, đã có xu hướng tăng trong Q3/23 (triệu chiếc)



Nguồn: Counter Point Research, MBS Research

Hình 24: Một số mặt hàng xuất khẩu chủ chốt của Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong những tháng cuối năm (% svck)



Nguồn: TCKT, MBS Research

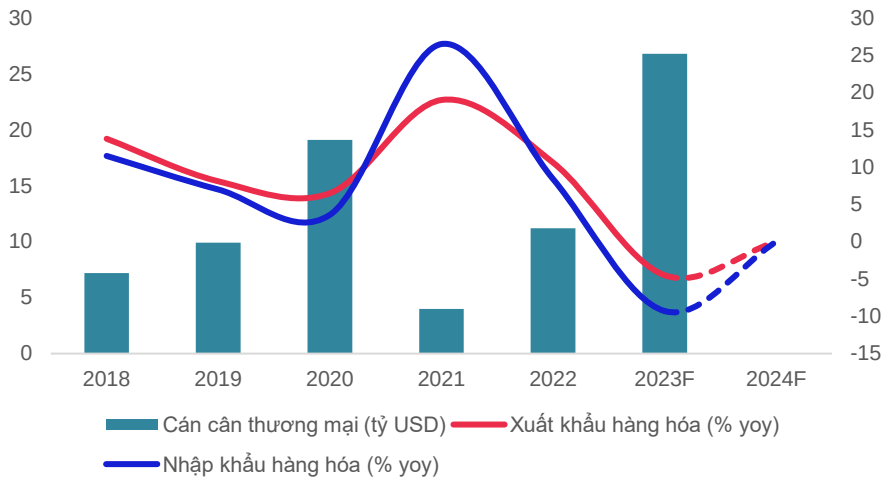
Về thị trường, đối với thị trường Mỹ, chúng tôi cho rằng mức độ phục hồi sẽ chậm hơn do của chính sách tiền tệ nới lỏng cũng như hiệu ứng từ việc nâng cấp quan hệ lên Đối tác chiến lược toàn diện sẽ phát huy tác dụng từ cuối năm 2024. Đối với thị trường Trung Quốc, như đề cập ở trên, chúng tôi kỳ vọng thị trường xuất khẩu vào quốc gia sẽ tiếp tục phục hồi mạnh trong năm 2024 nhờ tiêu dùng tăng trở lại.

Bên cạnh nỗ lực khai thác các thị trường lớn và truyền thống, việc mở thêm được các thị trường xuất khẩu mới là rất quan trọng, nhất là trong tiêu thụ các mặt hàng nông sản thế mạnh của Việt Nam. Được biết Bộ Công Thương đã và đang đẩy mạnh đàm phán, ký kết các hiệp định, cam kết, liên kết thương mại mới, trong đó có hoàn tất đưa vào thực thi FTA với Israel, ký kết các FTA với các đối tác khác còn nhiều tiềm năng như UAE, Khối Thị trường chung Nam Mỹ (MERCOSUR)... để đa dạng hóa thị trường, qua đó góp phần hóa giải những khó khăn và phục hồi xuất khẩu trong ngắn hạn.

Những thách thức đối với tăng trưởng xuất khẩu Việt Nam năm 2024 bao gồm: chi phí vận tải có thể tăng đột biến bởi các xung đột địa chính trị (bất ổn ở khu vực biển Đỏ, chiến tranh khu vực Trung Đông,...); gia tăng cạnh tranh từ các nước xuất khẩu đối thủ như Trung Quốc, Indonesia, Thái Lan,... Trong khi đó, ở trong nước, các doanh nghiệp của Việt Nam phải đương đầu với chi phí lãi vay vẫn ở mức cao, chi phí đầu vào tăng do tăng giá điện, tăng lương cơ bản,...

Trên cơ sở các cơ hội và thách thức, chúng tôi dự báo xuất khẩu sẽ tăng trưởng 6% - 7% trong năm 2024, thặng dư cán cân thương mại ở mức 12 – 15 tỷ USD.

Hình 25: Dự báo tăng trưởng xuất nhập khẩu và cán cân Thương mại năm 2023 - 2024



Nguồn: TCTK, MBS Research

Đầu tư công năm 2024 có gì khác?

Trong năm 2023, mặc dù giải ngân đầu tư công ước hoàn thành 65% - 70% kế hoạch Quốc hội đặt ra song có thể thấy tốc độ giải ngân chỉ tăng mạnh trong nửa sau của năm 2023. Đây là kết quả từ những nỗ lực của cơ quan quản lý trong việc tháo gỡ những nút thắt của công tác giải ngân từ khâu phân bổ, phê duyệt các dự án đầu tư, công tác đầu thầu cho đến giải phóng mặt bằng,...

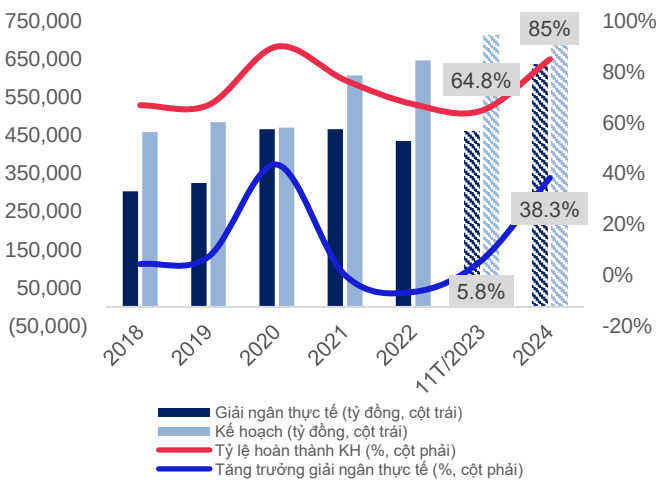
Trong kỳ họp thứ 6 Quốc hội khóa XV vào tháng 12/2023, Chính phủ đã trình kế hoạch dự chi ngân sách cho đầu tư năm 2024, trong đó, Dự toán chi đầu tư phát triển là 677,300 tỷ đồng, tăng 108,000 tỷ đồng so với dự toán năm 2023 (không kể phần kinh phí bố trí cho Chương trình Phục hồi và Phát triển kinh tế - xã hội năm 2023); chiếm tỷ trọng 32.2% tổng chi ngân sách nhà nước. Đây là mức cao so với một số năm qua.

Năm 2024 được xem là năm bản lề để hoàn thành Kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021 -2025 đồng thời cũng bắt tay vào xây dựng kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2026 - 2030. Hiện hầu hết các dự án đã hoàn thiện thủ tục đầu tư do đó năm nay là thời điểm đẩy nhanh tiến độ. Chúng tôi ước tính kế hoạch phân bổ vốn đầu tư công cho năm 2024 vào khoảng 750.000 tỷ đồng (bao gồm phần kết chuyển từ 2023). Chúng tôi kỳ vọng khi các nút thắt đầu tư những năm trước đã được tháo gỡ (vd: công tác chỉ định thầu đẩy nhanh quá trình giao thầu, việc khai thác các mỏ đất đá mới đã được cấp phép, giá nguyên vật liệu xây dựng đã hạ nhiệt so với giai đoạn 2021-22,...), giải ngân đầu tư công thực tế năm 2024 sẽ đạt khoảng 85 – 90% kế hoạch, tương ứng với tăng trưởng 38% - 45% so với năm 2023.

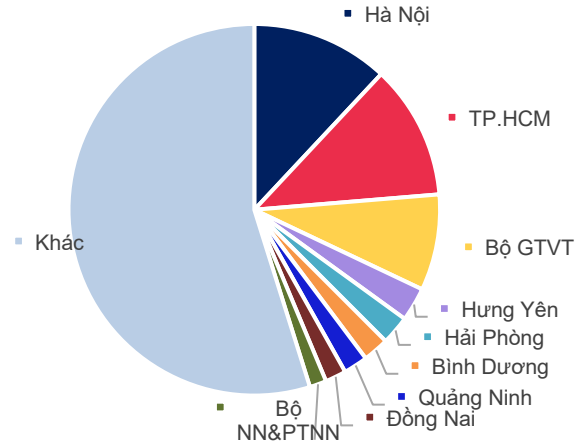
Tháng 12/2023, Thủ tướng Chính phủ có quyết định giao kế hoạch đầu tư vốn NSNN năm 2024 cho các bộ, cơ quan trung ương và UBND các tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương với mục tiêu giải ngân đạt 95%. Một số bộ, cơ quan trung ương có kế hoạch vốn lớn là Bộ Giao thông vận tải (GTVT) 56,666 tỷ đồng, Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn 9,935 tỷ đồng, ... Những địa phương có kế hoạch vốn lớn là Hà Nội (81,033 tỷ đồng), TP.HCM (79,263 tỷ đồng), Hưng Yên (19,921 tỷ đồng), Hải Phòng (17,019 tỷ đồng), Quảng Ninh (14,278 tỷ đồng), Đồng Nai (12,347 tỷ đồng), Bình Dương (15,278 tỷ đồng)...

Các dự án đầu tư công được tập trung trong giai đoạn 2024- 2025 bao gồm: 12 dự án thành phần bộ cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2, Cảng hàng không quốc tế Long Thành giai đoạn 1, ...

Hình 26: Tỷ lệ hoàn thành giải ngân đầu tư giai đoạn 2018 – 2023 và kế hoạch 2024



Hình 27: Phân bổ giải ngân đầu tư công năm 2024 theo kế hoạch của Thủ tướng Chính phủ ngày 11/12/2023



Hình 28: Các dự án đầu tư công trọng điểm trong giai đoạn 2024 - 2025

Dự án	Mức đầu tư (nghìn tỷ)	Tỷ lệ giải ngân 2023 (cập nhật T11/23)	DNNY tham gia
12 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam (GD 2)	146,900	72%	
Cần Thơ - Hậu Giang		91%	C4G
Vũng Áng - Bùng		86%	VCG, LCG
Bãi Vọt - Hàm Nghi		74%	VCG
Bùng - Vạn Ninh		70%	C4G
Vạn Ninh - Cam Lộ		75%	
Vân Phong - Nha - Trang		73%	VCG, LCG
Hậu Giang - Cà Mau		77%	
Hàm Nghi - Vũng Áng		66%	
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn		69%	
Hoài Nhơn - Quy Nhơn		66%	HHV
Quy Nhơn - Chí Thạnh		60%	
Chí Thạnh - Vân Phong		64%	
Sân bay Long Thành (GD 1)	109,100		
Gói thầu 5.1 và 4.6	43,000		VCG
Đường vành đai 3 TP.HCM	75,378		
Đường vành đai 4 Hà Nội	85,813		
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Tr	78,227		

Nguồn: Bộ Tài chính, MBS Research

Hình 29: 12 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 2)



Nguồn: Báo Kinh tế SG, MBS Research

Chính sách tiền tệ sẽ ở trạng thái cân bằng hơn, tích cực hỗ trợ cho tăng trưởng trong năm 2024

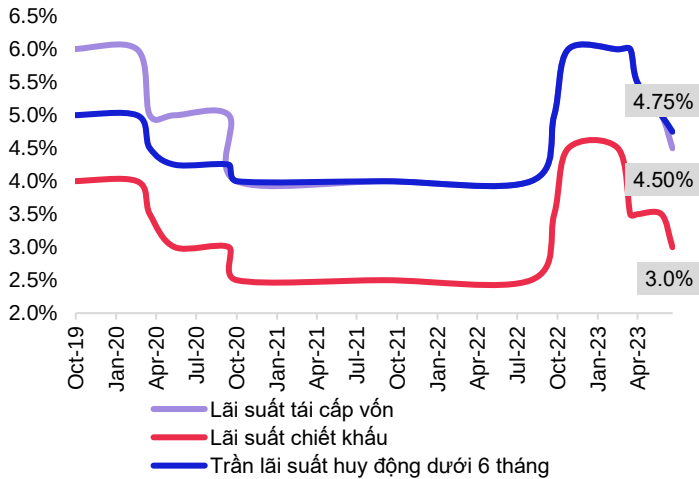
Chúng tôi cho rằng lãi suất đầu vào có xu hướng tạo đáy trong Q1/24 song vẫn duy trì ở nền thấp trong cả năm 2024

Từ Q1/23, Việt Nam đã chuyển dịch chính sách tiền tệ từ trạng thái kiểm soát "chặt chẽ" ở những thời điểm trước đó sang trạng thái "linh hoạt, nới lỏng hơn" nhằm đáp ứng yêu cầu cấp thiết, tháo gỡ khó khăn về thanh khoản, tín dụng, thúc đẩy phục hồi, phát triển sản xuất kinh doanh. Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã thực hiện 4 lần cắt giảm lãi suất điều hành với tổng mức cắt giảm 150 điểm cơ bản, đưa lãi suất chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn xuống lần lượt là 3% và 4.5%; trần lãi suất huy động kỳ hạn dưới 6 tháng xuống mức 4.75%.

Theo đó, lãi suất huy động của các NHTM giảm mạnh từ 200 – 300 điểm cơ bản ở tất cả các kỳ hạn. Tính đến cuối năm 2023, hầu hết lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các NHTM đều ở dưới mức 6%; các NHTM lớn đều đưa lãi suất này về mức xấp xỉ 5.0% - 5.25%, thấp hơn cả giai đoạn 2020 -21 (Covid-19).

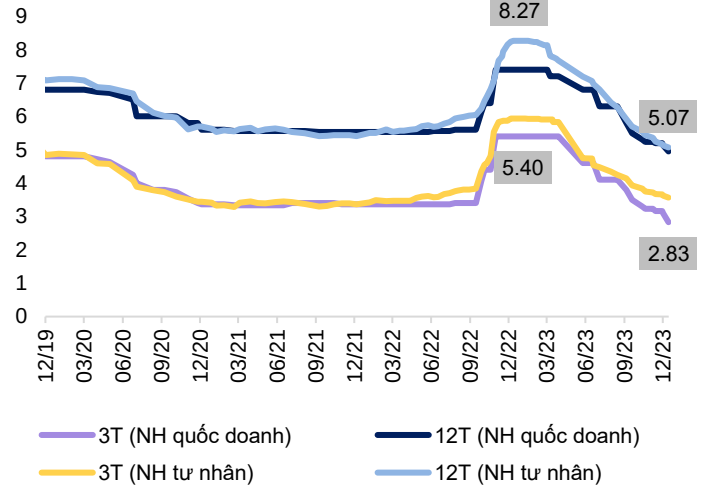
Việc lãi suất đầu vào giảm sâu cũng xuất phát từ nguyên nhân cầu tín dụng thấp. Tính đến cuối tháng 11/2023, dư nợ tín dụng toàn hệ thống mới chỉ tăng 9.15% so với đầu năm, thấp hơn nhiều so với con số tăng trưởng 13.8% cùng kỳ năm ngoái, cũng như còn cách khá xa so với mục tiêu 14% mà NHNN đặt ra cho cả năm. Cầu tín dụng thấp cho thấy năng lực hấp thụ vốn của nền kinh tế còn hạn chế, doanh nghiệp và người dân chưa lạc quan về triển vọng kinh tế cũng như lãi suất cho vay còn neo ở mức cao chưa kích thích nhu cầu sử dụng vốn.

Hình 30: Diễn biến lãi suất điều hành của NHNN



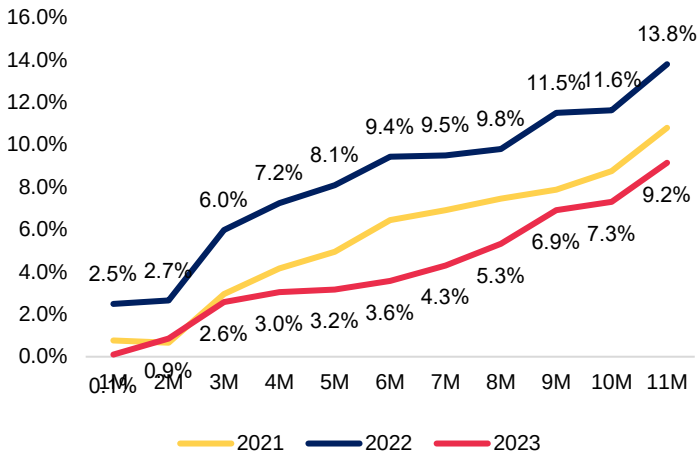
Nguồn: NHNN, MBS Research

Hình 31: Lãi suất huy động của các nhóm NH (%/năm)



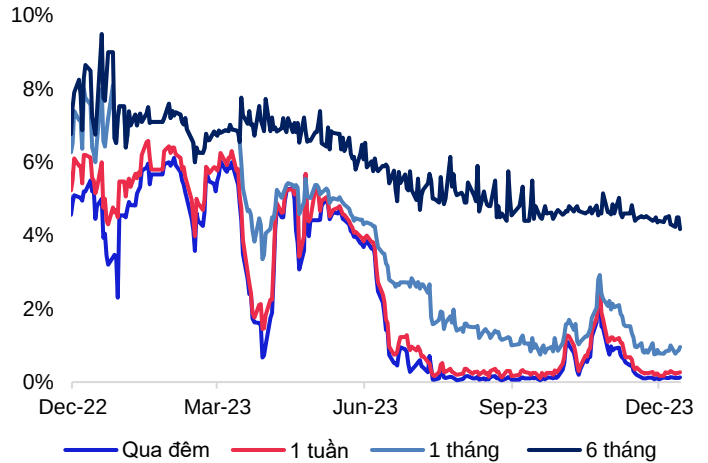
Nguồn: Các NHTM, MBS Research

Hình 32: Tăng trưởng tín dụng qua các năm



Nguồn: NHNN, MBS Research

Hình 33: Biến động lãi suất liên ngân hàng tại các kỳ hạn



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chúng tôi cho rằng lãi suất đầu vào có khả năng tạo đáy trong Q1/24 và khó có khả năng giảm thêm chủ yếu do cầu tín dụng sẽ có xu hướng tăng lên trong năm 2024. Trong bối cảnh xuất khẩu tăng trưởng tích cực hơn ở mức 6 – 7%, đầu tư và tiêu dùng đều khởi sắc trên nền thấp của cùng kỳ năm ngoái, chúng tôi cho rằng nhu cầu sử dụng vốn sẽ quay trở cân bằng với tình trạng dư thừa thanh khoản hiện nay. Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng trong năm 2024 sẽ đạt khoảng 13 – 14%.

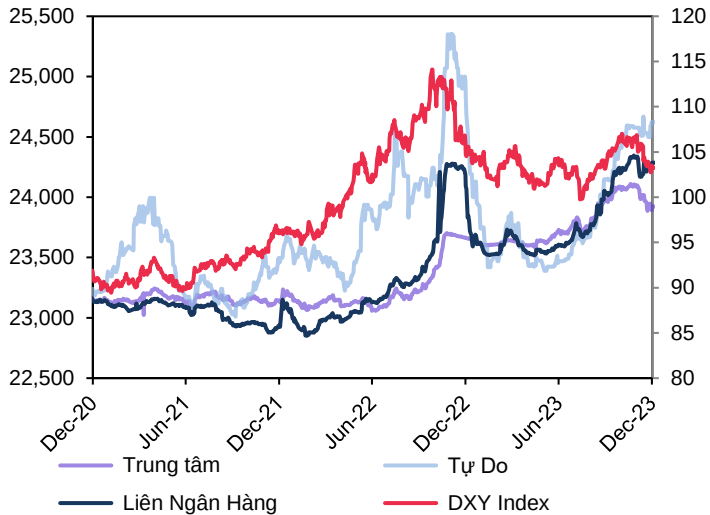
Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, áp lực tăng lên lãi suất không lớn do chu kỳ thắt chặt tiền tệ của Mỹ hầu như đã chấm dứt. Với dự báo lãi suất điều hành của FED sẽ hạ xuống mức xấp xỉ 4% cuối năm 2024, áp lực lên tỷ giá không lớn, NH Nhà nước sẽ có dư địa để duy trì chính sách tiền tệ như hiện tại. Chúng tôi dự báo lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các NHTM lớn sẽ có thể nhích thêm 25 – 50 điểm cơ bản, quay về mức 5.25% - 5.5% trong năm 2024.

Chúng tôi cho rằng VND sẽ mạnh lên so với USD trong năm 2024

Sau giai đoạn bình ổn trong nửa đầu năm 2023, áp lực tỷ giá tăng dần từ tháng 7/2023 nguyên nhân chủ yếu xuất phát từ việc đồng USD mạnh lên. Trong bối cảnh, Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) liên tục tăng lãi suất với tổng mức tăng 150 điểm cơ bản trong năm 2023, NHTW các nước Châu Á, mà đại diện là Trung Quốc, Nhật Bản,... liên tục cắt giảm lãi suất để hỗ trợ tăng trưởng. Các nhà đầu tư lo ngại sự phân cực ngày càng lớn giữa chính sách tiền tệ các nước đã chuyển sự chú ý sang đồng USD, khiến chỉ số sức mạnh đồng đô (DXY) tăng vọt, đã có lúc đạt 107 điểm trong tháng 10/23.

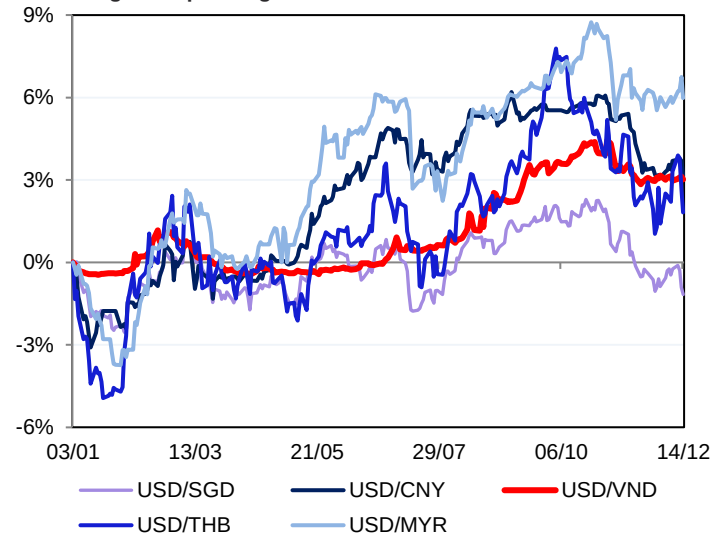
Khi Việt Nam chuyển sang chính sách tiền tệ linh hoạt, hỗ trợ tăng trưởng từ cuối quý 1/2023, chênh lệch lãi suất giữa VND và USD càng lớn dẫn đến tỷ giá liên ngân hàng, tỷ giá trung tâm và tỷ giá tự do đều vượt mức 24,000 đồng. Tuy nhiên, áp lực tỷ giá dần hạ nhiệt trong tháng 12 khi FED xác nhận lãi suất có thể đã đạt đỉnh và phát đi tín hiệu về các đợt cắt giảm trong năm 2024. Tính đến giữa tháng 12/2023, tỷ giá liên ngân hàng VND/USD đã tăng khoảng 3% so với đầu năm và giảm 1.4% so với đỉnh. Tuy nhiên, so với một số đồng tiền khác trong khu vực, diễn biến VND vẫn khá ổn định trong năm 2023.

Hình 34: Diễn biến tỷ giá VND/USD



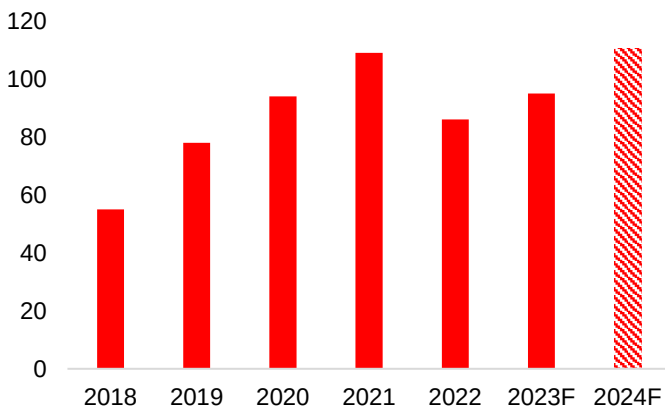
Nguồn: NHNN, Bloomberg, MBS Research

Hình 35: Diễn biến tỷ giá USD/VND vẫn ổn định so với các đồng tiền khác trong khu vực trong năm 2023



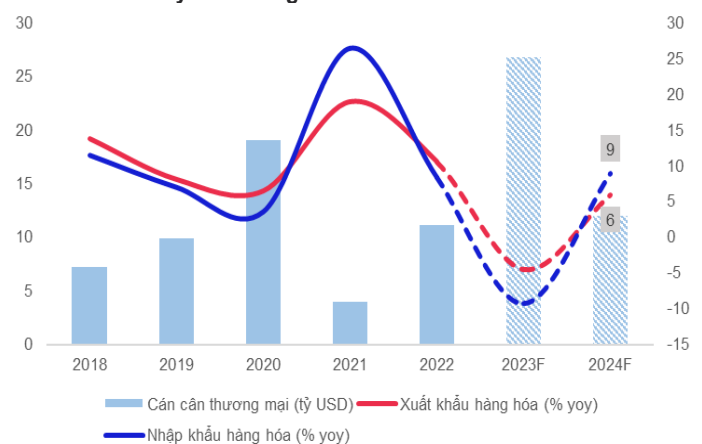
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 36: Dự trữ ngoại hối (tỷ USD) dự báo đạt trên 100 tỷ USD trong năm 2024



Nguồn: MBS Research

Hình 37: Thặng dư thương mại dự kiến đạt 22 tỷ USD trong năm 2023 và 12 - 15 tỷ USD trong năm 2024



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Bước sang năm 2024, trong bối cảnh lạm phát của Mỹ cải thiện đồng nghĩa với việc tăng khả năng rằng Fed sẽ bắt đầu cắt giảm lãi suất sớm hơn dự kiến, điều này sẽ hạn chế mức tăng của đồng đô la Mỹ (hiện tại đồng USD Index đã giảm 3.5% so với đỉnh 2023). Chính sách tiền tệ toàn cầu bắt đầu nới lỏng, đồng đô la Mỹ có xu hướng mất giá trên diện rộng và sẽ giảm áp lực lên tỷ giá trong nước. Chúng tôi cho rằng, tỷ giá năm 2024 sẽ dao động trong vùng 23,800 – 24,300 VND/USD và vẫn tiếp tục sẽ được hỗ trợ bởi các yếu tố bao gồm thặng dư thương mại tuy nhiên sẽ có thể không còn tốt như bây giờ khi xuất nhập khẩu sẽ phục hồi, giải ngân FDI tích cực, lượng kiều hối ổn định (IMF dự báo lượng kiều hối trong năm 2024 lên hơn 110 tỷ USD), du lịch quốc tế hồi phục mạnh,...

Những thách thức đối với nền kinh tế trong năm 2024

Lạm phát vẫn nằm trong tầm kiểm soát song vẫn tiềm ẩn rủi ro tăng mạnh

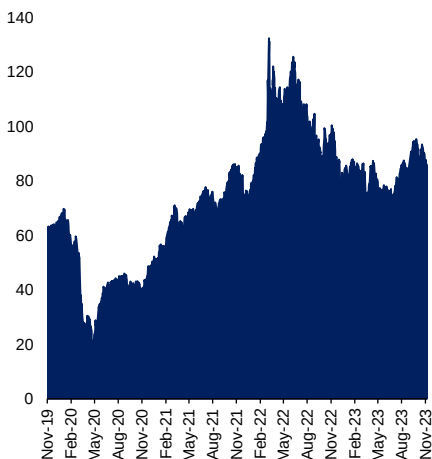
CPI tháng 11/2023 tăng 3.5% svck và bình quân 11 tháng tăng 3.2% svck duy trì dưới mức mục tiêu 4.5% của chính phủ. Tốc độ tăng CPI đã giảm từ tháng

10 nhưng chúng tôi cho rằng lạm phát vẫn chịu áp lực vào tháng cuối của năm bởi những yếu tố như giá máy bay và chi phí đi lại tăng cao do yếu tố mùa vụ và giá gạo tăng theo giá xuất khẩu và dự kiến đẩy CPI trung bình cả năm 2023 sẽ dao động ở mức 3.4%.

Chúng tôi dự kiến CPI bình quân 2024 sẽ dao động ở mức 3.5% - 3.6%, mức lạm phát vẫn duy trì nằm trong kế hoạch đề ra của chính phủ là 4%-4.5% do cầu trong nước vẫn còn thấp. Tuy nhiên, lạm phát trong năm sau sẽ chịu rủi ro bởi các yếu tố sau đây:

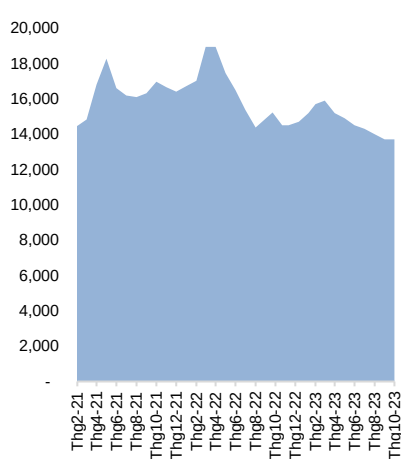
- Giá thép xây dựng nội địa sẽ phục hồi lên mức 15 triệu VNĐ/tấn (+8% svck) trong năm 2024 nhờ đà tăng giá thép thế giới và nhu cầu ấm lên ở thị trường Việt Nam. Đồng thời các chính sách hỗ trợ sẽ thúc đẩy phục hồi thị trường BĐS từ giữa năm 2024, nguồn cung căn hộ dự kiến tăng trưởng 20% svck (theo dự báo của CBRE) sẽ đẩy mạnh nhu cầu và tác động tích cực đến giá thép nội địa và tác động đến chỉ số giá của nhóm vật liệu xây dựng.
- Giá điện đã tăng lần thứ hai trong năm từ ngày 09/11 từ 1,920.37 đồng lên 2,006.79 đồng/kWh (chưa gồm thuế VAT) (tăng 4.5%) sẽ đẩy chỉ số giá tiêu dùng trong các tháng đầu năm 2024 và tác động đến các hàng hóa, sản phẩm và các dịch vụ liên đới và đẩy chi tiêu hàng ngày vọt lên.
- Trong khi thương mại của Việt Nam được hưởng lợi từ giá gạo sẽ tăng trong bối cảnh nhu cầu tại các thị trường châu Á và châu Phi tăng lên, giá cả quốc tế đã đẩy giá hàng hóa thiết yếu trong nước tăng cao. Giá gạo toàn cầu trung bình năm 2023 cao hơn 28% so với năm 2022 và dự kiến sẽ tăng thêm 6% vào năm 2024 (theo dự báo của WB) tiếp tục tác động đến giá lương thực thực phẩm.
- Ngoài ra, giá dầu cũng là một yếu tố đáng chú ý trong năm sau trong bối cảnh các xung đột quốc tế có thể kéo dài. Tuy nhiên, triển vọng giá dầu chưa thực sự rõ ràng vì các cam kết cắt giảm từ OPEC+ hiện tại chỉ chắc chắn kéo dài đến hết Quý I/2024, sản lượng từ các quốc gia ngoài OPEC+ liên tục gia tăng trong bối cảnh nhu cầu ảm đạm do ảnh hưởng từ nền kinh tế. Chúng tôi dự báo giá dầu trung bình năm 2024 sẽ trong khoảng 83 - 85 USD/thùng, tức là tăng nhẹ khoảng 1.2% - 3.6% so với giá dầu trung bình năm 2023.

Hình 38: Giá dầu Brent (USD/thùng)



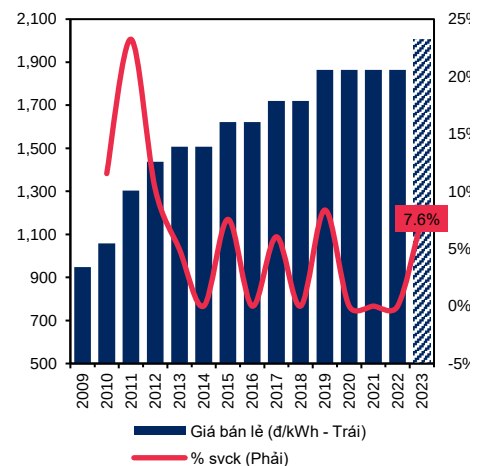
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 39: Giá thép (Triệu VND/tấn)



Nguồn: SteelOnline, MBS Research

Hình 40: Chỉ số giá điện bán lẻ (đ/kWh)

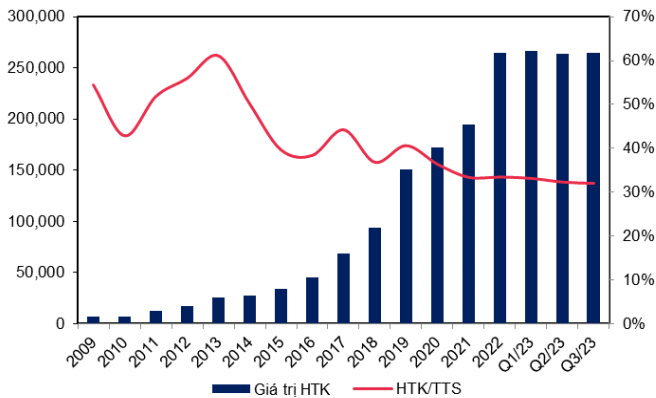


Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Thị trường bất động sản ảm đạm kéo dài sẽ tạo áp lực lên thị trường trái phiếu và nợ xấu hệ thống

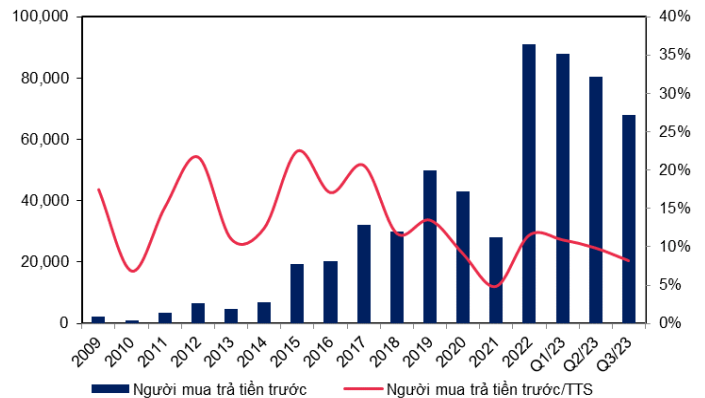
Thị trường bất động sản dân cư vẫn chưa cải thiện đáng kể trong quý cuối năm. Tỷ trọng hàng tồn kho và người mua trả tiền trước trên TTS cũng đang trong xu hướng giảm do thị trường BĐS ảm đạm. Giá trị hàng tồn kho cuối Q3/23 của các DN BĐS niêm yết đạt 453.4 nghìn tỷ đồng gần như không có thay đổi so với đầu năm cho thấy các dự án BĐS đang tạm dừng triển khai. Điều này sẽ tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh và nguồn vốn của doanh nghiệp bị “đóng băng” tại các dự án dở dang. Hơn nữa, người mua trả tiền trước giảm 5% svck cho thấy các DN vẫn còn gặp khó khăn trong mở bán sản phẩm.

Hình 41: Tỷ lệ hàng tồn kho/tổng tài sản đạt 32%, giảm nhẹ so với đầu năm



Nguồn: MBS Research

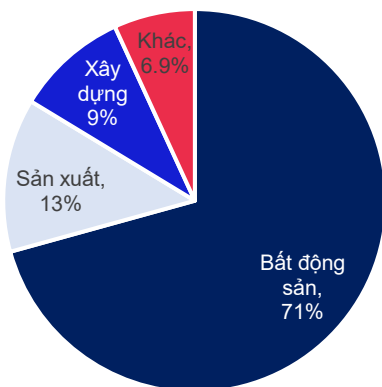
Hình 42: Người mua trả tiền trước/TTS giảm xuống 8.2% do tổng giá trị người mua trả trước tiền giảm mạnh 25.4% so với đầu năm



Nguồn: S&P Global, MBS Research

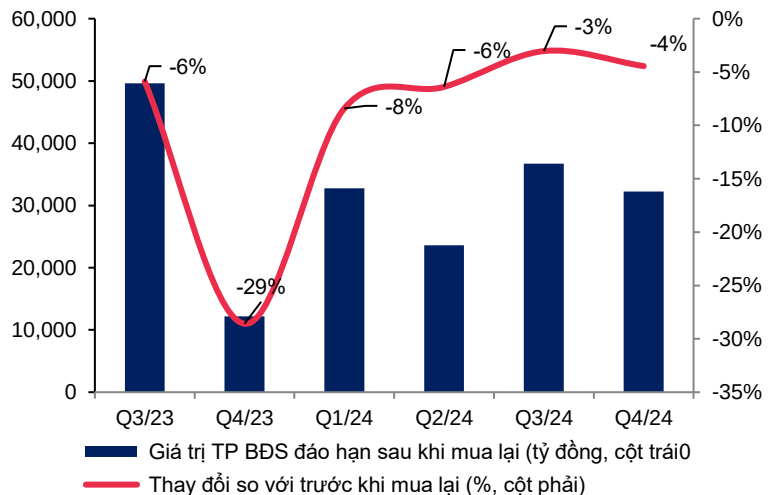
Chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản ảm đạm kéo dài sẽ gây áp lực lên thị trường trái phiếu cũng như nợ xấu của hệ thống ngân hàng. Ước tính giá trị trái phiếu BĐS đáo hạn trong Q4/23 và năm 2024 lần lượt là 12,172 tỷ đồng và 125,305 tỷ đồng, giảm 29% và 5% so với trước khi mua lại. Chúng tôi ước tính tổng giá trị TPDN chậm các nghĩa vụ thanh toán vào khoảng 192 nghìn tỷ đồng, chiếm gần 19% dư nợ TPDN hiện nay của toàn thị trường, trong đó nhóm ngành bất động sản tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất khoảng 70% giá trị chậm trả.

Hình 43: Cơ cấu TPDN chậm nghĩa vụ thanh toán theo ngành



Nguồn: MBS Research

Hình 44: Giá trị TPDN BĐS đáo hạn trong Q4/2023 và 2024



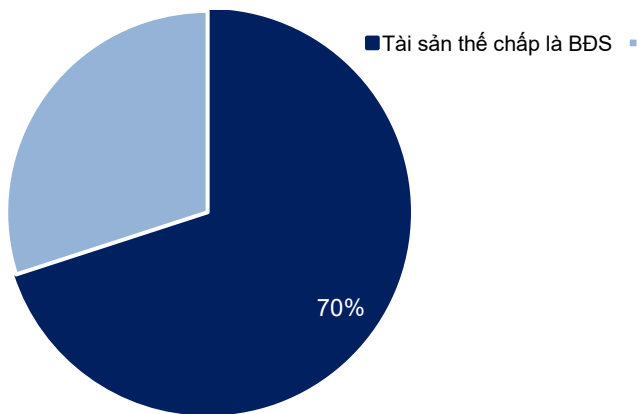
Nguồn: S&P Global, MBS Research

Tỷ lệ nợ xấu của hệ thống đang có xu hướng tăng lên đa phần rủi ro đến từ khu vực bất động sản

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) toàn ngành tại Q3/23 đạt 2.2%, tăng 64 điểm cơ bản so với 2022, và là mức NPL cao nhất từ năm 2015. Hầu như tất cả các ngân hàng đều tiếp tục ghi nhận tỷ lệ nợ xấu (NPL) gia tăng tại Q3/23 so với đầu năm và các quý liền trước. Thông tư 02/2023/TT-NHNN về cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giãn nợ đã giúp tỷ lệ nợ xấu và sự sụt giảm LLR giảm tốc. NPL toàn ngành tăng mạnh từ 1.4% cuối năm 2022 lên 2.1% cuối Q2/2023 nhưng chỉ tăng 10 điểm cơ bản trong Q3/2023. LLR giảm hơn 21% trong 6T2023 nhưng chỉ giảm 5.8% trong Q3/2023.

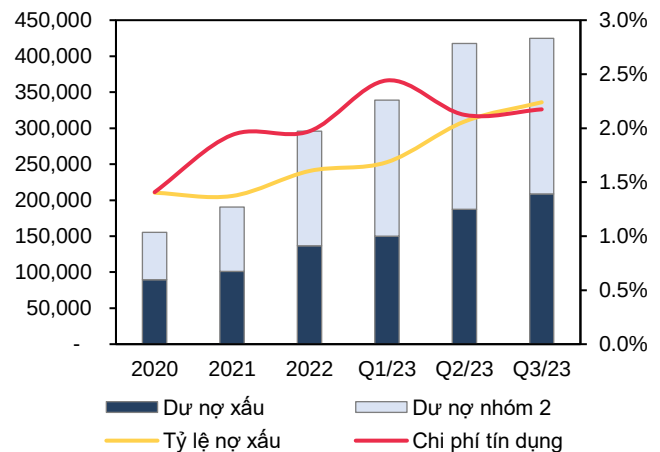
Gần 70% tài sản thế chấp tại hệ thống ngân hàng là tài sản bất động sản. Nếu thị trường bất động sản trầm lắng kéo dài hơn, các ngành kinh tế khác chưa kịp lấy lại đà phục hồi, áp lực nợ xấu ngân hàng gia tăng sẽ tạo điểm nghẽn cho tăng trưởng kinh tế

Hình 45: Gần 70% tài sản thế chấp tại hệ thống ngân hàng là BĐS



Nguồn: MBS Research

Hình 46: Nợ xấu và nợ nhóm 2 toàn ngành có xu hướng tăng liên tiếp trong các quý gần đây



Nguồn: BCTC các NTHM, MBS Research

Thống kê các chỉ tiêu kinh tế & dự báo 2023 – 2024

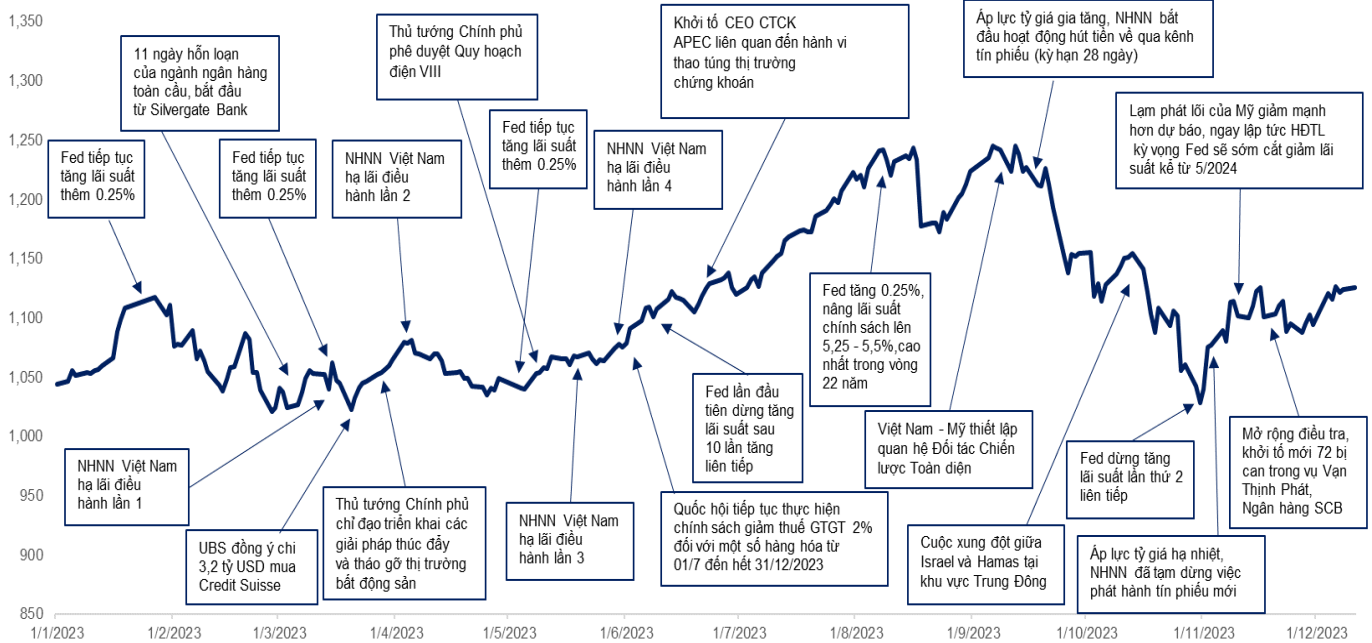
Các chỉ tiêu kinh tế	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
1. GDP, dân số và thu nhập							
GDP Danh Nghĩa (tỷ USD)	281.3	310.1	334.3	346.6	366.1	408.8	485 - 500
Tăng trưởng GDP (%)	7.08	7.02	2.91	2.58	8.02	4.8	5.9 - 6.1
Xuất khẩu hàng hóa (% yoy)	13.8	8.1	6.5	19	10.6	-4.5	6.0 - 7.0
Nhập khẩu hàng hóa (% yoy)	11.5	7	3.6	26.5	8.4	-9.3	9.0 - 10.0
Dân số (triệu người)	95.5	96.4	97.7	98.5	99.3	100	101.5
GDP/đầu người (USD)	2,992	3,267	3,491	3,586	3,756	4,163	4,869
Tỷ lệ thất nghiệp (%)	2.33	2.33	2.2	2.2	2.2	2.9	2.3
2. Chỉ số tài khóa (%GDP)							
Nợ chính phủ	49.9	49.2	51.5	39.1	34.7	36.1	37.0
Nợ công	55.0	55.9	43.1	38.0	37.4	35.7	39.0
Nợ nước ngoài	46.0	47.1	47.9	38.4	36.1	37.2	38.0
3. Các chỉ số tài chính							
Tỷ giá USD/VND	23,180	23,228	23,115	23,145	23,612	24,350	23,800 - 24,300
Lạm phát (%)	3.5	2.8	3.2	1.8	3.15	3.43	3.5 – 3.6
Tăng trưởng tín dụng (%)	17.1	18.7	18.2	13.9	12.1	10.0	13.0 - 14.0
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%) cuối năm	7.00	7.25	6.80	5.75	8.50	5.00	5.25 – 5.5
Cán cân thương mại (tỷ USD)	7.2	9.9	19.1	4	11.2	26.8	12.0 - 15.0
Hàng hóa: Xuất khẩu (tỷ USD)	244	263	281	336	371	354	366
Hàng hóa: Nhập khẩu (tỷ USD)	237	253	262	332	360	328.2	354
Tổng dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	55	78	94	109	86	95	110.5

Nguồn: TCTK, MBS Research dự báo

DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 2023

Một năm nhiều cung bậc của thị trường chứng khoán Việt Nam

Hình 47: Diễn biến thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2023



Dữ liệu ngày 18/12/2023. Nguồn: Fiinpro-X, MBS Research

Sau diễn biến khá ảm đạm trong quý 1/23, TTCK bắt đầu sôi động từ tháng 4 cùng với trong bối cảnh Việt Nam chuyển dịch chính sách tiền tệ “thắt chặt” sang “nới lỏng, linh hoạt”. Cùng với đó là hàng loạt các giải pháp quyết liệt của cơ quan quản lý được triển khai nhằm tháo gỡ các nút thắt của thị trường trái phiếu và thị trường bất động sản. Chỉ số VN-Index đã có mạch tăng ấn tượng 250 điểm từ cuối tháng 3 đến đỉnh 1250 điểm vào giữa tháng 9.

Tuy nhiên, vào cuối tháng 9, thị trường dần đảo chiều đồng pha với các TTCK Châu Á khi Cục dự trữ liên bang Mỹ phát đi thông điệp về việc lãi suất có thể tiếp tục tăng và neo ở mức cao một thời gian dài. Đồng thời, trong nước, Ngân hàng nhà nước (NHNN) đã sử dụng công cụ tín phiếu để hút bớt lượng tiền VND trên thị trường mở nhằm hạ nhiệt tỷ giá. Trong giai đoạn cuối tháng 9 và tháng 10, chỉ số VN-Index gần như mất hết thành quả tăng điểm trước đó.

Từ đầu tháng 11, TTCK Việt Nam dần phục hồi khi ngày càng có nhiều tín hiệu cho thấy lãi suất của FED đã tạo đỉnh trong bối cảnh lạm phát Mỹ có xu hướng giảm mạnh hơn dự báo. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, TTCK Việt Nam đang phục hồi lệch pha với TTCK thế giới.

Tính đến ngày 18/12, chỉ số VN-Index đã ở mức 1.102 điểm, tăng 9,5% so với đầu năm. Chỉ số VNINDEX (cổ phiếu vốn hóa trung bình) và VNSMALLCAP (cổ phiếu vốn hóa nhỏ) lần lượt tăng 28,1% và 26,9% so với đầu năm, trong khi đó đại diện cho nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn chỉ số VN30 chỉ tăng 8,7%.

Trong năm 2023, TTCK Việt Nam có hiệu quả đầu tư tốt hơn các thị trường khác trong khu vực như Thái Lan (-16.6%), Trung Quốc (-4.8%), Singapore (-4.2%), Philippine (-1.3%),...

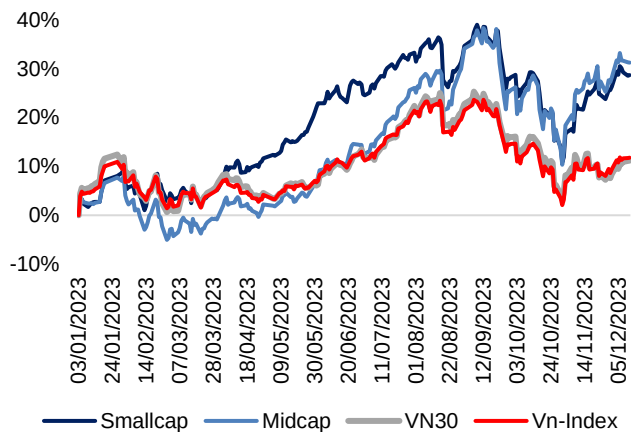
Chuyên viên phân tích



Lê Ngọc Hưng

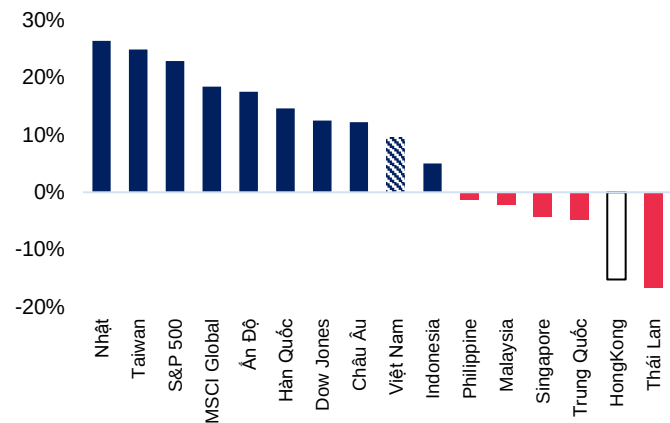
Hung.lengoc@mbs.com.vn

Hình 48: Diễn biến các nhóm chỉ số chính trong năm 2023



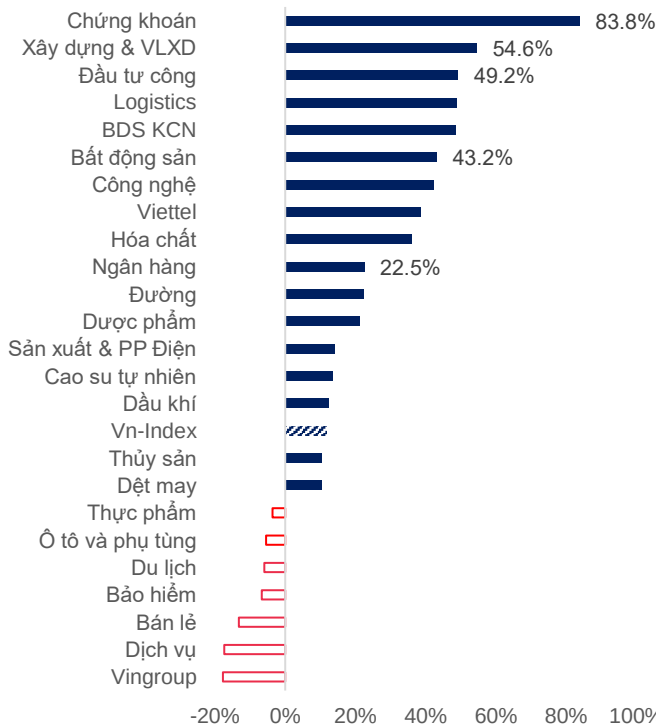
Dữ liệu ngày 18/12/2023. Nguồn: FiinPro-X, MBS Research

Hình 49: TTCK Việt Nam có hiệu suất đầu tư tốt hơn so với các thị trường khác trong khu vực



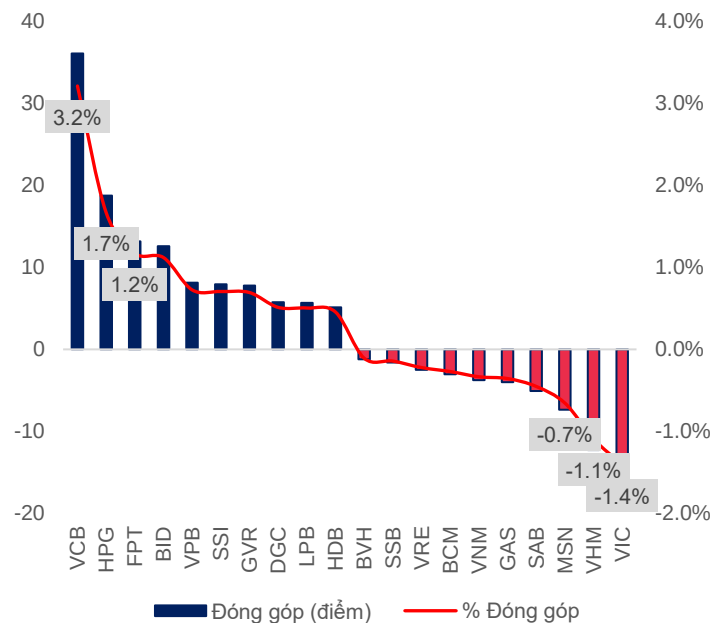
Dữ liệu ngày 18/12/2023. Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 50: Diễn biến các nhóm ngành trong năm 2023



Dữ liệu ngày 18/12/2023. Nguồn: FiinPro-X, MBS Research

Hình 51: Các cổ phiếu có tác động lớn đến VN-Index trong năm 2023



Dữ liệu ngày 18/12/2023. Nguồn: FiinPro-X, MBS Research

Hầu hết các nhóm ngành đều có diễn biến tích cực trong năm 2023. Chứng khoán là nhóm ngành có hiệu quả đầu tư cao nhất trong năm với 83.8%. Nhờ hiệu ứng từ giải ngân đầu tư công, Xây dựng & VLXD và nhóm cổ phiếu đầu công có đà tăng lần lượt là 54.6% và 49.2%. Ở chiều ngược lại, các cổ phiếu Vingroup, Bán lẻ và Dịch vụ ghi nhận mức giảm giá mạnh trong năm 2023.

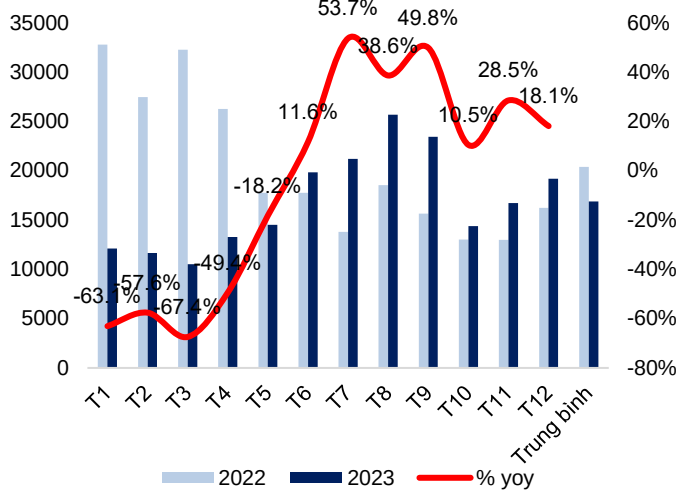
Các cổ phiếu đóng góp lớn nhất vào thành quả của VN-Index trong năm 2023 bao gồm: VCB (đóng góp +3.2%), HPG (+1.7%), FPT (+1.2%). Ở chiều ngược lại, các cổ phiếu kéo giảm VN-Index bao gồm: VIC (-1.4%), VHM (-1.1%), MSN (-0.7%).

Diễn biến dòng tiền trong năm 2023

Thanh khoản thị trường chuyển biến tích cực từ tháng 5 sau khi Ngân hàng Nhà nước bắt đầu hạ lãi suất điều hành. Giá trị giao dịch trung bình phiên trên cả 3 sàn đạt gần 16.9 nghìn tỷ đồng, giảm 17.2% so với năm 2022, chủ yếu do thanh khoản Q1/22 ở mức khá cao. Nhà đầu tư cá nhân trong nước vẫn là nhóm chiếm nhiều giá trị giao dịch nhất trên toàn thị trường với 88.3%, phần còn lại đến từ khối ngoại, khối tự doanh và tổ chức trong nước.

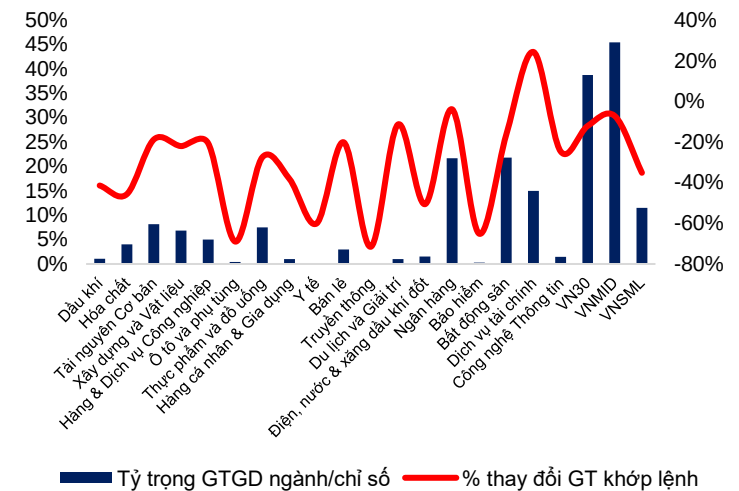
Sau động thái mua ròng mạnh vào 2 tháng cuối năm 2022, các nhà đầu tư nước ngoài bắt đầu chuyển sang bán ròng trên TTCK Việt Nam từ tháng 4/2023. Lũy kế từ đầu năm 2023 đến nay, khối ngoại đã bán ròng xấp xỉ 17,500 tỷ VND, trái ngược với động thái mua ròng hơn 28 nghìn tỷ đồng vào năm 2022. Chúng tôi cho rằng việc khối ngoại bán ròng trên TTCK Việt Nam trong năm 2023 cũng đồng pha với việc dòng vốn ngoại dịch chuyển khỏi các thị trường chứng khoán mới nổi khu vực Châu Á do lo ngại về sự phân kỳ giữa chính sách tiền tệ của các nước này và Mỹ.

Hình 52: Thanh khoản bình quân phiên giao dịch theo tháng trên cả 3 sàn (HOSE, HNX, UPCOM) (tỷ VND)



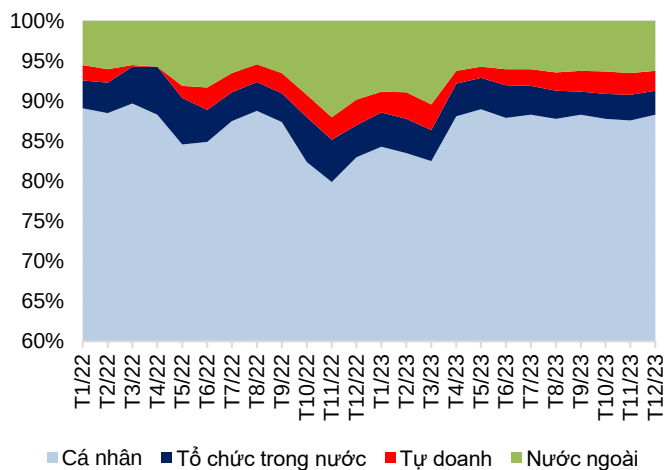
Dữ liệu ngày 18/12/2023. Nguồn: FiinPro-X, MBS Research

Hình 53: Diễn biến dòng tiền vào các nhóm ngành trong năm 2023



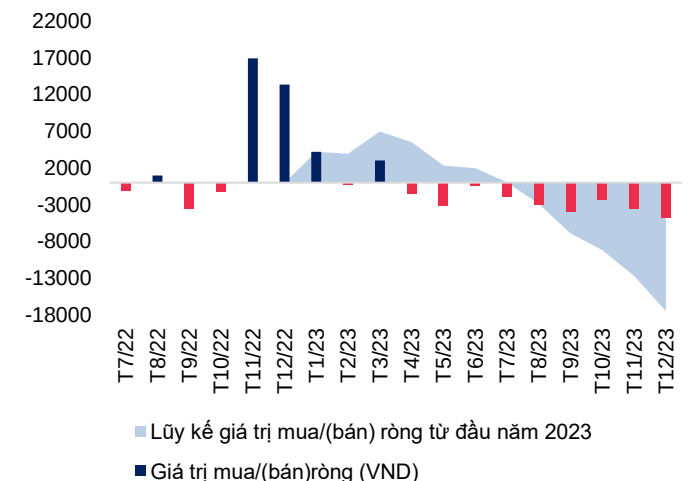
Dữ liệu ngày 18/12/2023. Nguồn: FiinPro-X, MBS Research

Hình 54: Tỷ trọng giao dịch theo phân loại các nhà đầu tư



Dữ liệu ngày 18/12/2023. Nguồn: FiinPro-X, MBS Research

Hình 55: Hoạt động mua/(bán) ròng của NĐT nước ngoài hàng tháng (tỷ VND)



Dữ liệu ngày 18/12/2023. Nguồn: FiinPro-X, MBS Research

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 2024

Thị trường chứng khoán thế giới diễn biến ra sao trong năm bầu cử

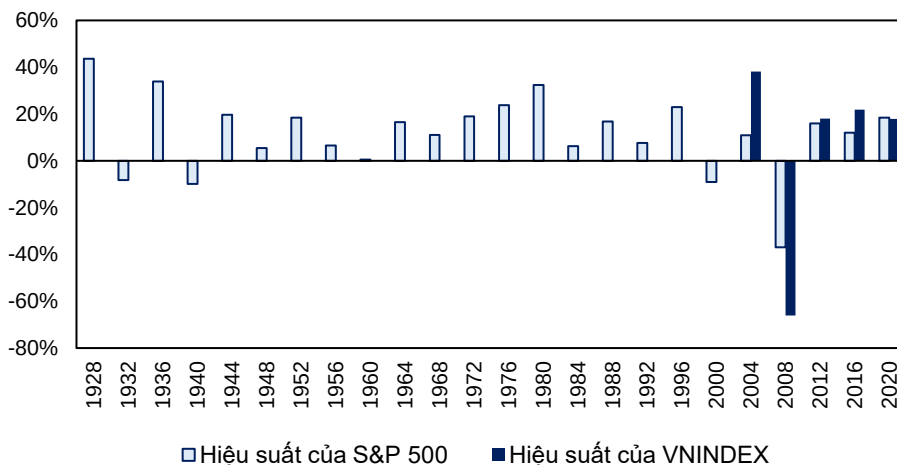
Năm 2024, sẽ có 40 cuộc bầu cử quốc gia trên toàn cầu, đại diện cho hơn 41% dân số thế giới và 40% tổng sản phẩm quốc nội (GDP) của thế giới. Các quốc gia tổ chức bầu cử vào năm 2024 có quy mô và tầm ảnh hưởng khác nhau như Indonesia, Đài Loan, Venezuela, Mexico, Nga, Mỹ... Bắt đầu với Đài Loan vào tháng 1, làn sóng các cuộc đua sẽ lên đến đỉnh điểm với cuộc bầu cử tổng thống Mỹ vào tháng 11.

Lịch sử chỉ ra rằng, hiệu suất của S&P500 trong 27 tháng trước cuộc bầu cử tổng thống Mỹ dường như mang lại nhiều lợi nhuận hơn so với 21 tháng sau cuộc bầu cử. Trong nhiệm kỳ 4 năm của tổng thống Mỹ, thị trường chứng khoán Mỹ (đại diện là S&P500) trung bình đạt hiệu suất tốt nhất vào năm thứ ba, trung bình hiệu suất các năm còn lại giảm dần theo thứ tự là bốn, hai và một. Trong các kỳ bầu cử trước đây, lịch sử thường đứng về phía tổng thống đương nhiệm khi nói đến cuộc bầu cử thực tế. Kể từ năm 1912, tổng thống đương nhiệm đã giành chiến thắng 3/4 lần - trừ khi có suy thoái kinh tế trong vòng hai năm trước ngày bầu cử. Như chúng ta đã biết, cuộc bầu cử năm 2020 phù hợp với lập luận trên.

