



TRUNG TÂM PHÂN TÍCH &  
TƯ VẤN ĐẦU TƯ SSI

Báo cáo chiến lược năm 2024

# Chờ vượt Vũ môn



## TỔNG QUAN

Thị trường chứng khoán (TTCK) thường chịu ảnh hưởng bởi cả dòng tiền và các yếu tố cơ bản. Vận động giữa dòng tiền và yếu tố cơ bản có thể dẫn tới những phản ứng khác nhau của TTCK trong năm 2024.

**Về các yếu tố cơ bản có thể ảnh hưởng tới thị trường**, do năm 2023 là một năm có nhiều biện pháp giúp “trì hoãn thời gian” chờ thị trường bắt động sản (BDS) và tài chính trở lại trạng thái bình thường, một sự hồi phục đang được kỳ vọng để giúp hệ thống tài chính có thể tránh được những thách thức lớn trong năm 2024. Chúng tôi tin rằng nhiều khả năng phục hồi kinh tế sẽ diễn ra rõ nét hơn vào nửa cuối năm 2024, với xuất khẩu tăng nhờ lãi suất toàn cầu giảm và niềm tin người tiêu dùng dần quay lại. Trong nước, tâm điểm chính vẫn sẽ là sự phục hồi của ngành BDS trong bối cảnh các doanh nghiệp BDS đang cần phải nhanh chóng giải quyết các vấn đề pháp lý của dự án và tỷ lệ cho vay BDS hiện vẫn ở mức cao. Nếu như thanh khoản tại thị trường BDS và trái phiếu doanh nghiệp không phục hồi nhanh, niềm tin người tiêu dùng sẽ bị ảnh hưởng.

Những điểm nhấn chính của ngành BDS trong năm 2023 có thể kể tới: (1) Việc giải quyết các vấn đề pháp lý của các dự án BDS hiện hữu còn tương đối chậm và (2) Một số quy định mới quan trọng (Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật Tài sản) vừa được Quốc Hội thông qua nhằm mục đích tăng cường bảo vệ quyền lợi người mua nhà và lành mạnh hóa thị trường. Năm 2024, nếu như vấn đề pháp lý của các dự án hiện hữu không được giải quyết sớm, chúng tôi dự báo hoạt động M&A sẽ tăng mạnh và tập trung vào các dự án đã đủ tính pháp lý. Nguồn cung ước tính do vậy sẽ có thể cải thiện tích cực từ mức nền thấp trong 2023. Thanh khoản thị trường tiếp tục cải thiện đối với phân khúc tầm trung tại các thành phố lớn, nơi đang gặp tình trạng thiếu cung lớn mặc dù tốc độ cải thiện có thể chậm do giá bán vẫn ở mức cao. Mặt khác, dòng bắt động sản nghỉ dưỡng có thể tiếp tục gặp nhiều thách thức. Về cơ bản, nguồn vốn huy động từ bán dự án đủ tính pháp lý có thể giúp các công ty BDS có thêm thời gian cho đến khi giải quyết xong vấn đề pháp lý cho các dự án còn vướng mắc. Chúng tôi dự báo sự phục hồi của thị trường BDS sẽ phân hóa giữa các phân khúc và cần thêm thời gian để có thể tiến đến phục hồi hoàn toàn. Các công ty BDS có sức khỏe tài chính tốt mới có thể vượt qua thách thức trong 2024. Tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng có thể đạt mức cao nhất trong Q3/2024 sau đó giảm trở lại theo kịch bản cơ sở của chúng tôi.

Triển vọng ngành BDS và ngân hàng như vậy có thể chưa thuận lợi ngay trong năm 2024. Quá trình phục hồi kỳ vọng diễn ra từ từ, chưa kể một số yếu tố cần theo dõi chặt chẽ bao gồm dự thảo thuế đất hiện đang được Bộ Tài chính xây dựng sẽ có tác động lớn đến nhu cầu BĐS. Những yếu tố cần theo dõi chặt chẽ khác bao gồm tình hình địa chính trị trên thế giới và các chính sách hỗ trợ phục hồi kinh tế trong nước.

**Về mặt dòng tiền**, lãi suất thấp kỷ lục sẽ là động lực tăng trưởng chính, đặc biệt đối với nhà đầu tư cá nhân. Tiền gửi tại ngân hàng vẫn đang tiếp tục tăng do các kênh đầu tư khác khá hạn chế (giá vàng đã tăng đáng kể, trong khi ngành BDS và TPDN cần nhiều thời gian để hồi phục). Dòng vốn này có thể quay lại TTCK trong các giai đoạn của năm 2024. Do nhà đầu tư cá nhân chiếm tới 92,2% khối lượng giao dịch trung bình ngày toàn thị trường năm 2023, chúng tôi dự đoán VNIndex sẽ có một số bước nhảy vọt trong năm 2024 nhờ dòng vốn này.

Mặc dù nhà đầu tư nước ngoài đã có một năm rút ròng trong năm 2023, chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ đảo chiều trong năm 2024 theo sau động thái hạ dần lãi suất của Fed và cơ hội thị trường chứng khoán Việt Nam được FTSE Russell nâng hạng trong 2024-2025. Việc nâng hạng lên Thị trường mới nổi là sự kiện nhà đầu tư đã mong chờ từ lâu. Mặc dù dòng vốn vào của NĐTNN có thể chưa hồi phục ngay lập tức nhưng ít nhất chúng tôi kỳ vọng áp lực bán của khối ngoại sẽ không còn mạnh mẽ như năm trước.

Tăng trưởng lợi nhuận năm 2024 của 83 cổ phiếu trong phạm vi nghiên cứu của SSI Research ước tính đạt 15,3% svck so với mức giảm 5,6% svck của năm trước. Mặc dù tăng trưởng 2024 không phải quá mạnh mẽ, chúng tôi kỳ vọng một số ngành sẽ phục hồi đáng kể (tăng trưởng LNST ở mức lớn hơn 30% svck), bao gồm Thép, Bán lẻ và Chứng khoán nổi bật so với các ngành khác. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng có quan điểm tích cực về ngành CNTT và BDS KCN dựa trên tiềm năng tăng trưởng dài hạn. PE 2024 của thị trường ở mức 10,6 lần tại ngày 6/2/2024.

Tóm lại, chúng tôi cho rằng cả dòng vốn NĐT cá nhân và nước ngoài đều thuận lợi cho thị trường chứng khoán trong năm nay, trong khi nền tảng cơ bản vẫn còn quan ngại về một số yếu tố cần theo dõi nói trên. Năm 2024 dự kiến là một năm biến động mạnh, với sự phục hồi mạnh có thể nối tiếp ngay sau điều chỉnh sâu. Chúng tôi khuyến nghị mua khi thị trường điều chỉnh mạnh. SSI Research cho rằng giá trị hợp lý cho VNIndex cuối năm 2024 là 1.300 điểm mặc dù trong năm có thể có những thời điểm thị trường vượt được ngưỡng này. Về các chủ điểm đầu tư của năm, chúng

tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận sẽ là động lực chính giúp cổ phiếu tăng vượt trội trong năm nay. Bên cạnh đó, trong bối cảnh lãi suất thấp kỷ lục, tỷ suất cổ tức cao đang trở thành một yếu tố hấp dẫn.

**Bảng 1: Tăng trưởng ngành và định giá**

Ngành	Tăng trưởng doanh thu				Tăng trưởng NPATMI				P/E				P/B			
	2021	2022	2023	2024F	2021	2022	2023	2024F	2021	2022	2023	2024F	2021	2022	2023	2024F
Hàng tiêu dùng không thiết yếu	19,8%	18,1%	-9,5%	11,5%	18,3%	14,8%	-42,4%	43,4%	15,5	11,0	19,0	14,1	3,6	2,5	2,4	2,3
Hàng tiêu dùng thiết yếu	8,1%	3,3%	-2,4%	10,0%	27,8%	-17,7%	-21,4%	18,1%	20,0	19,9	21,2	17,3	4,1	3,4	2,7	2,5
Năng lượng	34,4%	60,8%	-9,4%	-1,3%	160,9%	66,5%	-22,3%	-8,1%	18,3	9,3	12,5	13,6	2,4	1,7	1,7	1,6
Tài chính	n.a	n.a	n.a	n.a	32,1%	29,4%	5,4%	15,9%	12,8	7,7	8,9	8,4	2,2	1,4	1,4	1,4
Chăm sóc sức khỏe	10,8%	12,3%	6,8%	8,0%	13,4%	15,0%	10,7%	8,4%	18,6	14,2	14,2	13,1	2,9	2,2	2,1	1,8
Công nghiệp	10,0%	32,0%	2,3%	12,3%	2,9%	179,0%	15,1%	11,2%	57,0	18,7	15,2	15,3	4,1	3,2	2,7	2,5
Công nghệ Thông tin	19,1%	23,8%	19,7%	17,4%	23,6%	22,1%	21,5%	22,8%	19,6	15,7	19,0	15,4	4,1	3,3	4,1	3,3
Nguyên vật liệu	67,1%	-3,7%	-18,9%	8,2%	151,4%	-50,8%	-44,4%	51,2%	6,6	7,4	19,4	12,7	2,3	1,1	1,6	1,4
Bất động sản	17,4%	-19,6%	52,1%	3,7%	11,0%	7,3%	-0,5%	10,9%	22,3	13,1	12,2	10,8	2,5	1,6	1,3	1,2
Dịch vụ tiện ích	-4,5%	11,9%	-6,9%	-14,6%	-8,7%	8,0%	-45,1%	-32,2%	18,3	11,7	23,5	35,5	1,4	0,9	1,0	1,0
<b>Tổng/ Trung bình</b>	<b>26,4%</b>	<b>16,5%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>5,0%</b>	<b>41,1%</b>	<b>12,3%</b>	<b>-5,6%</b>	<b>15,3%</b>	<b>15,1</b>	<b>10,1</b>	<b>11,7</b>	<b>10,6</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
Tổng nếu không gồm ngành Tài chính	26,4%	16,5%	-1,3%	5,0%	49,2%	-1,4%	-17,1%	14,5%	17,0	12,7	15,4	13,5	2,8	1,9	1,8	1,7
VN30 (trong phạm vi nghiên cứu của SSI)	21,3%	12,3%	3,0%	5,5%	32,8%	7,8%	-1,0%	16,2%	14,9	10,5	11,4	10,2	2,6	1,7	1,6	1,5

Nguồn: SSI Research

**Bảng 2: Danh sách cổ phiếu khuyến nghị năm 2024**

STT	Mã	% Tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F
1	FMC	24,4%	55.500	44.600	15,7%	-10,7%	31,5%	7,0	10,7	8,0	15,2%	13,5%	15,3%	6,2%	4,4%	4,5%
2	VNM	22,4%	82.000	67.000	-19,1%	4,2%	12,1%	21,0	17,8	15,8	26,1%	25,8%	28,3%	3,8%	5,7%	6,0%
3	STB	12,7%	33.700	29.900	47,8%	53,1%	19,8%	8,4	6,8	7,6	13,0%	16,9%	17,3%	0,0%	0,0%	0,0%
4	PLX	17,9%	40.800	34.600	-48,9%	94,0%	18,7%	30,6	16,3	13,6	6,8%	10,5%	11,5%	2,2%	4,3%	4,3%
5	VCB	17,5%	104.000	88.500	35,9%	10,5%	13,1%	13,7	13,6	15,4	22,1%	19,6%	18,6%	0,0%	0,0%	0,0%
6	SCS	16,4%	80.800	69.400	14,6%	-22,9%	32,6%	11,5	13,9	12,1	48,2%	34,2%	42,3%	8,0%	6,5%	7,2%
7	FPT	14,1%	109.200	95.700	22,4%	21,9%	23,5%	17,4	20,6	16,7	25,6%	26,0%	24,9%	2,6%	2,1%	2,1%
8	CTR	12,2%	102.400	91.300	18,0%	16,6%	14,0%	13,0	20,3	21,0	27,3%	25,9%	25,3%	2,0%	1,1%	1,1%
9	IDC	10,8%	58.700	53.000	289,1%	-21,2%	34,7%	5,7	12,3	9,9	33,5%	26,7%	41,5%	12,6%	7,7%	7,5%
10	PVD	10,7%	30.500	27.550	n.m	n.m	57,9%	-71,4	35,2	17,6	-1,1%	3,6%	6,2%	0,0%	0,0%	0,0%
11	DPM	10,5%	36.200	32.750	78,5%	-90,4%	107,1%	3,1	31,3	12,5	39,8%	4,7%	8,4%	16,3%	12,0%	9,2%
12	HPG	8,1%	30.000	27.750	-75,4%	-19,4%	63,6%	12,4	23,8	14,4	8,8%	6,6%	9,9%	2,8%	0,0%	0,0%
13	PVT	7,9%	28.000	25.950	29,9%	14,3%	13,1%	8,8	8,7	8,2	14,4%	13,7%	14,2%	1,4%	3,8%	3,9%
14	ACB	6,8%	27.500	25.750	42,5%	17,2%	14,8%	5,5	5,8	5,5	23,4%	22,6%	20,6%	4,6%	0,0%	0,0%
15	BID	5,9%	50.500	47.700	72,3%	18,7%	15,7%	12,4	11,5	13,6	17,7%	17,9%	18,3%	0,0%	0,0%	0,0%
16	NLG	5,5%	40.600	38.500	-48,1%	-13,0%	114,0%	23,0	30,9	15,4	6,5%	5,9%	10,8%	1,6%	1,3%	0,0%
17	PNJ	5,1%	96.200	91.500	76,0%	8,9%	10,2%	17,2	15,8	15,2	21,4%	20,1%	18,2%	1,3%	2,3%	2,2%
18	HSG	6,6%	24.400	22.900	-94,2%	-88,0%	2349,0%	35,2	411	19,2	2,3%	0,3%	6,6%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: SSI Research

Bảng 3: Danh sách cổ phiếu theo dõi &amp; tăng trưởng NPATMI 2024 &gt; 30%

STT	Mã	% Tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F
1	VRE	39,4%	31.300	22.450	111,2%	58,8%	1,5%	21,5	12,0	11,40	8,3%	11,7%	10,6%	0,0%	0,0%	0,0%
2	BCM	35,8%	88.700	65.300	16,1%	44,9%	39,6%	54,4	28,5	19,6	9,6%	12,1%	19,2%	1,0%	1,3%	1,6%
3	IMP	24,4%	76.000	61.100	18,2%	34,0%	14,4%	20,4	15,6	12,5	11,8%	14,4%	14,3%	1,7%	1,8%	0,0%
4	HAH	23,7%	46.000	37.200	84,5%	-53,2%	1,5%	2,9	11,2	10,5	36,1%	11,7%	12,0%	3,1%	0,0%	0,0%
5	HAX	17,9%	16.500	14.000	49,5%	-85,6%	177,5%	3,9	37,1	13,6	24,7%	3,2%	7,5%	3,1%	0,0%	0,0%
6	MSN	15,2%	74.200	64.400	-58,3%	-88,3%	177,3%	37,0	227,9	78,9	13,0%	4,9%	7,7%	0,9%	1,8%	2,9%
7	NTC	14,8%	237.600	207.000	-12,8%	16,9%	82,2%	10,6	15,5	9,1	35,9%	31,2%	49,2%	7,1%	1,6%	0,0%
8	CTD	14,4%	77.250	67.500	-13,7%	151,1%	398,1%	117,5	96,8	19,2	0,3%	0,6%	3,0%	0,0%	0,0%	7,6%
9	QNS	14,1%	52.500	46.000	2,6%	70,2%	5,1%	8,5	6,4	6,1	17,2%	25,5%	23,4%	8,4%	7,6%	0,0%
10	ACV	13,2%	87.600	77.400	797,0%	20,9%	26,0%	29,7	19,6	17,3	16,2%	17,0%	17,6%	0,0%	0,0%	4,0%
11	VLB	11,8%	40.700	36.400	-100,0%	n.m	19,0%	n.m	13,6	11,4	-4,0%	23,0%	24,1%	0,0%	4,0%	0,0%
12	HHV	11,4%	17.150	15.400	-1,8%	21,2%	1,7%	9,6	15,85	17,36	3,7%	4,2%	4,0%	0,0%	0,0%	1,6%
13	DGC	10,8%	100.200	90.400	133,1%	-44,1%	29,0%	4,2	11,6	9,0	70,4%	26,7%	28,6%	6,8%	1,6%	3,3%
14	ANV	7,7%	32.250	29.950	423,3%	-93,8%	218,6%	4,3	98,1	29,9	23,4%	1,5%	4,5%	4,4%	3,2%	3,2%
15	BWE	7,0%	45.700	42.700	-1,0%	-12,0%	8,0%	13,4	14,8	13,7	16,0%	13,0%	13,2%	3,3%	3,3%	1,1%
16	MWG	6,2%	47.800	45.000	-16,3%	-95,9%	1257,7%	15,3	372,2	28,9	17,1%	0,7%	9,0%	1,2%	1,2%	0,0%
17	PC1	6,0%	31.700	29.900	-33,8%	-70,3%	143,1%	13,3	72,9	28,0	7,5%	4,1%	8,9%	0,0%	0,0%	6,3%
18	DCM	5,8%	33.500	31.650	136,7%	-74,3%	86,8%	3,4	17,5	8,1	40,7%	11,1%	18,3%	11,3%	7,7%	1,5%
19	GMD	5,7%	72.000	68.100	62,4%	123,5%	-45,7%	15,0	9,9	18,5	14,6%	25,8%	13,0%	4,4%	2,8%	2,5%
20	AST	5,6%	60.700	57.500	n.m	399,3%	28,1%	115,2	20,4	18,0	7,4%	25,6%	22,5%	0,0%	1,8%	9,0%
21	DHA	2,8%	52.100	50.700	-43,0%	84,0%	12,0%	14,2	7,8	6,9	11,0%	22,0%	23,8%	5,9%	9,0%	0,0%
22	CTG	2,2%	32.300	31.600	19,1%	19,2%	18,0%	7,8	N.a	8,9	15,6%	15,8%	16,2%	0,0%	36,9%	0,4%
23	FRT	2,1%	117.000	114.600	-12,0%	-188,5%	n.m	20,9	-42,2	39,2	19,4%	-19,1%	20,1%	0,7%	0,5%	0,0%
24	MBB	1,6%	22.100	21.750	37,7%	18,3%	14,0%	4,4	4,7	5,1	22,8%	21,8%	22,0%	2,9%	0,0%	3,1%
25	VHC	1,3%	64.500	63.700	79,7%	-54,6%	38,3%	6,8	15,2	9,4	26,2%	11,1%	13,2%	2,9%	0,0%	5,0%
26	TCM	1,2%	40.700	40.200	96,0%	-52,8%	80,6%	18,3	33,2	13,8	14,2%	6,7%	11,9%	1,3%	4,9%	0,0%
27	NKG	1,2%	24.500	24.200	-105,6%	n.m	142,3%	-25,8	55,3	22,4	-2,3%	2,2%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%
28	TCB	-0,1%	34.500	34.550	11,6%	-10,7%	16,8%	4,5	6,2	5,8	18,0%	13,8%	14,0%	5,8%	0,0%	0,0%
29	VTP	-2,7%	64.500	66.300	-13,3%	48,2%	20,2%	13,7	21,4	19,1	18,5%	24,0%	25,7%	4,3%	2,6%	2,3%
30	STK	-3,6%	26.900	27.900	-13,0%	-64,0%	22,5%	8,2	25,9	24,6	15,7%	5,4%	6,2%	0,0%	0,0%	3,8%
31	TNG	-4,0%	19.300	20.100	25,9%	-22,9%	27,9%	4,6	10,7	8,3	18,8%	12,8%	14,8%	6,0%	3,8%	0,0%
32	HT1	-10,0%	11.300	12.550	-30,6%	-93,4%	538,4%	15,3	272,7	44,3	5,0%	0,4%	2,1%	3,9%	0,0%	2,3%
33	VCG	N.a	N.a	25.550	98,5%	-51,7%	N.a	8,6	38,3	N.a	9,4%	3,3%	N.a	0,0%	0,0%	0,0%
34	TAL	N.a	N.a	22.500	203,2%	37,4%	18,3%	N.a	N.a	11,5	9,8%	12,2%	13,2%	0,0%	0,9%	0,0%
35	DBC	N.a	N.a	26.350	-99,4%	381,4%	779,9%	671,4	266,0	29,0	0,1%	0,5%	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: SSI Research

**Bảng 4: Danh sách cổ phiếu có tỷ suất cổ tức cao**

	<b>Mã</b>	<b>Tỷ suất cổ tức (2023)</b>
1	VEA	13%
2	DPM	12%
3	SJD	12%
4	BMP	10%
5	VRG	10%
6	NCT	9%
7	DVP	9%
8	ICT	9%
9	TTN	8%
10	QNS	8%
11	DCM	8%
12	IDC	7%

## MỤC LỤC

<b>TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM NĂM 2024.....</b>	<b>7</b>
Xu hướng vĩ mô toàn cầu năm 2024: Có phải mọi việc đều ổn? .....	9
Triển vọng vĩ mô Việt Nam 2024: Điểm đến của bạn.....	11
Việt Nam: Nhân tố chữa lành cho một thế giới phân mảnh.....	14
<b>TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM .....</b>	<b>18</b>
Tổng quan Thị trường Chứng khoán Việt Nam năm 2023.....	19
Triển vọng Thị trường Việt Nam năm 2024 .....	22
<b>TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2024.....</b>	<b>27</b>
Hàng tiêu dùng không thiết yếu – Ô tô: Giai đoạn khó khăn nhất đã qua .....	29
Hàng tiêu dùng không thiết yếu – Bán lẻ: Phục hồi từ đáy .....	33
Hàng tiêu dùng không thiết yếu - Dệt may: Triển vọng phục hồi vẫn chưa rõ ràng.....	42
Hàng tiêu dùng Thiết yếu – Thực phẩm & Đồ uống: Người tiêu dùng dự kiến tiếp tục thắt chặt chi tiêu.....	48
Hàng tiêu dùng Thiết yếu - Thủy sản: Dự kiến phục hồi vào nửa cuối năm 2024 .....	58
Dầu khí: Tiếp tục xu hướng phân hóa lợi nhuận trong năm 2024 .....	63
Tài chính – Ngân hàng: Tiếp tục củng cố bộ đệm dự phòng.....	68
Tài chính – Chứng khoán: Tiềm về phía trước .....	83
Tài chính – Bảo hiểm: Hồi phục về doanh thu phí nhưng lợi nhuận không khả quan do lãi suất thấp .....	90
Y tế: Kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận thấp sau mức tăng cao của 2023.....	96
Công nghiệp - Hàng không: Dự kiến phục hồi hoàn toàn, định giá thấp hơn mức trước Covid .....	100
Công nghiệp – Xây dựng: Điểm sáng đến từ mảng xây dựng cơ sở hạ tầng.....	105
Công nghiệp – Cảng biển & Logistics: Động lực tăng trưởng chính đến từ xu hướng làm đầy hàng tồn kho và căng thẳng địa chính trị .....	114
Công nghệ và Viễn thông: Mảng CNTT tiếp tục tăng trưởng ổn định & kế hoạch đầu giá 5G là trọng tâm .....	123
Nguyên Vật liệu – Xi măng: Mức định giá gần như đã phản ánh kỳ vọng lợi nhuận phục hồi .....	134
Nguyên Vật liệu – Đá Xây dựng: Nhu cầu tiêu thụ dự kiến tăng từ nửa cuối năm 2024 .....	137
Nguyên Vật liệu – Phân bón: Tăng trưởng trở lại cùng với cổ tức hấp dẫn .....	144
Nguyên Vật liệu - Thép: Lợi nhuận có thể phục hồi mạnh trong năm 2024, dù định giá ở mức cao.....	152
Bất động sản – Bất động sản Khu Công nghiệp: Triển vọng tươi sáng cho các KCN khi diện tích MOU tăng trưởng tích cực .....	159
Bất động sản – Bất động sản Nhà ở: Kỳ vọng sự phục hồi nhẹ và chắc chắn.....	166
Tiện ích – Điện: Miền Bắc có thể tiếp tục thiếu điện trong năm 2024.....	178
Tiện ích – Nước: Tỷ lệ thất thoát nước giảm giúp cải thiện biên lợi nhuận.....	189
<b>THÔNG TIN LIÊN HỆ .....</b>	<b>194</b>

## TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM NĂM 2024

---

## Tóm tắt

Trong năm 2023, con đường phục hồi của các nền kinh tế lớn trên thế giới rất đa dạng, có thể là đồng hướng, nhưng không đồng tốc. Dù phải đương đầu với những cơn gió ngược từ cả bên trong và bên ngoài, Việt Nam vẫn có tốc độ tăng trưởng ở mức khá, và ít nhất thì những thời khắc khó khăn nhất đã ở phía sau lưng. Sang năm 2024, năm Rồng, có lẽ ai cũng hy vọng một năm Rồng gặp Mây, với nhiều vận hội mới, với thời cơ may mắn để có thể tăng trưởng. Nhưng hy vọng thôi thì chưa đủ.

Trên bình diện thế giới, các dự báo hiện tại dù nghiêng về khả năng hạ cánh mềm cho kinh tế Hoa Kỳ, vẫn cho thấy là đà tăng trưởng chung của kinh tế thế giới vẫn sẽ chậm lại và thấp hơn giai đoạn trước đại dịch Covid-19, do tác động có độ trễ từ chính sách tiền tệ thắt chặt của giai đoạn 2022-2023. Ấn số thứ vị có thể đến từ Trung Quốc, với những chính sách tập trung vào chất lượng tăng trưởng có thể mang lại kết quả bất ngờ, chứ không đơn giản kiểu sau cơn mưa trời lại bão. Nhưng thế giới tiếp tục phân mảnh, cạnh tranh nước lớn gia tăng, rủi ro địa chính trị khó có thể dự báo, và việc hàng tỷ người trên thế giới đi bầu cử trong năm 2024 cho thấy sự không chắc chắn là thứ duy nhất chúng ta cảm thấy chắc chắn ở thời điểm này. Trong bối cảnh quốc tế như vậy, Việt Nam với vị thế là một mắt xích quan trọng để duy trì tính bền vững của chuỗi cung ứng toàn cầu, đang đóng vai trò kết nối giữa các cường quốc kinh tế vốn đang có sự cạnh tranh chiến lược, nhờ vào sự trung lập tích cực của mình. Nói như các bạn trẻ Gen Z bây giờ, Việt Nam là nhân tố chữa lành cho một thế giới phân mảnh (healing the fragmented world) khi đang sở hữu tới 16 FTA và là đối tác chiến lược của hầu như tất cả các nền kinh tế lớn trên thế giới. Cùng với sự hồi phục của ngành công nghệ sau một năm 2023 không tích cực, khi nhu cầu đầu tư/mua sắm để đáp ứng nhu cầu liên quan đến trí tuệ nhân tạo gia tăng, thì hoạt động xuất khẩu của Việt Nam cũng sẽ có sự hồi phục tích cực.

Tuy nhiên, chúng ta chỉ có thể kiểm soát được những thứ trong tầm kiểm soát của mình, và đó chính là các chính sách liên quan đến đầu tư và tiêu dùng nội địa. Khi ổn định vĩ mô đã được bảo đảm, thì việc đặt mục tiêu hàng đầu là thúc đẩy tăng trưởng là một lựa chọn hợp lý. Việt Nam cũng chỉ còn một lần mười năm nữa là hết giai đoạn dân số vàng, nếu không tận dụng cơ hội để có mức tăng trưởng đột phá thì nguy cơ tụt hậu là rất lớn. Khi mà nợ công/GDP chỉ ở mức 37%, thì việc dư địa để tăng chi tiêu công là một lợi thế của Việt Nam. Với đầu tư công, đó là kéo dài Chương trình Phục hồi và phát triển Kinh tế thêm 1 năm, bổ sung vốn đầu tư công từ nguồn dự phòng chung hay thực hiện Nghị quyết 106 của Quốc hội về thí điểm chính sách đặc thù về đầu tư xây dựng công trình đường bộ). Với tiêu dùng nội địa, việc hỗ trợ có thể thông qua các công cụ như thuế, cải cách tiền lương và duy trì mặt bằng lãi suất thấp và tỷ giá ổn định.

Nói vậy không có nghĩa là không còn những rủi ro cho nền kinh tế trong năm 2024. Thị trường BĐS hồi phục chậm có thể tiếp tục gây ảnh hưởng tới tiêu dùng cũng như làm gia tăng nợ xấu đối với ngành ngân hàng. Thị trường tiền tệ đầu đó đã tới giới hạn trong việc hỗ trợ tăng trưởng, và rất cần sự chung tay từ phía thị trường vốn (thị trường chứng khoán) với khẩu vị rủi ro cao hơn, để cùng góp phần vào việc cung ứng vốn cho nền kinh tế. Rồng gặp Mây, cho dù có thể là mây mù, có thể chỉ là đang núp ở dưới một cơn sóng lớn đợi mùa xuân để gặp thời biển hòa.

*Các giả định chính về triển vọng kinh tế năm 2024 của SSI Research:*

- **Bối cảnh toàn cầu:** Lãi suất cao hơn trong thời gian dài hơn sẽ dẫn đến tăng trưởng toàn cầu chậm lại nhưng thế giới vẫn tránh được một cuộc suy thoái trên diện rộng (kịch bản hạ cánh mềm). Bất ổn địa chính trị vẫn tiếp tục hiện hữu, với rất nhiều các cuộc bầu cử diễn ra trong năm nay. Kinh tế Trung Quốc sẽ là một ẩn số thú vị, với các chính sách hỗ trợ tăng trưởng một cách linh hoạt sẽ có thể liên tục được ban hành trong năm 2024.
- **Bối cảnh trong nước:** Trong khi các động lực tăng trưởng từ bên ngoài là quan trọng, các yếu tố nội tại mới có vai trò quyết định, vì cuối cùng thì chúng ta cũng chỉ có thể kiểm soát những gì có thể kiểm soát được. Việt Nam có thể tận dụng dư địa chính sách tài khóa hiện tại để tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công vào cơ sở hạ tầng cũng như thúc đẩy tiêu dùng nội địa. Việc thị trường bất động sản ít nhất có thể ổn định trở lại sẽ là ưu tiên hàng đầu nhằm hạn chế tác động của tình trạng không trả được nợ hoặc nợ xấu gia tăng trong hệ thống ngân hàng, đồng thời tạo niềm tin cho người tiêu dùng.



## Xu hướng vĩ mô toàn cầu năm 2024: Có phải mọi việc đều ổn?

Hai câu hỏi lớn cho năm 2024 có thể là:

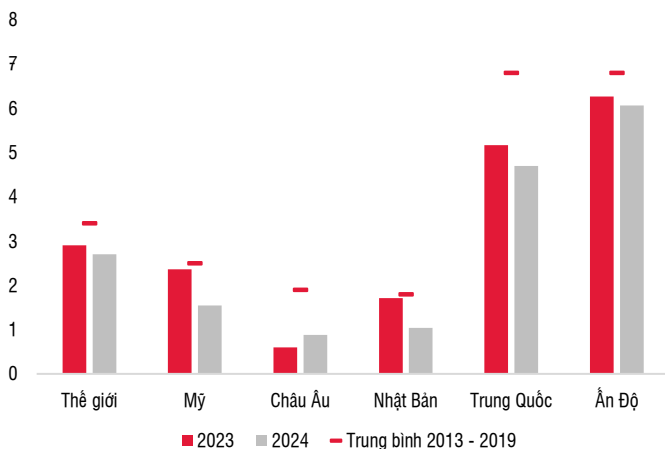
- 1) Ngân hàng trung ương có thể tiến xa và nhanh đến mức nào trong việc xoay trục chính sách?
- 2) Kích bản cơ sở là hạ cánh mềm, nhưng nguy cơ suy thoái có tăng lên từ nửa cuối năm 2024 hay không?

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng rằng đà tăng trưởng kinh tế toàn cầu có thể suy yếu phần nào do ảnh hưởng từ mặt bằng lãi suất cao hơn thường có độ trễ nhất định, nhưng khả năng suy thoái diện rộng là tương đối thấp, thay vào đó có thể là suy thoái luân phiên. Áp lực lạm phát giảm bớt và sự “mất đà tăng trưởng” của các nền kinh tế (đặc biệt nếu đi kèm với những sự kiện tiêu cực) sẽ khiến nhiều ngân hàng trung ương bắt đầu cắt giảm lãi suất, và sự thay đổi chính sách tiền tệ vào mùa hè này sẽ mang lại những thêm những niềm hy vọng cho thị trường chứng khoán nói chung.

### Khả năng hạ cánh mềm cao

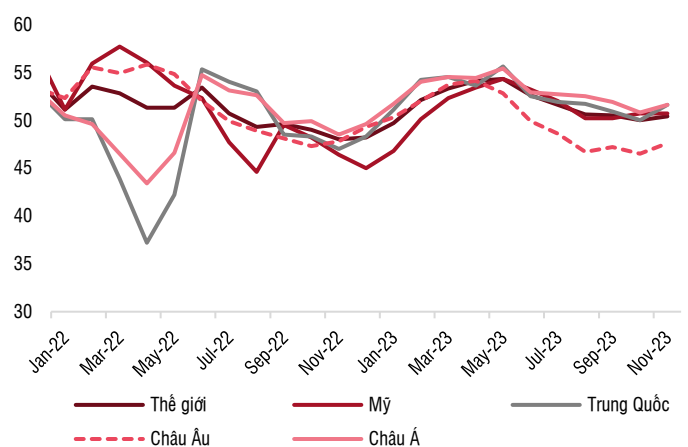
OECD dự báo tăng trưởng GDP toàn cầu sẽ giảm tốc xuống 2,7% trong năm 2024 từ mức 2,9% trong năm 2023. Tăng trưởng GDP toàn cầu đã mạnh hơn dự kiến trong năm 2023, trong bối cảnh lạm phát và lãi suất đều ở mức cao trong lịch sử. Nhìn chung, chỉ số PMI tổng hợp toàn cầu cho thấy tăng trưởng kinh tế thế giới sẽ suy giảm trong một thời gian, nhưng khả năng hạ cánh cứng với nhiều hệ lụy tiêu cực là khó có thể xảy ra. Sự khác biệt ngày càng tăng giữa các nền kinh tế dự kiến sẽ tiếp tục tồn tại và tốc độ tăng trưởng ở các nền kinh tế thị trường mới nổi có thể duy trì tốt hơn so với các nền kinh tế phát triển (mặc dù cả hai đều đang trên đà tăng trưởng thấp hơn so với giai đoạn trước đại dịch Covid-19).

Dự báo tăng trưởng GDP thực tế toàn cầu theo khu vực (% svck)



Nguồn: OECD, SSI Research

PMI tổng hợp toàn cầu (điểm)



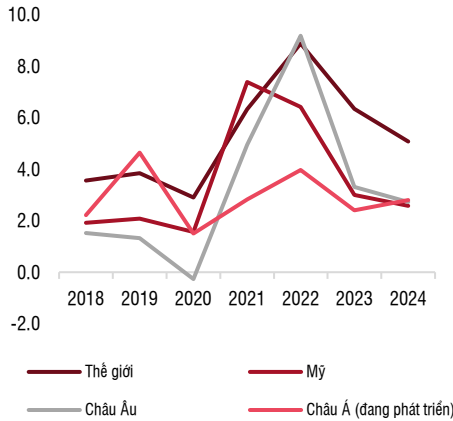
Nguồn: OECD, SSI Research

### Lạm phát giảm và thị trường lao động bình thường hóa trở lại tạo cơ hội cho việc cắt giảm lãi suất

Trên bình diện toàn cầu, các biện pháp thắt chặt chính sách tiền tệ mạnh mẽ trong năm 2022 và 2023 đã phát huy tác dụng trong việc làm chậm lại đà tăng của lạm phát. Tỷ lệ lạm phát trên toàn cầu dường như đã đạt đỉnh và thị trường lao động cũng bình thường trở lại sau một giai đoạn phát triển nóng tại các nền kinh tế chủ chốt. Khi lạm phát qua mức đỉnh thì các mức lãi suất chuẩn cũng quay đầu giảm, và các ngân hàng trung ương đã bật chế độ tạm dừng tăng lãi suất để đứng ngoài quan sát. Tuy nhiên, các thành viên thị trường có thể hơi vội vàng trong việc đặt cược cắt giảm lãi suất, khi mà sự kiên nhẫn vẫn nên được coi là một đức tính tốt.

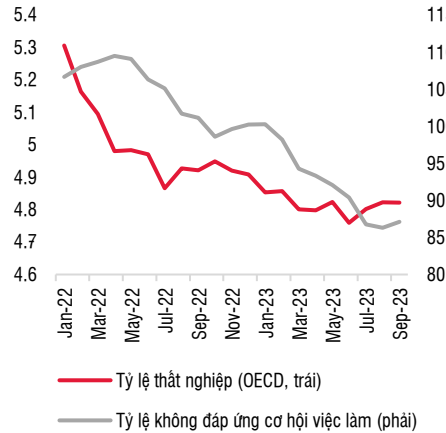
Nói tóm lại, kịch bản cơ sở vẫn theo hướng hạ cánh mềm, lạm phát giảm mạnh và việc cắt giảm lãi suất của FED sẽ diễn ra từ mùa hè với mức cắt giảm cả năm khoảng 1-1,25%. Rủi ro sẽ luôn đến từ sự thận trọng của FED, nếu lạm phát tiếp tục cứng đầu và duy trì ở mức cao hơn mức mục tiêu 2%.

Dự báo lạm phát toàn cầu (% svck)



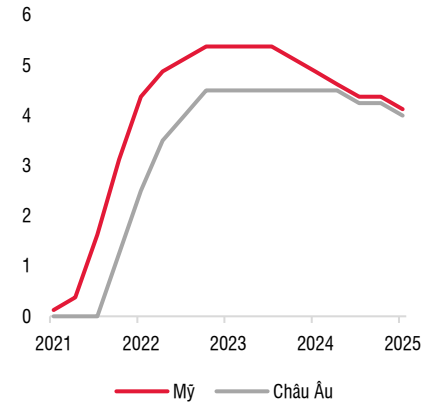
Nguồn: IMF, SSI Research

Tỷ lệ thất nghiệp và vị trí tuyển dụng của OECD



Nguồn: OECD, SSI Research

Dự báo lãi suất chính sách cho Mỹ và khu vực đồng Euro (%)



Nguồn: OECD, SSI Research

## Sự phục hồi gặp ghềnh của Trung Quốc

Nền kinh tế Trung Quốc đang gặp phải những cơn gió ngược mang tính cơ cấu, với sự quan tâm đổ dồn vào lĩnh vực bất động sản. Khá nhiều chính sách hỗ trợ đã được ban hành, không chỉ là hỗ trợ về thanh khoản đối với các nhà phát triển bất động sản để giải quyết vấn đề nợ/trái phiếu, mà cả các chính sách hỗ trợ người mua nhà (giảm lãi suất, thuê cũng như tăng tỷ lệ cho vay). Tuy cũng cần phải có thêm thời gian để thị trường tạo đáy một cách bền vững, nhưng cũng đã xuất hiện những dấu hiệu ban đầu của sự hồi phục trên thị trường BĐS. Chi tiêu dùng đã cũng đã cải thiện từ cuối năm 2023 và sự trở lại của chu kỳ công nghệ cũng có thể thúc đẩy xuất khẩu của Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng dù có nhiều lý do chính đáng để lo ngại về tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc, nhưng đây vẫn là một ẩn số thú vị của năm 2024, và nếu ở chiều hướng tích cực, đó sẽ là một yếu tố có thể giúp hoạt động xuất khẩu (hàng hóa và dịch vụ) của Việt Nam có thể có mức tăng trưởng cao hơn dự kiến.

## Những rủi ro chính cần theo dõi: Bầu cử và địa chính trị

Vẫn còn những bất ổn đáng kể trên toàn cầu cho năm 2024. Rủi ro địa chính trị vẫn là tâm điểm với một số căng thẳng cơ cấu tiềm ẩn từ cạnh tranh chiến lược Mỹ-Trung đến cuộc chiến Nga-Ukraine kéo dài cho đến những xung đột mới nhất ở Trung Đông. Chúng tôi lưu ý rằng trong ngắn hạn, căng thẳng địa chính trị có thể chỉ gây ra biến động mang tính tâm lý, nhưng nếu kéo dài, sẽ khó tránh khỏi việc gia tăng áp lực lạm phát. Ngoài ra, năm 2024 có thể sẽ là một năm có lịch trình bầu cử dày đặc và với việc sự cạnh tranh nước lớn vẫn gia tăng, điều duy nhất có thể chắc chắn chính là sự không chắc chắn.

## Triển vọng vĩ mô Việt Nam 2024: Điểm đến của bạn

Kinh tế Việt Nam sẽ quay lại đà hồi phục trong năm 2024, vẫn từ các động lực tăng trưởng truyền thống như thương mại, đầu tư công và trên hết là các chính sách hỗ trợ tăng trưởng là ưu tiên hàng đầu của Chính phủ. Tuy nhiên, vẫn còn đó những khó khăn nội tại của nền kinh tế (ví dụ thị trường BĐS). Sau đây là một số giả định và triển vọng chính của chúng tôi đối với nền kinh tế Việt Nam trong năm 2024:

- **Chính sách:** Các chính sách tài khóa mở rộng và tiền tệ nới lỏng được kéo dài thêm một năm nữa khi tăng trưởng được coi là ưu tiên hàng đầu.
- **Xuất khẩu:** Sự tăng trưởng trở lại của thương mại mảng công nghệ sẽ có lợi cho xuất khẩu của Việt Nam, nhờ giảm bớt gián đoạn nguồn cung, hiệu ứng cơ sở thấp và nhu cầu đầu tư vào trí tuệ nhân tạo.
- **Tiêu dùng:** Tăng trưởng cùng đà hồi phục của nền kinh tế, cải cách tiền lương, lãi suất thấp và các chính sách hỗ trợ tiêu dùng nội địa.
- **Đầu tư:** Động lực cho đầu tư trực tiếp nước ngoài không chỉ đến từ pha tăng trưởng mới của chu kỳ công nghệ mà còn từ việc kéo dài của chuỗi cung ứng. Với đầu tư công, việc các dự án cơ sở hạ tầng đồng loạt đi vào giai đoạn xây dựng sau thời gian chuẩn bị thủ tục/giải phóng mặt bằng sẽ là nhân tố giúp duy trì đà tăng trưởng.
- **Rủi ro & Thách thức:** Những khó khăn nội tại của nền kinh tế, như đà hồi phục chậm của thị trường bất động sản, nguy cơ nợ xấu gia tăng trong hệ thống ngân hàng vẫn cần được theo dõi trong năm 2024. Các thách thức từ bên ngoài vẫn là rủi ro suy thoái của một số nền kinh tế lớn, bên cạnh vấn đề cạnh tranh nước lớn và rủi ro địa chính trị.