Mặc dù sự biến động có thể gia tăng trước khi ngày bầu cử diễn ra, tuy nhiên, kịch bản tăng giá trên TTCK Mỹ chiếm ưu thế áp đảo trong năm diễn ra cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ. Thống kê của chúng tôi, từ năm 1928 đến năm 2020, có 20/24 lần S&P500 tăng điểm trong năm bầu cử. Chỉ duy nhất năm 2008 (xảy ra khủng hoảng kinh tế toàn cầu), S&P 500 chứng kiến mức sụt giảm mạnh xấp xỉ 37%, ba lần sụt giảm còn lại đều không quá 10%.

Tại TTCK Việt Nam, diễn biến chỉ số VN-Index 5 lần gần nhất trong năm diễn ra bầu cử tổng thống Mỹ có tới 4/5 lần với mức tăng điểm, hiệu suất trung bình của VN-Index trong 4 lần tăng là xấp xỉ 24%. Lần giảm điểm còn lại rơi vào năm 2008 (xảy ra khủng hoảng kinh tế toàn cầu). Mặc dù hiệu suất quá khứ không thể đảm bảo cho lợi nhuận trong tương lai và luôn có khả năng thị trường sẽ hoạt động theo một cách hoàn toàn khác so với trước đây. Tuy nhiên, nhìn vào diễn biến hiệu suất trong lịch sử cho thấy chúng ta hoàn toàn có thể kỳ vọng nghiêng về kịch bản tăng điểm cho cả TTCK Mỹ và Việt Nam trong năm 2024.

Hình 56: Hiệu suất của S&P500 và VN-Index trong các năm diễn ra bầu cử Tổng thống Mỹ



Nguồn: S&P Global, MBS Research

Triển vọng Việt Nam: Cơ hội tích lũy dài hạn khi định giá thị trường đã trở nên hấp dẫn hơn

Chúng tôi dự báo lợi nhuận của các DN niêm yết sẽ tăng 16.8% trong năm 2024

Chúng tôi nhận thấy đà giảm của lợi nhuận ròng của DN niêm yết toàn thị trường đã thu hẹp đáng kể trong Q3/22, với mức giảm chỉ 1.5% svck (Q2/23: -14% svck, Q1/23: -21% svck). Trong bối cảnh các yếu tố vĩ mô như xuất khẩu, sản xuất, tiêu dùng có xu hướng cải thiện trong những tháng cuối năm 2023, lãi suất và tỷ giá hạ nhiệt, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thị trường sẽ ghi nhận tăng trưởng dương trong Q4/23, từ đó đưa lợi nhuận thị trường cả năm 2023 giảm nhẹ 2% so với năm 2022 (thấp hơn so với dự báo vào tháng 10/23, lợi nhuận thị trường sẽ tăng 3.6% trong năm 2023).

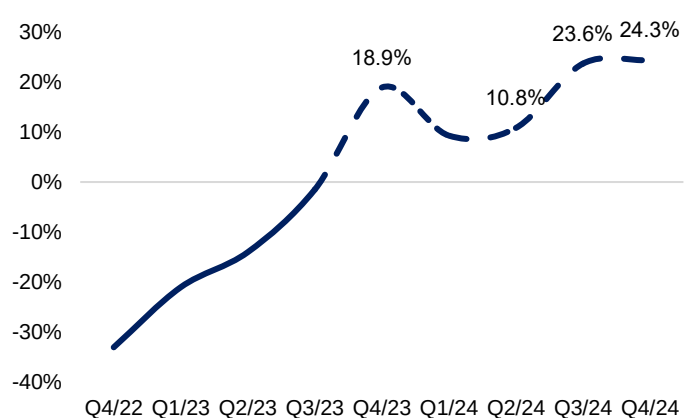
Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng thị trường sẽ tăng 16.8% svck, chủ yếu được hỗ trợ bởi sự phục hồi của các ngành ngân hàng, vật liệu xây dựng và, bán lẻ và tiêu dùng. Điểm rơi lợi nhuận của thị trường chủ yếu sẽ rơi vào quý 3 và quý 4 của năm 2024, chủ yếu là do nền thấp cùng kỳ năm 2023.

Hình 57: Dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng của các nhóm ngành và toàn thị trường trong giai đoạn 2023 - 25

	2023	2024	2025
Ngân hàng	3.0%	25.0%	21.0%
Bán lẻ	-64.0%	129.0%	42.0%
Dầu khí	-23.0%	-3.0%	16.0%
BDS KCN	1.0%	1.0%	-2.0%
BDS Dân cư	14.0%	-7.0%	3.0%
Vật liệu XD	-32.0%	40.0%	46.0%
Điện	-22.0%	39.0%	13.0%
Logistics/Hàng Không	226.0%	11.0%	46.0%
Thực phẩm đồ uống	-14.0%	24.0%	11.0%
Công nghệ	19.0%	21.0%	18.0%
Thị trường	-2.0%	16.8%	17.0%

Nguồn: MBS Research dự báo

Hình 58: Dự báo tăng trưởng lợi nhuận của thị trường theo quý trong năm 2024



Nguồn: MBS Research dự báo

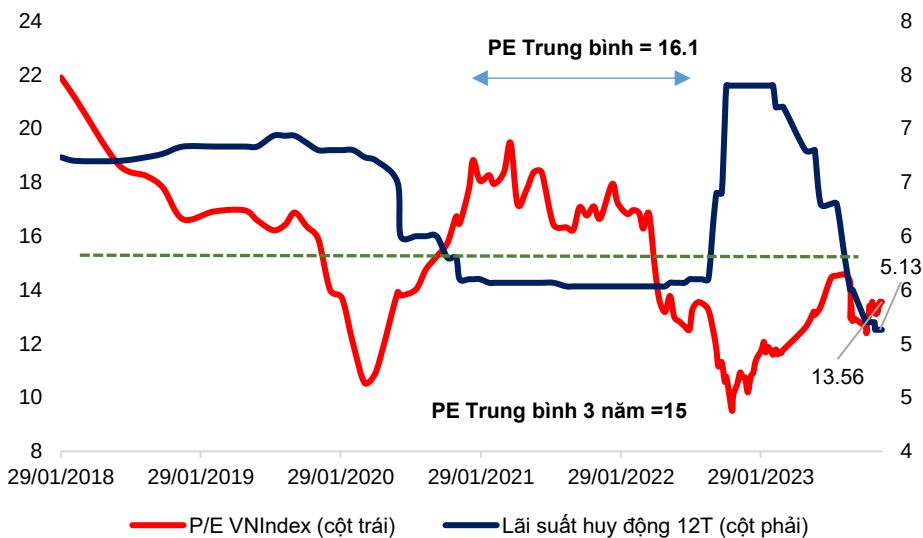
Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ tăng lên ngưỡng 1250 - 1280 trong năm 2024

Định giá hiện tại của VN-Index đang ở mức xấp xỉ 13.5 lần P/E, thấp hơn 11.1% so với P/E trung bình 3 năm gần đây. Ngoài ra, nếu đặt trong mối tương quan giữa TTCK và lãi suất, lãi suất huy động 12 tháng của các NHTM lớn đã trở về mặt bằng tương đương thậm chí thấp hơn giai đoạn Covid-19, trong khi định giá thị trường hiện tại đang thấp hơn giai đoạn này 19.2%. Nhìn về năm 2024, chúng tôi cho rằng những yếu tố tích cực hỗ trợ cho TTCK Việt Nam vẫn còn đó, bao gồm:

- Thứ nhất, như đã đề cập ở trên, chúng tôi kỳ vọng FED sẽ hạ lãi suất từ Q2/24 với tổng mức giảm khoảng 100 điểm cơ bản xuống mức 4.5% cuối năm 2024. Thông trường lãi suất thấp sẽ kích thích các nhà đầu tư nước ngoài tìm kiếm câu chuyện tăng trưởng từ những thị trường mới nổi.

- Thứ hai, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết sẽ tăng trưởng 16.8% trong năm 2024, trong bối cảnh xuất khẩu và sản xuất phục hồi tích cực, tiêu dùng ổn định, lãi suất thấp, đầu tư được thúc đẩy.
- Thứ ba, chúng tôi nhận thấy mặc dù tiến độ tương đối chậm song nhiều dự án bất động sản ở thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội đã dần tháo gỡ được các vướng mắc pháp lý, tạo tiền đề cho sự phục hồi của thị trường bất động sản.
- Thứ tư, TTCK Việt Nam nói riêng cũng sẽ ghi nhận nhiều thông tin hỗ trợ trong thời gian tới khi hệ thống KRX sẽ được đi vào vận hành, tạo nền tảng cơ sở để nhiều sản phẩm mới được triển khai, từ đó rút ngắn con đường nâng hạng thành thị trường mới nổi của Việt Nam. Vì vậy, định giá thị trường hợp lý là cơ hội để tích lũy cổ phiếu với tầm nhìn dài hạn.

Hình 59: Định giá thị trường đang ở mức hấp dẫn so với đà giảm của lãi suất huy động



(*) Lãi suất huy động 12 tháng trung bình của các NHTMCP Nhà nước
 Nguồn: SBV, Fiinpro, MBS Research

Chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ tăng lên mức 1,250 – 1,280 điểm, trên cơ sở lợi nhuận DN niêm yết năm 2024 tăng 16.8% và định giá P/E 12 – 12.5 lần. Các yếu tố rủi ro có thể tác động đến thị trường bao gồm: thị trường BĐS đóng băng kéo dài sẽ gia tăng nợ xấu cho hệ thống ngân hàng, tạo điểm nghẽn dòng vốn trên thị trường tài chính, làm giảm sự lưu thông dòng vốn trên TTCK. Lạm phát tăng cao hơn so với kỳ vọng (trên 4 – 4.5%) có thể khiến chính sách tiền tệ đảo chiều.

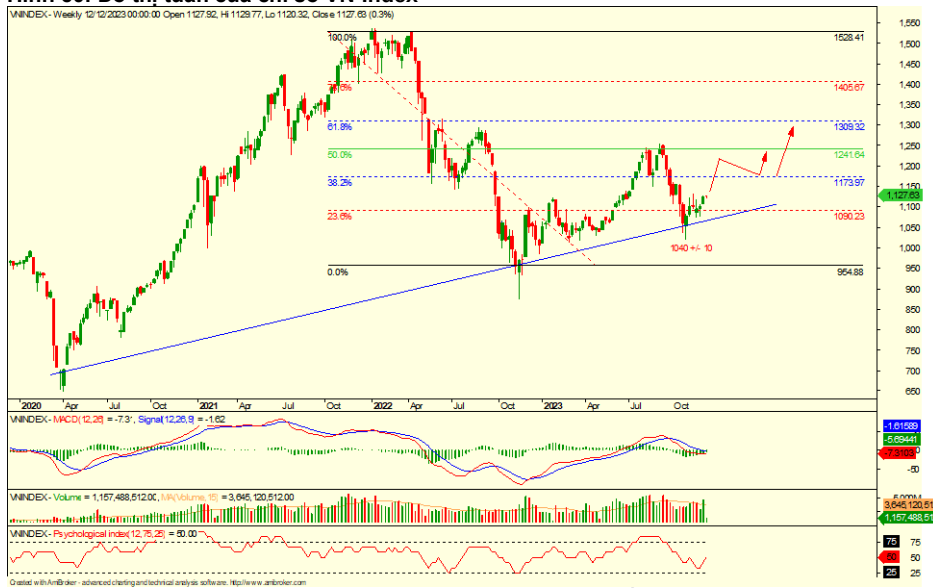
Phân tích kỹ thuật

Từ góc độ phân tích kỹ thuật, sau khi tạo đỉnh ở quanh vùng Fibonacci 50% và bước vào giai đoạn diễn biến tiêu cực trong hai tháng 9 và 10/2023, VN-Index đã tìm được vùng đáy quanh 1040 +/- 10 điểm – đây là vùng hỗ trợ mạnh khi được hỗ trợ bởi kênh giá tăng dài hạn được nối giữa đáy 3/2020 và đáy 11/2022. Chúng tôi nhận thấy rằng xu hướng tăng giá trung hạn của VN-Index vẫn sẽ tiếp diễn khi trên khung thời gian tuần khi MACD đang chuẩn bị cho tín hiệu cắt lên đường Signal. Ngoài ra, sự thận trọng của dòng tiền (yếu tố tâm lý thường xuất hiện ở vùng đáy) giai đoạn vừa qua được thể hiện rõ nét bằng chỉ báo tâm lý

Psychological Index, chỉ báo này đang chạm ngưỡng 33.333 trong giai đoạn đầu 12/2023, mức này tương đương với giai đoạn tâm lý sợ hãi vào 3/2020 và 11/2022. Dự báo về VN-Index trong năm 2024, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng VN-Index sẽ hướng tới mốc 1240 – 1250 điểm, vùng này tương đương với kháng cự là kênh giá giảm nổi giữa đỉnh 7/2021 và đỉnh 9/2023. Ở kịch bản lạc quan, khi các yếu tố vĩ mô trở nên tích cực hơn, thanh khoản thị trường đạt trên 25,000 tỷ/phần thì VN-Index sẽ hướng tới mốc 1290 - 1310 điểm.

Tuyến phòng thủ vững chắc của VN-Index trong xu thế tăng giá dài hạn – MA110 (tháng). Từ 2009 đến nay, xét trên khung đồ thị tháng, MA110 thể hiện rõ nét là vùng hỗ trợ mạnh của thị trường (hình vẽ). Chúng tôi lưu ý, sẽ là cơ hội tốt để mua vào nếu VN-Index xuất hiện nhịp giảm điểm về quanh vùng giá MA110.

Hình 60: Đồ thị tuần của chỉ số VN-Index



Nguồn: Amibroker, MBS Research

Hình 61: Đồ thị tháng của chỉ số VN-Index



Nguồn: Amibroker, MBS Research

NGÀNH NGÂN HÀNG: Khó khăn vẫn chưa hoàn toàn đi qua

- LNST toàn ngành ngân hàng giảm 2.5% svck trong 9T2023 do thu nhập hoạt động giảm 2.2% svck trong khi chi phí hoạt động và chi phí trích lập tăng lần lượt 7.7% svck và 5.4% svck.
- Rủi ro suy giảm chất lượng tài sản vẫn lớn trong năm 2024
- Cổ phiếu chúng tôi lựa chọn là ACB, TCB và STB

Tăng trưởng lợi nhuận khả quan trong năm 2024

KQKD kém khả quan trong năm 2023 tạo ra một nền so sánh thấp cho tăng trưởng 2024. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ khả quan cùng với NIM được cải thiện nhờ môi trường lãi suất thấp được duy trì, LNST của hầu hết các ngân hàng đều được kỳ vọng khả quan. LNST của các ngân hàng MBS theo dõi dự báo sẽ tăng trưởng 25.1% svck trong 2024.

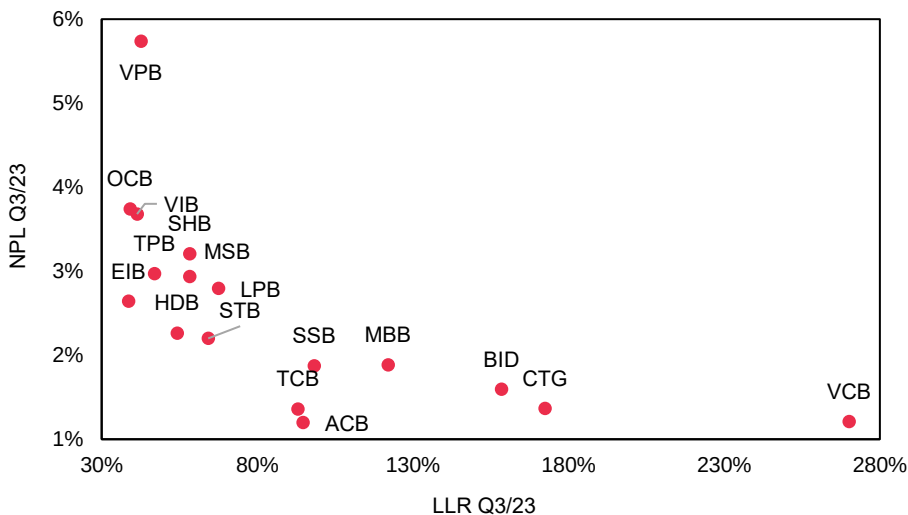
Rủi ro suy giảm chất lượng tài sản vẫn lớn trong năm 2024

Mặc dù nợ xấu được kỳ vọng tạo đỉnh trong Q4/23 nhưng áp lực trích lập dự phòng trong năm 2024 vẫn là đáng kể. Nguyên nhân chúng tôi đưa ra đến từ việc dư địa trích lập của các ngân hàng sẽ không còn nhiều khi KQKD cả năm 2023 được dự báo sẽ kém khả quan, do đó khi hiệu lực của TT02 hết hạn vào 30/06/2024 (đang được NHNN cân nhắc gia hạn) áp lực trích lập cho các khoản nợ tái cơ cấu hoặc các khoản nợ xấu không được tái cơ cấu sẽ gia tăng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng áp lực này sẽ có sự phân hóa rõ nét giữa các ngân hàng. Những ngân hàng đã gia tăng trích lập lớn trong năm 2023 và nâng chất lượng tài sản lên mức cao có thể sẽ có nhiều dư địa để xử lý hơn, và do đó sẽ có được lợi thế tăng trưởng lợi nhuận cao hơn.

Cổ phiếu chúng tôi lựa chọn là ACB, TCB và STB

Chúng tôi ưa thích những ngân hàng có sự kết hợp giữa 2 yếu tố (1) tăng trưởng lợi nhuận khả quan, nhờ có tín dụng tăng trưởng tốt, NIM phục hồi và tiết kiệm chi phí (STB, TCB, MBB); (2) định giá hấp dẫn (TCB, MBB, ACB). Do đó, ACB, TCB và STB là những lựa chọn của chúng tôi

Hình 62: Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu của các NHTM tại cuối Q3/23



Nguồn: BCTC các NHTM, MBS Research

Chuyên viên phân tích



Đinh Công Luyện

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

Chuyên viên phân tích



Đỗ Lan Phương

Phuong.dolan@mbs.com.vn

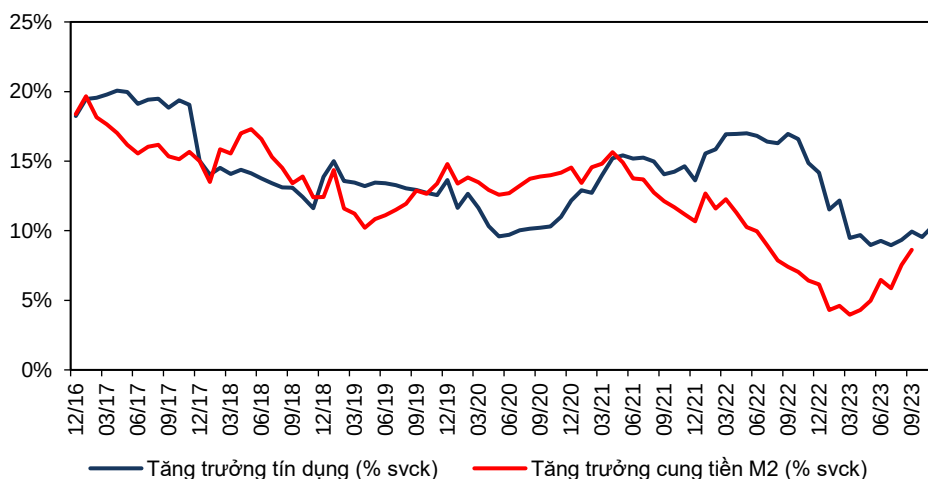
Năm 2023: Tăng trưởng tín dụng thấp đi cùng NIM suy giảm

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng (TTTD) toàn ngành chỉ đạt 10.5% trong năm 2023

Theo số liệu của Ngân hàng nhà nước (NHNN), tính đến ngày 30/11/2023, tăng trưởng tín dụng toàn ngành đạt 9.15% so với đầu năm (cùng kỳ đạt 12.0%). So với số liệu gần nhất ngày 22/11/2023, tăng trưởng tín dụng đạt 8.21% so với đầu năm, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng toàn ngành đã có những dấu hiệu tích cực. Tuy nhiên, con số này vẫn còn cách khá xa so với mục tiêu 14-15% trong năm 2023 của Chính phủ.

Tốc độ tăng trưởng tín dụng chậm đã được chúng tôi dự báo từ trước, với những nguyên nhân chính: (1) Ảnh hưởng từ tổng cầu thế giới suy yếu, GDP Việt Nam trong 9T2023 tăng 4.24% svck, chỉ cao hơn tốc độ tăng 2.19%/1.57% của 9T20/9T21 xét trong giai đoạn 2011-2023; (2) Thị trường bất động sản (BDS), vốn là khu vực thu hút nguồn vốn tín dụng lớn nhất, vẫn trầm lắng trong 9T23 khi số lượng giao dịch và số lượng dự án hoàn thành xây dựng lần lượt giảm 31% và 33% svck.

Hình 63: Tăng trưởng tín dụng và cung tiền M2



Nguồn: SBV, MBS Research

LNST 9T2023 toàn ngành giảm 2.5% svck

Tổng lợi nhuận sau thuế của các NHTM (NH) niêm yết giảm nhẹ 1.4% svck trong Q3/23. Đà giảm có dấu hiệu chậm lại so với 2 quý đầu năm (Q2/23: -1.5%; Q1/23: -4.4% svck). Tuy nhiên, lũy kế 9T23, tổng LNST các NHTM giảm 2.5% svck, trong đó nhóm các Ngân hàng thương mại Nhà nước (NHTMNN) ghi nhận kết quả khả quan hơn với mức tăng trưởng 14.2% svck, trong khi lợi nhuận nhóm các NHTM Cổ phần (NHTMCP) suy giảm 9.9% svck.

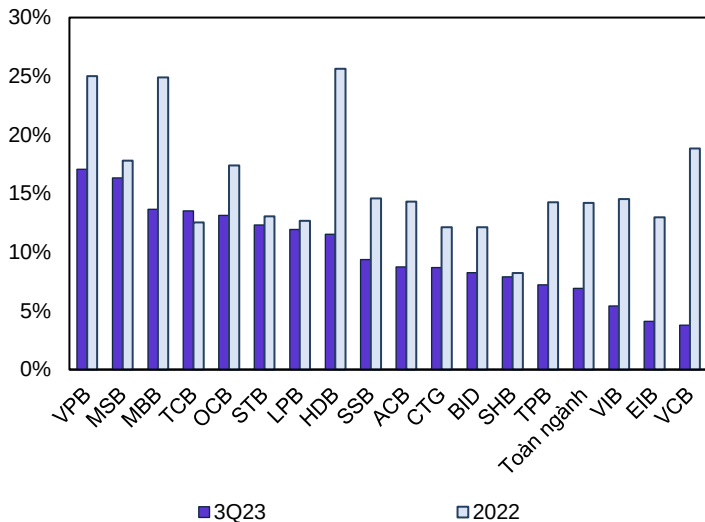
LNST 9T2023 của các NHTM niêm yết suy giảm chủ yếu do: (1) tín dụng toàn ngành suy yếu (9T23: +6.92% sv đầu năm, 9T22: +11.05% sv đầu năm); (2) NIM toàn ngành giảm 86.5 điểm cơ bản svck (Q3/23: 4.67%, Q3/22: 3.8%); (3) chi phí hoạt động và chi phí trích lập dự phòng tăng lần lượt 7.7% và 5.4% svck.

Tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng niêm yết chỉ đạt 12.0% svck (9T2022 đạt 18.1% svck) do suy giảm cầu của toàn nền kinh tế cùng với NIM suy giảm mạnh trong nửa đầu năm khi lãi suất huy động tiền tệ tăng cao khiến thu nhập lãi thuần (NII) của các ngân hàng giảm tốc. NII 9T2023 toàn ngành chỉ tăng 3.8%

svck (9T2022: tăng 22.1% svck). Ngoài ra, các hoạt động thu ngoài lãi như thu từ phí (NFI) và banca suy giảm theo nhu cầu tín dụng cũng khiến thu nhập ngoài lãi giảm nhẹ 3.0% svck (9T2022: tăng 21.3% svck).

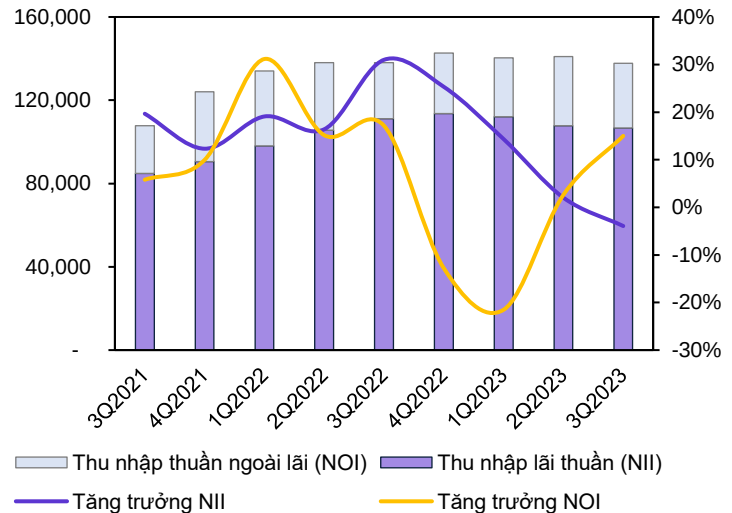
Mặc dù hoạt động tín dụng còn tương đối chậm nhưng việc duy trì các hoạt động chuyển đổi số nhằm giữ chân khách hàng cũng như đẩy mạnh các hoạt động thu ngoài lãi như kinh doanh ngoại hối, thu hồi nợ và đầu tư chứng khoán khiến chi phí hoạt động tăng nhẹ svck. Trung bình CIR của các ngân hàng niêm yết tăng 536 điểm cơ bản svck trong 9T2023.

Hình 64: TTĐD của các NHTM niêm yết đến cuối Q3/2023



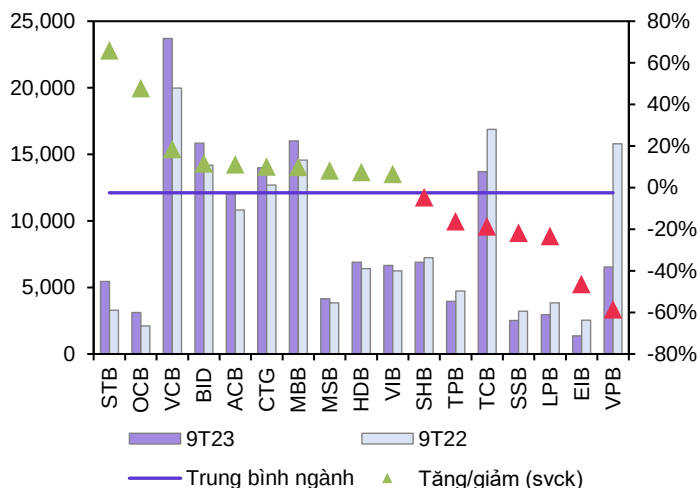
Nguồn: BCTC các NHTM, MBS Research

Hình 65: Thu nhập từ lãi và ngoài lãi toàn ngành



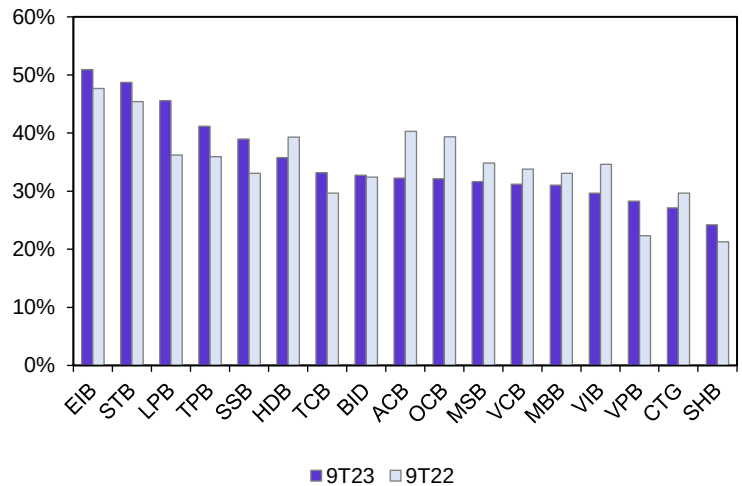
Nguồn: BCTC các NHTM, MBS Research

Hình 66: Tăng trưởng LNST 9T2023 của các NHTM



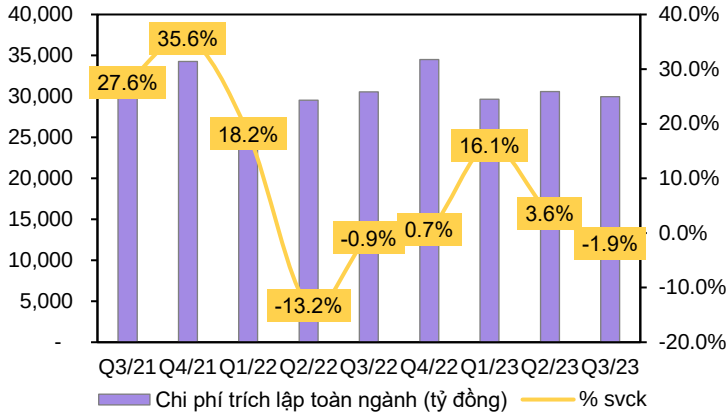
Nguồn: BCTC các NHTM, MBS Research

Hình 67: Tỷ lệ CIR của các NHTM



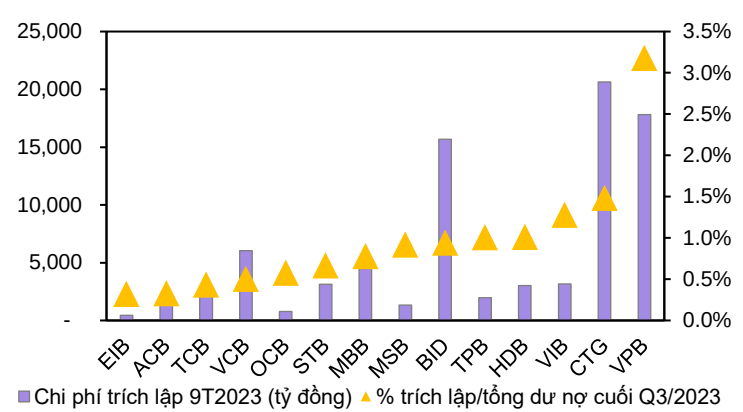
Nguồn: BCTC các NHTM, MBS Research

Hình 68: Tình hình trích lập dự phòng toàn ngành



Nguồn: BCTC các NHTM, MBS Research

Hình 69: Tỷ lệ trích lập/tổng dư nợ các NHTM



Nguồn: BCTC các NHTM, MBS Research

Triển vọng 2024: LNST tăng trưởng khả quan dù áp lực trích lập dự phòng vẫn còn lớn

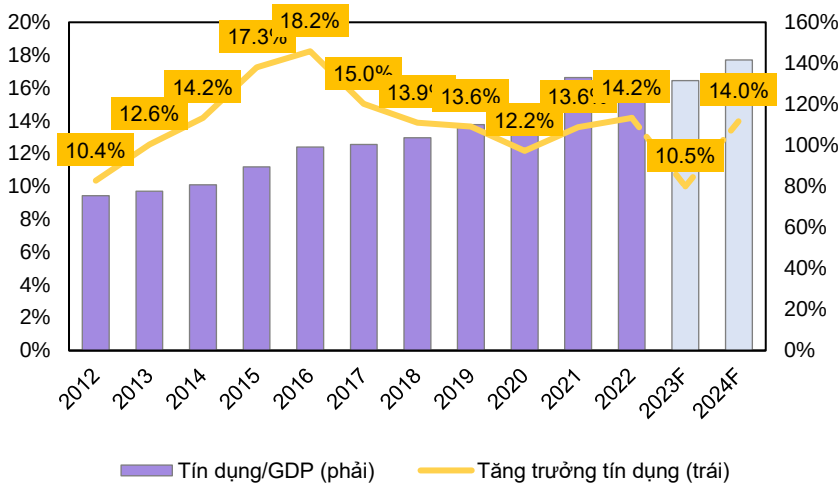
Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 13%-14% trong 2024

Nền kinh tế Việt Nam đang cho thấy những tín hiệu khởi sắc (1) tăng trưởng GDP đang thể hiện xu hướng tích cực (Q1/23: +3.28%, Q2/23: +4.05%, Q3/23: +5.33% svck); (2) Chính phủ ban hành những chính sách hỗ trợ như Nghị định 08/2023/NĐ-CP, 10/2023/NĐ-CP với mục tiêu tháo gỡ vướng mắc pháp lý các dự án BĐS và phát triển nhà ở xã hội góp phần thúc đẩy tín dụng cho thị trường BĐS; (3) lãi suất cho vay giảm mạnh kích thích nhu cầu tín dụng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng TTĐD 2024 sẽ đạt 13-14% với kịch bản tăng trưởng GDP cả năm đạt 5.9%:

- Các hoạt động cho vay bán lẻ như cho vay tiêu dùng, mua nhà và mua xe sẽ được kích cầu mạnh mẽ trong môi trường lãi suất thấp. Chúng tôi cho rằng các DN BĐS sẽ tiến hành giảm giá các sản phẩm nhằm tiếp cận gần hơn với người mua thay vì ưu tiên lợi nhuận nhằm khơi thông dòng tiền khi mà các chính sách đang nói lỏng hơn trước. Điều này giúp kích thích tín dụng cho ngành BĐS. Tương tự, hoạt động cho vay tiêu dùng và mua ô tô cũng sẽ có chính sách tương tự nhằm tận dụng quãng thời gian lãi suất thấp được duy trì. Chúng tôi kỳ vọng kịch bản này sẽ bắt đầu từ đầu Q2/2024.
- Xuất khẩu giảm tốc đáng kể so với cùng kỳ và so với giai đoạn trước dịch do nhu cầu yếu trên toàn cầu. Những chính sách bảo hộ thị trường nội địa của các quốc gia sản xuất lớn trên thế giới như Nga, Trung Quốc cũng khiến nguồn nguyên liệu bị suy giảm, từ đó giảm sức cạnh tranh của hoạt động xuất khẩu. Tuy nhiên, với kỳ vọng các NHTW sẽ nói lỏng chính sách tiền tệ trong năm 2024, hoạt động đầu tư sẽ quay trở lại khiến nhu cầu nguyên vật liệu gia tăng, từ đó khiến đơn hàng xuất khẩu quay trở lại. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu sẽ tăng trưởng từ 6-7% trong năm 2024.
- Quy mô phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) suy giảm rõ rệt trong năm 2022 và kéo dài trong cả năm 2023 sau những vụ án liên quan đến Vạn Thịnh Phát, Tân Hoàng Minh,... Tuy nhiên, xu hướng tích cực đã dần xuất hiện khi giá trị phát hành đến hết 27/11/2023 tăng 3.6% so

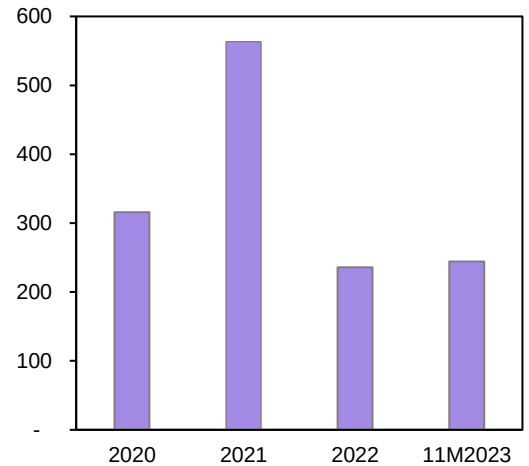
với cả năm 2022. Do đó, chúng tôi kỳ vọng hoạt động phát hành TPDN sẽ khả quan hơn trong năm 2024, đạt 2.3% tổng dư nợ của các NHTM (Q3/2023: 2.1%).

Hình 70: Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống



Nguồn: SBV, MBS Research

Hình 71: Giá trị phát hành TPDN (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Tín dụng dành cho nhóm Khách hàng doanh nghiệp (KHDN) vẫn dẫn dắt trong 6-9 tháng tới

Trong 9T2023, tăng trưởng tín dụng tập trung ở nhóm NHTM có quy mô lớn. Các ngân hàng có mức tăng trưởng cao hơn trung bình ngành (8.9% so với đầu năm) như BID (9.2%), HDB (11.5%), MBB (13.7%), TCB (13.5%), và VPB (17.1%) nhờ (1) những ngân hàng này có danh mục KHDN lớn, nhóm KH có nhu cầu tín dụng cao hơn so với nhóm bán lẻ trong 9T2023; (2) những NHTMCP có quy mô nhỏ và chuyên cho vay bán lẻ bị ảnh hưởng mạnh bởi tác động kép từ nhu cầu tín dụng yếu và chất lượng tài sản suy giảm mạnh hơn chủ động giảm tăng trưởng và tập trung xử lý nợ xấu. Chúng tôi cho rằng xu hướng này vẫn sẽ tiếp tục diễn ra trong Q4/23 và 6T24 khi nhu cầu tín dụng bán lẻ vẫn chưa thể phục hồi. Dòng tiền trả nợ yếu khiến nhóm khách hàng này khó tiếp cận với các chương trình giảm lãi suất của các NHTM, từ đó khiến dòng vốn vẫn sẽ tìm đến các DN lớn với tình hình tài chính khả quan hơn.

Hình 72: Tăng trưởng tín dụng

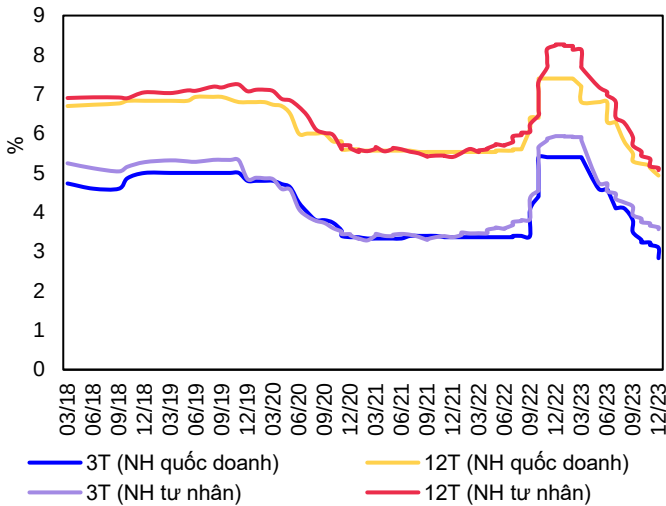
	Room tín dụng được cấp 2023	Dự báo MBS Research	
		2023F	2024F
ACB	14.5%	12.5%	14.0%
BID	14.0%	10.5%	11.5%
CTG	14.0%	9.6%	13.1%
HDB	29.0%	25.3%	22.8%
MBB	24.0%	18.2%	21.4%
OCB	15.0%	12.5%	15.8%
STB	11.0%	9.9%	14.9%
TCB	14.0%	16.3%	20.0%
TPB	14.0%	9.5%	12.0%
VCB	14.0%	7.5%	11.8%
VIB	15.0%	9.9%	14.8%
VPB	24.0%	24.6%	23.0%

Nguồn: MBS Research

Đà suy giảm của NIM được cải thiện

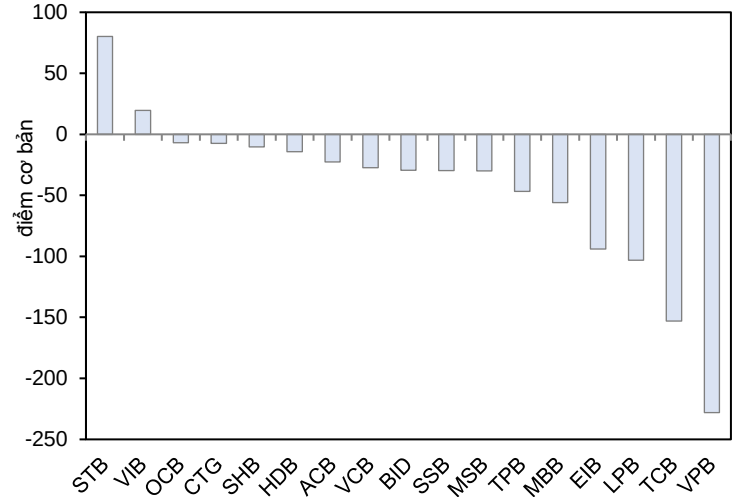
Chính sách thắt chặt tiền tệ bắt đầu từ Q3/2022 đã khiến lãi suất huy động tăng mạnh và bắt đầu phản ánh lên chi phí vốn của các ngân hàng trong nửa đầu năm 2023 khiến NIM suy giảm mạnh. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, đà giảm của NIM đã có sự cải thiện trong Q3/2023. NIM các ngân hàng đang quan sát của chúng tôi trung bình giảm 16 điểm cơ bản trong 6T2023 và giảm xuống còn 7 điểm cơ bản trong 9T2023.

Hình 73: Lãi suất huy động các NHTM (tính đến ngày 14/12/2023)



Nguồn: Các NHTM, MBS Research

Hình 74: Thay đổi NIM của các NHTM Q3/23 so với cùng kỳ



Nguồn: Các NHTM, MBS Research

NIM sẽ phục hồi từ Q4/2023 và tăng nhẹ trong 2024

Hiện tại, lãi suất huy động toàn ngành đang thấp hơn mức đáy trong giai đoạn dịch Covid-19, mặc dù lãi suất điều hành vẫn cao hơn 50 điểm cơ bản. Thống kê đến 14/12/2023, lãi suất huy động trung bình kỳ hạn 12 tháng của nhóm NHTMNN và NHTMCP lần lượt là 4.9% và 5.1%, thấp hơn mức lãi suất huy động thấp nhất cùng kỳ hạn trong giai đoạn Covid-19 lần lượt là 5.5% và 5.6%. Điều này sẽ giúp giảm đáng kể chi phí vốn của các NHTM trong thời gian tới. NIM cả năm 2023 được dự báo sẽ giảm nhẹ so với 2022.

Trong bối cảnh các giải pháp của Chính phủ và NHNN đều xoay quanh việc tháo gỡ khó khăn dòng tiền cho doanh nghiệp giúp nền kinh tế tiếp cận được vốn vay tín dụng, chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất thấp là yếu tố bắt buộc phải được duy trì trong ít nhất 6-9 tháng tới. Đây sẽ là cơ hội cho các ngân hàng có thể gia tăng NIM. Tuy nhiên, với chủ trương hỗ trợ nền kinh tế, chúng tôi cho rằng việc giảm lãi suất cho vay đầu ra cũng sẽ là yếu tố then chốt để giúp các NHTM có thể (1) nhận được hạn mức tín dụng cao từ NHNN và (2) gia tăng cạnh tranh trong bối cảnh nhu cầu tín dụng chưa có dấu hiệu phục hồi rõ ràng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng NIM 2024 của hầu hết các ngân hàng chỉ tăng nhẹ so với 2023 và sẽ không cao như cả năm 2022. Đặc biệt, nhóm NHTMNN được dự báo sẽ không có được mức tăng NIM tốt như các NHTMCP trong năm 2024 do hoạt động dưới vai trò là những công cụ điều tiết.

Hình 75: Dự báo NIM của các ngân hàng MBS Research đang theo dõi

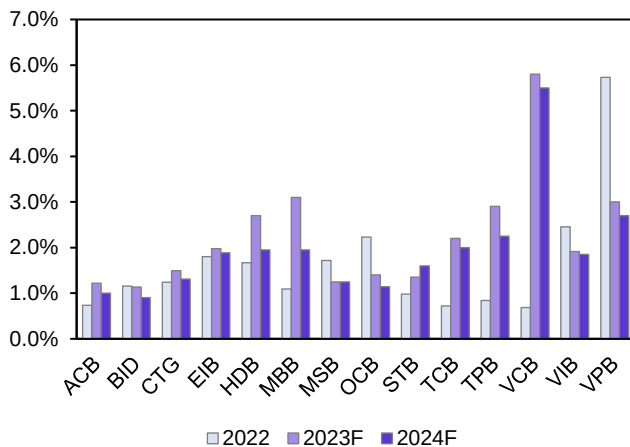
	2022	Thay đổi svck (đcb)	2023F	Thay đổi svck (đcb)	2024F
VPB	7.5%	(128)	6.2%	66	6.9%
TCB	5.3%	(115)	4.1%	59	4.7%
VIB	4.7%	8	4.8%	25	5.1%
OCB	3.9%	0	3.9%	21	4.1%
VCB	3.4%	(36)	3.0%	20	3.2%
MBB	5.7%	(33)	5.3%	19	5.5%
ACB	4.3%	(13)	4.1%	13	4.3%
BID	2.9%	(18)	2.7%	11	2.9%
CTG	3.0%	(2)	3.0%	11	3.1%
STB	3.3%	9	3.4%	10	3.5%
TPB	4.0%	(27)	3.7%	10	3.8%
HDB	5.0%	(13)	4.9%	7	4.9%

Nguồn: BCTC các NTHM, MBS Research

Rủi ro suy giảm chất lượng tài sản vẫn lớn trong năm 2024

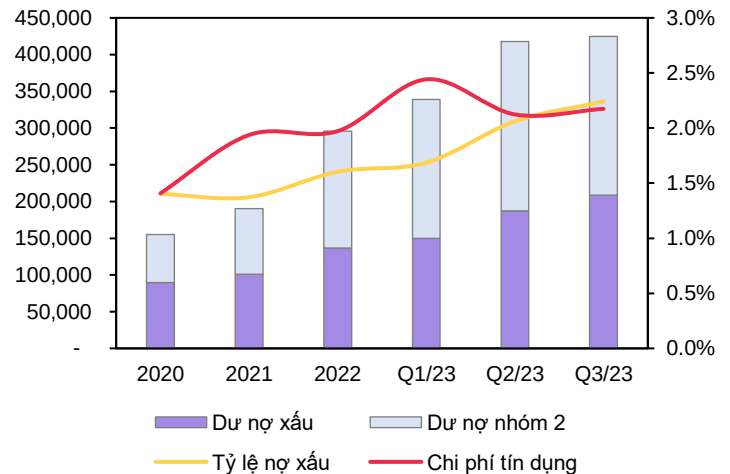
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) toàn ngành tại Q3/23 đạt 2.2%, tăng 64 điểm cơ bản so với 2022, và là mức NPL cao nhất từ năm 2015. Hầu như tất cả các ngân hàng đều tiếp tục ghi nhận tỷ lệ nợ xấu (NPL) gia tăng tại Q3/23 so với đầu năm và các quý liền trước. Trung bình, các NHTMCP Nhà nước có mức tăng 0.4% sv đầu năm, con số này ở nhóm NHTMCP là 0.7% (loại trừ NVB ra khỏi thống kê do tỷ lệ NPL cao bất thường ở mức 26.3% Q3/23). Song song với đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cũng suy giảm xuống mức thấp nhất kể từ cuối năm 2020, ghi nhận 93.8% (2022: 136.9%). LLR của nhóm NHTMNN cao hơn đáng kể so với nhóm NHTMCP.

Hình 76: NPL các ngân hàng theo dõi của MBS Research



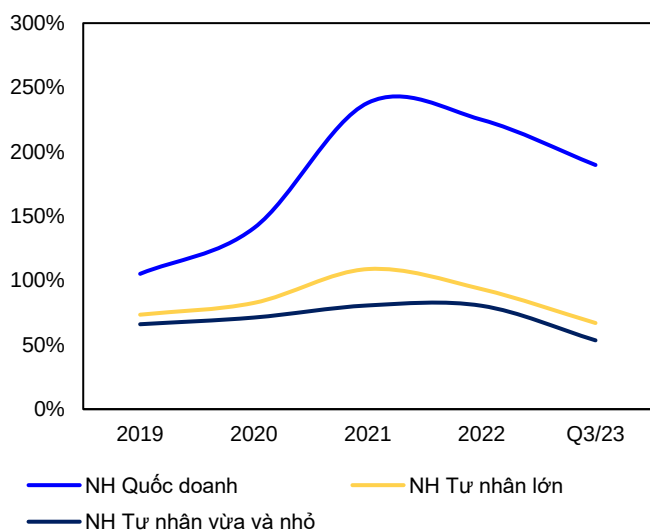
Nguồn: BCTC các NTHM, MBS Research

Hình 77: Nợ xấu và nợ nhóm 2 toàn ngành



Nguồn: BCTC các NTHM, MBS Research

Hình 78: Tỷ lệ LLR của các nhóm NHTM



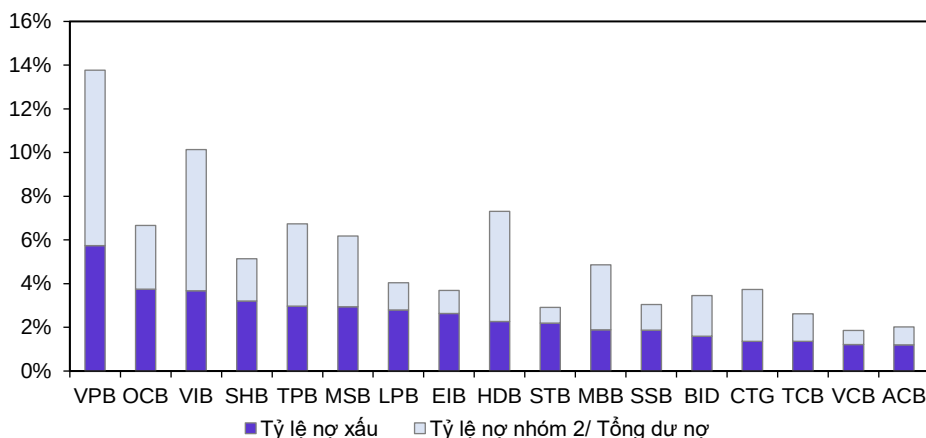
Nguồn: BCTC các NHTM, MBS Research

Hình 79: Thay đổi tỷ lệ LLR của các NHTM



Nguồn: BCTC các NHTM, MBS Research

Hình 80: Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 của các NHTM cuối Q3/2023



Nguồn: BCTC các NHTM, MBS Research

Thông tư 02/2023/TT-NHNN về cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giãn nợ đã giúp tỷ lệ nợ xấu và sự sụt giảm LLR giảm tốc. NPL toàn ngành tăng mạnh từ 1.4% cuối năm 2022 lên 2.1% cuối Q2/2023 nhưng chỉ tăng 10 điểm cơ bản trong Q3/2023. LLR giảm hơn 21% trong 6T2023 nhưng chỉ giảm 5.8% trong Q3/2023.

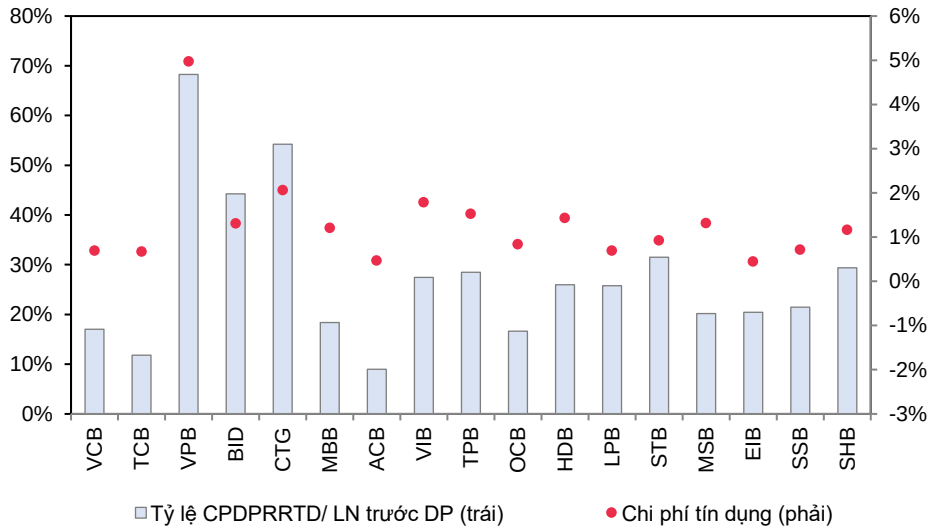
Do đó, chúng tôi kỳ vọng NPL toàn ngành sẽ tăng nhẹ 10-20 điểm cơ bản và đạt đỉnh trong Q4/2023. Ngoài ra, việc sử dụng một lượng lớn trích lập dự phòng trong 9T2023 để xử lý nợ xấu cũng góp phần giúp NPL các ngân hàng suy giảm.

Áp lực trích lập dự phòng được dự báo vẫn sẽ lớn trong năm 2024

Mặc dù nợ xấu được kỳ vọng tạo đỉnh trong Q4/2023 và chi phí trích lập toàn ngành đang có xu hướng tích cực (Q1/2023: +16.1% svck nhưng 9T2023 chỉ tăng 5.4% svck) nhưng áp lực trích lập dự phòng trong năm 2024 vẫn là đáng kể. Nguyên nhân chúng tôi đưa ra đến từ việc dư địa trích lập của các ngân hàng sẽ không còn nhiều khi KQKD cả năm 2023 được dự báo sẽ kém khả quan, do đó khi hiệu lực của TT02/2023/NHNN-TT hết hạn vào 30/06/2024 (đang được NHNN cân nhắc gia hạn) áp lực trích lập cho các khoản nợ tái cơ

cấu hoặc các khoản nợ xấu không được tái cơ cấu sẽ gia tăng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng áp lực này sẽ có sự phân hóa rõ nét giữa các ngân hàng. Những ngân hàng đã gia tăng trích lập lớn trong năm 2023 và đưa chất lượng tài sản về mức thấp có thể sẽ có nhiều dư địa để xử lý hơn, và do đó sẽ có được lợi thế tăng trưởng lợi nhuận cao hơn.

Hình 81: Tỷ lệ trích lập dự phòng/LN trước dự phòng các NHTM 9T2023

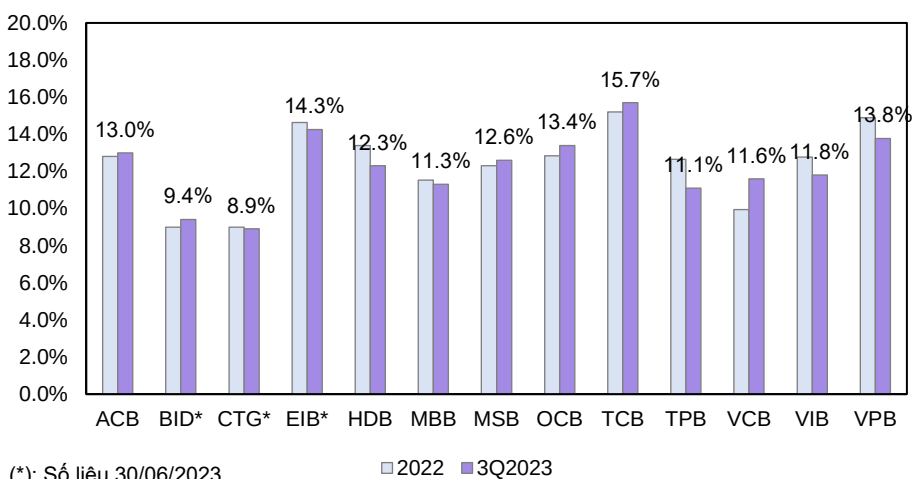


Nguồn: BCTC các NHTM, MBS Research

Hoạt động tăng vốn không có nhiều điểm nhấn

Ngoại trừ VPB với thương vụ phát hành thành công riêng lẻ 15% cho SMBC, các NHTM hầu như không có hoạt động tăng vốn nào đáng kể trong năm 2023. Thay vào đó, hoạt động phát hành cổ phiếu chia cổ tức nhằm tăng vốn điều lệ đều được diễn ra theo đúng kế hoạch.

Hình 82: CAR của các ngân hàng NHTM theo dõi của MBS Research



Nguồn: BCTC các NHTM, MBS Research

Những quy định sẽ có tác động đến hoạt động toàn ngành Ngân hàng trong năm 2024

STT	Quy định	Nội dung chính cần chú ý	Đánh giá
1	Lộ trình giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn/cho vay dài hạn theo Thông Tư 08/2020/TT-NHNN	Kể từ ngày 01/10/2023, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tối đa sẽ giảm xuống mức 30%.	- Các NHTMNN và các NHTMCP quy mô lớn có tỷ lệ cho vay tài trợ dự án hạ tầng, cho vay dự án BĐS và năng lượng cao như TCB, MBB, VPB, HDB... sẽ có áp lực tăng trưởng huy động nguồn vốn dài hạn (có chi phí vốn cao hơn) lớn hơn. - Lãi suất huy động đang ở mức thấp kỷ lục khiến hoạt động huy động vốn dài hạn tương đối khó khăn. Thay vào đó, các NHTM sẽ ưu tiên sử dụng công cụ phát hành giấy tờ có giá khi lãi suất tái chiết khấu đang ở vùng đáy.
2	Thông tư 26/2022/TT-NHNN (TT 22/2019/TT-NHNN sửa đổi) nhằm điều chỉnh cách tính tỷ lệ LDR tại các NHTM	- Tiền gửi Kho bạc Nhà nước sẽ được tính vào Tổng huy động với một tỷ lệ khấu trừ nhất định: - Từ ngày Thông tư này có hiệu lực thi hành đến 31/12/2023: 50%; - Từ ngày 01/01/2024 đến 31/12/2024: 60%; - Từ ngày 01/01/2025 đến 31/12/2025: 80%; - Từ ngày 01/01/2026: 100%.	TT 26 sẽ mang lại lợi thế cho các NH có nguồn tiền gửi dồi dào từ KBNN. Theo ước tính của chúng tôi, nhóm NHTMNN sẽ hưởng lợi hơn từ chính sách này.
3	Thông tư 02/2023/TT-NHNN: Quy định về việc TCTD cơ cấu lại thời hạn trả nợ, giữ nguyên nhóm nợ đối với cho vay tài trợ SXKD và cho vay phục vụ nhu cầu đời sống, tiêu dùng.	- Ngoài lĩnh vực SXKD, Thông tư đã bổ sung cho phép giãn/hoãn nợ đối với lĩnh vực cho vay tiêu dùng - một lĩnh vực cũng đang gặp nhiều khó khăn trong bối cảnh thu nhập người đi vay suy giảm (bản dự thảo chưa bao gồm các khoản vay tiêu dùng). - Giữ nguyên nhóm nợ theo nhóm nợ gần nhất trước khi cơ cấu và đưa lãi dự thu ra ngoài bảng CĐKT để theo dõi (không được đưa vào lãi dự thu) đến 30/6/2024. - Hiện tại, NHNN đang cân nhắc gia hạn thêm thời gian hiệu lực của TT này.	- Giảm áp lực gia tăng nợ xấu đối với các ngân hàng có tỷ trọng cho vay BĐS cao (TCB, MBB, VPB) trong bối cảnh dòng tiền trả nợ của cả người đi vay và chủ đầu tư dự án đều đang ngưng trệ. - Người đi vay có thêm thời gian để thu xếp dòng tiền trả nợ, từ đó có thể giải quyết dứt điểm nợ xấu tiềm tàng của hệ thống ngân hàng. - Việc gia hạn thêm hiệu lực của Thông tư sẽ giúp giảm dần áp lực trích lập của các NHTM khi KQKD 2024 được kỳ vọng khả quan hơn, nâng bộ đệm trích lập cho các ngân hàng.
4	TT03/2023 Hoãn thi hành Khoản 11 Điều 4 Thông tư 16/2021, cho phép ngân hàng được quyền mua trái phiếu doanh nghiệp	Là một cách để các ngân hàng có thể thúc đẩy tăng trưởng cho vay qua việc mua TPDN, trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng còn yếu và thanh khoản tại ngân hàng đang dư thừa.	Một phần giúp tăng cầu trái phiếu, có lợi cho các ngân hàng hoạt động mạnh trên thị trường TPDN như TPB (9.2% tổng dư nợ), TCB (7.9%), MBB (7.7%), VPB (7.4%). Giúp gia tăng dư địa cho các NHTM tiến hành đảo nợ cho những trái chủ đạt đủ điều kiện và có khả năng trả nợ.
5	Dự thảo Thông tư sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 41/2016 quy định về việc quy định tỷ lệ an toàn vốn đối với ngân hàng	- Giữ nguyên hệ số rủi ro (HSRR) đối với các khoản vay kinh doanh BĐS là 200%. Tuy nhiên HSRR sẽ là 160% nếu như tài trợ dự án kinh doanh bất động sản khu công nghiệp. - Bổ sung quy định HSRR áp dụng cho khoản cho vay thế chấp nhà ở theo Tỷ lệ tài sản bảo đảm (LTV) và Tỷ lệ khả năng trả nợ (DSC) đối với khoản cho vay mua NOXH.	Các ngân hàng quốc doanh như VCB, CTG, BID sẽ được lợi nếu dự thảo này được chính thức thông qua. Có thể nói đây là một biện pháp giúp hỗ trợ đã tăng trưởng tín dụng của nhóm ngân hàng này, trong bối cảnh NIM sẽ giảm khá mạnh (trong điều kiện lãi suất đảo chiều, đã giảm lãi suất cho vay sẽ nhanh hơn lãi huy động do các NH quốc doanh vẫn đang tích cực giảm lãi vay hỗ trợ các doanh nghiệp vay vốn).
6	Nghị quyết 148/NQ-CP/2022	Thí điểm xử lý nợ xấu của các tổ chức tín dụng theo Nghị quyết số 42/2017/QH14	Đối tượng ảnh hưởng trực tiếp là các tổ chức mà Nhà nước sở hữu 100% do Chính phủ thành lập nhằm xử lý nợ xấu của các TCTD, Chi nhánh Ngân hàng nước ngoài và các cá nhân tổ chức có liên quan. Do đó, điều này có thể ảnh hưởng đến hoạt động xử lý nợ của các TCTD trong năm 2024, khiến áp lực trích lập gia tăng.
7	Nghị định 08/2023/NĐ-CP về việc sửa đổi, bổ sung và ngưng thi hành một số điều khoản của Nghị định 65/2022/NĐ-CP về việc chào bán, giao dịch TPDN riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán TPDN ra thị trường quốc tế	- Ngưng thi hành điều khoản xác định NĐT CK chuyên nghiệp theo NĐ65 bao gồm (i) giá trị danh mục ĐTCK đạt tối thiểu 2 tỷ đồng và nắm giữ tối thiểu 180 ngày liên tiếp trước ngày xác định NĐT CK chuyên nghiệp (ii) Việc xác định NĐT CK chuyên nghiệp chỉ có giá trị trong 03 tháng. - Ngưng thi hành điều khoản giảm thời gian phân phối, chào bán TPDN xuống 30 và 60 ngày. - Ngưng thi hành việc bắt buộc xếp hạng TPDN thuộc các TH buộc phải xếp hạng Có thể đàm phán với trái chủ gia hạn kỳ hạn TPDN thêm tối đa 02 năm	Các điều khoản ngưng thi hành sẽ hết hiệu lực vào ngày 31/12/2023 sẽ khiến cho hoạt động giao dịch TPDN vốn đã chậm lại đáng kể từ 2022 càng chậm hơn trong năm 2024 từ đó ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng tín dụng chung toàn ngành, đặc biệt đối với nhóm ngân hàng có tỷ trọng TPDN lớn trong cơ cấu cho vay như TCB, MBB, TPB, VPB.... Tuy nhiên, việc giữ nguyên quy định có thể đàm phán gia hạn thời hạn TPDN thêm tối đa 02 năm là một điểm cộng của chính sách.

Chiến lược đầu tư ngành Ngân hàng: ACB, TCB và STB

Tăng trưởng LNST 2024 khả quan

KQKD kém khả quan trong năm 2023 tạo ra một nền so sánh thấp cho tăng trưởng 2024. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ khả quan cùng với NIM được cải thiện nhờ môi trường lãi suất thấp được duy trì, LNST của hầu hết các ngân hàng đều được kỳ vọng khả quan. LNST của các ngân hàng MBS theo dõi dự báo sẽ tăng trưởng 25.1% svck trong 2024.

Hình 83: Bảng dự phóng các NHTM trong coverage của MBS Research

Các tiêu chí KQKD	<u>ACB</u>		<u>BID</u>		<u>CTG</u>		<u>HDB</u>		<u>MBB</u>		<u>OCB</u>	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
Tổng thu nhập HD	32,981	37,278	74,481	84,594	68,446	77,068	25,666	31,311	48,153	59,420	10,122	13,251
% svck	14.6%	13.0%	7.0%	13.6%	6.8%	12.6%	16.8%	22.0%	5.6%	23.4%	18.6%	30.9%
LN ròng	15,474	17,973	20,661	26,439	18,337	20,963	8,917	11,082	20,071	24,974	4,660	6,247
% svck	13.0%	16.1%	13.8%	28.0%	8.9%	14.3%	15.1%	24.3%	10.6%	24.4%	32.8%	34.1%
Tăng trưởng tín dụng	12.5%	14.0%	10.5%	11.5%	9.6%	13.1%	25.3%	22.8%	18.2%	21.4%	12.5%	15.8%
Tăng trưởng huy động	10.4%	12.1%	11.0%	12.1%	9.5%	15.4%	48.4%	14.2%	12.0%	24.3%	18.4%	12.2%
NIM	4.1%	4.3%	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%	4.9%	4.9%	5.3%	5.5%	3.9%	4.1%
CIR	36.5%	35.6%	33.0%	32.8%	27.0%	27.0%	38.5%	38.8%	31.0%	30.0%	32.5%	32.0%
NPL	1.1%	0.9%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	2.0%	1.9%	1.4%	1.1%	3.0%	2.7%
LLR	95.4%	112.0%	188.0%	206.0%	156.4%	153.5%	64.5%	69.7%	172.5%	208.8%	50.1%	60.6%
ROE	21.9%	20.3%	17.2%	18.1%	16.2%	16.4%	18.1%	18.4%	22.8%	22.9%	16.9%	18.9%
ROA	2.4%	2.4%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.6%	1.7%	2.6%	2.7%	2.2%	2.5%

Các tiêu chí KQKD	<u>STB</u>		<u>TCB</u>		<u>TPB</u>		<u>VCB</u>		<u>VIB</u>		<u>VPB</u>	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
Tổng thu nhập HD	27,893	33,533	38,163	48,881	16,349	18,574	70,155	81,165	21,555	24,546	54,074	74,247
% svck	6.7%	20.2%	2.0%	28.1%	4.7%	13.6%	3.0%	15.7%	19.4%	13.9%	6.4%	37.3%
LN ròng	7,082	12,279	16,988	21,353	5,875	6,618	31,482	39,075	8,501	10,716	12,656	17,772
% svck	40.5%	73.4%	-16.9%	25.7%	6.2%	12.6%	5.3%	24.1%	0.4%	26.1%	-25.2%	40.4%
Tăng trưởng tín dụng	9.9%	14.9%	16.3%	20.0%	9.5%	12.0%	7.5%	11.8%	9.9%	14.8%	24.6%	23.0%
Tăng trưởng huy động	7.8%	12.7%	14.9%	13.9%	0.1%	22.0%	13.8%	12.5%	10.7%	4.2%	25.1%	22.9%
NIM	3.4%	3.5%	4.1%	4.7%	3.7%	3.8%	3.0%	3.2%	4.8%	5.1%	6.2%	6.9%
CIR	43.0%	42.0%	35.0%	32.0%	40.2%	40.1%	31.4%	28.1%	29.5%	30.0%	28.5%	28.5%
NPL	2.2%	2.0%	1.4%	1.6%	2.7%	2.0%	1.2%	1.0%	2.9%	2.3%	5.8%	5.5%
LLR	75.2%	91.7%	98.4%	86.9%	49.8%	72.3%	200.2%	257.8%	41.4%	48.9%	65.3%	66.9%
ROE	16.9%	23.9%	14.1%	15.4%	17.2%	16.2%	18.8%	19.0%	24.4%	25.8%	10.9%	12.3%
ROA	1.2%	1.8%	2.3%	2.5%	1.7%	1.8%	0.6%	0.6%	2.4%	2.8%	1.8%	2.0%

ACB, TCB và STB được kỳ vọng sẽ có KQKD khả quan hơn so với ngành

Những rủi ro từ thị trường BDS cùng với nhu cầu vốn thấp của toàn nền kinh tế khiến tăng trưởng tín dụng toàn ngành suy giảm kéo theo chất lượng tài sản suy giảm khiến áp lực trích lập dự phòng cao trong 9T23. Điều này như một phép thử “liều mạnh” cho toàn ngành ngân hàng và theo quan điểm của chúng tôi, các NHTM vẫn đang thể hiện sức chịu đựng tốt trong bối cảnh vĩ mô biến động.

Tâm lý thận trọng của giới đầu tư đối với ngành Ngân hàng kéo dài cả năm 2023 do lo ngại các rủi ro chưa thể lường trước về việc suy giảm chất lượng tài sản cũng như KQKD kém khả quan. Chúng tôi cho rằng những lo ngại trên phần nào đã phản ánh lên BCTC của các ngân hàng 9T2023, do đó tâm lý thận trọng sẽ được gỡ bỏ trong năm 2024. Thay vào đó, mức định giá P/B = 1.2x hiện tại của toàn ngành sẽ là rất hấp dẫn cho việc tích lũy nhóm cổ phiếu “vua” trong dài hạn.

Chúng tôi ưa thích những ngân hàng có sự kết hợp giữa 2 yếu tố (1) tăng trưởng lợi nhuận khả quan và (2) định giá hấp dẫn. Tăng trưởng lợi nhuận có thể xuất phát từ (1) tăng trưởng tín dụng cao nhờ lợi thế trong một mảng cho vay nhất định (TCB, MBB, VPB,...); (2) tiết kiệm được một khoản chi phí trích lập lớn nhờ những nỗ lực trong quá khứ (STB); và (3) NIM phục hồi mạnh nhờ sở hữu lợi thế chi phí vốn thấp đến từ CASA (VCB, TCB, MBB,...). Chúng tôi cho rằng những ngân hàng có mức P/B thấp hơn trung bình ngành nhưng có tiềm năng tăng trưởng hoặc ROE cao (TCB, MBB, VIB, ACB...) sẽ hấp dẫn trong 12 tháng tới. Do đó STB, ACB và TCB là những lựa chọn của chúng tôi.

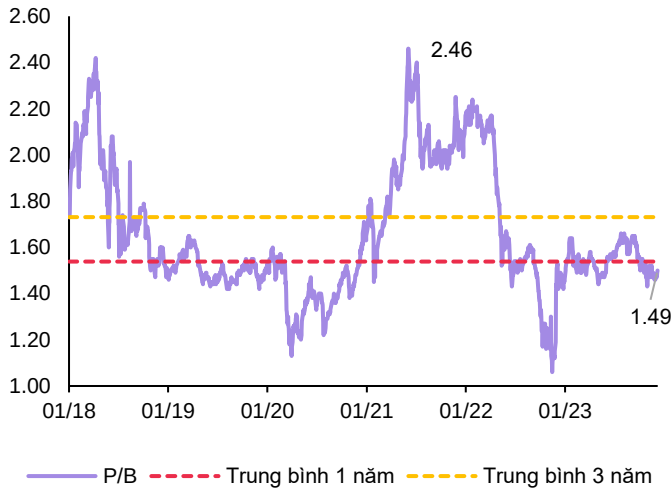
Cổ phiếu	Rating	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
ACB	MUA	29,000	LNST năm 2024 tăng 16%, dựa theo dự phóng: (1) Tăng trưởng tín dụng đạt 14% trong năm 2024; và (2) NIM cải thiện trong 2024 (+0.2% sv 2023) trong môi trường lãi suất huy động thấp. Chất lượng tài sản tốt; (1) một trong những NH có tỷ lệ NPL thấp nhất; (2) LLR giảm nhưng 98% nợ có bảo đảm (tính đến hết Q3/23) và (3) Dự nợ tái cơ cấu theo TT 02 không đáng kể. Hiện tại, ACB đang giao dịch ở mức định giá 1.2x lần P/B 2023; thấp hơn so với các NH có cùng quy mô. Với hiệu suất sinh lời (ROE 2023: 21.9% và ROA: 2.4%), ACB xứng đáng định giá ở mức 1.3x lần P/B, tương đương với mức định giá 29,000 VND/cp.
STB	MUA	32,650	LNST 2024 tăng trưởng đột biến 80.0% nhờ tiết kiệm khoảng 4 nghìn tỷ đồng chi phí trích lập dự phòng NIM tiếp đà gia tăng của năm 2023 đạt 3.5% (+20 điểm cơ bản) trong năm 2024. Tăng trưởng tín dụng được dự báo đạt 14.9% trong năm 2024. Con số này có thể lớn hơn nếu STB tái cơ cấu thành công.
TCB	MUA	36,600	Tăng trưởng tín dụng dự báo 2024 sẽ đạt 20% nhờ mảng cho vay BĐS phục hồi NIM được dự báo sẽ tăng 60 điểm cơ bản đạt 4.7% trong năm 2024, là một trong những ngân hàng có NIM tăng cao nhất nhờ CASA được duy trì trên 33%. Nợ xấu vẫn nằm trong nhóm thấp nhất toàn ngành. LNST giai đoạn 2024-2027 tăng trưởng kép hàng năm 15.0% P/B hiện tại đạt 0.8x, thấp nhất trong nhóm các NHTMCP có quy mô lớn. Chúng tôi kỳ vọng P/B hợp lý của TCB sẽ đạt 1.0x với khả năng sinh lợi và vị thế chất lượng tài sản của mình.

Hình 84: Bảng so sánh các ngân hàng theo dõi (Ngày 14/12/2023)

	Giá hiện tại (VND/cp)	Vốn hoá (tỷ đồng)	<u>P/E</u>		<u>P/B</u>		<u>ROE</u>		<u>ROA</u>	
			2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
BID	41,600	237,138	10.2x	8.0x	1.8x	1.4x	17.2%	18.1%	0.9%	1.0%
CTG	26,750	143,647	7.4x	6.9x	1.2x	1.1x	16.2%	16.4%	1.0%	1.1%
VCB	84,400	471,719	15.0x	12.1x	2.8x	2.3x	18.8%	19.0%	0.6%	0.6%
MBB	18,050	94,114	4.2x	3.4x	0.9x	0.7x	22.8%	22.9%	2.6%	2.7%
VPB	19,000	150,745	12.1x	9.2x	1.3x	1.0x	10.9%	12.3%	1.8%	2.0%
TCB	30,550	107,613	6.4x	5.1x	0.8x	0.7x	14.1%	15.4%	2.3%	2.5%
ACB	22,500	87,391	5.6x	4.9x	1.2x	1.0x	21.9%	20.3%	2.4%	2.4%
STB	27,100	51,089	7.2x	5.0x	1.1x	0.9x	16.9%	23.9%	1.2%	1.8%
HDB	18,900	54,669	6.2x	5.0x	1.1x	0.9x	18.1%	18.4%	1.6%	1.7%
VIB	18,900	47,946	5.2x	4.5x	1.3x	1.0x	24.4%	25.8%	2.4%	2.8%
OCB	13,550	27,843	4.0x	3.2x	0.6x	0.6x	16.9%	18.9%	2.2%	2.5%
TPB	16,900	37,208	6.3x	5.6x	1.1x	0.9x	17.2%	16.2%	1.7%	1.8%
Trung bình loại trừ SOEs			6.4x	5.1x	1.1x	0.9x	18.1%	19.4%	2.0%	2.3%
<i>Trung bình</i>			<i>7.5x</i>	<i>6.1x</i>	<i>1.3x</i>	<i>1.0x</i>	<i>17.9%</i>	<i>19.0%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.9%</i>

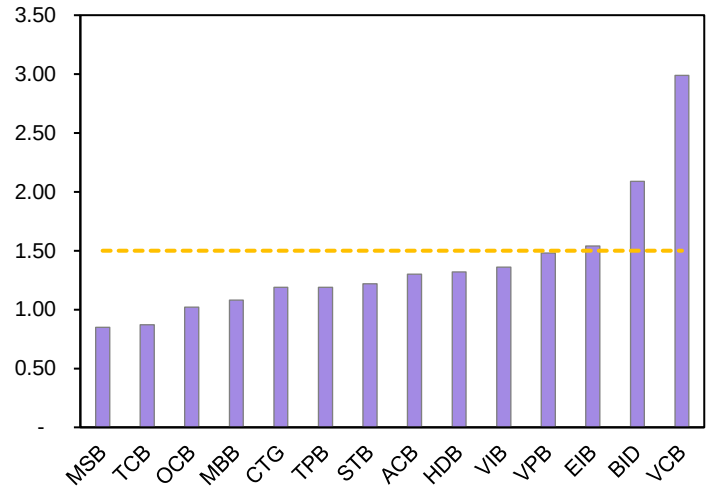
Nguồn: FiinproX, MBS Research

Hình 85: P/B toàn ngành thấp hơn mức trung bình 1 năm, 3 năm và mức đỉnh được thiết lập trong năm 2021



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 86: P/B hiện tại của các ngân hàng TM theo dõi hiện tại đều thấp hơn so với trung bình toàn ngành



Nguồn: FiinProX, MBS Research

NGÀNH BĐS DÂN CƯ: Tín hiệu tích cực xuất hiện

- Triển vọng ngành BĐS 2024 sẽ khả quan hơn trong bối cảnh lãi suất thấp, các nút thắt pháp lý được giải quyết và rủi ro thanh khoản bắt đầu giảm.
- Tái cấu trúc nguồn vốn, M&A và tập trung vào bất động sản trung cấp sẽ là những xu hướng chính của ngành trong 2024.
- NLG và HDG là cơ hội đầu tư cho giai đoạn phục hồi của thị trường BĐS

Triển vọng 2024 tươi sáng hơn tuy nhiên thách thức vẫn còn hiện hữu

Chúng tôi cho rằng triển vọng ngành BĐS sẽ tích cực hơn nhờ các yếu tố (1) mặt bằng lãi suất về mức thấp tác động tích cực đến nhu cầu mua BĐS, (2) luật Đất đai (sửa đổi) dự kiến thông qua góp phần giải quyết vướng mắc pháp lý, (3) rủi ro thanh khoản của các doanh nghiệp giảm khi thực hiện cơ cấu nợ vay. Tuy nhiên, vẫn còn những thách thức mà các doanh nghiệp BĐS phải đối mặt gồm các dự án bị đình trệ khiến nguồn cung giảm và khó khăn trong tiếp cận nguồn vốn ngân hàng.

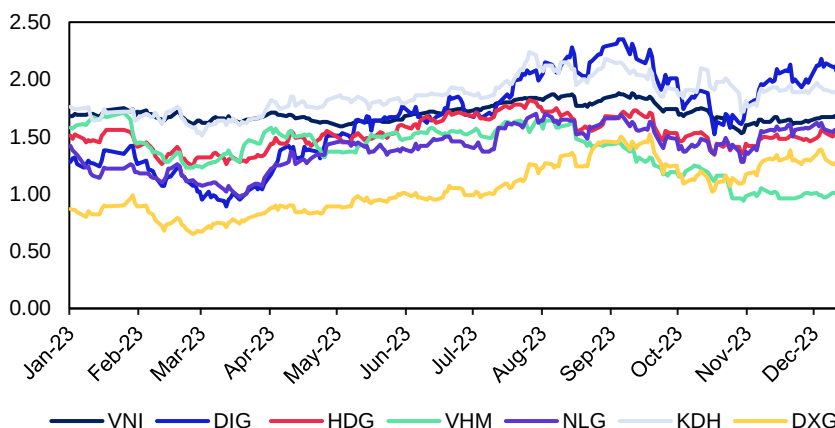
Các doanh nghiệp BĐS sẽ tập trung vào tái cấu trúc nguồn vốn và M&A bên cạnh việc tập trung phát triển bất động sản trung cấp trong 2024

Chúng tôi đánh giá hoạt động tái cấu trúc nguồn vốn sẽ diễn ra mạnh mẽ trong năm 2024 khi các doanh nghiệp cần cơ cấu để thực hiện dự án. Phát hành tăng vốn dự kiến là xu hướng huy động chủ yếu của DN trong 2024 do các ngân hàng đang thận trọng hơn khi cho vay BĐS. Hơn nữa, tình hình M&A dự án sẽ sôi động hơn nhờ (1) doanh nghiệp cần bán tài sản để tồn tại khi sức khỏe tài chính yếu đi và (2) hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp nước ngoài được đẩy mạnh trong bối cảnh chi phí vốn rẻ hơn. Phân khúc bất động sản trung cấp kì vọng là điểm sáng phục hồi trong năm 2024 khi những tín hiệu tích cực đã xuất hiện trong nửa cuối 2023. Thiếu hụt nguồn cung phân khúc trung cấp và lãi suất về mức thấp sẽ kích thích nhu cầu tại phân khúc này nhờ nhu cầu ở thực lớn.

Chúng tôi ưa thích NLG và HDG cho ngành bất động sản trong năm 2024

Chúng tôi khuyến nghị mua đối với NLG (Giá mục tiêu: 43,300 VNĐ/cp) và HDG (Giá mục tiêu: 34,800 VNĐ/cp) với những luận điểm như sau: (1) Được hưởng lợi trong chu kỳ phục hồi của ngành bất động sản nhờ phân khúc sản phẩm trung cấp đạt tỷ lệ hấp thụ cao và quỹ đất sạch lớn có thể triển khai trong giai đoạn 2024 – 2025. (2) Cơ cấu tài chính lành mạnh, tỷ lệ nợ vay/TTS thấp hơn mức trung bình ngành (3) Định giá rẻ so với quỹ đất và tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp.

Hình 87: P/B của VNI và các CP bất động sản



Nguồn: MBS Research tổng hợp

Chuyên viên phân tích



Lê Hải Thành

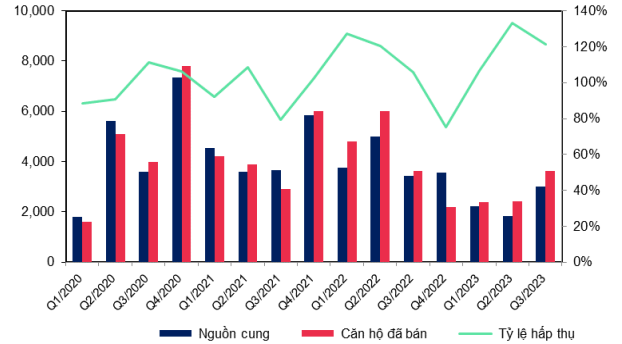
Thanh.Lehai@mbs.com.vn

Năm 2023: Một số tín hiệu tích cực bắt đầu xuất hiện trong bức tranh ảm đạm

Thị trường Hà Nội

Sau 9T/23, nguồn cung căn hộ giảm 42% svck, nguồn cung chủ yếu đến từ các KĐT lớn như Ocean Park và Smart City

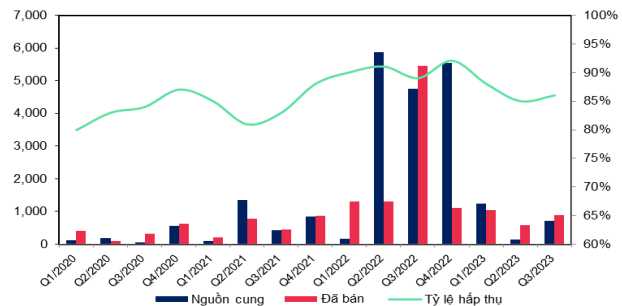
Theo CBRE, nguồn cung căn hộ sau 9T đạt 6,925 căn (-42% svck) trong đó chiếm đến 90% thuộc phân khúc cao cấp. Các dự án mở bán trong năm chủ yếu đến từ các phân khu tại KĐT lớn như Vinhomes Ocean Park và Smart City. Các vướng mắc pháp lý chưa được giải quyết như Xác định tiền sử dụng đất, chi phí bồi thường và GPMB kéo dài thời gian triển khai dự án và tác động tiêu cực đến nguồn cung. Bên cạnh đó, tỷ lệ hấp thụ ở mức cao trên 70% cho thấy nhu cầu ở thực đang duy trì ổn định.



Nguồn: CBRE, MBS Research

Nguồn cung sản phẩm thấp tầng giảm 81% svck, chủ yếu đến từ khu phía Bắc và phía Tây

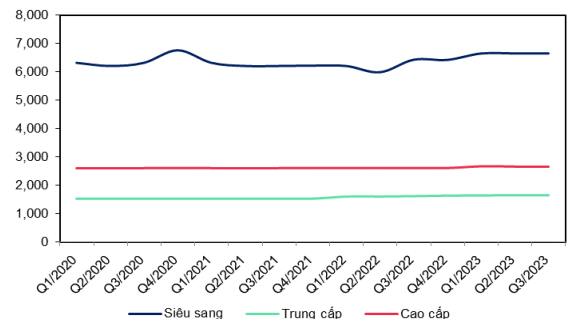
Nguồn cung biệt thự và liền kề đạt hơn 2,100 sản phẩm (-80% svck) chủ yếu đến từ các KĐT đã triển khai mở bán phân khu mới. Lượng cung chủ yếu đến từ phía Bắc và phía Tây Hà Nội đến từ đô thị Ocean Park 2 và Ocean Park 3. Về tỷ lệ hấp thụ, số căn bán mới đạt 2,580 (cao hơn nguồn cung mới cho thấy nhu cầu tiêu thụ ở mức ổn định).



Nguồn: CBRE, MBS Research

Giá bán căn hộ sơ cấp trung bình tăng 13% svck

Giá bán căn hộ sơ cấp trong năm 9T/23 đạt mức trung bình 2,050 USD/m² (khoảng 48tr/m²), tăng 13% svck do thiếu hụt nguồn cung dẫn đến các dự án mới có giá bán cao và nguồn cung từ phân khúc cao cấp chiếm tỷ lệ cao. Các phân khu mới mở bán tại Ocean Park và Smart City đều có giá bán cao hơn khoảng 8% so với các phân khu đã bàn giao trước đó.

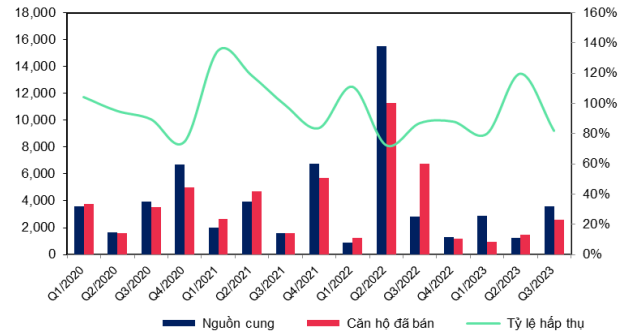


Nguồn: CBRE, MBS Research

Thị trường TP. Hồ Chí Minh

Nguồn cung căn hộ có dấu hiệu phục hồi trong Q3 chủ yếu đến từ khu phía Đông

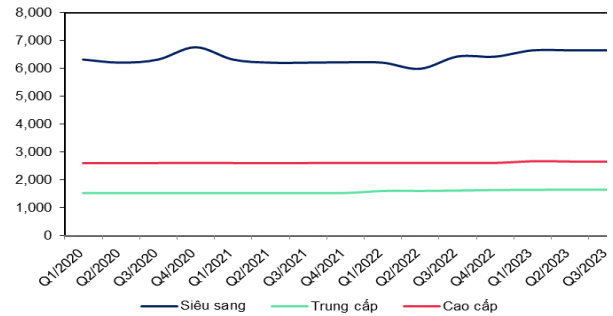
Theo CBRE, nguồn cung căn hộ đạt 7,750 căn (-60% svck) trong đó 60% nguồn cung đến từ dự án Glory Heights thuộc KĐT Vinhomes Grand Park. Bên cạnh đó, số ít sản phẩm thuộc dự án như Akari City, Bcons Polaris,... Tuy nhiên dấu hiệu phục hồi nguồn cung đến trong Q3 khi tăng 50% QoQ. Nguồn cung giảm tuy nhiên tỷ lệ hấp thụ đạt trên 80% cho thấy nhu cầu ở thực hiện hữu.



Nguồn: CBRE, MBS Research

Giá bán căn hộ sơ cấp trung bình tăng 5% svck

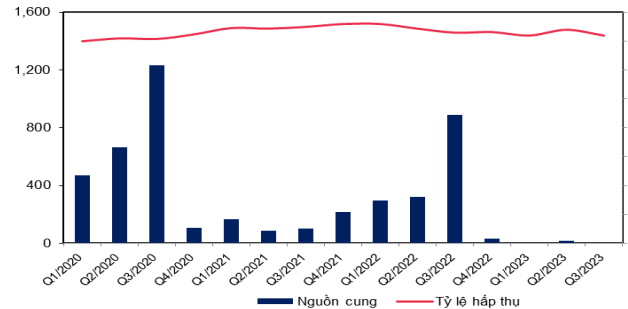
Giá bán sơ cấp căn hộ trung bình trong 9T/23 đạt 2,500 USD/m² (tương đương 59tr/m²). Giá bán ở mức cao do nguồn cung thiếu hụt trong khi nhu cầu hiện hữu khiến các dự án mở mới luôn có giá bán cao hơn 3% -4% so với dự án đã triển khai. Hơn nữa, tỷ lệ đóng góp của các dự án cao cấp đã tăng mạnh trong 2 năm gần đây lên mức trên 90%.



Nguồn: CBRE, MBS Research

Nguồn cung sản phẩm thấp tầng giảm mạnh svck

Nguồn cung BĐS liền thổ chỉ đạt 15 căn (giảm mạnh từ mức 10,700 căn cùng kì) đến từ dự án ở phía Đông. Chu kỳ suy giảm của thị trường BĐS tác động tiêu cực nhu cầu về các phân khúc có giá trị cao như liền kề và biệt thự. Giá bán giảm và vướng mắc trong thủ tục pháp lý khiến các chủ đầu tư không có kế hoạch triển khai dự án thấp tầng.



Nguồn: CBRE, MBS Research

Ở cả Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh, nguồn cung BĐS giảm mạnh do những nguyên nhân chính:

- Các vướng mắc trong cách xác định tiền sử dụng đất, tiền đền bù và GPMB dự án kéo dài thời gian phê duyệt Quy hoạch của dự án.
- Hoạt động thanh kiểm tra của các địa phương sau 1 số chủ đầu tư vi phạm pháp luật khiến quá trình quy hoạch lâu hơn.
- 1 số tỉnh, thành phố điều chỉnh lại Quy hoạch Tổng thể dẫn đến các dự án phải tạm ngưng để quy hoạch lại.
- Lãi suất trong nửa đầu năm vẫn cao trong khi sức khỏe tài chính của các DN BĐS suy giảm khiến cho khả năng tiếp cận vốn của các doanh nghiệp này bị hạn chế.

Trong bối cảnh nguồn cung giảm tuy nhiên một số dự án mở bán đạt tỷ lệ hấp thụ tốt cho thấy nhu cầu về các sản phẩm trung cấp hướng tới nhu cầu ở thực vẫn duy trì ở mức cao.

Hình 88: Các dự án mở bán năm 2023 và đạt tỷ lệ hấp thụ cao

Dự án	Vị trí	Tình trạng mở bán, tỷ lệ hấp thụ	Chính sách bán hàng
Glory Heights (KĐT Vinhomes Grand Park)	Phường Long Bình, Quận 9, TP. Thủ Đức Quy mô: 3,000 căn hộ	Đã mở bán vào Q3/23. Giá bán trung bình: 3.5 tỷ/căn Tỷ lệ hấp thụ: 80%	Ngân hàng hỗ trợ vay lên đến 70% giá trị căn hộ Hỗ trợ lãi suất trong 7 năm đầu trong khoảng 6% - 8%/năm Có thể nhận nhà khi thanh toán 30%
Akari City	Đường Võ Văn Kiệt, phường An Lạc, quận Bình Tân, TP. HCM Quy mô: 1,700 căn hộ	Đã mở bán trong Q3. Giá bán trung bình: 3 tỷ/căn Tỷ lệ hấp thụ: 70%	Ngân hàng hỗ trợ vay đến 75% giá trị căn hộ Ân hạn lãi và nợ gốc trong vòng 2 năm và hỗ trợ lãi suất 8% trong 18 tháng sau đó
Privia	Đường An Dương Vương, phường An Lạc, quận Bình Tân, TP.HCM Quy mô: 1,050 căn hộ	Đã mở bán vào giữa Q4. Giá bán trung bình: 3.5 tỷ/căn Tỷ lệ hấp thụ: 90%	Ngân hàng hỗ trợ vay tối đa 80% giá trị căn hộ Ân hạn lãi và nợ gốc trong vòng 2 năm Có thể nhận nhà khi hoàn tất thanh toán 30%
Bcons Polaris	Đường Lê Trọng Tấn, phường An Bình, TP. Dĩ An, Bình Dương Quy mô: 522 căn hộ	Đã mở bán từ đầu Q3. Giá bán trung bình 1.8 tỷ/căn Tỷ lệ hấp thụ: 70%	Ngân hàng hỗ trợ vay tối đa 80% giá trị căn hộ Ân hạn lãi và nợ gốc trong vòng 2 năm Lãi suất khoảng 7% - 10%/năm
Mizuki Park	Đường Nguyễn Văn Linh, phường Bình Hưng, quận Bình Chánh, TP.HCM Quy mô: 350 căn hộ	Đã mở bán vào Q3. Giá bán trung bình: 2.8 tỷ/căn Tỷ lệ hấp thụ: 70%	Ngân hàng hỗ trợ vay tối đa 65% giá trị căn hộ Ân hạn lãi và nợ gốc trong vòng 2 năm và hỗ trợ lãi suất 6%/năm trong 2 năm sau đó. Có thể nhận nhà khi hoàn tất thanh toán 30%.

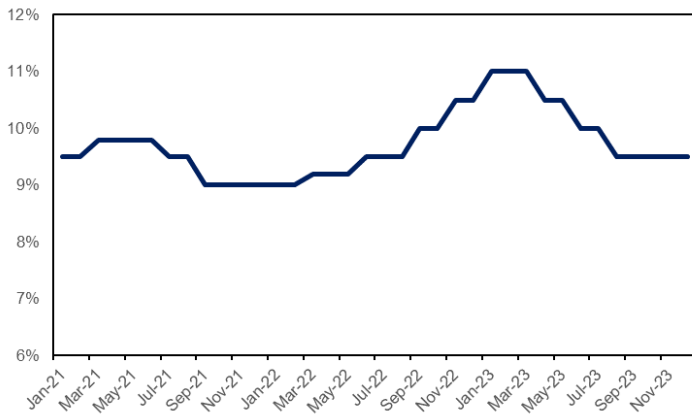
Nguồn: MBS Research.

Triển vọng cho ngành BĐS trong năm 2024

Lãi suất đã về mức hấp dẫn để có thể kích thích phát triển thị trường

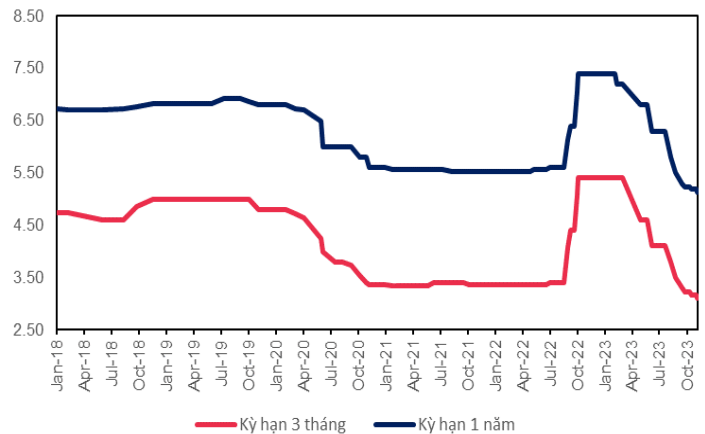
Kể từ đầu năm 2023, Ngân hàng Nhà Nước đã 4 lần giảm lãi suất điều hành và lãi suất tài cấp vốn hiện nay đã về mức 4.5% (thấp hơn so với mức trong thời điểm Covid 2020). Nhờ đó, lãi suất cho vay hiện nay dao động quanh mức 9% - 11% (giảm từ mức 12% - 13% thời điểm nửa sau 2022).

Hình 89: Lãi suất cho vay trung dài hạn



Nguồn: MBS Research

Hình 90: LS huy động (Đơn vị: %/năm)



Nguồn: Finpro, MBS Research

Lãi suất giảm là yếu tố sẽ tác động tích cực đến cả cung lẫn cầu trên thị trường bất động sản:

- Lãi suất ở mức thấp tác động tích cực đến khả năng tiếp cận vốn của các DN bất động sản nhằm triển khai các dự án mới. Nhờ áp lực tài chính giảm bớt, các chủ đầu tư có thể rút ngắn thời gian triển khai dự án và nâng cao nguồn cung cho thị trường.
- Lãi suất cho vay hợp lý tạo điều kiện thuận lợi để mua nhà trong bối cảnh các chủ đầu tư và ngân hàng tăng cường ưu đãi trong chính sách bán hàng.

Kỳ vọng vướng mắc về pháp lý sẽ dần được giải quyết

Vào cuối năm 2023, Chính phủ đã chính thức thông qua Luật Nhà Ở và Luật Kinh doanh Bất động sản sửa đổi với mục tiêu quy định rõ ràng hơn về pháp lý của các loại hình BĐS (đặc biệt là BĐS nghỉ dưỡng) và thắt chặt 1 số điều khoản trong giao dịch BĐS. Chúng tôi đánh giá với những điều khoản thắt chặt trong quy định và triển khai dự án sẽ khiến các chủ đầu tư phải có nền tảng tài chính vững vàng do luật mới sẽ giảm khả năng chiếm dụng vốn của các DN BĐS. Các DN có nền tảng tài chính vững vàng, triển khai dự án bài bản và không có áp lực nợ vay lớn như Vinhomes, Nam Long hay Khang Điền sẽ có lợi thế.

Hình 91: Các điểm mới nổi bật trong Luật Kinh doanh BĐS (sửa đổi) và Luật Nhà Ở (sửa đổi)

Luật Kinh doanh BĐS (sửa đổi)	Luật Nhà Ở (sửa đổi)
Quy định trong giao dịch BĐS: - Đặt cọc dự án không quá 5% tổng giá trị khi thực hiện mua bán. Giảm số tiền thanh toán trước khi mua nhà. Lần đầu thanh toán không quá 30% giá trị hợp đồng (bao gồm tiền đặt cọc). Giảm tỷ lệ thanh toán khi mua nhà đang triển khai xuống 50% (thay vì 70% hiện nay) Công khai về thông tin dự án khi mở bán. DN phải công bố thông tin dự án như: Quyết định giao đất, Quy hoạch chi tiết,...	Quy định về triển khai NOXH Quy định cụ thể hơn về việc Xây dựng Nhà ở Xã Hội (NOXH) trong các dự án thương mại. Các chủ đầu tư có thể dành 1 phần diện tích bên trong hoặc ngoài dự án đã đầu tư cơ sở hạ để triển khai NOXH. Bên cạnh đó, có thể đóng tiền tương đương giá trị quỹ đất đã đầu tư xây dựng hệ thống hạ tầng kỹ thuật để xây dựng NOXH. Quy định này tạo điều kiện cho các CĐT linh hoạt hơn trong triển khai XD. Ưu đãi cho các CĐT NOXH: Các CĐT được miễn Tiền sử dụng Đất, thuê đất với toàn bộ dự án khi triển khai dự án NOXH trong đó. Biên lợi nhuận của dự án NOXH. CĐT được hưởng LN định mức 10% và dành tối đa 20% dự án để xây dựng công trình kinh doanh dịch vụ Mở rộng đối tượng mua NOXH. Bên cạnh cho người có thu nhập thấp, học sinh, sinh viên có thể được mua.
Luật hóa quy định về mua bán BĐS du lịch, Nghỉ dưỡng. Sửa đổi sử dụng mẫu Hợp đồng mua bán và thay đổi 1 số khái niệm trong kinh doanh BĐS du lịch.	Không quy định sở hữu chung cư có thời hạn. Chỉ quy định thời gian sử dụng nhà chung cư đáp ứng đúng nhu cầu của chủ sở hữu.
	Quy định thêm về cơ chế ưu đãi để thực hiện cải tạo chung cư cũ. Trong đó, cơ chế ưu đãi là miễn tiền sử dụng đất trong khi cải tạo.

Nguồn: MBS Research.

Hơn nữa, trong năm 2024, Luật Đất đai được kỳ vọng sẽ được đưa ra ở kỳ họp Quốc hội bất thường và thông qua với những quy định cụ thể về xác định tiền sử dụng đất, nguồn gốc đất để triển khai các dự án thương mại và Quy hoạch các dự án mới. Từ đó, có thể rút ngắn thời gian, thủ tục pháp lý triển khai dự án và cải thiện nguồn cung cho thị trường.

Hình 92 : Các điểm mới trong dự thảo Luật Đất đai

Điều khoản, quy định	Nội dung chính	Tác động đến nguồn cung BĐS
Điều 158	- Sửa đổi Quy định, phương pháp định giá đất: - Đề xuất bỏ khung giá đất, chuyển sang xác định giá đất theo giá thị trường.	Tháo gỡ nút thắt về cách xác định tiền sử dụng đất, giúp các DN nhanh chóng triển khai dự án và gia tăng nguồn cung cho thị trường
Điều 78,108 và 109	Quy định rõ ràng hơn về cơ chế bồi thường, hỗ trợ và thu hồi đất trong các trường hợp sau: - Hỗ trợ giá đình khi thu hồi đất nông nghiệp - Thu hồi đất để xây dựng dự án nhà ở thương mại	- Hoàn thiện cơ chế nhằm xác định rõ quy trình bồi thường và GPMB khi triển khai dự án - Góp phần tháo gỡ vướng mắc về nguồn cung cho thị trường.
Điều 124	Tăng thêm khoản phải thu từ đất như: - Tiền sử dụng đất, thuế đất tăng thêm đối với cá dự án chậm tiến độ, không đưa đất sử dụng - Quy định về thời điểm tính thu tiền sử dụng đất, tiền thuê đất trường hợp có điều chỉnh quy hoạch	Có hình thức xử phạt tài chính đối với các chủ đầu tư gây lãng phí đất khi không triển khai dự án
Điều 31	Tổ chức kinh tế đang được Nhà nước cho thuê trả tiền 1 lần có thể chuyển sang trả tiền hàng năm	Tạo điều kiện linh hoạt nhằm hỗ trợ cho các DN có nhiều lựa chọn trong việc triển khai dự án

Nguồn: MBS Research.

Các chính sách hỗ trợ thị trường trái phiếu hỗ trợ thanh khoản cho DN

Bên cạnh Luật Kinh doanh Bất động sản và Luật Nhà ở, Chính phủ đã thông qua 1 số Nghị định nhằm hỗ trợ thị trường trái phiếu và giảm bớt áp lực thanh khoản cho các DN.

Hình 93: Các Nghị định, Thông tư hỗ trợ thị trường BĐS

STT	Chính sách ban hành	Ngày hiệu lực	Điểm nổi bật	Đánh giá tác động
1	Nghị định 08/2023/NĐ - CP	05/03/2023	- Tạo điều kiện pháp lý gia hạn trả nợ gốc trái phiếu lên đến 2 năm. - Cho phép các tổ chức phát hành trả nợ bằng tài sản khác. - Tạm hoãn 1 số quy định xác định NDT chuyên nghiệp, thời hạn phát hành.	- Hỗ trợ phương án trả nợ cho các doanh nghiệp mất thanh khoản - Tạo điều kiện pháp lý, thời gian cho doanh nghiệp trả nợ - Nới lỏng một số quy định để tiếp tục pháp hành.
2	Nghị định 33/NĐ - CP	11/03/2023	- Yêu cầu ban hành Nghị định sửa đổi bổ sung trong Luật Đất Đai, Luật Đầu Tư - Yêu cầu Bộ Xây dựng kết hợp với NHNN triển khai gói Tín dụng 120,000 tỷ đồng cho NOXH.	- Tạo điều kiện giải quyết vướng mắc trong pháp lý của dự án. - Tập trung phát triển NOXH.
3	Nghị định 10/2023/NĐ - CP	20/05/2023	- Cấp sổ hồng cho sản phẩm BĐS nghỉ dưỡng. - Tháo gỡ vướng mắc giao đất, cho thuê đất khi chọn nhà đầu tư theo phương thức đấu thầu.	- Tạo cơ sở pháp lý cho BĐS du lịch. - Xác định cơ chế giao, cho thuê đất trong trường hợp chỉ có một chủ đầu tư đủ điều kiện.
4	Thông tư 02/2023/TT - NHNN	23/04/2023	- Cơ cấu lại thời hạn trả gốc và lãi vay nhưng không quá 12 tháng so với ngày đáo hạn. - Giữ nguyên nhóm nợ đối với các khoản vay được cơ cấu thời hạn trả nợ và trích lập dự phòng bổ sung theo quy định.	- Tạo điều kiện cho các DN thanh toán gốc và lãi vay trong bối cảnh thị trường BĐS đóng băng - DN có thể tiếp cận thêm nguồn vốn với lãi suất hợp lý.

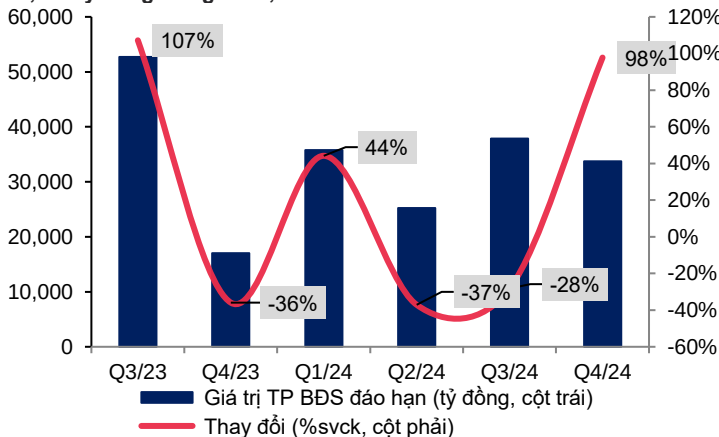
Nguồn: MBS Research.

Hiện tại, đang có 1 số đề xuất về việc gia hạn Nghị định 08 đến hết năm 2024 trong bối cảnh năm tới là đỉnh điểm đáo hạn của trái phiếu BĐS. Chúng tôi đánh giá, nếu đề xuất này được thông qua sẽ mang lại tác động tích cực đến các chủ đầu tư khi giảm bớt áp lực thanh khoản và tạo điều kiện phát triển cho thị trường trái phiếu.

Rủi ro thanh khoản đang được giảm bớt do DN chủ động mua lại trước hạn TPDN

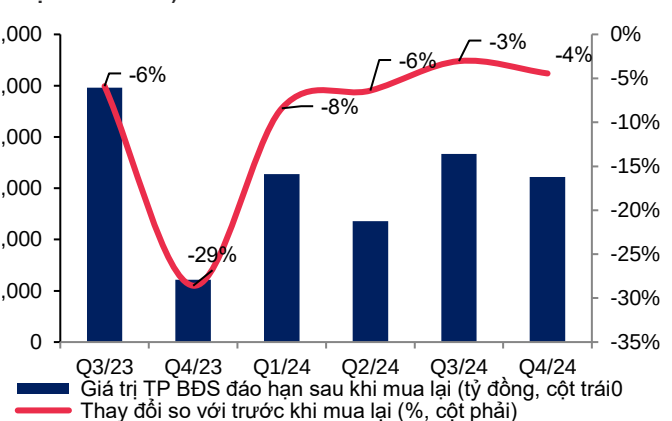
Chúng tôi ước tính giá trị trái phiếu BĐS đáo hạn trong Q4/23 và năm 2024 lần lượt là 12,172 tỷ đồng và 125,305 tỷ đồng, giảm 29% và 5% so với trước khi mua lại. Hoạt động mua lại trái phiếu BĐS có dấu hiệu chững lại, giá trị trái phiếu BĐS mua lại trong T10/23 đạt 1,577 tỷ đồng, giảm 42% so với T9/23.

Hình 94: Các DN phát triển BĐS đã mua lại lượng trái phiếu giá trị 23,489 tỷ đồng trong 9T23,....



Nguồn: MBS Research

Hình 95: giúp lượng TPDN đáo hạn trong Q4/2023 và 2024 giảm lần lượt 29% và 5%)



Nguồn: FiinPro, MBS Research

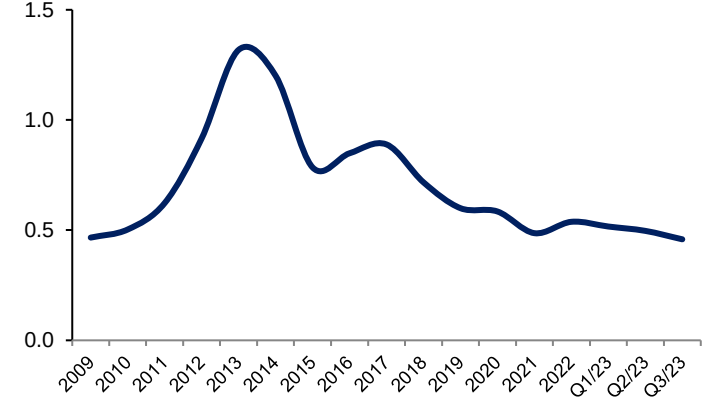
Hơn nữa, quy mô nợ vay tính đến hết Q3/23 giảm 2.7% so với hồi đầu năm. Cơ cấu nợ vay có sự dịch chuyển sang nợ ngắn hạn do thị trường kém tích cực khiến 1 số chủ đầu tư tạm hoãn triển khai các dự án dài hạn, từ đó nhu cầu vốn giảm. Tổng nợ vay/VCSH ở mức 0.46 lần, thấp nhất trong giai đoạn 2009-23.

Hình 96: Nợ ngắn hạn/tổng nợ vay và nợ dài hạn/tổng nợ vay



Nguồn: MBS Research

Hình 97: Tổng nợ vay/VCSH



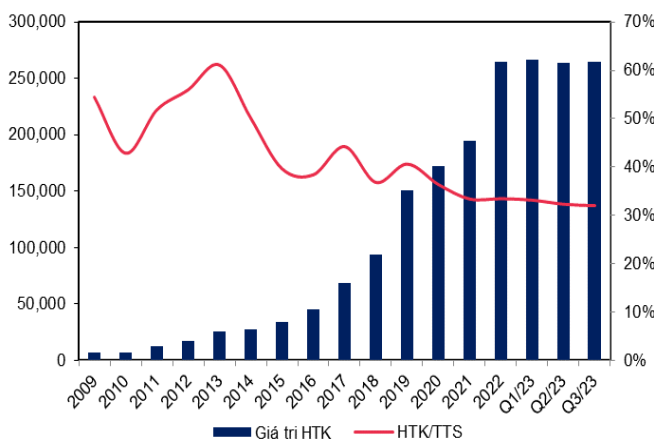
Nguồn: FiinPro, MBS Research

Tuy nhiên vẫn còn những thách thức cho các DN bất động sản

Các dự án bị đình trệ, nguồn cung giảm

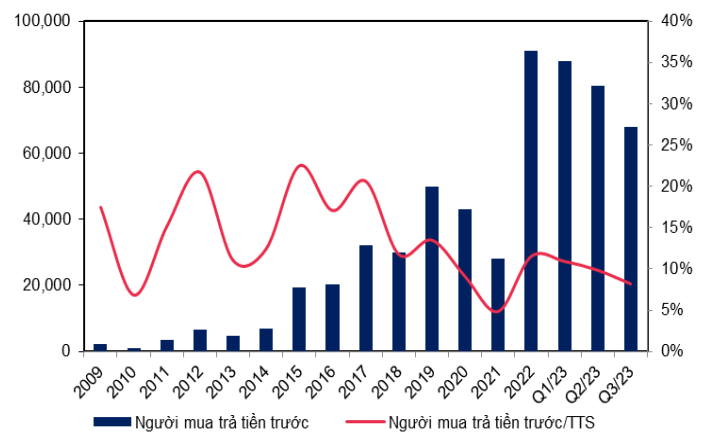
Tỷ trọng hàng tồn kho và người mua trả tiền trước trên TTS cũng đang trong xu hướng giảm do thị trường BĐS ảm đạm. Giá trị hàng tồn kho cuối Q3/23 đạt 453,4 nghìn tỷ đồng gần như không có thay đổi so với đầu năm cho thấy các dự án BĐS đang tạm dừng triển khai. Điều này sẽ tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh và nguồn vốn của doanh nghiệp bị “đóng băng” tại các dự án dở dang. Hơn nữa, người mua trả tiền trước 138.9 tỷ đồng (-5% svck) cho thấy các DN vẫn còn gặp khó khăn trong mở bán sản phẩm.

Hình 98: Tỷ lệ hàng tồn kho/tổng tài sản đạt 32%, giảm nhẹ so với đầu năm



Nguồn: MBS Research

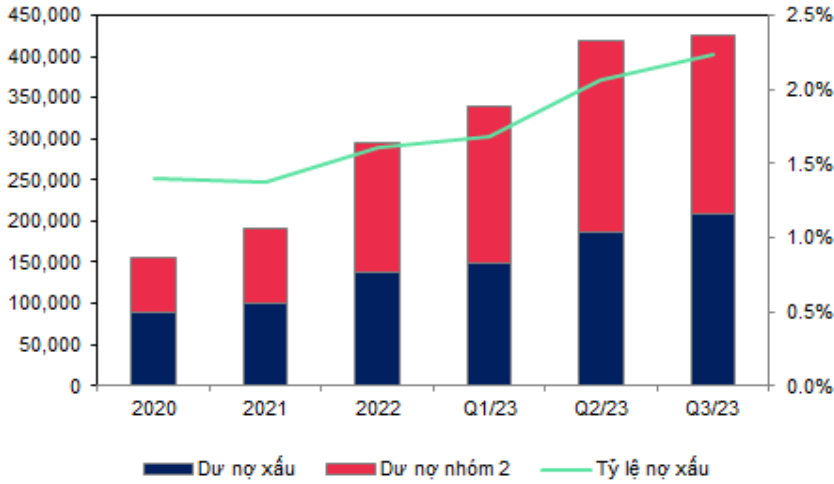
Hình 99: Người mua trả tiền trước/TTS giảm xuống 8.2% do tổng giá trị người mua trả tiền trước giảm mạnh 25.4% so với đầu năm



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Khả năng tiếp cận vốn ngân hàng vẫn còn khó khăn

Hình 100: Tỷ lệ nợ xấu ở các ngân hàng có dấu hiệu tăng



Nguồn: MBS Research

Trong bối cảnh thị trường đóng băng, các chủ đầu tư không thể mở bán dự án để duy trì dòng tiền dẫn tới mất khả năng trả nợ. Tỷ lệ NPL của các ngân hàng tăng lên mức 2.3% (so với khoảng 1.7% hồi đầu năm) và phần lớn đến từ các khoản vay bất động sản. Trong bối cảnh nợ xấu tăng, các ngân hàng có xu hướng thận trọng hơn khi giải ngân từ đó gây khó khăn trong việc tiếp cận vốn cho các DN bất động sản.

Xu hướng phát triển của ngành BĐS trong năm 2024

Chúng tôi cho rằng các hoạt động tái cấu trúc nguồn vốn và M&A dự án BĐS sẽ sôi động trong năm 2024

Để vượt qua khó khăn về tiếp cận vốn vay ngân hàng, một số DN BĐS niêm yết đã lên kế hoạch huy động vốn trên sàn:

Hình 101: Các DN phát hành tăng vốn trong năm 2023 và có kế hoạch tăng vốn sắp tới

Tên doanh nghiệp	Phương thức phát hành	Số vốn tăng lên
CTCP Tập đoàn CEO (CEO)	Phát hành cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 1:1 giá 10,000 đ/cp	Tăng 67% VCSH lên mức 6,350 tỷ đồng
CTCP Tập đoàn Novaland (NVL)	Phát hành riêng lẻ 200tr cổ phiếu và cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 10:6 giá 10,000 đ/cp	Dự kiến tăng 30% VCSH lên mức 56,900 tỷ đồng
CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)	Phát hành cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 6:1 giá 12,000 đ/cp	Dự kiến tăng 10% VCSH lên mức 15,500 tỷ đồng
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt (PDR)	Phát hành riêng lẻ 134tr cổ phiếu giá 10,000 đ/cp	Dự kiến tăng 8% VCSH lên mức 9,300 tỷ đồng.
CTCP Địa ốc Hoàng Quân	Phát hành riêng lẻ 100tr cp giá 10,000 đ/cp	Dự kiến tăng 20% VCSH lên mức 9,500 tỷ đồng.

Nguồn: MBS Research.

Chúng tôi cho rằng đây cũng sẽ là xu hướng huy động vốn của các công ty bất động sản trong năm 2024 vì trong bối cảnh nợ xấu tăng mạnh, các ngân hàng sẽ thận trọng hơn trong quá trình cho vay bất động sản. Hơn nữa, sang năm 2024, triển vọng hồi phục của TTCK trở nên rõ nét với kì vọng các Ngân hàng TW thế giới hạ lãi suất, phát hành cổ phiếu tiếp tục là phương thức huy động vốn chiến lược của 1 số DN.

Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng hoạt động M&A các dự án bất động sản cũng sẽ trở nên sôi động trong năm 2024 bởi:

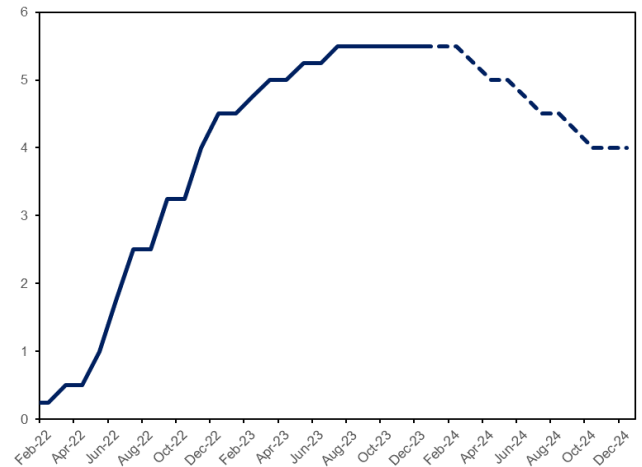
- Sức khỏe tài chính của nhiều doanh nghiệp bất động sản đang yếu đi, do đó việc bán dự án là cần thiết để có thể duy trì hoạt động và phát triển.
- Lãi suất điều hành của Mỹ dự báo giảm 4 lần về mức 4.25% trong năm 2024. Điều này sẽ củng cố nguồn tín dụng cho các tổ chức nước ngoài muốn mua lại các dự án BĐS ở Việt Nam, bên cạnh đó, lãi suất phi rủi ro ở thị trường quốc tế thấp hơn cũng sẽ làm tăng định giá của các dự án bất động sản Việt Nam đối với các tổ chức quốc tế, từ đó có thể khiến cung cầu gặp nhau và hoạt động M&A trở nên sôi động hơn.

Hình 102: Các thương vụ M&A lớn trong 2023

Dự án	Chủ đầu tư	Đối tác	Giá trị
Khu Nhà ở Tâm Lực (3.7 ha tại TP.Thủ Đức)	CTCP Bất động sản Tâm Lực	Gamuda	315.8 triệu USD
Emeria (6ha) Clarita (5.8 ha) (Tại TP.Thủ Đức)	Khang Điền	Keppel Land	150 triệu USD
Dự án Chung cư 24 tầng (tại Quận 8, TP.HCM)	CTCP Thuận Thành	SkyWorld Development Berhad (Malaysia)	50.4 triệu USD
KĐT mới thuộc Khu Nhà ở phức hợp Tân Thành, Bình Dương (18.9 ha)	Becamex IDC	Capital Land	N/A
Phân khu thuộc dự án Vinhomes Smart City (5.6 ha gồm 4,000 căn)	Công ty Ánh Sao	Capital Land	N/A

Nguồn: MBS Research

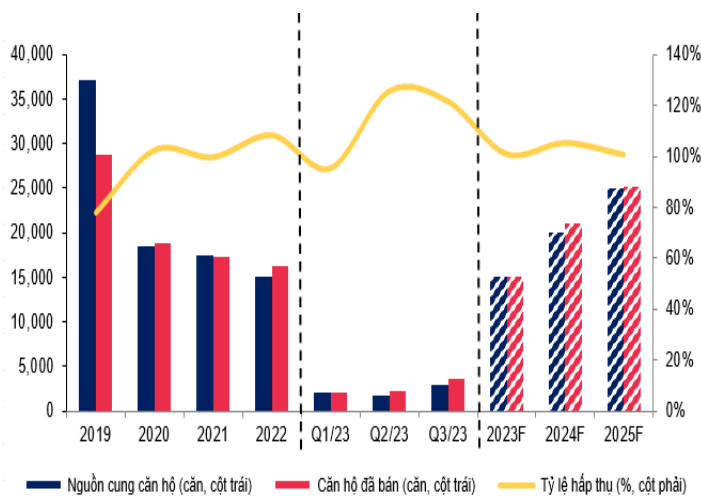
Hình 103: FED dự kiến có 4 lần hạ lãi suất trong 2024 (Đơn vị: %/ năm)



Nguồn: MBS Research

Ở Hà Nội, điểm nhấn 2024 đến từ BĐS khu vực phía Tây

Hình 104: Nguồn cung tại HN



Nguồn: MBS Research

Hình 105: Các dự án mở bán trong năm 2024 tại HN và khu vực phía Bắc

Dự án	Quy mô	Phân khúc, giá bán dự kiến
Canopy Residences (KĐT Smart City)	1,600 căn hộ CĐT: Vinhomes và Quỹ Đầu tư Singapore (GIC)	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 50 triệu/m ²
An Lạc Symphony (Hoài Đức)	495 căn hộ CĐT: CTCP An Lạc – Hà Đô	Phân khúc: Trung cấp Giá bán: 40 triệu/m ²
BRG Lê Văn Lương	662 căn hộ CĐT: Tập đoàn BRG	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 60 triệu/m ²
Hado Charm Villa (Hoài Đức)	100 căn liền kề và biệt thự CĐT: CTCP Tập đoàn Hà Đô	Phân khúc: Trung cấp Giá bán: 130 triệu/m ²
KĐT Bãi Muối (Hạ Long)	100 đất nền và 100 căn liền kề CĐT: CTCP Nhà Từ Liêm	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 70 triệu/m ²
Terra Bắc Giang	100 căn thấp tầng và 400 căn chung cư CĐT: CTCP Văn Phú - Invest	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 60 triệu/m ²

Nguồn: MBS Research

Theo thống kê của CBRE, nguồn cung tại HN dự kiến tăng trưởng 40% svck. Nguồn cung căn hộ dự kiến vẫn đến từ khu phía Tây chủ yếu thuộc các phân khu dự án KĐT Smart City. Bên cạnh nguồn cung từ các KĐT lớn, 1 số dự án đơn lẻ dự kiến mở bán vào 2024 như An Lạc, Hoàng Thành Pearl,... Trong bối cảnh, quỹ đất khu vực trung tâm còn lại rất ít, khu phía Tây đang trở thành khu

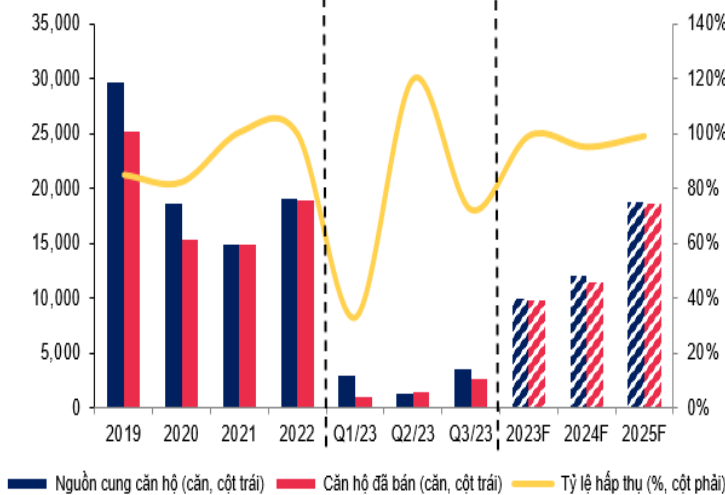
vực có nguồn cung chủ yếu tại Hà Nội. Hạ tầng giao thông kết nối với khu vực trung tâm phát triển giúp các dự án đạt tỷ lệ hấp thụ cao và giá bán cải thiện. Theo thống kê của batdongsan.com.vn, giá bán căn hộ khu vực này đã tăng 8% svck trong năm 2023.

Căn hộ dự kiến tiếp tục là điểm sáng phục hồi tại thị trường bất động sản Hà Nội nhờ nhu cầu ở mức cao. Hơn nữa, mặt bằng lãi suất ở mức thấp tạo điều kiện cho các CĐT đưa ra chính sách bán hàng hợp lý nhằm kích thích nhu cầu mua nhà. Vì thế, chúng tôi đánh giá phân khúc căn hộ khu Phía Tây tiếp tục dẫn dắt đà hồi phục của thị trường bất động sản HN nhờ nguồn cung cải thiện và hạ tầng thuận lợi.

Ở Tp. Hồ Chí Minh và vùng lân cận, phân khúc trung cấp là điểm sáng, theo sau là phân khúc liền kề sẽ có tín hiệu phục hồi từ cuối năm 2024

Trong giai đoạn tăng trưởng 2017 – nửa đầu 2022 của thị trường bất động sản, các CĐT tập trung triển khai các dự án cao cấp dẫn tới nguồn cung phân khúc trung cấp thiếu hụt. Hiện nay, căn hộ cao cấp chiếm tới trên 90% tổng nguồn cung tại HCM. Nhờ nguồn cung thiếu hụt và nhu cầu hiện hữu, chúng tôi đánh giá căn hộ trung cấp (giá bán khoảng 50tr/m²) phù hợp với nhu cầu ở thực sẽ là điểm sáng phục hồi trong năm 2024. Theo thống kê của CBRE, nguồn cung tại TP.HCM dự kiến tăng trưởng 30% svck, chủ yếu đến từ phân khúc cao cấp trong bối cảnh các chủ đầu tư đã tự tin mở bán các dự án thời điểm cuối năm 2023 và đạt được thành công như Privia (KDH), Glory Heights (Masterise) và Akari (NLG) (đều đạt tỷ lệ hấp thụ cao trên 70%). Giá bán sẽ có thể tăng khoảng 8% svck nhờ nguồn cung thiếu hụt và nhu cầu hiện hữu.

Hình 106: Nguồn cung tại HCM



Nguồn: CBRE, MBS Research

Chúng tôi cho rằng khu vực phía Đông sẽ là tâm điểm thu hút sự chú ý của thị trường BĐS Tp. Hồ Chí Minh nhờ nguồn cung và hạ tầng cải thiện. Nguồn cung trong giai đoạn 2024 – 2025 sẽ tập trung chủ yếu tại TP Thủ Đức với các dự án căn hộ cao cấp của CĐT lớn như Materise hay Vinhomes. Hơn nữa, hạ tầng giao thông đang được nâng cấp với các dự án lớn như đường Song Hành cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây, nút giao thông An Phú sẽ tác động tích cực đến giá bất động sản khu vực này.

Đến cuối 2024, chúng tôi cho rằng lãi suất ở mức thấp và tín hiệu hồi phục từ phân khúc chung cư sẽ tác động tích cực tới nhu cầu các sản phẩm có giá trị cao như liền kề hay biệt thự. Theo đánh giá của chúng tôi, giá chung cư đang ở

Hình 107: Nguồn cung tại TP.HCM và khu vực phía Nam

Dự án	Quy mô	Phân khúc, giá bán dự kiến
Grand Marina (Quận 1)	10 ha với 4,000 căn hộ CĐT: Materise Homes	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 150 triệu/m ²
Masteri Centre Point và Lumiere Boulevard (TP. Thủ Đức)	7 ha với 5,000 căn hộ CĐT: Materise Homes	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 100 triệu/m ²
Skypark Atria Saigon (TP. Thủ Đức)	360 căn hộ CĐT: CTCP Bách Lộc	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 110 triệu/m ²
Riverdale (TP. Thủ Đức)	2,000 căn hộ CĐT: Công ty Điện Phúc Thành	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 100 triệu/m ²
Biên Hòa Universe Complex (Đồng Nai)	1,200 căn hộ CĐT: Tập đoàn Hưng Thịnh	Phân khúc: Trung cấp Giá bán: 25 triệu/m ²
Symlife Thuận An (TP. Thuận An, Bình Dương)	660 căn hộ CĐT: Công ty Nam Hiệp Thành	Phân khúc: Trung cấp Giá bán: 35 triệu/m ²

Nguồn: batdongsan.com.vn, MBS Research

mức cao trong khi các sản phẩm thấp tăng về mức hợp lý có thể tạo ra xu hướng nhà đầu tư chốt lời phân khúc căn hộ và tìm đến các sản phẩm thấp tầng như liền kề và biệt thự. Nhờ đó, theo đánh giá của chúng tôi, phân khúc liền kề sẽ có tín hiệu hồi phục rõ nét hơn kể từ cuối 2024.