### Dự báo các chỉ số kinh tế vĩ mô chính năm 2024

	2021	2022	2023	2024F
Tăng trưởng GDP (%- 2010p)	2,6	8,0	5,1	6,0 - 6,5
CPI (trung bình, % YoY)	1,8	3,2	3,3	3,8
Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ (% YoY)	-9,1	21,7	8,4	9,1
Xuất khẩu (tỷ USD)	336,3	371,8	354,7	384,0
Nhập khẩu (tỷ USD)	332,3	360,6	326,3	374,0
Cán cân thương mại (tỷ USD)	4	11,2	28,3	10
Giải ngân FDI (tỷ USD)	19,74	22,40	23,18	24,80
Đầu tư công (nghìn tỷ đồng)	540	638	662	667
Tỷ giá hối đoái (USD/ VNĐ, cuối năm)	22930	23780	24270	24200
Cán cân tài khoản vãng lai (tỷ USD)	-3,8	-1,0	26,0	5,0
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	107,0	84,0	90,0	100,0
Tăng trưởng tín dụng (% đầu năm)	13,0	14,2	13,71	14,0
Lãi suất huy động (đồng %, cuối năm 12 tháng)	5,5	10,5	5,0	5,5

Nguồn: SSI Research

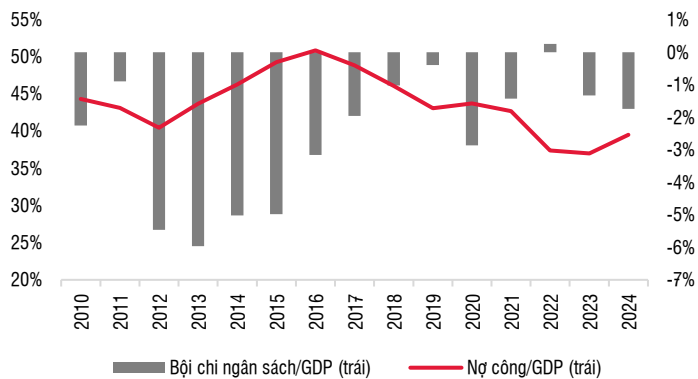
### Động lực trong nước: Ý chí chính trị mạnh mẽ hơn cho tăng trưởng có thể chuyển thành việc thực hiện thực tế...

Một trong những chất xúc tác lớn nhất cho năm 2024 là tiềm năng ý chí chính trị mạnh mẽ đối với tăng trưởng kinh tế năm 2024. Trên thực tế, xem xét kỹ hơn kế hoạch Nghị quyết 2024 của Quốc hội, đây là lần đầu tiên sau một thời gian dài ưu tiên tăng trưởng hơn ổn định kinh tế vĩ mô, cho thấy tiềm năng nới lỏng các chính sách tài chính và tiền tệ. Năm ngoái, chúng ta đã chứng kiến một loạt lộ trình và luật pháp được ban hành nhằm mục đích “chuyển đổi” nền kinh tế trong trung và dài hạn, bao gồm Quy hoạch tổng thể quốc gia giai đoạn 2021-2030 (Nghị quyết 81/2023), Quy hoạch phát triển điện lực VIII (PDP VIII), Nghị quyết về thuế tối thiểu toàn cầu (GMT), các luật liên quan đến đất đai. Vì vậy, năm 2024 sẽ là năm “cắt cánh” cho việc triển khai và thực hiện. Kỳ vọng luôn cao, mặc dù chúng tôi biết rằng các biện pháp hỗ trợ chỉ có hiệu quả khi việc thực hiện chúng.

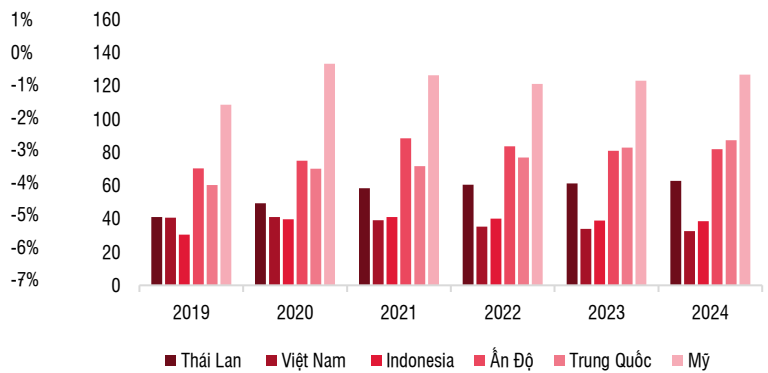
Việt Nam bước vào năm 2024 với dư địa dồi dào để kích thích nhu cầu trong nước, với nợ công ước tính khoảng 39% - 40% GDP (thấp hơn nhiều so với mức trần 60% của Chính phủ Việt Nam). Chính phủ cũng đang tích cực mở rộng nguồn thu từ cơ sở thuế (Quyết định 508/2022 về cải cách hệ thống thuế) và IMF ước tính rằng cân đối tài chính của Việt Nam sẽ rơi vào tình trạng thâm hụt nhẹ trong quá trình tái cơ cấu kinh tế, bao gồm cả cải cách tiền lương.

So với các nước trong khu vực, nợ chính phủ của Việt Nam ở mức dễ kiểm soát và nằm trong nhóm thấp nhất trong khu vực khi Chính phủ đã không đẩy chi tiêu quá mạnh trong thời kỳ Covid-19. Do đó, việc Chính phủ Việt Nam có thể tiếp tục mở rộng chính sách tài khóa trong suốt năm 2024 để hỗ trợ nền kinh tế là hoàn toàn hợp lý.

### Nợ công và cán cân tài khóa của Việt Nam (% GDP)



### Nợ chính quyền địa phương (% GDP)



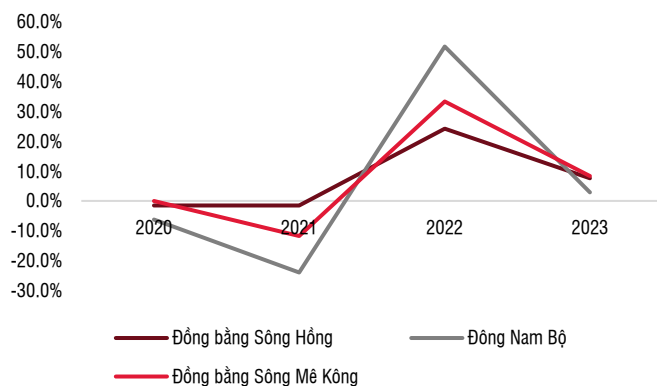
Nguồn: Bộ Tài chính, IMF, SSI Research

Nguồn: IMF, SSI Research

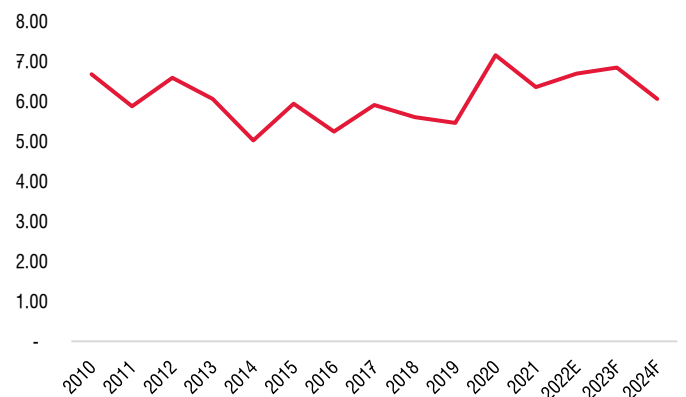
...thông qua việc thúc đẩy tiêu dùng trong nước với cải cách tiền lương và vô số biện pháp hỗ trợ khác...

Sau một thời gian trì hoãn do đại dịch Covid-19, việc triển khai cải cách chính sách tiền lương cho khu vực công (+30% bình quân cho năm 2024) sẽ diễn ra từ 1/7/2024, cùng với đó là việc tăng lương tối thiểu vùng (+ 6%). Đây là những động lực mới cho tiêu dùng nội địa năm 2024, bên cạnh triển vọng kinh tế tốt hơn và việc Chính phủ tiếp tục giảm một số loại thuế, trong đó có thuế GTGT, trong nửa đầu năm.

### Thu nhập trung bình hàng tháng, theo khu vực (% svck)



### Đầu tư công của Việt Nam (% GDP)



Nguồn: TCTK, SSI Research

Nguồn: MoF, SSI Research

### ... đầu tư công tiếp tục là điểm sáng

Kế hoạch đầu tư công năm 2024 được Quốc hội thông qua là 677,3 nghìn tỷ đồng, cao hơn 18% so với kế hoạch năm 2023 và chưa tính phần giải ngân từ Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế. Nếu giả định rằng 95% kế hoạch năm 2023 sẽ được giải ngân và khoảng 40 nghìn tỷ đồng được chuyển từ Chương trình phục hồi, thì tổng chi cho cơ sở hạ tầng cho năm 2024 có thể đạt 710 nghìn tỷ đồng – con số thấp hơn một chút so với kế hoạch năm 2023 nhưng vẫn ở mức cao so với trung bình 5 năm qua.

Đầu tư công ở Việt Nam vẫn ở mức khoảng 6% GDP - nằm trong số những quốc gia chi tiêu nhiều nhất ở ASEAN (Indonesia [3%], Ấn Độ [4%] và Trung Quốc [5%]). Với việc ghi nhận mức tăng trưởng giải ngân tương đối cao (22.8% svck), đặc biệt trong giai đoạn cuối của năm tài khóa, có thể kỳ vọng sẽ tạo ra đóng góp vào tăng trưởng GDP của năm 2024. Điểm mới của năm 2024 có thể sẽ đến từ việc triển khai Nghị quyết 106/2023 của Quốc hội nhằm hỗ trợ triển khai các dự án cơ sở hạ tầng giao thông đường bộ có hiệu lực trong ba năm – với mục tiêu đơn giản hóa các thủ tục hành chính, tháo gỡ các vướng mắc về pháp lý, ví dụ như giúp các nhà thầu tiếp cận dễ dàng hơn mô đất/đá phục vụ xây dựng đường cao tốc.

### Danh sách các dự án đầu tư công lớn trong giai đoạn 2023 - 2025

	Vốn đầu tư (nghìn tỷ đồng)	Kế hoạch hoàn thành
Sân bay Long Thành (Giai đoạn 1)	109,9	2025
12 tuyến cao tốc Bắc Nam (phía Đông) giai đoạn 2021- 2024	147	2025
Bãi Vọt - Hàm Nghi	7,4	
Hàm Nghi – Vũng Áng	10,2	
Vũng Áng – Bùn	11,8	
Bùn - Vân Ninh	10,5	
Vân Ninh - Cam Lộ	10,6	
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20,9	
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	12,5	
Quy Nhơn - Chí Thành	12,3	
Chí Thành - Vân Phong	10,6	
Vân Phong - Nha Trang	12,9	
Cần Thơ – Hậu Giang	9,8	
Hậu Giang - Cà Mau	17,5	
Vành đai 4 (Hà Nội)	85,8	
Vành đai 3 (Hồ Chí Minh)	75,4	2027
Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng	45,1	2025-2026
Khánh Hoà – Buôn Ma Thuột	21,9	2025-2026
Biên Hòa – Vũng Tàu	17,8	2025

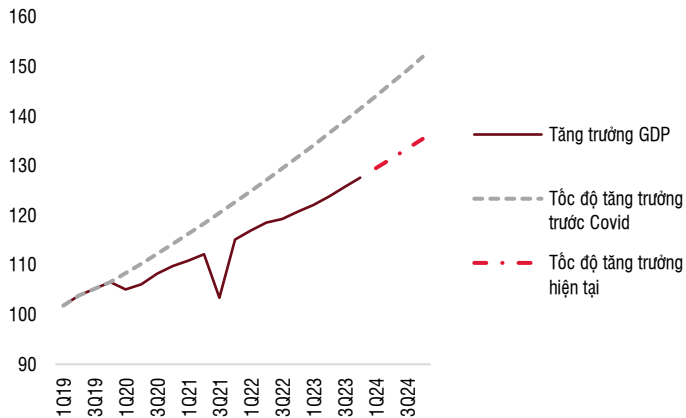
Nguồn: Website Chính phủ, SSI Research

### ... Chính sách tiền tệ nới lỏng

Chúng tôi tin rằng NHNN vẫn còn dư địa để thực hiện thêm một đợt cắt giảm lãi suất chính sách nữa vào năm 2024, do hoạt động kinh tế vẫn chưa quay trở lại xu hướng tăng trưởng tiềm năng, chưa kể đến việc 2024 sẽ là năm đột phá cho kế hoạch trung hạn 2021-2025. Tuy nhiên, lãi suất tiền gửi sẽ khó tiếp tục giảm mạnh (dự báo lãi suất tiền gửi 12 tháng cuối năm 2024 của chúng tôi là 5,5% (tăng 50 điểm cơ bản so với 2023), trong khi lãi suất cho vay đối với các khoản vay hiện tại có thể có khả năng giảm thêm 50 -100 điểm cơ bản trong nửa đầu năm 2024.

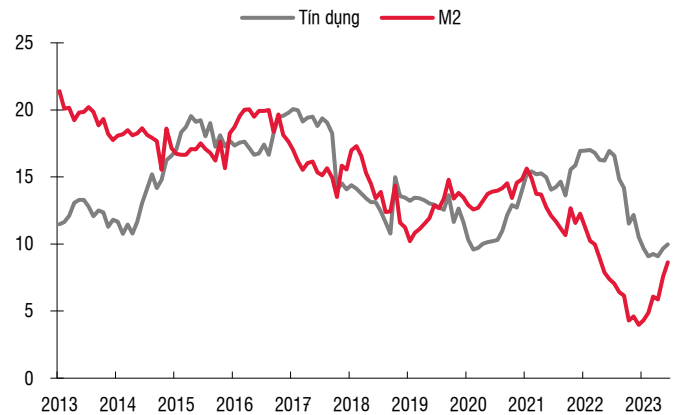
Do vậy mục tiêu của chính sách tiền tệ có thể vẫn tiếp tục hướng tới các đối tượng cụ thể, ngành nghề ưu tiên... trong khi vẫn kiểm soát tăng trưởng tín dụng hợp lý (14-15%) nhằm đạt được mức tăng trưởng tối ưu và tiềm năng nợ xấu gia tăng, đồng thời kiểm chế lạm phát. Thực thi chính sách đa mục tiêu chưa bao giờ là một công việc dễ dàng, tuy nhiên ít nhất áp lực lạm phát được kiểm soát tốt sẽ tạo dư địa rộng rãi hơn cho việc triển khai.

### Tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam (Q4 2018=100, điều chỉnh theo mùa)



Nguồn: Tổng cục Thống kê, SSI Research

### Tăng trưởng tín dụng và M2 (% svck)

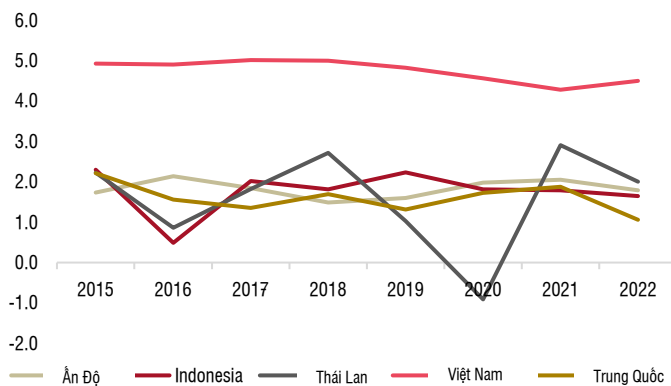


Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, SSI Research

## Việt Nam: Nhân tố chữa lành cho một thể giới phân mảnh

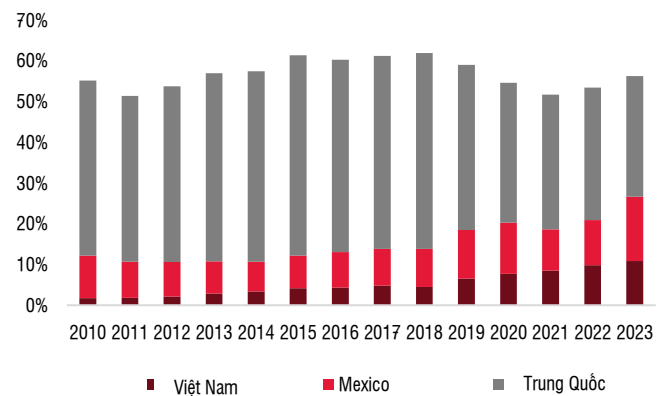
Việt Nam, với chính sách làm bạn với tất cả các quốc gia trên thế giới, sở hữu rất nhiều các hiệp định thương mại tự do thế hệ mới, là ngôi sao đang lên trong chuỗi cung ứng toàn cầu và đóng vai trò là cầu nối cho các nhà sản xuất từ nhiều quốc gia có thương mại lớn, Các công ty có vốn đầu tư nước ngoài chiếm tới 73% kim ngạch xuất khẩu, trong khi tỷ trọng FDI trong GDP luôn cao hơn so với phần còn lại của ASEAN, Việt Nam là một trong các quốc gia hưởng lợi chính từ xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng, hay trước đây còn gọi là “Trung Quốc + 1”. Xu hướng này một phần được thúc đẩy bởi chi phí lao động ngày càng tăng ở Trung Quốc và được củng cố bởi căng thẳng địa chính trị Mỹ-Trung gia tăng kể từ năm 2018. Bằng chứng rõ ràng cho xu hướng này là xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ đã tăng gấp ba lần kể từ năm 2018 và Việt Nam hiện đứng thứ ba trong số các quốc gia xuất siêu sang Mỹ, chỉ sau Trung Quốc và Mexico. Các lĩnh vực hợp tác đáng chú ý trong việc Việt Nam nâng cấp quan hệ đối tác chiến lược toàn diện với các quốc gia trên thế giới có thể kể đến như sản xuất chất bán dẫn (với Mỹ và các nước đối tác) hay nâng cấp kết nối đường sắt (với Trung Quốc). Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu điện tử của Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng 10% trong năm 2024, nhờ giảm bớt gián đoạn nguồn cung, hiệu ứng cơ sở thấp và nhu cầu đầu tư vào trí tuệ nhân tạo.

### Dòng vốn FDI ròng (% GDP)



Nguồn: CEIC, SSI Research

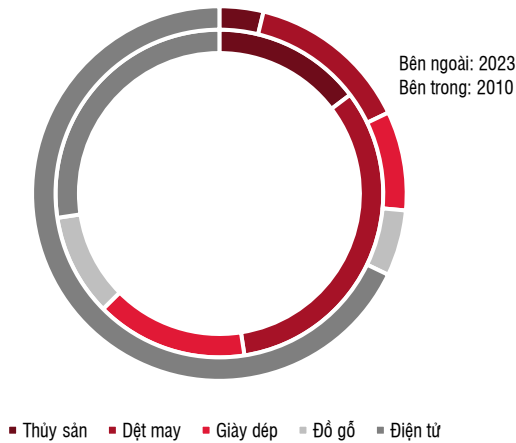
### Cán cân thương mại với Mỹ (% tổng cán cân thương mại của Mỹ)



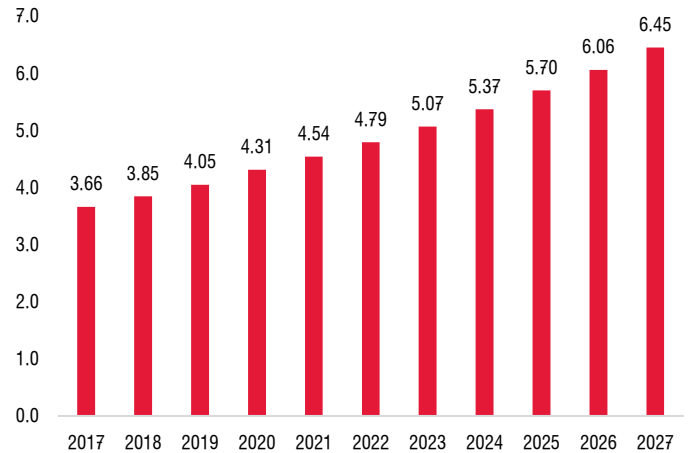
Nguồn: ITC, SSI Research

Để duy trì lợi thế cạnh tranh của các công ty có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài trong bối cảnh áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu (GMT, 15%, có hiệu lực từ 1/1/2024), Chính phủ có thể sẽ ban hành một Nghị định mới trong năm 2024 để thành lập Quỹ hỗ trợ đầu tư (trên cơ sở nguồn thu từ thuế tối thiểu toàn cầu) để hỗ trợ các nhà đầu tư trong lĩnh vực công nghệ cao. Việc hỗ trợ có thể bao gồm giúp doanh nghiệp giảm các chi phí về nhân sự, đào tạo, nghiên cứu và phát triển, đầu tư tài sản cố định hoặc kể cả lãi suất, chi phí đầu vào sản xuất...

### Cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam (% xuất khẩu)



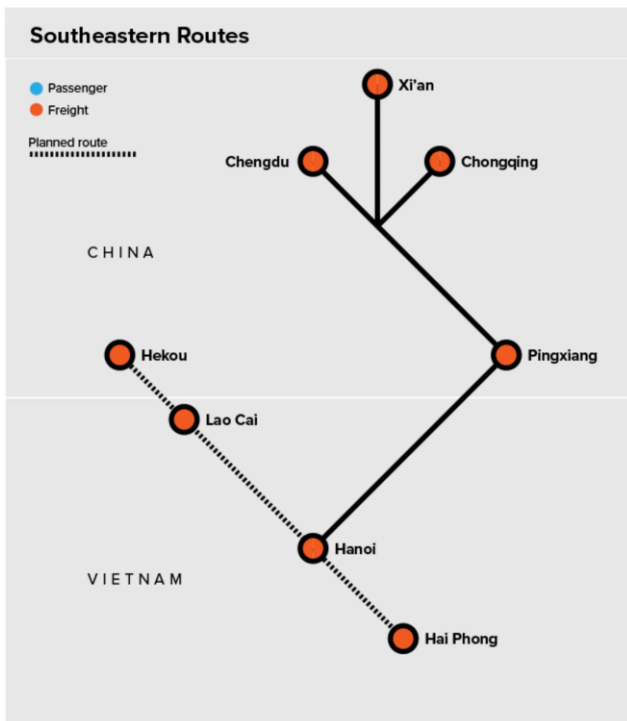
### Quy mô chất bán dẫn của Việt Nam (tỷ USD)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, SSI Research

Nguồn: Technavio, SSI Research

### Quy hoạch và xây dựng tuyến đường sắt Việt Nam – Trung Quốc



Nguồn: CNBC

## Lạm phát năm 2024

Lạm phát toàn phần đã giảm từ mức đỉnh 5% vào đầu năm 2023 xuống còn 3,5% vào tháng 12 năm 2023 nhờ giá năng lượng và giá thực phẩm giảm mạnh trong khi lạm phát cơ bản cũng yếu hơn cho thấy việc giảm bớt áp lực cầu kéo. Dự báo lạm phát cho năm 2024 của Chính phủ chỉ ở mức 3,52%; 4,03% và 4,5% cho các tình huống tốt nhất, cơ bản và trường hợp xấu nhất. Đối với SSI Research, chúng tôi tin rằng lạm phát toàn phần dự kiến sẽ tăng vừa phải lên 3,8% trong năm 2024 và đã tính đến việc Chính phủ điều chỉnh tăng giá một số loại hàng hóa và dịch vụ.

Rủi ro lạm phát có thể là các yếu tố đẩy chi phí, bao gồm khả năng giá dầu thô và các hàng hóa khác tăng cũng như tăng lương tối thiểu, Chúng tôi lưu ý rằng một mục quan trọng khác cần theo dõi cho năm 2024 sẽ là việc hiệu chỉnh lại trọng số trong rổ tính CPI, với kỳ vọng được thực hiện vào khoảng tháng Bảy hoặc tháng Tám. Tuy nhiên có thể nói rủi ro về lạm phát là không cao, trong bối cảnh quốc gia láng giềng là Trung Quốc đang phải đương đầu với giảm phát, nhưng vẫn cần lưu ý đến áp lực tỷ giá.

	Giả thiết	Tác động đến CPI (điểm phần trăm)
Giá nhiên liệu	0%	0
Giá thịt lợn	10%	+0,4
Điện	8%	+0,8
Tăng lương	20%	+0,8
<b>2024 CPI (Trung bình)</b>		<b>3,8%</b>

Nguồn: SSI Research

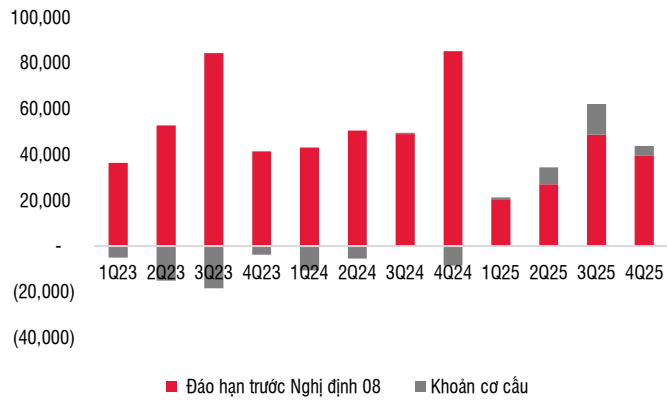
### Rủi ro & Thách thức: Những trở ngại trong nước: Nợ xấu gia tăng và tốc độ triển khai các biện pháp hỗ trợ còn chậm, Thách thức bên ngoài: Phân mảnh địa kinh tế và nguy cơ suy thoái

Về các yếu tố bên ngoài, độ trễ của chính sách tiền tệ với mức lãi suất cao hơn trong thời gian dài hơn có thể dẫn đến tác động lớn và xấu hơn mong đợi đối với tăng trưởng toàn cầu. Trong kịch bản xấu, suy thoái kinh tế có thể không chỉ diễn ra trong thời gian ngắn mà có thể kéo dài luân phiên, từ ngành này sang ngành khác, từ nền kinh tế này sang nền kinh tế khác, chứ không phải là một cuộc suy thoái toàn diện. Như vậy, thật khó để một nền kinh tế có mức độ mở cửa thương mại cao như Việt Nam tránh khỏi các hệ lụy tiêu cực,

Trong nước, những rủi ro chính đối với Việt Nam là nợ xấu gia tăng từ nửa cuối năm 2024, với khả năng không trả nợ đúng hạn tăng cao đối với các lĩnh vực có rủi ro như bất động sản/xây dựng. Rủi ro này có thể được giảm thiểu một phần nhờ lãi suất ở mức thấp hoặc nếu Chính phủ thành công trong việc phát triển thị trường vốn để doanh nghiệp có thể dễ dàng hơn trong việc tìm nguồn tài chính dài hạn hơn để giải quyết các vấn đề ngắn hạn và trung hạn.

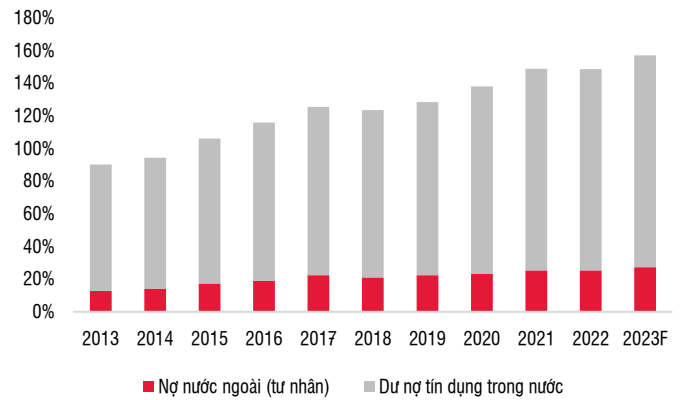


## Trái phiếu doanh nghiệp phi ngân hàng đáo hạn (tỷ đồng)



Nguồn: SSI Research

## Tín dụng tư nhân trong và ngoài nước (% GDP)



Nguồn: NHNN, Bộ Tài chính, SSI Research

## TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

---

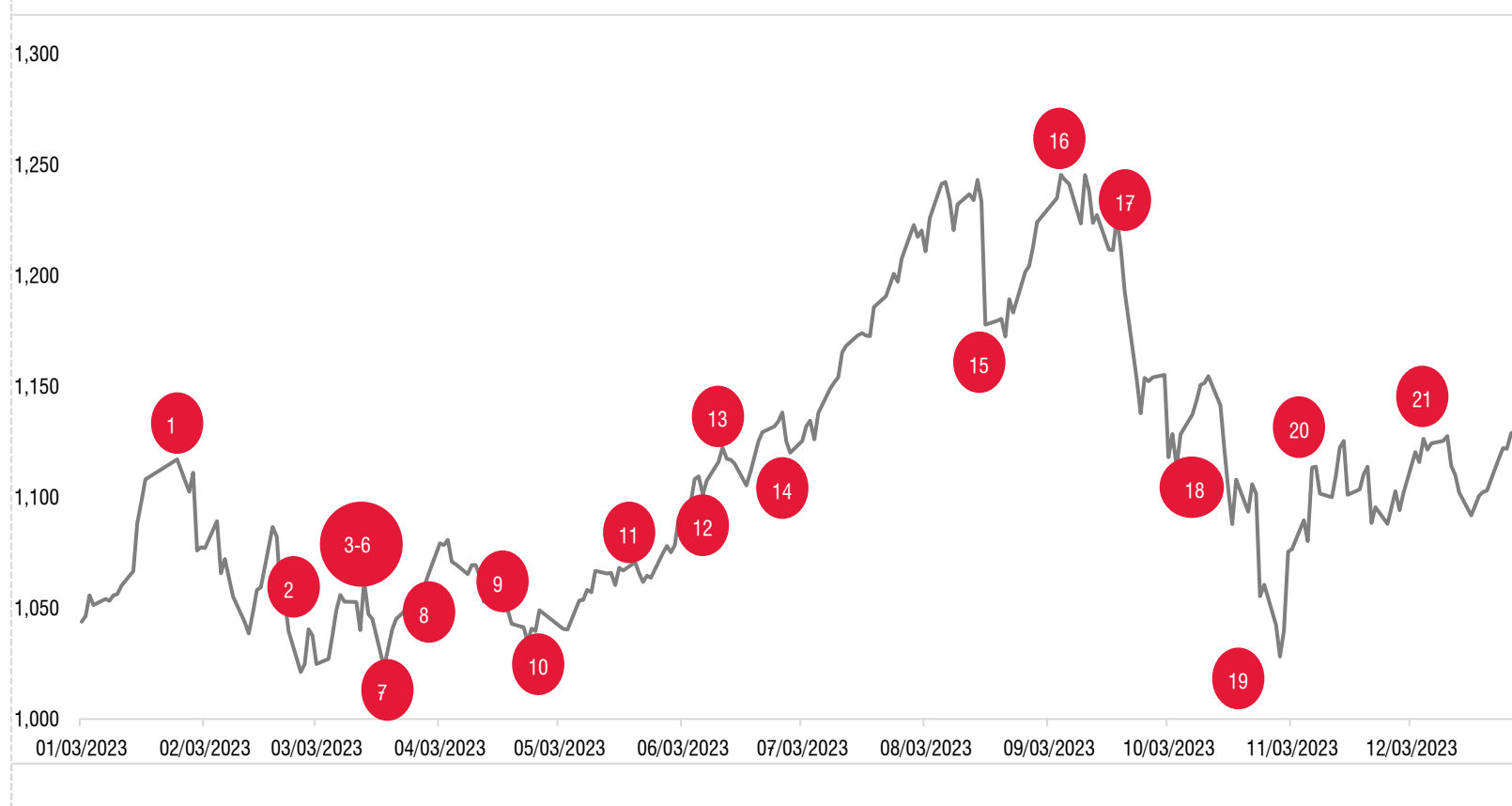
## Tổng quan Thị trường Chứng khoán Việt Nam năm 2023

**Thị trường chứng khoán diễn biến khá tốt trong năm 2023, chỉ số VN-Index tăng 12,2% svck, so với mức giảm mạnh năm 2022.** Theo sau bài học đáng giá trong năm 2022, năm 2023 nhìn chung được tiếp cận theo hướng cẩn trọng hơn: thanh khoản thu hẹp đáng kể trong bối cảnh lạm phát cao và chính sách tiền tệ thắt chặt, nhu cầu yếu do lo ngại nền kinh tế hạ cánh cứng kéo dài và dòng vốn nước ngoài chảy khỏi thị trường khi chính sách tiền tệ nới lỏng của Việt Nam bắt đầu phân kỳ với chính sách tiền tệ ngày càng thắt chặt ở thị trường các nước thành viên Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD). Động lực chính giúp thị trường đạt kết quả tốt trong năm 2023 là nhờ các chính sách hỗ trợ chủ động, kịp thời của Chính phủ trong nỗ lực tháo gỡ khó khăn trên thị trường bất động sản và thị trường trái phiếu doanh nghiệp, đồng thời giảm lãi suất để tạo động lực tốt hơn cho niềm tin người tiêu dùng. Trong đó, bao gồm bốn lần giảm lãi suất điều hành, một lần giảm 2% thuế GTGT và các biện pháp mới hỗ trợ thị trường tín dụng. Chỉ số VN-Index từng đạt mốc 1.245,5 điểm (hồi phục 36,6% từ mức đáy vào tháng 11/2022), nhưng kết thúc năm quay trở lại mức 1.129,9 điểm (thấp hơn 26,1% so với mức đỉnh vào tháng 4/2022). Thanh khoản ở mức thấp khoảng 500 triệu USD/ ngày trong nửa đầu năm 2023, sau đó trở nên sôi động hơn vào nửa cuối năm ở mức 900 triệu USD/ngày, nhờ môi trường lãi suất thấp. Năm 2023, giá trị giao dịch trung bình đạt 720 triệu USD/ngày, giảm 17% svck.

Năm 2023, thị trường chứng khoán đã trải qua bốn giai đoạn chính:

- Giai đoạn 1 – Tích lũy (1/1/2023-1/6/2023): Trong giai đoạn này, Chính phủ thảo luận và ban hành nhiều chính sách mới nhằm tháo gỡ vướng mắc trên thị trường Bất động sản và TPDN và hỗ trợ nền kinh tế quay lại quỹ đạo tăng trưởng.
- Giai đoạn 2 – Bứt phá (2/6/2023-6/9/2023): Các chính sách hỗ trợ dẫn thẩm thấu và FED tạm dừng nâng lãi suất.
- Giai đoạn 3 – Điều chỉnh trở lại (7/9/2023-31/10/2023): Dữ liệu kinh tế trong nước kém tích cực, biến động tăng của tỷ giá, NHNN hút tiền qua kênh tín phiếu cùng áp lực bán kỹ thuật từ nhóm cổ phiếu họ Vingroup.
- Giai đoạn 4 – Hồi phục (1/11/2023-29/12/2023): Cân bằng trở lại sau giai đoạn quá bán trên nền định giá được chiết khấu hấp dẫn.

Tích lũy (01/01 – 01/06)	Bứt phá (02/06 – 06/09)	Điều chỉnh (07/09 – 31/10)	Hồi phục (01/11 – 29/12)
<b>Đề xuất, thảo luận và ban hành chính sách</b> <ol style="list-style-type: none"> <li>FED nâng lãi suất thêm 25bps</li> <li>NĐ 08: Cho phép kéo dài kỳ hạn TPDN</li> <li>NQ 33: Tháo gỡ khó khăn trên thị trường BĐS</li> <li>SVB phá sản</li> <li>Thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công</li> <li>NHNN giảm lãi suất tái chiết khấu 100bps</li> <li>FED nâng lãi suất thêm 25bps</li> <li>NHNN giảm lãi suất tái cấp vốn và trần lãi suất huy động 50bps</li> <li>TT 02 &amp; NĐ 03: Cơ cấu thời hạn trả nợ; Cho phép Ngân hàng mua lại TPDN</li> <li>FED nâng lãi suất thêm 25bps</li> <li>NHNN giảm lãi suất tái cấp vốn và trần lãi suất huy động 50bps</li> </ol>	<b>Thăm thâu chính sách</b> <ol style="list-style-type: none"> <li>FED giữ nguyên lãi suất</li> <li>NHNN giảm lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn 50bps và giảm trần lãi suất huy động 25bps</li> <li>Giảm thuế VAT 2%</li> <li>TT 10/2023/TT – NHNN: Ngưng hiệu lực một số điều khoản thuộc TT39/2016/TT-NHNN</li> </ol>	<b>Phản ánh khó khăn từ nội tại</b> <ol style="list-style-type: none"> <li>Việt - Mỹ nâng cấp mối quan hệ đối tác toàn diện</li> <li>NHNN phát hành tín phiếu để hấp thụ thanh khoản dư thừa trên thị trường liên ngân hàng</li> </ol> <b>Biến số trên thế giới</b> <ol style="list-style-type: none"> <li>Chiến tranh Hamas – Israel</li> </ol>	<b>Cân bằng trở lại</b> <ol style="list-style-type: none"> <li>FED tiếp tục giữ nguyên lãi suất trong 2 kỳ họp tháng 11 và 12</li> <li>Kỳ họp Quốc hội</li> </ol>



**Dòng tiền nước ngoài đảo chiều sau kết quả nổi bật trong 2022 trong khi dòng tiền cá nhân ưa chuộng nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ**

Sau khi mua mạnh 1,24 tỷ USD vào năm 2022, nhà đầu tư nước ngoài vẫn duy trì tích cực trong Q1/2023. Tuy nhiên, bức tranh đảo chiều đáng kể kể từ Q2/2023 khi áp lực bán gia tăng về cuối năm. Tổng cộng, nhà đầu tư nước ngoài đã bán ròng 940 triệu USD vào năm 2023 (chủ yếu trong Q4). Các quỹ ETF cũng đảo chiều rút ròng 65 triệu USD trong 2023, sau 6 năm liên tiếp vào ròng.

Trong bối cảnh đó, nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ là lựa chọn của các nhà đầu tư cá nhân. Năm 2023, chỉ số VNMidcap và VNSmallcap tăng +32,2% svck và +28,9% svck, so với mức tăng khiêm tốn +12,6% của VN30. Tăng trưởng mạnh mẽ của nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ có thể do thị trường đã giảm sâu trong 2022 (VNMidcap -41,4% svck, VNSmallcap -51% svck, VN30 -34,5% svck). Ngoài ra, tỷ lệ nhà đầu tư cá nhân ở mức cao (92,2% tổng giá trị giao dịch) thúc đẩy nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ tăng trong giai đoạn thị trường tăng giá. Một số cổ phiếu blue chips có kết quả kém vượt trội do một số vấn đề riêng, đã tác động nhất định đến chỉ số VN30.

Theo ngành, Chứng khoán (+69,4% svck), Vật liệu (+42,9% svck), Hóa chất (+37,6% svck), Dầu khí (+36% svck) và CNTT (+43,2% svck) là những ngành tăng trưởng mạnh mẽ nhất.

## Triển vọng Thị trường Việt Nam năm 2024

Thị trường chứng khoán (TTCK) thường chịu ảnh hưởng bởi cả dòng tiền và các yếu tố cơ bản. Vận động giữa dòng tiền và yếu tố cơ bản có thể dẫn tới những phản ứng khác nhau của TTCK trong năm 2024.

**Về các yếu tố cơ bản có thể ảnh hưởng tới thị trường**, do năm 2023 là một năm có nhiều biện pháp giúp “tri hoãn thời gian” chờ thị trường bất động sản (BDS) và tài chính trở lại trạng thái bình thường, một sự hồi phục đang được kỳ vọng để giúp hệ thống tài chính có thể tránh được những thách thức lớn trong năm 2024. Chúng tôi tin rằng nhiều khả năng phục hồi kinh tế sẽ diễn ra rõ nét hơn vào nửa cuối năm 2024, với xuất khẩu tăng nhờ lãi suất toàn cầu giảm và niềm tin người tiêu dùng dần quay lại. Trong nước, tâm điểm chính vẫn sẽ là sự phục hồi của ngành BDS trong bối cảnh các doanh nghiệp BDS đang cần phải nhanh chóng giải quyết các vấn đề pháp lý của dự án và tỷ lệ cho vay BDS hiện vẫn ở mức cao. Nếu như thanh khoản tại thị trường BDS và trái phiếu doanh nghiệp không phục hồi nhanh, niềm tin người tiêu dùng sẽ bị ảnh hưởng.

Những điểm nhấn chính của ngành BDS trong năm 2023 có thể kể tới: (1) Việc giải quyết các vấn đề pháp lý của các dự án BDS hiện hữu còn tương đối chậm và (2) Một số quy định mới quan trọng (Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật Tài sản) vừa được Quốc Hội thông qua nhằm mục đích tăng cường bảo vệ quyền lợi người mua nhà và lành mạnh hóa thị trường. Năm 2024, nếu như vấn đề pháp lý của các dự án hiện hữu không được giải quyết sớm, chúng tôi dự báo hoạt động M&A sẽ tăng mạnh và tập trung vào các dự án đã đủ tính pháp lý. Nguồn cung ước tính do vậy sẽ có thể cải thiện tích cực từ mức nền thấp trong 2023. Thanh khoản thị trường tiếp tục cải thiện đối với phân khúc tầm trung tại các thành phố lớn, nơi đang gặp tình trạng thiếu cung lớn mặc dù tốc độ cải thiện có thể chậm do giá bán vẫn ở mức cao. Mặt khác, dòng bất động sản nghỉ dưỡng có thể tiếp tục gặp nhiều thách thức. Về cơ bản, nguồn vốn huy động từ bán dự án đủ tính pháp lý có thể giúp các công ty BDS có thêm thời gian cho đến khi giải quyết xong vấn đề pháp lý cho các dự án còn vướng mắc. Chúng tôi dự báo sự phục hồi của thị trường BDS sẽ phân hóa giữa các phân khúc và cần thêm thời gian để có thể tiến đến phục hồi hoàn toàn. Các công ty BDS có sức khỏe tài chính tốt mới có thể vượt qua thách thức trong 2024. Tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng có thể đạt mức cao nhất trong Q3/2024 sau đó giảm trở lại theo kịch bản cơ sở của chúng tôi.

Triển vọng ngành BDS và ngân hàng như vậy có thể chưa thuận lợi ngay trong năm 2024. Quá trình phục hồi kỳ vọng diễn ra từ từ, chưa kể một số yếu tố cần theo dõi chặt chẽ bao gồm dự thảo thuế đất hiện đang được Bộ Tài chính xây dựng sẽ có tác động lớn đến nhu cầu BĐS. Những yếu tố cần theo dõi chặt chẽ khác bao gồm tình hình địa chính trị trên thế giới và các chính sách hỗ trợ phục hồi kinh tế trong nước.