Chiến lược đầu tư ngành BĐS dân cư: NLG và HDG

Dự phóng KQKD các doanh nghiệp bất động sản

Hình 108: Dự phóng KQKD của các DN ngành BĐS

Tỷ đồng	KDH			NLG		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Doanh thu	2,714	3,716	3,682	4,001	5,507	4,959
% svck	-6.8%	36.9%	-0.9%	-7.8%	37.6%	-10.0%
LN gộp	1,655	1,985	1,715	1,616	2,304	2,115
Biên LN gộp (%)	61.0%	53.4%	46.6%	40.4%	41.8%	42.6%
EBITDA	1,196	1,667	1,253	1,087	1,325	1,239
Biên EBITDA (%)	44.1%	44.9%	34.0%	27.2%	24.1%	25.0%
LN ròng	871	1,310	975	658	820	779
% svck	-19.3%	50.3%	-25.5%	18.4%	24.5%	-4.9%
EPS (đ/cp)	1,106	1,510	1,023	1,715	1,765	1,678
BVPS (đ/cp)	15,827	15,956	15,581	25,006	27,032	26,532
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	59.2	-145.4	667.7	4,394	5,130	7,281
Nợ/VCSH	0.6	0.5	0.6	0.8	0.8	0.7
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	10.0%	10.0%	0.0%	10.0%	10.0%
ROAE (%)	6.9%	9.3%	6.5%	4.7%	5.4%	5.3%
ROAA (%)	3.9%	5.7%	4.2%	2.6%	3.0%	3.0%

Tỷ đồng	HDG			DXG		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Doanh thu	2,262	3,450	3,270	3,320	2,480	3,392
% svck	-36.8%	52.5%	-5.2%	-39.7%	-25.3%	36.8%
LN gộp	1,505	2,330	2,172	1,494	992	1,442
Biên LN gộp (%)	66.5%	67.5%	66.4%	45.0%	40.0%	42.5%
EBITDA	1,903	2,647	2,510	850	760	1,050
Biên EBITDA (%)	84.1%	76.7%	76.8%	25.6%	30.6%	31.0%
LN ròng	631	1,283	1,174	380	202	452
% svck	27.9%	37.2%	-8.4%	-28.7%	-46.8%	123.8%
EPS (đ/cp)	1,970	3,995	3,642	534	284	635
BVPS (đ/cp)	17,286	20,542	24,298	15,700	16,100	17,200
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	-16,392	-13,964	-12,882	-2,248	-2,248	-2,248
Nợ/VCSH	1.1	0.8	0.7	1.1	1.0	1.0
Tỷ suất cổ tức (%)	100.5%	200.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
ROAE (%)	11.9%	20.4%	15.8%	2.7%	1.4%	3.2%
ROAA (%)	4.6%	8.4%	7.3%	1.3%	0.7%	1.5%

Hình 109: Các cổ phiếu BĐS khuyến nghị

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
NLG	MUA	43,300	Triển khai các dự án căn hộ trung cấp đạt tỷ lệ hấp thụ cao trên 70% nhờ nguồn cung thiếu hụt. Trong năm 2024, NLG sẽ tập trung phát triển dòng sản phẩm này nhờ mở bán các GD tiếp theo thuộc dự án Southgate, Mizuki và Akari với khoảng 800 căn hộ và 120 sản phẩm thấp tầng. Doanh số mở bán (Pre – sale) dự kiến khoảng 6,000 tỷ đồng (+30% svck). LN ròng tăng trưởng 24% svck lên mức 848 tỷ đồng nhờ bàn giao các sản phẩm đã bán thuộc phân khu Izumi 1A1, Mizuki và Southgate với khoảng 220 căn liền kề và 500 căn hộ. Cơ cấu tài chính lành mạnh, tỷ lệ nợ vay/TTS ở mức 30% thấp hơn mức 45% trung bình ngành và không bị áp lực nợ vay trái phiếu.
HDG	MUA	34.800	LN ròng 2024 dự kiến tăng trưởng mạnh đạt 1.283 tỷ đồng (+103% svck), động lực chính đến ghi nhận doanh thu bán hàng hơn 100 căn hộ còn lại của dự án Charm Villa GD3 (kì vọng mở bán từ cuối Q1/23 với giá bán khoảng 130tr/m2). Dự kiến toàn bộ dự án đem về 2108 tỷ doanh thu và 1011 tỷ LN ròng, phân bổ 61% trong 2024 và 39% trong 2025. Doanh nghiệp có định giá rẻ, EV/EBITDA 2024 đạt 5,4x, thấp hơn so với các doanh nghiệp đa ngành khác. Tài sản chất lượng, các dự án điện hoạt động hiệu quả, có tỉ suất sinh lời cao và đem về dòng tiền ổn định. ROE 2024 dự kiến đạt 20%, cao hơn so với các đối thủ cùng ngành.
DXG	NẮM GIỮ	22,100	Luật Đất đai chưa được thông qua tiếp tục kéo dài thời gian triển khai dự án chiến lược Gem Riverside (3,000 căn hộ cao cấp). Chúng tôi đánh giá, vướng mắc pháp lý kéo dài tập dự án này sẽ là rủi ro lớn của DN. LN ròng trong năm 2024 dự kiến giảm 46% do thiếu dự án gối đầu trong bối cảnh dự án Gem Sky World với phân khúc đất nền và liền kề gặp khó khăn trong việc bán hàng. Giá cổ phiếu đang ở mức hợp lý với giá trị của doanh nghiệp. NĐT có thể giải ngân khi giá cổ phiếu điều chỉnh.
KDH	NẮM GIỮ	35,100	Dự án Privia (1,000 căn hộ) đạt tỷ lệ hấp thụ trên 85% trong đợt mở bán cuối năm 2023 là động lực tăng trưởng LN ròng trong năm 2024. LN ròng kì vọng đạt 1,310 (+50% svck) khi có thể bàn giao dự án này vào Q3/24. Bán lại 49% của dự án Emeria (6ha) và Clarita (12 ha) cho đối tác Keppel Land có thể ghi nhận khoảng 800 tỷ LN cho KDH trong giai đoạn 2024 – 2025. Cơ cấu tài chính lành mạnh, tỷ lệ nợ vay/TTS đạt 31% thấp hơn khoảng 45% của trung bình ngành. Tuy nhiên, giá cổ phiếu đã về mức hợp lý, NĐT có thể giải ngân khi giá điều chỉnh thêm.

Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 110: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

		Vốn hóa thị trường	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
	Mã cổ phiếu	(triệu US\$)	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Vinhomes	VHM VN	7,200	4.3	5.5	0.9	1.1	7.75%	6.25%	17.94%	15.20%
Nam Long Group	NLG VN	583	20.9	17.8	1.4	1.2	2.60%	3.0%	4.70%	5.40%
Khang Dien Group	KDH VN	911	22.5	16.5	1.5	1.3	5.70%	5.70%	6.90%	9.30%
Dat Xanh Group	DXG VN	481	N/A	24.5	0.9	1.0	1.30%	0.70%	2.70%	1.40%
DIG Group	DIG VN	651	N/A	25.6	2.0	2.2	1.40%	1.20%	2.60%	3.00%
CEO Group	CEO VN	255	38.5	26.9	1.3	1.3	5.60%	6.30%	8.90%	9.60%
Ha Do Group	HDG VN	289	8.8	6.5	1.2	0.9	4.60%	8.40%	11.90%	20.40%
Trung bình		1,482	19.0	17.6	1.3	1.3	4.7%	5.2%	7.5%	8.7%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

NGÀNH BĐS KHU CÔNG NGHIỆP: Lợi thế cạnh tranh vẫn còn song xu hướng mới đặt ra nhiều thách thức

- Triển vọng ngành BĐS KCN trong thời gian tới đến từ các điều kiện vĩ mô ổn định cùng việc nâng tầm quan hệ với các cường quốc giúp duy trì đà tăng FDI.
- Tuy nhiên, thách thức mới sẽ tới từ sự cạnh tranh gia tăng ở các quốc gia khác, rủi ro thiếu điện trong sản xuất cùng thuế thu nhập tối thiểu toàn cầu.
- Chúng tôi ưa thích IDC, PHR do tiềm năng tăng trưởng dài hạn nhờ quỹ đất “sạch” lớn, tài chính lành mạnh, định giá và cổ tức hấp dẫn.

Thị trường miền Bắc diễn biến tốt, thị trường miền Nam ổn định

Trong 9T23, nguồn cung đất KCN tại miền Bắc đạt 14 nghìn ha (+6.4% svck), tỷ lệ lấp đầy đạt 73%, giá cho thuê KCN tăng trưởng tốt, đạt 123 USD/m² tăng 10.2% svck. Còn tại miền Nam, thị trường có thêm nguồn cung mới tại tỉnh Long An, diện tích đất KCN lũy kế đạt 28 nghìn ha (+5.2% svck), tỷ lệ lấp đầy cao đạt 81.8%, giá thuê ổn định ở mức 167 USD/m².

Những xu hướng sẽ định hình thị trường BĐS KCN trong năm 2024

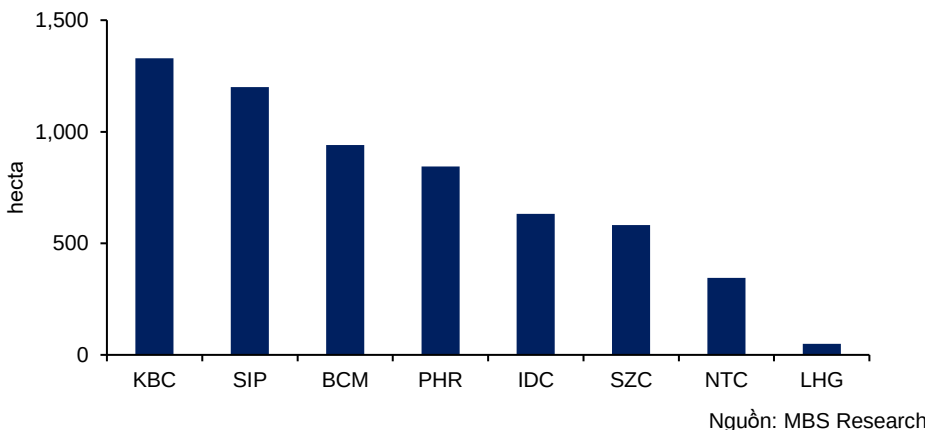
KCN truyền thống dần mất đi lợi thế cạnh tranh, thay vào đó KCN hướng tới yếu tố xanh, bền vững ngày càng hấp dẫn nhà đầu tư. Đầu tư vào dự án công nghệ cao sử dụng nguyên liệu sạch, giảm phát thải khí carbon ra môi trường đang là xu thế hiện nay. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy dòng vốn đầu tư có xu hướng dịch chuyển sang thị trường loại 2 nhờ nguồn cung còn lớn, giá thuê thấp.

Nhiều yếu tố hỗ trợ đi cùng thách thức mới trong phát triển BĐS KCN

Chúng tôi nhận thấy Ấn Độ và Indonesia đang là đối thủ cạnh tranh lớn nhất với Việt Nam trong thu hút FDI vào lĩnh vực công nghệ cao. CAGR vốn FDI vào Việt Nam 2018-2022 chỉ đạt 4%, trong khi Ấn Độ và Indonesia lần lượt đạt 9% và 13%. Việc áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu làm mất đi lợi thế của Việt Nam trong thu hút đầu tư FDI và sẽ ảnh hưởng tới ngành BĐS KCN. Tuy nhiên, Việt Nam có lợi thế cạnh tranh nhờ những hiệp định thương mại đã ký kết, chi phí lao động và điện năng hấp dẫn. Việc nâng tầm lên đối tác chiến lược với Mỹ cũng sẽ giúp thu hút đầu tư vào phát triển công nghệ cao.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu IDC và PHR: do DN có (1) quỹ đất sạch, sẵn sàng cho thuê, cũng như vị trí giao thông thuận lợi; đảm bảo cho sự phát triển của doanh nghiệp trong dài hạn (2) tình hình tài chính lành mạnh, vay nợ thấp (3) định giá hấp dẫn với chính sách cổ tức cao.

Hình 111: Diện tích đất KCN thương phẩm còn lại



Chuyên viên cao cấp phân tích



Nguyễn Minh Đức

Duc.nguyenminh@mbs.com.vn

Thị trường BĐS KCN năm 2023: nguồn cung và giá thuê đều tăng ổn định

Theo Bộ KH&ĐT, tính đến Q3/23, cả nước hiện có 413 KCN đã thành lập, tăng thêm 3 KCN mới so với năm 2022, với tổng diện tích đất tự nhiên đạt khoảng gần 120 nghìn ha. Tổng diện tích đất công nghiệp đạt khoảng 87.7 nghìn ha (+1.5% svck). Tổng diện tích đất KCN đã cho thuê đạt khoảng 51.8 nghìn ha, tăng 2.8 nghìn ha (+5.7% svck), tỷ lệ lấp đầy khoảng 57.8%. Tính riêng các KCN đã đi vào hoạt động có tỷ lệ lấp đầy đạt khoảng 72.9%.

Hình 112: Tình hình nguồn cung BĐS KCN đến Q3/23

KCN đã được thành lập

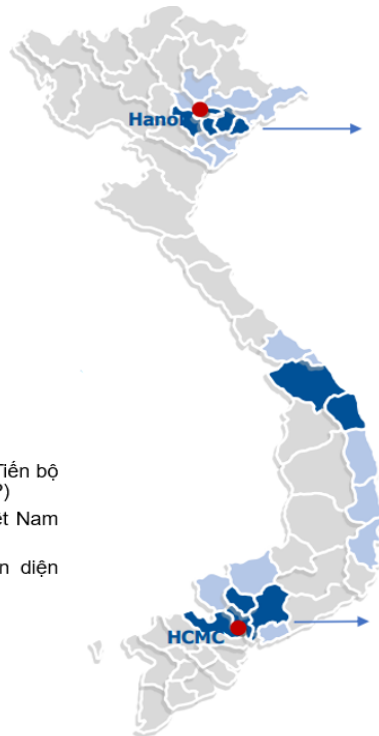
- **Số lượng:** 413 KCN
- **Diện tích đất KCN:** 87,700 ha
- **Tỷ lệ lấp đầy:** 57.8%

Trong đó, KCN đang hoạt động:

- **Số lượng:** 295 KCN
- **Diện tích đất KCN:** 63,000 ha
- **Tỷ lệ lấp đầy:** 72.9%

15 FTAs có hiệu lực, bao gồm:

- Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP)
- Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Liên minh Châu Âu (EVFTA)
- Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện khu vực (RCEP)



KCN miền Bắc:

Diện tích đất KCN: 14,400 ha
Giá thuê TB: 123 USD/m²/chu kỳ thuê
Tỷ lệ lấp đầy: 73%

Thị trường loại 1: Hà Nội, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương, Hải Phòng

Thị trường loại 2: Thái Nguyên, Vĩnh Phúc, Bắc Giang, Quảng Ninh, Hà Nam, Thái Bình, Nam Định, Ninh Bình

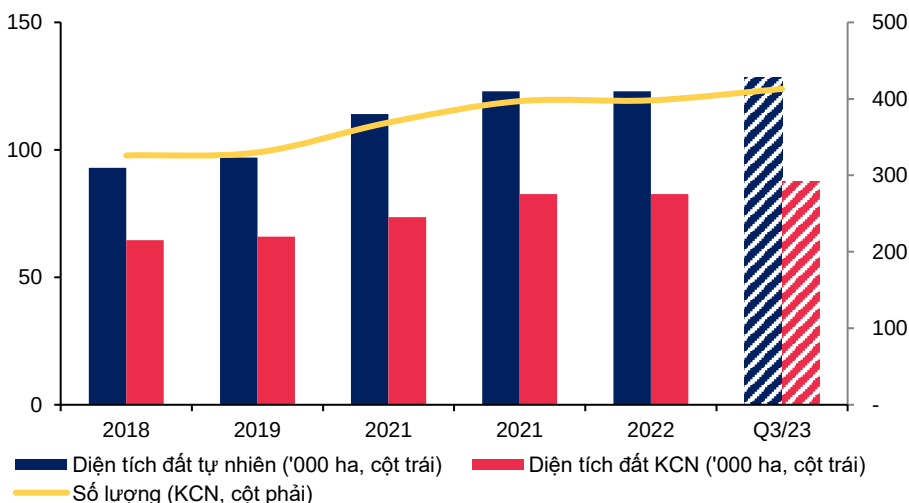
KCN miền Nam:

Diện tích đất KCN: 28,000 ha
Giá thuê TB: 167 USD/m²/chu kỳ thuê
Tỷ lệ lấp đầy: 81.8%

Thị trường loại 1: TPHCM, Bình Dương, Long An, Đồng Nai
Thị trường loại 2: Bình Phước, Tây Ninh, Bà Rịa – Vũng Tàu

Nguồn: Bộ KH&ĐT, MBS Research

Hình 113: Diện tích đất KCN đã thành lập



Nguồn: Bộ KH&ĐT, Cushman&Wakefield, MBS Research

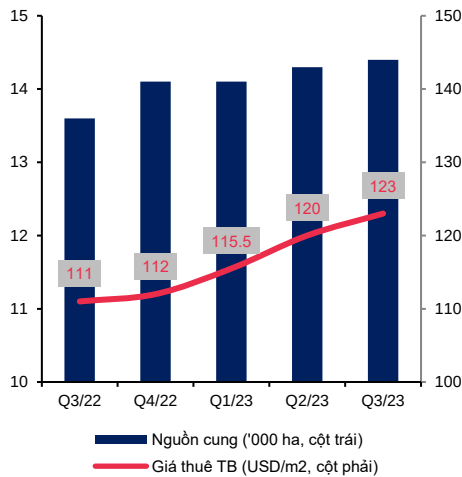
Thị trường BĐS KCN miền Bắc: nguồn cung mới, giá thuê tiếp tục tăng

Theo Cushman&Wakefield, trong năm 2023 diện tích đất KCN tại miền Bắc đạt 14.4 nghìn ha tăng 6.4% svck, nguồn cung mới chủ yếu đến từ tỉnh Hưng Yên và Bắc Ninh. Tỷ lệ lấp đầy năm 2023 đạt 73%, giá thuê sơ cấp ước tăng 10.2% svck, trung bình ghi nhận ở mức 123 USD/m²/chu kỳ thuê. Một số chủ đầu tư

KCN đã điều chỉnh giá trong khoảng 7-10% theo năm trong bối cảnh nhu cầu cao và diễn biến thị trường tốt. Hà Nội và Hưng Yên là hai khu vực ghi nhận giá thuê tăng mạnh nhất, khoảng 20% trong năm 2023.

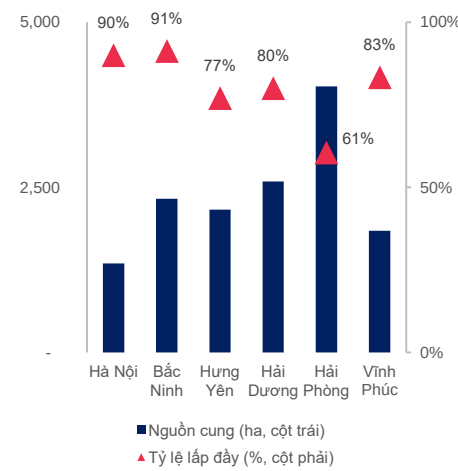
Trong giai đoạn 2024 - 2026, khu vực này dự kiến sẽ có khoảng 5.3 nghìn ha nguồn cung đất KCN mới. Khu vực miền Bắc nhu cầu được kỳ vọng tăng trưởng tốt nhờ sự dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang, đặc biệt là ngành chất bán dẫn. Các KCN đáng chú ý trong 3 năm tới gồm có: KCN số 5 (193 ha), KCN SHI IP Tam Dương (162 ha), KCN Sông Lô 2 (165 ha), KCN Gia Bình 2 (250 ha),...

Hình 114: Diện tích BĐS KCN và giá thuê trung bình thị trường miền Bắc năm 2023



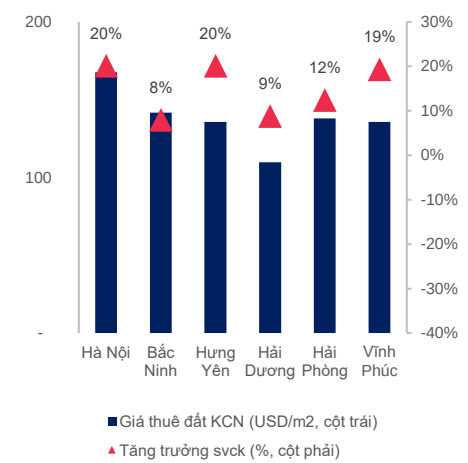
Nguồn: Cushman&Wakefield, MBS Research

Hình 115: Nguồn cung mới và tỷ lệ lấp đầy tại các tỉnh phía Bắc trong năm 2023



Nguồn: Cushman&Wakefield, MBS Research

Hình 116: Giá thuê trung bình tại các tỉnh phía Bắc trong năm 2023



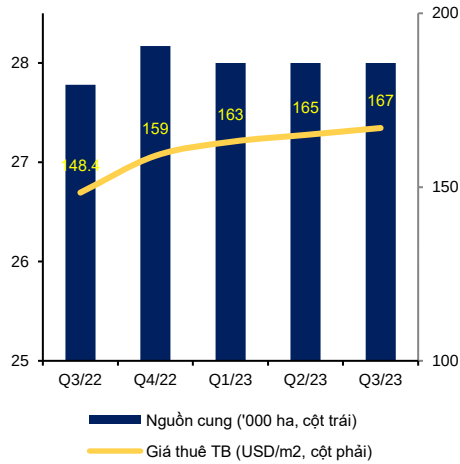
Nguồn: Cushman&Wakefield, MBS Research

Thị trường BĐS KCN miền Nam: nguồn cung mới và giá thuê ổn định

Trong năm 2023, diện tích đất KCN thị trường miền Nam tăng 5.2% svck, đạt 28 nghìn ha, tỷ lệ lấp đầy đạt 81.8%. Nguồn cung mới được ghi nhận tại tỉnh Long An (KCN Nam Tân Lập 245 ha). Giá bán sơ cấp trung bình ghi nhận ở mức 167 USD/m2/chu kỳ thuê (+8.5% svck). Bình Dương và BRVT là hai địa phương ghi nhận mức tăng giá thuê cao nhất, lần lượt là 18% và 17% trong năm 2023.

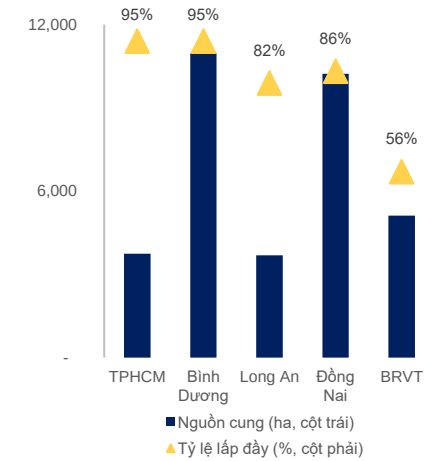
Dự kiến từ nay đến năm 2026 sẽ có nguồn cung đất KCN khoảng 5.7 nghìn ha, chủ yếu đến từ các tỉnh Bình Dương, Long An, Bà Rịa – Vũng Tàu. Các KCN đáng chú ý trong thời gian tới bao gồm: KCN công nghệ cao Long Thành (410 ha), KCN Phạm Văn Hai I (379 ha) và Phạm Văn Hai 2 (289 ha),...

Hình 117: Diện tích BĐS KCN và giá thuê trung bình thị trường miền Nam năm 2023



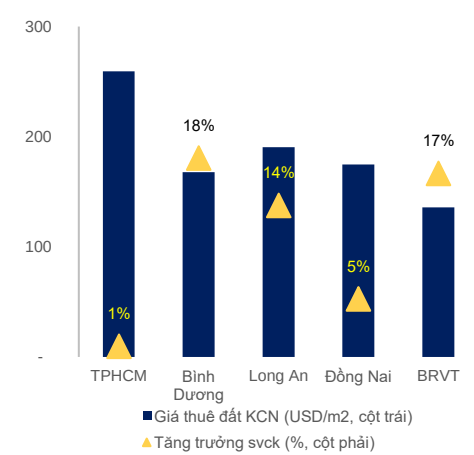
Nguồn: Cushman&Wakefield, MBS Research

Hình 118: Nguồn cung mới và tỷ lệ lấp đầy tại các tỉnh phía Nam trong năm 2023



Nguồn: Cushman&Wakefield, MBS Research

Hình 119: Giá thuê trung bình tại các tỉnh phía Nam trong năm 2023



Nguồn: Cushman&Wakefield, MBS Research

Triển vọng BĐS KCN trong năm 2024

Chúng tôi cho rằng những lợi thế cạnh tranh của Việt Nam vẫn còn đó

Việt Nam vẫn là điểm đến ưa thích của dòng vốn sản xuất theo chiến lược Trung Quốc +1

Hình 120: Dòng vốn FDI vào khu vực công nghệ, chế biến chế tạo Việt Nam trong những năm gần đây



Nguồn: Bộ KH&ĐT, MBS Research

Hình 121: Danh sách các dự án FDI khu vực công nghệ, sản xuất đáng chú ý trong thời gian tới

Dự án	Quốc gia	Vốn đầu tư	KCN
Tổ hợp công nghệ tế bào quang điện Jinko Solar Hải Hà Việt Nam	Trung Quốc	1.5 tỷ USD	KCN Sông Khoai
Nhà máy Lite-on Quảng Ninh	Đài Loan	690 triệu USD	KCN Sông Khoai
Nhà máy công nghệ chính xác Fulian	Singapore	621 triệu USD	KCN Quang Châu
Nhà máy sản xuất vật liệu phân hủy sinh học công nghệ cao ECOVANCE	Hàn Quốc	500 triệu USD	KCN DEEP C Hải Phòng I
Shandong Haohua Tire Co.Ltd	Trung Quốc	500 triệu USD	KCN Sikico

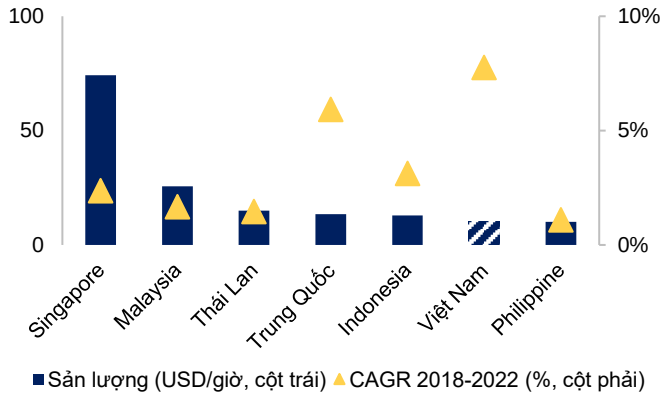
Nguồn: MBS Research

Tính lũy kế 11T/23, vốn FDI đăng ký đạt hơn 28.8 tỷ USD và vốn FDI giải ngân đạt 20.3 tỷ USD, tăng trưởng lần lượt 14.8% và 2.9% svck. Đây là mức tăng trưởng tốt trong bối cảnh kinh tế thế giới khó khăn khi nhiều quốc gia thắt chặt chính sách tiền tệ. Dòng vốn FDI duy trì đà tăng tốt là nhờ:

- Các Hiệp định thương mại có hiệu lực trong hai năm gần đây như RCEP, EVFTA sẽ tiếp tục phát huy hiệu quả trong việc thu hút dòng vốn FDI trong những năm tới.
- Năng suất lao động đang cải thiện tích cực. Mức tăng trưởng kép năng suất lao động của Việt Nam giai đoạn 2018-2022 đạt 7.8%, là mức cao nhất trong khu vực.

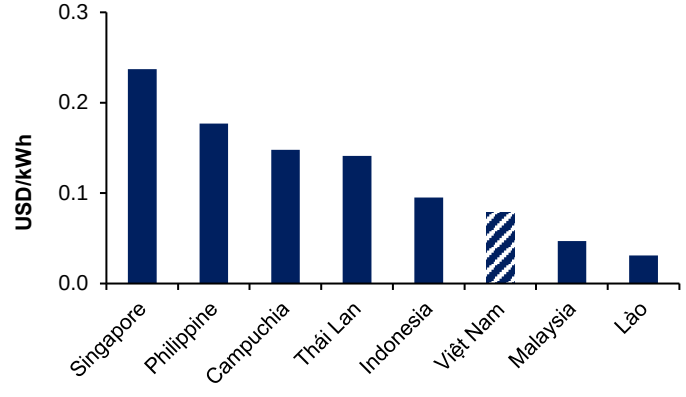
- Chi phí điện năng hấp dẫn. So với một số các quốc gia cạnh tranh FDI trực tiếp trong khu vực như Indonesia, Thái Lan, chi phí điện năng của Việt Nam lần lượt chỉ bằng 83% và 56%, tuy nhiên cao hơn Malaysia 68% do nguồn khí dồi dào ở quốc gia này hỗ trợ cho chi phí điện năng.

Hình 122: Năng suất lao động của các nước trong khu vực



Nguồn: International Labour Organization, MBS Research

Hình 123: Chi phí điện năng của các nước trong khu vực



Nguồn: Global Petro Prices, MBS Research

- Cơ sở hạ tầng giao thông được đầu tư. Trong giai đoạn 2022 – 2025, nhiều dự án đầu tư hạ tầng giao thông huyết mạch, nối liền các tỉnh, thành và vùng kinh tế đã được phê duyệt và nhanh chóng khởi công, tạo động lực tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ. Như tập trung phát triển về đường bộ: Hoàn thiện đường Vành đai 4 phía Bắc, đường Vành đai 3 TPHCM, cao tốc Bắc – Nam, cao tốc Bến Lức – Long Thành. Ngoài ra, nhiều tuyến vận tải đường thủy tạo kết nối các KCN tới cảng biển và trung tâm logistics lớn, như cảng Cát Lái và cảng Cái Mép – Thị Vải, sẽ được đầu tư trong thời gian tới.

Hình 124: Một số dự án giao thông trọng điểm

Dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian thực hiện	Khu vực hưởng lợi
Đường Vành Đai 4 – giai đoạn 1	85,800	2022 - 2028	Hà Nội, Hưng Yên, Bắc Ninh, Bắc Giang và Vĩnh Phúc
Đường Vành Đai 3 TPHCM	75,378	2023 - 2026	TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Long An
Sân Bay Long Thành – giai đoạn 1	110,000	2022 - 2026	Đồng Nai, BR-VT, TPHCM
Hệ thống dự án cao tốc địa phương khu vực phía Nam	93,000	Khởi công từ năm 2023	TPHCM, Vũng Tàu, Bình Dương, Cần Thơ
Cao tốc Bến Lức – Long Thành	31,320	2014 - 2025	TPHCM, Long An, Đồng Nai

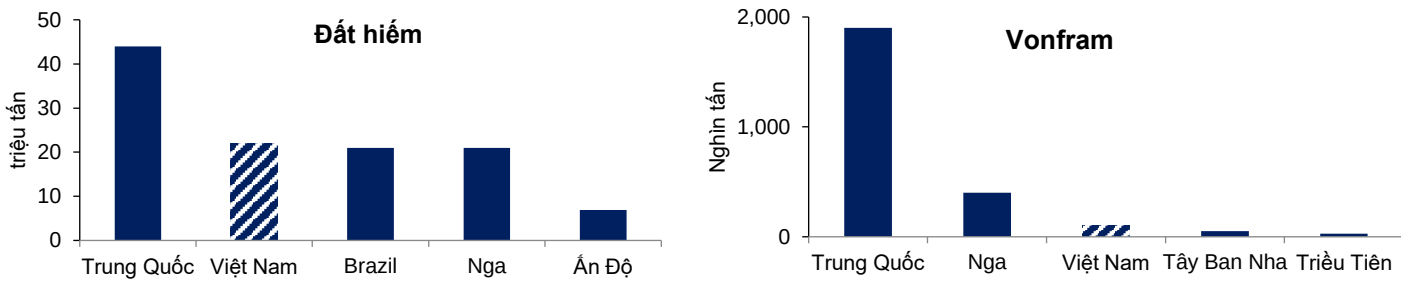
Nguồn: MBS Research

Nâng tầm đối tác chiến lược toàn diện với Mỹ sẽ đẩy mạnh thu hút đầu tư công nghệ cao trong thời gian tới

Mỹ là quốc gia dẫn đầu về công nghệ trên thế giới. Mỗi năm doanh nghiệp Mỹ đầu tư ra nước ngoài khoảng 200-300 tỷ USD, nhưng vốn FDI của Mỹ vào Việt Nam trong các năm gần đây chỉ khoảng 1 tỷ USD/năm. Sau khi nâng tầm hợp tác với Mỹ lên đối tác chiến lược, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI của Mỹ đầu tư vào công nghệ cao ở Việt Nam được đẩy mạnh nhờ Việt Nam có trữ lượng lớn đất hiếm và vonfram cho phát triển công nghệ cao. Đây là hai nguyên liệu không thể thiếu trong nhiều ngành công nghệ cao như năng lượng, quân sự, vũ trụ, giao thông vận tải. Việt Nam là quốc gia có trữ lượng đất hiếm lớn thứ 2 thế

giới (ước tính khoảng 22 triệu tấn) và trữ lượng vonfram lớn thứ 3 thế giới (ước tính khoảng 100 nghìn tấn).

Hình 125: 5 nước có trữ lượng đất hiếm và vonfram lớn nhất thế giới



Nguồn: Cục Khảo sát địa chất Mỹ, MBS Research

Tuy nhiên, nhiều thách thức mới được đặt ra

Gia tăng cạnh tranh thu hút FDI của các nước trong khu vực

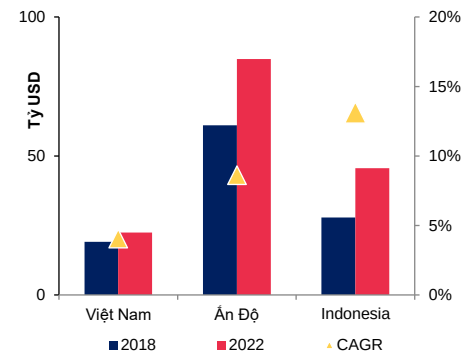
Hai đối tác lớn nhất cạnh tranh thu hút FDI của Việt Nam hiện nay là Ấn Độ và Indonesia. Để thu hút FDI sau đại dịch, Ấn Độ đã dành ra quỹ đất sạch 460 nghìn ha, đầu tư 1,500 tỷ USD cho cơ sở hạ tầng, miễn giảm thuế cho các dự án đầu tư mới. Nhiều doanh nghiệp FDI lớn như Samsung, Apple, Pegatron đang tăng cường đầu tư vào quốc gia này. CAGR dòng vốn FDI vào Ấn Độ qua giai đoạn 2018-2022 đạt 9%/năm, cao hơn so với Việt Nam chỉ đạt 4%/năm.

Indonesia thu hút nhiều FDI nhờ sự phát triển của lĩnh vực sản xuất pin xe điện, lĩnh vực điện toán đám mây. CAGR dòng vốn FDI vào quốc gia này trong 5 năm gần đây đạt 13%/năm. Trong khi đó, FDI vào Việt Nam vẫn tập trung vào lắp ráp hàng tiêu dùng và các thiết bị điện tử khác.

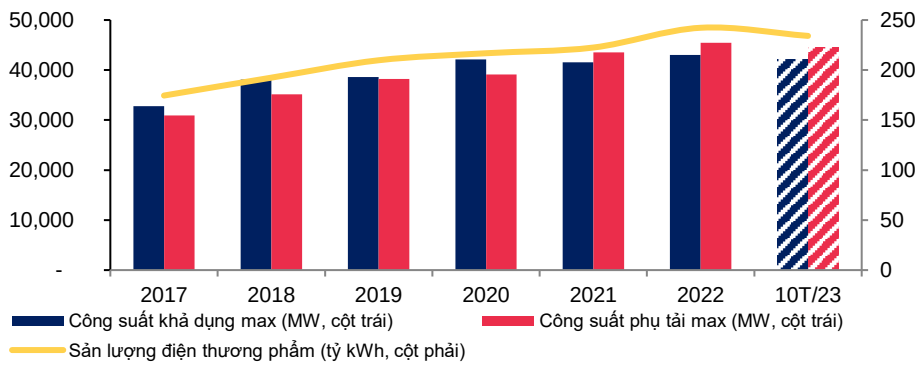
Nguy cơ thiếu điện cho sản xuất trong mùa cao điểm

Công suất phát điện khả dụng cao nhất của Việt Nam khoảng 43,000 MW, nhưng vào mùa cao điểm công suất phụ tải cao nhất có thể đạt tới 45,500 MW. Công suất phụ tải tăng trưởng cao nên Việt Nam có thể thiếu tới đa gần 2,500 MW vào mùa cao điểm trong các năm tới, đặc biệt khi chu kỳ El Nino được dự báo sẽ kéo dài và mạnh hơn trước. Nguy cơ thiếu điện ảnh hưởng đến sản xuất khiến một số nhà đầu tư hủy kế hoạch đầu tư tại Việt Nam.

Hình 126: Ấn Độ và Indonesia đang gia tăng cạnh tranh thu hút FDI với Việt Nam trong những năm gần đây (Nguồn: MBS Research)



Hình 127: Việt Nam có nguy cơ thiếu điện trong mùa cao điểm



Nguồn: EVN, MBS Research

Tác động của thuế tối thiểu toàn cầu: Việt Nam sẽ thu hút FDI mới bằng những công cụ gì sau khi không còn lợi thế về thuế?

Việt Nam đã ban hành Nghị quyết chính thức áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu 15% đối với các công ty đa quốc gia từ ngày 01/01/2024. Như vậy, các công ty có doanh thu trên 750 triệu euro đang được hưởng ưu đãi của chính sách thu hút đầu tư tại Việt Nam phải nộp bổ sung lên mức thuế suất thuế tối thiểu toàn cầu 15%. Chúng tôi đánh giá chính sách ưu đãi thuế (miễn thuế, giảm thuế) của Việt Nam sẽ mất đi tác dụng.

Để thích ứng với thuế tối thiểu toàn cầu, một số nước nhận vốn FDI, tương tự như Việt Nam, đã đưa ra chính sách ứng phó, trong đó quy định thuế bổ sung tối thiểu nội địa, để tránh mất đi khoản thu từ phần thuế chênh lệch:

- Indonesia và Malaysia áp dụng quy định về chịu thuế tối thiểu bắt đầu từ năm 2024;
- Thái Lan áp dụng từ năm 2025, nhưng có cơ chế phân bổ 50-70% nguồn thu thuế bổ sung vào quỹ hỗ trợ để giúp một phần cho các doanh nghiệp FDI do áp dụng thuế tối thiểu;
- Mỹ nâng mức thuế tối thiểu từ 10.5% lên 21%.

Chúng tôi cho rằng ngoài việc làm mất đi tác dụng của chính sách ưu đãi đầu tư nước ngoài thì việc áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu sẽ ảnh hưởng đến nguồn đầu tư quy mô lớn, giảm vị thế cạnh tranh trong thu hút đầu tư, ảnh hưởng đến chiến lược thu hút đầu tư phát triển công nghệ tiên tiến, công nghệ cao.

Những xu hướng sẽ định hình ngành BĐS khu công nghiệp trong thời gian tới

Dòng vốn đầu tư có xu hướng dịch chuyển sang thị trường loại 2 nhờ nguồn cung dồi dào, giá thuê thấp

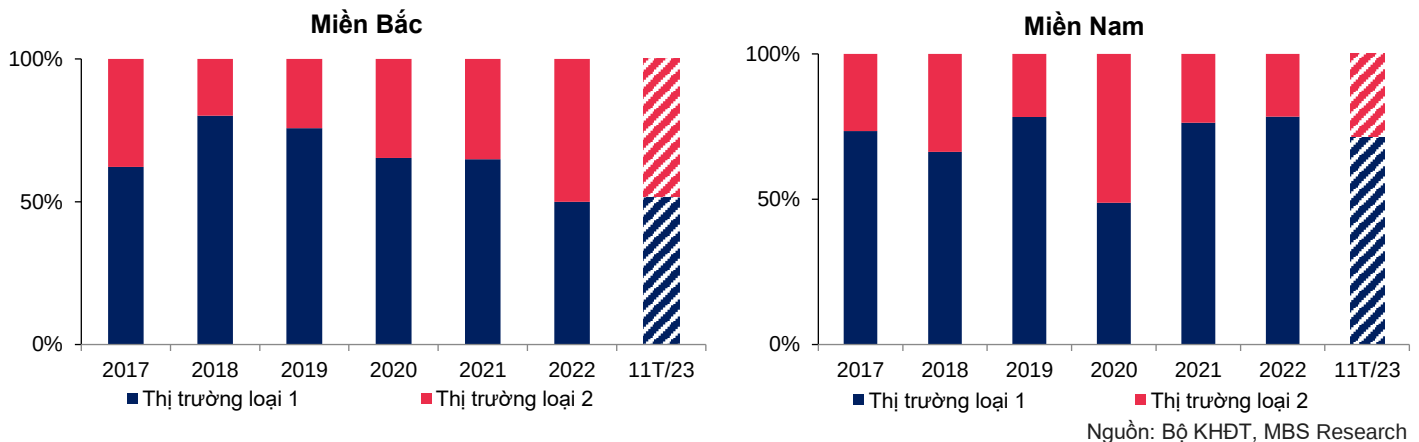
Chúng tôi nhận thấy dòng vốn đầu tư đang có sự dịch chuyển sang thị trường loại 2 trên cả nước, cụ thể:

- Tại miền Bắc dòng vốn FDI có xu hướng chảy sang thị trường loại 2 như: Quảng Ninh đã thu hút được hơn 3 tỷ USD vốn FDI, dẫn đầu cả nước trong 10T/23, tiêu biểu là dự án công nghệ tế bào quang điện Jinko Solar Hải Hà với vốn đầu tư 1.5 tỷ USD. Bắc Giang thu hút được

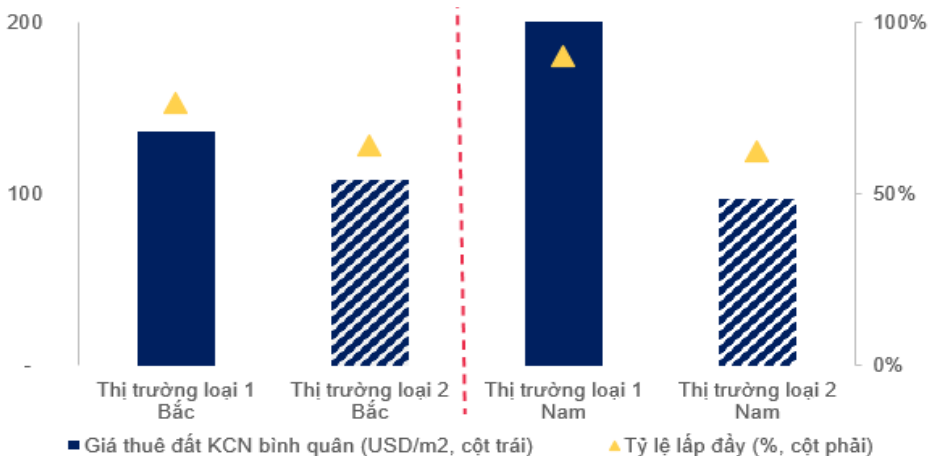
2.2 tỷ USD vốn FDI từ đầu năm đến nay, gấp 2 lần so với cùng kỳ, trong đó dự án sản xuất chất bán dẫn Hana Micron Vina 2 đóng góp tới 0.6 tỷ USD. Thái Nguyên thu hút được Tổ hợp dự án của Samsung với vốn đầu tư 1.2 tỷ USD trong năm 2022 giúp địa phương này ghi nhận dòng vốn FDI gấp 6 lần svck. Tỷ trọng dòng vốn vào thị trường loại 2 từ 2018 đến nay ghi nhận mức tăng rõ rệt, từ mức 20% trong năm 2018 lên mức 48% trong 11T/23. Điều này là do giá thuê đất KCN tại thị trường loại 2 thấp hơn 20% so với thị trường loại 1, diện tích đất thương phẩm còn lại nhiều (tỷ lệ lấp đầy thị trường loại 2 mới chỉ đạt 64%).

- Tại miền Nam, tỷ trọng dòng vốn FDI vào thị trường loại 2 có xu hướng tăng trong năm 2023, từ mức 22% trong năm 2022 lên 28% trong 11T/23. Tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu đã thu hút được hơn 1 tỷ USD vốn FDI trong 11T/23, gấp 2.78 lần svck năm 2022, tiêu biểu là dự án sản xuất sợi và vật liệu carbon của Hyosung Việt Nam có vốn đầu tư 540 triệu USD. Bình Phước thu hút được hơn 40 dự án FDI với tổng vốn 747 triệu USD, lần đầu vào Top 10 tỉnh thu hút FDI lớn nhất cả nước. Nguyên nhân là nhờ lợi thế về diện tích đất KCN có thể cho thuê lớn, tỷ lệ lấp đầy thị trường loại 2 chỉ đạt 63% trong khi thị trường loại 1 đã đạt tới 90% (TPHCM, Bình Dương đạt 95%, còn tại Đồng Nai, Long An đạt trên 80%). Bên cạnh đó, giá thuê đất tại thị trường loại 2 chỉ bằng một nửa so với giá tại thị trường loại 1.

Hình 128: Dòng vốn FDI vào thị trường loại 1 và 2 tại miền Bắc và Nam



Hình 129: Giá thuê và tỷ lệ lấp đầy tại thị trường loại 2 thấp hơn so với loại 1

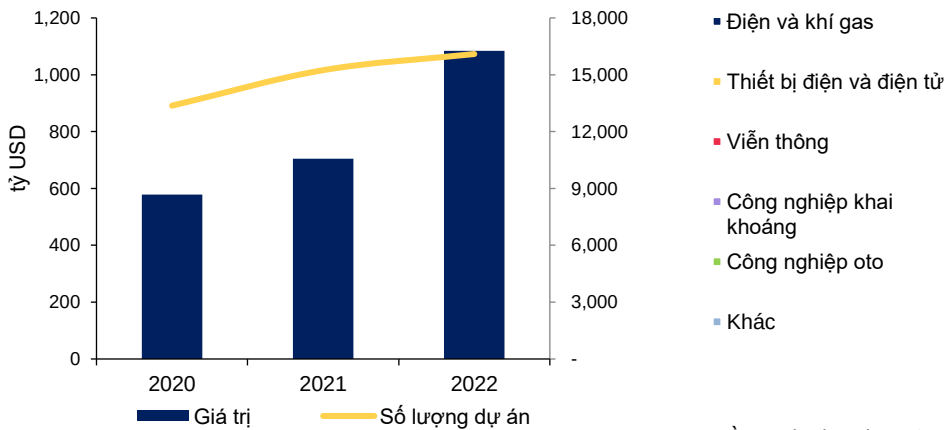


Xu hướng phát triển KCN “xanh” để thu hút dòng vốn FDI vào ngành công nghệ cao

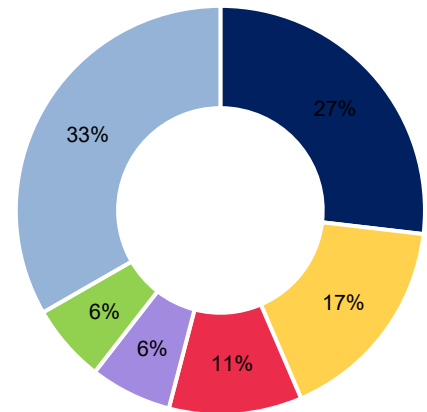
KCN truyền thống chỉ có nhà máy sản xuất thuần túy, nhà ở và các dịch vụ tiện ích khác, đang mất đi lợi thế cạnh tranh. Thay vào đó, xu hướng phát triển KCN “xanh” đang dần thu hút được nhiều nhà đầu tư hướng tới yếu tố xanh, bền vững. Phát triển KCN “xanh” là tham gia vào hoạt động sản xuất sạch hơn, giảm thiểu tác động tiêu cực đến môi trường nhằm mục tiêu hướng đến giảm thiểu phát thải khí carbon đến năm 2050 về 0. Xây dựng KCN “xanh” để thu hút vốn đầu tư vào ngành công nghiệp “xanh” là xu thế chung trên thế giới.

Dự án đầu tư “xanh” trên thế giới năm 2022 tăng 54% về giá trị và 6% về số lượng dự án svck, trong đó tăng mạnh nhất ở Châu Phi (+36%) và Châu Á (+32%). Các lĩnh vực đang thu hút nhiều vốn nhất gồm sản xuất điện và khí gas, thiết bị điện và điện tử và viễn thông với giá trị đầu tư năm 2022 tăng trưởng lần lượt là 151%, 32% và 9% svck.

Hình 130: Giá trị và số lượng dự án “xanh” trên thế giới



Hình 131: Tỷ trọng 5 lĩnh vực “xanh” thu hút đầu tư lớn nhất năm 2022



Nguồn: United Nations Conference on Trade and Development, MBS Research

Không nằm ngoài xu hướng chung, các quốc gia Đông Nam Á đang tập trung thu hút vào ngành CN “xanh”, số lượng dự án “xanh” tăng trưởng năm 2021, 2022 lần lượt là 12% và 21%. Indonesia thu hút đầu tư vào chuỗi sản xuất xe điện (EV), Singapore tập trung vào ngành chất bán dẫn và công nghệ 4.0, Thái Lan phát triển ngành điện tử, còn Việt Nam mới ở giai đoạn đầu trong thu hút đầu tư “xanh”.

Chiến lược đầu tư ngành BĐS KCN: IDC và PHR

KQKD 9T23: Các DN BĐS KCN có sự phân hoá

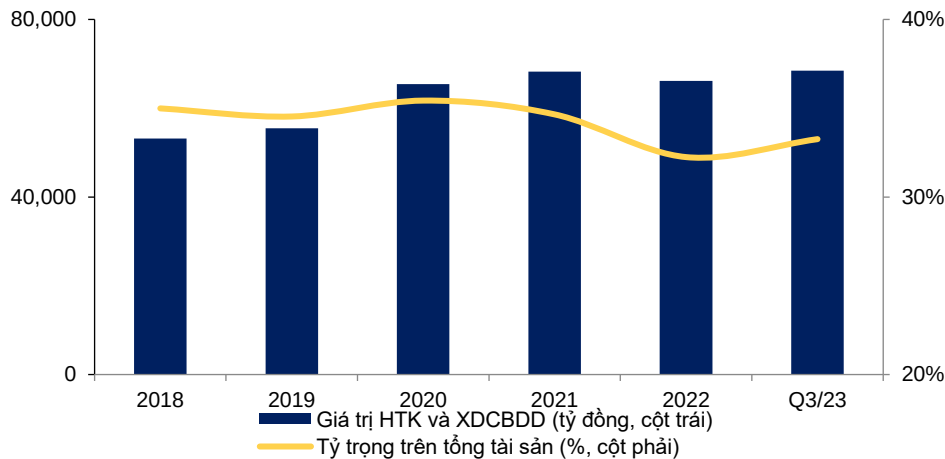
Hình 132: Tổng hợp KQKD 9T23 các DN trong ngành

Mã CK	Doanh thu				LN ròng				Đánh giá
	Q3/23	+/-	9T/23	+/-	Q3/23	+/-	9T/23	+/-	
KBC	247	22%	4,798	272%	14	-99%	1,925	-5%	KQKD của KBC đang phù hợp với dự phóng của chúng tôi. Luỹ kế 9T/23, doanh thu thuần đạt 4,798 tỷ đồng (+272% svck) và lợi nhuận ròng đạt 1,925 tỷ đồng (-5% svck). Doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ nhờ phần doanh thu chưa ghi nhận của năm 2022. Nhưng lợi nhuận ròng lại giảm nhẹ do không ghi nhận lãi từ bán cổ phần tại công ty liên doanh, liên kết. Chi phí lãi vay giảm 28% svck còn 283 tỷ đồng nhờ giảm quy mô nợ vay.

Mã CK	Doanh thu				LN ròng				Đánh giá
	Q3/23	+/-	9T/23	+/-	Q3/23	+/-	9T/23	+/-	
IDC	1,443	-30%	4,998	-29%	161	-62%	842	-60%	9T/23, doanh thu đạt 4,998 tỷ đồng (-29% svck), trong đó doanh thu mảng cho thuê KCN và mảng kinh doanh điện lần lượt đạt 2,229 tỷ đồng (-45% svck) và 2,070 tỷ đồng (-3% svck). Nguyên nhân giảm sút là do một số hợp đồng cho thuê hạ tầng KCN chưa đáp ứng điều kiện ghi nhận doanh thu một lần. Lợi nhuận ròng đạt 842 tỷ đồng giảm mạnh 60% svck do năm trước công ty ghi nhận doanh thu một lần đối với KCN Nhơn Trạch 5. Từ đầu năm đến Q3/23, IDC đã cho thuê mới 121.9 ha, đạt 95.3% chỉ tiêu cho thuê đất cả năm 2023.
BCM	1,127	-50%	3,012	-46%	217	7%	390	-75%	KQKD của BCM sụt giảm mạnh: 9T/23 doanh thu và lợi nhuận ròng giảm lần lượt 46% và 75% svck. Nguyên nhân là do doanh thu từ kinh doanh BĐS (KCN và nhà ở) giảm 60%, lãi từ công ty liên doanh liên kết cũng sụt giảm tới 63%.
SZC	208	69%	559	-16%	55	136%	163	2%	Mặc dù doanh thu 9T/23 giảm 16% svck nhưng lợi nhuận ròng vẫn tăng nhẹ 2% svck. Biên lợi nhuận gộp tăng từ 36% lên 46%, nhờ biên gộp từ bán BĐS nhà ở KĐT Hữu Phước rất cao gần 80%.
PHR	453	-13%	890	-21%	121	0%	471	1%	Doanh thu 9T/23 đạt 890 tỷ đồng (-21% svck), trong đó doanh thu bán cao su giảm 31% svck và doanh thu cho thuê KCN tăng 35% svck. Lợi nhuận ròng của PHR đạt 471 tỷ đồng (+1% svck). Nhờ trong kỳ PHR ghi nhận tiền thu từ bồi thường đất từ VSIP 3 là 200 tỷ đồng.

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

Hình 133: Giá trị cùng tỷ lệ hàng tồn kho & XDCBDD trên tổng tài sản có xu hướng tăng lên từ năm 2022 cho thấy lượng hàng tồn kho đang được bổ sung phục vụ nhu cầu sắp tới



Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

IDC và PHR là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi trong ngành BĐS KCN

Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực BĐS KCN ở miền Bắc sẽ hưởng lợi nhiều từ nguồn vốn FDI tăng mạnh và chuyển dịch của nhà xưởng nhờ vị trí chiến lược (gần Trung Quốc), cơ sở hạ tầng tốt, chi phí thuê thấp hơn và nguồn đất sạch lớn hơn so với khu vực miền Nam. Đối với các tỉnh phía Nam, chúng tôi kỳ vọng vào tỉnh Bình Dương do vị trí đặc địa, cơ sở hạ tầng phát triển và lượng đất có sẵn mới.

Do vậy, triển vọng đầu tư cổ phiếu BĐS KCN trong năm 2024 sẽ tập trung vào doanh nghiệp có: (1) Quỹ đất sạch đảm bảo cho thuê trong dài hạn, vị trí thuận lợi, được đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông; (2) Tình hình tài chính lành mạnh, vay nợ thấp và (3) Định giá hấp dẫn với tỷ lệ cổ tức cao.

Rủi ro đầu tư bao gồm: (1) Rủi ro suy thoái kinh tế khiến nhu cầu thuê đất công nghiệp giảm sút; (2) Rủi ro giải phóng mặt bằng khiến dự án bị chậm tiến độ; (3) Chi phí giải phóng mặt bằng tăng cao; (4) Rủi ro chính sách vĩ mô của Việt Nam, rào cản thương mại, hiệp định khu vực, toàn cầu mà Việt Nam tham gia.

Hình 134: Dự phóng KQKD 2023-2025

Tỷ đồng	IDC			PHR			SZC		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Doanh thu	8,240	10,054	11,389	1,517	1,707	2,658	843	947	1,106
% svck	10.1%	22.0%	13.3%	-11.2%	12.5%	55.7%	-1.9%	12.3%	16.9%
Ln gộp	2,852	3,615	4,140	354	465	1,130	464	526	615
Biên LN gộp (%)	34.6%	36.0%	36.4%	23.3%	27.2%	42.5%	55.1%	55.6%	55.6%
EBITDA	2,668	3,257	3,664	951	960	1,659	543	605	683
Biên EBITDA (%)	34.4%	38.5%	34.6%	62.7%	56.3%	62.4%	64.4%	63.9%	61.8%
LN ròng	1,320	2,165	2,249	621	550	991	358	374	435
% svck	-25.3%	64.0%	3.9%	-29.8%	-11.5%	80.3%	81.5%	4.5%	16.3%
EPS (đ/cp)	4,001	6,561	6,815	4,586	4,058	7,316	2,558	2,078	2,418
BVPS (đ/cp)	14,944	17,433	20,174	23,682	25,738	28,608	13,847	15,259	17,010
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	2,937	4,024	5,052	15,947	19,615	24,574	-196	-554	-1,313
Nợ/VCSH	49%	42%	38%	7.2%	5.9%	4.8%	107%	109%	111%
Tỷ suất cổ tức (%)	7.8%	7.8%	7.8%	6.3%	4.2%	6.3%	0.0%	2.3%	2.3%
ROAE (%)	26.7%	40.5%	36.2%	19.1%	16.4%	26.9%	17.8%	14.3%	15.0%
ROAA (%)	7.8%	12.5%	12.2%	10.0%	8.8%	14.8%	5.1%	4.5%	4.8%

Tỷ đồng	KBC			BCM					
	2023	2024	2025	2023	2024	2025			
Doanh thu	6,701	6,231	5,756	8,270	8,784	9,132			
% svck	605.2%	-7.0%	-7.6%	27.1%	6.2%	4.0%			
Ln gộp	3,391	3,155	2,919	3,586	3,844	4,007			
Biên LN gộp (%)	50.6%	50.6%	50.7%	43.4%	43.8%	43.9%			
EBITDA	3,071	2,850	2,626	3,449	3,624	3,633			
Biên EBITDA (%)	45.8%	45.7%	45.6%	41.7%	41.3%	39.8%			
LN ròng	1,902	1,787	1,716	2,168	2,305	2,292			
% svck	24.6%	-6.1%	-4.0%	28.7%	6.3%	-0.5%			
EPS (đ/cp)	2,478	2,327	2,235	2,095	2,227	2,215			
BVPS (đ/cp)	21,411	23,238	24,974	17,429	18,722	20,004			
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	1,660	2,985	3,781	-2,286	-3,704	-1,480			
Nợ/VCSH	18%	12%	9%	94%	72%	73%			
Tỷ suất cổ tức (%)	6.4%	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%			
ROAE (%)	11.7%	10.4%	9.3%	12.4%	12.3%	11.4%			
ROAA (%)	5.7%	5.5%	5.1%	4.4%	4.5%	4.4%			

Nguồn: MBS Research

Hình 135: Luận điểm đầu tư các cổ phiếu BĐS KCN

Mã CK	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
IDC	55,000	Khả quan	IDICO đang đầu tư, quản lý 10 KCN tại Việt Nam với tổng diện tích 3,267 ha, trong đó 07 KCN ở phía Nam và 03 KCN ở phía Bắc. Diện tích đất thương phẩm còn lại là khoảng 600 ha. IDICO chủ trương phát triển nhà ở xã hội và nhà ở công nhân gần các KCN mà công ty phát triển. Các dự án này sẽ được hưởng lợi từ chính sách phát triển Chính phủ đang khuyến khích đầu tư. Biên lợi nhuận cao nhờ giá vốn thấp. Chúng tôi kỳ vọng KCN Hữu Thạnh (395 ha) là động lực tăng trưởng chính của phân khúc BĐS KCN của Công ty trong thời gian tới. Năm 2024, IDC có thể ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng 2.2 ha tại Long An cho AEON với doanh thu dự kiến 437 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2024 đạt 10,054 tỷ đồng (+ 22% svck) và lợi nhuận ròng đạt 2,165 tỷ đồng (+64% svck)..
PHR	60,900	Khả quan	Dự án KCN của PHR cũng như của NTC và VSIP có vị trí thuận lợi, được kỳ vọng nhanh chóng được lấp đầy do nguồn cung đất tại Bình Dương không còn nhiều. Tình hình tài chính lành mạnh, cổ tức cao đều hàng năm. Định giá hấp dẫn với tiềm năng tăng giá 28%. Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2024 đạt 1,707 tỷ đồng (+12.5% svck) và lợi nhuận ròng đạt 550 tỷ đồng (-11.5% svck)
SZC	48,600	Trung lập	SZC sở hữu quỹ đất lớn hơn 1,100 ha. Mặc dù giá đền bù đất tăng nhưng công ty vẫn có KQKD tăng trưởng tốt, mảng KCN ghi nhận doanh thu tăng 51% yoy, biên lợi nhuận gộp tăng lên 51%, cùng kỳ là 48%. Mảng BĐS nhà ở có biên lợi nhuận gộp cao đạt 78% do công ty sở hữu quỹ đất từ lâu với giá vốn thấp. Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2024 đạt 947 tỷ đồng (+12.3% svck) và lợi nhuận ròng đạt 374 tỷ đồng (+4.5% svck).
KBC	31,300	Trung lập	Hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng mạnh mẽ: 9T/23 doanh thu thuần đạt 4,798 tỷ đồng (+272% svck) và lợi nhuận ròng đạt 1,925 tỷ đồng (-5% svck). Tình hình tài chính lành mạnh, áp lực trả nợ giảm. Công ty đã thanh toán hết các khoản vay trái phiếu. KCN Trảng Dũ 3 của KBC đang xin điều chỉnh lại quy hoạch 1/2000 để xin tăng diện tích thêm 200 ha, dự kiến sẽ đưa vào kinh doanh và ghi nhận doanh thu trong năm 2024. Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2024 đạt 6,231 tỷ đồng (-7% svck) và lợi nhuận ròng đạt 1,787 tỷ đồng (-6.1% svck).
BCM	78,000	Khả quan	Quỹ đất lớn đảm bảo tăng trưởng dài hạn. KCN Cây Trường (490 ha) đã được phê duyệt quy hoạch 1/2000 và dự kiến đưa vào kinh doanh vào năm sau, giúp tăng diện tích đất thương phẩm BCM có thể cho thuê trong thời gian tới lên 940 ha. Chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê trung bình đạt 20-30 ha/năm, doanh thu trong năm đạt 1,000 tỷ đồng. BCM có thể ghi nhận doanh thu 5,000 tỷ đồng từ bán một phần dự án thành phố mới Bình Dương cho Capital Land vào năm sau.

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

Hình 136: So sánh giữa các doanh nghiệp trong ngành

Tên công ty	Mã CK	Vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	P/E (x)	P/B (x)	D/E		ROE (%)		ROA (%)		Tỷ suất cổ tức (%)
			2023	2023	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2024
Becamex IDC	BCM	65,929	30.4	3.7	0.94	0.72	12.4	12.3	4.4	4.5	1.3
IDICO	IDC	16,995	12.5	3.3	0.5	0.4	26.7	40.5	7.8	12.5	7.8
Kinh Bắc	KBC	23,795	12.6	1.5	0.18	0.12	11.7	10.4	5.7	5.5	1.6
Sonadezi Châu Đức	SZC	5,034	16.4	3.0	1.22	1.23	17.8	14.3	5.1	4.5	2.4
Cao su Phước Hoà	PHR	6,423	10.3	2.0	7.2	5.9	19.1	16.4	10.0	8.8	4.2
Trung bình ngành			15.9	2.7	2.0	1.7	19.0	18.9	7.1	7.4	3.5

Nguồn: FinnproX, MBS Research

NGÀNH THÉP: Triển vọng hồi phục hiện hữu

- Nguồn cung thép thế giới dự kiến giảm nhẹ 1% trong năm 2024 trong khi nhu cầu được dự báo tăng 1.9% svck nhờ động lực đến từ EU và Ấn Độ.
- Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp ngành thép sẽ có tăng trưởng lợi nhuận 40% svck trong năm 2024 nhờ giá bán và biên lợi nhuận gộp phục hồi.
- HPG và NKG là cổ phiếu lựa chọn cho sự phục hồi của ngành.

Nguồn cung giảm và nhu cầu thép thế giới dự báo sẽ hồi phục

Các nhà máy thép tại Trung Quốc đã bắt đầu thực hiện cắt giảm sản lượng kể từ cuối Q3/2023 theo mục tiêu của Chính phủ nước này. Sản lượng sản xuất thép tại TQ trong tháng 9 đã giảm 5% so với tháng trước và dự kiến tiếp tục suy giảm trong các tháng cuối năm. Sang 2024, nguồn cung thép giảm nhẹ 1% svck trong bối cảnh TQ cắt giảm sản lượng và Thổ Nhĩ Kỳ chưa thể phục hồi. Trong khi đó, nhu cầu thế giới theo dự báo mới nhất của Hiệp hội Thép Thế giới (WSA) sẽ tăng 1.9% với động lực chính đến từ nhu cầu xây dựng khu vực EU và Ấn Độ, điều này dự kiến sẽ tác động tích cực đến giá thép thế giới trong năm 2024.

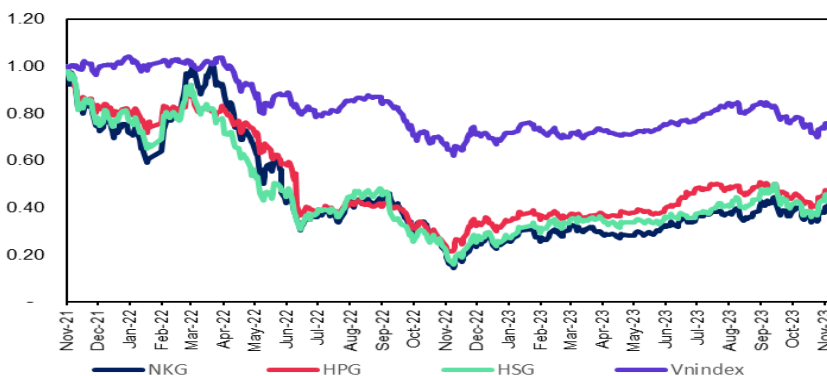
Triển vọng ngành thép Việt Nam năm 2024 sẽ đến từ giá bán và biên lợi nhuận gộp phục hồi

Trong năm 2024, chúng tôi dự báo giá thép xây dựng nội địa phục hồi lên mức 15 triệu VNĐ/tấn (+8% svck) nhờ đà tăng giá thép thế giới và nhu cầu ấm lên ở thị trường nội địa. Nhờ các chính sách hỗ trợ có thể phục hồi thị trường BĐS từ giữa năm 2024, nguồn cung căn hộ dự kiến tăng trưởng 20% svck (theo của CBRE) sẽ đẩy mạnh nhu cầu và tác động tích cực đến giá thép nội địa. Giá nguyên liệu than và quặng dự kiến giảm nhẹ 7% và 6% svck trong bối cảnh nguồn cung ổn định và nhu cầu sản xuất thép thô của TQ sụt giảm. Giá bán hồi phục và nguyên liệu hạ nhiệt sẽ thúc đẩy biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp (DN) sản xuất thép như HPG. Đối với thị trường xuất khẩu, nhu cầu phục hồi tại EU và Mỹ tác động tích cực đến sản lượng và giá tôn mạ xuất khẩu, giá thép xuất khẩu dự kiến tăng 9% svck giúp biên lợi nhuận gộp các DN xuất khẩu như HSG và NKG cải thiện.

Chúng tôi ưa thích HPG và NKG cho ngành thép trong năm 2024

Dựa trên những cơ sở sau: (1) vị thế đầu ngành, được hưởng lợi khi giá thép nội địa và tôn mạ xuất khẩu dự kiến phục hồi lần lượt 8% và 9% svck, (2) biên lợi nhuận gộp phục hồi trong bối cảnh giá bán được hưởng lợi và nguyên vật liệu (NVL) hạ nhiệt, (3) mức định giá P/B đang rẻ hơn trung bình của 2 chu kỳ gần nhất.

Hình 137: Biên động giá cổ phiếu thép và Vnindex



Nguồn: Fiinpro-X, MBS Research

Chuyên viên phân tích



Lê Hải Thành

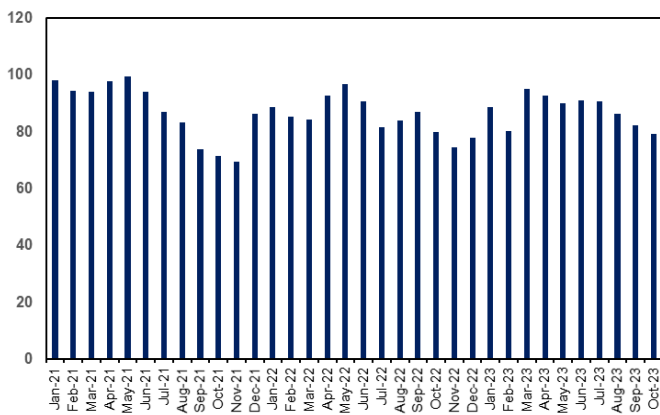
Thanh.Lehai@mbs.com.vn

Giá thép thế giới được dự báo đi ngang trong năm 2023 và hồi phục nhẹ 2% svck vào 2024

Nguồn cung thép thế giới dự kiến tăng 0.5% svck trong năm 2023 trước khi giảm nhẹ 1% trong 2024 do sản xuất giảm ở Trung Quốc

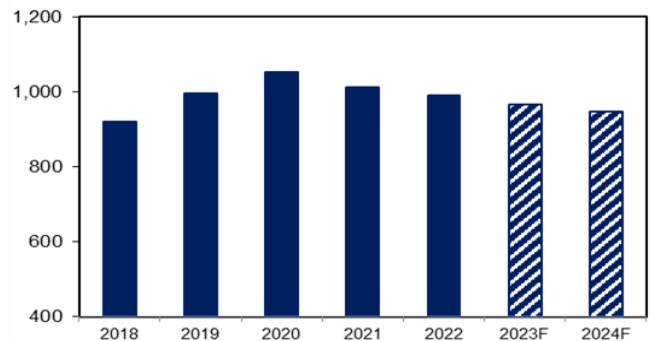
Trong 10T23, nguồn cung thép của Trung Quốc tăng 1.4% svck nhờ biên lợi nhuận gộp của các nhà máy thép phục hồi dẫn đến công suất hoạt động của các lò cao tại Đường Sơn cải thiện lên mức 75% (so với khoảng 68% cùng kỳ). Hơn nữa, Chính phủ TQ hạn chế các biện pháp cắt giảm sản lượng để hỗ trợ ngành thép nước này phục hồi. Bên cạnh đó, Ấn Độ (7% thị phần) có mức tăng trưởng nguồn cung trên 10% trong bối cảnh Chính phủ nước này tăng cường đầu tư xây dựng hạ tầng phục vụ phát triển kinh tế.

Hình 138: Sản lượng sản xuất thép T10 của TQ suy giảm 3.5% MoM (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: WorldSteel, MBS Research

Hình 139: Sản lượng sản xuất thép TQ dự kiến trong 2023 - 2024



Nguồn: WorldSteel, MBS Research

Sang năm 2024, chúng tôi dự báo nguồn cung thế giới giảm 1% svck khi TQ thực hiện mục tiêu cắt giảm sản lượng 2% trong 2024. Tuy nhiên, những tín hiệu hồi phục sẽ đến từ EU khi các lò cao trở lại hoạt động trong bối cảnh nguyên vật liệu giảm và Ấn Độ tăng cường sản xuất phục vụ mục tiêu xây dựng hạ tầng của Chính phủ nước này.

Hình 140: Dù các khu vực khác phục hồi, sản lượng suy giảm từ TQ dẫn đến nguồn cung thép thế giới dự kiến giảm khoảng 1% svck vào năm 2024

Thị trường	Đánh giá
TQ cắt giảm sản lượng	TQ dự kiến cắt giảm 2% sản lượng thép bằng cách đóng cửa 1 số nhà máy lạc hậu tại Đường Sơn. Theo S&P Global, các biện pháp hạn chế sản xuất thép bắt đầu áp dụng vào T10/2023.
Nguồn cung từ Thổ Nhĩ Kỳ	Công suất của các nhà máy thép đã giảm 30% svck do ảnh hưởng của động đất vào Q1/2023. Sản lượng sản xuất thép trong 8T/2023 đã giảm 12% svck và dự kiến giảm khoảng 7% svck vào 2024.
Ấn Độ tăng sản lượng	Theo Hiệp hội Thép Ấn Độ (ISA), các DN nước này tiếp tục tăng công suất hoạt động lò cao trong bối cảnh giá nguyên liệu giảm và nhu cầu tăng do đẩy mạnh xây dựng hạ tầng. Dự kiến sản lượng sản xuất thép tại Ấn Độ tăng khoảng 8% trong giai đoạn 2023 – 2024.

Sản lượng sản xuất tại EU trong 9T/2023 giảm khoảng 5.2% svck trong bối cảnh chi phí điện ở mức cao. Tuy nhiên, sản lượng dự kiến phục hồi 4% svck vào năm 2024 khi nhu cầu hồi phục và chi phí vận hành lò cao giảm.

- Theo dự báo của Hiệp hội Thép Châu Âu (Eurofer), nhu cầu thép tại EU sẽ giảm 3% svck trong 2023 do nhu cầu từ các ngành tiêu thụ thép lớn xây dựng (35%) và sản xuất ô tô (18%) giảm mạnh bởi chính sách thắt chặt. Tuy nhiên sang năm 2024 với kì vọng chính sách tiền tệ được nới lỏng, vốn đầu tư xây dựng tại EU dự kiến phục hồi 1.3% svck theo Hiệp Hội Xây dựng Châu Âu (FIEC). Bên cạnh đó, sản lượng sản xuất xe sẽ ở mức 11.7 triệu xe (+3% svck) theo dự báo từ Hiệp Hội Nhà Sản xuất Ô tô (ACEA). Nhờ những triển vọng tích cực trên, nhu cầu tiêu thụ thép tại EU kì vọng hồi phục 5.6% svck.
- Bên cạnh EU, Ấn Độ được dự báo sẽ là điểm sáng tiêu thụ thép trên thế giới trong bối cảnh Chính phủ nước này dự kiến giải ngân 120 tỷ USD cho đầu tư công trong năm tới. Theo Hiệp Hội Thép Ấn Độ (ISA), nhu cầu thép dự báo tăng trưởng hơn 7.5% svck vào 2024 và đạt mức 129 triệu tấn.
- Trong năm 2023, nhu cầu suy giảm tại EU và Trung Quốc khiến nhu cầu thép thế giới dự kiến đi ngang svck. Tuy nhiên EU và Ấn Độ sẽ là điểm sáng hỗ trợ nhu cầu trên thế giới và Hiệp Hội Thép thế giới (WSA) dự báo, nhu cầu thép sẽ phục hồi 1.9% svck lên mức 1.8 tỷ tấn thép vào năm 2024.

Sản lượng tại EU

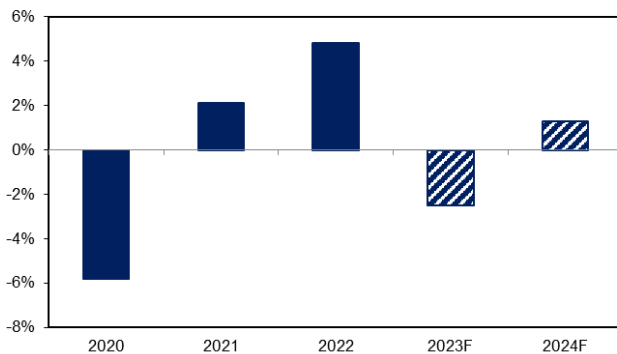
Sản lượng tại Mỹ

Sản lượng sản xuất trong 9T/2023 giảm 1.8% svck khi thị trường BĐS nước này ảm đạm trong bối cảnh FED duy trì lãi suất ở mức cao. Theo Hiệp hội Thép Thế giới (WSA), sản lượng năm 2024 dự kiến tăng nhẹ 2% svck.

Nhu cầu thép thế giới dự kiến đi ngang svck trong năm 2023 và kỳ vọng hồi phục 1.9% svck vào 2024 nhờ động lực từ EU và Ấn Độ

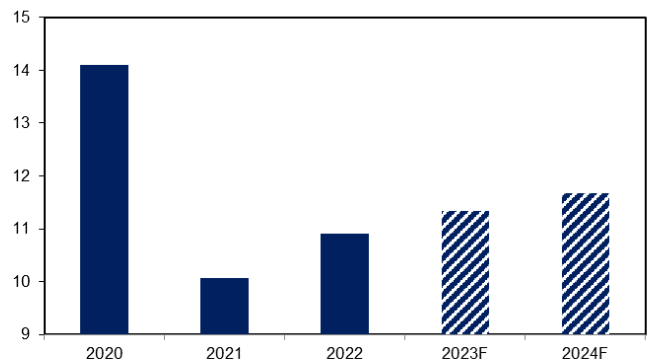
Nhu cầu thép tại EU và Ấn Độ dự kiến tăng trưởng lần lượt 5.6% và 7.5% svck vào 2024

Hình 141: Tăng trưởng dự báo của ngành xây dựng EU



Nguồn: FIEC, MBS Research

Hình 142: Số lượng ô tô sản xuất dự báo tại EU



Nguồn: ACEA, MBS Research

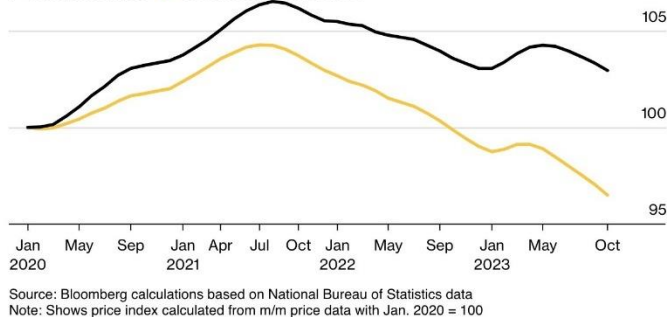
Thị trường bất động sản TQ ảm đạm là rủi ro lớn

Lĩnh vực bất động sản (chiếm khoảng 33% nhu cầu thép tại Trung Quốc) chưa cho thấy dấu hiệu ấm lên trong bối cảnh nguồn cung dư thừa trở thành vấn đề nghiêm trọng cản trở sự phục hồi. Trong tháng 10/2023, giá nhà Trung Quốc tiếp tục điều chỉnh và giảm tháng thứ 3 liên tiếp với mức giảm 0.42% khi nhu

cầu mua nhà vẫn ở mức thấp với doanh số bán nhà có mức suy giảm cao nhất từ đầu năm với con số gần 34% svck.

Hình 143: Giá nhà ở tại TQ giảm mạnh
Chinese Home Prices Worsen

After a pickup earlier in the year, prices falls are getting worse
New home prices Second-hand home prices



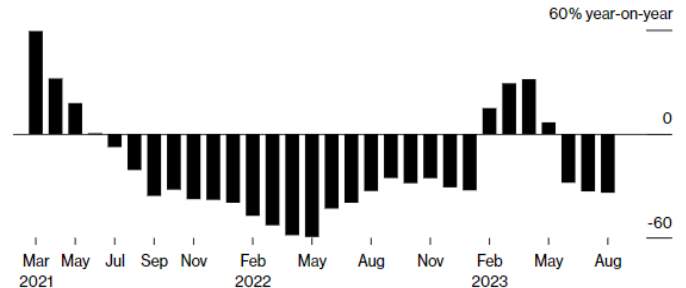
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 144: Doanh số bán nhà tại TQ tiếp tục suy giảm

China Housing Slump Has Lasted More Than Two Years

August sales drop was the deepest in over a year

Sales by China's top 100 property developers



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chính phủ TQ tiếp tục đưa ra những chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản nước này với mục tiêu chính là kích thích nhu cầu của người dân thông qua các hình thức như (1) nới lỏng quy định cho vay thế chấp, (2) giảm lãi vay thế chấp mua nhà, (3) gia hạn một số biện pháp trong chính sách “16 điểm”. Chúng tôi đánh giá, các biện pháp hỗ trợ cần thời gian để phát huy tác dụng và theo dự phóng của chúng tôi thị trường bất động sản nước này có thể ấm lên vào 2024. Nhu cầu thép tại TQ dự kiến giảm nhẹ 1% svck vào năm 2023 theo dự báo của S&P Global, trước khi đi ngang vào năm 2024 trong bối cảnh Chính phủ nước này đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng.

Thị trường thép nội địa và xuất khẩu của Việt Nam dự báo phục hồi tích cực cả về giá và sản lượng trong năm 2024

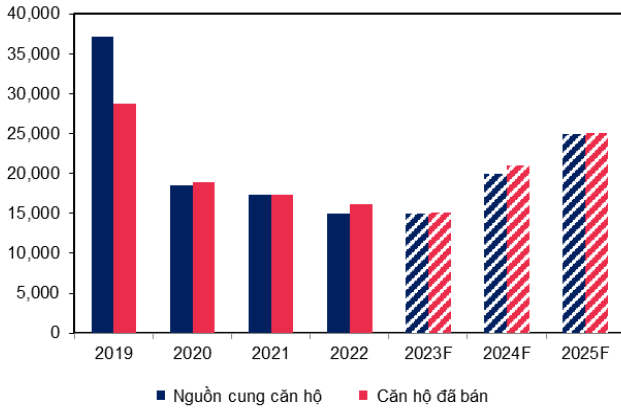
Thị trường nội địa kỳ vọng tiêu thụ tăng 9% svck và giá thép tăng 8% svck vào năm 2024

Nguồn cung BĐS dự kiến cải thiện tác động tích cực đến nhu cầu thép

Theo báo cáo của CBRE, nguồn cung căn hộ dự kiến cải thiện kể từ năm 2024. Nguồn cung căn hộ tại HN dự kiến tăng hơn 33% svck vào năm 2024, đạt mức 20,000 căn hộ và tại HCM nguồn cung đạt khoảng 12,000 căn (+31% svck). Nguồn cung căn hộ phục hồi sẽ tác động tích cực đến nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng nội địa.

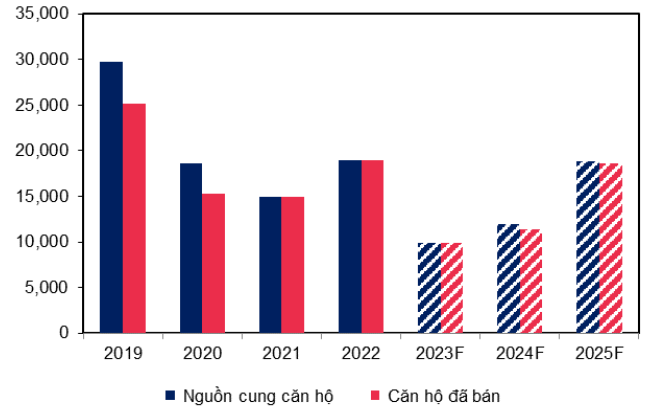
Chúng tôi đánh giá, giá thép xây dựng nội địa hiện nay đã qua vùng đáy khi nhu cầu ấm lên cũng như áp lực giảm giá từ thép TQ hạ nhiệt. Hiện nay, chênh lệch của thép nội địa và TQ đang ở mức 30 – 35 USD/tấn (thấp hơn mức trung bình 50 USD/tấn). Mức chênh lệch thấp sẽ giúp ngành thép nội địa tránh được sự cạnh tranh của thép TQ nhập khẩu vào VN. Giá thép xây dựng nội địa đã chấm dứt đà giảm kéo dài trong 7 tháng khi tăng nhẹ khoảng 3% trong tháng 11. “Điểm đảo chiều của giá thép” cho thấy nhu cầu khả quan hơn trong bối cảnh ngành bất động sản có tín hiệu tích cực.

Hình 145: Nguồn cung căn hộ tại HN (Đơn vị: Căn)



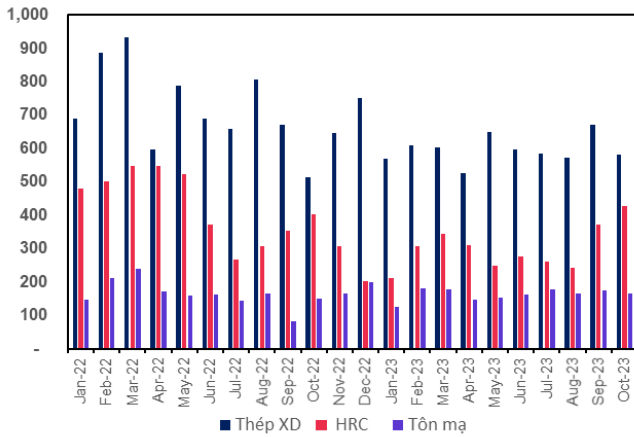
Nguồn: CBRE

Hình 146: Nguồn cung căn hộ tại HCM (Đơn vị: Căn)



Nguồn: CBRE

Hình 147: Sản lượng tiêu thụ thép XD, HRC và tôn mạ (Đơn vị: Nghìn tấn)



Nguồn: VSA, MBS Research

Hình 148: Giá thép xây dựng nội địa (Đơn vị: Nghìn VNĐ)



Nguồn: MBS Research tổng hợp

Hơn nữa, Chính phủ đã ban hành 1 số biện pháp hỗ trợ thị trường bất động sản kể từ đầu năm 2023 nhằm giải quyết vướng mắc pháp lý các dự án. Các chính sách nổi bật như Nghị định 33/NĐ – CP, Nghị định 10/2023/NĐ – CP với mục tiêu tháo gỡ vướng mắc pháp lý nhằm cải thiện nguồn cung thị trường trong thời gian tới. Ngành bất động sản đã xuất hiện nhiều điểm sáng đặc biệt tại phân khúc căn hộ khi các chủ đầu tư như Nam long, Khang Điền và Vinhomes đã mở bán các dự án mới và đạt tỷ lệ hấp thụ trên 70%. Chúng tôi kỳ vọng yếu tố tích cực từ giá thép thế giới và thị trường bất động sản phục hồi từ giữa năm 2024 thúc đẩy giá thép nội địa. Nhờ đó, giá thép xây dựng dự kiến phục hồi lên mức 15 triệu VNĐ/tấn (+8% svck) vào 2024.

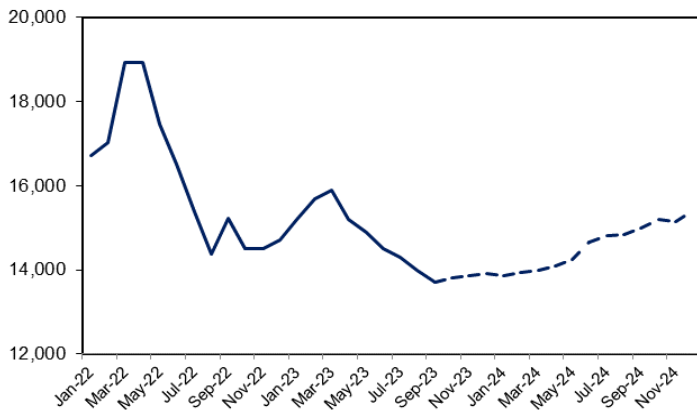
Giá nguyên vật liệu tăng trong ngắn hạn nhưng kỳ vọng giảm nhẹ vào năm 2024 do nhu cầu sản xuất giảm

Từ đầu năm 2023, giá than và quặng duy trì quanh mức 300 USD/tấn (-6% svck) và 115 USD/tấn (+3% svck) nhờ nguồn cung ổn định. Từ tháng 9 giá than và quặng đã tăng hơn 15% svck sau thông tin Chính phủ TQ phát hành thêm trái phiếu để hỗ trợ kinh tế. Chúng tôi đánh giá, đà tăng giá NVL có thể chỉ diễn ra trong ngắn hạn và sẽ hạ nhiệt trong năm 2024 khi nhu cầu sản xuất thép của TQ giảm 1% svck trong năm tới.

Nhu cầu yếu và nguồn cung ổn định khiến giá than và quặng dự kiến tiếp tục giảm nhẹ trong năm 2024. Chúng tôi dự báo, giá than và quặng lần lượt đạt

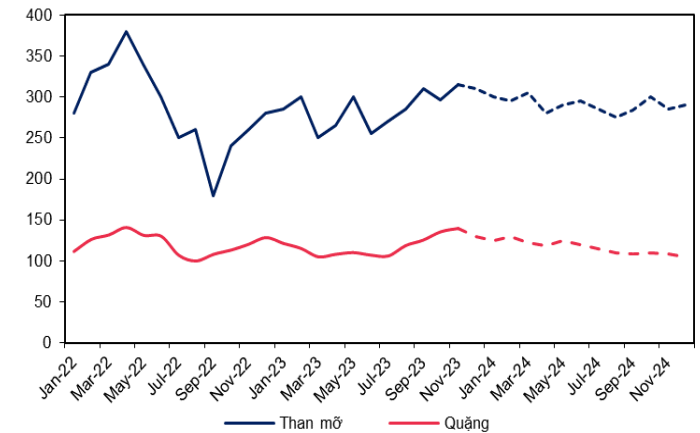
mức trung bình 290 USD/tấn (-7% svck) và 109 USD/tấn (-6% svck) trong 2024. Giá bán hồi phục và nguyên liệu giảm nhẹ sẽ giúp biên gộp của ngành cải thiện.

Hình 149: Dự phóng giá bán thép nội địa (Đơn vị: Nghìn VNĐ/Tấn)



Nguồn: MBS Research

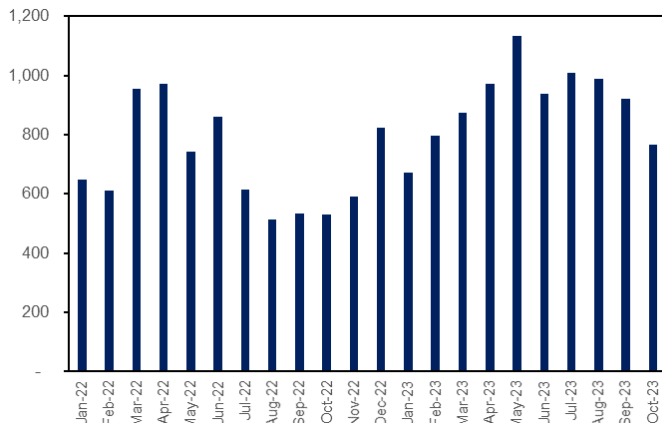
Hình 150: Giá than và quặng dự báo (Đơn vị: USD/Tấn)



Nguồn: S&P Global, MBS Research

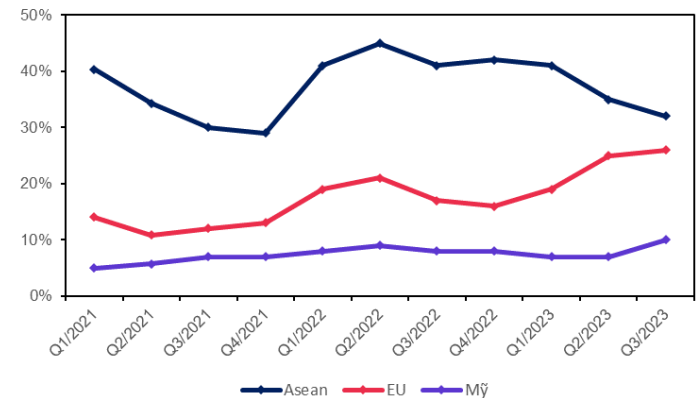
Thị trường xuất khẩu kỳ vọng nhu cầu phục hồi từ EU

Hình 151: Sản lượng xuất khẩu thép phục hồi (Đơn vị: Nghìn tấn)



Nguồn: VSA

Hình 152: Các khu vực xuất khẩu lớn của thép Việt Nam

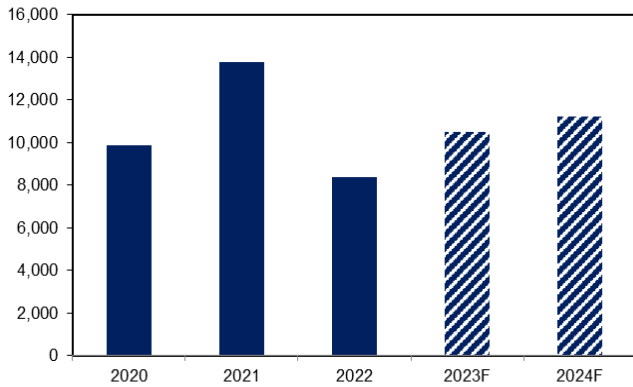


Nguồn: VSA, MBS Research

Xuất khẩu thép trở thành điểm sáng khi hồi phục 29% svck và đạt mức 8.3 triệu tấn sau 9T/2023 do sản lượng xuất khẩu sang EU tăng trên 30% (thị phần xuất khẩu sang EU đã tăng từ 19% lên 26% kể từ Q2/2023). Đóng góp chính đến từ tôn mạ và HRC khi có mức tăng trưởng trên 40% svck. Thiếu hụt nguồn cung tại EU trong bối cảnh chi phí điện tăng mạnh và các đối tác xuất khẩu vào EU như Thổ Nhĩ Kỳ, Nga và Ukraina không thể duy trì sản lượng.

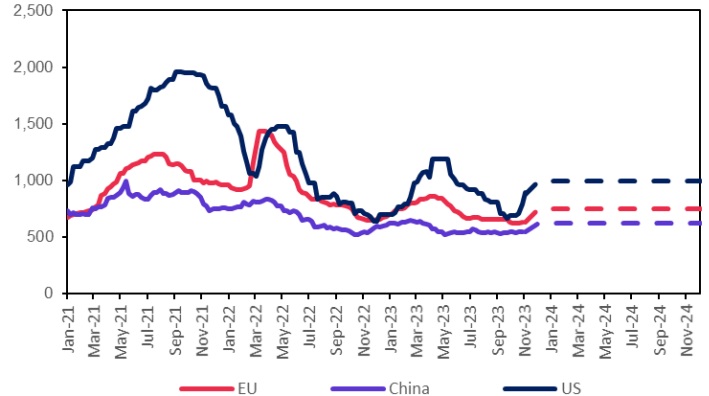
Chúng tôi đánh giá, nhu cầu phục hồi từ EU là yếu tố chính tác động tích cực đến thị trường thép xuất khẩu. Trong bối cảnh các đối tác xuất khẩu chính vào EU không thể duy trì sản lượng, nguồn cung tại EU tiếp tục thiếu hụt. Sản lượng xuất khẩu thép dự kiến lần lượt đạt 10.5 triệu tấn (+25% svck) và 11.2 triệu tấn (+7% svck) vào năm 2023 và 2024. Bên cạnh đó, giá HRC xuất khẩu dự kiến đạt 800 USD/tấn (+8% svck) trong năm 2024.

Hình 153: Sản lượng thép xuất khẩu dự kiến (Đơn vị: Nghìn tấn)



Nguồn: Steel Online, MBS Research

Hình 154: Dự báo giá HRC thế giới (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 155: Các yếu tố tác động đến giá thép xuất khẩu

	Yếu tố vĩ mô – địa chính trị	Tác động lên giá XK	Đánh giá
Nguồn cung	Xung đột tại Châu Phi	🌙	Xung đột tại Niger (chiếm 25% nguồn cung uranium tại EU) gây nên rủi ro thiếu hụt uranium và gián đoạn trong sản xuất điện. Thiếu điện dẫn đến sự thiếu ổn định trong vận hành sản xuất của các công ty thép EU.
	Nguồn cung từ Thổ Nhĩ Kỳ	🌙	Sản lượng sản xuất thép tại Thổ Nhĩ Kỳ (đối tác xuất khẩu thép lớn nhất vào EU) dự kiến giảm 20% svck trong năm 2023 do ảnh hưởng từ động đất. Theo dự báo, sản lượng sản xuất nước này có thể phục hồi 5% svck vào 2024.
Nguồn cầu	Xung đột Nga – Ukraine	🌙	Nga (chiếm 12% thị phần nhập khẩu thép) bị EU cấm xuất khẩu trong khi nguồn cung Ukraine (chiếm 8% thị phần) bị gián đoạn do xung đột.
	Nhu cầu hồi phục tại EU	🌙	Theo Eurofer, nhu cầu thép tại EU dự kiến hồi phục 5.4% svck khi 2 ngành chiếm tỷ trọng tiêu thụ thép cao là xây dựng (35%) và sản xuất ô tô (18%) phục hồi trở lại. Tổng vốn đầu tư xây dựng và sản lượng sản xuất ô tô dự kiến tăng trưởng lần lượt 1.3% và 3% svck.

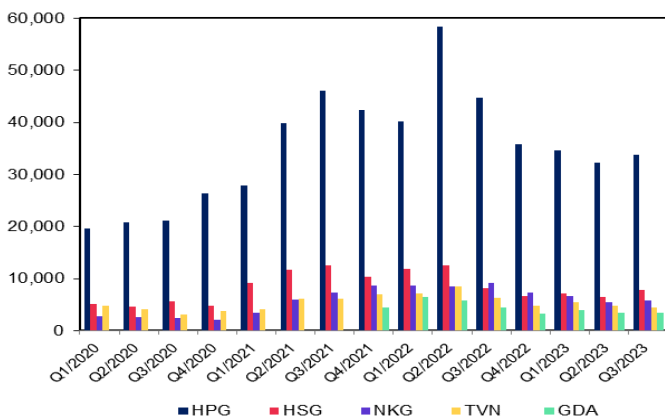
Nguồn: MBS Research. Chú thích: 🌙: Tích cực; 🌑: Tiêu cực

Triển vọng kinh doanh các DN thép trong năm 2024

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của các DN thép cải thiện từ mức trung bình 8% trong năm 2023 lên 13% năm 2024

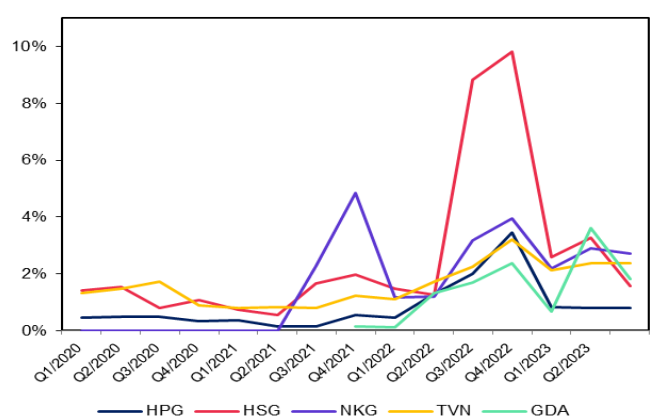
Giá thép thế giới biến động chưa rõ xu hướng khiến các DN có xu hướng quản lý hàng tồn kho thận trọng. Hàng tồn kho tại các DN giảm khoảng trên 25% svck (giá trị NVL giảm khoảng 20%) trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ ở mức thấp và giá NVL biến động. Giá thép tăng trở lại khiến áp lực trích lập dự phòng giảm khoảng 35% svck.

Hình 156: Hàng tồn kho của các DN (Đơn vị: Tỷ đồng)



*Tôn Đông Á (GDA) chỉ công bố BCTC theo quý từ năm 2022. Nguồn: Fiinpro

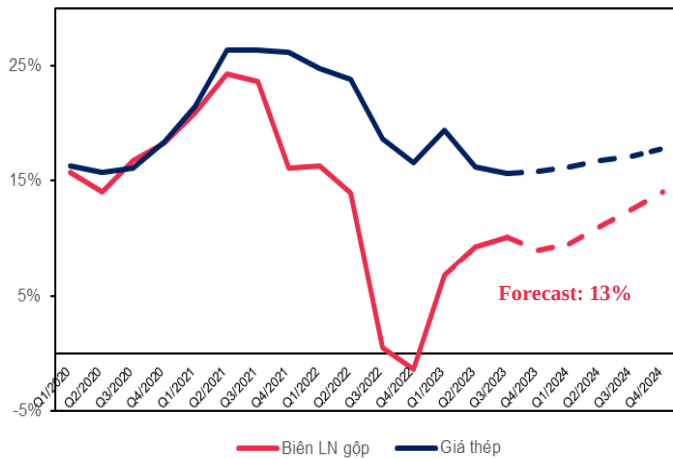
Hình 157: Tỷ lệ trích lập dự phòng HTK



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Biên lợi nhuận gộp của các DN phục hồi sau khi tạo đáy vào nửa cuối năm 2022. Đến năm 2023, giá nguyên vật liệu than và quặng giảm lần lượt 30% và 20% svck đã tác động tích cực đến biên gộp của các DN sản xuất thép. Đối với những DN tôn mạ như HSG hay NKG, biên lợi nhuận gộp phân hóa trong bối cảnh giá thép tại EU và Mỹ hạ nhiệt và phụ thuộc vào thời gian kí kết giá và thị trường xuất khẩu của từng DN. Theo dự báo của chúng tôi, giá thép hồi phục khoảng 8% svck và giá NVL giảm nhẹ 6% svck là cơ sở để biên lợi nhuận gộp của các DN trong ngành hồi phục lên mức 13% trong năm 2024.

Hình 158: Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của các DN phục hồi lên mức 13% trong năm 2024



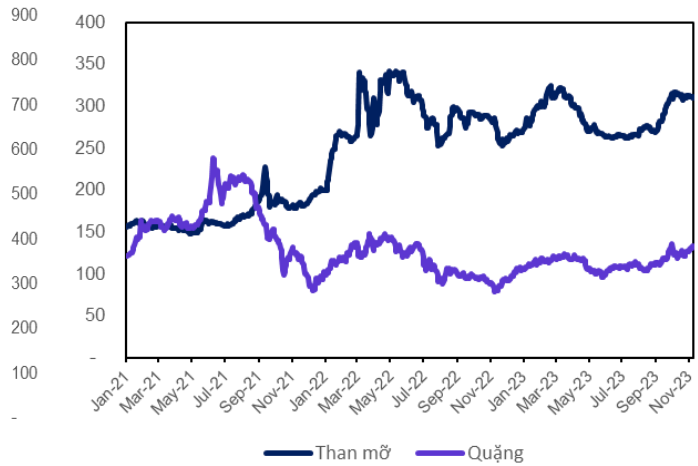
Nguồn: Finpro

Chúng tôi lưu ý rằng, giá than và quặng có xu hướng tăng kể từ đầu T9/2023 trong bối cảnh các nhà máy sản xuất thép tại TQ tăng cường tích trữ tồn kho trước khi phải thực hiện chính sách cắt giảm giảm sản lượng trong năm 2024. Nguồn cung quặng sắt sang 2024 tiếp tục được cải thiện khi sản lượng tại Úc (chiếm 35% nguồn cung toàn cầu) được dự báo tăng 2.9% svck lên mức 1.01 tỷ tấn theo dự báo của Bộ Công nghiệp - Khoa học nước này.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận của các DN thép có thể tăng trưởng 40% svck trong năm 2024

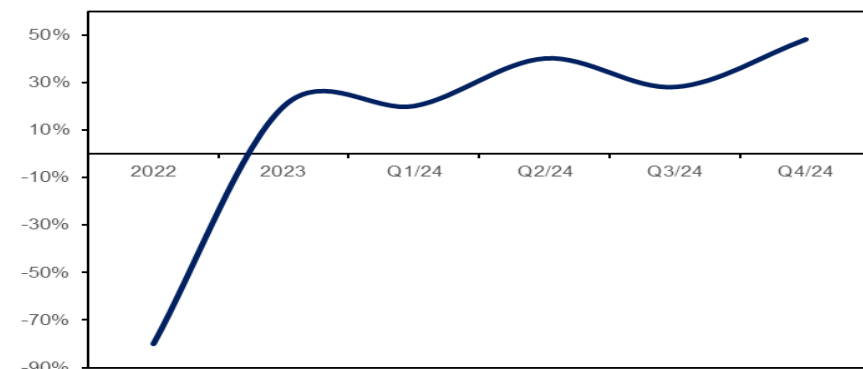
Lợi nhuận các DN ngành thép dự kiến tăng trưởng 40% svck trong năm 2024 nhờ những yếu tố sau (1) Doanh thu dự kiến hồi phục 25% svck nhờ sản lượng và giá bán tăng trưởng 9% và 8% svck. (2) Biên lợi nhuận gộp phục hồi lên mức 13% (so với khoảng 8% của năm 2023). (3) Chi phí tài chính giảm 30% svck trong bối cảnh áp lực tỷ giá và chi phí lãi vay hạ nhiệt.

Hình 159: Giá than và quặng (Đơn vị: USD/Tấn)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 160: Lợi nhuận của các DN ngành thép dự báo tăng trưởng 40% svck trong năm 2024



Nguồn: MBS Research

Hình 161: Bảng dự phóng KQKD các DN ngành thép

Tỷ đồng	HPG			NKG		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Doanh thu	114,928	135,422	170,645	18,760	21,067	24,415
% svck	-18.7%	17.8%	26.0%	-18.7%	12.3%	15.9%
LN gộp	12,491	17,316	30,851	1,131	1,771	1,968
Biên LN gộp (%)	10.9%	12.8%	18.1%	6.0%	8.4%	8.1%
EBITDA	18,506	24,631	38,037	818	1,393	1,519
Biên EBITDA (%)	16.1%	18.2%	22.3%	4.4%	6.6%	6.2%
LN ròng	6,338	10,929	21,783	180	555	763
% svck	-28.6%	72.4%	99.3%	N/A	207.7%	37.6%
EPS (đ/cp)	1,090	1,880	3,746	683	2,107	2,896
BVPS (đ/cp)	17,748	19,500	20,264	21,050	21,996	24,085
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	-1,563	-2,257	-2,280	-12,344	-10,060	-7,327
Nợ/VCSH	0.5	0.6	0.6	0.9	1.0	0.9
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROAE (%)	6.4%	10.2%	18.8%	3.0%	10.0%	12.0%
ROAA (%)	3.7%	6.0%	10.7%	1.0%	4.0%	5.0%

Nguồn: NKG, HPG, MBS dự phóng

Chiến lược đầu tư ngành thép: NKG và HPG

Cổ phiếu	Rating	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
HPG	MUA	32,900	- Nhu cầu phục hồi với kỳ vọng ngành BĐS ấm lên từ giữa năm 2024 tác động tích cực đến giá và sản lượng tiêu thụ của HPG. Giá bán và sản lượng dự kiến tăng trưởng 8% svck và 7% svck. Trong đó, sản lượng xuất khẩu đạt 2.1 triệu tấn (+5% svck) nhờ tín hiệu khả quan từ các thị trường chính như Asean, EU và Mỹ. - Lợi nhuận sau thuế của HPG trong năm 2024 có thể đạt hơn 10,929 tỷ đồng (+70% svck) nhờ các yếu tố (1). Giá bán và sản lượng phục hồi trên 7% svck (2). Biên lợi nhuận gộp phục hồi lên mức 12.8% nhờ giá bán cải thiện và nguyên liệu giảm nhẹ. (3). Tỷ giá ổn định hơn svck giúp chi phí tài chính giảm 30% svck. - Mức định giá P/B đang ở dưới mức trung bình 2 chu kì gần nhất.
NKG	MUA	25,850	- Giá tôn mạ xuất khẩu dự kiến phục hồi lên mức 945 USD/tấn (+8% svck) trong bối cảnh nhu cầu phục hồi tại Mỹ và EU trong năm 2024. Bên cạnh đó, sản lượng xuất khẩu dự báo tiếp tục hồi phục 5% khi nguồn cung tại EU vẫn bị ảnh hưởng bởi giá điện tăng. - Trong đó, sản lượng xuất khẩu đạt 2.1 triệu tấn (+5% svck) nhờ nhu cầu thế giới kỳ vọng phục hồi. Lợi nhuận sau thuế của HPG trong năm 2024 có thể đạt hơn 10,929 tỷ đồng (+70% svck) nhờ các yếu tố (1). Giá bán và sản lượng phục hồi trên 7% svck (2). Biên lợi nhuận gộp phục hồi lên mức 12.8% nhờ giá bán cải thiện và nguyên liệu giảm nhẹ. (3). Tỷ giá ổn định hơn svck giúp chi phí tài chính giảm 30% svck. - Mức định giá P/B đang ở dưới trung bình trong 2 chu kì gần nhất.

Nguồn: HPG, NKG, MBS Research dự phóng

Hình 162: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

		Vốn hóa thị trường (triệu USD)	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
Mã cổ phiếu			2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Hoa Phat Group	HPG VN	6,200	22.4	17.5	1.6	1.2	4.1%	7.2%	7.00%	12.00%
Hoa Sen Group	HSG VN	550	N/A	25.2	1.1	0.9	N/A	0.48%	0.02%	0.60%
Nam Kim Group	NKG VN	280	30.9	11.2	1.2	0.8	1.2%	3.15%	1.4%	4.50%
Steel Pipe JSC	VGS VN	120	18.3	21.5	1.2	1.4	5.20%	4.20%	6.20%	5.50%
Nippon Steel	5401 JP Equity	19,800	4.3	3.9	0.6	0.5	7.25%	8.35%	14.93%	17.30%
Valin Steel Group	000932 CH Equity	5,180	6.2	5.7	0.6	0.5	0.70%	0.82%	1.59%	3.20%
Kobe Steel	5406 JP Equity	4,608	7.2	5.6	0.5	0.6	2.51%	3.60%	3.66%	5.20%
Trung bình		5,248	15.2	11.2	1.0	0.9	3.5%	4.0%	5.0%	6.9%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

NGÀNH DẦU KHÍ: Kỳ vọng vào những dự án thượng nguồn

- Giá dầu Brent được dự báo trung bình ở mức 85 USD/thùng năm 2024, cao hơn khoảng 3.7% so với trung bình ước tính năm 2023.
- Chúng tôi lạc quan hơn về triển vọng của các DN thượng nguồn và trung nguồn do nhiều dự án thăm dò khai thác sẽ được triển khai trong năm 2024 và giá cước vận tải dầu tiếp tục neo cao.
- Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu PVS, PVD và PVT.

Chúng tôi dự báo giá dầu thô Brent 2024 ở mức trung bình 85 USD/thùng

Tồn kho dầu thô của Mỹ tăng mạnh, sản lượng cắt giảm của OPEC+ không đáp ứng được kỳ vọng của thị trường trong khi những quan ngại về nhu cầu thấp và nền kinh tế ảm đạm vẫn còn đó; tất cả những điều này khiến giá dầu chỉ còn duy trì quanh mức 80 USD/thùng trong quý 4/2023 (giảm 18% từ mức đỉnh vào tháng 9/2023). Chúng tôi ước tính giá dầu năm 2023 ở mức 82 USD/thùng và dự báo giá dầu thô trong năm 2024 là 85 USD/thùng và. Theo đó, KQKD của một số DN thuộc khu vực trung nguồn và hạ nguồn dầu khí có thể bị ảnh hưởng tiêu cực do nhu cầu thấp khiến giá bán khí và crack spread các sản phẩm lọc dầu thấp.

Nhiều dự án thăm dò, khai thác dầu khí được kỳ vọng triển khai trong 2024

Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi kỳ vọng hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí sẽ phục hồi khi một số dự án thượng nguồn lớn được kỳ vọng triển khai như Lạc Đà Vàng (693 triệu USD), Sư Tử Trắng giai đoạn 2B (1.3 tỷ USD) và đặc biệt là Lô B – Ô Môn (6.7 tỷ USD). Đây là nguồn công việc lớn cho các doanh nghiệp dầu khí trong nước với tiềm năng từ hoạt động khoan, xây lắp – thi công công trình dầu khí và các dịch vụ liên quan khác. Ở khu vực trung nguồn, mảng vận tải dầu có triển vọng khả quan khi tiếp tục hưởng lợi từ chênh lệch cung-cầu thể giới khiến giá cước duy trì ở mức cao, đặc biệt là mảng vận tải dầu thô. Vì vậy, chúng tôi cho rằng các DN vận tải dầu khí như PVT sẽ có triển vọng tích cực nhờ giá cước tăng đóng góp vào biên lợi nhuận gộp.

Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu PVS, PVD và PVT

Do giá dầu thô còn nhiều ẩn số và có thể không tích cực như kỳ vọng, chúng tôi lựa chọn cổ phiếu dầu khí ưa thích trong năm 2024 là cổ phiếu thượng nguồn (PVS, PVD) và trung nguồn (PVT) vì: (1) hoạt động kinh doanh không chịu ảnh hưởng quá nhiều bởi biến động giá dầu như các cổ phiếu khu vực hạ nguồn dầu khí và (2) triển vọng kinh doanh rõ ràng và chắc chắn trong trung hạn.

Hình 163: Các dự án thượng nguồn dầu khí đáng chú ý trong nước

Dự án	Vị trí	Vốn đầu tư (triệu USD)	Trữ lượng dầu/ khí	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Lô B	Bể Malay - Thổ Chu	6,700	107 tỷ m3 khí		Dự kiến nhận FID			Dự kiến đồng khí đầu tiên	
Sư Tử Trắng - GĐ 2B	Bể Cửu Long	1,300	20 tỷ m3 khí		Dự kiến nhận FID	T9/2025: HĐ hiện tại hết hạn	Dự kiến đồng khí đầu tiên		
Nam Du - U Minh	Bể Malay - Thổ Chu	n/a	171.3 tỷ m3 khí		Đang lập KH phát triển mở		Dự kiến đồng khí đầu tiên		
Lạc Đà Vàng	Bể Cửu Long	693	61 triệu thùng dầu		T11/2023: đã nhận FID		Dự kiến đồng khí đầu tiên		
Kính Ngư Trắng - Kính Ngư Trắng Nam	Bể Cửu Long	650	6 triệu thùng dầu		Dự kiến đồng khí đầu tiên				

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Chuyên viên phân tích



Phạm Thị Thanh Huyền

Huyen.phamthithanh@mbs.com.vn

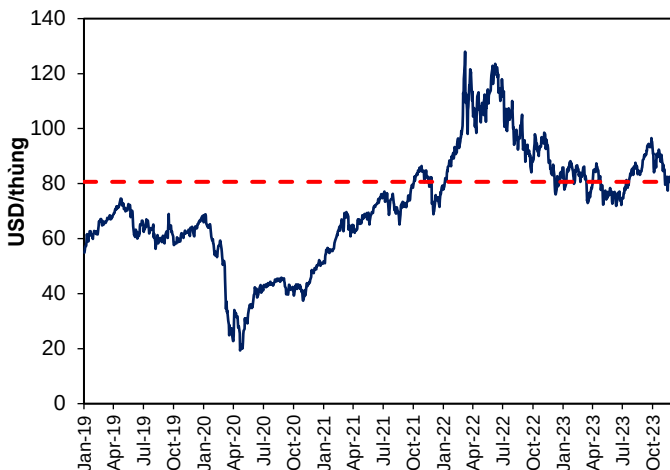
Chúng tôi dự báo giá dầu Brent đạt trung bình 85 USD/thùng trong năm 2024

Cam kết cắt giảm sản lượng của OPEC+ dường như không đủ để thúc đẩy giá dầu tăng khi lo ngại về nhu cầu thấp vẫn hiện hữu

Sau khi lên đến mức đỉnh 96.6 USD/thùng vào cuối tháng 9/2023, giá dầu Brent đã giảm khá mạnh do những lo ngại về nhu cầu yếu lẫn tác động cắt giảm nguồn cung từ phía OPEC+. Bên cạnh đó, tồn kho dầu thô của Mỹ tăng mạnh trở lại kể từ cuối tháng 10/2023 cũng phần nào gây áp lực giảm giá lên dầu thô.

Tại cuộc họp gần nhất vào ngày 30/11/2023, các quốc gia thuộc OPEC+ đã đồng ý cắt giảm sản lượng tự nguyện khoảng 2 triệu thùng/ngày trong Q1/2024, trong đó 1.3 triệu thùng thuộc phần cắt giảm tự nguyện kéo dài của Saudi Arabia và Nga. Như vậy, tổng sản lượng dầu thô thế giới có thể tăng 1.9% trong năm 2024. Mức cắt giảm này dường như vẫn chưa đáp ứng được kỳ vọng của thị trường, do đó giá dầu thế giới vẫn chưa có dấu hiệu tích cực trở lại. Giá dầu Brent hiện chỉ còn duy trì quanh mức 80 USD/thùng trong quý 4/2023.

Hình 164: Diễn biến giá dầu Brent không quá tích cực khi chỉ duy trì quanh vùng 80 USD/thùng trong quý 4/2023



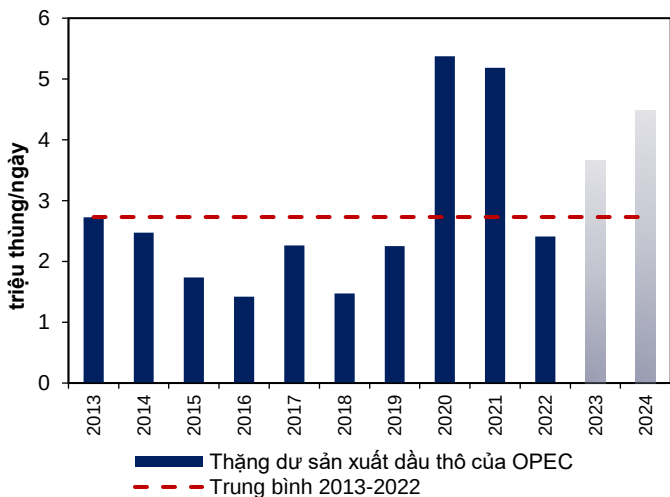
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 165: Tồn kho dầu thô (trừ dự trữ chiến lược) của Mỹ đã tăng mạnh khi nhu cầu sử dụng không lớn, khiến giá dầu gần như lao dốc



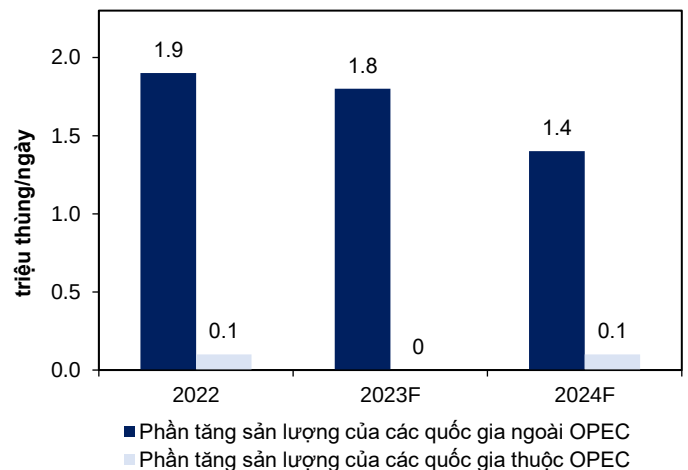
Nguồn: Bloomberg, EIA, MBS Research

Hình 166: Dự báo thặng dư sản xuất dầu thô của OPEC



Nguồn: EIA, MBS Research

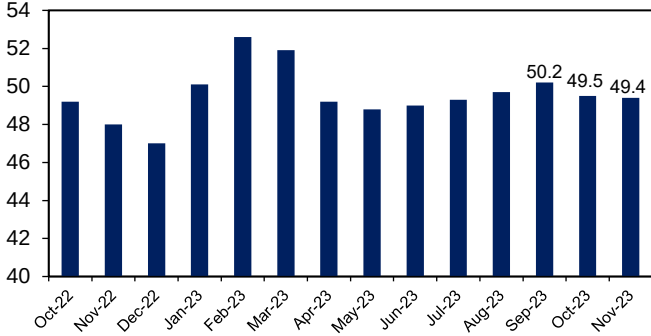
Hình 167: Tổng hợp phần tăng của khối OPEC và ngoài OPEC, sản lượng dầu thô toàn cầu có thể đạt mức tăng 2.5% - 1.9% trong QĐ 2023-2024



Nguồn: OPEC, MBS Research

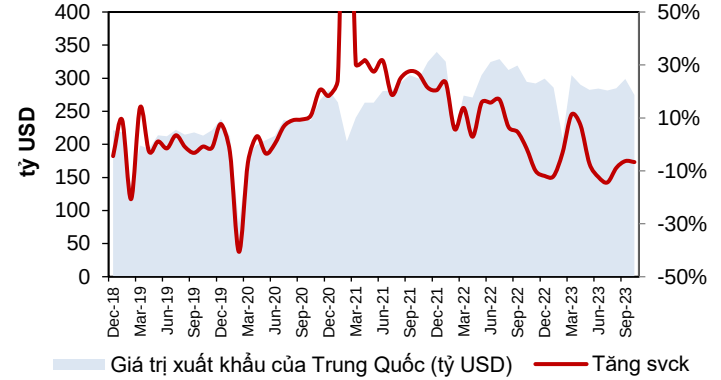
Trong các báo cáo trước, chúng tôi đã đề cập đến việc hồi phục của cầu dầu thô thế giới sẽ phụ thuộc khá nhiều vào nền kinh tế Trung Quốc. Tính đến thời điểm hiện tại, điều chúng tôi quan ngại nhất có thể đang đến gần: Trung Quốc chưa hồi phục với tốc độ như kỳ vọng, dẫn đến: (1) nhu cầu sử dụng dầu thô của nước này giảm và (2) gián tiếp ảnh hưởng tới tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế thế giới nói chung và nhu cầu sử dụng dầu thô thế giới nói riêng.

Hình 168: PMI điều chỉnh theo mùa của Trung Quốc đã xuống dưới mức 50 trong hai tháng gần nhất



*PMI<50 cho thấy hoạt động của các nhà máy suy giảm so với tháng trước
Nguồn: Tổng cục Thống kê Trung Quốc, MBS Research

Hình 169: Giá trị xuất khẩu của Trung Quốc trong 3 tháng gần nhất đều giảm so với cùng kỳ năm trước



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 170: Tăng trưởng nhu cầu dầu thô tại Trung Quốc được kỳ vọng chiếm phần lớn trong tăng trưởng tổng cầu dầu thô toàn thế giới

Khu vực	2022	2023F	% tăng svck	2024F	% tăng svck
OECD	45.75	45.84	0.18%	46.09	0.56%
Châu Mỹ	24.87	25.01	0.56%	25.19	0.72%
Châu Âu	13.51	13.45	-0.40%	13.51	0.41%
Châu Á	7.38	7.38	0.02%	7.40	0.29%
Ngoài OECD	53.90	56.28	4.40%	58.27	3.53%
Trung Quốc	14.85	16.09	7.61%	16.67	3.61%
Trung Đông	8.30	8.64	4.09%	9.02	4.40%
Ấn Độ	5.14	5.37	4.48%	5.59	4.10%
Khác	25.61	26.18	2.23%	26.99	3.09%
Toàn thế giới	99.66	102.11	2.47%	104.31	2.20%

Nguồn: OPEC, MBS Research

Kịch bản giá dầu năm 2024

Trước những số liệu kém tích hơn về nhu cầu sử dụng dầu thô, đồng thời nhận thấy các biện pháp cắt giảm nguồn cung chưa thực sự mạnh tay, chúng cho rằng giá dầu năm 2024 khó có thể vượt mốc 90 USD/thùng như nhiều dự báo được đưa ra trước đó. Chúng tôi thực hiện dự phóng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành dầu khí dựa trên kịch bản giá dầu trung bình năm 2024 là 85 USD/thùng và ước tính giá dầu trung bình 2023 là 82 USD/thùng. Mặc dù mức giá này thấp hơn dự báo cũ của chúng tôi, đây vẫn là mức hỗ trợ tương đối ổn định cho toàn bộ chuỗi giá trị ngành dầu khí của Việt Nam.

Hình 171: Dự phóng giá dầu Brent của một số tổ chức trên thế giới

Tổ chức	Dự báo giá dầu trung bình 2024	Ngày cập nhật
EIA	83 USD/thùng	13/12/2023
Barclays	93 USD/thùng	07/11/2023
S&P Global	85 USD/thùng	08/11/2023
World Bank	81 USD/thùng	30/11/2023

Nguồn: MBS Research tổng hợp

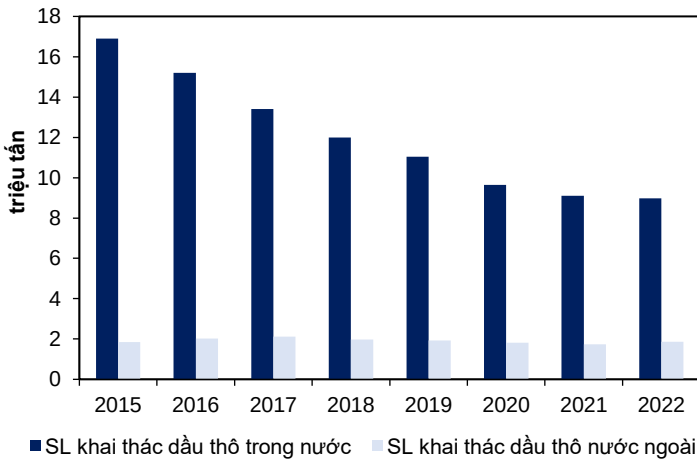
Triển vọng tươi sáng của khu vực thượng nguồn dầu khí

Các dự án trong nước tạo cơ hội cho các doanh nghiệp thượng nguồn ngành dầu khí

Những năm gần đây, hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí của Việt Nam khá trầm lắng mặc dù giá dầu duy trì cao hơn so với mức hòa vốn (55 USD/thùng). Sản lượng khai thác dầu thô trong nước liên tục thấp hơn các năm trước đó, trong khi việc thiếu khí đang trở nên trầm trọng hơn trong 2 năm gần đây và thậm chí không đạt kế hoạch khai thác khí mà PVN đề ra.

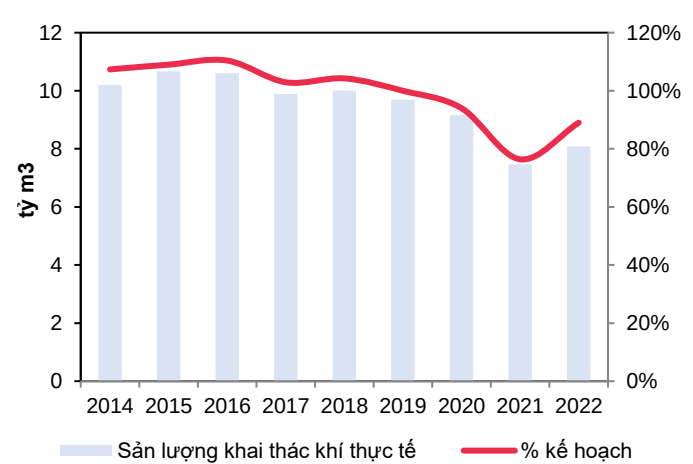
Hoạt động thăm dò, khai thác dầu khí tại các mỏ mới là cần thiết bởi các mỏ dầu khí có đóng góp sản lượng lớn hiện đều đang ở giai đoạn khai thác cuối với độ ngập nước cao và sản lượng suy giảm tự nhiên khoảng 15%-25%/năm. Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi kỳ vọng hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí sẽ phục hồi khi một số dự án thượng nguồn lớn được kỳ vọng triển khai. Đây là nguồn công việc lớn cho các doanh nghiệp dầu khí trong nước với tiềm năng từ hoạt động khoan, xây lắp M&C và các dịch vụ liên quan khác.

Hình 172: Sản lượng dầu thô khai thác trong nước liên tục sụt giảm trong những năm gần đây



Nguồn: PVN, MBS Research

Hình 173: Sản lượng khai thác khí trong nước cũng suy giảm mạnh và thậm chí không đạt kế hoạch đề ra



Nguồn: PVN, MBS Research

Hình 174: Một số dự án thượng nguồn đáng chú ý trong thời gian tới

Dự án	Vị trí	Vốn đầu tư (triệu USD)	Trữ lượng dầu/ khí	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Lô B	Bể Malay - Thổ Chu	6,700	107 tỷ m3 khí		Dự kiến nhận FID			Dự kiến dòng khí đầu tiên			
Sư Tử Trắng - GD 2B	Bể Cửu Long	1,300	20 tỷ m3 khí		Dự kiến nhận FID	T9/2025: HĐ hiện tại hết hạn	Dự kiến dòng khí đầu tiên				
Nam Du - U Minh	Bể Malay - Thổ Chu	n/a	171.3 tỷ m3 khí		Đang lập KH phát triển mở		Dự kiến dòng khí đầu tiên				
Lạc Đà Vàng	Bể Cửu Long	693	61 triệu thùng dầu		T11/2023: đã nhận FID		Dự kiến dòng dầu đầu tiên				
Kinh Ngự Trắng - Kinh Ngự Trắng Nam	Bể Cửu Long	650	6 triệu thùng dầu		Dự kiến dòng dầu đầu tiên						
Cá Voi Xanh	Bể Sông Hồng	4,600	150 tỷ m3 khí		Đang chuẩn bị KH phát triển mở						Dự kiến dòng khí đầu tiên
Báo Vàng - Báo Đen	Bể Sông Hồng	1,321	58 tỷ m3 khí		Đang thăm dò						
Kèn Bầu	Bể Sông Hồng	n/a	200-250 tỷ m3 khí		Đang khám phá						

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Trong số các dự án thượng nguồn sắp được triển khai, chuỗi dự án khí – điện Lô B – Ô Môn là dự án có tổng mức đầu tư lớn nhất và nhận được nhiều sự quan tâm nhất. Mặc dù chúng tôi duy trì quan điểm so với các báo cáo trước và cho rằng quyết định đầu tư cuối cùng (FID) cho dự án này chưa thể được phê duyệt trong năm 2023 mà phải dời sang nửa đầu năm 2024, chúng tôi nhận thấy các động thái trao thầu hạn chế để thực hiện một phần công việc trước khi có FID đã cho thấy phần nào nỗ lực đàm phán của các bên liên quan.