**Về mặt dòng tiền**, lãi suất thấp kỷ lục sẽ là động lực tăng trưởng chính, đặc biệt đối với nhà đầu tư cá nhân. Tiền gửi tại ngân hàng vẫn đang tiếp tục tăng do các kênh đầu tư khác khá hạn chế (giá vàng đã tăng đáng kể, trong khi ngành BDS và TPDN cần nhiều thời gian để hồi phục). Dòng vốn này có thể quay lại TTCK trong các giai đoạn của năm 2024. Do nhà đầu tư cá nhân chiếm tới 92,2% khối lượng giao dịch trung bình ngày toàn thị trường năm 2023, chúng tôi dự đoán VNIndex sẽ có một số bước nhảy vọt trong năm 2024 nhờ dòng vốn này.

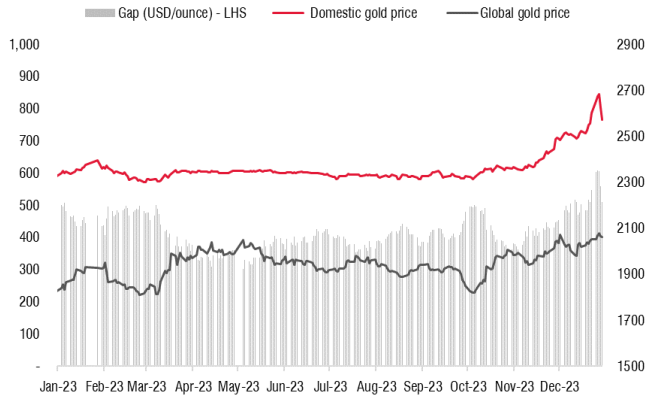
Mặc dù nhà đầu tư nước ngoài đã có một năm rút ròng trong năm 2023, chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ đảo chiều trong năm 2024 theo sau động thái hạ dần lãi suất của Fed và cơ hội thị trường chứng khoán Việt Nam được FTSE Russell nâng hạng trong 2024-2025. Việc nâng hạng lên Thị trường mới nổi là sự kiện nhà đầu tư đã mong chờ từ lâu. Mặc dù dòng vốn vào của NĐTNN có thể chưa hồi phục ngay lập tức nhưng ít nhất chúng tôi kỳ vọng áp lực bán của khối ngoại sẽ không còn mạnh mẽ như năm trước.

Tăng trưởng lợi nhuận năm 2024 của 83 cổ phiếu trong phạm vi nghiên cứu của SSI Research ước tính đạt 15,3% svck so với mức giảm 5,6% svck của năm trước. Mặc dù tăng trưởng 2024 không phải quá mạnh mẽ, chúng tôi kỳ vọng một số ngành sẽ phục hồi đáng kể (tăng trưởng LNST ở mức lớn hơn 30% svck), bao gồm Thép, Bán lẻ và Chứng khoán nổi bật so với các ngành khác. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng có quan điểm tích cực về ngành CNTT và BDS KCN dựa trên tiềm năng tăng trưởng dài hạn. PE 2024 của thị trường ở mức 10,6 lần tại ngày 6/2/2024.

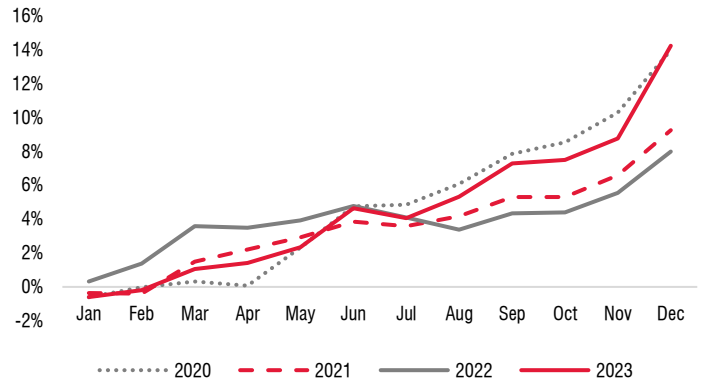
Tóm lại, chúng tôi cho rằng cả dòng vốn NĐT cá nhân và nước ngoài đều thuận lợi cho thị trường chứng khoán trong năm nay, trong khi nền tảng cơ bản vẫn còn quan ngại về một số yếu tố cần theo dõi nói trên. Năm 2024 dự kiến là một năm biến động mạnh, với sự phục hồi mạnh có thể nổi tiếp ngay sau điều chỉnh sâu. Chúng tôi khuyến nghị mua khi thị trường điều chỉnh mạnh. SSI Research cho rằng giá trị hợp lý cho VNIndex cuối

năm 2024 là 1.300 điểm mặc dù trong năm có thể có những thời điểm thị trường vượt được ngưỡng này. Về các chủ điểm đầu tư của năm, chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận sẽ là động lực chính giúp cổ phiếu tăng vượt trội trong năm nay. Bên cạnh đó, trong bối cảnh lãi suất thấp kỷ lục, tỷ suất cổ tức cao đang trở thành một yếu tố hấp dẫn.

**Biểu đồ 1: Giá vàng trong nước và thế giới**



**Biểu đồ 2: Tăng trưởng huy động từ đầu năm (%)**



Nguồn: Bloomberg, Fiiipro

Nguồn: NHNN

**Bảng 1: Tăng trưởng ngành và định giá**

Ngành	Tăng trưởng doanh thu				Tăng trưởng NPATMI				P/E				P/B			
	2021	2022	2023	2024F	2021	2022	2023	2024F	2021	2022	2023	2024F	2021	2022	2023	2024F
Hàng tiêu dùng không thiết yếu	19,8%	18,1%	-9,5%	11,5%	18,3%	14,8%	-42,4%	43,4%	15,5	11,0	19,0	14,1	3,6	2,5	2,4	2,3
Hàng tiêu dùng thiết yếu	8,1%	3,3%	-2,4%	10,0%	27,8%	-17,7%	-21,4%	18,1%	20,0	19,9	21,2	17,3	4,1	3,4	2,7	2,5
Năng lượng	34,4%	60,8%	-9,4%	-1,3%	160,9%	66,5%	-22,3%	-8,1%	18,3	9,3	12,5	13,6	2,4	1,7	1,7	1,6
Tài chính	n.a	n.a	n.a	n.a	32,1%	29,4%	5,4%	15,9%	12,8	7,7	8,9	8,4	2,2	1,4	1,4	1,4
Chăm sóc sức khỏe	10,8%	12,3%	6,8%	8,0%	13,4%	15,0%	10,7%	8,4%	18,6	14,2	14,2	13,1	2,9	2,2	2,1	1,8
Công nghiệp	10,0%	32,0%	2,3%	12,3%	2,9%	179,0%	15,1%	11,2%	57,0	18,7	15,2	15,3	4,1	3,2	2,7	2,5
Công nghệ Thông tin	19,1%	23,8%	19,7%	17,4%	23,6%	22,1%	21,5%	22,8%	19,6	15,7	19,0	15,4	4,1	3,3	4,1	3,3
Nguyên vật liệu	67,1%	-3,7%	-18,9%	8,2%	151,4%	-50,8%	-44,4%	51,2%	6,6	7,4	19,4	12,7	2,3	1,1	1,6	1,4
Bất động sản	17,4%	-19,6%	52,1%	3,7%	11,0%	7,3%	-0,5%	10,9%	22,3	13,1	12,2	10,8	2,5	1,6	1,3	1,2
Dịch vụ tiện ích	-4,5%	11,9%	-6,9%	-14,6%	-8,7%	8,0%	-45,1%	-32,2%	18,3	11,7	23,5	35,5	1,4	0,9	1,0	1,0
<b>Tổng/ Trung bình</b>	<b>26,4%</b>	<b>16,5%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>5,0%</b>	<b>41,1%</b>	<b>12,3%</b>	<b>-5,6%</b>	<b>15,3%</b>	<b>15,1</b>	<b>10,1</b>	<b>11,7</b>	<b>10,6</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
Tổng nếu không gồm ngành Tài chính	26,4%	16,5%	-1,3%	5,0%	49,2%	-1,4%	-17,1%	14,5%	17,0	12,7	15,4	13,5	2,8	1,9	1,8	1,7
VN30 (trong phạm vi nghiên cứu của SSI)	21,3%	12,3%	3,0%	5,5%	32,8%	7,8%	-1,0%	16,2%	14,9	10,5	11,4	10,2	2,6	1,7	1,6	1,5

Nguồn: SSI Research

Bảng 2: Danh sách cổ phiếu khuyến nghị năm 2024

STT	Mã	% Tăng giá		Giá mục tiêu (VND)		Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	
1	FMC	24,4%	55.500	44.600	15,7%	-10,7%	31,5%	7,0	10,7	8,0	15,2%	13,5%	15,3%	6,2%	4,4%	4,5%	
2	VNM	22,4%	82.000	67.000	-19,1%	4,2%	12,1%	21,0	17,8	15,8	26,1%	25,8%	28,3%	3,8%	5,7%	6,0%	
3	STB	12,7%	33.700	29.900	47,8%	53,1%	19,8%	8,4	6,8	7,6	13,0%	16,9%	17,3%	0,0%	0,0%	0,0%	
4	PLX	17,9%	40.800	34.600	-48,9%	94,0%	18,7%	30,6	16,3	13,6	6,8%	10,5%	11,5%	2,2%	4,3%	4,3%	
5	VCB	17,5%	104.000	88.500	35,9%	10,5%	13,1%	13,7	13,6	15,4	22,1%	19,6%	18,6%	0,0%	0,0%	0,0%	
6	SCS	16,4%	80.800	69.400	14,6%	-22,9%	32,6%	11,5	13,9	12,1	48,2%	34,2%	42,3%	8,0%	6,5%	7,2%	
7	FPT	14,1%	109.200	95.700	22,4%	21,9%	23,5%	17,4	20,6	16,7	25,6%	26,0%	24,9%	2,6%	2,1%	2,1%	
8	CTR	12,2%	102.400	91.300	18,0%	16,6%	14,0%	13,0	20,3	21,0	27,3%	25,9%	25,3%	2,0%	1,1%	1,1%	
9	IDC	10,8%	58.700	53.000	289,1%	-21,2%	34,7%	5,7	12,3	9,9	33,5%	26,7%	41,5%	12,6%	7,7%	7,5%	
10	PVD	10,7%	30.500	27.550	-626,5%	n.m	57,9%	-71,4	35,2	17,6	-1,1%	3,6%	6,2%	0,0%	0,0%	0,0%	
11	DPM	10,5%	36.200	32.750	78,5%	-90,4%	107,1%	3,1	31,3	12,5	39,8%	4,7%	8,4%	16,3%	12,0%	9,2%	
12	HPG	8,1%	30.000	27.750	-75,4%	-19,4%	63,6%	12,4	23,8	14,4	8,8%	6,6%	9,9%	2,8%	0,0%	0,0%	
13	PVT	7,9%	28.000	25.950	29,9%	14,3%	13,1%	8,8	8,7	8,2	14,4%	13,7%	14,2%	1,4%	3,8%	3,9%	
14	ACB	6,8%	27.500	25.750	42,5%	17,2%	14,8%	5,5	5,8	5,5	23,4%	22,6%	20,6%	4,6%	0,0%	0,0%	
15	BID	5,9%	50.500	47.700	72,3%	18,7%	15,7%	12,4	11,5	13,6	17,7%	17,9%	18,3%	0,0%	0,0%	0,0%	
16	NLG	5,5%	40.600	38.500	-48,1%	-13,0%	114,0%	23,0	30,9	15,4	6,5%	5,9%	10,8%	1,6%	1,3%	0,0%	
17	PNJ	5,1%	96.200	91.500	76,0%	8,9%	10,2%	17,2	15,8	15,2	21,4%	20,1%	18,2%	1,3%	2,3%	2,2%	
18	HSG	6,6%	24.400	22.900	-94,2%	-88,0%	2349,0%	35,2	411	19,2	2,3%	0,3%	6,6%	0,0%	0,0%	0,0%	

Nguồn: SSI Research



Bảng 3: Danh sách cổ phiếu theo dõi &amp; tăng trưởng NPATMI 2024 &gt; 30%

STT	Mã	% Tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F
1	VRE	39,4%	31.300	22.450	111,2%	58,8%	1,5%	21,5	12,0	11,40	8,3%	11,7%	10,6%	0,0%	0,0%	0,0%
2	BCM	35,8%	88.700	65.300	16,1%	44,9%	39,6%	54,4	28,5	19,6	9,6%	12,1%	19,2%	1,0%	1,3%	1,6%
3	IMP	24,4%	76.000	61.100	18,2%	34,0%	14,4%	20,4	15,6	12,5	11,8%	14,4%	14,3%	1,7%	1,8%	0,0%
4	HAH	23,7%	46.000	37.200	84,5%	-53,2%	1,5%	2,9	11,2	10,5	36,1%	11,7%	12,0%	3,1%	0,0%	0,0%
5	HAX	17,9%	16.500	14.000	49,5%	-85,6%	177,5%	3,9	37,1	13,6	24,7%	3,2%	7,5%	3,1%	0,0%	0,0%
6	MSN	15,2%	74.200	64.400	-58,3%	-88,3%	177,3%	37,0	227,9	78,9	13,0%	4,9%	7,7%	0,9%	1,8%	2,9%
7	NTC	14,8%	237.600	207.000	-12,8%	16,9%	82,2%	10,6	15,5	9,1	35,9%	31,2%	49,2%	7,1%	1,6%	0,0%
8	CTD	14,4%	77.250	67.500	-13,7%	151,1%	398,1%	117,5	96,8	19,2	0,3%	0,6%	3,0%	0,0%	0,0%	7,6%
9	QNS	14,1%	52.500	46.000	2,6%	70,2%	5,1%	8,5	6,4	6,1	17,2%	25,5%	23,4%	8,4%	7,6%	0,0%
10	ACV	13,2%	87.600	77.400	797,0%	20,9%	26,0%	29,7	19,6	17,3	16,2%	17,0%	17,6%	0,0%	0,0%	4,0%
11	VLB	11,8%	40.700	36.400	-100,0%	n.m	19,0%	n.m	13,6	11,4	-4,0%	23,0%	24,1%	0,0%	4,0%	0,0%
12	HHV	11,4%	17.150	15.400	-1,8%	21,2%	1,7%	9,6	15,85	17,36	3,7%	4,2%	4,0%	0,0%	0,0%	1,6%
13	DGC	10,8%	100.200	90.400	133,1%	-44,1%	29,0%	4,2	11,6	9,0	70,4%	26,7%	28,6%	6,8%	1,6%	3,3%
14	ANV	7,7%	32.250	29.950	423,3%	-93,8%	218,6%	4,3	98,1	29,9	23,4%	1,5%	4,5%	4,4%	3,2%	3,2%
15	BWE	7,0%	45.700	42.700	-1,0%	-12,0%	8,0%	13,4	14,8	13,7	16,0%	13,0%	13,2%	3,3%	3,3%	1,1%
16	MWG	6,2%	47.800	45.000	-16,3%	-95,9%	1257,7%	15,3	372,2	28,9	17,1%	0,7%	9,0%	1,2%	1,2%	0,0%
17	PC1	6,0%	31.700	29.900	-33,8%	-70,3%	143,1%	13,3	72,9	28,0	7,5%	4,1%	8,9%	0,0%	0,0%	6,3%
18	DCM	5,8%	33.500	31.650	136,7%	-74,3%	86,8%	3,4	17,5	8,1	40,7%	11,1%	18,3%	11,3%	7,7%	1,5%
19	GMD	5,7%	72.000	68.100	62,4%	123,5%	-45,7%	15,0	9,9	18,5	14,6%	25,8%	13,0%	4,4%	2,8%	2,5%
20	AST	5,6%	60.700	57.500	n.m	399,3%	28,1%	115,2	20,4	18,0	7,4%	25,6%	22,5%	0,0%	1,8%	9,0%
21	DHA	2,8%	52.100	50.700	-43,0%	84,0%	12,0%	14,2	7,8	6,9	11,0%	22,0%	23,8%	5,9%	9,0%	0,0%
22	CTG	2,2%	32.300	31.600	19,1%	19,2%	18,0%	7,8	N.a	8,9	15,6%	15,8%	16,2%	0,0%	36,9%	0,4%
23	FRT	2,1%	117.000	114.600	-12,0%	-188,5%	n.m	20,9	-42,2	39,2	19,4%	-19,1%	20,1%	0,7%	0,5%	0,0%
24	MBB	1,6%	22.100	21.750	37,7%	18,3%	14,0%	4,4	4,7	5,1	22,8%	21,8%	22,0%	2,9%	0,0%	3,1%
25	VHC	1,3%	64.500	63.700	79,7%	-54,6%	38,3%	6,8	15,2	9,4	26,2%	11,1%	13,2%	2,9%	0,0%	5,0%
26	TCM	1,2%	40.700	40.200	96,0%	-52,8%	80,6%	18,3	33,2	13,8	14,2%	6,7%	11,9%	1,3%	4,9%	0,0%
27	NKG	1,2%	24.500	24.200	-105,6%	n.m	142,3%	-25,8	55,3	22,4	-2,3%	2,2%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%
28	TCB	-0,1%	34.500	34.550	11,6%	-10,7%	16,8%	4,5	6,2	5,8	18,0%	13,8%	14,0%	5,8%	0,0%	0,0%
29	VTP	-2,7%	64.500	66.300	-13,3%	48,2%	20,2%	13,7	21,4	19,1	18,5%	24,0%	25,7%	4,3%	2,6%	2,3%
30	STK	-3,6%	26.900	27.900	-13,0%	-64,0%	22,5%	8,2	25,9	24,6	15,7%	5,4%	6,2%	0,0%	0,0%	3,8%
31	TNG	-4,0%	19.300	20.100	25,9%	-22,9%	27,9%	4,6	10,7	8,3	18,8%	12,8%	14,8%	6,0%	3,8%	0,0%
32	HT1	-10,0%	11.300	12.550	-30,6%	-93,4%	538,4%	15,3	272,7	44,3	5,0%	0,4%	2,1%	3,9%	0,0%	2,3%
33	VCG	N.a	N.a	25.550	98,5%	-51,7%	N.a	8,6	38,3	N.a	9,4%	3,3%	N.a	0,0%	0,0%	0,0%
34	TAL	N.a	N.a	22.500	203,2%	37,4%	18,3%	N.a	N.a	11,5	9,8%	12,2%	13,2%	0,0%	0,9%	0,0%
35	DBC	N.a	N.a	26.350	-99,4%	381,4%	779,9%	671,4	266,0	29,0	0,1%	0,5%	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: SSI Research

**Bảng 4: Danh sách cổ phiếu có tỷ suất cổ tức cao**

	<b>Mã</b>	<b>Tỷ suất cổ tức (2023)</b>
1	VEA	13%
2	DPM	12%
3	SJD	12%
4	BMP	10%
5	VRG	10%
6	NCT	9%
7	DVP	9%
8	ICT	9%
9	TTN	8%
10	QNS	8%
11	DCM	8%
12	IDC	7%

Nguồn: SSI Research

## TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2024

---

	Ngành	Phân ngành	Triển vọng 2024	Cổ phiếu ưa thích	Cổ phiếu theo dõi
1	Tiêu dùng không thiết yếu	Ô tô/Xe máy	Trung lập		HAX
2	Tiêu dùng không thiết yếu	Bán lẻ	Tích cực	PNJ	MWG, FRT
3	Tiêu dùng không thiết yếu	Dệt may	Tích cực		STK, TNG
4	Tiêu dùng thiết yếu	Thực phẩm & Đồ uống	Trung lập	VNM	QNS, MSN
5	Tiêu dùng thiết yếu	Thủy sản	Tích cực	FMC	VHC
6	Năng lượng	Dầu khí	Trung lập	PLX, PVD	
7	Tài chính	Ngân hàng	Trung lập	VCB, ACB, BID, STB	CTG, TCB, MBB
8	Tài chính	Chứng khoán	Tích cực		
9	Tài chính	Bảo hiểm	Kém Tích cực		
10	Chăm sóc sức khỏe	Y tế/Dược phẩm	Kém Tích cực		IMP
11	Công nghiệp	Hàng không	Tích cực		ACV, AST
12	Công nghiệp	Xây dựng	Trung lập		CTD, HHV, VCG
13	Công nghiệp	Cảng biển & Logistics	Tích cực	PVT, SCS	GMD, HAH, VTP
14	Công nghệ thông tin	CNTT/Viễn thông	Tích cực	FPT, CTR	
15	Nguyên vật liệu	Xi măng	Tích cực		HT1
16	Nguyên vật liệu	Đá Xây dựng	Tích cực		DHA, VLB
17	Nguyên vật liệu	Phân bón	Tích cực	DPM	DCM, DGC
18	Nguyên vật liệu	Thép	Tích cực	HPG, HSG	NKG
19	Bất động sản	Bất động sản KCN	Tích cực	IDC	NTC
20	Bất động sản	Bất động sản nhà ở	Trung lập	NLG	TAL
21	Tiện ích	Điện	Trung lập		PC1
22	Tiện ích	Nước	Kém Tích cực		BWE

Nguồn: SSI Research

## Hàng tiêu dùng không thiết yếu - Ô tô: Giai đoạn khó khăn nhất đã qua

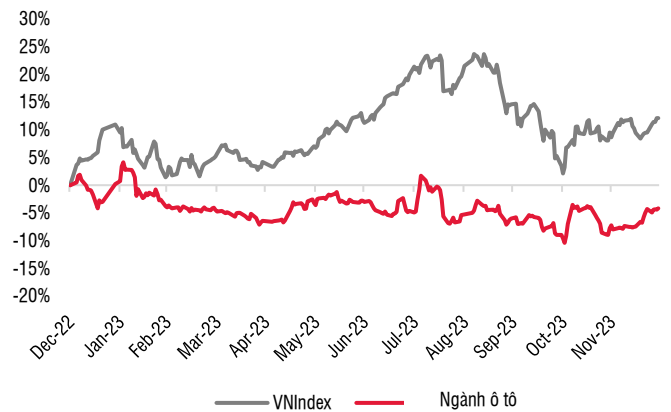
Triển vọng 2024: Trung lập

Cổ phiếu theo dõi: HAX.

### Trong năm 2023, cổ phiếu ngành Ô tô diễn biến kém hơn so với chỉ số VNIndex

Trong năm 2023, giá cổ phiếu ngành Ô tô giảm 4% svck, thấp hơn so với mức tăng 12% của chỉ số VNIndex. Bất chấp các biện pháp hỗ trợ kích cầu từ cả chính phủ và các đại lý phân phối, doanh số bán hàng vẫn thấp do người tiêu dùng trì hoãn mua ô tô trong thời điểm kinh tế khó khăn. Theo chúng tôi ước tính, doanh số bán ô tô và xe máy mới trong năm 2023 có sự sụt giảm lần lượt 25% và 17% svck. Trong số các cổ phiếu ngành Ô tô, cổ phiếu có diễn biến tốt nhất là CTCP Ô tô TMT (HOSE: TMT), do có nhiều kỳ vọng tích cực về việc TMT hợp tác với liên doanh GM-SAIC-Wuling để lắp ráp mẫu ô tô điện giá rẻ của Trung Quốc tại Việt Nam. Cổ phiếu Savico (HOSE: SVC) có diễn biến giá kém hấp dẫn nhất (giảm 48% svck) sau khi được Tasco (HNX: HUT) mua lại. Giá cổ phiếu doanh nghiệp đầu ngành là Tổng Công ty Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam – CTCP (UPCOM: VEA) vẫn đứng khá vững vàng, với mức giảm chỉ 2% svck.

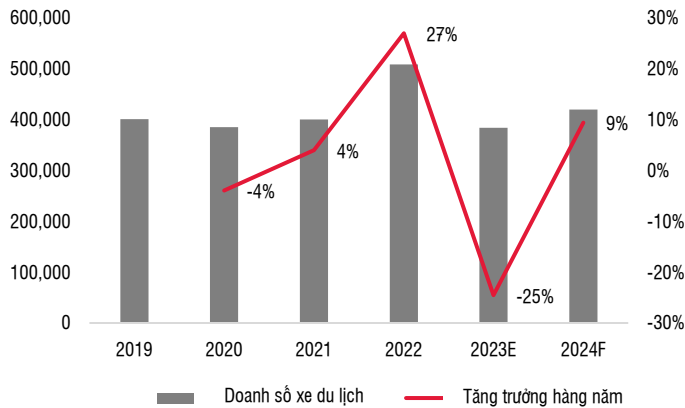
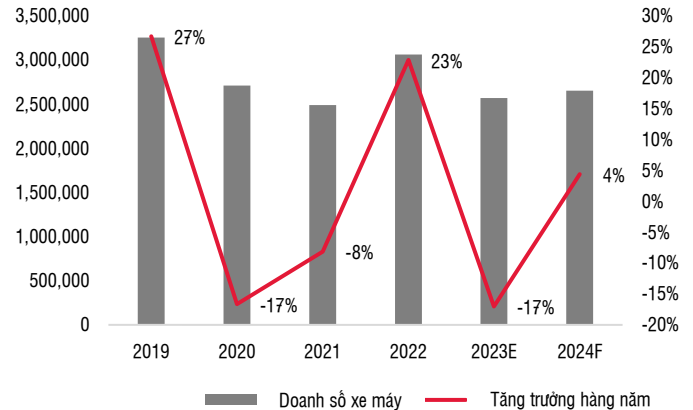
Biểu đồ 1: Diễn biến ngành trong năm 2023



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Triển vọng năm 2024: TRUNG LẬP

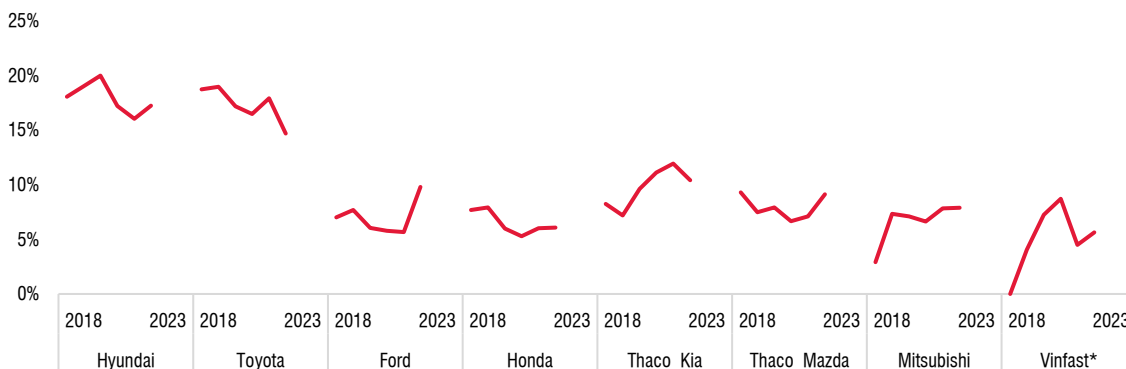
**Thị trường sẽ phục hồi với tốc độ chậm.** Chúng tôi nhận thấy sản lượng tiêu thụ trong Q4/2023 có mức giảm ít hơn so với đầu năm do bên bán thực hiện nhiều chương trình khuyến mãi để giảm mức tồn kho của năm cũ. Chúng tôi đánh giá thị trường vẫn sẽ khó khăn trong nửa đầu năm 2024 do nhu cầu tiêu dùng vẫn còn yếu và người mua có tâm lý chờ đợi các mẫu xe mới, nhưng nhìn chung cả năm 2024 thị trường dự kiến sẽ phục hồi cả về số lượng và giá trị (nhờ một số động lực như sự phục hồi kinh tế vào nửa cuối năm, các mẫu xe mới ra mắt, tình trạng thiếu chip cho xe ô tô được giải quyết, cũng như lãi suất cho vay ở mức hấp dẫn hơn so với 2023). Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng doanh số ô tô và xe máy mới trong năm 2024 lần lượt là 9% svck và 4% svck.

**Biểu đồ 2: Chúng tôi dự đoán doanh số xe du lịch tăng khoảng 9% trong năm 2024****Biểu đồ 3: ...Trong khi đó, doanh số xe máy năm 2024 chỉ tăng trưởng khiêm tốn ở mức 4% dù có mức nền 2023 thấp**

Nguồn: VAMA, SSI Research

Nguồn: VAMM, SSI Research

**Cạnh tranh khốc liệt để giành thị phần.** Những doanh nghiệp sản xuất dẫn đầu về thị phần năm 2022 như Toyota, Honda ghi nhận thị phần giảm trong năm 2023 trong khi những doanh nghiệp nhỏ hơn (Ford, Kia, Mazda, Mitsubishi) tăng trưởng nhờ chiến lược giá tốt hơn. Thêm vào đó, các doanh nghiệp sản xuất Trung Quốc cũng đang đưa nhiều thương hiệu vào Việt Nam (Lynk&Co, Haima, MG) và mở nhà máy lắp ráp bắt đầu hoạt động từ năm 2023 (Wuling, Chery). Nguồn lợi nhuận dồi dào từ công ty liên kết của VEA có thể sẽ bị đe dọa nếu các liên doanh Toyota, Honda không có chiến lược tốt để ngăn chặn việc giảm thị phần.

**Biểu đồ 4: Ford và Mazda giành được nhiều thị phần hơn trong năm 2023 (Đơn vị: %, tính trên thị trường xe ô tô du lịch)**

Nguồn: VAMA, SSI Research

**Thị trường xe điện tuy nhỏ nhưng cho thấy tiềm năng tăng trưởng.** Xe điện đã trở nên phổ biến hơn ở Việt Nam (ước tính chiếm 6% doanh số tiêu thụ xe du lịch trong 2023) nhờ những nỗ lực của Vinfast – doanh nghiệp sản xuất xe điện Việt Nam. Theo BMI Research, sản lượng tiêu thụ xe điện trong ngành Ô tô sẽ ghi nhận mức tăng trưởng kép tới 26% trong giai đoạn 2023-2032, tương đương với sản lượng tiêu thụ hàng năm đạt 65 nghìn xe vào năm 2032. Mặc dù đánh giá tích cực với mảng xe điện, nhưng chúng tôi vẫn lưu ý những điểm yếu của xe điện so với xe xăng truyền thống trong mắt người tiêu dùng Việt Nam (giá cả và mức dễ dàng khi mua bán lại, phạm vi hoạt động trong 1 lần sạc, cơ sở hạ tầng trạm sạc ít và thiếu trung tâm dịch vụ sửa chữa). Chúng tôi cho rằng để nhu cầu tăng mạnh hơn thì chính phủ sẽ phải ban hành nhiều chính sách hỗ trợ hơn (bên cạnh

mức giảm 12% thuế tiêu thụ đặc biệt và miễn phí trước bạ đối với xe điện). Những doanh nghiệp tham gia lắp ráp (TMT) hoặc phân phối xe điện (HAX) sẽ là những doanh nghiệp được hưởng lợi trong tương lai.

**P/E sẽ giảm xuống mức hợp lý hơn khi lợi nhuận cải thiện.** Đối với những doanh nghiệp ghi nhận lãi rất ít hoặc lỗ trong năm 2023 như HAX, SVC, TMT, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2024 sẽ có mức tăng trưởng tốt hơn. Tuy nhiên, ngay cả khi phục hồi, P/E của các doanh nghiệp trong danh sách theo dõi của chúng tôi vẫn cao hơn mức P/E trung bình 5 năm. Cần có thêm các động lực khác như nhu cầu tiêu dùng phục hồi hoặc tăng trưởng thị phần rất mạnh mẽ, hay các chính sách hỗ trợ đặc biệt từ chính phủ để khiến các cổ phiếu trong ngành trở nên hấp dẫn hơn.

STT	Mã CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F
1	HAX	17,9%	16.500	14.000	49,5%	-85,6%	177,5%	3,9	37,1	13,6	24,7%	3,2%	7,5%	3,1%	3,6%	0,0%
2	VEA	-0,5%	36.500	36.700	32,1%	-17,9%	6,3%	7,1	7,3	7,4	30,4%	24,4%	23,9%	9,2%	0,0%	10,9%

Nguồn: SSI Research

## Cổ phiếu theo dõi: CTCP Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh (HAX: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 14.000 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 16.500 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ **Lãi suất cho vay mua ô tô giảm và các mẫu xe cao cấp mới của Mercedes-Benz sẽ góp phần tăng doanh số.** Do nhiều khách hàng của HAX không mua ô tô bằng 100% tiền mặt nên khi lãi suất trả góp giảm sẽ khuyến khích họ quay trở lại. Hơn nữa, trong 2024 Mercedes-Benz sẽ ra mắt nhiều mẫu xe cao cấp hơn, khách hàng của HAX có thêm lý do để nâng cấp xe trong năm nay.
  - ✓ **Tăng trưởng ở dòng xe phổ thông và xe điện.** HAX đang nỗ lực nhiều hơn trong việc phân phối ô tô mang thương hiệu MG, một thương hiệu đang bán khá tốt trên thị trường ô tô toàn cầu (tăng trưởng +61% svck trong Q1-Q3/2023, +67% svck trong năm 2022). Xe MG có giá bán phù hợp với nhiều mẫu mã và công nghệ, phù hợp với những người tiêu dùng có xu hướng tìm kiếm những chiếc xe mang lại nhiều giá trị trong cùng tầm giá. Mặc dù hiện doanh số của xe MG chưa đến 1% toàn thị trường theo ước tính của chúng tôi nhưng nhà phân phối trực tiếp của hãng (SAIC Motor Việt Nam) đã đặt mục tiêu đạt 12% thị phần trong vòng 5 năm tới. Ban giám đốc HAX cũng đặt kỳ vọng sẽ đạt được 30% thị phần của MG như đã làm được với Mercedes-Benz. Ngoài ra, HAX và các công ty con đang tham gia vào phân khúc xe điện với cả Mercedes-Benz và Vinfast. Nếu làm tốt mảng xe điện có thể đạt tốc độ tăng trưởng lớn hơn so với mảng xe xăng truyền thống.
  - ✓ **Lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh nhờ mức nền 2023 rất thấp.** Lợi nhuận năm 2023 đạt mức thấp kỷ lục trong nhiều năm là 34 tỷ đồng (giảm 83% svck) do doanh thu giảm mạnh và chi phí lãi vay cao. Chúng tôi kỳ vọng doanh số sẽ tăng mạnh hơn vào năm 2024, chi phí lãi vay thấp hơn do hàng tồn kho hiện tại giảm và các công ty con (đại lý ô tô phân phối thương hiệu MG và VinFast) bắt đầu có lãi. Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận năm 2024 sẽ phục hồi, đạt 96 tỷ đồng (tăng 159% svck). Cổ phiếu HAX hiện đang giao dịch ở mức P/E năm 2024 là 13x, vẫn cao hơn mức trung bình 5 năm là 8x.
- **Rủi ro:** Cạnh tranh gay gắt có thể làm giảm doanh số của HAX, hoặc kết quả kinh doanh của các công ty con kém hơn dự kiến.

**Bảng chỉ tiêu tài chính**

<b>Tỷ đồng</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>
Doanh thu thuần	5.153	5.570	5.551	6.775	3.982	4.772
<i>Tăng trưởng</i>	8,3%	8,1%	-0,3%	22,0%	-41,2%	19,8%
Lợi nhuận gộp	195	321	357	473	277	325
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	3,8%	5,8%	6,4%	7,0%	7,0%	6,8%
Thu nhập tài chính	0	3	1	24	1	0
Chi phí tài chính	-57	-41	-18	-29	-37	-33
SG&A	-169	-168	-166	-208	-221	-200
Thu nhập ròng khác	96	42	29	40	29	28
Lợi nhuận trước thuế	65	158	202	300	48	120
Lợi nhuận ròng	51	125	160	240	37	96
<i>Tăng trưởng LN ròng</i>	-48,5%	147,9%	27,5%	50,0%	-84,5%	159,4%
<i>Biên LN ròng</i>	1,0%	2,3%	2,9%	3,5%	0,9%	2,0%
EPS (VND)	1.386	3.397	3.233	4.204	370	1.027

Nguồn: SSI Research



## Hàng tiêu dùng không thiết yếu – Bán lẻ: Phục hồi từ đáy

Triển vọng 2024: Tích cực

Cổ phiếu ưa thích: PNJ. Cổ phiếu theo dõi: MWG, FRT

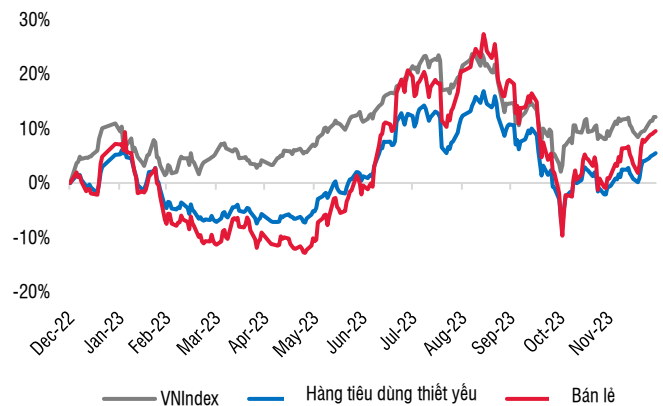
### Kết quả ngành 2023: Diễn biến kém khả quan so với chỉ số VNIndex do lợi nhuận yếu

Trong năm 2023, cổ phiếu ngành Bán lẻ có mức tăng 10% thấp hơn so mức tăng 12% của chỉ số VNIndex.

Cổ phiếu có diễn biến giá tích cực nhất là FRT với mức tăng 80% so với đầu năm. Tuy nhiên, FRT chịu khoản lỗ hợp nhất rất lớn trong năm 2023, mặc dù hiệu quả hoạt động của mảng dược phẩm cho thấy sự cải thiện liên tục về số cửa hàng mở mới và biên lợi nhuận. Cổ phiếu có diễn biến giá kém tích cực nhất là PNJ với mức giảm 2% so với đầu năm. Mặc dù PNJ ghi nhận kết quả kinh doanh tốt nhất trong năm 2023, nhưng giá cổ phiếu yếu trong năm 2023 là do ảnh hưởng từ mức nền giá vượt trội trong năm 2022 khi cổ phiếu PNJ tăng 15% trong khi chỉ số VNIndex giảm 24% trong năm 2022.

Vào đầu năm 2023, chúng tôi dự kiến lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ sẽ chậm đáy trong nửa đầu năm 2023 và sau đó phục hồi trong nửa cuối năm 2023. Đúng như kỳ vọng, lợi nhuận của doanh nghiệp bán lẻ thực sự đã chậm đáy trong nửa đầu năm 2023. Từ nửa cuối năm 2023, chúng tôi đã nâng khuyến nghị ngành lên KHẢ QUAN ([link](#)), theo đó, cổ phiếu bán lẻ có diễn biến khả quan hơn so với VNIndex mặc dù quá trình phục hồi lợi nhuận vẫn còn nhiều thách thức do thu nhập hộ gia đình yếu và quá trình giải phóng hàng tồn kho kéo dài hơn dự kiến.

Diễn biến ngành năm 2023



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Triển vọng năm 2024

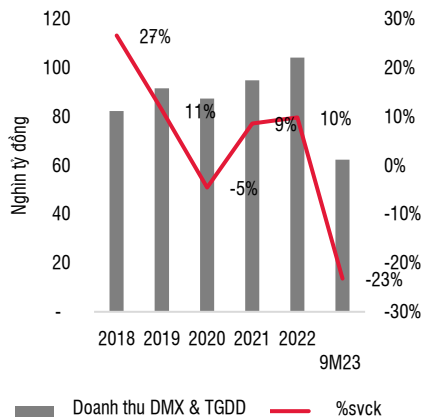
Chuỗi sản phẩm không thiết yếu (điện thoại & điện máy, trang sức):

- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của doanh nghiệp bán lẻ điện thoại & điện máy sẽ phục hồi 5% svck trong năm 2024 sau khi giảm mạnh khoảng 20%-25% svck trong năm 2023. Tương tự, chúng tôi kỳ vọng mức tiêu thụ trang sức sẽ tăng ở mức một chữ số thấp trong năm 2024, sau khi giảm khoảng 10% trong năm 2023. Đối với mảng điện thoại & điện máy và trang sức, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng mạnh hơn trong nửa đầu năm 2024 dựa trên mức nền so sánh thấp, nhưng mức tăng trưởng sẽ giảm dần trong nửa cuối năm 2024.

Sự hợp nhất thị trường đã diễn ra rõ ràng trong năm 2023 đối với trang sức có thương hiệu vốn vẫn còn dư địa để giành thêm thị phần từ trang sức không có thương hiệu (khoảng 50%-60% tổng nhu cầu). Do đó, các chuỗi trang sức có thương hiệu có thể đạt được kết quả cao hơn mức tăng trưởng của ngành trong năm 2024. Trong khi đó, do mức độ thâm nhập của thương mại hiện đại đối với chuỗi điện thoại & điện máy

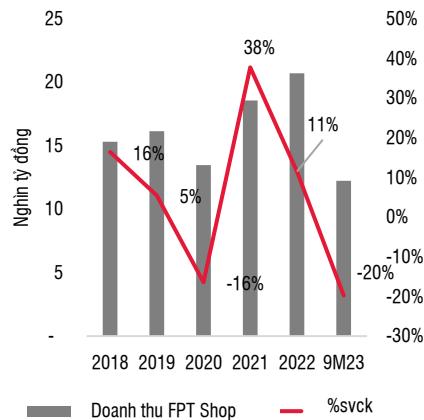
vốn đã cao (chiếm 75%-80% tổng nhu cầu), nên còn rất ít cơ hội để tiếp tục hợp nhất thị trường. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng doanh thu của chuỗi điện thoại & điện máy sẽ tương tự mức tăng trưởng của ngành.

### Doanh thu DMX & TGDD



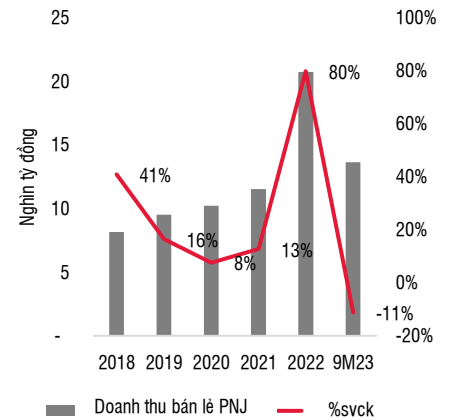
Nguồn: MWG, SSI Research

### Doanh thu FPT Shop



Nguồn: FRT, SSI Research

### Doanh thu bán lẻ của PNJ

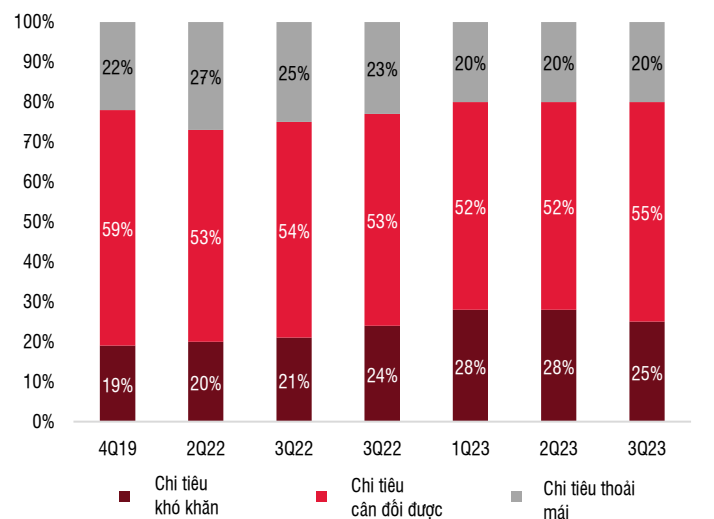


Nguồn: PNJ, SSI Research

- Chi tiêu không thiết yếu năm 2023 bị ảnh hưởng bởi điều kiện kinh tế vĩ mô yếu (chi phí vay cao, lạm phát cao, xuất khẩu trì trệ) và lượng tín dụng thấp tại các công ty tài chính tiêu dùng.