Hình 175: Khối lượng công việc của dự án Lô B – Ô Môn

	Chi phí đầu tư	Quy mô	DN hưởng lợi		Nhận định
Thượng nguồn	6.7 tỷ USD	- 1 giàn xử lý trung tâm CPP - 43 giàn đầu giếng - 1000 giếng khai thác - 1 FSO	PVS		- Đã trúng thầu gói EPCI#1 (1.1 tỷ USD) cùng liên danh với McDermott (thiết kế, xây dựng, lắp đặt cụm giàn công nghệ trung tâm và giàn nhà ở) - Đã trúng thầu gói EPCI#2 (ước tính 400 triệu USD) (thiết kế, mua sắm, chế tạo và lắp đặt giàn thu gom/giàn đầu giếng và hệ thống đường ống nội mỏ)
			PVD		Có thể tham gia vào giai đoạn đầu của dự án từ năm 2025 và khoan các giếng khai thác bổ sung vào giai đoạn sau của dự án
			PVC		Cung cấp dung dịch khoan
			PXS		Thầu phụ
Trung nguồn	1.3 tỷ USD	Đường ống dài hơn 400 km (cả trên biển lẫn trên bờ)	PVS		T12/2023, Liên danh PVS - Lilama 18 đã được nhận gói thầu đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn bao gồm: mua sắm vật tư thiết bị và thi công lắp đặt (đường ống bờ); thiết kế chi tiết và chạy thử (đường ống biển, đường ống bờ)
			PVB		Bọc ống, giá trị gói thầu khoảng 100 triệu USD
			GAS		GAS nắm giữ 51% cổ phần của dự án đường ống dẫn khí --> Hưởng lợi từ 2026 nhờ cước vận chuyển khí và nguồn khí bổ sung từ Lô B.
Hạ nguồn	3.5 tỷ USD	4 nhà máy nhiệt điện khí (Ô Môn 1, 2, 3, 4)	PVS, PXS		Thầu phụ

Nguồn: MBS Research tổng hợp

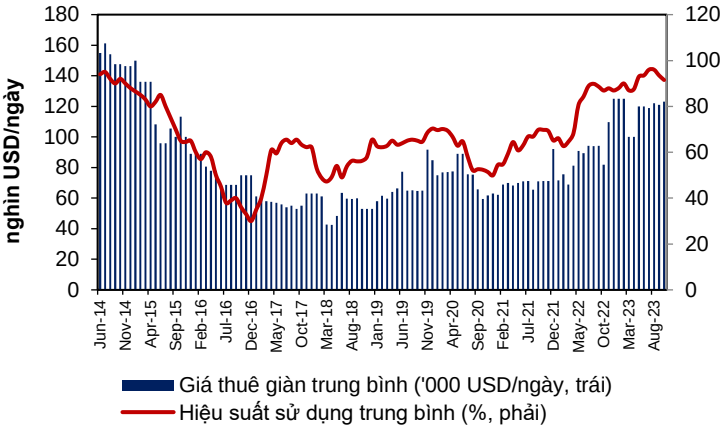
Các dự án thượng nguồn được triển khai tích cực với thông tin gần nhất đến từ quyết định đầu tư cuối cùng của mỏ Lạc Đà Vàng và gói EPCI#2 của Lô B – Ô Môn hứa hẹn đem lại nguồn công việc dồi dào cho các doanh nghiệp khu vực thượng nguồn dầu khí, đặc biệt là PVS. Mặc dù PVD có định hướng cho thuê các giàn khoan tự nâng tại nước ngoài đến hết năm 2024, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp này vẫn sẽ hưởng lợi từ các dự án trên nhờ đảm nhận khối lượng công việc liên quan đến dịch vụ khoan dầu khí giai đoạn sau 2024.

Thị trường giàn khoan khởi sắc

Thị trường khoan trên thế giới trong năm 2023 liên tục ấm lên và đạt hiệu suất trên 80% đối với các giàn tự nâng. Nhu cầu thăm dò và khai thác dầu khí tại khu vực Trung Đông tăng mạnh (Saudi Aramco và Adnoc đều có kế hoạch tăng sản lượng thêm 8.3% và 7.0%) đã tạo ra làn sóng chuyển dịch các giàn khoan tự nâng về khu vực Trung Đông và gián tiếp gây thiếu hụt giàn khoan tại các khu vực khác trên thế giới. Tại Đông Nam Á, nhu cầu giàn khoan nói chung và giàn tự nâng nói riêng tăng mạnh nhờ: (1) các chiến dịch khoan mới đang được triển khai tại Malaysia, Indonesia và (2) các hợp đồng khoan có xu hướng kéo dài hơn và dao động quanh mức 750 ngày đến 1000 ngày kể từ năm 2024.

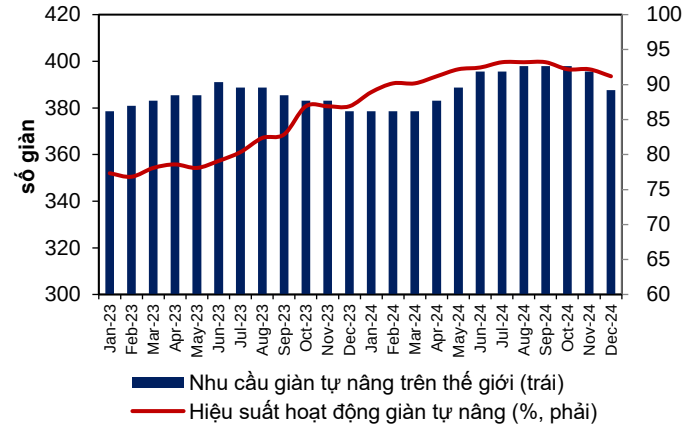
Ở phía nguồn cung, số lượng giàn khoan mới trong giai đoạn 2024 là không nhiều, dẫn đến giá thuê giàn khoan tăng cao trên thế giới nói chung và khu vực Đông Nam Á nói riêng. Hiệu suất hoạt động của các giàn khoan tự nâng tại Đông Nam Á đang đạt mức rất cao, luôn trên 90% trong 6 tháng gần đây và cao nhất kể từ năm 2021; giá thuê duy trì ổn định ở mức cao khoảng 110 nghìn USD/ngày. Chúng tôi cho rằng mức giá thuê này sẽ tiếp tục duy trì thậm chí tăng cao vào năm 2024 khi giàn khoan ngày càng khan hiếm.

Hình 176: Giá thuê giàn và hiệu suất hoạt động giàn khoan tại khu vực Đông Nam Á liên tục duy trì ở mức cao trong 6 tháng gần đây



Nguồn: S&P Global, MBS Research

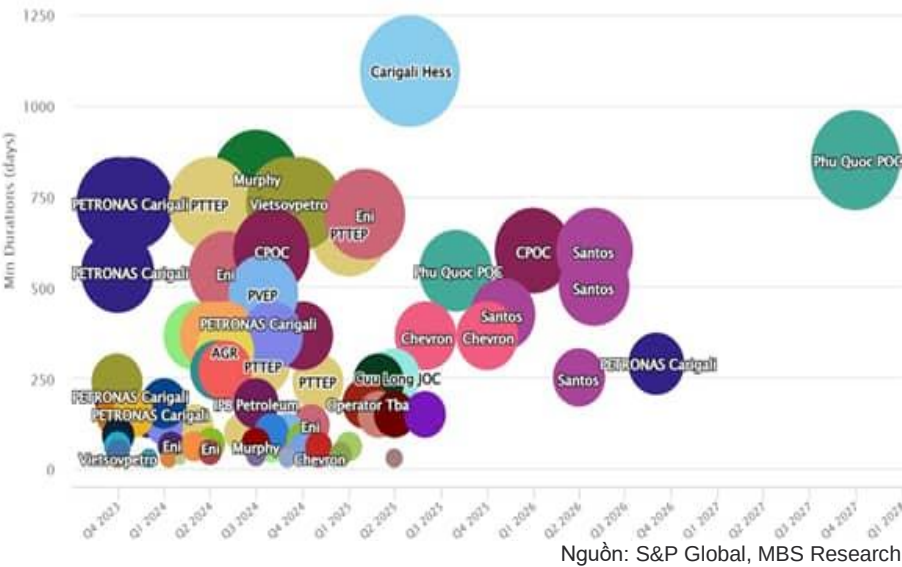
Hình 177: Ngành khoan trên thế giới được dự báo sẽ tiếp tục đi lên nhờ nhu cầu tăng trong khi nguồn cung giàn không tăng mạnh



Nguồn: Wood Mackenzie, MBS Research

Tại thị trường trong nước, hiện có khoảng 13 cuộc đấu thầu giàn khoan nhưng hầu hết các chiến dịch khoan được đấu thầu này đều khá ngắn. Sang năm 2024, thị trường khoan được kỳ vọng sẽ sôi nổi hơn với các chiến dịch khoan bớt rời rạc hơn khi một số dự án thượng nguồn lớn được triển khai như Lạc Đà Vàng (đã nhận FID trong T11/2023), Sư Tử Trắng 2B và Lô B – Ô Môn.

Hình 178: Nhu cầu khoan tại khu vực Đông Nam Á từ nay đến hết 2027



Nguồn: S&P Global, MBS Research

Trung nguồn: Chờ đợi biến chuyển tích cực trong trung hạn

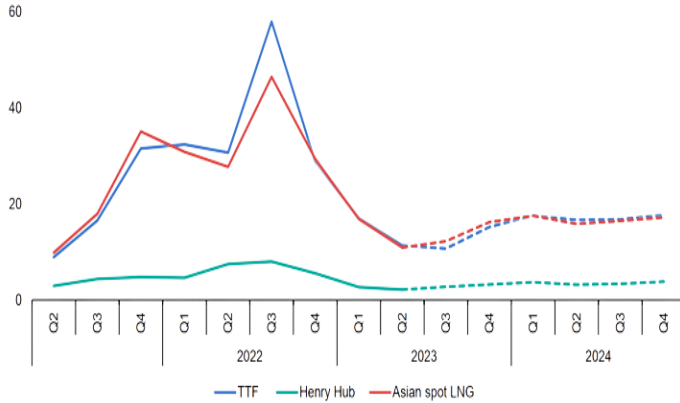
Triển vọng trung hạn tích cực từ xu hướng dịch chuyển điện khí LNG

Theo Quy hoạch Điện VIII, đến năm 2030, tổng công suất điện khí LNG sẽ là 22,400 MW tương đương 14.9% tổng công suất nguồn điện của cả nước. Trước bối cảnh giá khí trong nước tăng cao do chưa kịp khai thác mỏ khí mới, chúng tôi cho rằng giá LNG sẽ có thể cạnh tranh được với giá khí trong nước ít nhất đến hết năm 2026 và duy trì dự báo giá LNG nhập khẩu năm 2024 ở mức 14 USD/mmbtu.

GAS là doanh nghiệp được hưởng lợi trong trung hạn nhờ xu hướng dịch chuyển sang điện khí LNG. Xu hướng này sẽ giúp GAS duy trì được hoạt động cung cấp khí, ngay cả khi trữ lượng khí tại các mỏ khai thác hiện tại không còn nhiều và các mỏ mới chưa kịp khai thác và đi vào hoạt động. Kho cảng LNG Thị Vải của GAS với mức đầu tư 6.5 nghìn tỷ đồng cũng đã được chính thức khánh

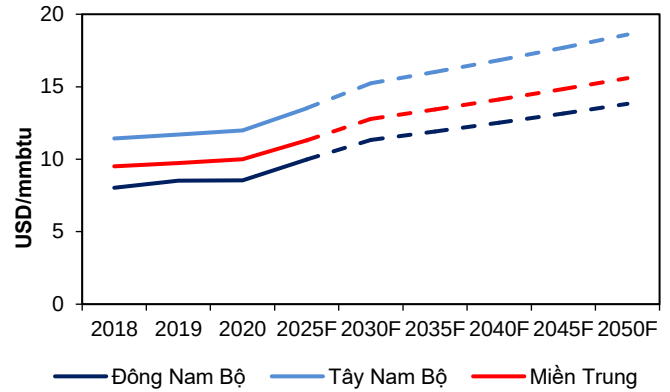
thành vào cuối T10/2023 vừa qua, sẵn sàng cung cấp LNG cho các nhà máy điện NT3 & NT4 từ năm 2025.

Hình 179: Dự phóng của IEA về biến động giá spot LNG tại khu vực châu Á đến năm 2024 theo giá TTF Hà Lan và Henry Hub



Nguồn: IEA, MBS Research tổng hợp

Hình 180: Dự báo giá khí tự nhiên trong nước đến 2050 theo QHĐ8

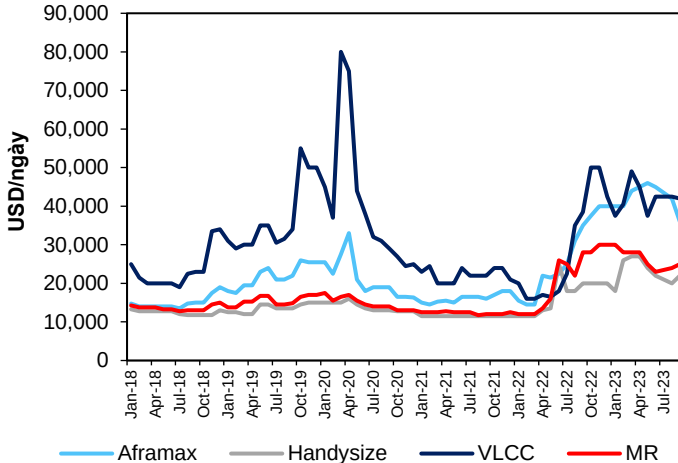


Nguồn: Viện Năng lượng, MBS Research tổng hợp

Cước vận tải dầu khí duy trì cao, tác động tích cực đến DN vận tải dầu khí

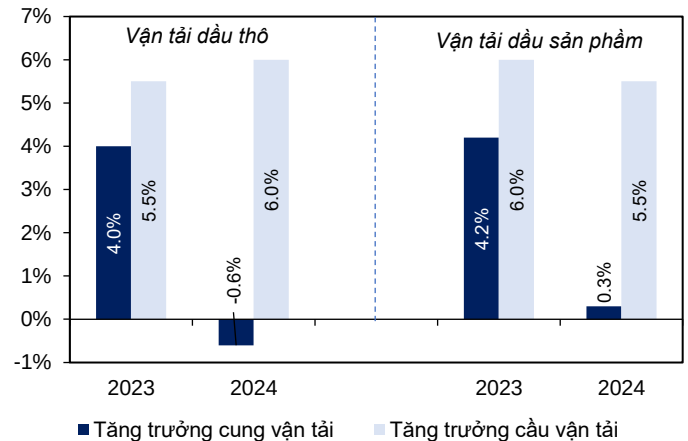
Nhu cầu vận tải tấn-dặm đối với dầu thô và dầu sản phẩm trên thế giới được dự báo liên tục tăng, trong khi nguồn cung tàu mới và tốc độ vận chuyển hạn chế dẫn đến cước vận tải dầu thô và dầu sản phẩm tăng cao trong thời gian vừa qua. Chúng tôi cho rằng giá cước này sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao ít nhất đến hết năm 2024 nhờ chênh lệch cung-cầu thế giới, từ đó tác động tích cực đến các doanh nghiệp vận tải dầu như PVT. Tuy nhiên, giá cước vận tải của các doanh nghiệp vận tải dầu này vẫn có thể bị ảnh hưởng nếu nhu cầu tấn-dặm không cao như kỳ vọng do ảnh hưởng từ nền kinh tế ảm đạm.

Hình 181: Giá cho thuê định hạn một số loại tàu dầu thô trên thế giới



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 182: Dự báo chênh lệch cung- cầu vận tải dầu thế giới



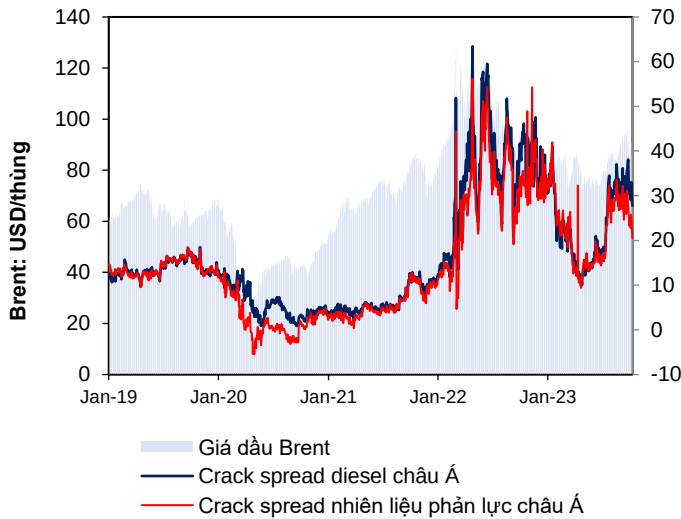
Nguồn: MBS Research

Hạ nguồn: Biên lợi nhuận lọc dầu có thể chỉ tăng nhẹ

Ở các báo cáo trước, chúng tôi đã kỳ vọng crack spread các sản phẩm dầu diesel và nhiên liệu bay sẽ neo cao trong năm 2024 nhờ (1) nhu cầu du lịch hồi phục khi nền kinh tế hồi phục và (2) El Nino dự kiến kéo dài đến hết 2024 và gây ra thiếu hụt năng lượng. Tuy nhiên, những số liệu vĩ mô trong các tháng gần đây không quá khả quan, có thể đi kèm với việc cầu tiêu thụ các sản phẩm lọc dầu không cao như dự kiến và crack spread các sản phẩm này thấp hơn kỳ vọng ngay cả khi nguồn cung thắt chặt. Điều tương tự đã xảy ra với dầu thô và giá dầu thô hiện tại đã phản ánh phần nào tác động của nguồn cầu ảm đạm.

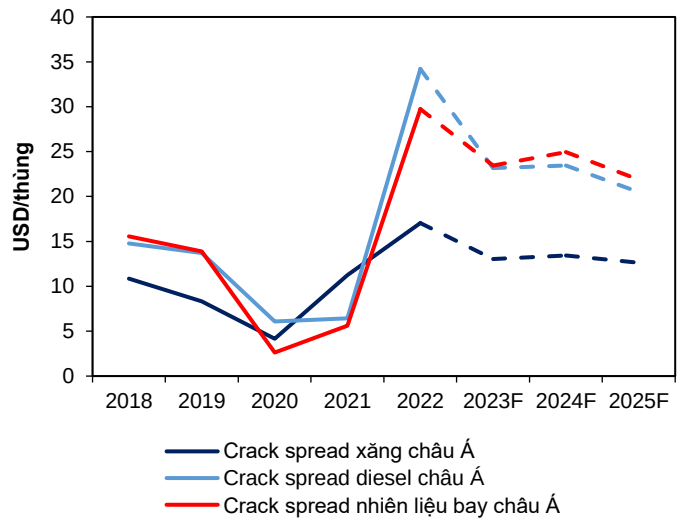
Vì lý do liên quan đến rủi ro nhu cầu thấp nếu trên, chúng tôi thực hiện điều chỉnh dự phóng các loại crack spread tham chiếu xuống thấp hơn 5% so với dự báo trước đó. Theo đó, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của các doanh nghiệp hạ nguồn mảng lọc hóa dầu cũng sẽ bị ảnh hưởng giảm bớt phần tích cực so với các dự phóng trước đây. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn dự báo crack spread tham chiếu năm 2024 cao hơn một chút so với ước tính năm 2023: crack spread xăng châu Á năm 2024F đạt 13.4 USD/thùng (2023E: 13.0 USD/thùng), crack spread diesel châu Á năm 2024F đạt 23.5 USD/thùng (2023E: 23.2 USD/thùng).

Hình 183: Những nhân tố về cung và cầu thường tác động đến giá dầu thô và crack spread theo cùng chiều...



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 184: ... do đó chúng tôi thực hiện điều chỉnh dự phóng các loại crack spread tham chiếu, sau khi điều chỉnh dự phóng giá dầu thô



Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

Chiến lược đầu tư ngành Dầu khí: “Ăn chắc, mặc bền” với cổ phiếu thượng nguồn và trung nguồn

Do giá dầu thô có thể biến động nhưng vẫn duy trì ở mức cao, chúng tôi lựa chọn cổ phiếu dầu khí ưa thích trong năm 2024 là các cổ phiếu thượng nguồn (PVD, PVS) và trung nguồn (PVT) với lý do: (1) hoạt động kinh doanh không chịu ảnh hưởng quá nhiều từ biến động giá dầu như các cổ phiếu ở khu vực hạ nguồn dầu khí và (2) triển vọng kinh doanh rõ ràng và chắc chắn trong trung hạn. Trong khi lợi nhuận của PVD trong năm 2024 được kỳ vọng gây ấn tượng bởi giá thuê giàn tăng cao đóng góp trực tiếp vào biên lợi nhuận gộp, PVS và PVT lại được kỳ vọng tăng trưởng vững chắc trong trung - dài hạn và chúng tôi cho rằng định giá của các cổ phiếu này vẫn khá hấp dẫn so với tiềm năng.

Hình 185: Một số cổ phiếu ngành dầu khí

Mã cổ phiếu	Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	Khuyến nghị	Nhận định
PVS *	47,000	MUA	- Các dự án thượng nguồn được kỳ vọng triển khai trong năm 2024 như Lạc Đà Vàng và Lô B – Ô Môn dự kiến sẽ đem lại khối lượng công việc dồi dào cho PVS. Doanh nghiệp đã được trao thầu hạn chế gói EPCI#1 (1.1 tỷ USD) và EPCI#2 (100 triệu USD), dự kiến thực hiện trong năm 2024, mang lại triển vọng tích cực cho mảng M&C. - Giá dầu được điều chỉnh giảm so với dự phóng cũ nhưng vẫn duy trì ở mức khá cao (85 USD/thùng), giúp lợi nhuận mảng FSO/FPSO duy trì ổn định - Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của PVS trong giai đoạn 2023-2024 đạt lần lượt 946 và 1,184 tỷ VNĐ (tăng 7.1% và 25.2% svck)
PVD *	34,700	MUA	- PVD được dự kiến sẽ tiếp tục có nguồn công việc ổn định và liên tục trong thời gian tới khi cung giàn khoan tự nâng tại khu vực Đông Nam Á thất chặt theo nhu cầu trong khu vực tăng cao và các dự án thượng nguồn dầu khí trong khu vực có tiến triển. Theo thông tin của chúng tôi, tất cả các giàn khoan của PVD đều đã có việc làm đến hết năm 2024. Mặc dù dự kiến cho thuê các giàn khoan tại nước ngoài, PVD vẫn có thể hưởng lợi từ các dự án thượng nguồn trong nước được triển khai nhờ cung cấp dịch vụ khoan cho các dự án này. - Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của PVD trong giai đoạn 2023-2024 đạt lần lượt 495 tỷ VNĐ (cùng kỳ lỗ 103 tỷ) và 983 tỷ VNĐ (tăng 139% svck) nhờ giá thuê tăng mạnh và hiệu suất tăng đóng góp trực tiếp vào biên LNG.
PVT *	30,100	MUA	- Mảng vận tải dầu của PVT được dự báo hưởng lợi nhờ chênh lệch cung-cầu vận tải dầu thế giới (hải trình và khối lượng tăng với tốc độ nhanh hơn đội tàu và tốc độ di chuyển). PVT cũng đang triển khai mở rộng đội tàu nhanh hơn dự kiến với kế hoạch đầy tham vọng (85 tàu vào năm 2025). - Việc tăng giá dầu thô sẽ giúp giá cước vận tải tải ký của PVT tại các hợp đồng mới cao hơn dự kiến; đặc biệt, biên lợi nhuận mảng vận tải dầu thô tăng cao trên 30% vào Q2/2023 nhờ giá cước tải ký tích cực. - Chênh lệch cung-cầu vận tải dự kiến sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2024 và hỗ trợ lợi nhuận của PVT duy trì ở mức cao. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của PVT trong giai đoạn 2023-2024 đạt lần lượt 1,055 và 1,133 tỷ VNĐ (tăng 23% - 7% svck)
GAS	82,700	NẮM GIỮ	- GAS đóng vai trò quan trọng trong cung cấp LNG cho các nhà máy điện khí và có thể nhận được nguồn khí cấp mới khi dự án khí điện Lô B - Ô Môn đang có những tiến triển tích cực. - Tuy nhiên, việc điều chỉnh hạ dự báo giá dầu xuống khoảng 9% so với dự báo cũ đã ảnh hưởng tới giá bán khí dự phóng của GAS; đồng thời trong buổi giao ban gần nhất, GAS cũng dự kiến sản lượng khí khô trong năm 2024 chỉ đạt khoảng 6.4 tỷ m3 - giảm mạnh so với 2023 (khoảng 7.3 tỷ m3), khiến triển vọng lợi nhuận của doanh nghiệp này trong năm 2024 khá ảm đạm. - Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của GAS trong giai đoạn 2023-2024 đạt lần lượt 11,929 và 11,664 tỷ VNĐ (lần lượt giảm 19% svck và 2% svck).
BSR	23,100	MUA	- Chúng tôi điều chỉnh dự phóng giá dầu thô và biên lợi nhuận lọc dầu trong năm 2024 nhằm phản ánh nguy cơ đến từ nền kinh tế phục hồi chậm và nhu cầu sử dụng các sản phẩm lọc dầu thấp hơn kỳ vọng. Theo đó, giá dầu năm 2024 được dự phóng ở mức 85 USD/thùng (dự báo cũ: 92 USD/thùng) và crack spread các sản phẩm lọc dầu giảm 5% so với dự báo cũ. - Việc chuyển sản niêm yết của BSR dường như không thể thực hiện được trong năm 2023 và vẫn gặp nhiều khó khăn liên quan đến vấn đề pháp lý. - Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của BSR trong giai đoạn 2023-2024 đạt lần lượt 7,498 và 5,488 tỷ VNĐ (lần lượt giảm 49% svck và 27% svck)

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Hình 186: Dự phóng KQKD một số cổ phiếu ngành dầu khí

Tỷ đồng	2022	PVS 2023F	2024F	2022	PVD 2023F	2024F	2022	PVT 2023F	2024F
Doanh thu	16,373	18,629	25,586	5,432	5,545	6,293	9,047	9,058	10,168
% svck	14.8%	13.8%	37.3%	35.9%	2.1%	13.5%	21.3%	0.1%	12.2%
LN gộp	915	907	1,128	577	1,102	1,754	1,655	1,734	1,933
Biên LN gộp (%)	5.6%	4.9%	4.4%	10.6%	19.9%	27.9%	18.3%	19.1%	19.0%
EBITDA	479	404	634	850	1,576	2,149	2,430	2,026	2,289
Biên EBITDA (%)	10.4%	9.9%	8.5%	15.0%	31.2%	35.8%	31.7%	28.6%	28.6%
LN ròng	884	946	1,184	-103	495	983	857	1,055	1,133
% svck	31.0%	7.1%	25.2%	n/a	n/a	138.8%	29.9%	23.0%	7.4%
EPS (đ/cp)	1,849	1,979	2,478	-211	889	1,767	2,649	3,259	3,501
BVPS (đ/cp)	25,564	27,075	29,146	24,896	26,087	27,925	18,546	21,919	25,995
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	19,467	20,595	26,125	2,998	5,283	7,641	10,508	14,542	19,008
Nợ/VCSH	10.6%	10.5%	10.1%	27.2%	24.3%	20.9%	46.1%	57.3%	61.5%
Tỷ suất cổ tức (%)	2.3%	2.4%	2.4%	n/a	0.6%	0.3%	0.5%	2.7%	1.2%
ROAE (%)	7.3%	7.5%	8.8%	-0.8%	3.5%	6.5%	15.3%	16.1%	14.6%
ROAA (%)	3.5%	3.4%	3.6%	-0.5%	2.4%	4.6%	6.4%	6.7%	6.1%

Tỷ đồng	GAS			BSR		
	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
Doanh thu	100,724	91,369	86,706	167,124	136,052	120,677
% svck	27.5%	-9.3%	-5.1%	65.3%	-18.6%	-11.3%
LN gộp	21,315	17,035	16,411	16,096	8,539	6,537
Biên LN gộp (%)	21.2%	18.6%	18.9%	9.6%	6.3%	5.4%
EBITDA	20,822	16,837	16,469	16,865	9,380	7,406
Biên EBITDA (%)	22.0%	20.4%	21.1%	10.8%	7.9%	7.1%
LN ròng	14,798	11,929	11,664	14,726	7,498	5,488
% svck	70.6%	-19.4%	-2.2%	119.3%	-49.1%	-26.8%
EPS (đ/cp)	7,732	6,232	6,094	4,750	2,418	1,770
BVPS (đ/cp)	31,274	34,034	36,653	16,531	18,238	19,374
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	14,904	15,745	18,404	5,183	8,733	9,380
Nợ/VCSH	9.9%	8.6%	6.6%	17.5%	17.4%	21.4%
Tỷ suất cổ tức (%)	3.3%	3.8%	3.8%	2.3%	3.8%	1.6%
ROAE (%)	26.7%	19.1%	17.2%	33.2%	13.9%	9.4%
ROAA (%)	18.3%	14.1%	13.1%	20.3%	9.2%	6.3%

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Hình 187: So sánh một số cổ phiếu ngành dầu khí

Công ty	Mã CK	Giá mục tiêu 2024	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	P/E (lần) TTM	P/B (lần) Hiện tại	ROA%		ROE (%)	
		VNĐ/cp				2023F	2024F	2023F	2024F
Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam	PVS	47,000	18,019	17.2	1.4	3.3	4.1	7.1	9.6
Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí	PVD	34,700	15,120	35.7	1.0	2.4	5.5	3.5	7.8
Tổng CTCP Vận tải Dầu khí	PVT	30,100	8,188	8.5	1.3	6.7	6.1	16.1	14.7
Tổng Công ty Khí Việt Nam	GAS	82,700	176,619	14.1	2.9	14.1	13.1	19.1	17.2
CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn	BSR	23,100	57,049	3.9	1.1	9.2	6.3	13.9	9.4
Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam	PLX	n/a	43,645	13.3	1.7	4.6	5.1	12.9	12.8

Nguồn: Bloomberg, MBS Research dự phóng và tổng hợp

NGÀNH ĐIỆN: Xây lắp hạ tầng điện là trọng tâm trong 2024

- Trong 2024, dự kiến huy động nhiệt điện sẽ tích cực hơn. Trong đó, điện than hưởng lợi từ nhu cầu cao miền Bắc trong khi điện khí phục hồi từ nền thấp.
- Xây lắp điện sẽ là trọng tâm ngành trong 2024, củng cố bởi nhu cầu cấp bách truyền tải Nam – Bắc và những tín hiệu mới từ chính sách NLTT.
- Chúng tôi lựa chọn PC1 cho chiến lược đầu tư ngành điện 2024, với vị thế là doanh nghiệp xây lắp hạ tầng điện và EPC điện gió đầu ngành.

Dự kiến tăng trưởng sản lượng điện 2024 sẽ cải thiện từ nền thấp

Trong 2023, chúng tôi dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện ở mức thấp, đạt 4.5% svck, thấp hơn so với dự báo QHĐ8 là 9.1%. Chúng tôi nhận thấy lý do chính đến từ nhu cầu điện cho sản xuất công nghiệp giảm sút trong bối cảnh nền kinh tế và xuất khẩu đình trệ. Theo đó, sự phục hồi của nhóm ngành này trong 2024 sẽ giúp tăng trưởng nhu cầu điện đạt 8.4% svck đúng với kịch bản thấp QHĐ8, hỗ trợ cải thiện sản lượng huy động các nguồn điện. Chúng tôi nhận thấy những sự kiện trong 2023, là cơ sở cho triển vọng 2024 tích cực hơn bao gồm 1) Tăng giá điện bán lẻ sẽ cải thiện dòng tiền thanh toán cho các nhà máy cũng như dòng tiền đầu tư dự án hạ tầng điện của EVN; 2) Khung giá mới cho NLTT mở ra cơ hội phát triển các dự án từ 2024; 3) Dòng khí LNG đầu tiên đã chính thức được đưa vào kho cảng LNG Thị Vải, đánh dấu bước đầu xu hướng dài hạn của Việt Nam trong nỗ lực giảm phát thải.

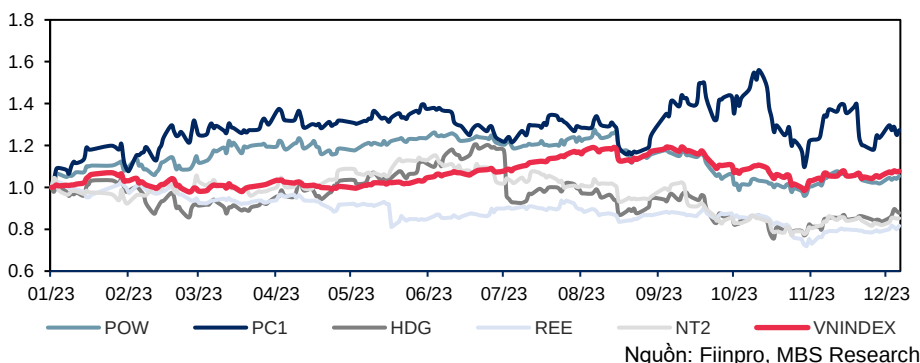
Huy động nhiệt điện tích cực trong 2024

Trong bối cảnh nhu cầu điện dự kiến hồi phục, điện than, đặc biệt tại phía Bắc sẽ duy trì sản lượng tích cực trong 2024. Chúng tôi nhận thấy QTP sẽ hưởng lợi, hỗ trợ bởi nhu cầu cao cùng giá than hạ nhiệt. Bên cạnh đó, sản lượng điện khí dự kiến phục hồi từ nền thấp 2023 tuy vẫn có những rủi ro thiếu khí, đặc biệt trong nửa cuối năm khi các nhà máy không còn lịch sửa chữa lớn, POW có thể ghi nhận KQKD khả quan hơn. Sản lượng thủy điện vẫn sẽ gặp nhiều áp lực trong 6T/24 nhưng dự kiến tốt lên từ nửa cuối năm khi thời tiết chuyển pha trung tính, hỗ trợ sự phục hồi cho một số doanh nghiệp thủy điện đáng chú ý, có định giá rẻ như HDG, REE.

Tập trung phát triển NLTT trong dài hạn, cơ hội lớn cho nhóm xây lắp điện

Thông tư 19 về khung giá NLTT được phê duyệt vào T11/23, mở ra những hi vọng cho thị trường NLTT. Hơn nữa, động lực phát triển điện điện gió từ nay đến 2030 là rất lớn nhằm đạt được những cam kết trong JETP. Trong bối cảnh đó, bên cạnh hoạt động tổng thầu EPC điện NLTT dự kiến sẽ sôi động hơn từ 2024, phát triển hạ tầng điện là nhiệm vụ cấp bách nhằm đáp ứng hệ thống có tỉ lệ công suất NLTT cũng như hỗ trợ truyền tải từ Nam ra Bắc. Chúng tôi lựa chọn **PC1** là cổ phiếu ưa thích cho chiến lược đầu tư ngành điện 2024.

Hình 188: Diễn biến giá so với đầu năm nhóm cổ phiếu ngành điện và VNINDEX



Chuyên viên phân tích



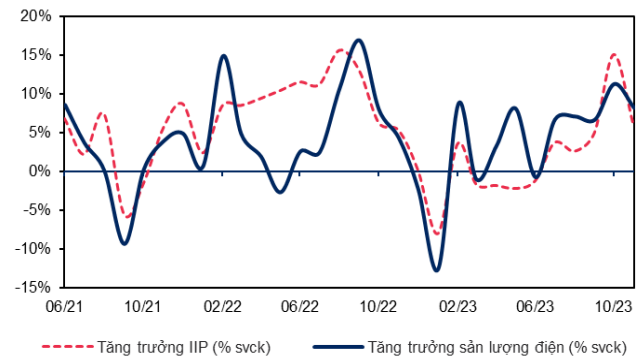
Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

Tình hình ngành điện trong năm 2023

Sản lượng điện tiêu thụ có sự cải thiện trong Q3/23 nhưng chưa đạt kỳ vọng với sản lượng 11T23 thấp hơn kế hoạch

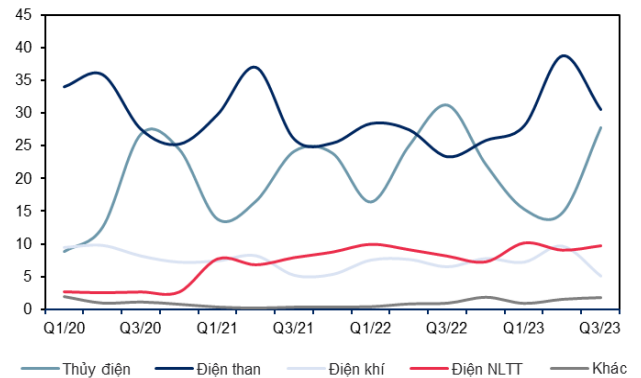
Sản lượng điện 11T23 tăng 4.3% svck, thấp hơn so với kế hoạch của Bộ Công Thương là 5.9% svck, chủ yếu do nhóm ngành công nghiệp, đặc biệt nhóm thâm dụng điện như sản xuất sắt, thép, xi măng, giấy – nhóm chiếm tỉ trọng tiêu thụ điện lớn nhất, đình trệ do những khó khăn chung về tình hình sản xuất và xuất khẩu. Tuy nhiên, tiêu thụ điện có sự cải thiện từ Q3/23, ghi nhận mức tăng trưởng >6% svck từ T7/23 và đạt 11.3% svck trong T10/23, hỗ trợ bởi tăng trưởng IIP phục hồi từ mức tăng trưởng âm Q2/23.



Nguồn: EVN, Tổng cục Thống kê, MBS Research

Sản lượng thủy điện cải thiện, trong khi sản lượng nhiệt điện ghi nhận mức sụt giảm mạnh từ Q3/23 (Đơn vị: tỷ kWh)

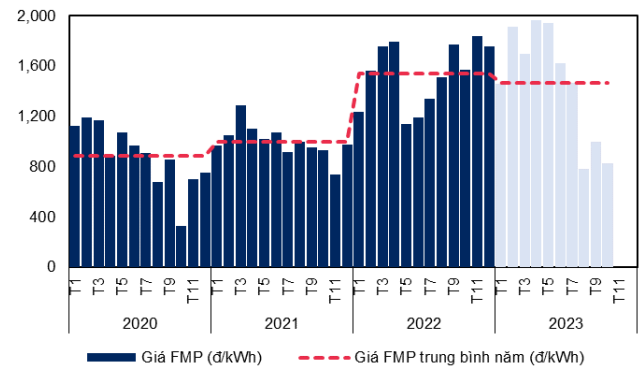
Về cơ cấu huy động, điện than chiếm 40% sản lượng huy động trong Q3/23 đạt 30 tỷ kWh, tuy nhiên, đây là mức giảm mạnh sv Q2/23 do mùa nóng đi qua và phải nhường dư địa huy động cho thủy điện. Sản lượng thủy điện cải thiện 87% sv nền thấp Q2/23 đạt 27.8 tỷ kWh (chiếm 37% tổng sản lượng) do thủy văn thuận lợi hơn. Trong khi đó, sản lượng điện khí giảm 46% sv Q2/23 chỉ đạt 5.1 tỷ kWh (7% tổng sản lượng) do nhu cầu điện thấp và nhiều nhà máy điện khí bảo dưỡng trong kỳ. Sản lượng điện NLTT duy trì ổn định, đạt 9.8 tỷ kWh, đóng góp 13% tổng sản lượng huy động.



Nguồn: EVN, MBS Research

Giá điện toàn phần (FMP) trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) giảm mạnh từ Q3/23, giảm cạnh tranh nhóm nhiệt điện

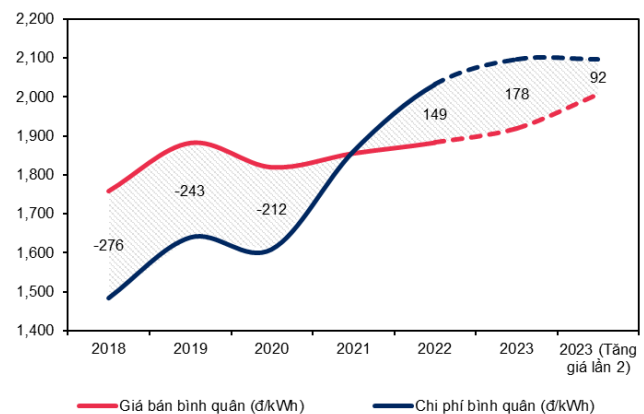
Giá FMP trung bình 10T23 đạt 1,467đ/kWh, giảm 5% svck, hỗ trợ bởi huy động nhiệt điện tích cực trong 6T đầu năm. Tuy nhiên từ Q3/23 giá FMP bình quân đã giảm xuống dưới 1,000đ/kWh từ mức nền giá cao đầu năm, chủ yếu do huy động thủy điện tích cực hơn, và các nguồn nhiệt điện gần như không phát trên CGM do giá biến đổi các nguồn điện này cao hơn nhiều giá thị trường trong bối cảnh nhu cầu điện duy trì ở mức thấp.



Nguồn: GENCO3, MBS Research

Giá điện bán lẻ bình quân tăng 4.5% đạt 2,006đ/kWh từ tháng 11/2023 hỗ trợ triển vọng chung toàn ngành điện

EVN chính thức tăng giá bán lẻ điện lên 2,006đ/kWh vào T11/23, đây là lần tăng giá thứ 2 trong năm nay giúp giá điện tăng 7.6% sv 2022. Việc tăng giá điện lần này sẽ giúp EVN có thêm khoảng 26,000 tỷ doanh thu cho năm 2024, qua đó hỗ trợ cải thiện khả năng thanh toán cho EVN và góp phần giúp triển vọng chung của ngành điện cũng sẽ tươi sáng hơn từ 2024 theo hai kênh chính: 1) Dòng tiền thanh toán cho các nhà máy điện được cải thiện, đặc biệt là nhóm nhiệt điện; 2) Dòng tiền đầu tư cho các dự án lưới điện, vốn đã bị cắt giảm đáng kể sẽ được khôi phục.



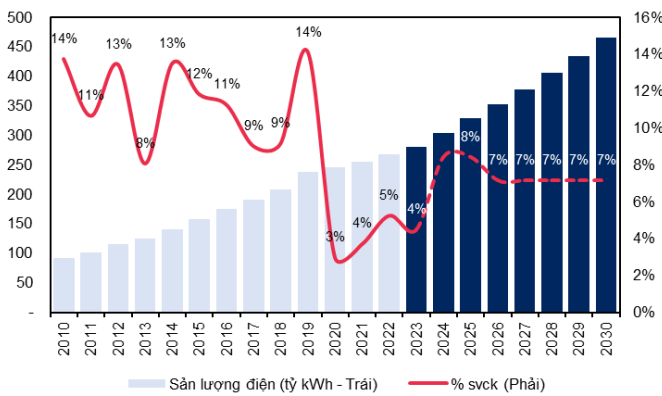
Nguồn: EVN, MBS Research

Triển vọng ngành điện năm 2024

Chúng tôi dự báo sản lượng sẽ tăng 8.4% trong năm 2024

Chúng tôi dự báo nhu cầu điện phục hồi từ 2024 đạt 8.4% svck từ mức thấp của 2023 (+4.5% svck) hỗ trợ bởi nhu cầu sản xuất công nghiệp tích cực hơn, và tiếp tăng trưởng kép trung bình 7.5% giai đoạn 2024-30 theo kịch bản thấp QHĐ8. Đây sẽ là điểm tựa, củng cố triển vọng sản lượng của các nguồn điện. Trong đó, sản lượng thủy điện và điện khí 2024 sẽ ghi nhận sự phục hồi 8% svck và 11% svck từ nền thấp. Sản lượng điện NLTT sẽ tăng nhẹ 6% svck hỗ trợ bởi công suất bổ sung từ nguồn dự án chuyển tiếp, trong khi sản lượng điện than sẽ tiếp tục tăng trưởng 9% svck do nhu cầu cao tại miền Bắc.

Hình 189: Dự kiến tăng trưởng tiêu thụ điện 2023 chỉ đạt 4.5% svck sau đó sẽ tăng trưởng kép 7.5% trong 2024-30 theo kịch bản thấp QHĐ8



Nguồn: QHĐ8, MBS Research

Hình 190: Dự kiến sản lượng điện khí và thủy điện sẽ phục hồi từ nền thấp, trong khi điện than và NLTT sẽ tiếp tục tăng trưởng trong 2024

Tỷ kWh	2022			2023			2024		
	Sản lượng	% svck	% tỉ trọng	Sản lượng	% svck	% tỉ trọng	Sản lượng	% svck	% tỉ trọng
Thủy điện	95	21%	35%	80	-16%	29%	87	8%	29%
Điện than	105	-11%	39%	129	23%	46%	141	9%	46%
Điện khí	30	12%	11%	28	-6%	10%	31	11%	10%
NLTT	35	10%	13%	38	9%	13%	40	6%	13%
Khác	4	193%	2%	6	38%	2%	6	-1%	2%
Tổng	268	4.9%		281	4.5%		304	8.4%	

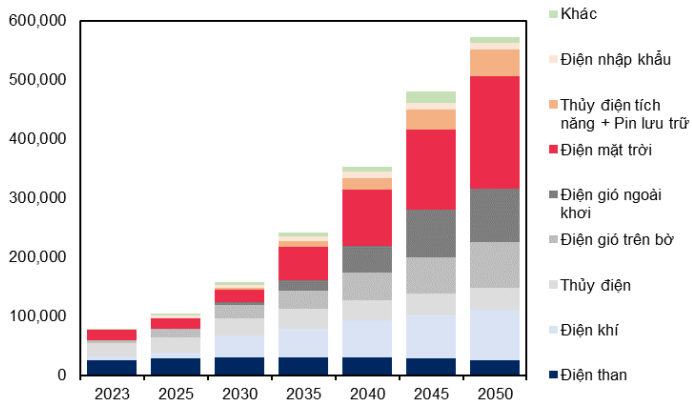
Nguồn: EVN, MBS Research

Xây lắp hạ tầng điện sẽ là tiêu điểm ngành từ 2024

Trong khi khâu phát điện vẫn đang phải đối mặt với những rủi ro về huy động sản lượng, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp xây lắp bao gồm xây lắp dự án truyền tải và xây dựng nhà máy điện, sẽ có triển vọng chắc chắn hơn từ năm 2024. Chúng tôi cho rằng hoạt động xây lắp các dự án truyền tải đang là trọng tâm trong bối cảnh hệ thống điện chưa đáp ứng được tỉ trọng công suất cao NLTT và nhu cầu cấp bách truyền tải từ Nam ra Bắc với dự án trọng điện đường dây 500kV mạch 3. Ngoài ra, phát triển nguồn điện sẽ là điểm tựa cho tăng trưởng kinh tế, đặc biệt với ý chí quyết tâm của chính phủ tập trung phát triển NLTT để tiến tới phát thải ròng bằng "0" từ 2050.

Chúng tôi cho rằng động lực để thực hiện hóa hai nhiệm vụ quan trọng trên đến từ 1) Tình hình tài chính của EVN đang dần được cải thiện, hỗ trợ đẩy mạnh dòng tiền đầu tư các dự án truyền tải của doanh nghiệp này, đặc biệt khi khối lượng công việc cho xây lắp đường dây, trạm biến áp (TBA) khá cao từ nay đến 2030 theo QHĐ8; 2) Tham vọng phát triển nhanh công suất điện gió và điện khí từ nay đến 2030 đang được hiện thực hóa khi khung giá cho NLTT đã được ban hành từ T11/23, đây sẽ là cơ sở để các chủ đầu tư có thể khởi động một chu kì phát triển NLTT mới từ 2024, sau khi chứng lại do vướng mắc chính sách.

Hình 191: Theo QHĐ8, nhu cầu đầu tư nguồn điện đạt tăng trưởng kép 8% trong 2023-50, tập trung vào điện NLTT và điện khí (Đơn vị: MW)



Nguồn: QHĐ8, MBS Research

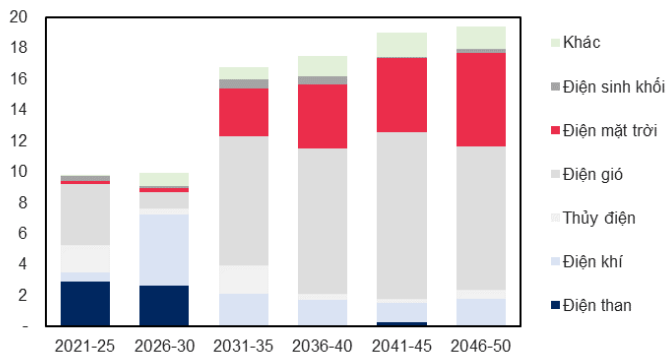
Hình 192: Khối lượng công việc cho phát triển các dự án truyền tải điện cũng ở mức cao trong 2021-50 với giá trị ước tính 1.6 tỷ USD/năm

Phân loại	Đơn vị	Khối lượng thực hiện	
		2021-30	2031-50
HVDC*			
Trạm biến áp	MW	-	40.000 - 60.000
Đường dây truyền tải	km	-	5.200 - 8.300
Trạm biến áp 500kV			
Xây dựng mới	MVA	45.750 - 52.050	90.900 - 105.400
Nâng cấp	MVA	36.000 - 38.700	117.482 - 120.150
Đường dây 500kV			
Xây dựng mới	km	11.048 - 12.300	9.276 - 11.152
Nâng cấp	km	1.324	801
Trạm biến áp 220kV			
Xây dựng mới	MVA	71.525 - 82.775	124.875 - 134.125
Nâng cấp	MVA	34.247 - 37.247	104.625 - 106.750
Đường dây 220kV			
Xây dựng mới	km	15.921 - 16.520	11.395 - 11.703
Nâng cấp	km	6.484	504 - 654

(*) HVDC: Hệ thống truyền tải một chiều điện áp cao

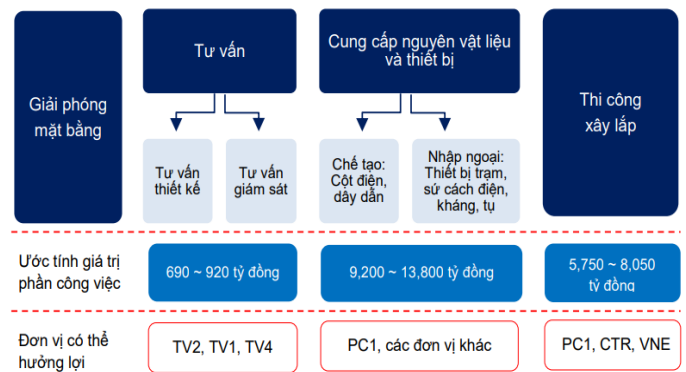
Nguồn: QHĐ8, MBS Research

Hình 193: Ước tính cần khoảng 11 tỷ USD/năm cho phát triển nguồn điện trong giai đoạn 2023-30, đây sẽ là nguồn thu dồi dào cho doanh nghiệp xây dựng hạ tầng chuỗi điện khí và điện gió (Đơn vị: tỷ USD)



Nguồn: QHĐ8, MBS Research

Hình 194: Doanh nghiệp xây lắp nổi bật như PC1, VNE và các doanh nghiệp tư vấn như TV2 sẽ hưởng lợi từ các dự án trọng điểm



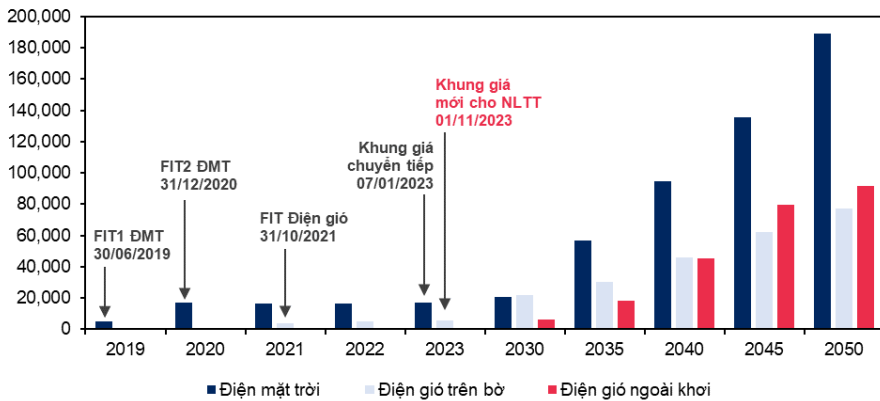
Nguồn: BCT, MBS Research

Năng lượng tái tạo: Những chuyển biến mới sẽ thúc đẩy sản lượng

Trong bối cảnh sản lượng của nhóm NLTT duy trì ở mức ổn định, triển vọng tăng trưởng của các doanh nghiệp trong ngành đến từ khả năng mở rộng công suất, điều mà đã bị chững lại gần hai năm khi chính sách giá FIT hết hạn từ T11/21. Về tình hình đàm phán hợp đồng PPA cho các dự án theo khung giá chuyển tiếp, tính đến 11/10/2023, đã có 21/85 nhà máy/phần nhà máy (tổng công suất 1,201.42MW) hoàn thành thủ tục COD đã phát điện thương mại lên lưới, trong đó nổi bật một số dự án của các doanh nghiệp niêm yết bao gồm Tân Phú Đông 1 (GEG), Phú Mỹ 1,3 (BCG).

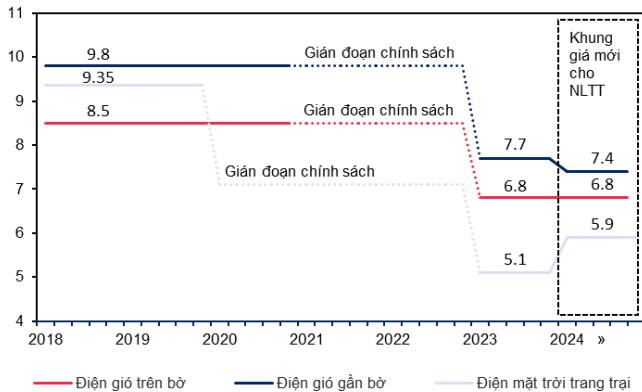
Ngày 01/11/2023, Bộ Công Thương ban hành Thông tư 19 – Quy định phương pháp xây dựng khung giá NLTT (không áp dụng với các dự án NLTT chuyển tiếp hoặc các dự án có hợp đồng mua bán điện còn hiệu lực với EVN), có hiệu lực từ 19/12/2023. Đây sẽ là cơ sở đàm phán giữa EVN và các chủ đầu tư NLTT, tuy nhiên, sẽ vẫn cần thời gian để EVN tính toán mức giá cụ thể nhằm đánh giá tính khả thi kinh tế cho các dự án. Trước mắt, với quyết tâm phát triển nhanh, mạnh công suất điện gió từ nay đến 2030 theo QHĐ8, chúng tôi cho rằng đây là văn bản quan trọng, là bản lề để thực hiện hóa tham vọng này.

Hình 195: Nhu cầu phát triển điện gió rất lớn từ nay đến 2030, đạt tăng trưởng kép 30%, theo đó, khung giá mới sẽ là bản lề để thực hiện hóa mục tiêu này từ 2024 (Đơn vị: MW)



Nguồn: QHD8, MBS Research

Hình 196: Giá bán điện gió sẽ đi ngang so với khung chuyển tiếp, trong khi giá bán điện mặt trời sẽ cao hơn, chúng tôi áp dụng giả định của một nhà máy điện điển hình (Đơn vị: UScent/kWh)



Nguồn: Bộ Công Thương, EVN, MBS Research

Hình 197: Chúng tôi thực hiện tính toán giá điện NLTT theo khung giá mới, dựa trên những giả định như sau:

Đơn vị	Điện mặt trời	Điện gió trên bờ	Điện gió ngoài khơi
Công suất**	MW	50MW	50MW
Số giờ vận hành**	giờ/năm	1,900	3,100
Suất đầu tư**	tỷ đồng	18	34
Đời sống kinh tế*	năm	20	20
Tỷ suất LNST/VCSH*	%	12%	12%
Thuế suất quy định*	%	20%	20%
Lãi suất vay nội tệ**	%	9%	9%
Lãi suất vay ngoại tệ**	%	7%	7%
Giá cố định bình quân	đ/kWh	1,295	1,500
Giá cố định Q&M	đ/kWh	123	143
Giá trần VND ước tính	đ/kWh	1,419	1,642

(*) Thông số tính toán theo quy tắc trong Thông Tư 19

(**) Thông số giả định theo MBS Research

Nguồn: Thông Tư 19-BCT, MBS Research

Hình 198: Công đoạn dự kiến trong lộ trình ban hành mức giá trần khung giá mới từ nay đến Q1/24

10/12/2023	20/12/2023	27/12/2023	18/01/2024	15/02/2024	07/03/2024
EPTC trình kết quả tính toán giá trần điện NLTT theo khung giá mới cho EVN	EVN trình kết quả sau khi rà soát cho Bộ Công Thương phê duyệt	ERAV rà soát và kiểm tra tính khả thi của mức giá trần theo EVN ước tính	EVN cập nhật, điều chỉnh mức giá theo đánh giá của ERAV	Sắp xếp cuộc họp tổng kết về mức giá trần sau tính toán	Bộ Công Thương phê duyệt mức giá trần chính thức cho NLTT

Nguồn: Gulf Energy, MBS Research

Chúng tôi thực hiện tính toán giá trần theo Thông Tư 19, dựa trên giả định của một nhà máy điện tiêu chuẩn của điện gió trên bờ, gần bờ và điện mặt trời trang trại. Theo đó, mức giá trần mới sẽ đi ngang và giảm nhẹ so với giá điện khung giá chuyển tiếp, lần lượt là 7.4 UScent/kWh và 6.8 UScent/kWh cho điện gió gần bờ và trên bờ. Giá điện mặt trời trang trại đạt 5.9 UScent/kWh (+16% sv giá điện khung chuyển tiếp). Chúng tôi lưu ý rằng ước tính sẽ có sự khác biệt phụ thuộc vào giả định lãi suất, suất đầu tư và sản lượng thiết kế của nhà máy. Chúng tôi cho rằng đây là ba yếu tố sẽ tạo nên sự khác biệt, và những doanh nghiệp có năng lực trong triển khai dự án, tối ưu chi phí và huy động vốn rẻ sẽ hưởng lợi lớn nhất trong giai đoạn này. Trong bối cảnh điện mặt trời sẽ hạn chế phát triển từ nay đến 2030, tập trung vào mũi nhọn điện gió, chúng tôi tiến hành chạy bảng phân tích độ nhạy suất đầu tư và lãi suất lên giá bán điện cho hai

nguồn điện gió trên bờ và điện gió gần bờ. Theo đó, giả định suất đầu tư giảm 6%, lãi suất giảm 0.5 điểm% sẽ hỗ trợ giá điện gió giảm 6-7%.

Hình 199: Bảng phân tích độ nhạy giá điện gió trên bờ theo hai biến lãi suất và suất đầu tư

Suất đầu tư (tỷ đồng)	Lãi suất cho vay trung bình (%)						
	6.0%	6.5%	7.0%	7.4%	8.0%	8.5%	9.0%
28	1,315	1,329	1,342	1,353	1,369	1,382	1,395
30	1,409	1,423	1,438	1,449	1,466	1,481	1,495
32	1,503	1,518	1,534	1,546	1,564	1,579	1,595
34	1,597	1,613	1,629	1,642	1,662	1,678	1,695
36	1,691	1,708	1,725	1,739	1,760	1,777	1,794
38	1,785	1,803	1,821	1,836	1,857	1,876	1,894
40	1,879	1,898	1,917	1,932	1,955	1,974	1,994

Nguồn: MBS Research

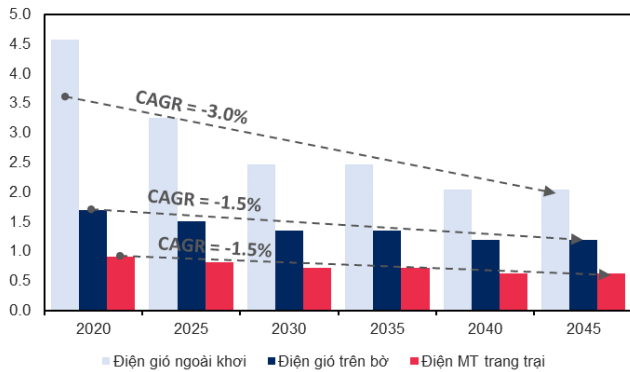
Hình 200: Bảng phân tích độ nhạy giá điện gió gần bờ theo hai biến lãi suất và suất đầu tư

Suất đầu tư (tỷ đồng)	Lãi suất cho vay trung bình (%)						
	6.0%	6.5%	7.0%	7.4%	8.0%	8.5%	9.0%
35	1,476	1,491	1,506	1,517	1,535	1,550	1,565
37	1,561	1,576	1,592	1,604	1,623	1,639	1,654
39	1,645	1,661	1,678	1,691	1,711	1,727	1,744
41	1,729	1,746	1,764	1,778	1,798	1,816	1,833
43	1,814	1,832	1,850	1,864	1,886	1,904	1,923
45	1,898	1,917	1,936	1,951	1,974	1,993	2,012
47	1,982	2,002	2,022	2,038	2,062	2,082	2,102

Nguồn: MBS Research

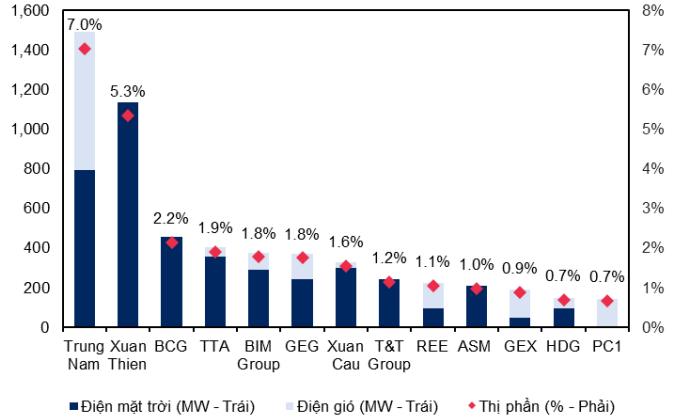
Chúng tôi nhận thấy xu hướng suất đầu tư giảm, đặc biệt giá thiết bị - chi phí chiếm tỉ trọng lớn (70-75% tổng mức đầu tư) sẽ hỗ trợ triển vọng đầu tư các dự án điện gió. Trong đó, chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp có năng lực và kinh nghiệm triển khai dự án, sở hữu những dự án có sản lượng tốt, suất đầu tư hợp lý, cũng như khả năng huy động vốn rẻ sẽ hưởng lợi trong giai đoạn tới bao gồm PC1, HDG, GEG, REE.

Hình 201: Chi phí đầu tư các dự án điện NLTT dự kiến sẽ giảm dần từ nay đến 2045, đặc biệt đến từ chi phí mua sắm thiết bị - chi phí chiếm tỉ trọng lớn (Đơn vị: Triệu USD)



Nguồn: QHĐ8, MBS Research

Hình 202: Các doanh nghiệp có kinh nghiệm triển khai dự án điện gió như GEX, GEG, và có năng lực huy động vốn rẻ như PC1, HDG sẽ có lợi thế trong giai đoạn tới



Nguồn: MBS Research

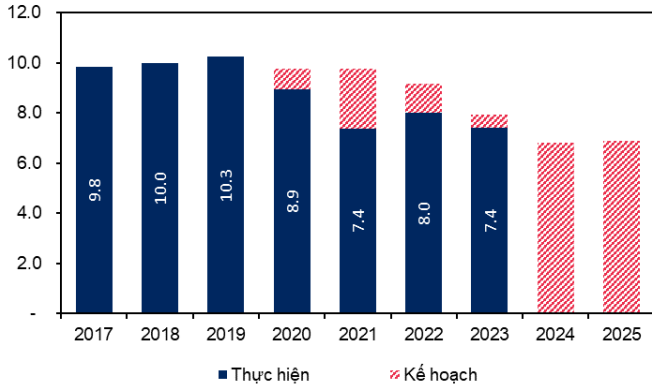
Điện khí: Triển vọng dài hạn bền vững tuy đối mặt với nhiều khó khăn trong ngắn hạn

Trong giai đoạn 2023-24, chúng tôi cho rằng nhóm điện khí còn nhiều khó khăn:

- Trong 2023, chúng tôi dự đoán sản lượng điện khí sẽ giảm 6% svck do nhu cầu điện tại miền Nam tăng trưởng ở mức thấp, đặc biệt khi khu vực này gặp tình trạng thừa nguồn do công suất bổ sung từ NLTT. Bên cạnh đó, trong năm, nhiều nhà máy có lịch sửa chữa lớn. Nguồn khí cung cấp cho các nhà máy nhất là trong những tháng cao điểm bị thiếu hụt, nhiều nhà máy không chạy được hết công suất và một số phải chạy dầu DO dự phòng, ảnh hưởng đến biên LN.
- Nhìn sang 2024, chúng tôi dự báo sản lượng điện khí sẽ phục hồi 11% svck từ mức nền thấp 2023 nhờ nhu cầu điện phục hồi và huy động thủy điện vẫn gặp khó khăn trong ít nhất 4-5 tháng đầu năm. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy một số rủi ro có thể làm gián đoạn đà phục hồi bao gồm

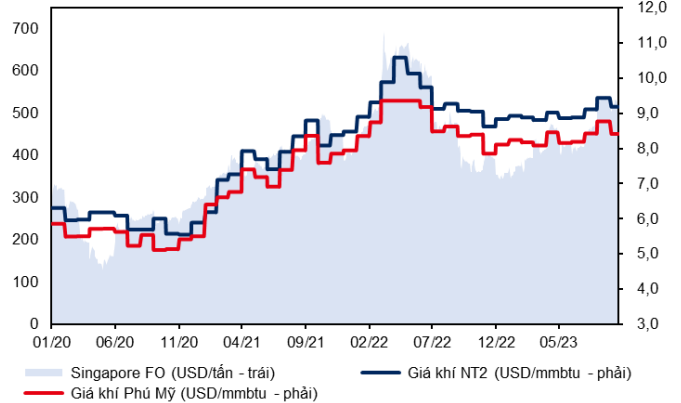
1) Thiếu hụt khí trong giai đoạn cao điểm ảnh hưởng đến hiệu quả huy động; 2) Giá khí neo cao sẽ làm giảm khả năng cạnh tranh điện khí trong giai đoạn thừa cung.

Hình 203: Tình hình cấp khí đang sụt giảm mạnh qua các năm, liên tục không đạt kế hoạch năm từ 2020, chúng tôi dự phóng sản lượng khí cấp năm 2024-25 sẽ tiếp tục giảm svck (Đơn vị: tỷ m3)



Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 204: Giá khí giảm so với mức đỉnh 2022, nhưng vẫn neo ở mức cao so với trung bình quá khứ, chúng tôi cho rằng nền giá cao sẽ duy trì trong 2024 do chi phí khai thác các mỏ mới ngày càng đắt đỏ

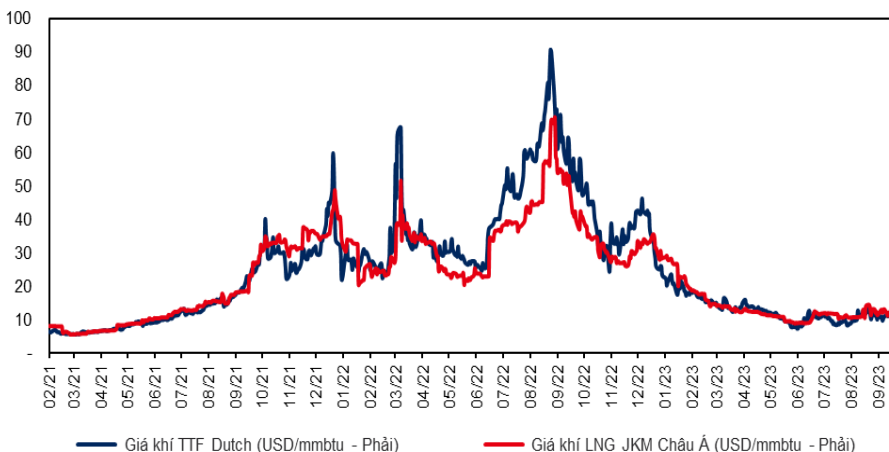


Nguồn: Bloomberg, GENCO3, NT2, MBS Research

Về dài hạn, điện khí sẽ là một trong những mũi nhọn phát triển chính theo QHĐ8:

- Điện khí LNG sẽ là nguồn chạy nền quan trọng trong hệ thống có tỉ trọng công suất NLTT cao. Chúng tôi nhận thấy vai trò của LNG càng trở nên quan trọng hơn trong bối cảnh tình hình cấp khí nội địa giảm sút. Hiện tại, dòng khí đầu tiên đưa về kho cảng Thị Vải có mức giá từ 11-13USD/mmbtu, cao hơn so với giá khí nội địa từ 8-9USD/mmbtu, chúng tôi cho rằng xu hướng giảm của giá khí LNG thế giới cũng như giá điện bán lẻ dự kiến sẽ tiếp tục tăng sẽ hỗ trợ sản lượng huy động nhóm điện này. Chúng tôi đánh giá cao những doanh nghiệp đang tham gia vào chuỗi giá trị điện khí LNG bao gồm các doanh nghiệp đầu tư hạ tầng như GAS cũng như những doanh nghiệp phát triển dự án điện như POW với Nhơn Trạch 3&4, và PGV với LNG Long Sơn.
- Đối với dự án trọng điểm Lô B - Ô Môn, tuy vẫn có những vướng mắc trong đàm phán các điều khoản từ cả phía thượng nguồn và hạ nguồn, đây sẽ là triển vọng dài hạn cho PVN với các dự án nhà máy điện Ô Môn III, IV mới nhận chuyển giao từ EVN.

Hình 205: Một số giá khí LNG thế giới có xu hướng giảm mạnh từ mức đỉnh 2022, thu hẹp chênh lệch giá với giá khí nội địa, hỗ trợ triển vọng nhập khí LNG cho Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 206: Danh sách các dự án điện khí nổi bật trong giai đoạn 2023-35 theo kế hoạch thực hiện QHĐ8

Nhà máy	Công suất (MW)	Tiến độ dự kiến	Chủ đầu tư	Tiến độ
Điện khí LNG				
Nhơn Trạch 3&4	1,600	2024-25	PVPower	Đang thi công
LNG Hiệp Phước 1	1,200	2025	Công ty TNHH Hải Linh	Đang thi công
LNG Bạc Liêu	2,400	2027-29	Delta Offshore Energy	Đang lập FS
LNG Quảng Ninh 1	1,500	2028-29	PVPower - Colavi - Tokyo Gas - Marubeni	Đang lập FS
LNG Thái Bình	1,500	2029		Đang lựa chọn nhà đầu tư
LNG Nghi Sơn	1,500	2029-30		Đang lựa chọn nhà đầu tư
LNG Quỳnh Lập	1,500	2029-30		
LNG Quảng Trạch	1,500	2029-30	EVN	
LNG Hải Lăng	1,500	2028-29	Tập đoàn T&T - Hanwha - Kospo - Kogas	Đang lập FS
LNG Cà Ná	1,500	2029-30		Đang lựa chọn nhà đầu tư
LNG Sơn Mỹ 2	2,250	2027-29	Tập đoàn AES	Đang lập FS
LNG Sơn Mỹ 1	2,250	2027-29	EDF - Sojitz - Kyushu - Pacific Group	Đang lập FS
LNG Long Sơn	1,500	2031-35	PGV - TTC - TV2 - Mitsubitshi - GE - GTPP	
LNG Long An 1	1,500	2021-30	VinaCapital - GE	Đang lập FS
LNG Long An 2	1,500	2031-35	VinaCapital - GE	
Điện khí nội địa				
Ô Môn III, IV (Lô B)	2,100	2028-30	PVN	PVN nhận bàn giao hồ sơ từ T6/23, đang lập GSA
Ô Môn II (Lô B)	1,050	2027	Vietracimex - Marubeni	
Dung Quất 1,2,3 (CVX)	2,250	2028		
Miền Trung 1,2 (CVX)	1,500	2030	PVN	

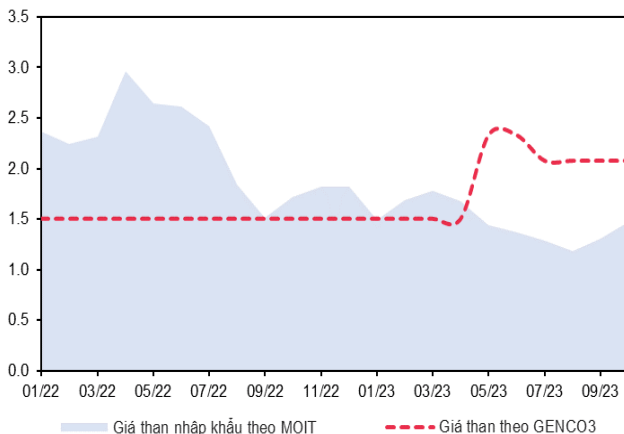
Nguồn: QHĐ8, MBS Research

Điện than: Triển vọng huy động sản lượng tích cực trong 2024

Trong 2023, dự kiến nhóm điện than, đặc biệt tại miền Bắc ghi nhận mức sản lượng huy động tích cực (+23% svck), tuy nhiên việc giá than cao do các nhà máy phải sử dụng than trộn, cũng như giá thị trường thấp làm giảm biên LN của các doanh nghiệp trong ngành.

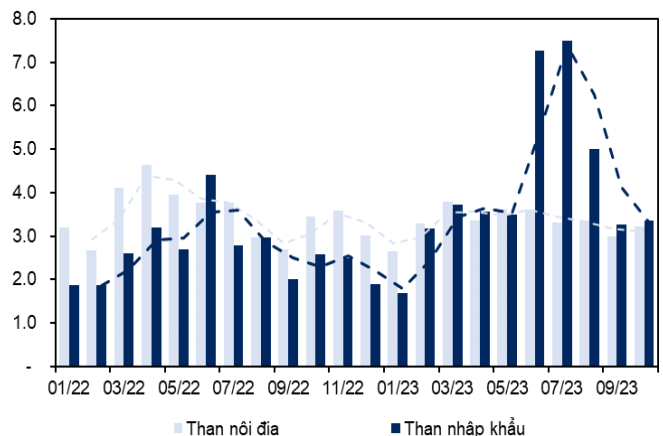
Nhìn sang 2024, chúng tôi duy trì triển vọng huy động sản lượng tích cực nhóm điện than (+9% svck) đặc biệt tại miền Bắc và trong 6T24, hỗ trợ bởi 1) Miền Bắc có tỉ trọng thủy điện cao, bị ảnh hưởng bởi thủy văn kém tích cực đến ít nhất Q2/24, phải bù đắp bằng điện than trong cao điểm những tháng mùa nóng; 2) Giá than nhập khẩu đang có xu hướng giảm mạnh, hỗ trợ giá than trộn giảm theo cải thiện khả năng cạnh tranh của điện than so với điện khí; 3) Công suất bổ sung từ nhóm nhà máy điện than gặp sự cố về cơ bản đã khắc phục xong như Thái Bình 2, Vũng Áng 1. Chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp điện than tại miền Bắc như QTP, HND sẽ hưởng lợi từ 2024.

Hình 207: Các nhà máy điện than phải sử dụng than trộn từ 2023, đẩy giá đầu vào tăng. Tuy đã giảm nhẹ từ Q3/23, giá than trộn vẫn có độ trễ so với giá than nhập (Đơn vị: triệu đồng)



Nguồn: GENCO3, Bộ Công Thương, MBS Research

Hình 208: Nguồn than 2024 sẽ được đảm bảo khi TKV tăng cường nhập khẩu than đảm bảo cho điện từ Q3/23 (Đơn vị: tỉ tấn)



Nguồn: Tổng cục thống kê, MBS Research

Thủy điện: Khó khăn kéo đến hết nửa đầu 2024

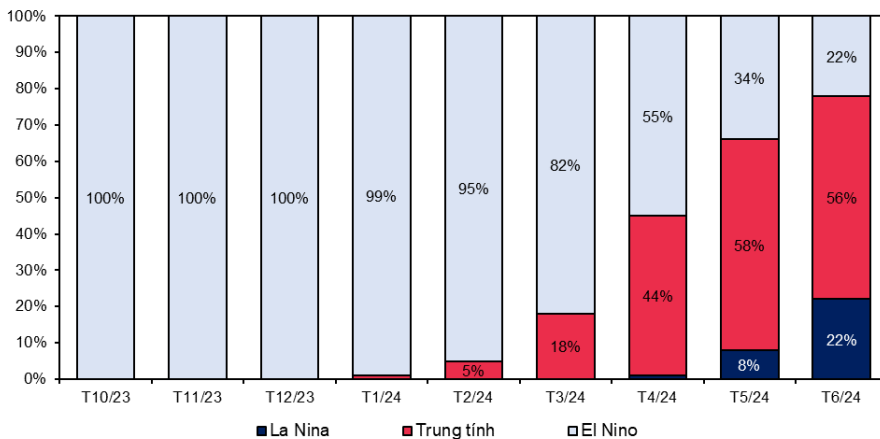
Theo Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu (IRI), dự kiến pha El Nino sẽ đạt đỉnh trong T12/23 và T1/24, sau đó tiếp tục duy trì đến ít nhất Q2/24, kéo theo thời tiết cực đoan, nắng nóng và các đợt khô hạn. Theo đó, dự kiến nửa đầu năm sản lượng thủy điện tiếp tục duy trì ở mức thấp, tạo dư địa huy động cho các nguồn điện khác. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng một sự cải thiện trong nửa cuối 2024 khi pha thời tiết trung tính hơn, hỗ trợ sản lượng thủy điện phục hồi 8% svck từ mức nền thấp 2023 (-16% svck). Hiện tại, thủy điện vẫn đang là nguồn điện được huy động tối ưu nhất do giá rẻ và EVN vẫn gặp nhiều khó khăn về tài chính, chúng tôi cho rằng triển vọng của thủy điện đi rất sát với tình hình thủy văn, thời tiết và không bị ảnh hưởng bởi tình trạng thừa nguồn. Theo đó, dự kiến nhóm doanh nghiệp thủy điện có thể ghi nhận sản lượng tích cực hơn từ nửa sau 2024, bao gồm REE, HDG.

Hình 209: Số tháng các hồ thủy điện duy trì mực nước dưới mực nước chết trong năm 2023 cao hơn hẳn so với năm 2022 nền cao, ảnh hưởng từ pha El Nino, tuy nhiên, mực nước đã cải thiện từ Q3/23, hỗ trợ huy động sản lượng so với mức thấp 6T23

		T1/22	T2/22	T3/22	T4/22	T5/22	T6/22	T7/22	T8/22	T9/22	T10/22	T11/22	T12/22	T1/23	T2/23	T3/23	T4/23	T5/23	T6/23	T7/23	T8/23	T9/23	T10/23	T11/23
Tây Bắc Bộ	Sơn La	22.5%	21.6%	20.7%	20.6%	18.4%	15.7%	13.7%	12.6%	17.7%	22.1%	21.3%	21.7%	19.7%	18.7%	17.3%	13.9%	3.2%	1.9%	10.1%	16.5%	18.5%	22.2%	22.8%
	Hòa Bình	37.3%	33.0%	34.4%	33.5%	31.9%	33.6%	30.4%	24.7%	35.4%	44.1%	43.3%	42.9%	43.7%	38.3%	36.3%	39.2%	38.4%	28.7%	21.4%	33.0%	40.6%	44.9%	45.9%
	Thác Bà	17.6%	15.1%	13.2%	10.4%	9.2%	13.7%	15.5%	18.8%	23.7%	26.0%	25.7%	24.8%	21.3%	15.2%	11.7%	7.1%	1.0%	0.5%	5.1%	11.5%	16.5%	21.4%	21.6%
	Bản Chát	10.1%	9.8%	9.2%	8.3%	7.1%	9.1%	10.0%	8.8%	8.9%	9.4%	9.6%	9.6%	9.1%	8.3%	6.4%	3.2%	1.3%	1.3%	4.3%	8.3%	9.7%	10.0%	10.2%
Bắc Trung Bộ	Bản Vẽ	25.9%	23.8%	22.4%	19.0%	14.9%	13.0%	10.7%	14.2%	22.4%	28.0%	28.5%	27.6%	25.1%	21.3%	18.0%	13.7%	7.2%	1.3%	1.1%	21.3%	25.8%	28.1%	28.5%
	Quảng Trị	6.2%	5.8%	5.2%	4.8%	4.1%	3.4%	2.3%	1.2%	1.2%	4.3%	5.9%	6.5%	6.4%	5.9%	5.3%	4.4%	3.4%	2.5%	0.8%	0.3%	0.6%	3.3%	5.9%
	Trung Sơn	5.3%	5.3%	2.8%	1.7%	2.3%	5.6%	1.9%	-0.5%	-0.3%	1.6%	1.0%	4.8%	3.5%	-0.3%	-1.6%	-1.7%	-2.2%	1.9%	0.6%	0.0%	-0.1%	4.3%	6.1%
Nam Trung Bộ	Vĩnh Sơn A	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	1.3%
	Vĩnh Sơn B	1.5%	1.5%	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%	1.1%	1.3%	1.4%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.3%	1.1%	1.0%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.7%	1.1%
	Sông Ba Hạ	2.9%	3.0%	2.7%	2.3%	2.6%	2.4%	1.5%	2.2%	1.8%	1.9%	2.3%	3.7%	3.4%	3.0%	2.7%	1.8%	1.2%	2.0%	1.9%	1.8%	1.2%	1.7%	1.9%
	A Vương	11.3%	10.8%	9.9%	10.3%	9.5%	9.0%	8.3%	7.1%	6.0%	10.4%	10.0%	11.1%	11.6%	11.0%	10.1%	7.4%	6.3%	6.7%	5.2%	4.0%	2.8%	6.3%	10.8%
	Sông Hình	6.2%	6.6%	6.4%	6.6%	6.6%	6.5%	5.8%	5.3%	5.2%	5.4%	6.1%	6.6%	6.6%	6.6%	6.5%	5.8%	5.0%	4.3%	3.2%	1.9%	1.1%	1.8%	5.4%
Tây Nguyên	Sông Bung 2	6.7%	6.5%	5.8%	5.7%	6.0%	6.4%	5.9%	4.4%	3.0%	5.9%	5.7%	6.6%	6.6%	6.1%	5.8%	5.3%	5.5%	4.8%	3.5%	2.8%	1.3%	4.8%	6.1%
	Buôn Kuốp	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
	Srêpôk 3	1.3%	1.1%	1.1%	0.7%	0.9%	1.3%	1.3%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	1.0%	0.7%	0.7%	0.0%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.4%
	An Khê	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%
	Pleikrông	6.1%	6.0%	6.1%	6.0%	4.6%	1.9%	1.4%	2.6%	4.0%	6.0%	5.9%	6.1%	6.0%	5.7%	5.4%	4.4%	3.1%	1.7%	1.8%	4.7%	5.8%	6.1%	6.1%
	Ialy	4.7%	4.0%	2.7%	1.4%	2.2%	2.9%	2.4%	2.3%	3.9%	4.9%	4.4%	4.4%	4.3%	3.6%	2.2%	1.3%	0.7%	2.6%	2.2%	3.8%	4.4%	4.9%	5.0%
	Đồng Nai 3	3.4%	3.0%	2.5%	2.0%	1.8%	1.4%	1.3%	1.4%	1.8%	2.6%	3.1%	3.3%	3.2%	2.7%	2.3%	1.4%	0.4%	0.3%	0.8%	1.9%	2.4%	3.1%	3.5%
	Sê San 4	2.1%	1.1%	1.1%	1.4%	0.7%	0.6%	1.1%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	1.8%	1.8%	1.4%	0.6%	0.1%	0.1%	0.5%	-59.5%	2.0%	2.1%	2.1%	2.4%
	Hàm Thuận	4.9%	4.2%	3.4%	2.6%	2.0%	2.4%	2.5%	2.6%	2.8%	3.8%	4.3%	4.5%	4.3%	3.7%	2.9%	1.8%	1.1%	1.4%	1.9%	4.4%	4.8%	5.1%	5.2%
Đông Nam Bộ	Đa Mi	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%
	Trị An	22.9%	22.6%	21.7%	20.1%	13.2%	6.7%	6.7%	12.4%	17.1%	20.1%	18.0%	17.6%	17.3%	15.7%	12.9%	5.9%	2.8%	6.6%	10.5%	21.5%	22.4%	23.1%	23.0%
	Thác Mơ	9.3%	8.2%	7.3%	5.8%	4.5%	3.9%	5.2%	7.9%	9.1%	9.8%	9.9%	9.4%	8.7%	7.7%	6.6%	4.9%	1.8%	0.8%	2.7%	7.7%	9.2%	-12.1%	10.1%

Nguồn: EVN, MBS Research

Hình 210: Theo IRI, dự kiến pha El Nino sẽ đạt đỉnh trong cuối 2023 và duy trì đến Q2/23 với xác suất xảy ra cao nhất



Nguồn: IRI, MBS Research

Chiến lược đầu tư ngành điện: PC1

Cổ phiếu	Rating	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Luận điểm đầu tư
PC1*	MUA	32,200	- Doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực xây lắp điện, hưởng lợi từ dự án trọng điểm đường dây 500kV từ 2024. Ngoài ra, đã có những tín hiệu rõ ràng hơn về chính sách giá cho NLTT, đây là tiềm năng tăng giá của doanh nghiệp trong năm tới với vị trí là nhà thầu EPC điện gió. - Giai đoạn 2024, PC1 dự kiến ghi nhận tăng trưởng LN ròng đột biến 206% svck, hỗ trợ bởi các mảng kinh doanh mũi nhọn bắt đầu ghi nhận lợi nhuận bao gồm khai khoáng vận hành cả năm, ghi nhận LN từ BDS KCN và thủy điện, xây lắp phục hồi từ nền thấp. - Doanh nghiệp tiếp tục mở rộng công suất mảng điện với hai trọng tâm chính là thủy điện và điện gió. Dự kiến doanh nghiệp sẽ đưa vào vận hành 2 nhà máy thủy điện nhỏ bao gồm Bảo Lạc A (30MW) và Thượng Hà (13MW) trong 2025-26. Ngoài ra, PC1 cũng đang theo sát cơ hội đầu tư một dự án điện gió tại Quảng Trị, doanh nghiệp đã chứng minh được năng lực triển khai dự án, các dự án ghi nhận sản lượng tốt, hiệu suất >80%, có tiêu chuẩn cao và huy động vốn rẻ.
POW	MUA	13,700	- Doanh nghiệp điện khí hàng đầu hưởng lợi từ định hướng dài hạn của chính phủ, tập trung phát triển điện khí từ nay đến 2035. POW có cơ hội để nâng tầm vị thế khi tham gia đầu tư nhiều dự án điện khí trọng điểm có trong quy hoạch, bao gồm LNG Nhơn Trạch 3&4 (1,600MW – vận hành trong 2024-25) và LNG Quảng Ninh (1,500MW – vận hành trong 2028-29). - LN ròng 2024 tăng trưởng 24% svck từ nền thấp 2023, hỗ trợ bởi: 1) Sản lượng điện khí phục hồi khi các nhà máy không còn lịch sửa chữa lớn; 2) Vũng Áng 1 hoạt động tối đa công suất từ T8/23; 3) Tăng trưởng LN ròng sẽ đáng kể hơn nhiều nếu ghi nhận thêm các khoản LN bất thường như bồi thường VA1 và thái vốn EVN Việt Lào (300 tỉ) vào mô hình định giá. - Rủi ro thiếu khí lớn, tuy nhiên triển vọng dài hạn duy trì với định hướng điện khí LNG rõ ràng.
QTP	KKN	NA	- Trong 2024, dự kiến sản lượng các nhà máy điện than, đặc biệt tại phía Bắc sẽ tiếp tục ghi nhận ở mức cao trong ít nhất 6 tháng đầu năm, hỗ trợ bởi nhu cầu phụ tải tăng cao vào mùa hè cũng như rủi ro thiếu điện luôn hiện hữu tại khu vực. - Biên LN góp cải thiện do giá than trộn giảm, neo theo giá than nhập giảm mạnh từ mức cao. Rủi ro thiếu than thấp do nhà máy gần mỏ than, phí vận chuyển rẻ và TKV tăng cường nhập khẩu than từ Q3/23. - Giai đoạn 2025-26, ghi nhận LN đột biến do hết khấu hao thiết bị Quảng Ninh 2.
REE	MUA	76,000	- Sở hữu dòng tiền dồi dào (CFO >15% từ 2018-23) nhờ tập trung vào các mảng kinh doanh tiện ích như điện, nước, cho thuê văn phòng. Nguồn tiền dồi dào, tài chính lành mạnh giúp REE chủ động trong việc quyết định các thương vụ tiếp theo, đặc biệt khi doanh nghiệp có tham vọng đầu tư các dự án điện gió ngoài khơi quy mô lớn trong dài hạn. - Trong bối cảnh danh mục thủy điện – danh mục với giá đầu tư lớn nhất ghi nhận kết quả kém tích cực trong 2023, kéo LN ròng giảm 11% svck. Dự kiến mảng thủy điện sẽ phục hồi từ nửa cuối năm 2024 + với E.Town 6 đi vào hoạt động sẽ hỗ trợ LN ròng tăng 24% svck. Tuy nhiên, doanh nghiệp không có nhiều kế hoạch tăng trưởng đáng chú ý trong các năm tới.
HDG	MUA	34,800	- Doanh nghiệp có lợi thế huy động vốn rẻ hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành, hỗ trợ bởi năng lực triển khai dự án, sản lượng tối ưu và suất đầu tư rẻ. Có sự chủ động đàm phán với ngân hàng để hưởng những mức lãi suất hấp dẫn. - Dự kiến mảng thủy điện sẽ phục hồi từ nền thấp 2023 do pha El Nino dự báo sẽ kết thúc. Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng LN 2024 đến từ mảng BDS do ghi nhận doanh thu từ Charm Villa. - Định giá rẻ so với các doanh nghiệp đa ngành, tài sản chất lượng và sinh lời cao.
NT2	MUA	31,300	- Triển vọng phục hồi từ nền thấp 2023, hỗ trợ bởi nhờ máy hoạt động cả năm và không bị gián đoạn bởi lịch bảo dưỡng. - Dòng tiền cải thiện, phải thu giảm, hỗ trợ bởi tình hình tài chính EVN cải thiện sau khi tăng giá bán lẻ. Tuy nhiên, rủi ro thiếu khí hiện hữu do tình hình suy giảm sản lượng các mỏ nội địa. - Lựa chọn hợp lý đầu tư cổ tức, tỉ suất cổ tức trung bình 7-8%.
GEG	KKN	NA	- Triển vọng phục hồi từ nền thấp trong 2024, hỗ trợ bởi sản lượng bổ sung từ Tân Phú Đông 1 (100MW), chính thức đi vào hoạt động từ T6/23 theo giá tạm 908đ/kWh (50% giá trần khung giá chuyển tiếp). Kết quả doanh thu sẽ cải thiện hơn nếu nhà máy chốt được giá chính thức ngang giá trần khung chuyển tiếp ~1,815đ/kWh. - GEG dự kiến đưa vào vận hành 1 dự án điện gió - VPL2 Bến Tre (30MW) và 1 dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (49MW), củng cố vị thế doanh nghiệp tái tạo hàng đầu trên thị trường. - Rủi về gánh nặng chi phí tài chính vẫn lớn do tỉ lệ đòn bẩy duy trì ở mức cao, có áp lực đáo hạn trái phiếu trong 2024, tuy nhiên, đang được cải thiện dần do xu hướng lãi suất giảm mạnh.

(*) Các cổ phiếu lựa chọn theo MBS Research

Hình 211: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (lần)		P/BV (lần)		EV/EBITDA (lần)		ROE (%)	
		Bloomberg	Nội tệ			Nội tệ	tr USD	TTM	2024	Hiện tại	2024	TTM	2024
Điện khí													
PVPower	POW VN	11,300	13,700	MUA	1,119.9	17.1	16.7	0.9	0.9	6.4	5.8	5.2	5.2
GENCO 3	PGV VN	23,500	NA	KKN	1,099.9	12.9	9.8	1.6	1.5	6.6	6.7	12.2	15.4
CTCP Điện lực Nhơn Trạch 2	NT2 VN	24,200	31,300	MUA	293.7	18.3	14.0	1.7	1.7	6.0	5.1	9.0	11.7
Trung bình						16.1	13.5	1.4	1.3	6.3	5.9	8.8	10.8
Trung vị						17.1	14.0	1.6	1.5	6.4	5.8	9.0	11.7
Điện than													
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	14,300	NA	KKN	290.6	12.9	8.7	1.1	1.1	4.7	4.6	8.7	13.1
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	14,300	NA	KKN	270.8	8.6	6.9	1.1	1.0	3.6	3.6	12.4	15.0
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	14,400	NA	KKN	193.0	9.8	6.9	0.9	NA	17.8	7.3	9.5	13.1
Trung bình						10.4	7.5	1.0	1.0	8.7	5.2	10.2	13.7
Trung vị						9.8	6.9	1.1	1.0	4.7	4.6	9.5	13.1
Thủy điện													
Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	45,000	NA	KKN	443.0	9.4	NA	2.2	NA	6.1	NA	23.6	NA
CTCP Thủy điện Hòa Na	HNA VN	19,000	NA	KKN	179.4	7.5	NA	1.3	NA	4.6	NA	19.0	NA
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	25,000	NA	KKN	149.0	10.4	NA	1.9	NA	6.4	NA	18.0	NA
Trung bình						9.1	NA	1.8	NA	5.7	NA	20.2	NA
Trung vị						9.4	NA	1.9	NA	6.1	NA	19.0	NA
Năng lượng tái tạo													
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	13,100	NA	KKN	187.1	22.3	28.5	1.2	1.0	10.1	8.8	2.3	4.1
Doanh nghiệp đa ngành													
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	57,000	77,000	MUA	989.0	10.0	8.0	1.4	1.0	7.5	7.6	15.2	12.5
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	27,600	34,800	MUA	354.2	13.3	8.0	1.5	1.3	7.1	5.4	11.7	20.0
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN	27,350	32,200	MUA	349.4	33.0	10.1	1.7	1.1	9.2	7.5	5.1	14.0
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN	8,980	NA	KKN	199.7	NA	NA	0.7	NA	26.1	NA	-0.8	NA
Trung bình						18.8	8.7	1.3	1.1	12.5	6.8	7.8	15.5
Trung vị						13.3	8.0	1.5	1.1	8.4	7.5	8.4	14.0

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 212: Dự phóng kết quả kinh doanh các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	PC1			POW			REE		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu	8,358	8,477	10,379	28,224	28,779	34,935	9,378	8,352	9,274
% svck	-15.0%	1.4%	22.4%	14.9%	2.0%	21.4%	61.3%	-10.9%	11.0%
LN gộp	1,595	1,706	2,106	3,726	2,653	3,824	4,330	3,767	4,218
Biên LN gộp (%)	19.1%	20.1%	20.3%	13.2%	9.2%	10.9%	46.2%	45.1%	45.5%
EBITDA	1,944	2,067	2,439	5,668	4,719	5,873	2,771	4,078	4,517
Biên EBITDA (%)	23.3%	24.4%	23.5%	20.1%	16.4%	16.8%	29.5%	48.8%	48.7%
LN ròng	460	265	812	2,061	1,340	1,664	2,693	2,362	2,939
% svck	-33.8%	-42.3%	205.7%	14.6%	-35.0%	24.2%	45.1%	-12.3%	24.4%
EPS (đ/cp)	1,479	854	2,610	880	572	710	8,684	7,618	9,478
BVPS (đ/cp)	19,632	21,039	24,258	24,273	27,198	33,774	57,944	66,741	77,439
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	-26,926	-26,351	-23,154	378	-1,700	-4,175	-27,416	-20,301	-11,630
Ng/VCSH	2.0	2.0	1.7	0.3	0.4	0.7	0.8	0.7	0.6
Tỷ suất cổ tức (%)	1.0%	1.0%	1.0%	1.7%	1.7%	1.7%	3.2%	3.2%	3.2%
ROAE (%)	8.1%	4.1%	10.8%	7.0%	4.3%	5.0%	15.0%	11.4%	12.2%
ROAA (%)	2.3%	1.2%	3.5%	3.8%	2.2%	2.3%	8.2%	6.8%	7.7%

Nguồn: MBS Research

Hình 213: Dự phóng kết quả kinh doanh các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	HDG			NT2		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu	3,581	2,262	3,450	8,788	6,430	8,459
% svck	-5.2%	-36.8%	52.5%	42.9%	-26.8%	31.5%
LN gộp	2,212	1,505	2,330	1,082	493	781
Biên LN gộp (%)	61.8%	66.5%	67.5%	12.3%	7.7%	9.2%
EBITDA	2,518	1,903	2,647	1,639	1,111	1,367
Biên EBITDA (%)	70.3%	84.1%	76.7%	18.7%	17.3%	16.2%
LN ròng	1,096	631	1,283	883	404	663
% svck	-0.1%	-42.4%	103.3%	65.5%	-54.3%	64.1%
EPS (đ/cp)	4,239	1,970	3,995	3,069	1,403	2,303
BVPS (đ/cp)	21,681	17,286	20,542	16,027	15,851	16,715
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	-22,172	-16,392	-13,964	2,441	5,584	8,680
Nợ/VCSH	1.2	1.1	0.8	0.1	0.1	0.1
Tỷ suất cổ tức (%)	0.5%	0.5%	0.5%	12.3%	7.8%	7.8%
ROAE (%)	20.7%	11.9%	20.4%	19.1%	8.9%	13.8%
ROAA (%)	7.3%	4.6%	8.4%	12.6%	5.6%	9.1%

Nguồn: MBS Research

NGÀNH LOGISTICS: Triển vọng tươi sáng hơn trong năm 2024

- Sản lượng container Việt Nam có thể phục hồi ở mức 3.5% svck trong 2024 nhờ nhu cầu bổ sung hàng hóa kinh doanh ở các thị trường lớn như Mỹ, EU.
- Giá cước vận tải biển có thể phục hồi ở mức 15% svck trong 2024 nhờ tình trạng dư cung bắt đầu giảm bớt.
- Chúng tôi kỳ vọng KQKD các doanh nghiệp ngành logistics sẽ tươi sáng hơn trong năm 2024, các cổ phiếu có thể theo dõi bao gồm HAH, GMD.

Kỳ vọng sản lượng vận tải biển Việt Nam tăng trưởng trở lại trong 2024

Trong 10T23, tổng sản lượng container thông quan của Việt Nam đạt 20.29 triệu TEU, giảm 3% svck. Chúng tôi cho rằng triển vọng sản lượng container sẽ tích cực lên từ cuối năm 2023 khi đã có sự phục hồi nhẹ ở mức 2.6% svck trong Q3/23, theo đó tổng sản lượng container Việt Nam có thể giảm 2.8% svck trong năm 2023. Sang năm 2024, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu bổ sung hàng hóa phục vụ kinh doanh tại Mỹ và EU sẽ là động lực chính giúp sản lượng container có thể phục hồi và đạt mức tăng trưởng 3.5% svck.

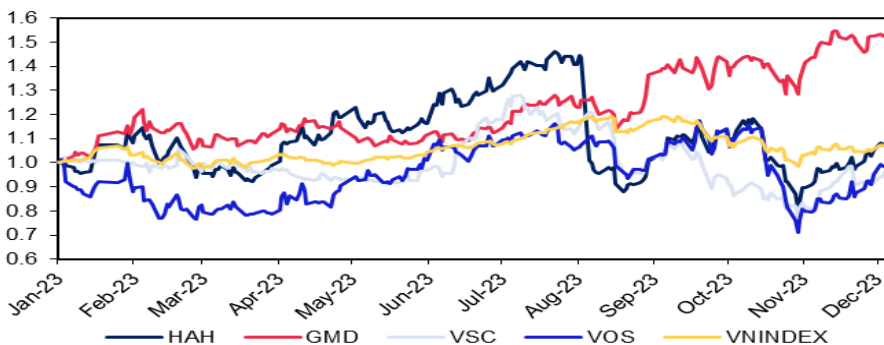
Cước vận tải biển sẽ phục hồi nhờ tình trạng dư cung giảm bớt

Tỷ lệ đặt hàng tàu mới/công suất toàn thị trường đã bắt đầu ghi nhận giảm kể từ tháng 6/2023 và đến tháng 12/2023 chỉ ở quanh mức 25% khi hầu như không xuất hiện những đơn đặt hàng mới. Giá cước tiếp tục ở mức thấp sẽ tiếp tục hạn chế những đơn đặt hàng mới và khiến tỷ lệ đặt hàng/công suất hiện tại tiếp tục giảm trong năm 2024 giúp tình trạng dư cung giảm bớt. Cùng với kỳ vọng nhu cầu vận tải biển tăng trở lại nhờ các thị trường lớn tăng bổ sung hàng hóa kinh doanh, chúng tôi kỳ vọng giá cước container toàn cầu sau khi giảm 35% svck trong năm 2023 có thể phục hồi khoảng 15% svck trong năm 2024.

Triển vọng doanh nghiệp ngành logistics sẽ tươi sáng hơn trong 2024

Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của các doanh nghiệp vận tải biển sẽ có sự phục hồi tích cực trong 2024 nhờ (1) sản lượng luân chuyển tiếp tục tăng nhờ mở rộng đội tàu và mở rộng thị trường khai thác quốc tế, (2) giá cước container toàn cầu dự báo phục hồi 15% svck trong năm 2024, (3) tỷ giá cùng lãi suất USD dự báo hạ nhiệt trong năm 2024 sẽ làm giảm chi phí tài chính. HAH là doanh nghiệp đầu ngành vận tải biển Việt Nam và sẽ hưởng lợi tích cực từ những yếu tố này. Đối với các doanh nghiệp cảng biển, triển vọng phục hồi trong năm 2024 sẽ đến từ (1) kỳ vọng sản lượng container cả nước phục hồi 3.5% svck trong năm 2024, (2) kỳ vọng ban hành chính sách tăng giá dịch vụ xếp dỡ cảng biển, theo đó các khu vực cảng nước sâu (Cái Mép, Lạch Huyện) sẽ hưởng lợi lớn nhất khi công suất các cảng ở đây đã ở quanh mức tối đa. GMD sở hữu Gemalink ở khu vực Cái Mép – Thị Vải sẽ hưởng lợi lớn khi dự thảo tăng giá được thông qua.

Hình 214: Diễn biến chỉ số P/B từ đầu năm nhóm cổ phiếu logistics



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Trưởng phòng



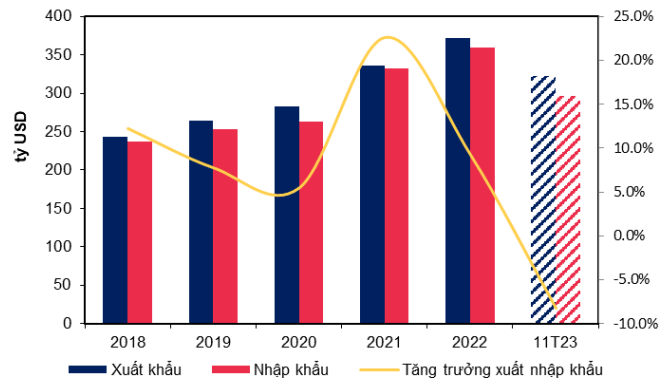
Nguyễn Tiến Dũng

Dung.nguyentien@mbs.com.vn

Tổng quan ngành logistics

Tổng giá trị xuất nhập khẩu Việt Nam giảm tốc (tỷ USD)

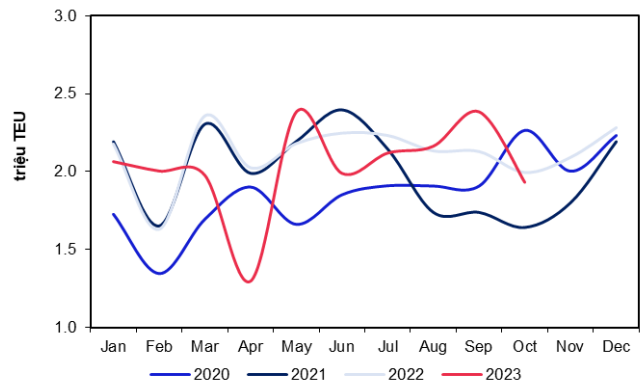
Trong 11T23, tổng giá trị xuất nhập khẩu Việt Nam giảm 8.3% svck, đã giảm có phần nhẹ hơn về cuối năm. Xuất nhập khẩu cả nước giảm do doanh nghiệp gặp khó khăn về đơn hàng, đặc biệt là các lĩnh vực xuất khẩu chủ lực (dệt may, da giày, thủy sản, gỗ...). Về thị trường, Mỹ là nước xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam trong 11 tháng, đạt trên 88 tỷ USD, giảm 13% svck; Trung Quốc đứng thứ 2, đạt gần 56 tỷ USD và tăng 6.2% svck, là điểm sáng trong bối cảnh xuất khẩu sang hầu hết thị trường chủ lực đều suy giảm.



Nguồn: Tổng cục Thống kê, MBS Research

Tổng sản lượng container thông quan của Việt Nam (triệu TEU)

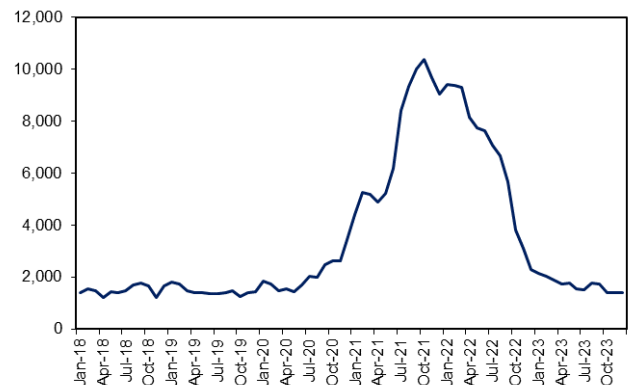
Tổng sản lượng container thông qua cảng biển Việt Nam suy giảm mạnh trong Q1 và Q2/23 với mức giảm lần lượt 2%/12% svck do nhu cầu nhập khẩu hàng hóa của các đầu tàu kinh tế thế giới suy giảm, tuy nhiên đã bắt đầu có sự phục hồi nhẹ trong Q3/23 với mức tăng 2.6% svck. Lũy kế 10T2023, tổng sản lượng container của Việt Nam giảm 3% svck.



Nguồn: Vinamarine, MBS Research

Chỉ số container toàn cầu (USD/40ft)

Trên thị trường quốc tế, sau một giai đoạn suy giảm, đã giảm giá cước vận tải container đường biển có dấu hiệu chững lại và tạo đáy từ giữa 2023 đến nay. Tính đến đầu tháng 12/2023, chỉ số này đã giảm 35.1% svck sau khi giảm 75.7% svck trong năm 2022. Đây là hệ quả của việc nhu cầu vận tải biển toàn cầu suy yếu trong khi nguồn cung tăng trong thời gian vừa qua.



Nguồn: Drewry, MBS Research

Triển vọng ngành logistics 2024

Kỳ vọng sản lượng vận tải biển Việt Nam tăng trưởng trở lại nhờ nhu cầu bổ sung hàng hóa ở các thị trường lớn

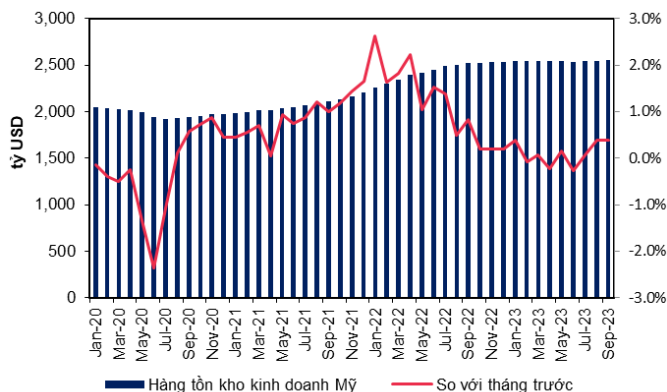
Trong năm 2024, chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng của ngành vận tải biển toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng sẽ đến từ nhu cầu bổ sung hàng tồn kho của các doanh nghiệp cũng như các nhà bán lẻ tại Mỹ và châu Âu trở lại sau giai đoạn giải phóng lượng hàng tồn kho dư thừa, cụ thể:

- Mỹ hiện là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam và có ảnh hưởng lớn đến hoạt động vận tải biển Việt Nam. Trong 11T2023, xuất khẩu sang Mỹ đạt 88.05 tỷ USD, giảm 13.1% svck, chiếm 27% tổng kim ngạch

xuất khẩu cả nước. Lượng hàng tồn kho kinh doanh hàng tháng tại Mỹ đã ghi nhận giảm liên tục từ đầu năm cho đến hết tháng 6/2023 trước khi bắt đầu ghi nhận tăng trưởng trở lại kể từ tháng 7/2023. Sự phục hồi chủ yếu đến từ nhu cầu xây dựng tăng trở lại kéo theo nhu cầu bổ sung nguyên vật liệu và nội thất của Mỹ. OECD dự báo tăng trưởng GDP của Mỹ năm 2024 có thể đạt 1.5% sau khi đạt 2.4% trong năm 2023, trong khi lạm phát có thể giảm xuống 4% trong năm 2024 từ mức 6.6% của năm 2023, điều này sẽ hỗ trợ cho sức tiêu dùng của người dân Mỹ kéo theo nhu cầu nhập khẩu hàng hóa kinh doanh.

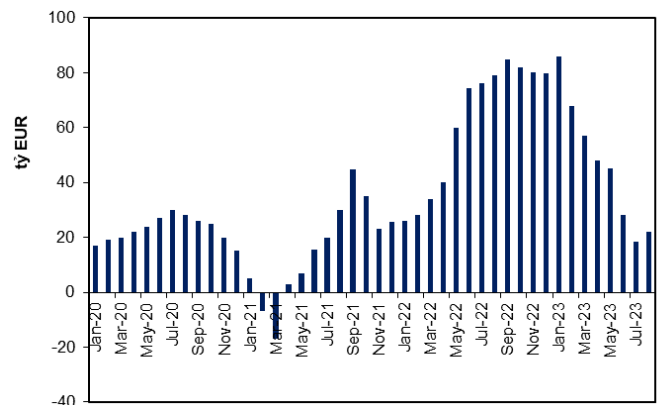
- Đối với thị trường EU, trong 11T2023, giá trị xuất khẩu sang thị trường này đạt 39.9 tỷ USD, giảm 8.0% svck và chiếm 12% tổng kim ngạch xuất khẩu cả nước. Mức tăng hàng tồn kho theo tháng ở châu Âu cũng đã suy giảm kể từ đầu năm 2023 do người dân thắt chặt chi tiêu, tuy nhiên đã có những dấu hiệu tạo đáy kể từ tháng 6/2023. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu mua sắm sẽ quay trở lại từ cuối năm nay khi bước vào các kỳ nghỉ lễ cùng với áp lực lạm phát đang hạ nhiệt hỗ trợ sức tiêu dùng ở châu Âu. Theo dự báo của OECD, tăng trưởng GDP của EU có thể tăng từ mức 0.6% trong năm nay lên mức 0.9% trong năm 2024, lạm phát dự báo sẽ giảm từ mức 5.4% trong năm 2023 xuống 2.8% trong năm 2024.

Hình 215: Hàng tồn kho kinh doanh Mỹ đã bắt đầu tăng trở lại kể từ tháng 7/2023 sau một giai đoạn tăng trưởng âm



Nguồn: Investing, MBS Research

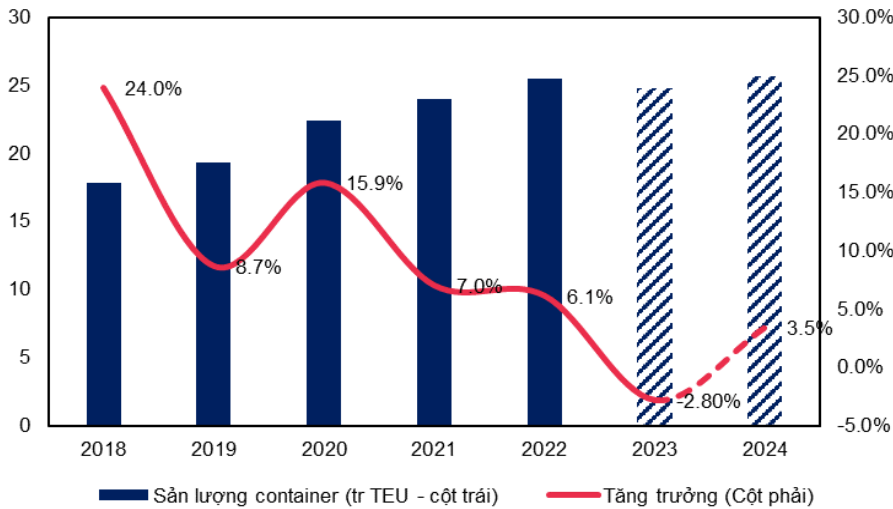
Hình 216: Mức tăng hàng tồn kho theo tháng của EU có dấu hiệu tạo đáy từ tháng 6/2023



Nguồn: Eurostats, MBS Research

Trong 10T2023, tổng sản lượng container thông quan của Việt Nam đạt 20.29 triệu TEU, giảm 3% svck. Chúng tôi cho rằng triển vọng sản lượng container sẽ tích cực lên từ cuối năm khi đã có sự phục hồi nhẹ ở mức 2.6% svck trong Q3/23, theo đó tổng sản lượng container Việt Nam có thể giảm 2.8% svck trong năm 2023. Sang năm 2024, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu bổ sung hàng hóa phục vụ kinh doanh tại Mỹ và EU sẽ là động lực chính giúp sản lượng container có thể phục hồi và đạt mức tăng trưởng 3.5% svck.

Hình 217: Chúng tôi dự báo sản lượng container thông qua các cảng biển ở Việt Nam sau khi suy giảm 2.8% svck trong năm 2023 sẽ phục hồi 3.5% svck trong năm 2024

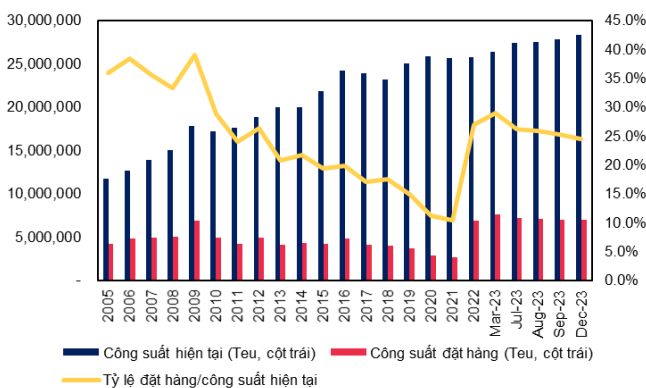


Nguồn: Vinamarine, MBS Research

Cước vận tải biển sẽ phục hồi nhờ tình trạng dư cung giảm bớt

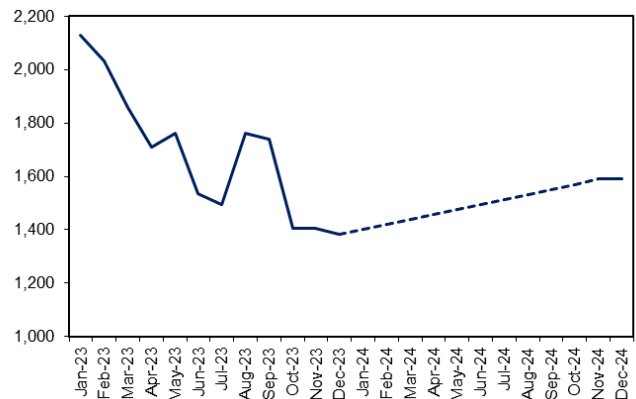
Theo Alphaliner, số lượng đơn đóng tàu mới tăng mạnh khiến tỷ lệ đặt hàng trên công suất toàn thị trường liên tục tăng trong giai đoạn 2021-2022, từ mức 10.4% lên mức đỉnh 29% vào tháng 3/2023, theo đó giá cước vận tải container toàn cầu đã liên tục giảm trong giai đoạn tỷ lệ này tăng mạnh. Có thể thấy giá cước vận tải biển biến động ngược chiều với tỷ lệ đặt hàng/công suất toàn thị trường, cho thấy việc dư cung đã tác động tiêu cực đến giá cước vận tải biển. Tuy nhiên, tỷ lệ này đã bắt đầu ghi nhận giảm kể từ tháng 6/2023 và đến tháng 12/2023 chỉ ở quanh mức 25% khi hầu như không xuất hiện những đơn đặt hàng mới. Giá cước tiếp tục ở mức thấp sẽ tiếp tục hạn chế những đơn đặt hàng mới và khiến tỷ lệ đặt hàng/công suất hiện tại tiếp tục giảm trong năm 2024 giúp tình trạng dư cung giảm bớt. Cùng với kỳ vọng nhu cầu vận tải biển tăng trở lại nhờ các thị trường lớn tăng bổ sung hàng hóa kinh doanh, chúng tôi kỳ vọng giá cước container toàn cầu sau khi giảm 35% svck trong năm 2023 có thể phục hồi khoảng 15% svck trong năm 2024.

Hình 218: Tỷ lệ đặt hàng tàu mới/công suất hiện tại đang bắt đầu giảm



Nguồn: Vinamarine, MBS Research

Hình 219: Chúng tôi dự báo giá cước container toàn cầu có thể tăng 15% svck trong năm 2024 (USD/40ft)

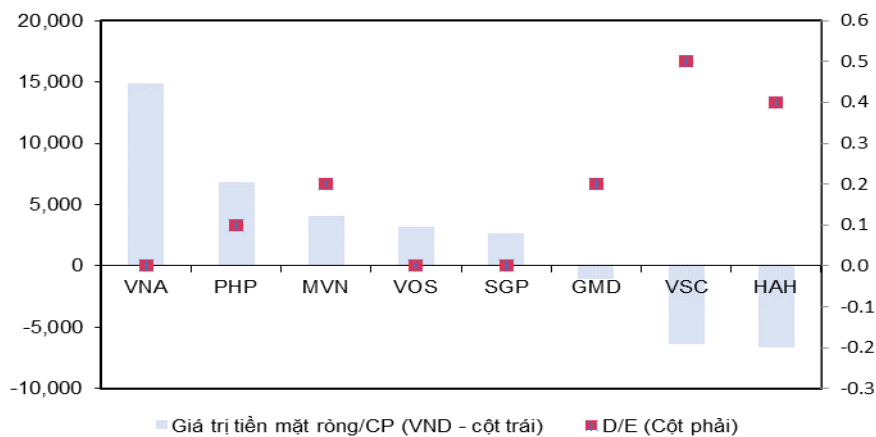


Nguồn: Drewry, MBS Research

Sức khỏe tài chính vững chắc là cơ sở để các doanh nghiệp logistics duy trì hoạt động và tận dụng thời cơ khi thị trường phục hồi

Cuối Q3/23, hầu hết các công ty trong ngành vận tải biển và cảng biển đều duy trì sức khỏe tài chính tốt sau khi trải qua giai đoạn khó khăn. Hầu hết các công ty không đầu tư mới trong giai đoạn này, khiến cho vị thế tiền mặt cao cùng tỷ lệ đòn bẩy thấp. Một vài công ty vẫn duy trì hoạt động đầu tư mới như GMD, VSC, HAH khiến cho vị thế tiền mặt âm cùng tỷ lệ đòn bẩy cao hơn những công ty khác, tuy nhiên các chỉ số này vẫn trong ngưỡng an toàn. Chúng tôi cho rằng thị trường logistics đã bước qua giai đoạn khó khăn nhất, do đó các hoạt động đầu tư mới trong thời điểm khó khăn của các công ty sẽ có thể mang lại hiệu quả khi thị trường bước vào giai đoạn phục hồi.

Hình 220: Hầu hết các công ty logistics đều duy trì vị thế tiền mặt ròng cao cùng tỷ lệ đòn bẩy thấp

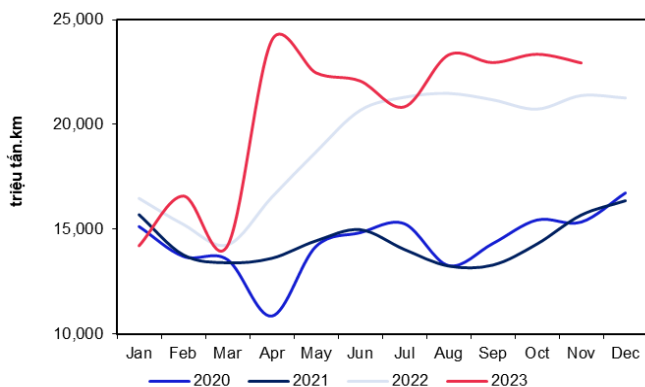


Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Lợi nhuận các doanh nghiệp vận tải biển có thể phục hồi tích cực theo triển vọng giá cước vận tải biển

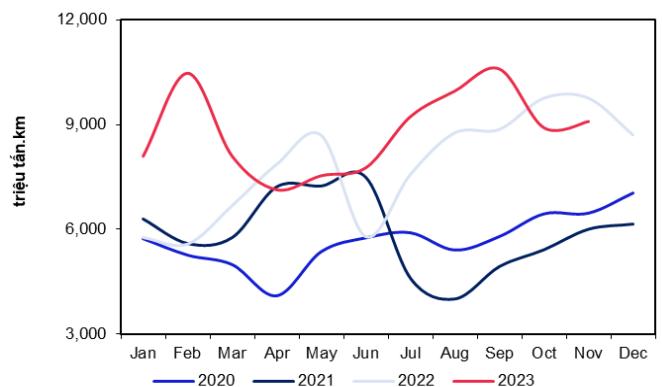
Trong bối cảnh giá cước vận tải biển suy giảm, sản lượng luân chuyển vận tải biển Việt Nam vẫn duy trì ở mức cao, đặc biệt là sản lượng luân chuyển vận tải biển quốc tế do các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam đã tăng quy mô đội tàu và mở rộng thị trường quốc tế trong thời gian vừa qua. Sản lượng luân chuyển vận tải biển Việt Nam 11T2023 tăng 13.9% svck, trong khi sản lượng luân chuyển vận tải thủy nội địa cũng đạt mức tăng 9.3% svck.

Hình 221: Sản lượng luân chuyển vận tải biển quốc tế



Nguồn: Vinamarine, MBS Research

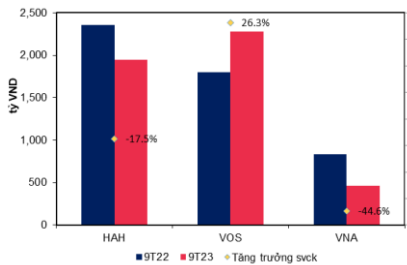
Hình 222: Sản lượng luân chuyển vận tải thủy nội địa



Nguồn: Vinamarine, MBS Research

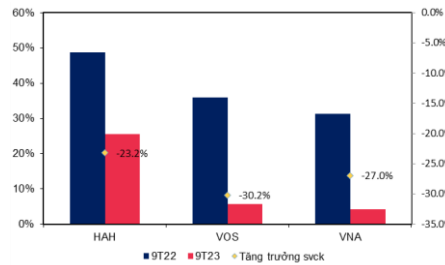
Trong 9T2023, doanh thu của các doanh nghiệp vận tải biển niêm yết giảm 6.2% svck chủ yếu do giá cước vận tải biển giảm mạnh. Biên LN gộp cũng giảm 27 điểm % do chi phí cố định lớn. Theo đó, LN ròng của các doanh nghiệp vận tải biển niêm yết giảm mạnh 72% svck, mức giảm mạnh đến từ các doanh nghiệp tự vận hành đội tàu như VOS hay VNA trong khi HAH ghi nhận mức giảm LN ròng thấp hơn nhờ có hoạt động cho thuê định hạn.

Hình 223: Doanh thu các công ty vận tải biển 9T23 giảm 6.2% svck



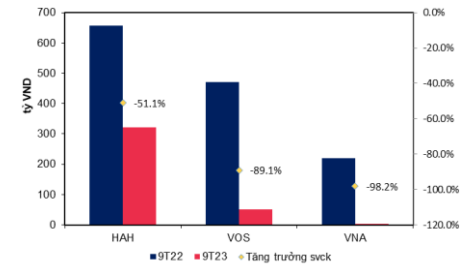
Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Hình 224: Biên LN gộp các công ty vận tải biển giảm 27 điểm% svck trong 9T23



Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Hình 225: LN ròng các công ty vận tải biển 9T23 giảm 72% svck



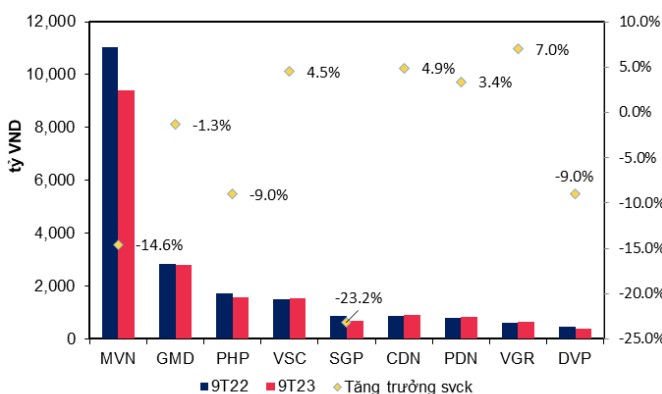
Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của các DN vận tải biển có thể tiếp tục đi ngang trong quý 4/2023 trước khi có sự phục hồi tích cực trong năm 2024 nhờ:

- Sản lượng luân chuyển tiếp tục tăng nhờ mở rộng đội tàu và mở rộng thị trường khai thác quốc tế. Đáng chú ý có HAH, trong năm 2024 doanh nghiệp sẽ nhận thêm 2 tàu mới, tăng công suất thêm khoảng 20%. Trong năm 2023, HAH đã hợp tác với hãng tàu Zim thành lập liên doanh Zim – Hải An và đã khai trương một số tuyến nội Á, sang năm 2024 HAH sẽ tiếp tục đẩy mạnh khai thác trên tuyến vận tải nội Á.
- Giá cước container toàn cầu dự báo phục hồi 15% svck trong năm 2024 giúp biên LN gộp của các doanh nghiệp vận tải biển cải thiện tích cực.
- Tỷ giá cùng lãi suất USD dự báo hạ nhiệt trong năm 2024 sẽ làm giảm chi phí tài chính của các doanh nghiệp vận tải biển, đặc biệt với các doanh nghiệp vay USD để phát triển đội tàu quốc tế như HAH. Hiện tỷ lệ nợ vay USD/tổng nợ vay của HAH chiếm khoảng 30%.

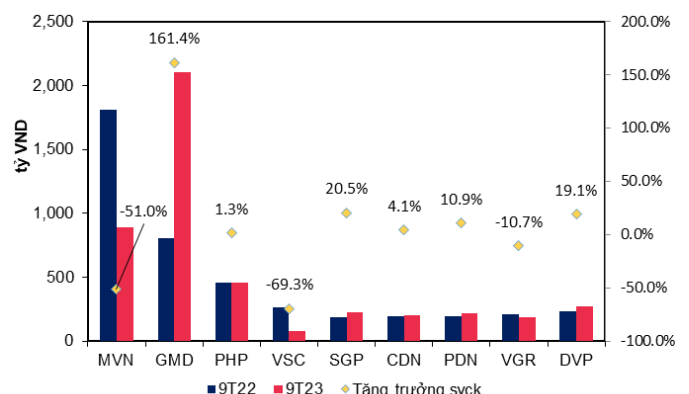
Lợi nhuận các doanh nghiệp cảng biển kỳ vọng vào việc ban hành chính sách tăng giá xếp dỡ

Hình 226: Doanh thu các công ty cảng biển 9T23 giảm 9% svck



Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Hình 227: LN ròng các công ty cảng biển 9T23 tăng 6.7% svck, nếu loại trừ thu nhập đột biến của GMD, LN ròng các công ty giảm 19.1% svck



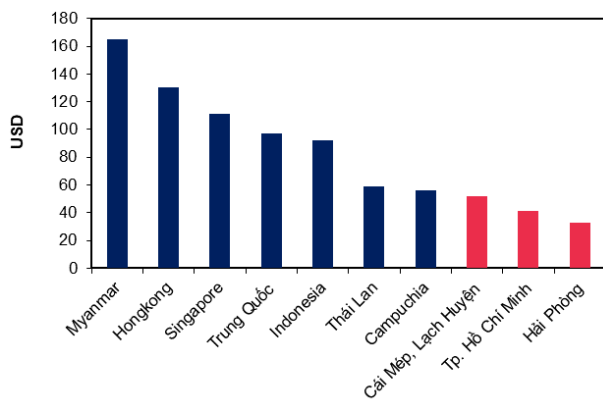
Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Xét về kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp khai thác cảng biển đang niêm yết, trong 9T2023, tổng doanh thu giảm 9% svck do tăng trưởng sản lượng container 9T2023 giảm 4% svck, trong đó sản lượng container quốc tế giảm 5.5% svck. Biên LN gộp của các công ty khai thác cảng biển giảm 4.1 điểm % svck do chi phí cố định tương đối cao. Nhờ khoản lãi đột biến từ việc thoái vốn cảng Nam Hải – Đình Vũ của GMD (ước tính khoảng 1,400 tỷ) mà LN ròng 9T2023 của các công ty cảng biển tăng 6.7% svck. Nếu loại trừ khoản thu nhập đột biến này, lãi ròng các công ty cảng biển giảm 19.1% svck.

Chúng tôi cho rằng LN ròng các doanh nghiệp cảng biển sẽ tiếp tục đi ngang so với quý trước trong Q4/23. Triển vọng phục hồi trong năm 2024 sẽ đến từ:

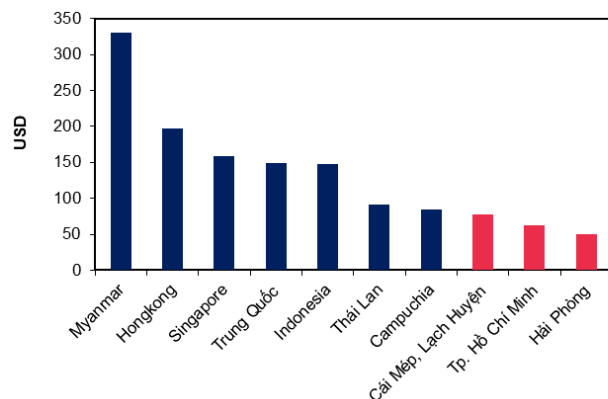
- Kỳ vọng sản lượng container phục hồi 3.5% svck trong năm 2024.
- Đáng chú ý hơn cả là kỳ vọng việc ban hành chính sách tăng giá dịch vụ xếp dỡ cảng biển. Trong tháng 8, Cục Hàng hải Việt Nam đã ban hành dự thảo sửa đổi Nghị định số 54/2018/TT-BGTVT trong đó đề xuất tăng mức giá tối thiểu cho dịch vụ xếp dỡ hàng hóa tại các cảng loại I (Hải Phòng), loại III (Thành phố Hồ Chí Minh) và tại các cảng nước sâu (Cái Mép, Lạch Huyện) với mức tăng 10%. Hiện tại, giá dịch vụ xếp dỡ hàng hóa tại Việt Nam đang thấp hơn rất nhiều so với các quốc gia trong khu vực. Nếu dự thảo được thông qua, chúng tôi cho rằng các khu vực cảng nước sâu (Cái Mép, Lạch Huyện) sẽ hưởng lợi lớn nhất khi công suất ở các cụm cảng nước sâu đã ở quanh mức tối đa. Các cụm cảng khác có thể không được hưởng lợi nhiều do vẫn còn dư cung và các nhà khai thác cảng có thể tăng ưu đãi ở các chi phí phí khác để giữ chân khách hàng.