Môi trường kinh tế vĩ mô có thể vẫn còn nhiều thách thức trong năm 2024 nhưng một số khó khăn sẽ giảm bớt so với năm 2023, từ đó hỗ trợ phục hồi tiêu dùng. Lãi suất đã giảm đáng kể, với lãi suất vay và lãi suất huy động giảm lần lượt 200 điểm cơ bản và 450 điểm cơ bản so với mức đỉnh năm 2023. Lãi suất vay thấp hơn giúp làm giảm áp lực trả nợ vay mua nhà, tăng thu nhập khả dụng và gián tiếp hỗ trợ tiêu dùng. Chúng tôi dự báo xuất khẩu sẽ phục hồi 10% svck trong năm 2024, giúp thị trường lao động phục hồi. Tuy nhiên, xuất khẩu của các ngành sử dụng nhiều lao động như thủy sản, gỗ, dệt may dự kiến sẽ lấy lại đà tăng trưởng với tốc độ chậm hơn so với các ngành khác (điện tử và du lịch). Trong khi đó, lạm phát có thể vẫn là thách thức (3,8% vào năm 2024 so với 3,5% vào năm 2023) do học phí, viện phí và giá điện có thể tăng. Do đó, sự phục hồi trong tiêu dùng không thiết yếu có thể sẽ khá chậm, bất chấp môi trường lãi suất thấp và triển vọng xuất khẩu tốt hơn vào năm 2024.

### Góc nhìn của người tiêu dùng

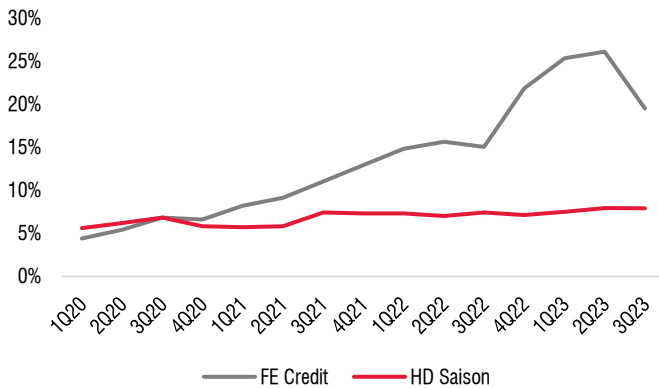


Nguồn: Kantar Worldpanel

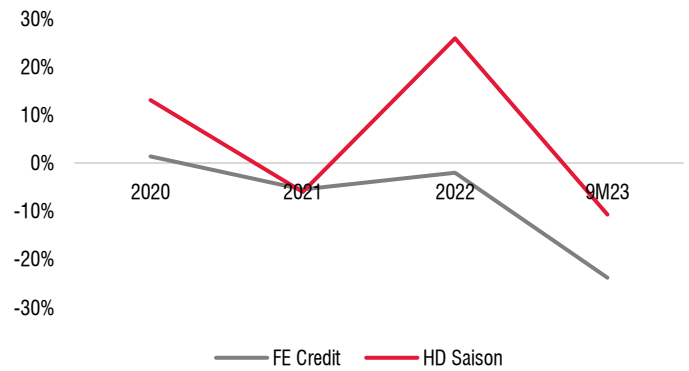
Tín dụng từ các công ty tài chính tiêu dùng ở mức thấp trong năm 2023 do: (1) kiểm soát chặt chẽ hoạt động thu hồi nợ của các công ty tài chính tiêu dùng; và (2) tỷ lệ vỡ nợ cao do tỷ lệ thất nghiệp gia tăng. Việc điều tra thu hồi nợ chủ yếu diễn ra trong nửa đầu năm 2023 và giảm dần từ nửa cuối năm 2023. Điều này tạo điều kiện cho các công ty tài chính tiêu dùng hoạt động nhiều hơn từ nửa cuối năm 2023. Tuy nhiên, trong bối cảnh xuất khẩu của các ngành sử dụng nhiều lao động (thủy sản, dệt may, gỗ) phục hồi chậm, các công ty tài chính tiêu dùng có thể sẽ rất thận trọng khi cấp tín dụng mới, điều này giải thích cho sự phục hồi tín dụng ở mức hạn chế. Người tiêu dùng trong nước thường mua

trả góp các sản phẩm điện thoại & điện máy, trong khi đồ trang sức chủ yếu được mua bằng tiền mặt. Như vậy, việc phục hồi tín dụng từ các công ty tài chính tiêu dùng sẽ chủ yếu mang lại lợi ích cho MWG và FRT.

### Tỷ lệ nợ xấu



### Tăng trưởng tín dụng của các công ty tài chính tiêu dùng

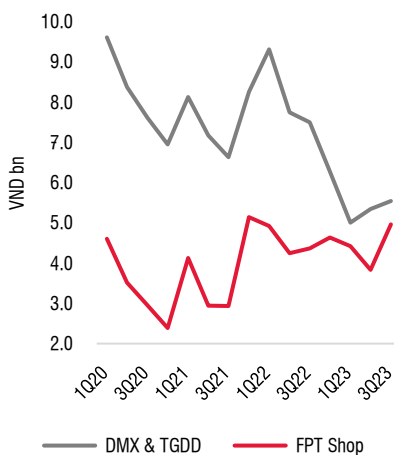


Nguồn: Công ty, SSI Research

Nguồn: Công ty, SSI Research

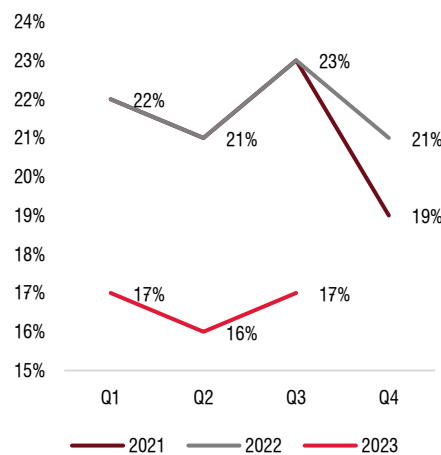
- Biên lợi nhuận dự kiến sẽ tăng trong năm 2024.** Biên lợi nhuận bị thu hẹp trong năm 2023 do hoạt động giảm hàng tồn kho bởi các nhà bán lẻ điện thoại & điện máy, sau đó dẫn đến cuộc chiến giá. Việc giảm hàng tồn kho các sản phẩm điện thoại & điện máy đã bắt đầu từ Q4/2022 và diễn ra gay gắt nhất đối với sản phẩm iPhone 14. Do việc bàn giao iPhone 14 muộn (Q1/2023 thay vì Q4/2022 như dự kiến ban đầu), người tiêu dùng đã hủy đơn đặt hàng, điều này buộc các nhà bán lẻ phải giảm giá sâu để giải phóng hàng tồn trước khi Apple ra mắt mẫu sản phẩm mới (cuối Q3/2023), khiến cuộc chiến giá cả khốc liệt nhất xảy ra trong Q2/2023. Theo đó, chúng tôi quan sát thấy mức giảm giá iPhone 14 lên tới 25%. Trong khi đó, mức giảm giá iPhone 15 là từ 4%-6% trong Q3/2023. Như vậy, cuộc chiến giá cả đã hạ nhiệt trong Q3/2023. Tuy nhiên, mức tồn kho của các nhà bán lẻ trong Q3/2023 khác nhau khi chuỗi ĐMX/TGDĐ ghi nhận lượng hàng tồn kho giảm, trong khi lượng hàng tồn kho của FPT Shops vẫn ở mức cao (gần mức cao nhất trong Q4/2021 và Q1/2022). Do đó, các nhà bán lẻ điện thoại & điện máy có thể phải duy trì chiến lược giá cạnh tranh và biên lợi nhuận tại các nhà bán lẻ điện thoại & điện máy trong năm 2024 có thể không quay trở lại được mức như năm 2022.

### Hàng tồn kho tại cửa hàng theo chuỗi



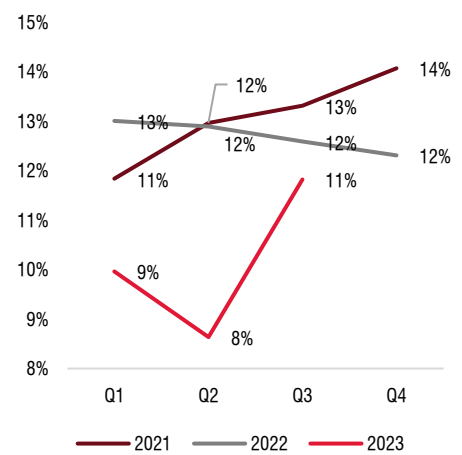
Nguồn: MWG, FRT, SSI Research

### Biên lợi nhuận ĐMX&TGDD



Nguồn: MWG, SSI Research

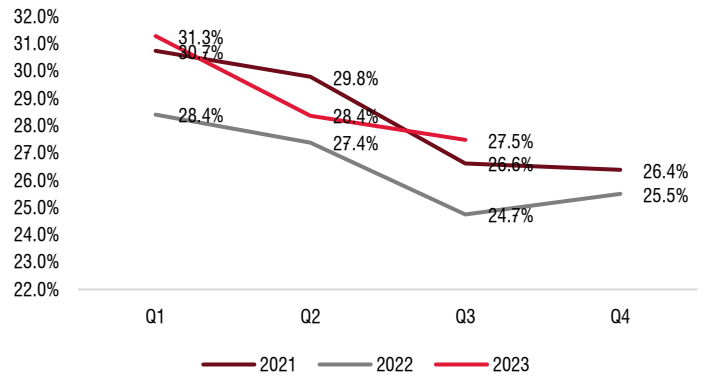
### Biên lợi nhuận gộp FPT Shop



Nguồn: FRT, SSI Research

Trong khi đó, biên lợi nhuận của doanh nghiệp bán lẻ trang sức đã cải thiện trong năm 2023 so với năm 2022. Vì trang sức vàng được coi là phương tiện lưu trữ giá trị và giá vàng tăng 13% so với đầu năm, áp lực giảm hàng tồn kho đối với các doanh nghiệp bán lẻ trang sức thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp bán lẻ điện thoại & điện máy. Thay đổi cơ cấu sản phẩm là một trong những lý do giúp bù đắp tác động của việc giảm giá đến biên lợi nhuận. Khi thu nhập của người tiêu dùng có phần hạn chế, họ có xu hướng mua đồ trang sức bằng vàng có giá trị thấp hơn. Đối với PNJ, những mặt hàng có giá trị thấp hơn này thường tạo ra biên lợi nhuận gộp cao hơn.

### Biên lợi nhuận gộp doanh thu bán lẻ của PNJ

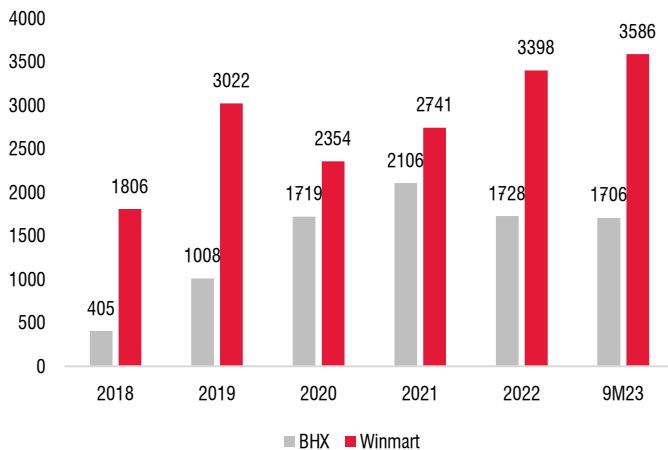


Nguồn: PNJ, SSI Research

### Chuỗi sản phẩm thiết yếu (bách hóa và dược phẩm):

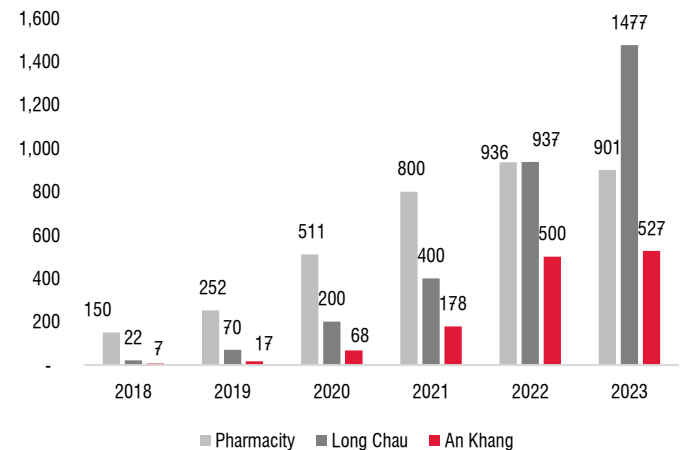
- Trong bối cảnh chi phí vốn cao trong nửa đầu năm 2023, tốc độ mở mới chậm lại đáng kể đối với các chuỗi ghi nhận lỗ (như BHX, Winmart, An Khang, Pharmacy), nhưng chuỗi có lợi nhuận lại được đẩy mạnh mở mới (Long Châu) để giành thị phần, trong khi các đối thủ cạnh tranh đang sửa đổi mô hình kinh doanh của họ. Với chi phí vay dự kiến thấp hơn vào năm 2024, chúng tôi kỳ vọng Long Châu sẽ duy trì tốc độ mở cửa mới tích cực. Chúng tôi kỳ vọng chuỗi BHX sẽ đạt mức hòa vốn trong nửa đầu năm 2024, do đó tạo điều kiện cho việc mở mới từ nửa cuối năm 2024.

### Số lượng cửa hàng bách hóa theo chuỗi



Nguồn: SSI Research tổng hợp

### Số lượng cửa hàng dược phẩm theo chuỗi

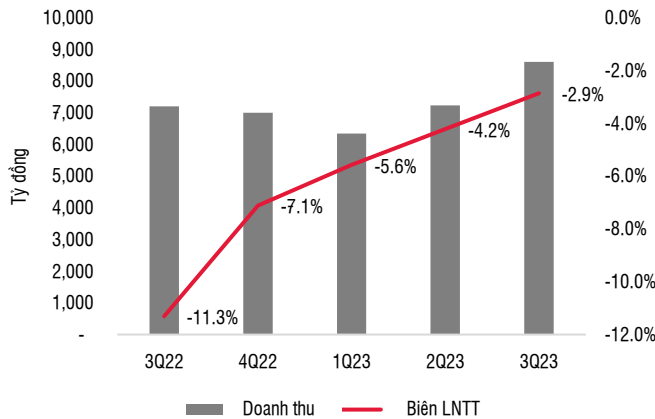


Nguồn: SSI Research tổng hợp

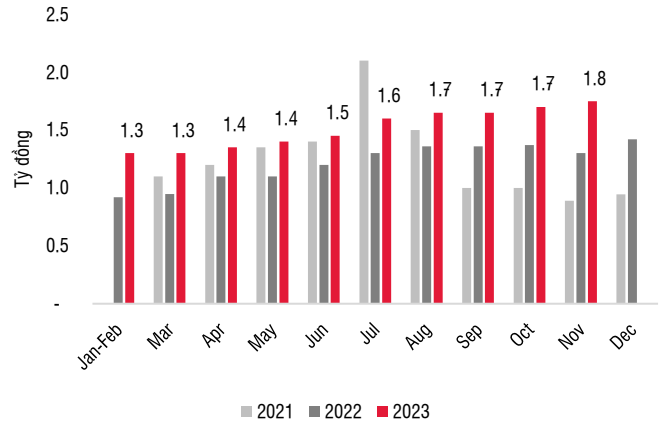
Trong năm 2024, doanh thu của chuỗi cửa hàng bách hóa BHX dự kiến tăng 20% svck (so với mức tăng 15% svck trong năm 2023). Doanh thu tăng chủ yếu nhờ doanh thu của các cửa hàng hiện hữu tăng lên, và một phần nhỏ từ mở mới cửa hàng (không mở mới trong năm 2023 và 100 cửa hàng mới trong năm 2024). Trong năm 2023, MWG có sự điều chỉnh về cơ cấu sản phẩm của BHX giúp thu hút lượt khách đến mua sắm. Cụ thể, các cửa hàng BHX hiện nay bán: (i) thực phẩm tươi sống có thương hiệu (thịt của CP Food, cá của Navico, tôm của MPC, rau theo tiêu chuẩn VIETGAP) thay vì thực phẩm không có thương hiệu; (ii) tăng lượng rau củ quả ở khu vực thành thị để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng từ người dân lao động trong giờ mua sắm buổi chiều; và (iii) trái cây nhập khẩu nhiều hơn ở khu vực nông thôn, nơi các chợ truyền thống gần đó không bán mặt

hàng tương đương. Trong năm 2024, MWG dự kiến sẽ sử dụng dữ liệu từ ứng dụng khách hàng hội viên để đưa ra các chương trình chiết khấu bán kèm nhằm tăng quy mô giỏ hàng của khách hàng hiện tại – qua đó tăng thêm doanh thu. **Trong bối cảnh doanh thu cao hơn và ít mở mới cửa hàng, biên lợi nhuận của BHX đã được cải thiện trong suốt năm 2023 và chuỗi dự kiến sẽ hòa vốn trong nửa đầu năm 2024.**

### Tình hình tài chính của BHX



### Doanh thu/tháng/cửa hàng BHX

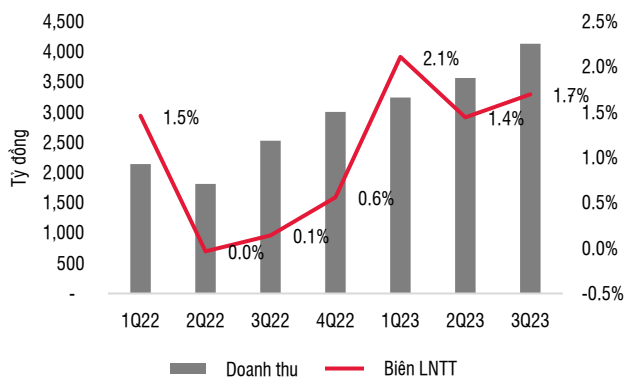


Nguồn: MWG, SSI Research

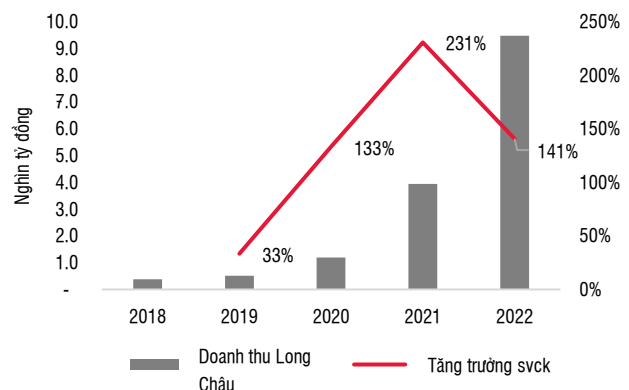
Nguồn: MWG, SSI Research

- **Chuỗi BHX của Thế Giới Di Động dự kiến tăng vốn.** MWG đang tìm kiếm nhà đầu tư mới để cấp vốn cho BHX nhằm tài trợ: (i) vốn lưu động; (ii) mở mới; và (iii) nâng cấp logistics & kho bãi. Trong khi chuỗi ghi nhận lỗ, số tiền thu được từ việc huy động vốn ban đầu sẽ được sử dụng để tài trợ cho việc tăng vốn lưu động tương ứng với mức tăng doanh thu dự kiến. Sau khi chuỗi đạt mức hòa vốn (dự kiến trong nửa đầu năm 2024), MWG có thể sẽ sử dụng vốn để mở mới và nâng cấp kho bãi & logistics.
- **Trong năm 2024, doanh thu của chuỗi nhà thuốc Long Châu ước tính tăng 22% svck, thấp hơn mức tăng 71% trong năm 2023.** Chúng tôi lưu ý rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu của chuỗi nhà thuốc Long Châu trong giai đoạn 2022-2023 đã chậm lại do chuỗi không còn đạt mức tăng trưởng cao từ mức nền so sánh thấp. Do nhà thuốc Long Châu đang mở rộng mạng lưới ra khu vực nông thôn, doanh thu/cửa hàng có thể không cao bằng các cửa hàng ở khu vực thành thị, điều này cũng giải thích cho mức tăng trưởng yếu hơn. **Mặc dù vậy, lợi nhuận tại Long Châu đã được cải thiện chủ yếu nhờ quy mô lớn hơn, tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc tìm nguồn cung ứng trực tiếp và sử dụng hiệu quả hơn các cơ sở kho bãi và logistics.**

### Tình hình tài chính của Long Châu



### Doanh thu của Long Châu



Nguồn: FRT, SSI Research

Nguồn: FRT, SSI Research

- **Xét về tốc độ tăng trưởng svck, ngành bán lẻ dự kiến sẽ có mức tăng trưởng lợi nhuận cao nhất trong số các ngành chúng tôi nghiên cứu. Tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ dự kiến sẽ tăng mạnh trong nửa đầu năm 2024 (tăng 140% svck trong nửa đầu năm 2024 so với mức tăng 118 svck trong cả năm 2024) nhưng dự kiến sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2024. Tăng trưởng lợi nhuận sẽ mạnh hơn mức trước COVID xét về % tốc độ tăng trưởng. Tuy nhiên, xét về giá trị tuyệt đối, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của PNJ và FRT sẽ vượt mức năm 2022 chủ yếu do tỷ lệ thâm nhập của trang sức hàng hiệu và hiệu thuốc thương mại hiện đại tương đối thấp. Lợi nhuận của MWG và DGW sẽ khó tăng trở lại mức giá trị tuyệt đối của năm 2022 do nhu cầu về ICT & CE đã bão hòa và mức tiêu dùng không thiết yếu phục hồi chậm.**
- **Định giá của MWG, FRT và DGW đã vượt mức lịch sử.** Tuy nhiên, mức định giá cao cho MWG và FRT cũng được coi là hợp lý do tiềm năng dài hạn của các chuỗi hàng thiết yếu, có dư địa cho thương mại hiện đại giành được thị phần. **Trong khi đó, PNJ đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn là 14x (so với P/E lịch sử là 18x).**
- **Rủi ro**
  1. Xét về tốc độ tăng trưởng svck, ngành bán lẻ dự kiến sẽ có mức tăng trưởng lợi nhuận cao nhất trong số các ngành chúng tôi nghiên cứu. Tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ dự kiến sẽ tăng mạnh trong nửa đầu năm 2024 (tăng 140% svck trong nửa đầu năm 2024 so với mức tăng 118 svck trong cả năm 2024) nhưng dự kiến sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2024. Tăng trưởng lợi nhuận sẽ mạnh hơn mức trước COVID xét về % tốc độ tăng trưởng. Tuy nhiên, xét về giá trị tuyệt đối, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của PNJ và FRT sẽ vượt mức năm 2022 chủ yếu do tỷ lệ thâm nhập của trang sức hàng hiệu và hiệu thuốc thương mại hiện đại tương đối thấp. Lợi nhuận của MWG và DGW sẽ khó tăng trở lại mức giá trị tuyệt đối của năm 2022 do nhu cầu về ICT & CE đã bão hòa và mức tiêu dùng không thiết yếu phục hồi chậm.
  2. Định giá của MWG, FRT và DGW đã vượt mức lịch sử. Tuy nhiên, mức định giá cao cho MWG và FRT cũng được coi là hợp lý do tiềm năng dài hạn của các chuỗi hàng thiết yếu, có dư địa cho thương mại hiện đại giành được thị phần. Trong khi đó, PNJ đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn là 14x (so với P/E lịch sử là 18x).

STT	Mã CP	% tăng giá		Giá mục tiêu (VND)		Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	
1	MWG	6,2%	47.800	45.000	-16,3%	-95,9%	1257,7%	15,3	372,2	28,9	17,1%	0,7%	9,0%	1,2%	1,2%	1,1%	
2	FRT	2,1%	117.000	114.600	-12,0%	n.m	n.m	20,9	-42,2	39,2	19,4%	-19,1%	20,1%	0,7%	0,5%	0,4%	
3	DGW	-22,6%	41.900	54.100	4,5%	-48,2%	71,5%	8,9	24,6	14,2	28,2%	13,8%	19,6%	2,6%	1,9%	1,8%	
4	PNJ	5,1%	96.200	91.500	76,0%	8,9%	10,2%	17,2	15,8	15,2	21,4%	20,1%	18,2%	1,3%	2,3%	2,2%	

Nguồn: SSI Research

## Cổ phiếu ưa thích: PNJ & FRT

### 1. CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 91.500 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 96.200 Đồng/cp.**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ **Phục hồi nhanh hơn so với thị trường chung.** Trong khi nhu cầu trang sức tiếp tục giảm trong nửa cuối năm 2023, doanh số bán lẻ của PNJ bắt đầu có dấu hiệu phục hồi trong khoảng từ tháng 10 đến tháng 11 (tăng 5% svck).
  - ✓ **PNJ là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường và giành được thị phần từ trang sức không có thương hiệu.** Trang sức có thương hiệu hiện chiếm khoảng 40%-50% tổng nhu cầu nên PNJ vẫn còn nhiều cơ hội để giành thị phần từ trang sức không có thương hiệu.
  - ✓ **Biên lợi nhuận ổn định hơn so với kinh doanh bán lẻ điện thoại & điện máy** do vàng được coi là tài sản lưu trữ giá trị.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Những biến động về giá vàng có thể làm suy yếu doanh số bán vàng miếng.
  - ✓ Thu nhập hộ gia đình thấp kéo dài có thể ảnh hưởng đến mức chi tiêu cho trang sức.
  - ✓ Biên lợi nhuận gộp của doanh thu bán lẻ có nhiều biến động do cơ cấu sản phẩm.

	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	17.511	19.547	33.876	32.104	36.399
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.069	1.029	1.807	1.853	2.172
Tăng trưởng LN ròng (%)	-10,4%	-3,8%	75,6%	2,6%	17,2%
EPS (VND)	3.030	2.941	5.081	5.205	6.010
ROE (%)	21,8%	18,3%	24,7%	19,4%	19,3%
Nợ/VCSH	0,35	0,45	0,31	0,22	0,22
Tỷ suất cổ tức (%)	2%	2%	2%	2%	2%
P/E (x)	18,5	22,7	17,7	16,2	13,8
P/B (x)	3,5	3,6	3,4	2,7	2,4
EV/EBITDA (x)	12,6	16,6	12,5	11,1	9,8

Nguồn: PNJ, SSI Research

## 2. CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT: HOSE)

- Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 114.600 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 117.000 Đồng/cp.
- Luận điểm đầu tư:
  - ✓ Có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ quá trình chuyển đổi từ nhà thuốc truyền thống (>50.000 nhà thuốc) sang nhà thuốc thương mại hiện đại (<5.000 nhà thuốc).
  - ✓ Lợi thế cạnh tranh nổi bật trong lĩnh vực bán lẻ dược phẩm: (1) mặt hàng thuốc đa dạng hơn phản ánh qua số lượng SKU nhiều hơn; (2) quy mô lớn hơn tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc tìm nguồn cung ứng trực tiếp; và (3) tỷ trọng thuốc kê đơn cao, giúp chuỗi giành được thị phần trong kênh bệnh viện.
  - ✓ Lợi nhuận ở mảng điện thoại & điện máy sẽ phục hồi trong năm 2024 sau khi FRT bị ảnh hưởng bởi nhu cầu yếu và hoạt động giải phóng hàng tồn kho khốc liệt trong năm 2023.
- Risk
  - ✓ Đòn bẩy cao khiến lợi nhuận của công ty không ổn định.
  - ✓ Công ty có độ nhạy cao với những thay đổi chính sách liên quan đến bán lẻ thuốc.
  - ✓ Thu nhập hộ gia đình giảm kéo dài có thể ảnh hưởng đến mức chi tiêu điện thoại & điện máy.

	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	14.661	22.495	30.166	33.281	37.622
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	10	444	398	-196	439
Tăng trưởng LN ròng (%)	-95,0%	4244,8%	-10,3%	N,a	N,a
EPS (VND)	154	3.257	2.807	-1.737	2.630
ROE (%)	0,8%	30,6%	21,4%	-10,2%	22,3%
Nợ/VCSH	2,03	3,60	2,62	3,73	3,45
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	1%	0%	0%
P/E (x)	120,2	17,8	21,4	-53,6	35,4
P/B (x)	2,1	4,8	4,1	7,4	6,4
EV/EBITDA (x)	24,6	16,0	16,1	100,9	22,8

Nguồn: FRT, SSI Research

Mảng	Tỷ lệ sở hữu	P/E mục tiêu (x)	P/S mục tiêu (x)	EPS 2024	Doanh thu/CP năm 2024	Giá mục tiêu (Đồng)
ICT	100%	9.0		910		8.191
Dược phẩm	75%		1		144.958	108.719
<b>Giá mục tiêu (Đồng)</b>						<b>116.910</b>

Nguồn: SSI Research



**Cổ phiếu theo dõi: CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG: HOSE)**

- Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 45.000 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 47.800 Đồng/cp.
- Luận điểm đầu tư:
  - ✓ Lợi nhuận của mảng điện thoại & điện máy sẽ phục hồi trong năm 2024 từ mức đáy năm ngoái khi bị ảnh hưởng bởi nhu cầu yếu và hầu hết các doanh nghiệp bán lẻ đẩy mạnh giải phóng hàng tồn kho.
  - ✓ Doanh thu và biên lợi nhuận của mảng bách hóa liên tục cải thiện có thể đưa mảng này đến điểm hòa vốn (dự kiến trong nửa đầu năm 2024).
  - ✓ Tăng vốn thành công, thông qua đó khẳng định lại giá trị chuỗi cửa hàng bách hóa.
- Rủi ro:
  - ✓ Thu nhập hộ gia đình thấp kéo dài có thể ảnh hưởng đến mức chi tiêu điện thoại & điện máy.
  - ✓ Trong kỳ review ETF vào tháng 4/2024, cổ phiếu MWG có nguy cơ bị loại khỏi DCVFM Diamond ETF (hiện đang sở hữu 52 triệu cổ phiếu MWG).
  - ✓ Việc ghi nhận chi phí bất thường liên quan đến việc đóng cửa các cửa hàng ĐMX/TGĐĐ có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty trong Q4/2023.

	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	108.546	122.958	133.405	117.872	128.713
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	3.920	4.901	4.102	412	2.276
Tăng trưởng LN ròng (%)	2,2%	25,0%	-16,3%	-90,0%	452,6%
EPS (VND)	2.676	3.346	2.801	281	1.555
ROE (%)	28,4%	27,3%	18,5%	1,7%	9,3%
Nợ/VCSH	1,08	1,21	0,69	0,67	0,63
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	1%	1%	1%	1%
P/E (x)	13,7	19,8	15,3	152,0	27,5
P/B (x)	3,5	4,8	2,6	2,7	2,5
EV/EBITDA (x)	6,7	10,2	5,8	10,5	7,2

Nguồn: MWG, SSI Research

Mảng	P/E mục tiêu (x)	P/S mục tiêu (x)	EPS 2024	Doanh thu/CP năm 2024	Giá mục tiêu (Đồng)
ICT	9,0		2.116		19.041
Bách hóa		1,1		25.541	28.096
Dược phẩm		0,4		1.627	651
<b>Giá mục tiêu (Đồng)</b>					<b>47.787</b>

Nguồn: SSI Research

## Hàng tiêu dùng không thiết yếu - Dệt may: Triển vọng phục hồi vẫn chưa rõ ràng

Triển vọng 2024: Tích cực

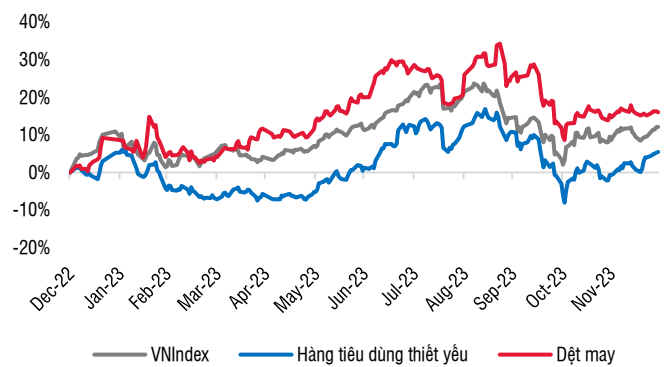
Cổ phiếu theo dõi: STK, TNG

**Trong năm 2023, cổ phiếu ngành Dệt may có diễn biến tích cực hơn so với chỉ số VNIndex, do kỳ vọng của nhà đầu tư vào sự phục hồi của ngành**

Ngành Dệt may tăng 16% trong năm 2023, cao hơn 3,9% so với chỉ số VNIndex. Các cổ phiếu có mức tăng giá đáng chú ý bao gồm TNG (+70% YTD); và ADS (+61% YTD).

Với TNG, doanh thu duy trì tăng trưởng trong suốt năm 2023 bất chấp sự suy giảm chung của toàn ngành; tuy nhiên, lợi nhuận vẫn suy yếu. Với ADS (doanh nghiệp sản xuất sợi), có độ nhạy với mức sụt giảm mạnh của giá bông. Chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn cho năm 2024 do quá trình phục hồi đơn đặt hàng có thể diễn ra chậm hơn dự kiến trong giai đoạn Q4/2023-Q1/2024.

Diễn biến ngành trong năm 2023

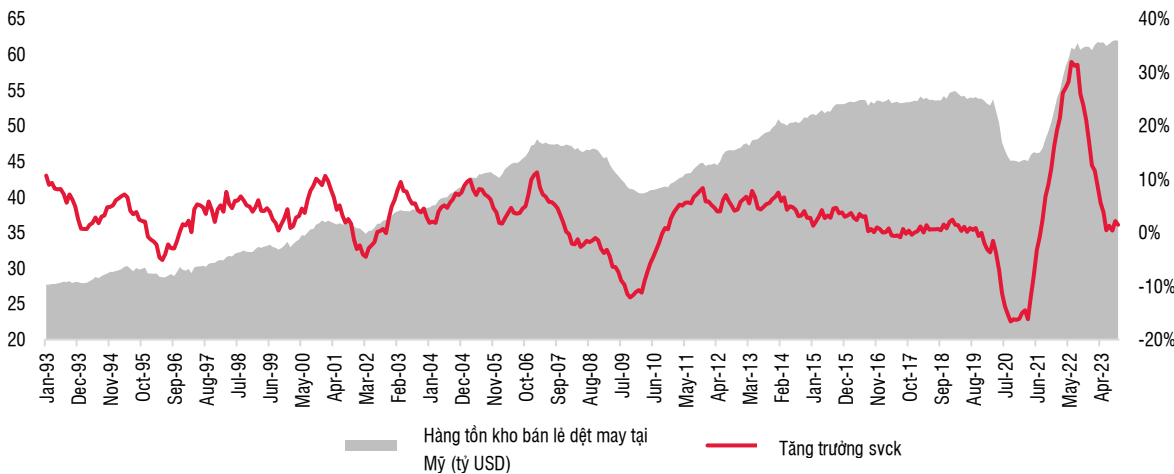


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Triển vọng năm 2024

- Tăng trưởng kinh tế toàn cầu dự kiến sẽ chưa có nhiều khởi sắc trong năm 2024, điều này sẽ dẫn đến việc người tiêu dùng giảm chi tiêu và việc bổ sung lại các khoản tiết kiệm trở nên khó khăn hơn.** Tỷ lệ tiết kiệm cá nhân ở Mỹ và Châu Âu đều giảm xuống. Trong tháng 11/2023, tỷ lệ tiết kiệm cá nhân của Mỹ ở mức 4,1%, thấp hơn mức trung bình dài hạn là 8,8%. Việc lạm phát ở mức cao (theo giá trị tuyệt đối) cũng khiến cho giá trị các khoản tiết kiệm này bị giảm xuống. Đi cùng với môi trường kinh tế khó khăn, chúng tôi cho rằng mức chi tiêu không thiết yếu sẽ có phần hạn chế trong năm 2024.
- “Không chắc chắn” là từ để mô tả cảm giác của các thương hiệu thời trang và nhà cung cấp cho năm 2024.** Các nhà bán lẻ thời trang đang phải đối mặt với nhiều thách thức khác nhau, bao gồm mức tồn kho cao, nhu cầu tiêu dùng thấp và cạnh tranh gia tăng. Do đó, các thương hiệu thời trang có thể sẽ đẩy mạnh việc phòng thủ trong kinh doanh, và các nhà cung cấp sẽ phải chịu ảnh hưởng lớn hơn từ nhu cầu đơn hàng giảm xuống khi vấn đề này lan truyền đến khắp chuỗi cung ứng. Hơn nữa, quản lý hàng tồn kho và kiểm soát chi phí sẽ tiếp tục là trọng tâm chính với các nhà bán lẻ. Điều này sẽ dẫn tới rút ngắn thời gian đặt hàng và suy giảm giá bán cho các doanh nghiệp gia công hàng dệt may.

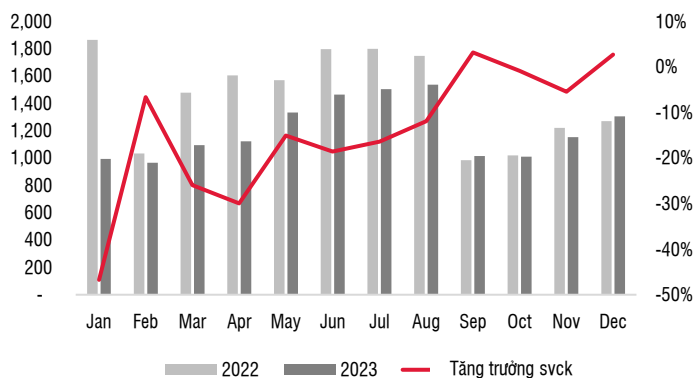
## Hàng tồn kho bán lẻ may mặc ở Mỹ (tỷ đồng)



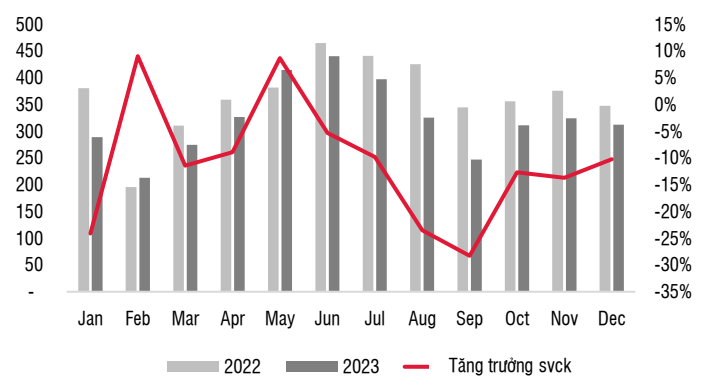
Nguồn: FRED, SSI Research

- Theo khảo sát các doanh nghiệp bán lẻ lớn, Việt Nam vượt trội hơn so với Bangladesh về chất lượng và năng lực sản xuất, nhưng Bangladesh có lợi thế về giá thành và thuế, đặc biệt trong giai đoạn nhu cầu suy yếu. Bangladesh là quốc gia kém phát triển nhất (LDC) được miễn thuế xuất khẩu vào Châu Âu (chương trình EU GSP). Trong khi Việt Nam có EVFTA, nhưng những quy định đặt ra từ nguồn gốc xuất xứ vải trở đi (sản phẩm may mặc xuất khẩu phải được sản xuất từ vải sản xuất tại Việt Nam) là trở ngại cho ngành - cụ thể, 70% vải được nhập khẩu từ Trung Quốc. Mức lương tối thiểu ở Bangladesh hiện là 75 USD/tháng, trong khi mức lương tối thiểu ở Việt Nam và Trung Quốc lần lượt là 199 USD/tháng và 300 USD/tháng. Theo phân tích của GlobalData, bất chấp những lợi thế mà các doanh nghiệp sản xuất Bangladesh đang có, Việt Nam vẫn tiếp tục xếp hạng cao hơn về chất lượng sản phẩm, năng suất lao động và thời gian giao hàng, đây là những yếu tố quan trọng hơn đối với các nhà bán lẻ trong giai đoạn nền kinh tế phục hồi.

## Xuất khẩu dệt may của Việt Nam sang Mỹ



## Xuất khẩu dệt may của Việt Nam sang Châu Âu



Nguồn: Tổng cục Hải quan

Nguồn: Tổng cục Hải quan

- Theo quan điểm của chúng tôi, dự báo của VITAS về tăng trưởng xuất khẩu khá lạc quan, với kim ngạch xuất khẩu đạt 44 tỷ USD (tăng 9% svck) cho năm 2024. Chúng tôi lưu ý rằng VITAS từng dự báo giá trị xuất khẩu đạt từ 45-47 tỷ USD (tăng 7%-11% svck) cho năm 2023, so với giá trị xuất khẩu thực tế là 40,3 tỷ USD (giảm 10% svck). Vinatex đặt kế hoạch kinh doanh năm 2024 ở mức thận trọng hơn, với doanh

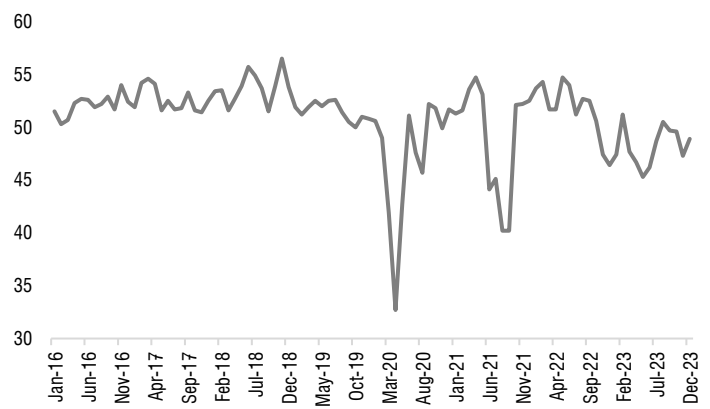
thu thuần và LNTT kế hoạch lần lượt tăng 1,6% và 3,5% svck. Trong Q4/2023, chúng tôi nhận thấy giá bán trung bình và sản lượng tiêu thụ đều cải thiện so với quý trước nhưng vẫn hồi phục ở mức thấp và mức tồn kho của doanh nghiệp Mỹ vẫn ở mức cao, mặc dù đây là mùa cao điểm. Trong Q1/2024, chúng tôi tiếp tục nhận thấy giá bán trung bình (giảm khoảng 20-30% svck) và lượng đơn đặt hàng đều ở mức thấp. Tăng trưởng vải nhập khẩu vẫn yếu trong Q4/2023 dù đã có mức nền so sánh thấp trong Q4/2022, điều này cho thấy nhu cầu xuất khẩu hàng may mặc trong Q1/2024 vẫn chưa có nhiều khởi sắc. Trong tháng 12/2023, theo S&P Global, PMI Việt Nam đạt 48,9 điểm và vẫn ở mức thấp kể từ dịch COVID-19 đến nay. Theo đó, các nhà sản xuất kỳ vọng sự phục hồi có thể diễn ra vào nửa cuối năm 2024.

### Nhập khẩu vải (tăng trưởng svck)



Nguồn: Tổng cục Hải quan

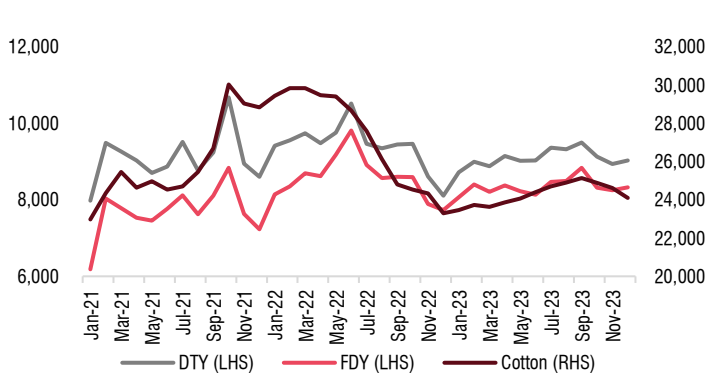
### Chỉ số PMI Việt Nam



Nguồn: HSBC

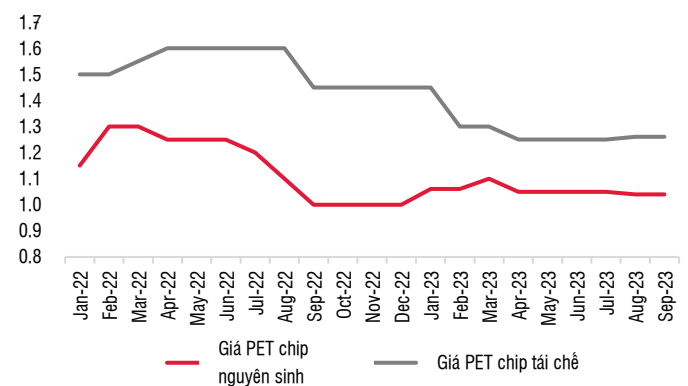
- Nhu cầu suy yếu đối với hàng may mặc dẫn đến nhu cầu cho nguyên liệu đầu vào giảm**, như sợi bông và sợi polyester. Mặc dù vậy, chi phí sợi/vải trung bình giảm sẽ bù đắp một phần cho giá bán trung bình giảm. Chúng tôi lưu ý rằng các doanh nghiệp gia công trong nước có ít khả năng đàm phán với các nhà bán lẻ thời trang (đặc biệt trong thời kỳ nhu cầu yếu). Do đó, biên lợi nhuận gộp của các công ty dệt may đã giảm từ mức 15-18% trong năm 2022 xuống mức 11-14% trong năm 2023. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ dần cải thiện lên mức 14-15% do nhu cầu phục hồi chậm xuyên suốt cả năm.

### Giá sợi thế giới (RMB/tấn)



Nguồn: Sunsir

### Giá PET Chip



Nguồn: STK

- **Sự kiện “Biển Đỏ” có thể gây hiệu ứng gợn sóng đến hoạt động kinh doanh Q1/2024 của các doanh nghiệp xuất khẩu:** Chi phí vận chuyển từ Việt Nam sang Mỹ/Châu Âu tăng hơn gấp đôi trong tháng 1/2024 so với tháng 12/2023. Hơn nữa, khi căng thẳng leo thang, thời gian giao hàng và chi phí bảo hiểm tăng lên. Mặc dù hầu hết các doanh nghiệp xuất khẩu sử dụng điều kiện FOB, theo đó, người mua phải chịu chi phí vận chuyển. Tuy nhiên, do nhu cầu thấp và mức tồn kho cao nên người mua có thể đàm phán lại với nhà cung cấp để chia sẻ gánh nặng. Vì vậy, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp xuất khẩu trong Q1/2024 có thể phải chịu chi phí bán hàng cao hơn hoặc giá bán thấp hơn cho đến khi tình hình “Biển Đỏ” hạ nhiệt.
- **Định giá hiện đang ở mức cao trong lịch sử, P/E dao động quanh mức 9x-10x cho năm 2024.** Kỳ vọng phục hồi chuyển từ nửa cuối năm 2023 sang nửa cuối năm 2024, tuy nhiên lợi nhuận vẫn suy yếu. Chúng tôi cho rằng quá trình phục hồi sẽ diễn ra chậm hơn dự kiến do chi tiêu không thiết yếu thường có thời gian phục hồi kéo dài. Do lợi nhuận của hầu hết các công ty đã giảm từ 40-50% svck trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng lợi nhuận từ 20-30% svck cho năm 2024 (cao hơn so với thị trường chung). Lợi nhuận sẽ dần phục hồi trong suốt cả năm, nhưng khó có thể quay trở lại mức năm 2022 trong năm 2024. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu hiện tại gần như đã phản ánh hầu hết quá trình phục hồi lợi nhuận. Theo đó, chúng tôi có quan điểm trung lập đối với các cổ phiếu theo dõi trong ngành Dệt may.
- **Yếu tố hỗ trợ/rủi ro giảm giá:** (i) Mức tiêu dùng của Mỹ/Châu Âu mạnh/yếu hơn dự kiến; (ii) Giá hàng hóa đầu vào thấp/cao hơn dự kiến; và (iii) Sự cạnh tranh từ các quốc gia có chi phí lao động thấp khác, như Bangladesh và Pakistan, và các nước gần khu vực tiêu thụ.

STT	Mã CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
1	MSH	-10,0%	35.100	39.000	-15,3%	-34,8%	14,4%	6,6	11,1	11,1	19,6%	13,6%	15,4%	7,6%	6,9%	6,4%
2	STK	-3,6%	26.900	27.900	-13,0%	-64,0%	22,5%	8,2	25,9	24,6	15,7%	5,4%	6,2%	0,0%	0,0%	0,0%
3	TNG	-4,0%	19.300	20.100	25,9%	-22,9%	27,9%	4,6	10,7	8,3	18,8%	12,8%	14,8%	6,0%	3,8%	3,8%
4	TCM	1,2%	40.700	40.200	96,0%	-52,8%	80,6%	18,3	33,2	13,8	14,2%	6,7%	11,9%	1,3%	4,9%	5,0%

Nguồn: SSI Research

## Cổ phiếu theo dõi: STK, TNG

### 1. Công ty cổ phần Sợi Thế Kỳ (STK: HOSE)

- Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 27.900 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 26.900 Đồng/cp;
- Luận điểm đầu tư:
  - ✓ Sợi tái chế là động lực tăng trưởng chính, nhờ vào nhu cầu thời trang xanh gia tăng cùng rào cản gia nhập cao liên quan đến công nghệ và nguyên liệu đầu vào.
  - ✓ Xu hướng tiêu thụ các sản phẩm thân thiện với môi trường sẽ được các thương hiệu lớn ưa chuộng trong dài hạn.
  - ✓ Nhà máy Unitex mới bắt đầu đi vào hoạt động vào năm 2024 giúp thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong dài hạn.
- Rủi ro:
  - ✓ Giá sợi thấp hơn dự kiến.
  - ✓ Giá chip PET cao hơn dự kiến.

### Bảng chỉ tiêu tài chính

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	2.229	1.766	2.042	2.115	1.425	1.638
NPATMI	214	144	278	242	87	107
Tăng trưởng NPATMI (% svck)	20%	-33%	93%	-13%	-64%	23%
EPS (VND)	3.163	2.091	4.084	3.341	926	1.136
ROE (%)	19,8%	13,3%	23,8%	17,3%	5,5%	6,4%
Tỷ suất cổ tức (%)	8,5%	7,2%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ/VCSH (%)	0,62	0,25	0,26	0,20	0,44	0,64
P/E (x)	5,55	10,00	13,86	8,23	36,06	29,40
P/B (x)	1,15	1,32	3,07	1,46	1,93	1,81
EV/EBITDA (x)	6,52	8,72	6,83	7,12	12,40	7,86

Nguồn: STK, SSI Research

## 2. Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG (TNG: HNX)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 20.100 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 19.300 Đồng/cp;**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Dựa trên kết quả kinh doanh sơ bộ năm 2023, doanh thu của TNG đạt 7,1 nghìn tỷ đồng (tăng 5% svck), vượt trội so với thị trường xuất khẩu hàng may mặc của cả nước nhờ vào việc nhận các đơn hàng giá thấp, với biên LNG thấp hơn so với đối thủ cạnh tranh. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của TNG vẫn sẽ giảm 27% svck trong năm 2023.
  - ✓ Công ty duy trì số lượng đơn đặt hàng ổn định với các khách hàng lớn. Mỹ và Châu Âu lần lượt chiếm 53% và 22% trong tổng doanh thu (Decathlon là khách hàng chính).
  - ✓ Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ tạo đáy trong năm 2023 và lợi nhuận đạt mức tăng trưởng 29% svck trong năm 2024.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Nhu cầu từ thị trường Mỹ và Châu Âu thấp hơn dự kiến.
  - ✓ Chi phí lãi vay cao hơn dự kiến.

### Bảng chỉ tiêu tài chính

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	4.612	4.480	5.444	6.772	7.096	7.511
NPATMI	230	154	233	293	226	289
Tăng trưởng NPATMI (% svck)	27,7%	-33,2%	51,6%	25,9%	-22,9%	27,9%
EPS (VND)	3.717	2.254	2.384	2.881	1.988	2.546
ROE (%)	24,7%	13,9%	17,8%	18,8%	12,8%	14,8%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	5,1%	2,5%	6,0%	3,8%	3,8%
Nợ/VCSH (%)	1,34	1,61	1,42	1,62	1,78	1,69
P/E (x)	4,01	6,92	13,55	4,62	10,66	8,33
P/B (x)	0,91	1,01	2,05	0,86	1,31	1,18
EV/EBITDA (x)	4,07	6,58	8,72	4,99	6,62	5,51

Nguồn: TNG, SSI Research

## Hàng tiêu dùng Thiết yếu – Thực phẩm & Đồ uống: Người tiêu dùng dự kiến tiếp tục thắt chặt chi tiêu

Triển vọng năm 2024: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: VNM. Cổ phiếu theo dõi: QNS, MSN.

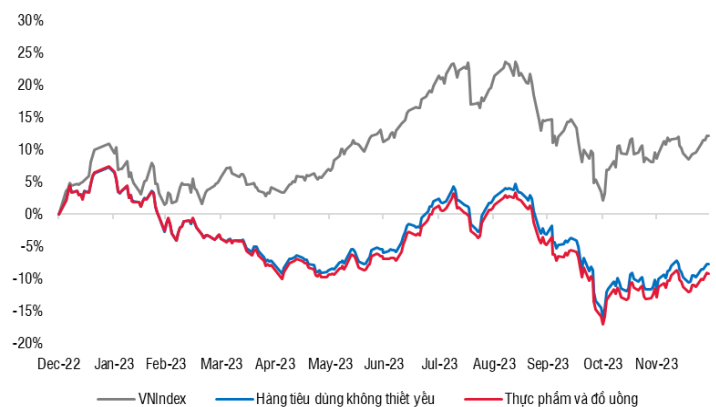
**Trong năm 2023, Ngành Thực phẩm & Đồ uống có diễn biến kém khả quan hơn so với VNIndex do người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu.**

Trong năm 2023, ngành Thực phẩm và đồ uống (F&B) ghi nhận mức giảm 10%, kém khả quan hơn so với mức tăng 12,1% của chỉ số Vnindex

Cổ phiếu có mức tăng ấn tượng nhất bao gồm QNS (+34%) và DBC (+80%). QNS ghi nhận mức lợi nhuận cao kỷ lục trong năm 2023, nhờ mảng mía đường (giá đường thế giới đạt mức cao kỷ lục trong 10 năm do hiện tượng El Nino). Giá cổ phiếu DBC tăng mạnh phản ánh kì vọng giá heo phục hồi sau khi giảm sâu vì nhiều lí do như tiêu thụ yếu, dịch bệnh...

Ngược lại, MSN là cổ phiếu có diễn biến giá kém tích cực nhất khi giảm 32% do lợi nhuận sụt giảm mạnh và lo ngại về vấn đề đòn bẩy cao của doanh nghiệp trong bối cảnh thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn nhiều thách thức và lãi suất cao. SAB ghi nhận mức giá giảm 24% do lợi nhuận sụt giảm, trong khi VNM giảm 8% doanh thu tiêu thụ phục hồi ở mức tương đối yếu.

Diễn biến ngành trong năm 2023



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Triển vọng năm 2024

- Tăng trưởng doanh thu hạn chế do người tiêu dùng tiếp tục thắt chặt chi tiêu.

**Diễn biến năm 2023 khá sát với kịch bản chúng tôi dự báo:** Trong báo cáo chiến lược năm 2023 ([link](#)), chúng tôi cho rằng:

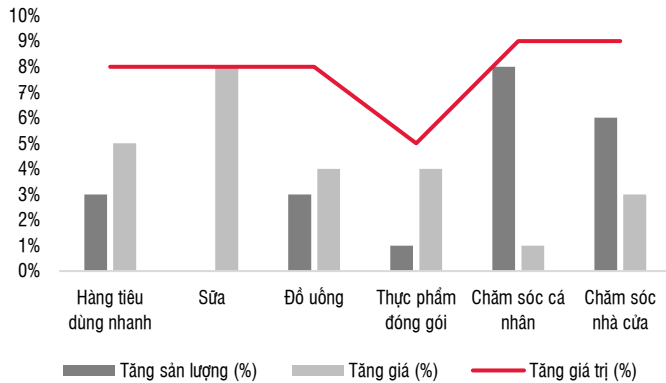
*“Tăng trưởng doanh thu của các công ty F&B có thể sẽ được thúc đẩy nhờ giá bán cao hơn thay vì sản lượng tiêu thụ tăng trong năm 2023, trong bối cảnh người tiêu dùng tiếp tục thắt chặt chi tiêu”.*

Xu hướng tiêu dùng và kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp F&B niêm yết trong năm 2023 sát kỳ vọng.

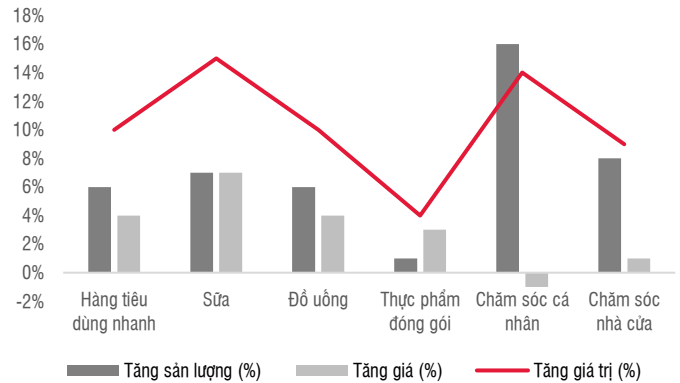


Theo Kantar Worldpanel, mức tiêu thụ FMCG theo quý tăng từ 6% - 15% svck trong năm 2023 tại các khu vực đô thị, và giá bán trung bình tăng là động lực chính trong khi tăng trưởng sản lượng tiêu thụ chỉ đạt từ 1-3% svck. Trong số các mặt hàng FMCG thì sữa, thực phẩm đóng gói và đồ uống là những mặt hàng gần như không có tăng trưởng về sản lượng tiêu thụ hoặc tăng trưởng âm trong 2 quý cuối năm 2023.

### Tiêu thụ FMCG năm 2023 (thành thị)

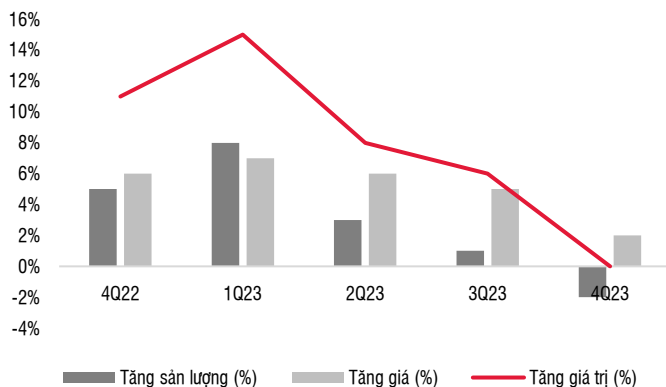


### Tiêu thụ FMCG năm 2023 (nông thôn)

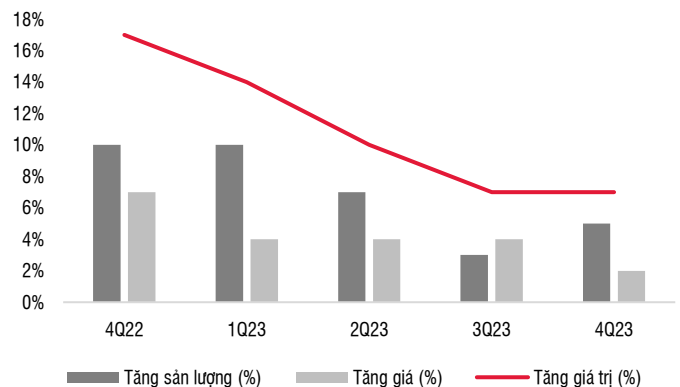


Nguồn: Kantar Worldpanel

### Tiêu thụ mặt hàng FMCG (thành thị)



### Tiêu thụ mặt hàng FMCG (nông thôn)

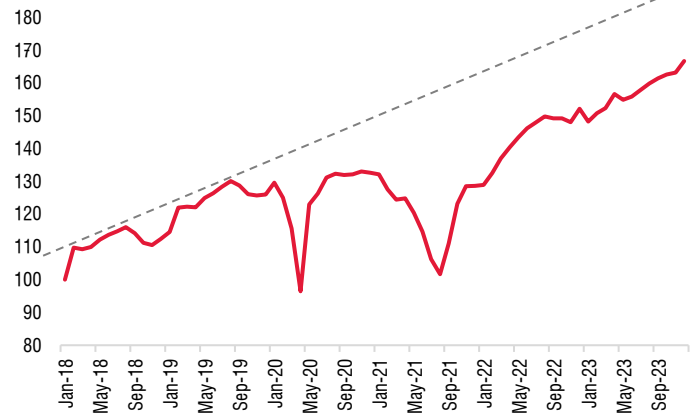


Nguồn: Kantar Worldpanel

Thất chặt chi tiêu là xu hướng chính trong bối cảnh thu nhập hộ gia đình giảm đi. Các công ty F&B cũng không ngoại lệ, khi chứng kiến việc người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu trong năm 2023. Cụ thể, Masan Consumer và chuỗi bán lẻ Vincommerce cho biết người tiêu dùng đang chuyển sang tiêu dùng tại nhà và tìm mua các mặt hàng thiết yếu hàng ngày với mức giá được chiết khấu và khuyến mại và mua hàng với số lượng lớn (kích thước đóng gói lớn hơn) để có giá tốt hơn. Tương tự, Sabeco nhận thấy thương hiệu phổ thông ghi nhận kết quả hoạt động tốt hơn phân khúc cận cao cấp. Xu hướng này nhờ đó giúp công ty giành được thị phần trong năm 2023.

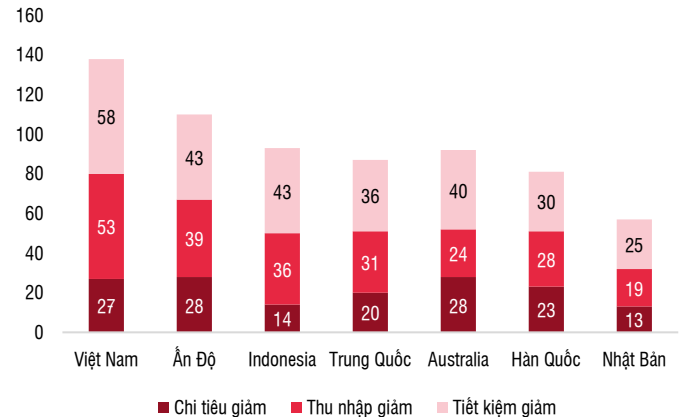
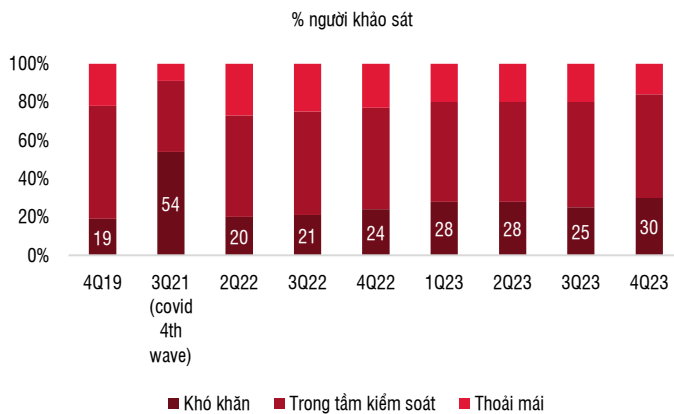
**Các chính sách kích cầu cần thời gian để thẩm thấu.** Trong năm 2023, một số biện pháp nhằm thúc đẩy tăng trưởng đã được đưa ra như cắt giảm mạnh lãi suất, đẩy nhanh giải ngân đầu tư công và giảm thuế GTGT. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tiêu dùng trong nước sẽ cần nhiều thời gian hơn để cải thiện (mức tiêu dùng cuối cùng chiếm khoảng 65% GDP và là chỉ số trọng yếu thể hiện sức khỏe toàn bộ nền kinh tế, khi mà tăng trưởng kinh tế vẫn còn đang khá chậm). Điều này thể hiện qua mức tăng trưởng tiêu dùng vẫn còn khá yếu trong năm 2023. Theo Tổng cục thống kê, tổng doanh số bán lẻ danh nghĩa đã tăng 9,6% svck trong năm 2023, tương đương mức tăng 6,9% svck nếu loại trừ lạm phát. Mặc dù vẫn đạt được mức tăng trưởng dương, nhưng doanh số bán lẻ năm 2023 vẫn thấp hơn nhiều so với xu hướng trước dịch Covid, điều này cho thấy đã phục hồi khá chậm.

Doanh thu bán lẻ (SA), 2018=100



Nguồn: TCTK, SSI

Theo Kantar Worldpanel, tâm lý người tiêu dùng vẫn chưa có nhiều khởi sắc khi thu nhập hộ gia đình giảm, chi phí tăng và việc làm khó khăn. Cũng theo khảo sát tương tự trong Q4, 30% hộ gia đình có tình hình tài chính khó khăn (tăng từ mức 25% trong Q3). Và trong một khảo sát tương tự của Mc Kinsey vào giữa năm 2023 cũng ghi nhận tỷ lệ người tiêu dùng Việt Nam cắt giảm chi tiêu cao nhất trong các nước ASEAN, trong đó 53% số người được khảo sát dự kiến có nguồn thu nhập giảm.



Nguồn: Kantar Worldpanel, Mc Kinsey

SSI Research kỳ vọng thương mại có thể sẽ là động lực chính cho tăng trưởng GDP trong năm 2024. Ngành điện tử và bán dẫn sẽ dẫn đầu tăng trưởng xuất khẩu, với mức tăng ước tính là 10% svck do kỳ vọng vào một chu kỳ công nghệ sắp tới. Dệt may và thủy sản là hai ngành xuất khẩu chính khác của Việt Nam, có thể sẽ cần thêm thời gian để phục hồi từ nửa cuối năm 2024, khi hàng tồn kho trở lại mức ổn định. Du lịch sẽ tiếp tục phục hồi với lượng hành khách quốc tế ước tính đạt 31,5 triệu (tăng 11% so với mức trước Covid). Ngoài ra, chính sách nâng lương tối thiểu trong khối Nhà nước với tổng ngân sách 562 nghìn tỷ đồng sẽ được thực hiện vào ngày 1/7/2024, sẽ góp phần thúc đẩy tiêu dùng trong nước.

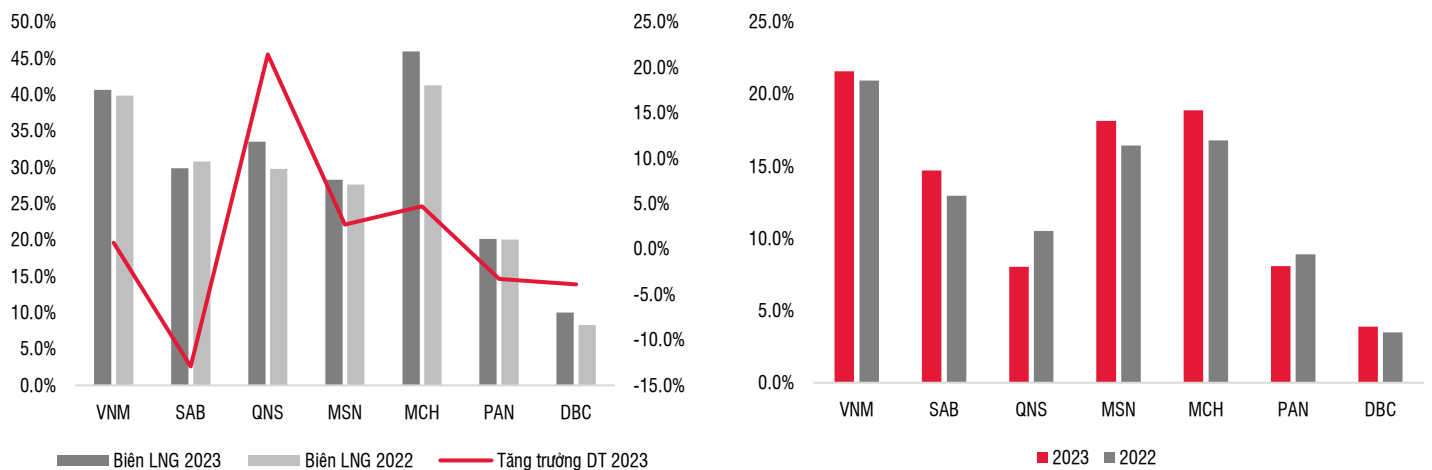
Ngược lại, áp lực thanh toán trái phiếu doanh nghiệp đến hạn vẫn là một vấn đề lớn trong năm 2024 và thị trường bất động sản có thể sẽ phục hồi với tốc độ khá chậm, chưa kể đến việc lãi suất tiền gửi đã chạm đáy trong năm 2023. Những yếu tố vĩ mô này sẽ tiếp tục đè nặng lên chi tiêu hộ

gia đình trong năm 2024, và mức tiêu thụ chỉ có thể cải thiện trong nửa cuối năm 2024. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các công ty F&B sẽ chỉ đạt mức tăng trưởng doanh thu một con số chủ yếu nhờ vào sản lượng tiêu thụ tăng từ nền thấp năm 2023.

- Sự phục hồi của biên lợi nhuận gộp phụ thuộc nhiều vào mức tăng trưởng doanh thu.

Chúng tôi đã kỳ vọng rằng giá hàng hóa sẽ có sự điều chỉnh trong năm 2023 (bao gồm hàng hóa Nông nghiệp và giá dầu) có thể sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận cho doanh nghiệp sản xuất. Tuy nhiên, do doanh thu yếu nên phải mất thêm nhiều thời gian hết để xử lý hàng tồn kho giá cao, điều này đã ảnh hưởng đến việc cải thiện biên lợi nhuận gộp. Ví dụ như đối với VNM, chúng tôi quan sát thấy biên lợi nhuận gộp chỉ bắt đầu cải thiện từ Q3/2023. Masan Consumer (MCH: HOSE) đạt kết quả kinh doanh tốt hơn, với biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 41,3% lên 45,9% trong năm 2023 nhờ công ty duy trì mức tăng trưởng doanh số ổn định (xem biểu đồ dưới đây) và rất tích cực trong hoạt động R&D. Theo đó, MCH đạt mức tăng trưởng lợi nhuận ròng 31% trong năm 2023 và vượt trội hơn so với hầu hết các công ty cùng ngành. Một điểm khác gây áp lực lên lợi nhuận là các chương trình khuyến mãi và giảm giá mạnh mà các doanh nghiệp FMCG thực hiện để thúc đẩy tiêu dùng. Chúng tôi nhận thấy hầu hết các công ty đều ghi nhận chi phí bán hàng tăng lên trong năm 2023 (xem biểu đồ dưới đây).

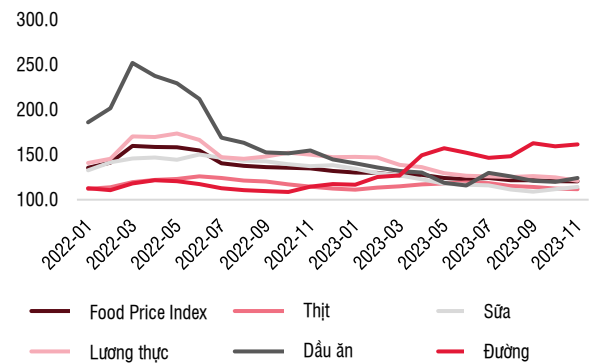
**Tăng trưởng doanh thu (RHS) và biên lợi nhuận gộp trong năm 2023**      **Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu**



Nguồn: Công ty, SSI

**Triển vọng giá hàng hóa không chắc chắn do căng thẳng địa chính trị.** Ngoại trừ đường, hầu hết giá hàng hóa Nông nghiệp khác bắt đầu điều chỉnh trong năm 2023. 4 năm qua là khoảng thời gian đầy biến động đối với giá cả hàng hóa lương thực toàn cầu do chiến tranh, thời tiết khắc nghiệt và gián đoạn chuỗi cung ứng. Bước sang năm 2024, khi hiện tượng El-nino dự xuống và các hạn chế xuất khẩu được nới lỏng thì các xung đột địa chính trị đang diễn ra có thể sẽ gây ra biến động cho hàng hóa toàn cầu. Cụ thể hơn, nếu căng thẳng ở Biển Đỏ kéo dài hoặc leo thang, sẽ có sự gián đoạn trong vận tải hàng hải toàn cầu. Kênh đào Suez là tuyến thương mại quan trọng khi phục vụ 12% tổng lưu lượng giao thông toàn cầu và chiếm tới 30% sản lượng container toàn cầu. Ngoài ra, theo Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) vào năm 2021, 5% lượng dầu thô của thế giới, 10% sản phẩm từ dầu và 8% khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) đi qua kênh đào Suez. Thêm vào đó, 14,5% sản lượng ngũ cốc và phân bón nhập khẩu toàn cầu cũng đi qua kênh đào Suez. Rabobank ước tính giá mặt hàng sữa sẽ tăng cao hơn trong năm 2024 do nhu cầu được cải thiện từ mức nền thấp năm 2023 và nhu cầu nhập khẩu sữa của Trung Quốc tiếp tục là động lực tăng giá. Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi dựa theo ước tính của EIA, giá dầu trung bình có thể giữ nguyên mức hiện tại hoặc giảm nhẹ so với mức trung bình năm 2023.

### Chỉ số giá hàng hóa thực phẩm của FAO



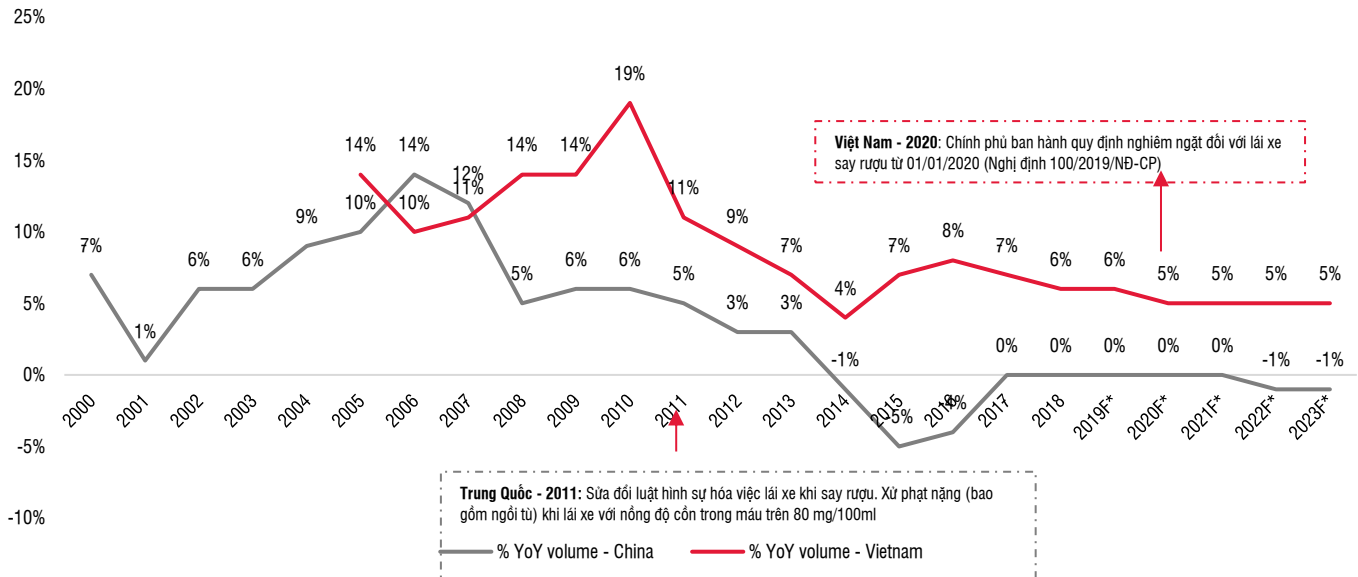
Nguồn: FAO

**Lãi suất giảm sẽ hỗ trợ cho lợi nhuận của doanh nghiệp:** Chúng tôi kỳ vọng rằng mặt bằng lãi suất thấp hơn sẽ hỗ trợ lợi nhuận của các doanh nghiệp có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao, như MSN. Trong năm 2023, chi phí lãi vay của MSN tăng 43% svck, chiếm 73% EBIT. Tính đến tháng 10/2023, khoản nợ bằng USD của MSN ở mức 1,4 tỷ USD và (các) đợt cắt giảm lãi suất của Fed vào năm 2024 sẽ hỗ trợ cho lợi nhuận của MSN trong năm 2024.

#### • Triển vọng lợi nhuận

**Đối với các doanh nghiệp bia:** Chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn về triển vọng của mặt hàng này trong năm 2024, vì mức tiêu thụ có thể sẽ tiếp tục bị tác động đồng thời từ nghị định 100 và thu nhập của người tiêu dùng giảm sút. Nhìn vào Trung Quốc, Chính phủ nước này áp dụng luật Lái xe nghiêm ngặt từ năm 2011 và có hiệu lực đến năm 2023, mức tăng trưởng tiêu thụ bia đã chứng lại đáng kể (xem biểu đồ bên dưới). Do đó, chúng tôi cho rằng các luật nghiêm ngặt tương tự được áp dụng tại Việt Nam kể từ năm 2020 sẽ là yếu tố chính khiến mức tăng trưởng tiêu thụ bia chậm lại. Ngoài ra, việc người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu là một điểm nổi bật của năm 2023, khi Heineken ghi nhận mức giảm 13% về sản lượng tiêu thụ tại Việt Nam trong khoảng 9T2023 do mức tiêu thụ sản phẩm cao cấp sụt giảm, trong khi các thương hiệu phổ thông của hãng như Heineken Silver và Tiger Crystal lại giành được thị phần. Sabeco cũng cho biết doanh nghiệp đã giành được thị phần trong 9T2023 phần lớn nhờ lợi thế cạnh tranh trong phân khúc phổ thông khi người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu chuyển từ sản phẩm cao cấp sang sản phẩm phổ thông. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục diễn ra đến năm 2024. Giá mạch nha thuận lợi hơn (giảm 17% svck) trong năm 2024 sẽ là một cơ hội tốt vì SAB sẽ chốt giá nguyên liệu trong 9 tháng tới từ tháng 8 đến tháng 9/2024.

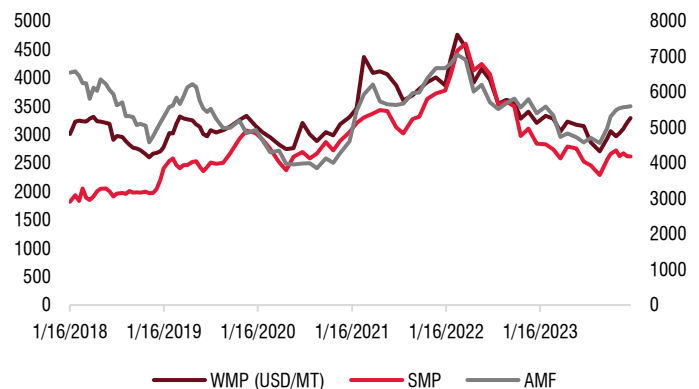
Thị trường bia ở Trung Quốc có xu hướng giảm và sau đó ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng hạn chế kể từ năm 2011. Với xu hướng tăng trưởng hiện tại dường như cho thấy thị trường bia Việt Nam chậm hơn Trung Quốc 5-7 năm với chu kỳ tăng trưởng tương tự.



Nguồn: Euromonitor, E-malt, KPMG. \* Euromonitor dự báo doanh thu năm 2018 chưa xét đến việc áp dụng Nghị định 100/2019/NĐ-CP và đại dịch Covid-19

**Đối với các doanh nghiệp sữa:** Chúng tôi nhận thấy nhu cầu tiêu dùng vẫn yếu trong năm 2024, do sự thay đổi trong thói quen tiêu dùng hướng tới các sản phẩm sữa có giá trị gia tăng cao hơn bị chững lại bởi môi trường vĩ mô hiện tại vẫn yếu. Tuy nhiên, chúng tôi thực sự kỳ vọng các sáng kiến của công ty, chẳng hạn như việc thay đổi nhận diện thương hiệu của VNM, sẽ mang lại mức tăng trưởng sản lượng một con số trong năm 2024. Chi phí nguyên liệu thấp hơn đã bắt đầu tác động đến biên lợi nhuận gộp của VNM từ Q3/2023 và sẽ tiếp tục thể hiện tác động tích cực lên biên lợi nhuận của VNM trong các quý của năm 2024. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý đến các yếu tố ở chiều ngược lại sẽ tác động tiêu cực lên biên ròng của công ty như: (1) chi phí bán hàng tăng; và (2) tỷ trọng doanh thu từ các danh mục có biên lợi nhuận cao, như sữa bột thấp đi.

#### Giá trứng thầu bột sữa



Nguồn: Global Dairy Trade

**Đối với giá heo:** Giá heo hơi trung bình năm 2023 dao động ở mức khoảng 54.000/kg (giảm 6% svck), thấp hơn dự báo của chúng tôi phần lớn do nhu cầu ẩm đạm, nguồn cung phục hồi ổn định, nguồn cung giá thấp và việc nhập khẩu heo trái phép từ Trung Quốc. Hơn nữa, chi phí thức ăn vẫn neo mức cao (tăng 1%-3% svck), khiến người chăn nuôi nhỏ lẻ bị lỗ (chi phí giá vốn khoảng 45-52.000 đồng/kg), theo dữ liệu của Cục Chăn nuôi.

Bước sang năm 2024, chúng tôi kỳ vọng chi phí thức ăn chăn nuôi sẽ giảm hơn nữa (theo Rabobank) và nhu cầu tiêu dùng quay trở lại, đặc biệt là từ nhóm công nhân khu công nghiệp. Tuy nhiên, việc thiếu vắc xin ASF hiệu quả cùng với giá heo hơi Trung Quốc thấp hơn thị trường có thể làm ảnh hưởng tới tốc độ tăng trưởng của ngành.

Giá heo hơi trung bình có thể tăng nhưng sẽ không thể quá cao do hiện tại nguồn cung dồi dào và giá heo hơi ở Trung Quốc vẫn đang ở mức thấp. Chúng tôi kỳ vọng giá heo hơi sẽ dao động ở mức 55.000-60.000 đồng/kg vào năm 2024 (tăng 2% đến 11% svck), điều này sẽ mang lại lợi thế cho DBC và BAF so với các trang trại nhỏ lẻ vì các doanh nghiệp này có giá vốn thấp hơn và có các biện pháp ngăn ngừa dịch bệnh tốt hơn. Ngoài ra, tổng đàn heo trong tháng 11/2023 đang ở mức cao hơn 4% svck và đủ cung cấp cho dịp Tết Nguyên đán 2024. Nếu xu hướng này tiếp tục diễn ra thì sẽ không có tình trạng thiếu hụt cung trong cả năm 2024.

#### **Dự báo lợi nhuận của các doanh nghiệp:**

Dựa trên các doanh nghiệp mà chúng tôi nghiên cứu, tăng trưởng doanh thu và LNST năm 2024 ước tính lần lượt là 9,6% và 16,2%, phần lớn đến từ MSN và DBC.

- **Luận điểm đầu tư:** Chúng tôi kỳ vọng ngành F&B sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận là 16,2% trong năm 2024, khá phù hợp với mức tăng trưởng chung của toàn thị trường (dựa trên ước tính cho 83 công ty của SSI Research) và phần lớn nhờ vào tăng trưởng của MSN. Lợi nhuận của VNM và SAB dự kiến sẽ tăng trưởng lần lượt là 12,1% và 10,4%, thấp hơn trung bình ngành. Tuy nhiên, nếu so sánh với bản thân doanh nghiệp trong quá khứ, mức tăng trưởng của VNM cũng là mức đáng khích lệ. Hơn nữa, mức tăng trưởng doanh thu của ngành F&B cũng không mấy hấp dẫn khi chỉ cải thiện một chút so với mức nền so sánh thấp của năm 2023. Do đó, chúng tôi có quan điểm **Trung lập** đối với ngành trong năm 2024 - một năm được cho là năm của sự phục hồi và tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ.

**Cổ phiếu ưa thích: CTCP Sữa Việt Nam (VNM: HOSE)**

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 67.000 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 82.000 Đồng/cp.**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Doanh thu và lợi nhuận dự kiến có tăng trưởng trong năm 2024 sau thời gian dài không tăng trưởng. Định giá rẻ tương đối so với mức định giá trong quá khứ và các DN cùng ngành khác.
  - ✓ Bảng cân đối kế toán lành mạnh.
  - ✓ Yếu tố thúc đẩy tăng trưởng dài hạn có thể đến từ thị trường mới và hoạt động kinh doanh mới, như thịt bò.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Tốc độ tăng trưởng doanh thu thấp hơn dự kiến.
  - ✓ Chi phí nguyên liệu và chi phí bán hàng cao hơn dự kiến do cạnh tranh gay gắt.

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	59.636	60.919	59.956	60.369	63.739
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	5,9%	2,2%	-1,6%	0,7%	5,6%
Lợi nhuận gộp	27.669	26.278	23.897	24.545	26.991
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	46,4%	43,1%	39,9%	40,7%	42,3%
Thu nhập tài chính	1.581	1.215	1.380	1.716	1.301
Chi phí tài chính	-309	-202	-618	-503	-274
SG&A	-15.406	-14.518	-14.144	-14.774	-15.552
Thu nhập ròng khác	-21	195	4	64	38
Lợi nhuận trước thuế	13.519	12.922	10.496	10.968	12.404
Lợi nhuận ròng	11.236	10.633	8.578	9.019	10.109
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>	6,5%	-5,4%	-19,3%	5,2%	12,1%
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	18,8%	17,5%	14,3%	14,9%	15,9%
EPS (VND)	5.311	4.485	3.627	3.779	4.236

Nguồn: VNM, SSI Research

## Cổ phiếu theo dõi: QNS, MSN

### 1. CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS: UPCOM)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 46.000 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 52.500 Đồng/cp.**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ QNS là doanh nghiệp dẫn đầu trong số các doanh nghiệp sản xuất đường và sữa đậu nành tại thị trường Việt Nam. Trong năm 2023, kết quả kinh doanh ghi nhận mức cao kỷ lục, với doanh thu thuần đạt 10 nghìn tỷ đồng (tăng 21% svck) và LNST đạt 2,2 nghìn tỷ đồng (tăng 71% svck).
  - ✓ Bảng cân đối kế toán mạnh với lượng tiền mặt cao. Công ty cung cấp cổ tức bằng tiền mặt ổn định (tỷ lệ cổ tức 8%).
  - ✓ Sản lượng đường giữ mức tăng trưởng ổn định và mức tiêu thụ sữa đậu nành phục hồi sẽ là yếu tố hỗ trợ cho tăng trưởng của QNS.
  - ✓ Tỷ suất cổ tức duy trì cao ở mức 8%
- **Rủi ro:**
  - ✓ Giá đường thấp hơn dự kiến
  - ✓ Mức tiêu thụ sữa đậu nành thấp hơn dự kiến.

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	6.490	7.335	8.259	10.023	11.522
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	-15,5%	13,0%	12,6%	21,4%	9,4%
Lợi nhuận gộp	2.051	2.262	2.460	3.357	3.432
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	31,6%	30,8%	29,8%	33,5%	29,8%
Thu nhập tài chính	142	143	191	341	411
Chi phí tài chính	-72	-66	-84	-139	-132
SG&A	-888	-946	-1.104	-1.198	-1.175
Thu nhập ròng khác	33	47	39	91	64
Lợi nhuận trước thuế	1.266	1.439	1.503	2.452	2.599
Lợi nhuận ròng	1.053	1.254	1.285	2.189	2.301
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>	-18,5%	19,0%	2,5%	70,5%	5,1%
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	16,2%	17,1%	15,6%	21,8%	20,0%
EPS (VND)	3.494	4.159	4.262	7.174	7.539

Nguồn: QNS, SSI Research



## 2. CTCP Tập đoàn MaSan (MSN: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 64.400 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 74.200 Đồng/cp.**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Chúng tôi ước tính NPATMI sẽ đạt tăng trưởng mạnh 177% trong năm 2024 từ mức nền so sánh cực kỳ thấp trong năm 2023.
  - ✓ Câu chuyện tiêu dùng dài hạn của Việt Nam vẫn tích cực.
  - ✓ Các hoạt động của doanh nghiệp, bao gồm niêm yết công ty con TCX hoặc thoái vốn khỏi mảng kinh doanh không cốt lõi, có thể đóng vai trò là yếu tố hỗ trợ cho giá cổ phiếu và lợi nhuận doanh nghiệp.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Nhu cầu đối với các dòng sản phẩm của tập đoàn phục hồi thấp hơn kỳ vọng.
  - ✓ Tỷ lệ đòn bẩy vẫn duy trì ở mức cao bào mòn lợi nhuận.

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	37.621	38.188	37.354	77.218	88.629	76.189	78.252	89.514
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	-13,1%	1,5%	-2,2%	106,7%	14,8%	-14,0%	2,7%	14,4%
Lợi nhuận gộp	11.632	11.881	10.941	17.889	22.135	21.035	22.121	25.750
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	30,9%	31,1%	29,3%	23,2%	25,0%	27,6%	28,3%	28,8%
Thu nhập tài chính	1.405	1.902	1.188	1.431	6.800	2.576	2.405	1.074
Chi phí tài chính	-3.696	-3.091	-2.201	-4.557	-5.707	-6.362	-8.130	-8.764
SG&A	-7.203	-6.330	-6.098	-16.207	-15.851	-16.366	-17.942	-18.132
Thu nhập ròng khác	-43	-33	1.092	1.129	216	-76	213	0
Lợi nhuận trước thuế	4.139	6.244	7.105	2.325	11.489	5.147	2.563	4.361
NPATMI	3.103	4.916	5.558	1.234	8.563	3.567	419	1.161
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>	11,1%	58,5%	13,0%	-77,8%	593,9%	-58,3%	-88,3%	177,4%
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	8,2%	12,9%	14,9%	1,6%	9,7%	4,7%	0,5%	1,3%
EPS (VND)	2.681	4.227	4.754	1.050	7.253	2.505	293	816

Nguồn: MSN, SSI Research

## Hàng tiêu dùng Thiết yếu - Thủy sản: Dự kiến phục hồi vào nửa cuối năm 2024

Triển vọng năm 2024: Tích cực

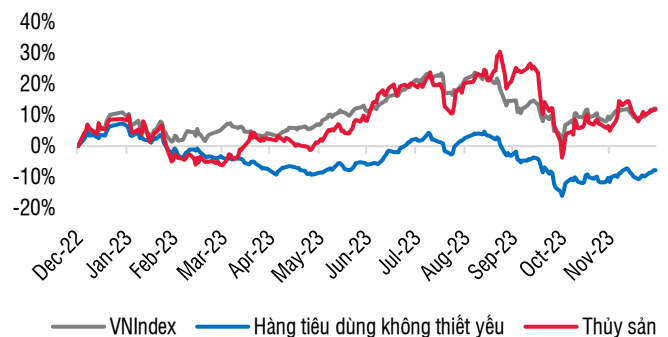
Cổ phiếu ưa thích: FMC. Cổ phiếu theo dõi: VHC

### Kết quả ngành 2023: diễn biến phù hợp so với VNIndex, do nhà đầu tư đang chờ đợi lợi nhuận của ngành tạo đáy

Trong năm 2023, cổ phiếu ngành thủy sản tăng 11,7% so với đầu năm, khá sát với mức tăng 12% của chỉ số VNIndex. Các cổ phiếu có diễn biến giá tích cực nhất bao gồm FMC (+47%); ANV (+43%); và VHC (+7%).

Với FMC, thị trường xuất khẩu tôm Nhật Bản vẫn duy trì tốt nhờ trạng trại tôm mới đi vào hoạt động. Với ANV là doanh nghiệp mới gia nhập thị trường Mỹ trong năm 2023. Trong khi đó, VHC với hoạt động xuất khẩu chính vào thị trường Mỹ lại ghi nhận kết quả yếu hơn ngành do thị trường Mỹ là thị trường có mức suy giảm mạnh nhất.

Diễn biến ngành trong năm 2023

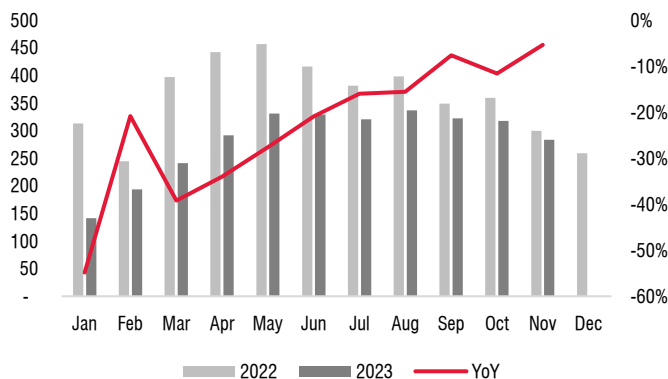


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

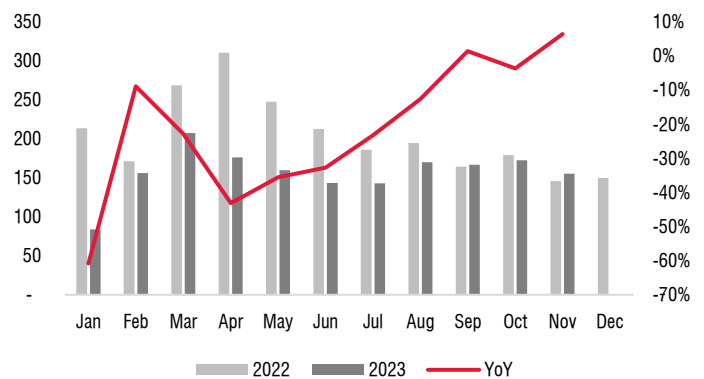
### Triển vọng năm 2024

- Chúng tôi kỳ vọng tốc độ phục hồi chậm trong năm 2024, chủ yếu là vào nửa cuối năm 2024, do xuất khẩu thủy sản Việt Nam tiếp tục có xu hướng giảm từ năm 2023. Trong 11 tháng đầu năm 2023, kim ngạch xuất khẩu thủy sản Việt Nam đạt 8,2 tỷ USD (giảm 20% svck), trong đó xuất khẩu tôm và cá tra lần lượt đạt 3,1 tỷ USD (giảm 23% svck) và 1,7 tỷ USD (giảm 27% svck). Chúng tôi lưu ý rằng tốc độ giảm của xuất khẩu thủy sản đã giảm dần kể từ Q2/2023, tuy nhiên không ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể và giá bán trung bình so với năm trước vẫn đang suy giảm.

Kim ngạch xuất khẩu tôm (triệu USD)



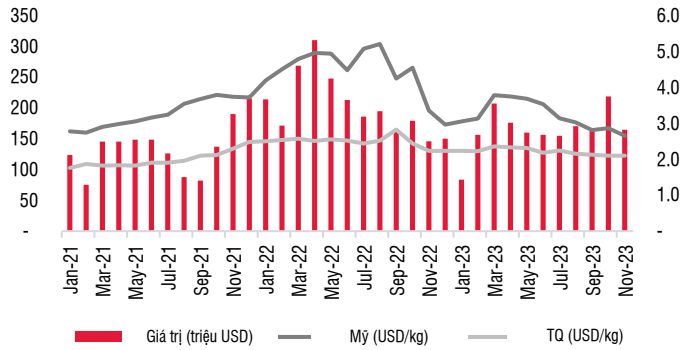
Kim ngạch xuất khẩu cá tra (triệu USD)



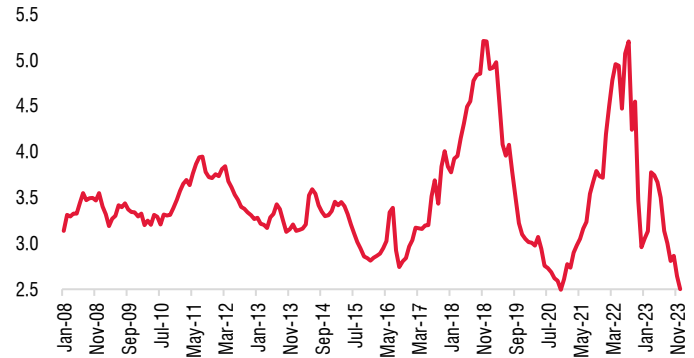
Nguồn: Vasep, SSI Research

- **Đối với ngành cá tra**, nhìn lại chu kỳ trước, chúng tôi quan sát thấy giá bán trung bình phải mất từ 1,5-2 năm để chạm đáy và mất khoảng 4 năm để đi hết chu kỳ. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình của cá tra có thể tăng trở lại trong nửa cuối năm 2024 (hai năm từ đỉnh xuống đáy). Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất sang Châu Âu và Trung Quốc sẽ bù đắp một phần sự sụt giảm sản lượng xuất sang Mỹ trong nửa đầu năm 2024 và nhu cầu từ Mỹ sẽ phục hồi từ nửa cuối năm 2024 (mùa cao điểm). Trong tháng 12/2023, giá bán trung bình sang Mỹ và Trung Quốc lần lượt đạt 2,5 USD/kg (giảm 16% svck) và 2,1 USD/kg (giảm 8% svck), tiếp tục xu hướng giảm kể từ tháng 8/2022.

Giá trị xuất khẩu cá tra và giá bán bình quân xuất sang Mỹ và TQ



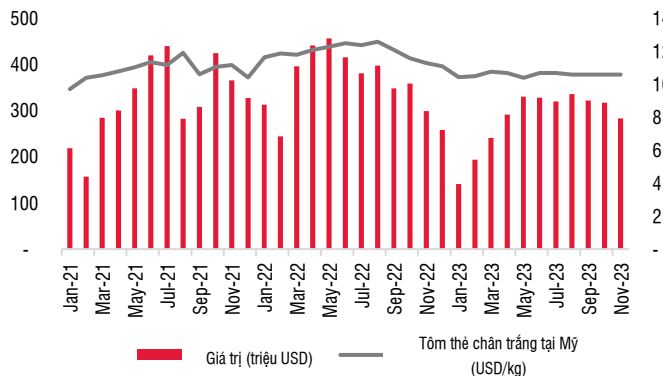
Giá bán bình quân cá tra xuất sang Mỹ (USD/kg)



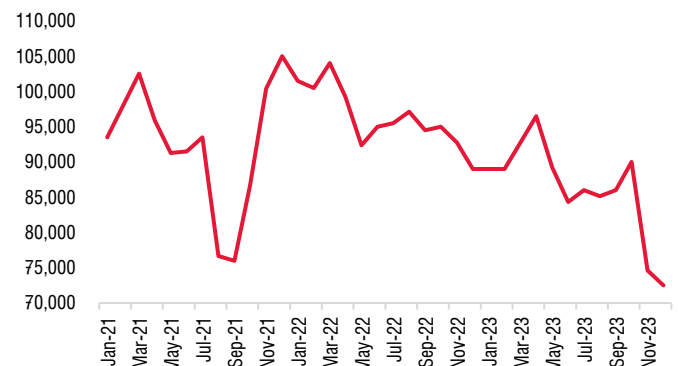
Nguồn: Agromonitor, SSI Research

- **Đối với ngành tôm**, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp xuất khẩu tôm trong nước sẽ tập trung vào các sản phẩm có giá trị gia tăng và chúng tôi kỳ vọng giá trị xuất khẩu theo tháng sẽ tăng với tốc độ chậm. Chúng tôi lưu ý rằng trong số các nước xuất khẩu tôm hàng đầu, Việt Nam đứng thứ 4 tại thị trường Mỹ (sau Ấn Độ, Indonesia, Ecuador) và đứng số 1 tại Nhật Bản, do Việt Nam có lợi thế sản xuất các sản phẩm có giá trị gia tăng với nguồn công nhân lành nghề sử dụng công nghệ xử lý tiên tiến. Ecuador/Ấn Độ/Indonesia chủ yếu xuất khẩu tôm chưa qua chế biến với giá bán thấp. Trong tháng 12/2023, giá xuất khẩu tôm sang Mỹ đạt khoảng 6,8-7,6 USD/kg (giảm 13% svck), so với giá xuất khẩu tôm của Việt Nam sang Mỹ ở mức 10,6 USD/kg (giảm 5% svck). Giá bán tôm bình quân có thể duy trì ổn định hoặc tăng nhẹ so với cùng kỳ trong năm 2024 do nhu cầu tiêu dùng phục hồi yếu và phải cạnh tranh với Ecuador/Ấn Độ/Indonesia (giá chiết khấu cao hơn).

Tổng giá trị xuất khẩu tôm và giá bán bình quân sang Mỹ



Giá tôm nguyên liệu (đồng/kg)



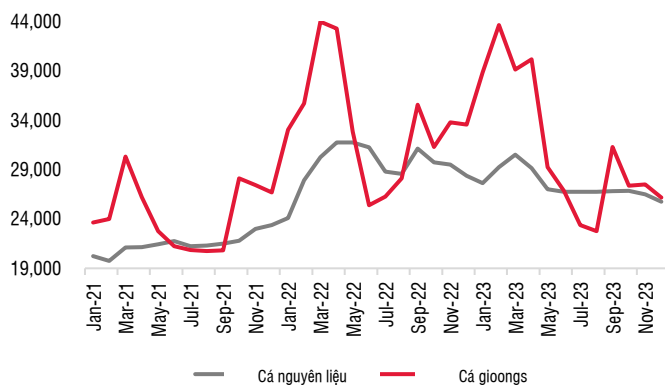
Nguồn: VASEP, SSI Research

- **Giá đầu vào giảm giúp hỗ trợ một phần biên lợi nhuận gộp của các công ty chế biến:** Do giá bán trung bình giảm, trong tháng 12/2023, chúng tôi nhận thấy giá cá nguyên liệu và cá giống lần lượt giảm 9% và 22% svck. Giá tôm nguyên liệu giảm 19% svck trong tháng 12/2023.

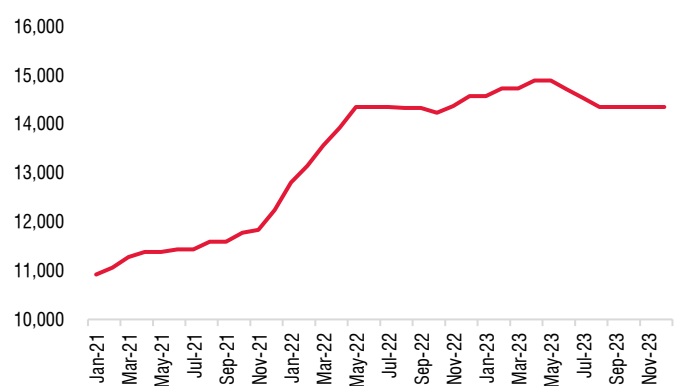
Do sản lượng đơn đặt hàng phục hồi yếu, chúng tôi cho rằng sẽ không thiếu nguồn cung tôm hay cá nguyên liệu và giá sẽ giảm nhẹ do nhu cầu yếu. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp vẫn sẽ giảm so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2024 do giá bán trung bình giảm so với cùng kỳ và mức giảm nhanh hơn so với nguyên liệu đầu vào.

- **Chi phí vận chuyển tăng có thể làm suy yếu lợi nhuận của các doanh nghiệp xuất khẩu trong Q1/2024:** Do căng thẳng tại Biển Đỏ leo thang, chi phí vận chuyển từ Việt Nam đến thị trường Mỹ/Châu Âu tăng hơn gấp đôi trong tháng 1/2024 so với tháng 12/2023. Chúng tôi ước tính chi phí vận chuyển tăng sẽ khiến chi phí vận chuyển/doanh thu của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra tăng khoảng 3-5% trong tháng 12/2023 lên 7-10% trong tháng 1/2024. Hầu hết các doanh nghiệp xuất khẩu đều sử dụng hợp đồng FOB khi xuất khẩu, nghĩa là người mua sẽ chịu chi phí vận chuyển. Tuy nhiên, do nhu cầu vẫn suy yếu nên người mua có thể đàm phán với nhà cung cấp để chia sẻ gánh nặng. Vì vậy, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp xuất khẩu trong Q1/2024 có thể phải đối mặt với chi phí bán hàng cao hơn hoặc giá bán thấp hơn cho đến khi căng thẳng Biển Đỏ hạ nhiệt.

Giá cá nguyên liệu và cá giống (đồng/kg)



Giá thức ăn thủy sản (đồng/kg)



Nguồn: VASEP, SSI Research

- **Xét về định giá, chúng tôi nhận thấy mức định giá sẽ hướng về mức trên trong phạm vi P/E trung bình 10 năm trong khoảng 6x-11x,** vì nhà đầu tư kỳ vọng lợi nhuận sẽ chạm đáy trong năm 2024, với mức tăng trưởng âm trong nửa đầu năm 2024 và tăng trưởng dương trong nửa cuối năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của ngành thủy sản sẽ tăng khoảng 20%-30% svck trong năm 2024 (chủ yếu là trong nửa cuối năm 2024), so với mức giảm lợi nhuận khoảng 50%-80% svck trong năm 2023. Cổ phiếu ngành thủy sản hiện giao dịch ở mức P/E 2024 trong khoảng 9x-31x, phản ánh mức lợi nhuận dự kiến phục hồi trong năm 2024. Định giá cổ phiếu đang ở mức cao lịch sử, tuy nhiên chưa có dấu hiệu rõ ràng nào cho thấy giá cá tra sẽ phục hồi. Với giả định của chúng tôi rằng giá cá tra sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2024, mức lợi nhuận năm 2024 có thể sẽ vẫn thấp hơn lợi nhuận trong giai đoạn 2021-2022. Chúng tôi lưu ý rằng bất kỳ dấu hiệu tích cực nào về sự phục hồi doanh thu tháng và giá bán trung bình đều có thể cải thiện tâm lý đối với cổ phiếu liên quan đến tôm/cá tra.
- **Khuyến nghị đối với ngành: Trung lập**
- **Yếu tố hỗ trợ/rủi ro:** (i) Tiêu dùng Mỹ/Trung Quốc mạnh/yếu hơn dự kiến; và (ii) giá bán bình quân cao hơn/thấp hơn dự kiến.

STT	CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
1	VHC	1,3%	64.500	63.700	79,7%	-54,6%	38,3%	6,8	15,2	9,4	26,2%	11,1%	13,2%	2,9%	2,7%	3,1%
2	FMC	24,4%	55.500	44.600	15,7%	-10,7%	31,5%	7,0	10,7	8,0	15,2%	13,5%	15,3%	6,2%	4,4%	4,5%
3	ANV	7,7%	32.250	29.950	423,3%	-93,8%	218,6%	4,3	98,1	29,9	23,4%	1,5%	4,5%	4,4%	3,2%	3,3%

Nguồn: SSI Research

## Cổ phiếu ưa thích: FMC. Cổ phiếu theo dõi: VHC

### 1. CTCP Thực phẩm Sao Ta (FMC: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 44.600 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 55.500 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Trong năm 2023, FMC đạt 5,1 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (giảm 11% svck), mức giảm thấp hơn so với thị trường xuất khẩu tôm trong nước nói chung do thị trường trọng điểm của FMC là Nhật Bản vẫn duy trì ổn định.
  - ✓ Thị trường Nhật Bản chiếm 40% tổng doanh thu. Thị trường có giá bán trung bình cao hơn, ít cạnh tranh và rào cản gia nhập cao do quốc gia này ưa chuộng các sản phẩm có giá trị gia tăng.
  - ✓ Vinfarm ở Vĩnh Thuận (203 ha) đi vào hoạt động hết công suất từ tháng 7/2023, giúp tăng khả năng sử dụng cung nguyên liệu đầu vào lên khoảng 40% trong năm 2024 (so với 30% vào năm 2022).
- **Rủi ro:**
  - ✓ Giá tôm thấp hơn dự kiến.
  - ✓ Nhu cầu yếu hơn dự kiến ở thị trường Nhật Bản.

### Bảng tài chính tóm tắt

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	3.710	4.415	5.199	5.702	5.087	6.029
NPATMI	230	226	267	309	276	363
Tăng trưởng NPATMI (% svck)	27,3%	-1,7%	18,1%	15,8%	-10,7%	31,5%
EPS (VND)	2.985	2.928	3.630	4.276	4.018	5.549
ROE (%)	27,1%	21,6%	18,8%	15,7%	13,1%	16,1%
Tỷ suất cổ tức (%)	10,9%	7,7%	5,0%	5,0%	4,4%	4,4%
Nợ/VCSH (%)	0,27	0,41	0,21	0,24	0,21	0,21
P/E (x)	7,7	11,03	10,98	8,78	10,64	8,11
P/B (x)	1,11	1,95	1,32	1,41	1,41	1,27
EV/EBITDA (x)	3,6	5,34	5,76	6,05	6,01	4,87

Nguồn: FMC, SSI Research

## 2. CTCP Vĩnh Hoàn (VHC: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 63.700 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 64.500 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ VHC dẫn đầu các doanh nghiệp sản xuất cá tra với CAGR LNST đạt 27% giai đoạn 2017-2022. Trong năm 2023, VHC đạt 10 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (giảm 24% svck) do giá bán trung bình tại Mỹ giảm 30% svck. Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi giá bán trung bình trong nửa cuối năm 2024 sẽ là động lực tăng trưởng chính của VHC.
  - ✓ VHC là công ty niêm yết duy nhất được miễn thuế chống bán phá giá liên tục khi xuất khẩu cá tra sang Mỹ, đến năm 2022. ANV là công ty niêm yết thứ hai được hưởng miễn thuế và bắt đầu xuất khẩu sang Mỹ trong năm 2023. Mức thuế xuất khẩu dành cho các công ty khác dự kiến sẽ là 0,14 USD/kg (giảm từ 2,39 USD/kg trong POR 18) cho năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các đối thủ của VHC có thể sẽ cần khoảng 2 năm để gia nhập thị trường Mỹ nhằm tìm kiếm nhà phân phối và khách hàng cũng như thiết lập hệ thống kiểm soát (kiểm tra lại hàng năm). Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ giữ được vị thế dẫn đầu tại thị trường Mỹ (40% thị phần).
  - ✓ VHC gần đây đã đầu tư vào dự án Sa Giang và Thanh Ngọc Fruit để đa dạng hóa dòng sản phẩm và hỗ trợ dòng tiền trong chu kỳ đi xuống của ngành cá tra.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Giá cá tra thấp hơn dự kiến.
  - ✓ Nhu cầu từ thị trường Mỹ yếu hơn dự kiến.
  - ✓ Cạnh tranh về giá từ đối thủ ANV, một đối thủ mới thâm nhập thị trường Mỹ trong năm 2023.

### Bảng tài chính tóm tắt

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	7.867	7.037	9.054	13.239	10.039	11.584
NPATMI	1.179	719	1.101	1.977	897	1.240
Tăng trưởng NPATMI (% svck)	-18,2%	-39,0%	53,1%	79,5%	-54,6%	38,2%
EPS (VND)	6.371	4.277	6.052	10.865	4.928	6.814
ROE (%)	26,5%	14,3%	20,1%	29,7%	11,2%	13,8%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	4,8%	3,2%	2,9%	0,0%	2,9%
Nợ/VCSH (%)	0,18	0,23	0,32	0,31	0,27	0,21
P/E (x)	6,22	9,68	10,38	6,42	13,86	10,02
P/B (x)	1,5	1,47	2,05	1,71	1,48	1,34
EV/EBITDA (x)	4,28	7,04	7,43	4,69	8,55	6,52

Nguồn: VHC, SSI Research

## Dầu khí: Tiếp tục xu hướng phân hóa lợi nhuận trong năm 2024

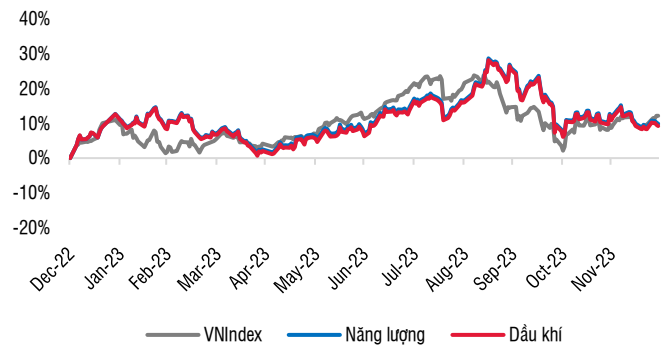
Triển vọng năm 2024: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: PLX, PVD

### Trong năm 2023, cổ phiếu ngành Dầu khí diễn biến gần với chỉ số VNIndex nhờ giá dầu ổn định

Trong năm 2023, giá cổ phiếu ngành Dầu khí tăng 9%, thấp hơn một chút so với chỉ số VNIndex nhưng chứng kiến sự phân hóa. Trong đó các cổ phiếu thượng nguồn như PVS và PVD có diễn biến giá tăng mạnh lần lượt là 59% và 81% nhờ hoạt động E&P cải thiện, đặc biệt là đại dự án Block B. Ngược lại, các cổ phiếu trung nguồn như PLX và GAS có diễn biến giá thấp hơn, cụ thể giá cổ phiếu PLX tăng 11% còn giá cổ phiếu GAS giảm 8% trong bối cảnh giá dầu không mấy tích cực trong nửa cuối năm. Ngoài ra, BSR là một trường hợp ngoại lệ khi đạt mức tăng giá là 45% trong năm 2023 nhờ mức nền giá thấp vào cuối năm 2022, sau khi giá cổ phiếu giảm 42% trong năm 2022 so với mức giảm 33% của VNIndex.

Diễn biến ngành trong năm 2023



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Triển vọng năm 2024

**Giá dầu trung bình năm 2024 có thể duy trì ổn định hoặc giảm nhẹ so với mức giá trung bình năm 2023 do nhu cầu có thể tăng trưởng chậm lại trong khi sản lượng tăng:** Theo EIA, nhu cầu dầu toàn cầu dự báo tăng 2,3 triệu thùng/ngày lên 101,7 triệu thùng/ngày trong năm 2023, cao hơn mức tăng chậm 1,8 triệu thùng/ngày của nguồn cung (đạt 101,9 triệu thùng/ngày).

Trong năm 2024, tăng trưởng nhu cầu toàn cầu dự kiến sẽ chậm lại còn 1,1 triệu thùng/ngày. Mặt khác, mặc dù OPEC+ tiếp tục cắt giảm 2,2 triệu thùng trong Q1/2024, nguồn cung dự kiến sẽ tăng 1,2 triệu thùng/ngày từ các quốc gia không thuộc OPEC+, đặc biệt là Mỹ, Brazil và Iran. Nguồn cung từ Mỹ ước tính tăng 1,4 triệu thùng/ngày trong năm 2023, chiếm 2/3 mức tăng trưởng nguồn cung ngoài OPEC+, so với mức giảm 400 nghìn thùng/ngày của OPEC+.

Chúng tôi kỳ vọng giá dầu trung bình sẽ đạt mức 75-85 USD/thùng trong năm 2024 so với mức trung bình 82 USD/thùng so với đầu năm. Theo Wood Mackenzie, mức giá này vẫn mang lại lợi nhuận cho phần lớn các dự án E&P hiện tại.

Giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg

**Cập nhật các dự án E&P trọng điểm:**

Với môi trường giá dầu neo ở mức cao trong năm 2023, hoạt động E&P toàn cầu đã ấm hơn đáng kể sau một thời gian dài thiếu đầu tư (giai đoạn 2016-2021), khi các quốc gia ở cả khu vực Trung Đông và APAC công bố kế hoạch bổ sung công suất trong 3-5 năm tới, thúc đẩy nhu cầu về các dịch vụ thượng nguồn như xây dựng EPCI và khoan ngoài khơi. Cụ thể, Công ty Dầu khí Quốc gia Abu Dhabi của UAE (ADNOC) đã phân bổ 650 triệu USD cho hàng nghìn giếng khoan trong kế hoạch tăng 25% công suất sản xuất dầu của UAE lên 5 triệu thùng/ngày vào năm 2030. Saudi Aramco cũng có kế hoạch tăng công suất thêm 1 triệu thùng/ngày vào năm 2027. Đối với Việt Nam, PVN cũng cho biết năm 2023 là năm thành công trong hoạt động thăm dò và sản xuất, với trữ lượng thăm dò mới là 13 triệu tấn quy dầu trong khi sản lượng dầu thô đạt 10,5 triệu tấn (cao hơn 12% so với kế hoạch). Sản lượng khí sản xuất cũng đạt 7,5 tỷ m<sup>3</sup> (cao hơn 25% so với kế hoạch).

Tại thị trường trong nước, kết thúc 1 năm 2023 kém tích cực, các hoạt động phát triển E&P đã bắt đầu có dấu hiệu cải thiện trong năm 2024 với việc hoàn thành và khởi động nhiều dự án (chi tiết như dưới đây). Dự án Block B vẫn là dự án E&P lớn nhất cả nước mà chúng tôi kỳ vọng có thể đạt được quyết định đầu tư cuối cùng và khởi công xây dựng trong nửa cuối năm 2024.

**LNG Thị Vải:** Kho cảng LNG Thị Vải có sức chứa 1 triệu tấn và khả năng cung cấp 1,4 tỷ m<sup>3</sup>/năm, đã chạy thử nghiệm thí điểm trong tháng 7 và đưa vào vận hành vào tháng 10. GAS cũng đang hoàn thiện nghiên cứu khả thi về việc mở rộng công suất kho cảng LNG Thị Vải lên 3 triệu tấn/năm cũng như dự án LNG Sơn Mỹ.

**Sư Tử Trắng (Sư Tử Trắng), giai đoạn 2B:** GAS đang cập nhật báo cáo tiền khả thi của dự án và dự kiến dự án sẽ bắt đầu đi vào hoạt động sớm nhất vào năm 2027, với nguồn cung khí 1,2 tỷ m<sup>3</sup>/năm. Giai đoạn 2A trước đó đã đi vào hoạt động từ tháng 6/2021, với tổng trữ lượng khí tự nhiên là 5,5 tỷ m<sup>3</sup> và 63 triệu thùng condensate dự kiến sẽ được khai thác trong giai đoạn 2021-2025.

**Lạc Đà Vàng (Lạc Đà Vàng):** Mỏ Lạc Đà Vàng thuộc bể Cửu Long đã có quyết định đầu tư cuối cùng vào cuối năm 2023 với tổng giá trị đầu tư là 700 triệu USD. Dự án dự kiến sẽ khai thác dòng khí đầu tiên vào năm 2026. Mỏ có tổng trữ lượng dầu quy đổi ước tính là 100 triệu thùng, và có thể khai thác tối đa từ 30 đến 40 nghìn thùng dầu quy đổi mỗi ngày.

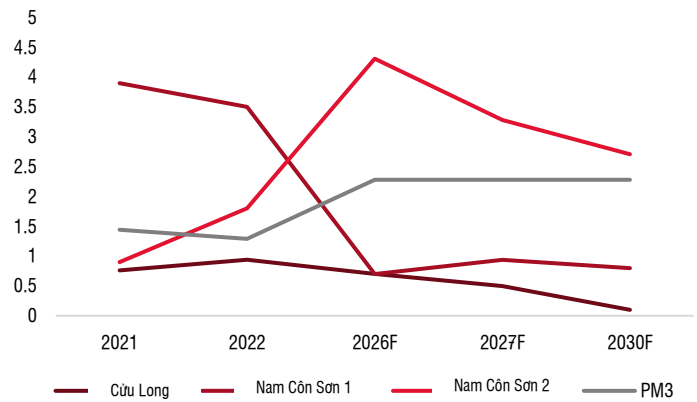
**Block B:** PVN đã tổ chức lễ ký kết và triển khai tại Hà Nội để khởi động đại dự án điện khí Block B – Ô Môn vào tháng 10/2023, tại buổi lễ liên danh nhà thầu PTSC-McDermott đã được trao gói thầu EPCI #1 với điều khoản giới hạn. Tổng giá trị của gói EPCI #1 (bao gồm giàn vận hành trung tâm, khu sinh hoạt và một số giàn đầu giếng) ước tính có tổng giá trị là 1,1 tỷ USD. Ngoài ra, các gói EPCI#2 và #3 gần đây cũng đã được trao thầu với các điều khoản giới hạn (cả cho PTSC và các đối tác của PTSC) cho giàn đầu giếng và đường ống nội địa. Điều này thể hiện ý chí mạnh mẽ của Chính phủ và các nhà đầu tư của dự án đang vượt qua nhiều trở ngại để đi đến quyết định đầu tư cuối cùng, với mục tiêu khai thác dòng khí đầu tiên vào năm 2026.

Gói thầu sẽ cho phép PTSC và các đối tác sớm chuẩn bị hợp đồng EPC dù chưa có quyết định đầu tư cuối cùng, với mục tiêu đẩy nhanh tiến độ dự án nếu nhà đầu tư đạt được quyết định đầu tư cuối cùng sau này. Tuy nhiên, giá trị công việc ban đầu sẽ tương đối nhỏ và không đóng góp nhiều vào chỉ tiêu tài chính trong nửa đầu năm 2024.



Trong năm 2024, với dự báo giá dầu khó tăng mạnh, dự án Block B vẫn sẽ là động lực chính của ngành dầu khí với tính chất khá cấp thiết để bù đắp cho các mỏ khí nội địa đang dần cạn kiệt trong thời gian tới. Chính phủ Việt Nam vẫn duy trì mục tiêu khai thác dòng khí đầu tiên vào cuối năm 2026. Tuy nhiên, vẫn còn những trở ngại trong việc giải quyết FID, đặc biệt là việc ký kết GSPA/GSA với cả sản lượng cam kết, giá khí và quyết định đầu tư cuối cùng cho dự án nhà máy điện Ô Môn 3 & 4. Những vấn đề này cần được Chính phủ làm rõ và đưa ra các biện pháp cụ thể hơn. Tuy nhiên, tin tức cập nhật về dự án sẽ tiếp tục hỗ trợ giá cổ phiếu ngành dầu khí, đặc biệt là các công ty thượng nguồn.

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



Nguồn: PVN, GAS, SSI Research

**Như đã đề cập ở trên, hoạt động E&P sôi động hơn làm tăng nhu cầu thăm dò và phát triển các mỏ dầu khí cũng như nhu cầu khoan cao hơn, đặc biệt đối với phân khúc khoan ngoài khơi vì hầu hết nhu cầu đều tập trung ở khu vực Trung Đông và APAC.** Điều này đẩy giá thuê ngày của các giàn khoan tự nâng IC 360-400 lên khoảng 120 nghìn-150 nghìn USD/ngày (từ mức thấp 60 nghìn USD/ngày trong năm 2021), gần như tương đương với khung giá trong chu kỳ khoan trước đây (giai đoạn 2013-2015), và giá thuê giàn nửa chìm nửa nổi được đẩy lên mức 250 nghìn-300 nghìn USD/ngày (cao hơn gấp đôi so với mức đáy gần đây). Theo S&P Global, tỷ lệ công suất giàn khoan cũng tốt hơn nhiều đạt gần 90%, so với công suất năm ngoài là từ 75% -80%. Nguồn cung mới cũng rất hạn chế, với các đơn đóng mới chỉ chiếm khoảng 4% số lượng giàn khoan tự nâng hiện tại, do đó, bất kỳ sự tăng trưởng nào về nhu cầu sẽ đẩy giá thuê tăng lên.

**Chúng tôi dự báo sự phân hóa về tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2023 vẫn sẽ tiếp diễn trong năm 2024.**

Năm 2023 là năm ghi nhận sự phân hóa về tăng trưởng lợi nhuận của các công ty dầu khí, trong đó các công ty trung nguồn như BSR và GAS có sự sụt giảm lợi nhuận đáng kể so với mức đỉnh năm 2022 do giá dầu giảm. Ngược lại, các công ty thượng nguồn như PVS và PVD đã đạt được sự phục hồi lợi nhuận tích cực nhờ hoạt động E&P sôi động hơn.

Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này có thể tiếp diễn trong năm 2024. Những cổ phiếu trung nguồn như GAS và BSR có thể tiếp tục ghi nhận mức lợi nhuận giảm khoảng 5%-10% do sản lượng tiêu thụ giảm do các mỏ hiện tại đang dần cạn kiệt (đối với GAS) và nhà máy tạm dừng hoạt động để bảo trì (đối với BSR). PLX sẽ có mức tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi dương do sản lượng tăng trưởng ổn định.

Ngược lại, các công ty thượng nguồn như PVD và PVS sẽ có thể duy trì đà tăng trưởng nhờ vào hoạt động E&P sôi động trong khu vực và được hưởng lợi chính từ dự án Block B. Chúng tôi dự báo PVD sẽ có mức tăng trưởng lợi nhuận cao nhất trong ngành, (tăng khoảng 80%) phần lớn nhờ công suất hoạt động cao hơn và giá cho thuê giàn khoan ổn định.

**Về mặt định giá, mức tăng trưởng lợi nhuận đã phần nào phản ánh vào giá:** Mức định giá của các cổ phiếu thượng nguồn như PVS và PVD đã được duy trì ở mức cao trong năm 2023 nhờ triển vọng dài hạn tích cực. Tuy nhiên, P/E TTM hiện tại vẫn thấp hơn mức đỉnh trong năm 2021.

Ngược lại, mức định giá của các cổ phiếu trung nguồn như GAS, PLX và BSR đã giảm do triển vọng tăng trưởng lợi nhuận năm 2024 giảm.

**Rủi ro:** Giá dầu giảm và dự án Block B-Ô Môn bị trì hoãn sau năm 2024.

## Cổ phiếu ưa thích: PLX & PVD

### 1. Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (Petrolimex, PLX: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 34.600 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 40.600 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Công ty có thể cải thiện thị phần, đặc biệt trong kênh bán lẻ khi Chính phủ áp dụng các biện pháp kiểm soát chặt chẽ hơn đối với hoạt động kinh doanh xăng dầu, đặc biệt là với một số công ty lớn như Xuyên Việt Oil, có doanh thu tương đương khoảng 10% doanh thu của PLX trong năm 2022.
  - ✓ Chính phủ đã phê duyệt Nghị định 80 vào ngày 17/11/2023 sửa đổi Nghị định 95/2021 và Nghị định 83/2014 quy định về kinh doanh xăng dầu. Theo đó, **chu kỳ điều chỉnh giá xăng dầu sẽ thay đổi từ 10 ngày xuống 7 ngày**, đồng thời điều chỉnh các yếu tố khác trong công thức tính giá xăng dầu như **chi phí vận chuyển, chi phí/ lợi nhuận định mức, thuế và phí sẽ được điều chỉnh theo quý, thay vì 2 lần/năm như trước đây**. Điều này sẽ giúp giá xăng dầu phản ánh chi phí hoạt động của nhà phân phối kịp thời hơn, từ đó giúp nhà phân phối quản lý được biên lợi nhuận.
  - ✓ Định giá hấp dẫn so với thị trường chung và trung bình lịch sử của cổ phiếu, đồng thời lợi nhuận cốt lõi dự kiến tăng hơn 10% trong năm 2024.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Giá dầu giảm đáng kể có thể sẽ có tác động tiêu cực trong ngắn hạn đến biên lợi nhuận của công ty.

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	189.604	123.919	169.009	304.080	274.253	285.188
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	-1,2%	-34,6%	36,4%	79,9%	-9,8%	3,99%
Lợi nhuận gộp	14.169	10.040	12.623	12.322	15.252	15.946
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	7,5%	8,1%	7,5%	4,1%	5,56%	5,59%
Thu nhập tài chính	1.004	917	1.000	1.932	2.741	2.093
Chi phí tài chính	-966	-952	-836	-1.690	-1.722	-1.376
SG&A	-9.342	-9.411	-9.839	-11.337	-13.069	-12.976
Thu nhập ròng khác	136	218	272	334	130	143
Lợi nhuận trước thuế	5.648	1.410	3.789	2.260	3.932	4.379
Lợi nhuận ròng	4.677	1.253	3.124	1.913	3.052	3.591
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>	12,6%	-73,2%	149,4%	-38,8%	60,45%	17,66%
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	2,5%	1,0%	1,8%	0,6%	1,11%	1,26%
NPATMI	4.158	988	2.839	1.480	2.812	3.339
EPS (VND)	3.213	764	2.194	1.144	2.173	2.549

Nguồn: SSI Research

## 2. Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 27.550 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 30.500 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Ngành khoan đang trong chu kỳ tăng với các hợp đồng có khả năng được ký đến năm 2025 và một số hợp đồng dự kiến kéo dài thời hạn đến 2026-2028. Giá thuê ngày được thỏa thuận dao động trong khoảng 120 nghìn-150 nghìn USD/ngày do đó các công ty khoan đều được hưởng lợi.
  - ✓ Lợi nhuận cốt lõi trong giai đoạn 2024-2025 ước tính sẽ tăng gấp đôi mỗi năm do giá thuê ngày cao hơn và bắt đầu có hiệu lực dần khi hợp đồng cũ hết hạn.
  - ✓ Công ty có kế hoạch tăng công suất bằng cách đầu tư thêm 1-2 giàn khoan trong thời gian tới, nếu thành công công ty có thể sẽ đạt được tăng trưởng hơn nữa nếu chu kỳ tăng của ngành kéo dài từ 3-5 năm.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Giá dầu giảm đáng kể xuống dưới mức hòa vốn đối với các dự án đang triển khai (khoảng 80% dự án hòa vốn ở mức 60 USD/thùng) sẽ khiến hoạt động E&P kém sôi động.
  - ✓ Biên động của tỷ giá ngoại hối.

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	4.368	5.229	3.995	5.432	5.811	6.004
Tăng trưởng doanh thu thuần	-20,6%	19,7%	-23,6%	35,9%	6,9%	3,2%
Lợi nhuận gộp	450	329	371	578	1.300	1.575
Biên lợi nhuận gộp	10,3%	6,3%	9,3%	10,6%	22,3%	26,2%
Thu nhập tài chính	165	157	164	118	134	212
Chi phí tài chính	-241	-201	-171	-313	-392	-253
SG&A	-414	-328	-399	-510	-543	-378
Thu nhập ròng khác	118	30	-7	-56	91	0
Lợi nhuận trước thuế	189	204	62	-135	655	1.204
Lợi nhuận ròng	172	184	37	-151	540	963
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-0,3%	6,8%	-80,0%	-510,4%	n.m	78%
Biên lợi nhuận ròng	3,9%	3,5%	0,9%	-2,8%	9,20%	16,0%
NPATMI	184	186	20	-99	579	915
EPS (VND)	438	442	46	-177	803	1.563

Nguồn: SSI Research

STT	CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1Y	1Y	1/31/2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
1	PLX	17,9%	40.800	34.600	-48,9%	90,0%	18,7%	30,6	15,9	13,6	6,8%	10,7%	11,5%	2,2%	4,3%	4,3%
2	PVD	10,7%	30.500	27.550	-626,5%	n.m	58%	-71,4	35,2	17,6	-1,1%	3,6%	6,2%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: SSI Research

## Tài chính – Ngân hàng: Tiếp tục củng cố bộ đệm dự phòng

Triển vọng năm 2024: Trung lập

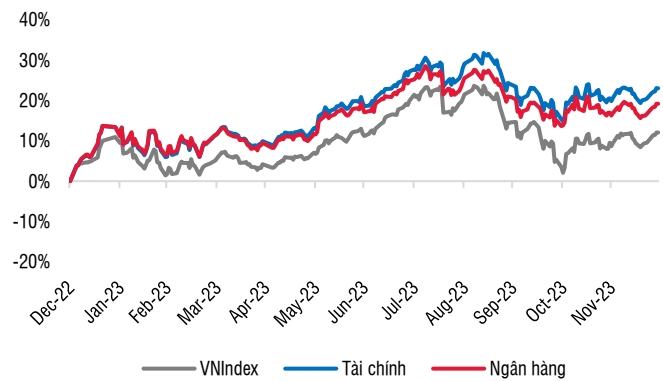
Cổ phiếu ưa thích: VCB, ACB, BID, STB. Cổ phiếu theo dõi: CTG, TCB, MBB

**Trong năm 2023, cổ phiếu ngành Ngân hàng diễn biến vượt trội hơn so với VNIndex nhờ sự hỗ trợ kịp thời của hành lang pháp lý.**

Khép lại một năm 2023 đầy biến động, cổ phiếu ngành ngân hàng có diễn biến tích cực với mức tăng 19% svck, vượt trội hơn so với mức tăng 12% của chỉ số VNIndex. Những ngân hàng có diễn biến giá tích cực nhất là LPB (+55%) và HDB (54%) nhờ tâm lý tích cực của nhà đầu tư sau những thông tin về sự hỗ trợ của hành lang pháp lý, đặc biệt đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp và bất động sản.

Các cổ phiếu được chúng tôi lựa chọn đầu năm 2023 cũng ghi nhận mức tăng trưởng tích cực, cụ thể VCB (+19%), STB (+24%), ACB (+31%) và BID (+27%).

Diễn biến ngành trong năm 2023



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

## Triển vọng năm 2024

Chúng tôi cho rằng 2024 vẫn tiếp tục là một năm đầy thách thức đối với ngành ngân hàng về chất lượng tài sản. Mặc dù vậy, tình hình chung sẽ có sự cải thiện so với năm 2023, phần lớn là nhờ vào chi phí vốn đã giảm về mức thấp hơn nhiều so với 2023 và lợi nhuận trước dự phòng (PPOP) có sự cải thiện giúp các ngân hàng có dư địa để tạo một bộ đệm dự phòng tốt hơn. Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, tăng trưởng GDP có thể phục hồi trong khoảng từ 6,0% - 6,5%, lãi suất trung bình cả năm duy trì quanh mức thấp nhất trong thập kỷ trở lại đây và NHNN sẽ có ứng phó linh hoạt trong cơ chế ghi nhận và trích lập dự phòng nợ xấu. **Theo ước tính của chúng tôi, tăng trưởng LNTT năm 2024 của các ngân hàng thuộc phạm vi nghiên cứu dự kiến đạt 16,5% svck, đây là mức tăng trưởng tốt hơn so với mức 5,2% trong năm 2023.**

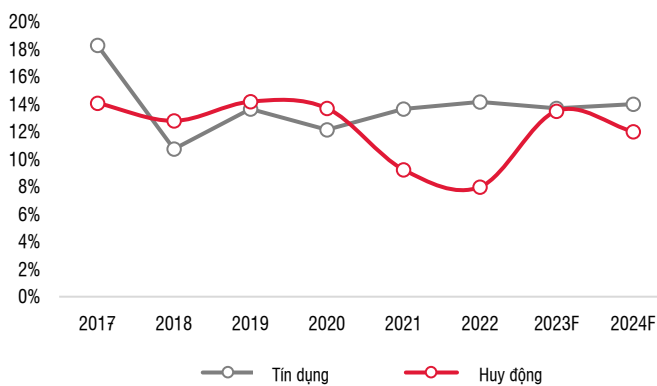
### Tổng thu nhập hoạt động dự kiến phục hồi.

**Tăng trưởng tín dụng - Bức tranh trái chiều.** Với bối cảnh kinh tế vĩ mô dự kiến cải thiện hơn trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng **tăng trưởng tín dụng sẽ phục hồi lên mức 14%**. Điều này được hỗ trợ một phần bởi lãi suất cho vay giảm. Dự địa tăng trưởng có thể sẽ đến từ khối doanh nghiệp như: (i) ngành xây dựng cơ sở hạ tầng; (ii) doanh nghiệp sản xuất và FDI; và (iii) các ngành nghề được ưu tiên (như nông nghiệp, xuất khẩu, công nghệ cao, SME và công nghiệp hỗ trợ). Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy các doanh nghiệp ngoài ngân hàng có nhu cầu vay tái cấp vốn cho các lô trái phiếu đến hạn năm 2024 với tổng giá trị khoảng 218 nghìn tỷ đồng (tương đương 20% dư nợ tín dụng cho chủ đầu tư bất động sản trong năm

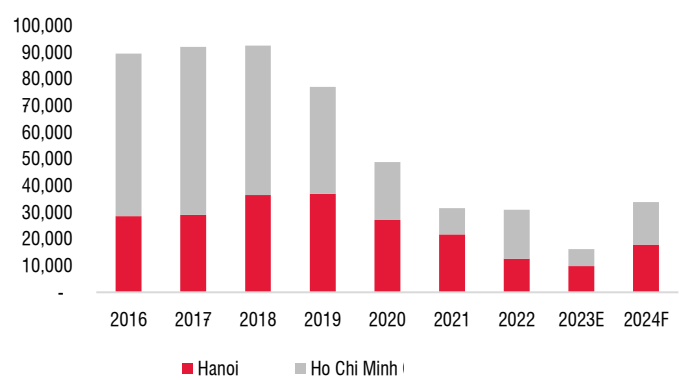
2023). Đây cũng có thể là một động lực quan trọng của tăng trưởng tín dụng năm 2024, trừ trường hợp cơ quan quản lý tiếp tục thanh tra và kiểm soát nghiêm ngặt các khoản cấp tín dụng chéo đối với các bên liên quan và các công ty vệ tinh.

Mặc dù lãi suất cho vay mua nhà đối với các khoản vay mới đã giảm 3% trong năm 2023, chúng tôi không kỳ vọng dư nợ cho vay mua nhà sẽ hồi phục mạnh mẽ trong năm 2024 vì: (i) giá nhà ở TP. Hà Nội và Hồ Chí Minh gần như không giảm, trong khi thu nhập và tâm lý của người mua nhà đã bị ảnh hưởng trong giai đoạn 2022-2023; (ii) số lượng căn chung cư và thấp tầng mở bán trong năm 2024 dự kiến lần lượt là 33.851 căn và 5.030 căn, tăng gấp đôi so với năm 2023, nhưng vẫn thấp so với mức trước Covid (khoảng 77.000 căn và 6.800 căn); và (iii) quan trọng nhất là một phần tài sản của người dân có thể vẫn mắc kẹt trong trái phiếu doanh nghiệp và các dự án bất động sản chưa hoàn thành. Chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ cạnh tranh để giành thị phần trong mảng cho vay mua nhà đối với các dự án có đầy đủ thủ tục pháp lý tọa lạc ở những vị trí đắc địa. Theo quan điểm của chúng tôi, những ngân hàng có thể gia tăng được thị phần trong mảng này gồm có BID và CTG, do họ có khả năng triển khai chương trình cho vay với lãi suất cạnh tranh và thu hút được khách hàng từ các ngân hàng khác.

**Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng dự báo đạt 14% trong năm 2024**



**Biểu đồ 2: Số lượng căn chung cư mở bán tăng trong 2024 (căn)**



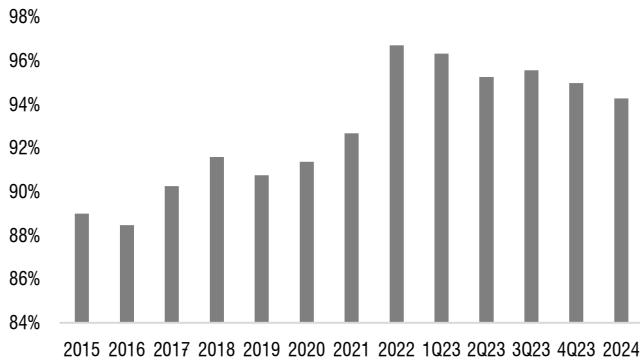
Nguồn: Ngân hàng, Savills, SSI Research

**NIM phục hồi.** Áp lực từ nguồn vốn huy động lãi suất cao ngay từ đầu năm trong khi việc đẩy mạnh giải ngân diễn ra chủ yếu trong những tháng cuối năm với các khoản cho vay ngắn hạn đã tác động tiêu cực đến NIM (giảm 43 điểm cơ bản svck trong năm 2023). Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng lãi suất sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp để hỗ trợ nền kinh tế. Mặc dù chúng tôi cho rằng sẽ có thời điểm mà lãi suất tiền gửi nhích nhẹ khi tín dụng tăng tốc (có thể là vào nửa cuối năm 2024), hoặc áp lực giữ chân khách hàng của các tổ chức tín dụng nhỏ do các khoản tiền gửi lãi suất cao đáo hạn có thể chuyển sang các ngân hàng lớn hơn. Tuy nhiên, lãi suất huy động bình quân trong năm 2024 dự kiến sẽ không có chênh lệch quá lớn so với mức hiện tại. Theo đó, chi phí vốn dự kiến thấp hơn (giảm 104 điểm cơ bản svck), CASA cải thiện và các khoản vay mới có thời hạn dài hơn sẽ giúp giảm bớt áp lực về NIM cho các tổ chức tín dụng trong năm 2024. Chúng tôi dự báo **NIM sẽ phục hồi 10 điểm cơ bản lên mức 3,66%** (xem biểu đồ 7-8) cho các ngân hàng thuộc phạm vi nghiên cứu. Mức phục hồi chậm này đến từ một số lý do sau:

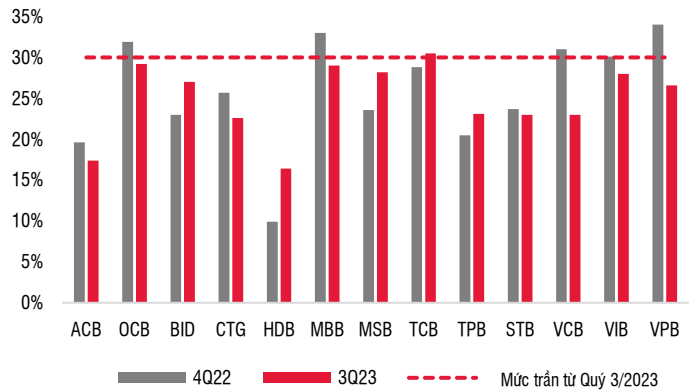
- Tỷ lệ LDR thuần hiện tại tương đối cao (96% đối với các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu tại thời điểm cuối Q4/2023). (Xem biểu đồ 3).
- Tính đến thời điểm cuối Q3/2023, tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn (MLTL) của một số ngân hàng (như TCB, MBB, OCB, VIB) gần với mức trần quy định là 30%, điều này cho thấy các ngân hàng vẫn phải thu hút thêm nguồn vốn dài hạn hơn (xem Biểu đồ 4); Và
- Tín dụng bán lẻ chưa phục hồi mạnh – phân khúc mang lại NIM cao nhất cho ngân hàng.

Theo đó, chúng tôi dự báo NII sẽ tăng 18% svck trong năm 2024 (so với mức tăng 5% svck trong năm 2023).

**Biểu đồ 3: LDR thuần tương đối cao**

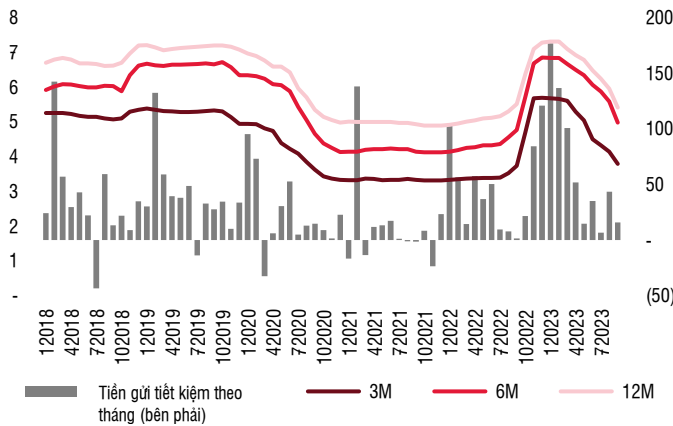


**Biểu đồ 4: Tỷ lệ MLTL gần mức trần 30% tại một số ngân hàng**

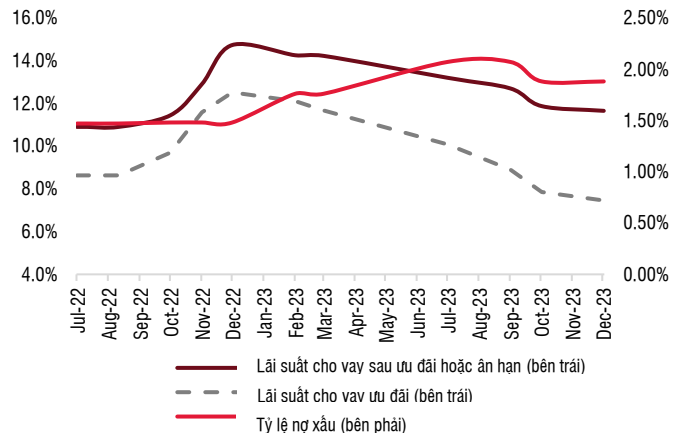


Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

**Biểu đồ 5: Mức thay đổi tiền gửi cá nhân theo tháng (nghìn tỷ đồng) có sự tương đồng nhất định với diễn biến lãi suất tiền gửi từ cuối năm 2022**

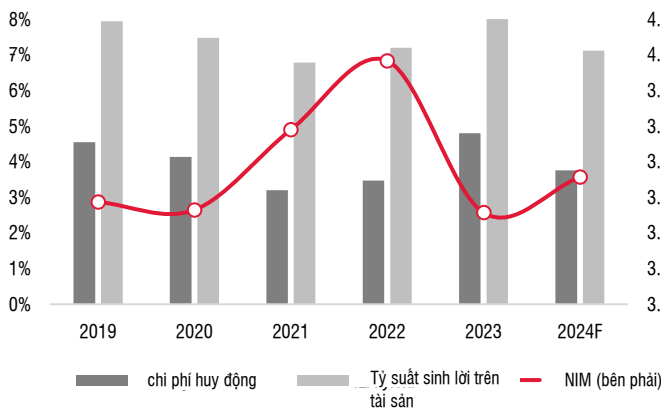


**Biểu đồ 6: Lãi suất giải ngân mới các khoản cho vay mua nhà đã giảm xuống mức thấp kỷ lục**

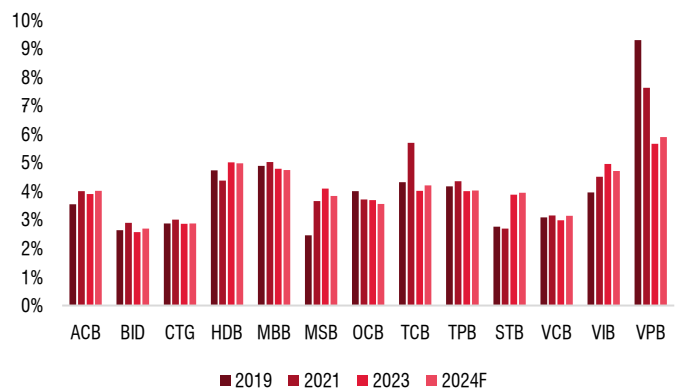


Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

**Biểu đồ 7: NIM dự kiến phục hồi trong năm 2024**



**Biểu đồ 8: NIM của các ngân hàng trước dịch Covid, đình dịch và năm 2023-2024**

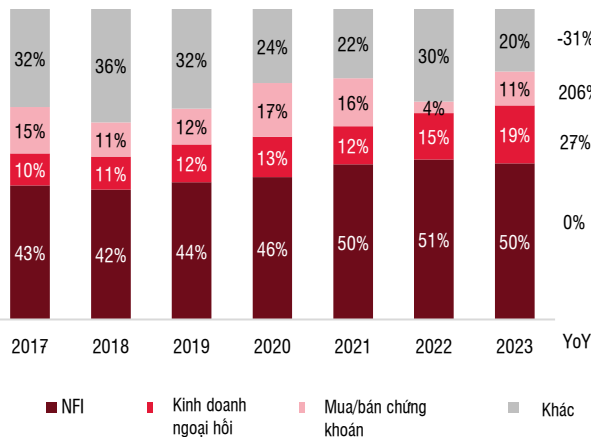


Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

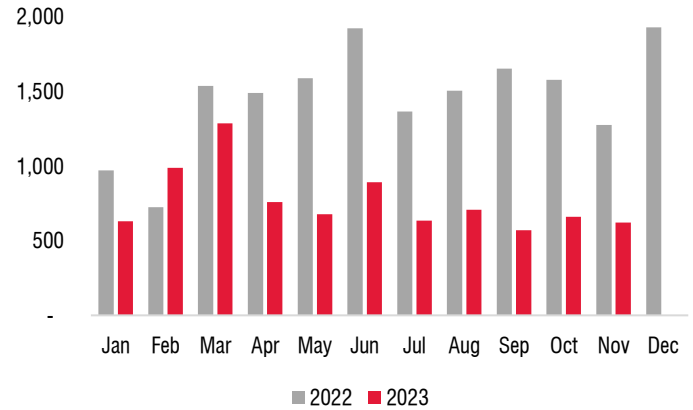
**Tăng trưởng thu nhập ròng ngoài lãi (Non-NII) ổn định ở mức 3% svck nhờ NFI phục hồi (tăng 13% svck) sẽ bù đắp phần nào cho hoạt động kinh doanh ngoại hối và chứng khoán đầu tư.** Việc Fed dự kiến sẽ cắt giảm lãi suất trong năm 2024 sẽ làm đồng USD không còn mạnh như năm 2023 và chênh lệch lãi suất VND và USD trên thị trường liên ngân hàng có thể thu hẹp. Theo đó, lợi nhuận từ kinh doanh ngoại hối có thể không lớn nếu tỷ giá USD/VND ít biến động trong năm 2024. Ngoài ra, trong năm 2023, các ngân hàng đã thu được khoản lãi lớn từ giao dịch trái phiếu chính phủ, khoảng 13,8 nghìn tỷ đồng hay 2,4% TOI, và chúng tôi không kỳ vọng điều này tiếp diễn năm 2024.

Tuy nhiên, thu nhập từ phí dịch vụ dự kiến sẽ tăng trở lại 13% svck, với động lực chính đến từ các hoạt động tài trợ thương mại, hoạt động thanh toán và dịch vụ thẻ. Biên lợi nhuận của thẻ năm 2023 giảm so với 2022 do các đơn vị cung cấp thẻ quốc tế (VISA, MASTERCARD...) đều tăng phí. Trong năm 2024, mức biên lợi nhuận này được giả định sẽ duy trì ổn định so với 2023. Đối với bancassurance, doanh thu khai thác mới (NBP) có thể đã chậm đáy trong Q3/2023 (xem Biểu đồ 10). Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, tốc độ phục hồi sẽ diễn ra chậm và phụ thuộc vào sự phục hồi thu nhập cá nhân cũng như niềm tin của khách hàng đối với các sản phẩm bảo hiểm. Vấn đề niềm tin cần nhiều thời gian cũng như các nỗ lực của cơ quan quản lý nhằm nâng cao tính minh bạch của thị trường và giảm thiểu các hoạt động bán/tư vấn sai các sản phẩm bảo hiểm.

**Biểu đồ 9: Thu nhập từ kinh doanh ngoại hối và chứng khoán đầu tư bù đắp cho thu nhập ròng từ phí (NFI) trong 9M23**



**Biểu đồ 10: Doanh thu phí khai thác mới bancassurance của một số ngân hàng**



Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

Các ngân hàng bao gồm STB, VPB, MBB, ACB, HDB, CTG, VCB, MSB, TCB, VIB, EIB, TPB, OCB

## Chất lượng tài sản là trọng tâm

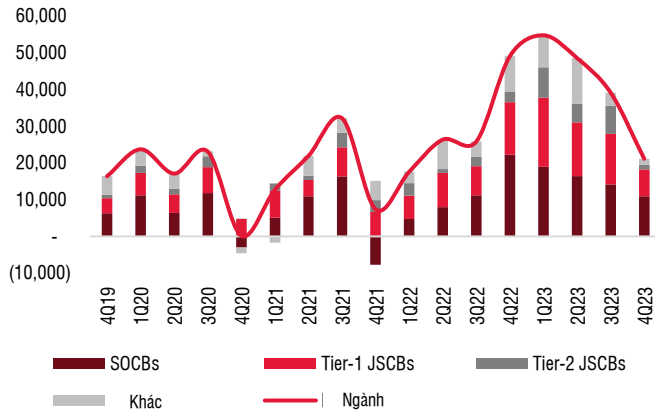
### Kéo dài thời gian hay tập trung xử lý nợ xấu?

Từ cuối năm 2022 cho đến nay, các quy định được ban hành chủ yếu theo hướng cho ngân hàng cơ chế trì hoãn trong việc ghi nhận và trích lập dự phòng cũng như tạo điều kiện gia hạn thêm thời gian cho các chủ đầu tư bất động sản giải quyết các nghĩa vụ nợ sắp đến hạn. Tuy nhiên, kể cả với những cơ chế như vậy, nợ xấu và nợ cần chú ý tại các ngân hàng mà chúng tôi nghiên cứu đã tăng lần lượt là 40% và 24% so với đầu năm tính tại thời điểm cuối tháng 12/2023. Theo đó, tỷ lệ nợ xấu và nợ Nhóm 2 tăng lên lần lượt là 1,68% và 1,99% tính tại thời điểm cuối năm 2023. Và dư nợ tái cơ cấu tăng 0,8% tính tại thời điểm cuối Q3/2023. Với giả định dư nợ tái cơ cấu không có thay đổi đáng kể trong Q4/2023, các khoản vay có vấn đề này tương đương với 4,48% tổng dư nợ (xem Biểu đồ 11).

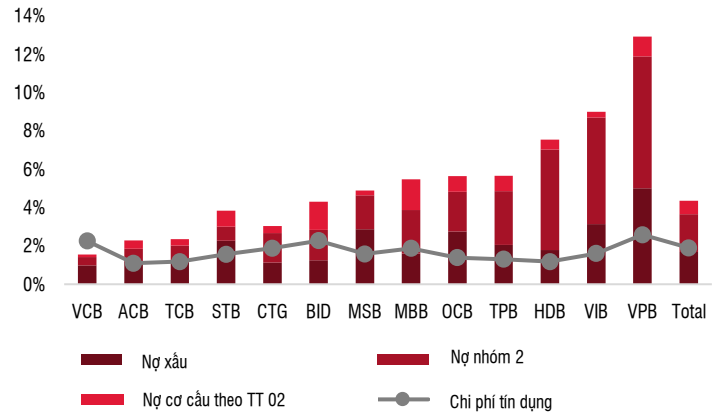
Tỷ lệ nợ xấu có thể sẽ tăng trở lại trong nửa đầu năm 2024 khi tăng trưởng tín dụng chậm lại và các yếu tố vĩ mô chưa có dấu hiệu cải thiện rõ rệt. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2024 sẽ tăng nhẹ so với năm 2023 (1,63% so với 1,68%), do cuối năm dự kiến các ngân hàng sẽ đẩy mạnh xóa nợ xấu và nền kinh tế phục hồi mạnh hơn. Tuy nhiên, các khoản nợ có vấn đề (bao gồm các khoản nợ Nhóm 2, các khoản vay tái cơ cấu, trái phiếu doanh nghiệp quá hạn và các khoản vay cũ) vẫn tiếp tục cần được giám sát chặt chẽ. Bên cạnh đó, nếu dự thảo sửa đổi Thông tư 16 nới lỏng việc

hạn chế đầu tư trái phiếu doanh nghiệp của ngân hàng được thông qua, không loại trừ khả năng một phần rủi ro tín dụng sẽ quay trở lại đối với các ngân hàng tích cực mua lại trái phiếu doanh nghiệp.

**Biểu đồ 11: Định hình thành nợ xấu có sự khác nhau ở một số ngân hàng**



**Biểu đồ 12: Nợ quá hạn và nợ cơ cấu theo Thông tư 02 tại các ngân hàng**



Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

\*Dữ liệu về nợ tái cơ cấu tính đến thời điểm cuối Q3/2023, ngoại trừ VPB

Chúng tôi cũng lưu ý rằng chi **phí tín dụng trong năm 2023 thấp hơn so với số lượng nợ xấu mới hình thành** (bao gồm VAMC và khoản vay tái cơ cấu) (xem Biểu đồ 15). Nhìn chung, bộ đệm dự phòng đang thấp hơn so với giá trị của các khoản vay có vấn đề tại hầu hết các ngân hàng, ngoại trừ VCB. Trong năm 2023, tỷ lệ dự phòng trên tổng tín dụng là 1,9% so với tổng nợ có vấn đề là 4,4%. Mặc dù chúng tôi cho rằng ngân hàng **cần phải trích lập thêm dự phòng** để cải thiện chất lượng tài sản, nhưng thời gian trích lập dự phòng có thể được kéo dài cân nhắc những yếu tố sau:

- **Nguyên nhân sâu xa của vấn đề nợ xấu là tình trạng pháp lý của các dự án bất động sản chưa hoàn thiện.** Vấn đề này không thể giải quyết một cách nhanh chóng mà có thể kéo dài trong thời gian dài mặc dù có 3 luật mới sẽ có hiệu lực vào năm 2025. Điều này không chỉ đòi hỏi ý chí mạnh mẽ mà còn cần hành động kịp thời từ các nhà hoạch định chính sách và cơ quan quản lý. Chúng tôi kỳ vọng vấn đề sẽ được giải quyết theo từng trường hợp cụ thể tương tự như trong năm 2023. Theo đó, dòng tiền của một số doanh nghiệp bất động sản vẫn có thể còn gặp khó khăn. Chưa kể đến khoản trái phiếu doanh nghiệp trị giá 218 nghìn tỷ đồng (con số này tương đương với 20% tín dụng cho chủ đầu tư bất động sản năm 2023) (xem Biểu đồ 16) sẽ đáo hạn trong năm 2024. Theo quan điểm của chúng tôi, tài trợ cho các dự án có đầy đủ thủ tục pháp lý để các chủ đầu tư có thể hoàn thiện và bàn giao nhà cho người mua sẽ tốt hơn là thu giữ tài sản và xóa nợ. Tuy nhiên, đối với những dự án đang có vướng vướng mắc về mặt pháp lý, chúng tôi cho rằng việc trích lập dự phòng đầy đủ là cần thiết kể cả khi các khoản vay này vẫn trong thời gian tái cơ cấu.
- **Cho vay mua nhà tại các dự án có vấn đề về mặt pháp lý cũng là một rủi ro khác.** Việc người mua nhà phải chịu gánh nặng thanh toán gốc lãi cho khoản vay mua nhà hàng tháng mà không biết khi nào mới được bàn giao nhà sẽ tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý của người mua nhà. Điều này cũng sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu tín dụng bán lẻ trong thời gian tới cũng như lợi nhuận trước dự phòng của ngân hàng. Việc xử lý các khoản vay mua nhà này sẽ gây ra tổn thất cho các ngân hàng (do không có tài sản thế chấp) và ảnh hưởng đến khẩu vị rủi ro của ngân hàng trong tương lai.
- **Mặc dù tổng thu nhập hoạt động có thể phục hồi trong năm 2024 và các ngân hàng có dư địa tốt hơn để hấp thụ rủi ro cũng như giải quyết các vấn đề về chất lượng tài sản, nhưng không dễ để thực hiện được điều này trong vòng 1 năm.** Với NIM ước đạt 3,6% và OPEX



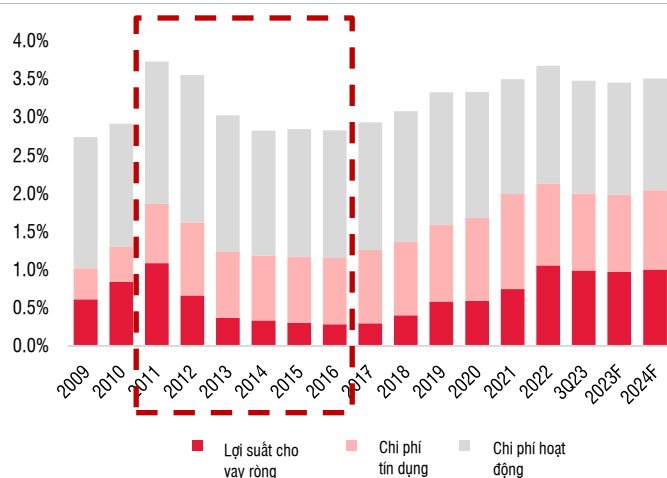
trên tổng tín dụng là 1,5%, thì ngân hàng khó có thể ghi nhận chi phí tín dụng ở mức 3% (chênh lệch giữa khoản vay có vấn đề và bộ đệm dự phòng) chỉ trong một năm. Việc kéo dài nghĩa vụ trích lập dự phòng trong vài năm sẽ giúp ngân hàng duy trì tỷ suất cho vay của mình.

Chúng tôi thấy rằng các ngân hàng đã rút kinh nghiệm rất nhiều từ chu kỳ trước: Thứ nhất, một số ngân hàng đã thực hiện trích lập dự phòng từ trước. Theo đó, tổng chi phí tín dụng luôn ở mức từ 1 – 1,2% trong những năm gần đây. Nhìn vào chu kỳ trước, chi phí tín dụng giai đoạn 2009-2010 ở mức thấp (0,4 – 0,5%) và chỉ tăng vọt lên 1% kể từ năm 2012 khi quá trình xử lý nợ xấu bắt đầu. Thứ hai, thu nhập thực tế trong chu kỳ trước rất yếu với NII tăng cao và nguồn thu nhập ròng ngoài lãi hạn chế. Khi quá trình xử lý nợ xấu bắt đầu, lợi suất cho vay ròng (chênh lệch lãi suất trừ OPEX và chi phí tín dụng) đã giảm do phải thoái lãi dự thu và chi phí tín dụng ngày càng tăng (xem Biểu đồ 13). Chúng tôi cho rằng việc ghi nhận lãi dự thu trong khi không thực thu được sẽ không xảy ra trong chu kỳ này. Theo đó, khả năng xử lý nợ xấu trong chu kỳ này tốt hơn chu kỳ trước nhiều, đặc biệt là tại các ngân hàng như VCB hay ACB. Thứ ba, các ngân hàng đang tuân thủ các chuẩn mực khắt khe hơn về vốn cũng như an toàn hoạt động. Những ngân hàng có tỷ trọng cho vay vào ngành bất động sản nhiều nhất cũng có CAR cao nhất (CAR của TCB & VPB từ 15-16%).

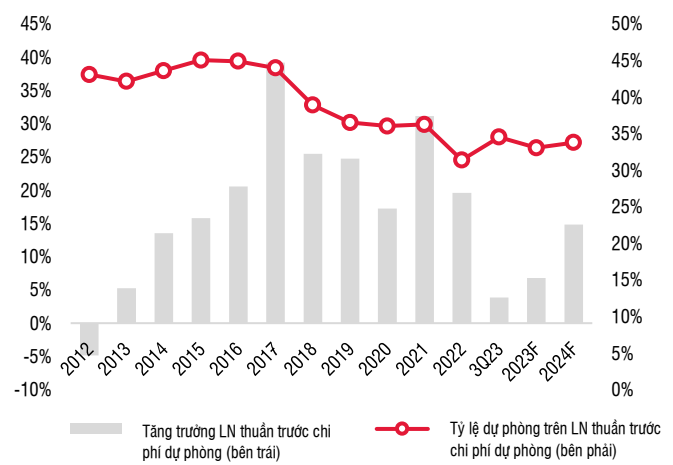
- **Cơ quan quản lý phản ứng nhanh và hỗ trợ kịp thời.** NHNN đặt mục tiêu kép trong năm 2023 vừa đảm bảo tăng trưởng kinh tế vừa đảm bảo an toàn hệ thống. Trong 9T2023, các chính sách được ban hành thể hiện cách tiếp cận linh hoạt hơn của Chính phủ đối với các chủ đầu tư bất động sản và/hoặc tổ chức phát hành trái phiếu. Tuy nhiên trong những tháng cuối năm, không có nhiều thay đổi về chính sách nhưng các hoạt động thanh tra, giám sát lại diễn ra thường xuyên hơn. Trong năm 2024, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục duy trì mục tiêu đã đề ra kết hợp với các biện pháp hỗ trợ kịp thời (ví dụ gia hạn Thông tư 02 về cơ cấu nợ nếu cần thiết) cùng với việc giám sát chặt chẽ hơn các hoạt động ngân hàng để đảm bảo an toàn hệ thống. Chúng tôi không loại trừ khả năng NHNN sẽ áp dụng các yêu cầu chặt chẽ hơn về cơ cấu sở hữu, cho vay đối với các bên liên quan như trong dự thảo Luật Các tổ chức tín dụng và Thông tư 15/2023 về dữ liệu bổ sung phải cập nhật trong hệ thống CIC cũng như sửa đổi quy định về tỷ lệ an toàn vốn (Thông tư 22/2023) và các tỷ lệ an toàn khác. Theo quan điểm của chúng tôi, tất cả những quy định này có thể có một giai đoạn chuyển tiếp phù hợp để tránh tạo ra một cú shock đối với hoạt động của ngân hàng (xem Biểu đồ 15).

Do đó, chúng tôi cũng giả định về cơ chế linh hoạt từ NHNN và chi phí tín dụng sẽ được phân bổ trong khoảng 1-2 năm tùy vào tình hình của từng ngân hàng. Do đó, chi phí tín dụng sẽ không tăng quá mạnh trong năm 2024 và ở mức 1,42%.

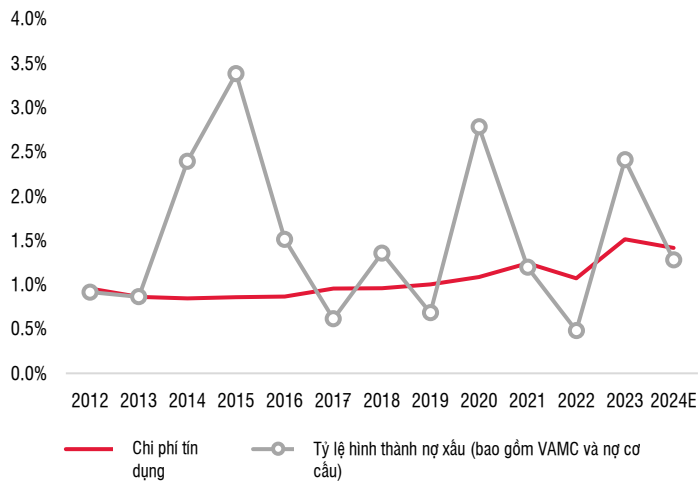
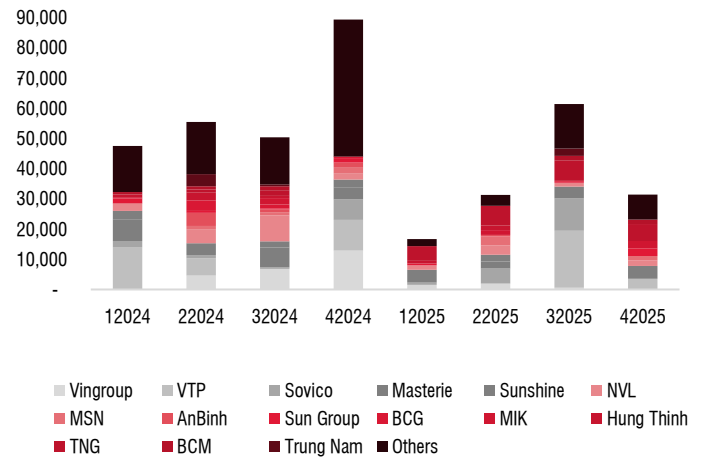
**Biểu đồ 13: Lợi suất cho vay ròng giảm mạnh khi NIM gặp áp lực và chi phí tín dụng tăng cao trong chu kỳ trước**



**Biểu đồ 14: PPOP ổn định hơn trong chu kỳ tín dụng này**



Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

**Biểu đồ 15: Chi phí tín dụng được trải đều trong quá trình xử lý nợ xấu****Biểu đồ 16: Trái phiếu đến hạn của các chủ đầu tư bất động sản trong năm 2024**

Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

### Ngân hàng có thể trích lập đủ dự phòng trong bao nhiêu lâu?

Chúng tôi nhận thấy có sự khác biệt tương đối lớn trong tiêu chuẩn ghi nhận nợ quá hạn giữa các ngân hàng mà chúng tôi nghiên cứu (tăng 47% so với đầu năm) và các ngân hàng niêm yết nhỏ hơn (tăng 10,5% so với đầu năm trong 9 tháng đầu năm 2023). Xét trong bối cảnh năm 2023, chúng tôi cho rằng một phần trong số các ngân hàng niêm yết nhỏ hơn đã công bố chất lượng tài sản không đúng với thực tế nhờ tận dụng cơ chế tái cơ cấu khoản vay. Do đó, nợ có vấn đề trong hệ thống ngân hàng (không bao gồm SCB) có thể cao hơn so với mức 5% của các ngân hàng thuộc phạm vi nghiên cứu của chúng tôi. Xem xét kết quả xử lý nợ trong giai đoạn 2012-2017 và 2017-2021, chúng tôi nhận thấy 65% nguồn xử lý nợ xấu sẽ đến từ việc sử dụng dự phòng đã trích để xóa nợ xấu của ngân hàng (xem Bảng 1). Do đó, chúng tôi kỳ vọng hệ thống ngân hàng có thể mất khoảng 2-3 năm để trích lập đủ số dự phòng cần thiết và xóa các khoản nợ xấu đó. Các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt hơn (như ACB, VCB, CTG, BID...) sẽ hồi phục sớm hơn và ngược lại.

**Bảng 1: Quá trình xử lý nợ xấu**

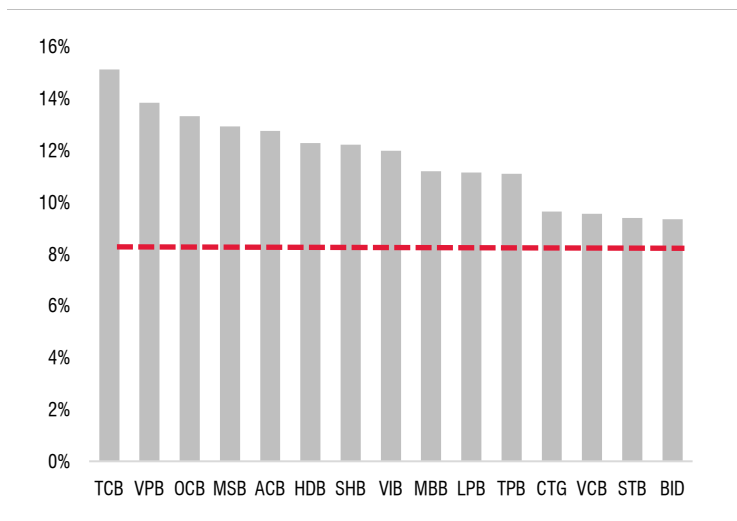
Tỷ đồng	2012-2017	2017-2021
Trả nợ khách hàng	161.264	220.500
Bán tài sản	74.120	63.100
Chi phí dự phòng	211.576	352.300
Đã bán cho VAMC	300.191	114.100
<b>Tổng cộng</b>	<b>747.151</b>	<b>750.000</b>

Nguồn: NHNN, SSI Research tổng hợp

## Thời điểm mua cổ phiếu?

Các ngân hàng mà chúng tôi đang nghiên cứu có mức P/B 2024 là 1,2x và riêng nhóm ngân hàng TMCP là 1x. Trong khi đó, nếu giả định tỷ lệ LGD đối với các khoản nợ có vấn đề là 50% và sau khi sử dụng nguồn dự phòng đã trích lập thì mức độ ảnh hưởng đối với vốn chủ sở hữu sẽ ở mức 9%. Do đó, chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại phần lớn đã phản ánh rủi ro tín dụng đến từ nợ quá hạn và khoản vay tái cơ cấu theo Thông tư 02. Tuy nhiên, mức định giá này có thể chưa phản ánh hết các khoản vay tái cấp vốn cho chủ đầu tư bất động sản được giải ngân trong năm 2023 tại một số ngân hàng nhất định (được phân loại ở nợ Nhóm 1). Ngoài ra, khi xem xét đến diễn biến giá của các ngân hàng trong chu kỳ trước, chúng tôi nhận thấy định giá hầu như không thay đổi trong quá trình xử lý nợ xấu, tuy nhiên sẽ được định giá lại trong vòng 6-12 tháng trước khi hoàn tất quá trình xử lý nợ xấu. Trong quá trình này, những ngân hàng có khả năng tăng vốn sớm hơn sẽ có điều kiện tốt hơn để đẩy nhanh quá trình xử lý nợ xấu, giành thêm thị phần và đạt kết quả khả quan hơn so với các ngân hàng khác (Xem Biểu đồ 17 và Bảng 2 để biết kế hoạch tăng vốn & CAR hiện tại của các ngân hàng).

**Biểu đồ 17: CAR của các ngân hàng**



Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

**Bảng 2: Kế hoạch tăng vốn của các ngân hàng (không tính đến kế hoạch chi trả cổ tức cổ phiếu)**

CP	Kế hoạch tăng vốn trong năm 2024
VCB	Phát hành riêng lẻ tương đương 6,5% vốn điều lệ trước thực hiện cho nhà đầu tư tổ chức
BID	Phát hành riêng lẻ tương đương 9% vốn điều lệ trước thực hiện cho nhà đầu tư tổ chức
CTG	Không
ACB	Không
STB	Không
MBB	Tiếp tục tiến hành kế hoạch phát hành 70 triệu cổ phiếu (1,3% số cổ phiếu trước thực hiện) cho Tập đoàn Viễn thông Quân đội.
TCB	Không
VPB	Không
HDB	Kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi quốc tế trị giá 500 triệu USD đã được phê duyệt trong năm 2022. Ngân hàng dự kiến thực hiện kế hoạch này năm 2024.
TPB	Không
VIB	Không
OCB	Không
MSB	Không

Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

Chúng tôi duy trì quan điểm Trung lập đối với ngành Ngân hàng trong năm 2024 do quá trình củng cố bộ đệm dự phòng tiếp diễn khiến lợi nhuận toàn ngành chưa thể bứt tốc mạnh mẽ ngay. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn ưa thích những cổ phiếu có chất lượng tài sản tốt như ACB và VCB, vì các ngân hàng này sẽ hoàn tất xử lý nợ xấu sớm hơn nhiều so với các cổ phiếu cùng ngành. BID cũng là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi do kế hoạch phát hành riêng lẻ sắp tới sẽ hỗ trợ tích cực cho quá trình xử lý nợ xấu cũng như triển vọng tăng trưởng trung hạn. Ngoài ra, chúng tôi chọn thêm STB vì câu chuyện xoay quanh tiền độ cơ cấu.

Chúng tôi đưa 3 cổ phiếu vào danh sách theo dõi gồm TCB, CTG và MBB. Đối với TCB và MBB, chúng tôi sẽ theo dõi chặt chẽ những diễn biến mới cũng như quá trình tháo gỡ nút thắt của thị trường trường bất động sản để đánh giá liệu các ngân hàng này có thể đạt được tốc độ phục hồi tốt hơn kỳ vọng hay không. Đối với CTG, do ngân hàng đã đẩy mạnh trích lập dự phòng trong 2 năm qua, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận có thể sẽ có bước ngoặt mới, có thể là vào cuối năm 2024 hoặc 2025.

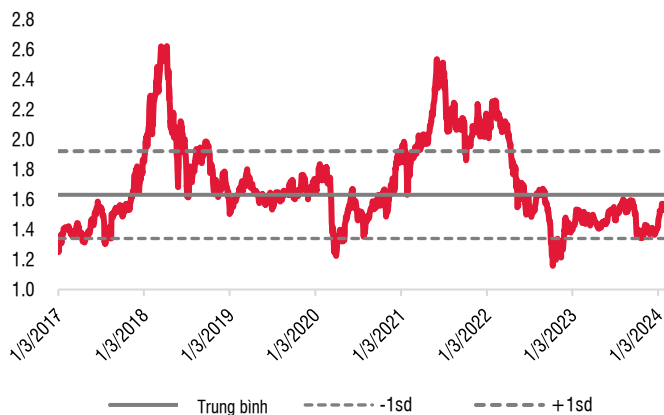
Đối với các cổ phiếu khác, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể quan sát lại vào cuối năm vì có thể mất ít nhất 1-2 năm nữa để hoàn tất quá trình xử lý nợ xấu.

Bảng 3: Tóm tắt ước tính

NH	2022		2023		2024F		2023			2024F		
	LNTT	% YoY	LNTT	% YoY	LNTT	% YoY	PE	PB	ROE	PE	PB	ROE
ACB	17.114	42,6%	20.068	17,3%	23.027	14,7%	6,23	1,41	24,8%	5,43	1,12	23,0%
BID	23.009	69,2%	27.650	20,2%	31.854	15,2%	14,88	2,31	19,8%	13,63	1,96	19,4%
CTG	20.946	19,1%	25.100	19,8%	29.415	17,2%	10,54	1,33	17,0%	8,93	1,16	17,2%
HDB	10.268	27,2%	13.017	26,8%	15.621	20,0%	5,85	1,42	24,7%	5,2	1,11	24,0%
MBB	22.729	37,5%	26.306	15,7%	29.917	13,7%	5,45	1,22	24,5%	5,12	1,04	23,4%
MSB	5.787	13,7%	5.830	0,7%	6.709	15,1%	5,86	0,87	16,0%	5,07	0,74	15,8%
OCB	4.389	-20,5%	5.227	19,1%	6.010	15,0%	4,9	1,04	15,3%	6,39	0,85	14,7%
TCB	25.568	10,0%	22.888	-10,5%	26.628	16,3%	6,75	0,93	14,8%	5,79	0,8	14,9%
TPB	7.828	29,6%	5.589	-28,6%	6.503	16,4%	8,81	1,2	13,7%	7,56	1,11	15,3%
STB	6.339	44,1%	9.595	51,4%	11.555	20,4%	9,13	1,23	18,3%	7,62	1,06	18,7%
VCB	37.368	36,5%	41.244	10,4%	46.652	13,1%	17,36	2,93	21,7%	15,37	2,46	20,2%
VIB	10.581	32,1%	10.703	1,2%	12.005	12,2%	6,29	1,39	24,3%	5,61	1,11	22,5%
VPB	21.220	45,5%	10.987	-48,2%	15.250	38,8%	15,2	1,15	8,0%	12,8	1,06	9,3%
<b>Bình quân</b>	<b>213.148</b>	<b>31,5%</b>	<b>224.204</b>	<b>5,2%</b>	<b>261.143</b>	<b>16,5%</b>	<b>7,82</b>	<b>1,23</b>	<b>18,3%</b>	<b>8,04</b>	<b>1,2</b>	<b>18,3%</b>

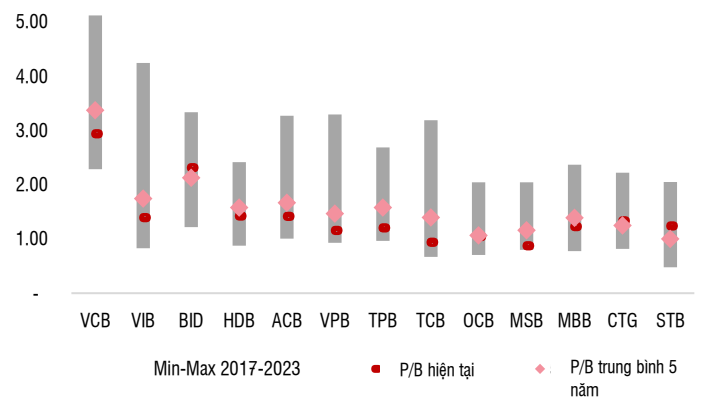
Nguồn: SSI Research

Biểu đồ 18: P/B lịch sử của các ngân hàng niêm yết



Nguồn: FiinPro, SSI Research

Biểu đồ 19: Định giá của các ngân hàng



Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

## Danh sách cổ phiếu ưa thích: BID, ACB, VCB, STB

### 1. Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BID: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 47.700 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 50.500 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ **Giành thêm thị phần tín dụng.** BID dẫn đầu trong hệ thống về tổng tín dụng với tỷ trọng cho vay bán lẻ/doanh nghiệp là 44%/56% vào cuối Q3/2023. Ngân hàng cũng đã tích cực giải ngân các cho vay mua nhà có chất lượng tốt hơn trong Q4/2023 thông qua các chương trình cho vay ưu đãi. Điều này có thể giúp BID thu hút được nhiều khách hàng cá nhân có chất lượng tốt giúp NIM cải thiện trong trung hạn.
  - ✓ **LNTT tăng trưởng mạnh từ năm 2023 đến năm 2024 lần lượt tăng 10,2% và 15,2% svck.** Động lực tăng trưởng chính bao gồm tăng trưởng tín dụng, NIM ổn định và dự phòng được kiểm soát.
  - ✓ **Kế hoạch phát hành 9% vốn điều lệ trước thực hiện sẽ hỗ trợ tăng trưởng trong trung hạn.** Nếu thành công, chúng tôi ước tính CAR sẽ cải thiện khoảng 130-150 điểm cơ bản. Ngoài ra, khả năng ký kết hợp đồng độc quyền bancassurance có thể là yếu tố hỗ trợ khác cho giá cổ phiếu.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Chi phí tín dụng và nợ xấu hình thành cao hơn dự kiến.
- **Bảng tóm tắt định giá**

	Đơn vị	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Tổng thu nhập hoạt động	Tỷ đồng	48.121	50.037	62.395	69.582	73.024	83.055
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	10.732	9.026	13.602	23.009	27.650	31.854
Tăng trưởng LNTT	%	14,3%	-15,9%	50,7%	69,2%	20,2%	15,2%
Tăng trưởng tín dụng	%	12,2%	8,2%	11,2%	12,1%	16,3%	12,9%
Tăng trưởng huy động	%	14,3%	9,6%	16,6%	8,4%	16,1%	16,0%
ROE	%	13,3%	9,3%	13,2%	19,9%	19,8%	19,4%
NIM	%	2,7%	2,4%	2,9%	2,9%	2,6%	2,7%
CIR	%	35,9%	35,4%	31,0%	32,4%	34,3%	34,0%
NPL	%	1,7%	1,8%	1,0%	1,2%	1,3%	1,4%
LLCR	%	75,1%	89,2%	219,4%	205,1%	182%	173%
EPS	VND	1.869	1.447	1.863	2.872	3.205	3.499
BVPS	VND	18.529	18.998	16.444	19.663	20.692	24.390
P/E		25,5	33	25,6	16,6	14,9	13,6
P/B		2,6	2,5	2,9	2,4	2,3	2,0

Nguồn: SSI Research

## 2. Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 88.500 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 104.500 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ **Dẫn đầu về chất lượng tài sản.** Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu tốt nhất trong ngành. Tại thời điểm cuối Q4/2023, hai tỷ lệ này lần lượt là 0,98% và 230%. Bộ đệm dự phòng mạnh giúp ngân hàng tránh được những thay đổi bất ngờ trên bảng cân đối kế toán.
  - ✓ Tăng trưởng LNTT khá tốt trong năm 2024 với mức tăng 13,1% svck nhờ NIM cải thiện và rủi ro chất lượng tài sản ở mức thấp.
  - ✓ **Kế hoạch phát hành 6,5% vốn điều lệ trước thực hiện** sẽ hỗ trợ tăng trưởng trong trung hạn. Nếu thành công, chúng tôi ước tính tỷ lệ CAR sẽ cải thiện khoảng 200 điểm cơ bản.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Chi phí tín dụng và nợ xấu mới hình thành cao hơn dự kiến.
- **Bảng tóm tắt định giá**

(tỷ đồng, %)	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Tổng thu nhập hoạt động	45.693	49.063	56.711	68.083	67.723	75.833
LNTT	23.212	23.050	27.376	37.368	41.244	46.652
% YoY	27,1%	-0,7%	18,8%	36,5%	10,4%	13,1%
Tăng trưởng tín dụng (%)	16,0%	14,0%	15,1%	18,9%	10,8%	13,0%
Tăng trưởng huy động (%)	15,8%	11,2%	10,0%	9,5%	12,2%	11,5%
ROE (%)	26,0%	21,1%	21,4%	24,2%	21,7%	20,2%
NIM (%)	3,1%	2,9%	3,2%	3,4%	3,0%	3,1%
CIR (%)	34,7%	32,7%	31,0%	31,2%	32,4%	30,1%
NPL (%)	0,79%	0,62%	0,64%	0,68%	0,98%	0,93%
LLCR (%)	176,3%	368,0%	424,4%	317,4%	230,3%	214,8%
BVPS (VND)	22.415	26.339	30.943	29.422	30.156	35.914
P/B (x)	4,02	3,72	2,55	2,72	2,66	2,46

Nguồn: SSI Research

### 3. Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín (STB: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 29.900 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 33.700 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ **Tăng trưởng tín dụng cao hơn khi kế hoạch tái cơ cấu đã gần đến giai đoạn cuối.** Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ hoàn tất trích lập dự phòng VAMC vào năm 2024, giúp ngân hàng đạt mức tăng trưởng tín dụng cao hơn trong năm 2024 trong bối cảnh kinh tế vĩ mô dần phục hồi.
  - ✓ **Lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng.** Chúng tôi dự báo xu hướng tăng trưởng lợi nhuận của STB sẽ tiếp tục kéo dài ít nhất là đến năm 2024, với mức tăng trưởng LNTT là 20,4% nhờ NIM phục hồi 6 điểm cơ bản svck.
  - ✓ **Có thể được ghi nhận lợi nhuận bất thường.** Trong kịch bản tích cực, chúng tôi kỳ vọng STB sẽ được NHNN chấp thuận giải quyết số cổ phiếu đang bị phong tỏa tại VAMC trong năm 2024. Bên cạnh đó, việc bán khu công nghiệp Phong Phú có thể là một nguồn thu nhập khác trong năm 2024.
- **Rủi ro:** Tỷ lệ hình thành nợ xấu cao hơn dự kiến sẽ gây áp lực lên chi phí tín dụng.
- **Bảng tóm tắt định giá**

	Đơn vị	2020	2021	2022	2023	2024F
Tổng thu nhập hoạt động	Tỷ đồng	17.271	17.704	26.141	26.173	29.513
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	3.339	4.400	6.339	9.595	11.555
Tăng trưởng LNTT	%	3,8%	31,8%	44,1%	51,4%	20,4%
Tăng trưởng tín dụng	%	14,9%	14,0%	13,0%	10,0%	13,5%
Tăng trưởng huy động	%	7,0%	2,1%	7,2%	12,3%	13,4%
LDR thuần	%	77,5%	86,5%	91,3%	89,4%	89,5%
NIM	%	3,00%	2,70%	3,40%	3,89%	3,95%
CIR	%	63,1%	55,1%	41,8%	49,2%	50,0%
NPL	%	1,7%	1,5%	1,0%	2,3%	2,0%
LLCR	%	93,7%	118,6%	131,0%	68,8%	78,3%
ROE	%	9,6%	10,8%	13,8%	18,3%	18,7%
ROA	%	0,6%	0,7%	0,9%	1,2%	1,3%
BVPS	VND	16.054	18.174	20.489	24.259	28.302
EPS	VND	1.190	1.448	2.139	3.275	3.923
P/B		1,1	1,7	1,1	1,23	1,06
P/E		14,2	21,8	11	9,08	7,62

Nguồn: SSI Research

#### 4. Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 25.750 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 27.500 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ **Nền tảng tài chính vững chắc.** Trước những khó khăn của nền kinh tế, ACB vẫn quản trị chất lượng tài sản tốt với tỷ lệ nợ xấu nằm trong nhóm thấp nhất ngành, đồng thời duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận trước thuế là 17% trong năm 2023. Bước sang năm 2024, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ kiểm soát tỷ lệ nợ xấu ở khoảng 1% với bộ đệm dự phòng cao là 89,5%. Do năm 2024 được kỳ vọng là năm phục hồi của nền kinh tế và thời gian để các ngân hàng xử lý nợ xấu, chúng tôi dự báo ngân hàng đạt mức tăng trưởng LNTT 14,7% svck đạt 22,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2024, nhờ NIM phục hồi 11 điểm cơ bản svck và chi phí tín dụng giảm 26 điểm cơ bản svck mặc dù nhu cầu tín dụng có thể vẫn ở mức tương đối cao (tăng 16% so với đầu năm).
  - ✓ **Định giá hấp dẫn:** ACB đang giao dịch ở mức P/B 2024 là 1,12x, khá hấp dẫn với ROE 2024 là 23%.
- **Rủi ro:** Nợ xấu mới hình thành cao hơn khiến ngân hàng phải tăng trích lập dự phòng.
- **Bảng tóm tắt định giá**

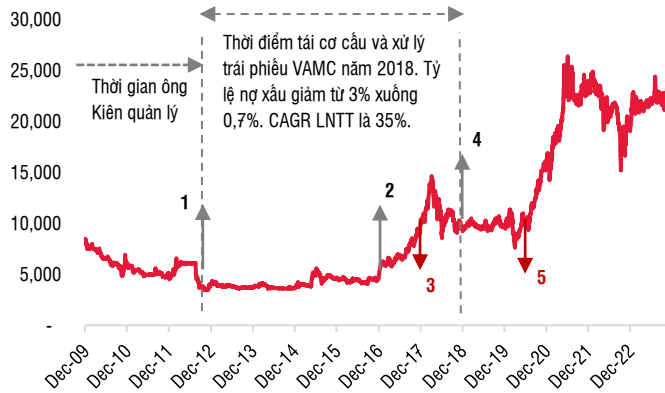
	Đơn vị	2020	2021	2022	2023	2024F
Tổng thu nhập hoạt động	Tỷ đồng	18.161	23.564	28.790	32.747	36.474
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	9.596	11.998	17.114	20.068	23.027
Tăng trưởng LNTT	%	27,7%	25,0%	42,6%	17,3%	14,7%
Tăng trưởng tín dụng	%	15,9%	16,2%	14,3%	17,9%	16,0%
Tăng trưởng huy động	%	14,1%	9,4%	11,6%	16,8%	16,0%
LDR thuần	%	83,0%	88,2%	90,3%	91,1%	91,1%
NIM	%	3,70%	4,10%	4,30%	3,90%	4,02%
CIR	%	42,0%	34,9%	40,3%	33,2%	34,9%
NPL	%	0,6%	0,8%	0,7%	1,2%	1,0%
LLCR	%	160,3%	209,4%	159,3%	91,2%	89,5%
ROE	%	24,3%	23,9%	26,5%	24,8%	23,0%
ROA	%	1,9%	2,0%	2,4%	2,4%	2,3%
BVPS	VND	16.399	16.618	17.303	18.269	22.986
EPS	VND	3.508	3.517	4.023	4.105	4.717
P/B		1,71	2,08	1,27	1,31	1,12
P/E		7,91	9,71	5,4	5,79	5,43

Nguồn: SSI Research

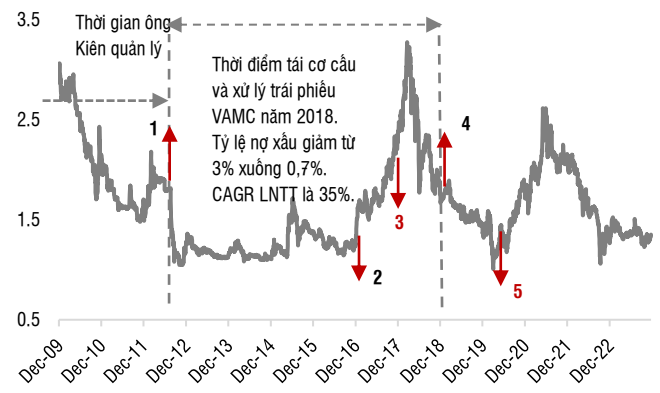


## PHỤ LỤC

Biểu đồ 20: Giá cổ phiếu ACB



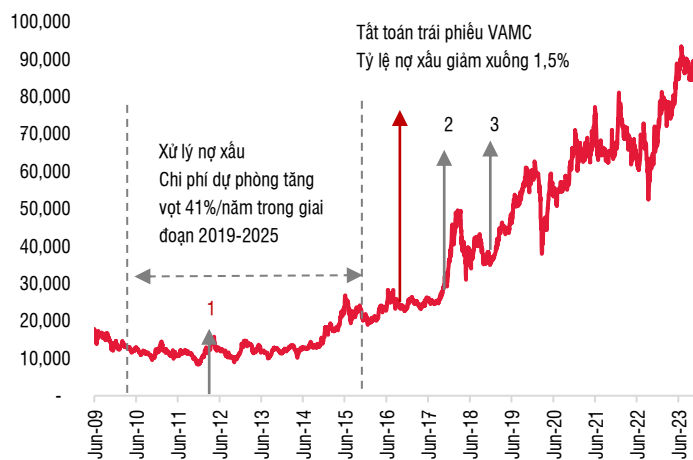
Biểu đồ 21: Định giá ACB (P/B)



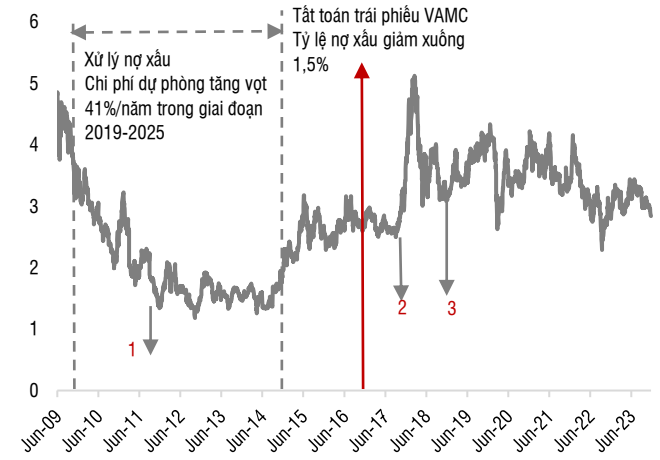
Lưu ý:

- 1: Ông Nguyễn Đức Kiên bị bắt.
- 2: Trích lập đầy đủ các khoản nợ của G6 liên quan đến ông Kiên và dự kiến xử lý xong trái phiếu VAMC trong năm 2017.
- 3: Trích lập đầy đủ cho VAMC.
- 4: LNTT tăng 141% svck và ROE tăng vọt lên 27,7% (từ 6,4% năm 2012).
- 5: Theo ĐHCĐ thường niên năm 2020, cổ phiếu ACB được chấp thuận niêm yết trên sàn HSX và chính thức giao dịch vào tháng 12/2020.

Biểu đồ 22: Giá cổ phiếu VCB



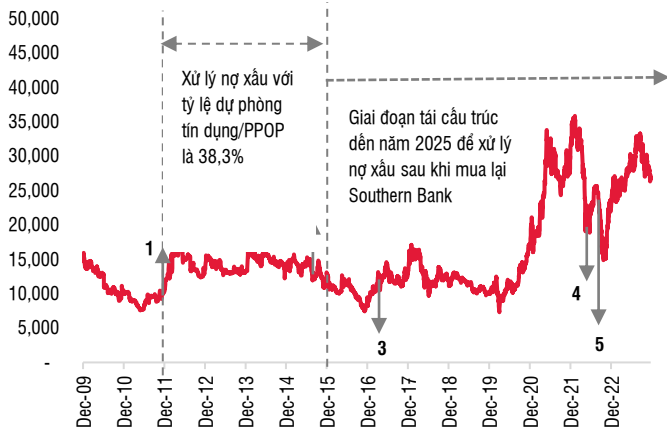
Biểu đồ 23: Định giá VCB (P/B)



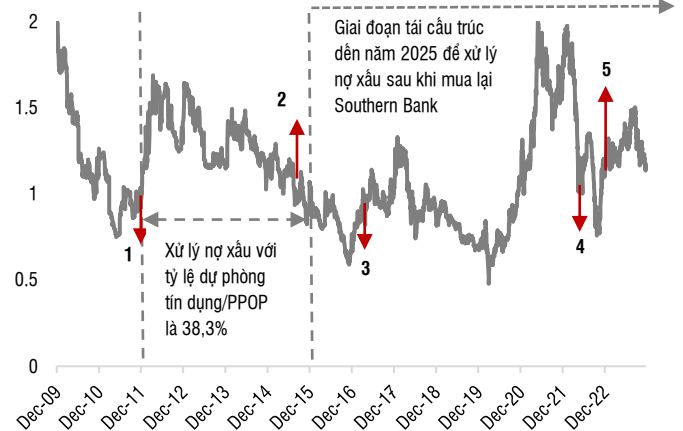
Lưu ý:

- 1: Phát hành 15% cổ phần cho Mizuho
- 2: LNTT lần lượt tăng 32% và 61% trong năm 2017-2018. ROE tăng lên khoảng 18-25%.
- 3: Phát hành cổ phiếu cho GIC và Mizuho

Biểu đồ 24: Giá cổ phiếu STB



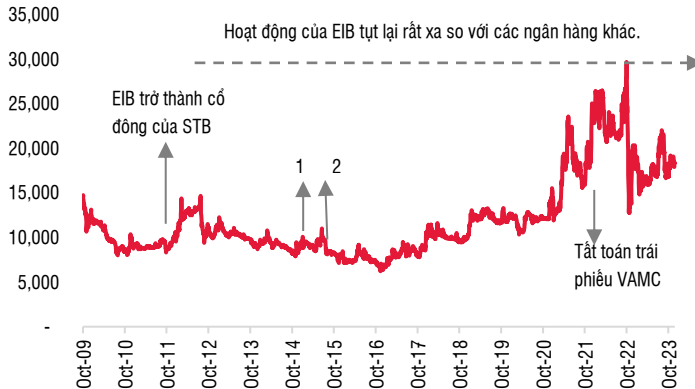
Biểu đồ 25: Định giá STB (P/B)



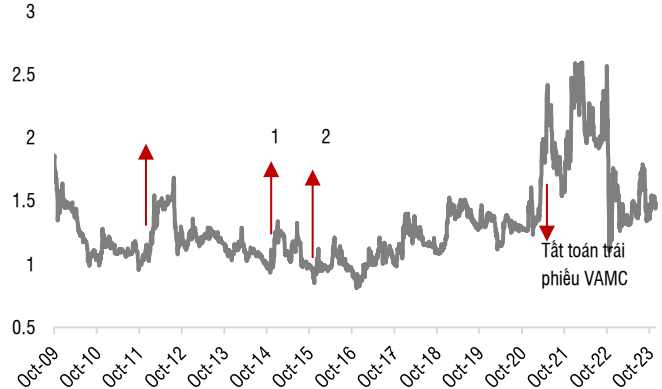
Lưu ý:

- 1: Ông Trầm Bê và các bên liên quan tích lũy cổ phiếu STB và chính thức gia nhập vào tháng 5/2012.
- 2: STB sáp nhập với Southern Bank vào tháng 9/2015.
- 3: Đại hội đồng cổ đông được tổ chức sau 2 năm trì hoãn, ông Dương Công Minh trở thành Chủ tịch HĐQT.
- 4: Hoàn tất việc thoái lui dự thu lũy kế từ Q2/2022. Tỷ lệ nợ xấu giảm mạnh từ 6,9% năm 2016 xuống 0,98% năm 2022. NIM bắt đầu trở về mức bình thường.
- 5: CAGR LNTT đạt mức ấn tượng là 39% trong giai đoạn 2015-2022 với ROE tăng từ 3,2% lên 13,8%.

Biểu đồ 26: Giá cổ phiếu EIB



Biểu đồ 27: Định giá EIB (P/B)



Lưu ý:

- 1&2: Cuối năm 2014, ông Trầm Bê buộc phải chuyển nhượng cổ phần EIB. Bên nhận chuyển nhượng là gia đình bà Trần Thị Hương – Tập đoàn Hoàn Cầu và Ngân hàng Nam Á (NAB). Tuy nhiên, kế hoạch M&A giữa EIB & NAB không thành công.

Nguồn: Bloomberg, SSI Research

## Tài chính – Chứng khoán: Tiến về phía trước

Triển vọng năm 2024: Tích cực

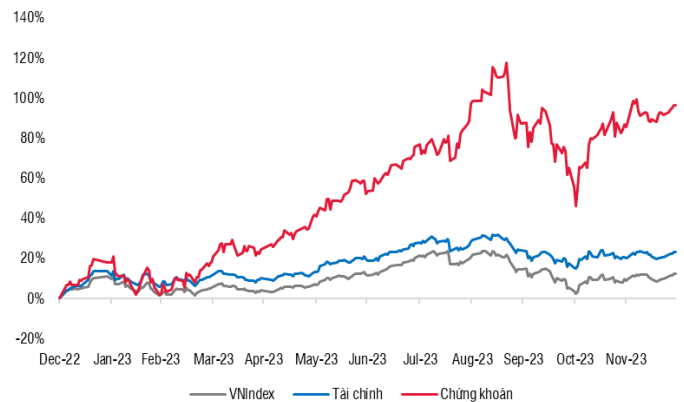
Cổ phiếu ưa thích: N.a

### Trong năm 2023, Ngành Chứng khoán được hưởng lợi từ môi trường lãi suất thấp.

Ngành chứng khoán ghi nhận một năm 2023 thành công, khi là ngành có tỷ suất lợi nhuận cao nhất thị trường, với mức tăng 96,3% so với cùng kỳ. Môi trường lãi suất thấp và kinh tế hồi phục là động lực chính giúp giá cổ phiếu trong ngành bật tăng mạnh trong năm 2023.

Nhóm các công ty chứng khoán (CTCK) có thể mạnh về mảng tự doanh có mức tỷ suất lợi nhuận cao nhất, như VIX (202,5%), BSI (199,3%), FTS (+164,7%), VDS (+133,3%), hay SHS (125,0%) trong khi đó APS (-21,2%) là công ty có tỷ suất lợi nhuận thấp nhất do gặp vấn đề về pháp lý. Nhóm CTCK truyền thống như SSI (+92.6%), VCI (+86.7%), HCM (+77.9%) và VND (+64.8%) cũng ghi nhận mức tăng vượt trội so với VNIndex.

#### Diễn biến ngành trong năm 2023



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Triển vọng năm 2024

Chúng tôi kì vọng KQKD của các CTCK trong 2024 sẽ nối tiếp đà phục hồi của năm 2023 trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp thu hút dòng tiền cá nhân trong nước vào thị trường chứng khoán trong khi dòng tiền khô ngoại có thể đảo chiều vào rông trong kịch bản Fed hạ lãi suất và triển vọng về nâng hạng thị trường.

Với kịch bản cơ sở về giá trị giao dịch trung bình ngày tăng 8% svck trong năm 2024, KQKD từ mảng môi giới và cho vay ký quỹ của các CTCK sẽ tiếp tục được cải thiện. Hơn nữa, các chính sách thuận lợi để kích thích thị trường vốn dự kiến sẽ được triển khai, với khả năng Việt Nam sẽ được nâng hạng lên thị trường phát triển của FTSE Russel vào cuối năm 2024 hoặc 2025. Tuy nhiên, định giá hiện tại của CTCK đã phản ánh đáng kể về kì vọng dòng tiền vào thị trường trong môi trường lãi suất thấp năm 2024 trong khi ngành vẫn còn phải đối mặt với những rủi ro về chất lượng tài sản hay pháp lý.

Giá định cơ sở về thanh khoản thị trường trong năm 2024 của chúng tôi như sau:

	2020	2021	2022	2023	2024E
Lãi suất huy động 12 tháng (%)	6,2%	5,5%	10,5%	5,5%	5,5%
Giá trị giao dịch trung bình ngày (Triệu USD)	321,3	1134,9	862,5	770	830

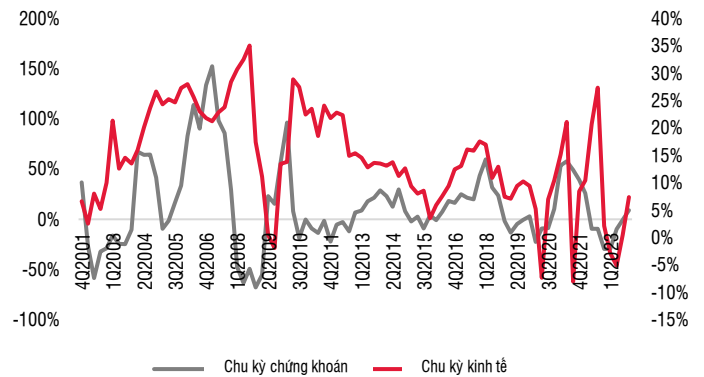
Nguồn: SSI Research

## Cổ phiếu ngành chứng khoán có tính thuận chu kỳ

Việt Nam bước sang năm 2024 với môi trường vĩ mô tích cực hơn nhiều so với năm 2023. Chúng tôi cho rằng chu kỳ kinh tế vẫn đang trong giai đoạn ban đầu của phục hồi và chu kỳ chứng khoán thường đi trước và vẫn có dư địa tăng trưởng hơn nữa trong trung hạn. Tuy nhiên, trong thời gian đầu của chu kỳ hồi phục, nhiều yếu tố rủi ro vẫn còn hiện hữu và thị trường chứng khoán sẽ có sự biến động mạnh. Về mặt tích cực, sự biến động trong một thị trường tăng vẫn sẽ thu hút được dòng tiền đổ vào thị trường chứng khoán. Do vậy, với kịch bản cơ sở về thanh khoản nêu trên và giá cổ phiếu ngành chứng khoán tương quan thuận với thanh khoản thị trường sẽ tiếp tục có diễn biến tích cực.

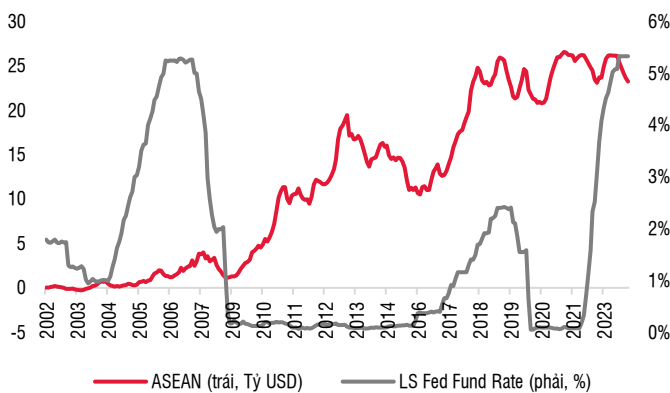
Một câu hỏi quan trọng khác là dòng tiền từ khối ngoại có quay lại thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2024 hay không. Trên thực tế, khối ngoại đã bán ròng mạnh chứng khoán Việt Nam trong năm 2023, đặc biệt ở nửa cuối năm, tương đồng với xu hướng trong khu vực ASEAN. Trong ngắn hạn, khả năng dòng vốn khối ngoại khó có thể vào ròng do sức hấp dẫn tương đối của các lựa chọn khác như trái phiếu Kho bạc Mỹ. Tuy nhiên, xu hướng này có thể đảo chiều khi Fed có động thái cắt giảm lãi suất. Xét về quá khứ, dòng tiền thường có xu hướng vào ròng thị trường ASEAN vào thời điểm Fed giảm lãi suất.

## Chu kỳ kinh tế và chu kỳ chứng khoán (% svck)



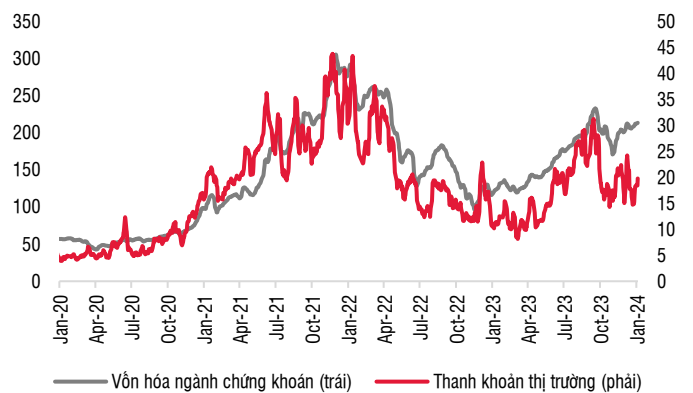
Nguồn: HSX, TCTK, TCHQ, SSI Research. Chúng tôi sử dụng số liệu xuất khẩu và doanh thu bán lẻ có điều chỉnh mùa vụ làm thước đo cho chu kỳ kinh tế

## Dòng vốn đầu tư vào ASEAN và lãi suất Fed Fund rate



Nguồn: EPFR, CEIC, SSI Research

## Vốn hóa cổ phiếu chứng khoán và thanh khoản (Nghìn tỷ đồng)

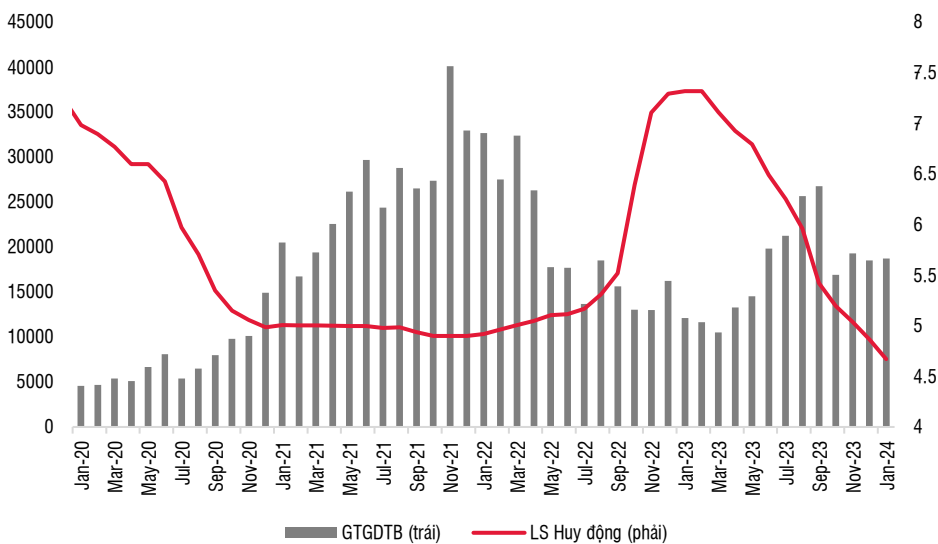


Nguồn: FiinPro, SSI Research. Chúng tôi tính vốn hóa ngành chứng khoán từ các cổ phiếu được niêm yết liên tục từ 2015.

## Môi trường lãi suất thấp là yếu tố then chốt giúp dòng tiền cá nhân trong nước tiếp tục vào thị trường chứng khoán và hỗ trợ KQKD của CTCK

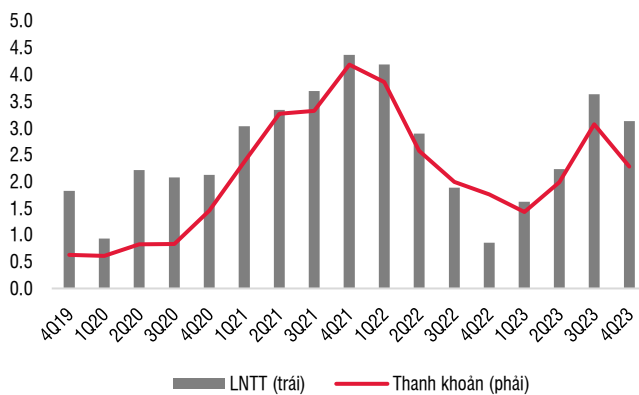
Sau giai đoạn Covid-19, thị trường chứng khoán Việt Nam có bước nhảy vọt về số lượng nhà đầu tư trong nước tham gia. Đối với năm 2024, môi trường lãi suất thấp kéo dài trong một thời gian đủ dài sẽ thúc đẩy dòng tiền cá nhân, đặc biệt trong bối cảnh nhà đầu tư trong nước thiếu các lựa chọn thay thế đầu tư hấp dẫn tại Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi đưa ra kịch bản về thanh khoản thị trường tương đối thận trọng, khi chỉ tăng 8% trong năm 2024 và thấp hơn khoảng 25% so với mức 2021 do các vấn đề trên thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp vẫn chưa được giải quyết triệt để và sẽ ảnh hưởng tới tâm lý nhà đầu tư. Đối với các CTCK, nghiệp vụ môi giới, cho vay ký quỹ và tư doanh chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu hoạt động và việc cải thiện các yếu tố nền tảng sẽ giúp KQKD của CTCK tiếp tục mở rộng trong 2024. LNTT của các CTCK đã tạo đáy vào Quý 4/2022 và đã bật tăng mạnh theo xu hướng của thanh khoản thị trường.

### Thanh khoản thị trường và lãi suất huy động 12 tháng (Nghìn tỷ đồng, %/năm)