Hình 228: Chi phí xếp dỡ đối với container 20ft (USD)



Nguồn: Vinamarine, MBS Research

Hình 229: Chi phí xếp dỡ đối với container 40ft (USD)



Nguồn: Vinamarine, MBS Research

Chiến lược đầu tư ngành logistics

Chúng tôi ưa thích HAH và GMD cho ngành logistics trong năm 2024 nhờ vị thế đầu ngành trên sàn niêm yết của 2 cổ phiếu này. Đây cũng là 2 doanh nghiệp duy trì mở rộng năng lực công suất hoạt động trong thời điểm khó khăn nhưng vẫn giữ được sức khỏe tài chính an toàn. Đây là điều mà chúng tôi đánh giá cao bởi nhờ năng lực công suất tăng, HAH và GMD sẽ có mức độ phục hồi tốt hơn các doanh nghiệp khác khi ngành logistics phục hồi trong năm 2024. Chúng tôi dự báo LN ròng của HAH sau khi giảm 46.4% svck trong năm 2023 sẽ đạt mức tăng trưởng 19% svck trong năm 2024, trong khi GMD sau khi đạt mức tăng trưởng lợi nhuận vượt trội trong năm 2023 (+133.8% svck) nhờ thoái vốn cảng Nam Hải – Đình Vũ thì LN ròng năm 2024 có thể giảm 42.1% svck nhưng vẫn

cao hơn 35.4% so với năm 2022. Chúng tôi cho rằng những sự điều chỉnh về giá của 2 CP này trong năm 2024 sẽ là những cơ hội hấp dẫn để tích lũy cổ phiếu.

Hình 230: Dự phóng KQKD các doanh nghiệp theo dõi

Tỷ đồng	HAH			GMD		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu	3,205	2,659	3,498	3,898	3,850	4,365
% svck	63.9%	-17.0%	31.6%	21.6%	-1.2%	13.4%
Ln gộp	1,423	784	1,007	1,719	1,890	2,156
Biên LN gộp (%)	44.4%	29.5%	28.8%	44.1%	49.1%	49.4%
EBITDA	714	315	432	866	1,055	1,208
Biên EBITDA (%)	50.2%	40.1%	42.9%	50.4%	55.8%	56.0%
LN ròng	822	441	525	994	2,324	1,346
% svck	84.5%	-46.4%	19.0%	62.4%	133.8%	-42.1%
EPS (đ/cp)	11,684	4,181	4,977	3,249	7,596	4,400
BVPS (đ/cp)	41,040	28,304	34,086	22,642	28,238	31,638
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	-10,897	-6,024	-8,542	-1,934	-990	-1,545
Nợ/VCSH	0.5	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2
Tỷ suất cổ tức (%)	3.0%	0.0%	4.0%	3.1%	2.8%	2.8%
ROAE (%)	34.3%	15.2%	15.8%	15.0%	29.8%	14.7%
ROAA (%)	19.8%	8.5%	8.2%	8.4%	16.9%	8.9%

Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Hình 231: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Vốn hóa	P/E (lần)		P/BV (lần)		ROE (%)		ROA (%)	
	Bloomberg	Tr USD	TTM	2024	Hiện tại	2024	TTM	2024	TTM	2024
Cảng biển										
CTCP Cảng Hải Phòng	PHP VN	275	11.7	12.8	1.5	NA	12.9	7.8	8.9	5.4
CTCP Tập đoàn Container Việt Nam	VSC VN	160	29.5	31.9	1.4	1.3	3.0	9.2	4.6	5.9
Adani Ports And Special Econ	ADSEZ IN	26,708	NA	22.5	7.8	3.6	2.8	17.1	1.0	6.9
Xiamen Interna-A	600897 CH	743	19.6	10.5	1.3	1.2	6.9	12.2	5.4	8.9
Namying Terminal	NYT TB	142	11.8	13.6	1.5	1.5	13.1	11.0	6.6	5.6
CTCP Gemadept	GMD VN	889	9.6	15.5	2.6	2.2	28.6	14.7	18.4	8.9
Trung bình			16.4	17.8	2.7	2.0	11.2	12.0	7.5	6.9
Trung vị			11.8	14.6	1.5	1.5	9.9	11.6	6.0	6.4
Vận tải biển										
Ap Moller-Maersk A/S-B	MAERSKB	26,366	2.9	NA	0.5	0.5	16.1	-1.6	10.6	-1.7
Cosco Shipping Holdings Co-A	601919 CH	20,716	3.0	18.0	0.5	0.5	16.2	6.7	6.7	2.6
Evergreen Marine Corp Ltd	2603 TT	8,196	4.1	19.0	0.6	0.6	12.5	3.6	7.4	2.1
Hmm Co Ltd	011200 KS	8,201	3.8	13.2	0.4	0.5	7.5	3.2	91.8	3.8
CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An	HAH VN	107	7.7	7.2	1.5	1.1	17.9	15.8	10.0	8.2
Trung bình			4.3	14.3	0.7	0.6	14.0	5.5	25.3	3.0
Trung vị			3.8	15.6	0.5	0.5	16.1	3.6	10.0	2.6

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

NGÀNH BÁN LẺ: Kỳ vọng vào đà chi tiêu dần phục hồi

- Sức mua được kỳ vọng sẽ cải thiện kể từ Q3/24 nhờ vào sự phục hồi của sản xuất cũng như môi trường lãi suất thấp sẽ kích thích tín dụng tiêu
- Chúng tôi dự báo ngành bán lẻ sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận khoảng 2 lần trong năm 2024 từ nền thấp 2023
- Chúng tôi lựa chọn PNJ, DGW cho nửa đầu năm 2024 và bổ sung MWG cho nửa sau của năm.

Chúng tôi kỳ vọng sức mua sẽ phục hồi kể từ nửa sau 2024

Nhờ (1) kỳ vọng thu nhập người dân phục hồi nhờ sản xuất phục hồi rõ rệt hơn từ nửa sau 2024, (2) lãi suất cho vay tiêu dùng về mức thấp kích thích nhu cầu vay tiêu dùng trở lại. Theo đó, nhu cầu các sản phẩm điện thoại, laptop cùng máy tính bảng sẽ trở lại từ nửa sau 2024. Ngành trang sức sẽ tăng trưởng nhẹ trên mức tiêu thụ thấp năm 2023 nhờ vào việc duy trì tệp khách hàng có thu nhập trung bình – cao.

LN các DN bán lẻ tăng trưởng nhưng sẽ phân hóa theo từng ngành khác nhau

Ngành bán lẻ ICT: Biên LN gộp được cải thiện khi cuộc chiến tranh giá lớn nhất kết thúc, kết hợp với sức mua hàng không thiết yếu phục hồi từ cuối năm 2024 sẽ giúp LN các doanh nghiệp tăng trưởng trung bình 3 lần svck.

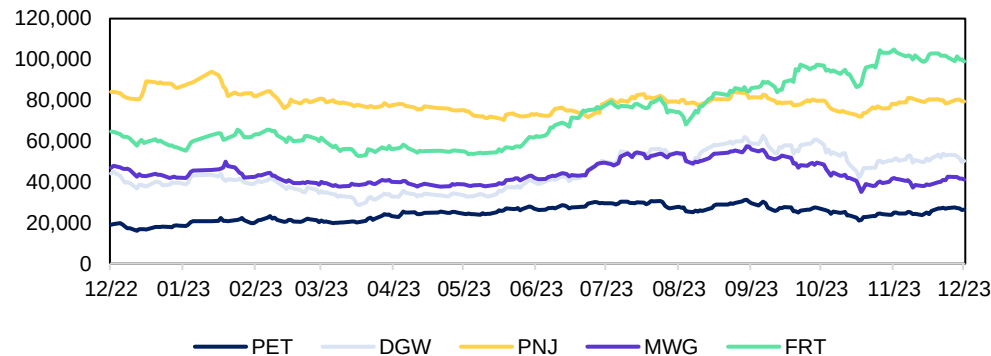
Ngành trang sức vàng: Phát triển thêm các tệp khách hàng mới ở các phân khúc khác nhau, linh hoạt bắt kịp các xu hướng mới sẽ giúp cho LN tăng 6% so với mức nền cao của năm 2023.

Ngành bán lẻ dược phẩm: Nhu cầu chăm sóc sức khỏe ít bị ảnh hưởng khi sức cầu tiêu dùng suy giảm, vì thế động lực tăng trưởng LN ngành đến từ khả năng mở mới cửa hàng và kiểm soát chi phí bán hàng của các chuỗi bán lẻ dược phẩm.

Chúng tôi lựa chọn PNJ, DGW cho nửa đầu và bổ sung MWG cho nửa sau 2024

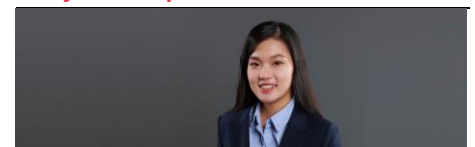
Trong giai đoạn nửa đầu 2024, chúng tôi ưa thích PNJ và DGW dựa trên những yếu tố sau: (1) Thị phần khách hàng có sẵn khi sức mua hàng không thiết yếu bắt đầu phục hồi kể từ 3Q24, đặc biệt ở lĩnh vực hàng xa xỉ, (2) doanh nghiệp không bị ảnh hưởng nhiều bởi cuộc chiến tranh giá lớn nhất từ trước đến nay trong lĩnh vực bán lẻ ICT, CE, (3) doanh nghiệp có định giá hấp dẫn trong ngành. Bước sang nửa sau 2024, chúng tôi kỳ vọng hoạt động tái cơ cấu của MWG sẽ bắt đầu có tác dụng, kết hợp cùng thị trường khởi sắc sẽ giúp KQKD của doanh nghiệp thực sự phục hồi và cũng là thời điểm hợp lý để có thể tích lũy cổ phiếu.

Hình 232: Diễn biến giá các cổ phiếu bán lẻ trong vòng 1 năm (VND/cổ phiếu)



Nguồn: Investing, MBS Research

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Quỳnh Ly

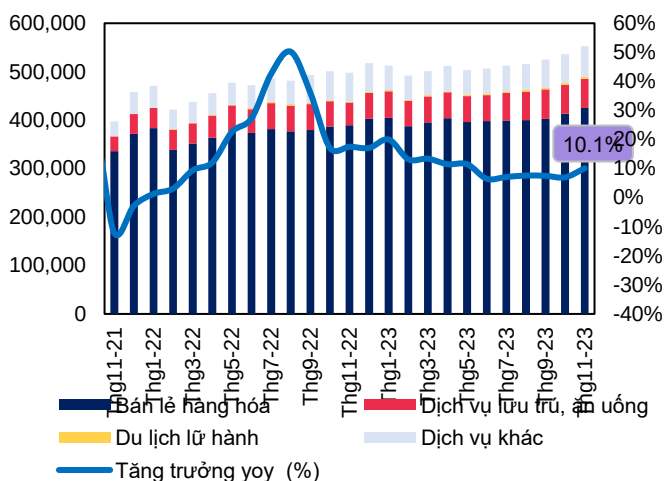
Ly.nguyenquynh@mbs.com.vn

Một năm 2023 khó khăn với DN bán lẻ không thiết yếu

Tốc độ tăng trưởng của tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng chậm lại đáng kể từ cuối năm 2022 trong bối cảnh các hoạt động sản xuất kinh doanh yếu đi do nhu cầu của thế giới suy giảm. Lũy kế 11 tháng năm 2023, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính 7% so với cùng kỳ (đã loại trừ yếu tố giá). Đây là mức tăng thấp nhất trong 8 năm trở lại đây (loại trừ giai đoạn ảnh hưởng do Covid-19).

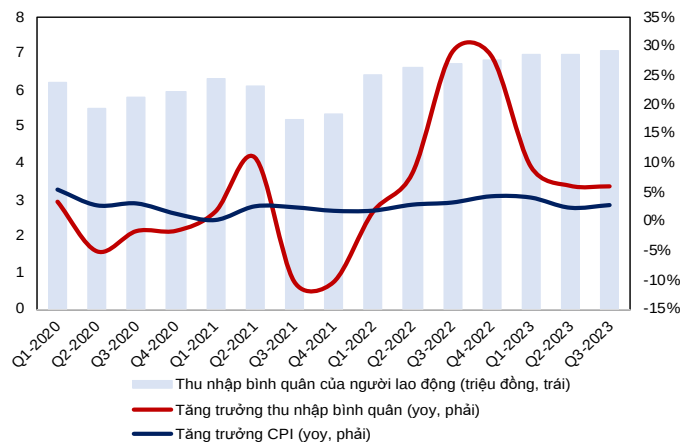
Theo khảo sát của Ngân hàng UOB, 80% người tiêu dùng tại Việt Nam vẫn đang lo lắng về tài chính của họ với nỗi lo hàng đầu là lạm phát gia tăng. Trong bối cảnh đó, ngành tiêu dùng bán lẻ không thiết yếu bị ảnh hưởng nhiều hơn, nguyên nhân đến từ tăng trưởng thu nhập gần như tương đương với mức tăng của CPI khiến người dân không có đủ sự tích lũy và sẽ ưu tiên chi tiêu cho các sản phẩm thiết yếu thay vì chi tiêu mạnh tay cho các sản phẩm không thiết yếu như: tivi, điện thoại, ... Vì thế, sức mua hàng không thiết yếu bị suy giảm đáng kể.

Hình 233: Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng so với cùng kỳ năm trước (Nghìn tỷ USD)



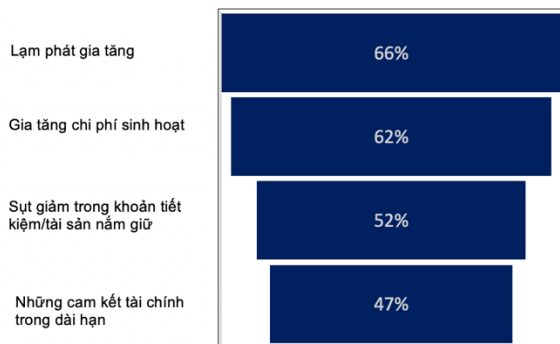
Nguồn: GSO, MBS Research

Hình 234: Tăng trưởng thu nhập và tăng trưởng CPI gần như tương đương là lý do khiến người tiêu dùng thận trọng chi tiêu, đặc biệt với các mặt hàng không thiết yếu



Nguồn: ASEAN Consumer Sentiment Study, MBS Research

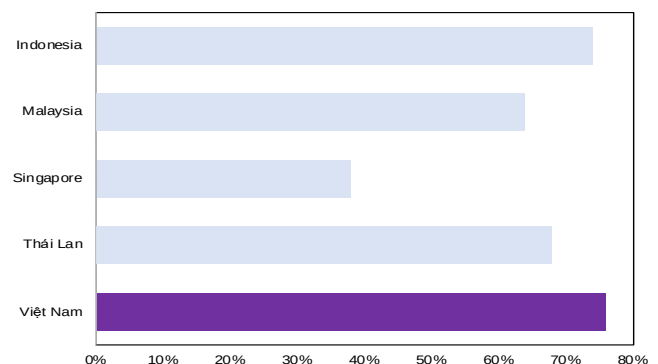
Hình 235: Những nỗi lo của người tiêu dùng VN về tài chính trong năm 2023.



*số liệu lấy theo bài khảo sát của ngân hàng UOB, "ACSS"

Nguồn: ASEAN Consumer Sentiment Study, MBS Research

Hình 236: Tỷ lệ người tiêu dùng kỳ vọng về nền kinh tế tốt hơn trong năm 2024.



Nguồn: ASEAN Consumer Sentiment Study, MBS Research

Mặc dù còn tâm lý e ngại tiêu dùng trong năm 2023, một điểm tích cực là xét về kỳ vọng nền kinh tế năm 2024, người Việt Nam có tâm lý lạc quan hơn so với Singapore, Malaysia, Thái Lan và Indonesia. Đáng chú ý, tăng trưởng tiêu dùng

cũng cải thiện hơn trong tháng 11 với mức tăng 10.1% so với cùng kỳ và 1.4% so với tháng trước. Tốc độ tăng trưởng của bán lẻ đã tăng trở lại kể từ tháng 5 sau khi ghi nhận xu hướng giảm, trong bối cảnh người tiêu dùng nhạy cảm về giá thì hoạt động bán lẻ trong 2 tháng cuối năm sẽ diễn ra sôi động hơn so với mức nền thấp của năm trước.

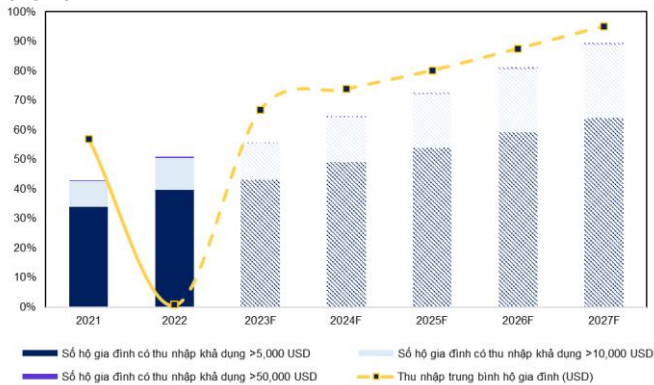
Triển vọng ngành bán lẻ trong năm 2024

Chúng tôi kỳ vọng sức mua sẽ phục hồi kể từ Q3/24 khi nền kinh tế ổn định hơn

Chúng tôi kỳ vọng sức mua sẽ có thể hồi phục từ nửa cuối năm 2024 nhờ các yếu tố sau:

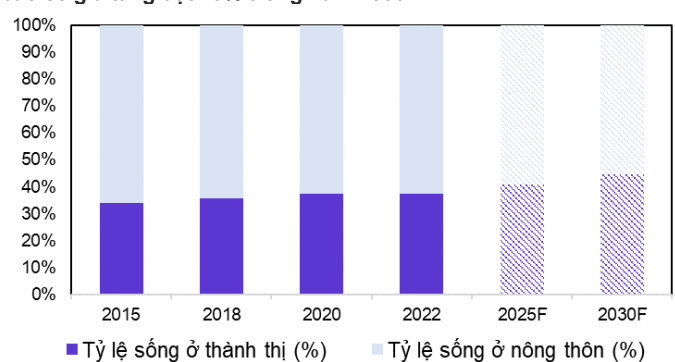
- Việt Nam vẫn là quốc gia có nền kinh tế tăng trưởng tốt với sở thích tiêu dùng về công nghệ cao. Sở thích về tiêu dùng công nghệ cùng sự gia tăng của tầng lớp trung lưu sẽ là động lực tăng trưởng của ngành bán lẻ điện tử và gia dụng trong trung và dài hạn.
- Kỳ vọng thu nhập của người dân phục hồi trở lại nhờ sản xuất và xuất khẩu phục hồi. Chúng tôi dự báo xuất khẩu năm 2024 sẽ tăng trưởng dương 6 – 7% trên thấp của năm 2023 nhờ áp lực chuỗi cung ứng hạ nhiệt đáng kể, đồng thời nhu cầu điện thoại, linh kiện điện tử đang có xu hướng tạo đáy. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng lãi suất năm 2024 sẽ duy trì ở mức thấp (lãi suất kỳ hạn 12 tháng thấp hơn 6%), thấp hơn trước thời điểm Covid-19 sẽ kích thích nhu cầu tiêu dùng

Hình 237: Thu nhập trung bình tăng với CAGR trong giai đoạn 2023-2027



Nguồn: GSO, BMI, MBS Research

Hình 238: Xu hướng dịch chuyển sang thành thị tại Việt Nam dự báo sẽ gia tăng đạt 40% trong năm 2030.



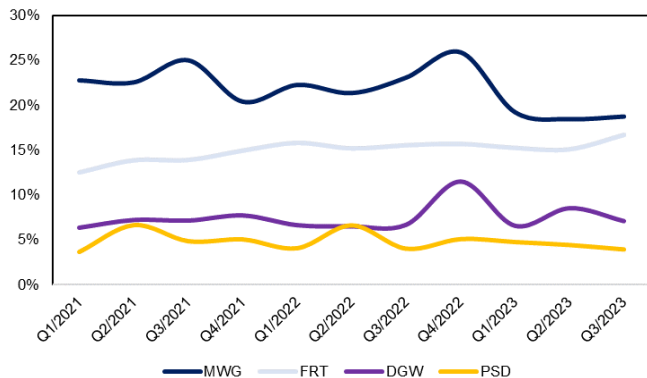
Nguồn: GSO, BMI, MBS Research

Mảng điện tử tiêu dùng: kỳ vọng tạo đáy trong 2023 và phục hồi trong nửa sau 2024

Nhu cầu tiêu thụ hàng điện tử đã chậm lại kể từ cuối năm 2022 và kéo dài đến hết năm 2023, khiến doanh thu 9T23 các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết giảm 23% svck. Trong thời điểm này, cuộc chiến về giá đã diễn ra trong ngành bán lẻ ICT, CE, việc giảm giá bán khiến cho biên LN gộp 9T23 các DN bán lẻ niêm yết giảm 2.1 điểm % svck, LN ròng giảm 97% svck. Tuy nhiên, nhìn vào mặt tích cực, có thể thấy thị trường bán lẻ sản phẩm điện tử gia dụng đã trải qua một cuộc thanh lọc khi các cửa hàng nhỏ lẻ hay doanh nghiệp không đủ năng lực tài chính đã phải rời bỏ thị trường, khi đó, thị phần sẽ thuộc về các doanh nghiệp

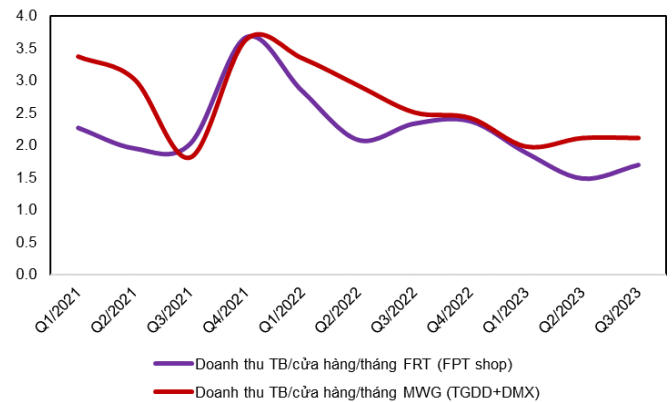
đầu ngành còn khả năng trụ lại và đây cũng sẽ là những doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất khi thị trường phục hồi.

Hình 239: Biên LN gộp các doanh nghiệp ICT đều ghi nhận ở mức nền thấp trong năm 2023, tuy nhiên các doanh nghiệp bán buôn như DGW, PSD ít bị ảnh hưởng hơn các doanh nghiệp bán lẻ



Nguồn: MWG, FRT, DGW, MBS Research

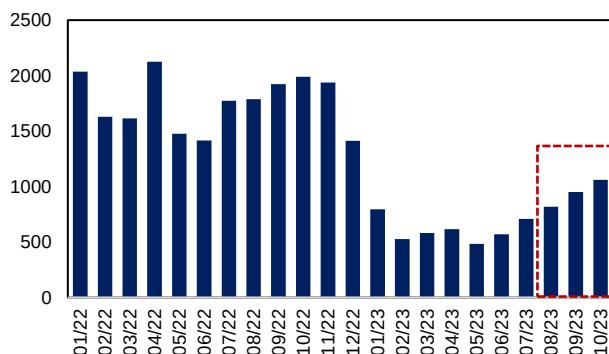
Hình 240: Doanh thu trung bình/cửa hàng/tháng của các doanh nghiệp ICT (tỷ đồng)



Nguồn: MWG, FRT, MBS Research

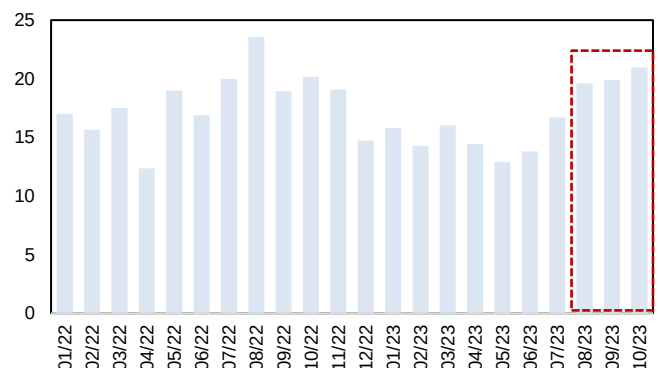
Lượng điện thoại di động sản xuất ở Việt Nam đang có dấu hiệu phục hồi trong 4 tháng trở lại đây. Chu kỳ thay thế điện thoại ở Việt Nam trung bình là 2.5 năm. Giai đoạn bùng nổ chỉ tiêu cho các sản phẩm ICT là cuối năm 2021, kết hợp với nhu cầu dồn nén từ cuối 2022 đến hết năm 2023, chúng tôi kỳ vọng một sự phục hồi về tiêu thụ mặt hàng này vào nửa sau năm 2024.

Hình 241: Tổng giá trị điện thoại và linh kiện nhập khẩu vào Việt Nam đã có sự phục hồi trong 3 tháng gần đây (triệu USD)



Nguồn: GSO, MoIT, MBS Research

Hình 242: Lượng điện thoại di động sản xuất tại Việt Nam cũng đã có sự phục hồi (triệu cái)

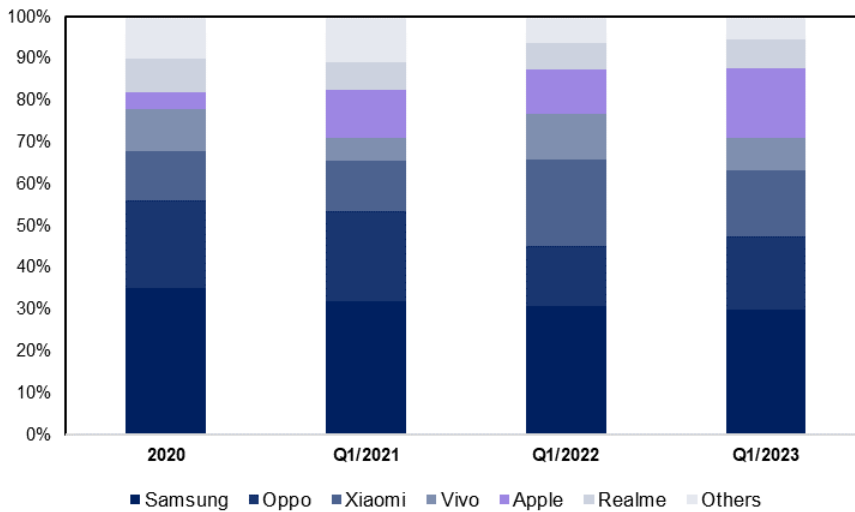


Nguồn: GSO, MBS Research

Xu hướng tiêu dùng mảng điện thoại thông minh: Sự chuyển mình với công nghệ của Apple, Samsung và Xiaomi

Khi Chính phủ siết chặt về quy định xách tay hàng Iphone tại Việt Nam, kết hợp với việc nới lỏng chính sách công nhận đại lý ủy quyền của Apple, doanh thu Apple chính ngạch đã có sự tăng trưởng vượt bậc. Từ đó, thị trường chuẩn của Apple tại Việt Nam được cập nhật chính xác, trở thành 1 trong 4 thương hiệu smartphone lớn nhất trên thị trường trong Q1/23.

Hình 243: Thị phần thương hiệu smartphone được vận chuyển về Việt Nam

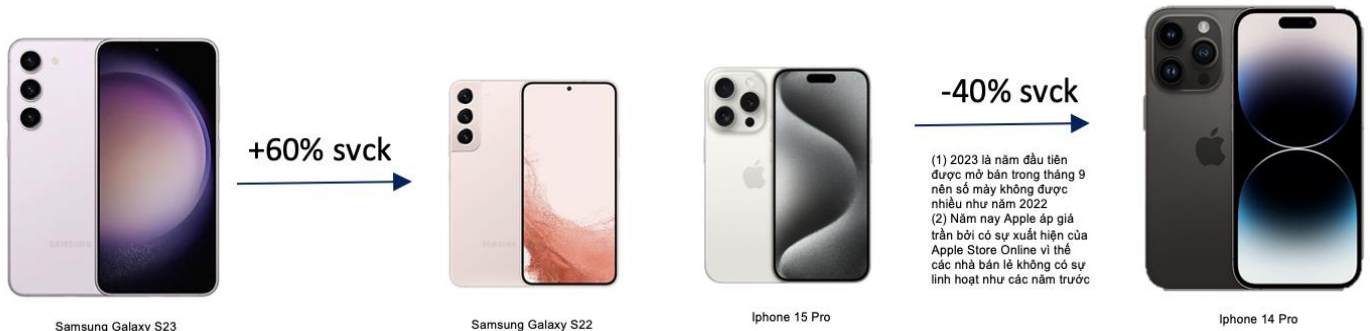


Nguồn: Counterpoint Research, MBS Research

Người Việt Nam không ngại chi tiêu để sở hữu các dòng sản phẩm công nghệ mới, đặc biệt với 2 thương hiệu Apple và Samsung. Trong bối cảnh sức cầu tiêu dùng suy yếu, các dòng Iphone mới vẫn có tệp khách hàng trung thành – những người sẵn sàng bỏ ra ~35 triệu đồng để sở hữu Iphone sớm nhất tại Việt Nam. Nhờ vào đó, chỉ sau thời gian đầu ra mắt, các dòng Iphone mới vẫn ghi nhận sức tiêu thụ tương đương các năm trước.

Khác với Apple và Samsung, Xiaomi đánh vào tệp khách hàng tầm trung bình – thấp với hành vi tiêu dùng “chi tiêu hợp lý cho các hiệu năng lâu bền”. Chính vì thế, khách hàng của Xiaomi thường sẽ có chu kỳ sử dụng lâu hơn so với Samsung và Apple và bị ảnh hưởng nhất

Hình 244: Doanh thu các sản phẩm nổi bật nhất trên thị trường trong ngày đầu tiên ra mắt năm 2023.



Nguồn: MBS Research tổng hợp

Nguồn: MBS Research tổng hợp

*Hình ảnh sản phẩm chỉ mang tính chất minh họa cho tất cả sản phẩm của thương hiệu mới ra mắt vào thời điểm đó

Với sự tăng trưởng ổn định của thị trường smartphone tại Việt Nam, bên cạnh tỷ lệ dân số vàng và thu nhập ngày càng gia tăng, chúng tôi nhận thấy Việt Nam vẫn có các yếu tố tiềm năng trong thời gian tới để thúc đẩy tiêu thụ các sản phẩm công nghệ mới bao gồm:

- Việc loại bỏ hoàn toàn 2G vào cuối năm 2023 (tiếp đến là 3G) cùng với xu hướng 5G sẽ thúc đẩy chu trình thay đổi sản phẩm của người tiêu dùng, hướng đến các sản phẩm hỗ trợ mạng 5G khi đây chính là yếu tố

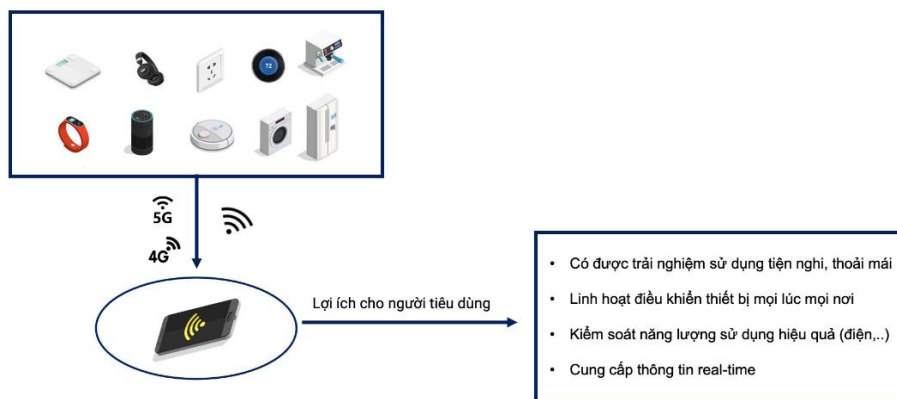
thúc đẩy chuyển đổi số và IoT cho doanh nghiệp, hỗ trợ tăng trưởng cho nền kinh tế Việt Nam.

- Tập khách hàng trung thành, ổn định của Apple và Samsung, cùng với các công nghệ mới được cập nhật liên tục sẽ là yếu tố thúc đẩy tiêu thụ khi thương hiệu ra mắt các dòng sản phẩm mới hàng năm.

Xu hướng sử dụng sản phẩm CE (consumer electronic): Tiện nghi cùng IoT

Thị trường CE cơ bản đã bước vào giai đoạn bão hoà khi >70% các hộ gia đình đang sở hữu hầu hết các sản phẩm điện máy (máy giặt, tủ lạnh, tivi,...). Chính vì thế, động lực tăng trưởng tiếp theo trong thị trường CE tại Việt Nam là các sản phẩm có ứng dụng IoT (Internet on Thing). Phần lớn các sản phẩm CE hiện nay chỉ phục vụ đơn thuần về mục tiêu sử dụng căn bản, trong khi các sản phẩm CioT (Consumer IoT) hướng đến một cuộc sống tiện nghi dành cho người tiêu dùng thời đại mới.

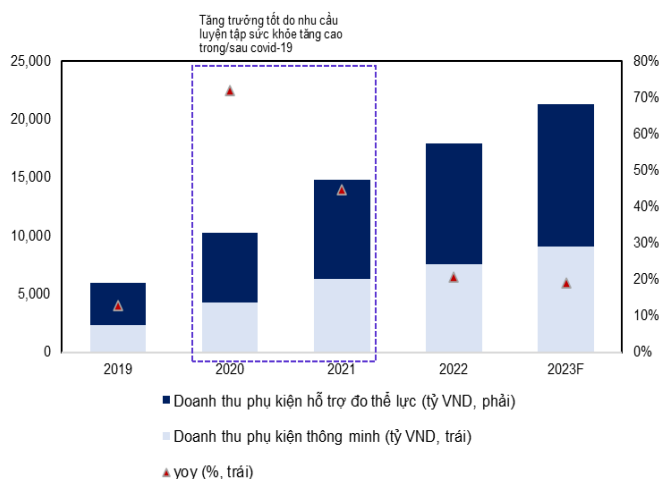
Hình 245: Lợi ích của ứng dụng IoT vào các sản phẩm điện tử tiêu dùng



Nguồn: MBS Research

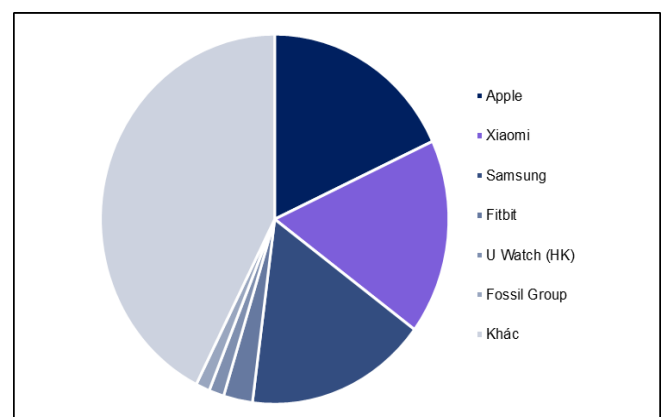
Theo Statista, thị trường gia dụng thông minh có CAGR 12.5% trong giai đoạn 2023-2028. Hiện nay, Việt Nam đã có gần 80% số dân sử dụng Internet, tỷ lệ phủ sóng mạng 4G của Việt Nam đạt 99.8%, tuy nhiên hiện nay trung bình 1 người mới chỉ có 0.2 kết nối IoT (trung bình thế giới là 2 kết nối IoT/người) cho thấy tiềm năng phát triển của ứng dụng IoT trong CE là rất lớn.

Hình 246: Các sản phẩm đeo thông minh đã từng có thời điểm thành công bởi hành vi người tiêu dùng thay đổi sau đại dịch COVID-19...



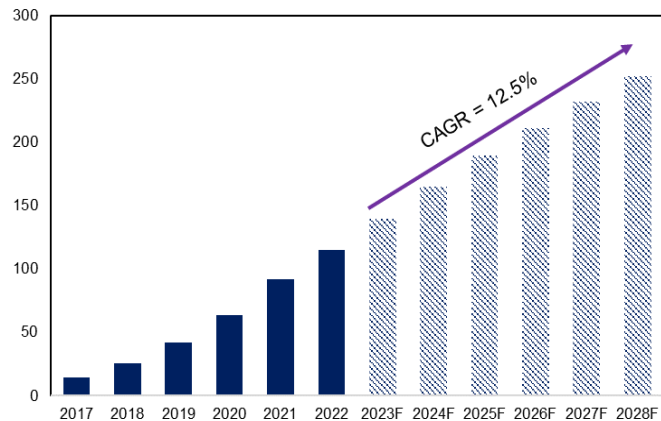
Nguồn: Euromonitor, MBS Research

Hình 247: Thị phần phụ kiện đeo thông minh năm 2023 được dẫn đầu bởi Apple (18.1%) ở các dòng sản phẩm phân khúc cao cấp, ngay sau đó là phân khúc trung bình – cao bởi Xiaomi (17.1%)



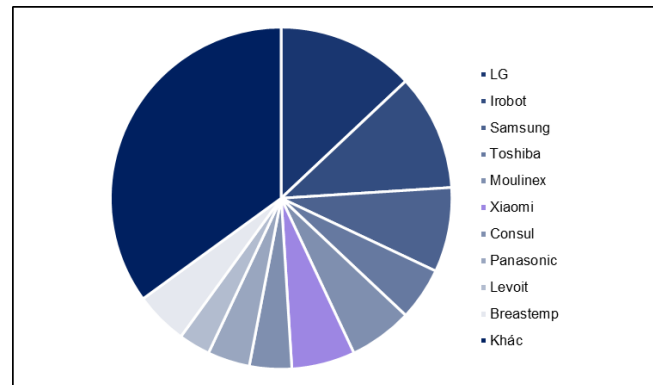
Nguồn: Euromonitor, MBS Research

Hình 248: Dự báo thị trường gia dụng thông minh tại Việt Nam (triệu USD) được thúc đẩy bởi xu hướng 5G trong thời gian tới và sự tăng trưởng của các sản phẩm có phân khúc trung bình tại Việt Nam



Nguồn: Statista, MBS Research

Hình 249: Thị phần các thương hiệu gia dụng thông minh tại Việt Nam năm 2022 (%)



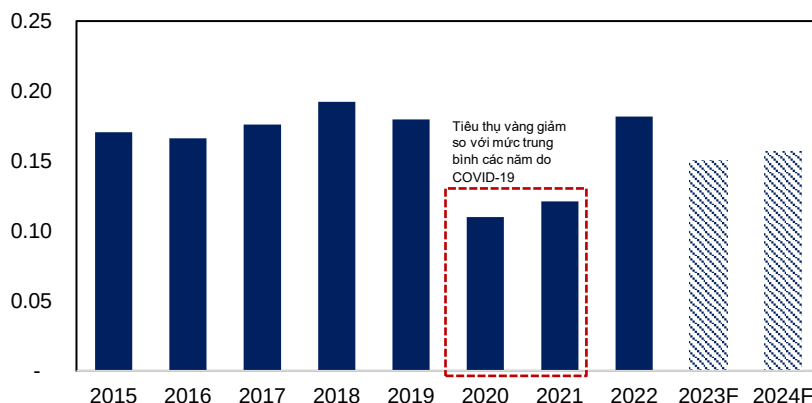
Nguồn: Statista, MBS Research

Xiaomi hay Huawei đã tạo ra một hệ sinh thái các sản phẩm IoT tầm giá trung bình để người tiêu dùng có thể dễ tiếp cận. Ví dụ như cách đây 3 năm trước, người tiêu dùng phải bỏ ra khoảng 6 triệu đồng để sở hữu 1 robot lau nhà thì hiện nay mức giá trung bình chỉ khoảng 3 – 4 triệu đồng cho sản phẩm với hiệu năng tương đương. Đây là một mức giá phù hợp khi hiện nay, chi tiêu trung bình 1 hộ gia đình/tháng cho đồ gia dụng khoảng 8.4 triệu đồng. Vì thế, khả năng tạo ra các sản phẩm thông minh dành cho phân khúc trung bình với đa dạng tính năng hơn cũng là một tiềm năng thúc đẩy tăng trưởng cho ngành điện tử tiêu dùng tại Việt Nam.

Mảng trang sức trang sức kỳ vọng phục hồi nhẹ trong 2024

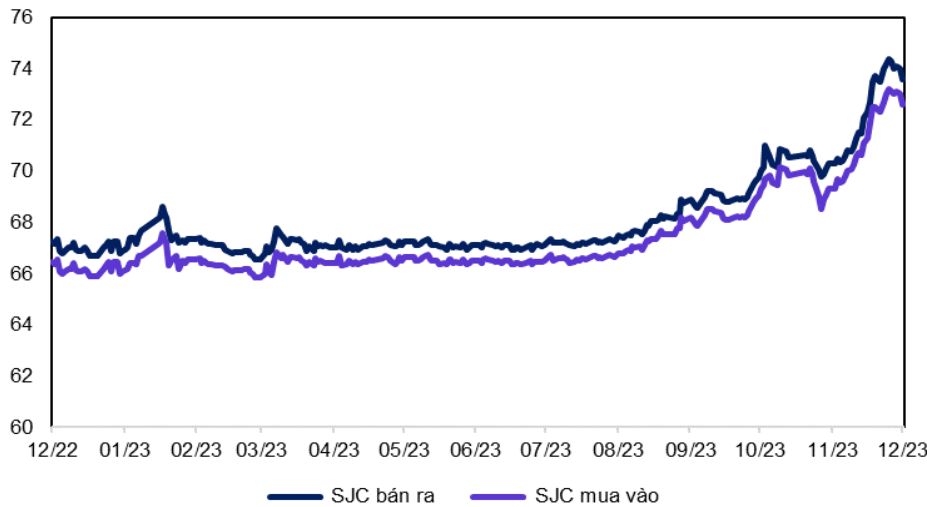
Năm 2023, do ít bị ảnh hưởng hơn các mặt hàng theo chu kỳ nên sức tiêu thụ trang sức bán lẻ thị trường chung giảm ít hơn so với các ngành hàng khác. Theo dự báo của Statista, doanh thu trang sức Việt Nam có CAGR = 4.4% trong giai đoạn 2023-26. Vì thế với yếu tố hỗ trợ là sức mua được duy trì của tệp khách hàng có thu nhập trung bình - cao, chúng tôi kỳ vọng giá trị tiêu thụ trang sức/người của Việt Nam sẽ tăng trưởng 4.4% svck trong năm 2024 sau khi giảm 11% svck trong năm 2023 do mức nền cao đột biến của năm 2022.

Hình 250: Tiêu thụ trang sức vàng trên mỗi người Việt Nam mỗi năm (gram/người)



Nguồn: WGC, GSO, MBS Research

Hình 251: Giá vàng SJC Việt Nam giao dịch trên mức nền cao kể từ cuối tháng 8, đầu tháng 9 do (1) những biến chuyển trong nền kinh tế thế giới tác động vào giá vàng VN, (2) xu hướng mùa vụ cuối năm.



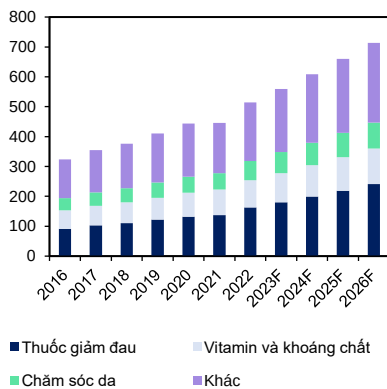
Nguồn: SJC, webgia.com, MBS Research

Mảng bán lẻ dược phẩm: Long Châu là doanh nghiệp duy nhất có lãi với tốc độ tăng trưởng vượt bậc trong năm 2023.

Quy mô thị trường dược phẩm Việt Nam được ước tính khoảng 6-7 tỷ USD vào năm 2022 với hơn 70% là doanh thu từ kênh ETC

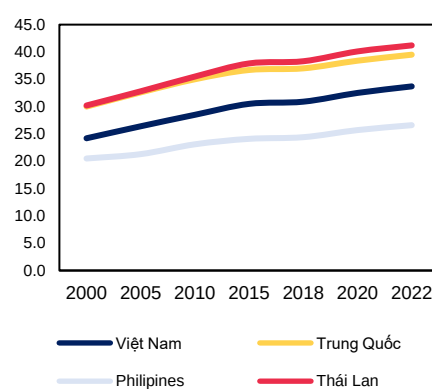
Trừ đi doanh thu của kênh ETC, hiện nay đang có khoảng gần 60,000 nhà thuốc cạnh tranh trong thị trường bán lẻ dược phẩm với quy mô gần 2 tỷ USD. Trong đó chỉ có hơn 2,400 cửa hàng bán theo mô hình chuỗi hiện đại (khoảng 4% tổng số nhà thuốc).

Hình 252: Quy mô thị trường dược phẩm OTC tại Việt Nam (Triệu USD)



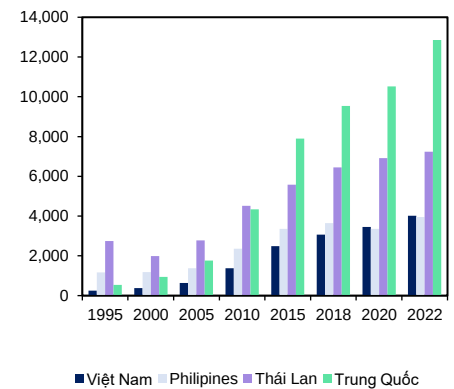
Nguồn: Statista, MBS Research

Hình 253: Độ tuổi dân số trung bình của một số quốc gia (tuổi)



Nguồn: MBS Research

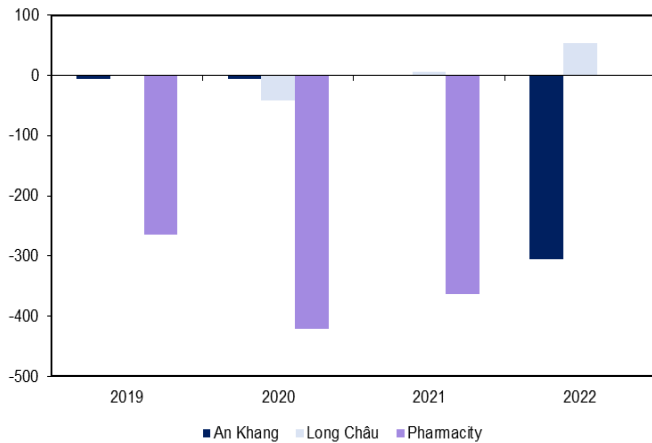
Hình 254: GNI bình quân đầu người của một số quốc gia, theo phương pháp Atlas (USD)



Nguồn: World Bank, MBS Research

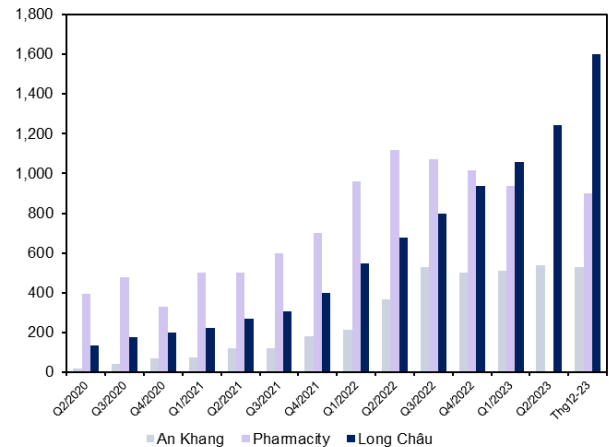
Long Châu là chuỗi nhà thuốc bán lẻ lớn có mô hình hoạt động hiệu quả nhất hiện nay. Chỉ sau 2 năm về với FRT, Long Châu đã ghi nhận tốc độ mở cửa hàng mạnh mẽ, trở thành chuỗi dược phẩm có số lượng cửa hàng lớn nhất với gần 1,600 cửa hàng, doanh thu tăng trưởng trung bình 174.7% trong giai đoạn 2020- 2022. Bỏ xa các đối thủ cùng phân khúc, đến tháng 12/2023, Long Châu sở hữu độ phủ sóng mạnh mẽ với 1,600 cửa hàng, tốc độ tăng trưởng 23.4%/quý kể từ năm 2020. Với thế mạnh về công nghệ và mô hình kinh doanh, chúng tôi kỳ vọng đến hết 2023, Long Châu đạt 1,617 cửa hàng, tăng 72% so với cùng kỳ.

Hình 255: Lợi nhuận của 3 chuỗi nhà thuốc lớn nhất (tỷ đồng)



Nguồn: MWG, FRT, Pharmacy, MBS Research

Hình 256: Số lượng cửa hàng kể từ năm 2020 của 3 nhà thuốc lớn



Nguồn: MWG, FRT, Pharmacy, MBS Research

Chúng tôi đánh giá thị trường bán lẻ thuốc vẫn còn tiềm năng tăng trưởng lớn do: (1) Chưa có đơn vị dẫn đầu thị trường về thị phần (2) Cơ cấu già hóa dân số ngày càng gia tăng, nhu cầu quan tâm về sức khỏe tăng mạnh sau đại dịch COVID-19 (3) Việt Nam nằm trong top 30 quốc gia có nồng độ PM2.5 trung bình cao nhất thế giới ($\mu\text{g}/\text{m}^3$), thấy được môi trường sinh hoạt ngày càng ô nhiễm, thúc đẩy nhu cầu sử dụng thực phẩm chức năng, hỗ trợ sức khỏe.

Ngoài ra, chuỗi nhà thuốc Trung Sơn Pharma vừa được Tập đoàn Dongwha Pharm mua lại với tổng giá trị khoảng 30 triệu USD, tương đương 51% cổ phần. Điều này cho thấy thị trường bán lẻ thuốc tại Việt Nam vẫn đang tiếp tục nhận được sự quan tâm lớn từ các nhà đầu tư nước ngoài.

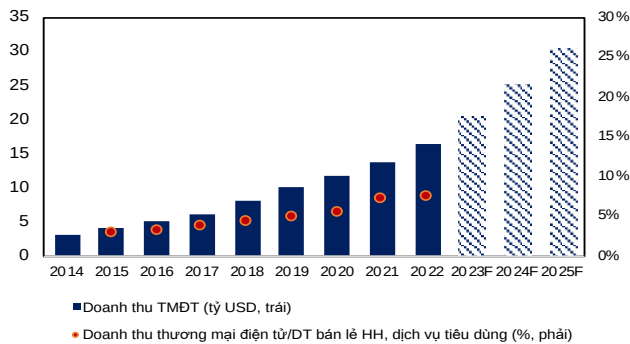
Khả năng thích ứng và chuyển dịch với xu thế e-commerce của các doanh nghiệp trong ngành là yếu tố quan trọng

Hành vi tiêu dùng sau COVID-19 đã giúp tăng sức bật của thị trường mua sắm trực tuyến, doanh thu thương mại điện tử ghi nhận 16.4 tỷ USD vào năm 2022 (CAGR = 13% 2019-2022). Theo Statista, trước COVID-19, năm 2019 chỉ có 39.6 triệu người dùng sử dụng thanh toán điện tử thì đến năm 2022, số lượng người tham gia đã lên đến 57.6 triệu người.

Chúng tôi nhận thấy tăng trưởng của doanh thu mua sắm trực tuyến trong trung và dài hạn sẽ được hỗ trợ bởi (1) việc khóa sóng 2G từ cuối năm 2023 (hiện tại số thuê bao 2G là khoảng hơn 26 triệu thuê bao), (2) Tỷ lệ dân sử dụng Internet thấp, chưa đạt 80% và còn tiềm năng phát triển lớn. Vì thế, đây sẽ là một tiềm năng lớn cho các doanh nghiệp đang tiếp tục triển khai tốt bán hàng đa nền tảng (omni-channel).

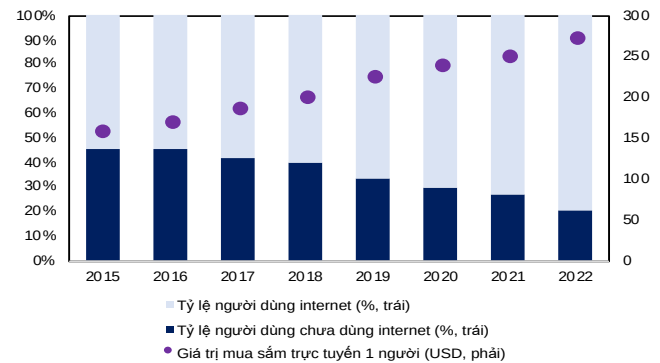
Giá cả vẫn là yếu tố nhạy cảm với người tiêu dùng trong nền kinh tế hiện nay. Vì thế với các doanh nghiệp triển khai tốt bán hàng đa nền tảng (omni-channel), kết hợp chiến lược giá phù hợp sẽ giành được thị phần tiêu dùng tốt trong năm 2024.

Hình 257: Với CAGR khoảng 22%, dự báo doanh thu TMĐT tại Việt Nam đạt hơn 30 tỷ USD đến năm 2025.



Nguồn: GSO, MoIT, MBS Research

Hình 258: Bên cạnh tỷ lệ dân số sử dụng internet gia tăng, giá trị mua sắm trực tuyến/người cũng tăng với CAGR = 6% giai đoạn 2015-2022

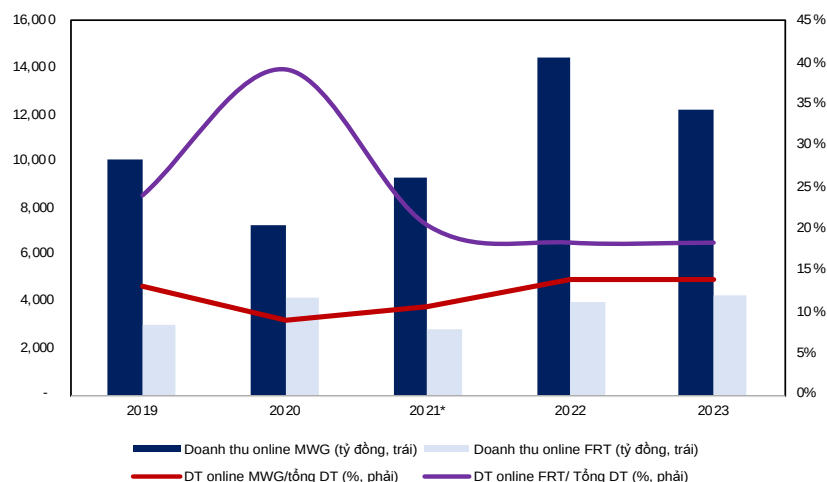


Nguồn: GSO, MoIT, MBS Research

Trong xu thế này, chúng tôi nhận thấy MWG và FRT là hai doanh nghiệp bán lẻ truyền thống nhưng đã triển khai chu trình online tốt nhất hiện nay:

- MWG là doanh nghiệp đầu ngành bán lẻ ICT tại Việt Nam. Tỷ trọng doanh thu online mới chỉ đạt khoảng 14% tổng DT, tuy nhiên đây là mức cao hơn so với trung bình toàn thị trường cho thấy MWG đã chú trọng hơn vào kênh bán hàng này. Với thế mạnh về chu trình mua hàng online dễ dàng và các chính sách CSKH tốt, chúng tôi nhận thấy MWG vẫn còn tiềm năng lớn trong việc tăng trưởng doanh thu online khi tỷ lệ người dùng internet tại Việt Nam vẫn ở mức thấp.
- Giống với MWG, FRT cung cấp cho khách hàng dịch vụ mua hàng online tiện lợi và nhanh chóng và điểm sáng nổi bật tại đây là Long Châu. Trong thị trường nhà thuốc nhỏ lẻ phân mảnh, chúng tôi nhận thấy FRT là đơn vị triển khai dịch vụ mua hàng online tốt nhất sau khi trải nghiệm 12 đơn hoá tốc trực tuyến tại ứng dụng Long Châu, và một số ứng dụng mua thuốc khác. Các ưu điểm của Long Châu bao gồm: (1) đa dạng kênh mua thuốc: hotline, ứng dụng, website, facebook; (2) Nhận hàng nhanh chóng: Long Châu mất khoảng 35 phút vào giờ cao điểm và 20-25 phút vào các khung giờ khác để nhận được đơn hàng thuốc, tính từ lúc đặt đơn hoàn tất.

Hình 259: Tuy quy mô doanh thu online của MWG cao hơn FRT nhưng tỷ trọng doanh thu online/tổng DT trung bình 3 năm của FRT đạt 19%, trong khi MWG mới đạt 13%



*Số liệu năm 2021 của FRT phân loại lại

Nguồn: Doanh thu online 9 tháng FRT, MWG, MBS Research

Chiến lược đầu tư ngành Bán lẻ

Chúng tôi kỳ vọng thị trường bán lẻ không thiết yếu sẽ phục hồi nhờ vào sức mua cải thiện kể từ nửa cuối năm 2024. Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng cơ hội đầu tư sẽ thuộc về các doanh nghiệp có lợi thế về (1) Thị phần khách hàng có sẵn khi sức mua hàng không thiết yếu bắt đầu phục hồi kể từ 3Q24, đặc biệt ở lĩnh vực hàng xa xỉ, (2) Doanh nghiệp không bị ảnh hưởng nhiều bởi cuộc chiến tranh giá lớn nhất từ trước đến nay trong lĩnh vực bán lẻ ICT, CE, (3) Doanh nghiệp có định giá hấp dẫn trong ngành. Do đó, chúng tôi lựa chọn cổ phiếu DGW, PNJ là đại diện của ngành bán lẻ không thiết yếu cho nửa đầu năm 2024. Bước sang nửa sau 2024, chúng tôi kỳ vọng hoạt động tái cơ cấu của MWG sẽ bắt đầu có tác dụng, kết hợp cùng thị trường khởi sắc sẽ giúp KQKD của doanh nghiệp thực sự phục hồi và cũng là thời điểm hợp lý để có thể tích lũy cổ phiếu.

Hình 260: Danh mục cổ phiếu khuyến nghị

Cổ phiếu	Rating	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
DGW	MUA	65,000	- Sức tiêu dùng ICT tốt hơn so với trước đại dịch sẽ giúp doanh thu ngành hàng ICT năm 2024 phục hồi từ mức nền thấp năm 2023, kết hợp yếu tố hỗ trợ khi Chính Phủ hoàn toàn tắt sóng 2G vào cuối năm 2023, DGW có khả năng phân phối thêm các sản phẩm phân khúc trung bình – thấp để thay thế. - Tăng trưởng ngành hàng tiêu dùng, thiết bị gia dụng nhờ vào việc phân phối thêm các thương hiệu mới, mở rộng số lượng sản phẩm - LN ròng tăng 41% svck nhờ vào (1) Doanh thu tăng trưởng 22% svck nhờ vào sức cầu tiêu dùng phục hồi chung, đặc biệt sức cầu hàng ICT, (2) giảm các khoản hỗ trợ doanh nghiệp ICT trong năm 2023 khi “price-war” lớn nhất kết thúc.
PNJ	MUA	91,000	- Nhờ vào thể mạnh bán lẻ trang sức, chúng tôi kỳ vọng số cửa hàng năm 23F/24F đạt 396/408 cửa hàng. 10T23, PNJ đã có tốc độ cửa hàng cao hơn cả năm trước, đạt 10% ở cả các khu vực cấp 1,2 và 3. - LN ròng tăng 2%/6% trong năm 23F/24F khi sức mua hàng xa xỉ tăng trưởng trở lại sau mức nền tiêu thụ thấp của năm 2023.
MWG	MUA	50,000	- Sức tiêu thụ hàng không thiết yếu phục hồi sau mức nền thấp của năm 2023, cuộc chiến giá lớn nhất kết thúc sẽ giúp cho biên LN gộp của MWG cải thiện lên 21%, tổng DT năm 2024F đạt 128,256 tỷ đồng (+8% svck) - Chúng tôi kỳ vọng BHX đạt điểm hoà vốn ở giữa năm 2024 và mang lại LN ròng khoảng 50 tỷ đồng - Nhờ vào cao điểm mua sắm cuối năm, LN ròng 2023-24 đạt 360/2,828 tỷ đồng
FRT	TRUNG LẬP	106,000	- Long Châu là động lực tăng trưởng tốt nhất của FRT với số lượng cửa hàng bán lẻ đứng đầu toàn quốc. Kỳ vọng năm 2024, Long Châu đạt 1,550 cửa hàng (+ 100 cửa hàng svck) với doanh thu/cửa hàng đạt TB 1 tỷ đồng/cửa hàng - Doanh thu ICT đạt 20,767 tỷ đồng trong năm 24F nhờ vào sức tiêu thụ hàng không thiết yếu phục hồi, giúp LN ròng đạt 563 tỷ đồng

Nguồn: MBS Research

Hình 261: Dự phóng KQKD các DN theo dõi

Tỷ đồng	DGW			MWG			FRT			PNJ		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu	22,028	19,709	23,468	133,405	118,845	128,256	30,166	32,477	39,763	33,876	33,825	36,115
% svck	5.3%	-10.5%	19.1%	8.5%	-10.9%	7.9%	34.1%	7.7%	22.4%	73.3%	-0.2%	6.8%
Ln gộp	1,663	1,454	1,807	30,862	22,818	27,177	4,703	5,500	7,359	5,927	6,113	6,507
Biên LN gộp (%)	7.5%	7.4%	7.7%	23.1%	19.2%	21.2%	15.6%	16.9%	18.5%	17.5%	18.1%	18.0%
EBITDA	814	628	864	10,185	1,242	5,589	672	72	622	2,504	2,536	2,676
Biên EBITDA (%)	4.4%	3.9%	4.4%	8.2%	2.4%	5.2%	1.3%	-0.6%	0.7%	7.3%	7.4%	7.3%
LN ròng	684	513	723	4,100	360	2,828	395	-191	292	1,811	1,848	1,950
% svck	4.5%	-25.0%	41.0%	-16.3%	-91.2%	684.9%	-11.3%	-148.2%	0.0%	76.0%	2.1%	5.5%
EPS (đ/cp)	4,189	3,150	4,442	731	1,182	1,365	2,932	-1,367	1,991	7,355	7,507	7,923
BVPS (đ/cp)	14,846	17,007	20,448	16,339	16,088	17,022	16,217	14,405	15,899	34,302	39,331	44,608
Nợ/VCSH	0.8	0.5	0.5	0.7	1.0	0.9	2.6	2.6	2.6	0.3	0.3	0.2
Tỷ suất cổ tức (%)	1.5%	1.5%	1.5%	1.2%	1.0%	2.0%	0.5%	0.5%	0.5%	2.8%	2.5%	2.6%
ROAE (%)	32.8%	20.0%	23.9%	18.5%	1.5%	11.7%	21.5%	-9.5%	13.7%	25.0%	20.4%	18.9%
ROAA (%)	10.6%	8.4%	11.1%	6.9%	0.6%	4.5%	3.7%	-1.8%	2.4%	15.1%	13.4%	13.0%

Nguồn: DGW, MWG, FRT, PNJ, MBS Research

Hình 262: Bảng so sánh các cổ phiếu bán lẻ (cập nhật ngày 14/12/2023)

	Giá hiện tại (VND/cp)	Vốn hoá (tỷ đồng)	PE (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
			2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Doanh nghiệp ICT										
CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG)	41,600	60,836	169.0	21.5	2.6	2.3	1.5%	11.7%	0.6%	4.5%
CTCP Thế Giới Số (DGW)	49,800	8,320	15.8	11.2	2.9	2.4	19.7%	23.7%	8.4%	11.1%
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT)	100,000	13,624	-73.2	50.2	6.7	5.9	-9.7%	12.5%	-1.8%	2.2%
Trung bình			37.2	27.7	3.2	2.8	3.9%	15.9%	2.4%	5.9%
Doanh nghiệp trang sức										
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)	79,600	26,109	10.7	10.1	2.0	1.8	20.4%	18.9%	13.4%	13.0%
Chow Tai Fook Jewellery group (1929 HK EQUITY)	33,293	332,531	16.4	13.8	4.1	3.2	22.8%	23.6%	7.5%	9.0%
Citizen Holding Co Ltd (7762 JT EQUITY)	137,566	33,378	9.5	9.8	0.8	0.8	9.3%	8.9%	5.5%	5.3%
Chow Sang Sang Holdings Intern (116 HK EQUITY)	28,001	18,954	5.6	4.8	0.5	0.5	9.0%	9.8%	5.8%	6.4%
Trung bình			11	9.6	1.9	1.6	15.4%	15.3%	8.0%	8.4%

Nguồn: MBS Research

Rủi ro:

- Tăng trưởng tín dụng cho vay bán lẻ không như kỳ vọng
- Sức tiêu dùng hàng không thiết yếu phục hồi chậm hơn kỳ vọng ban đầu là Q3/24.

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Lê Minh Anh

Lê Ngọc Hưng

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Đỗ Lan Phương

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly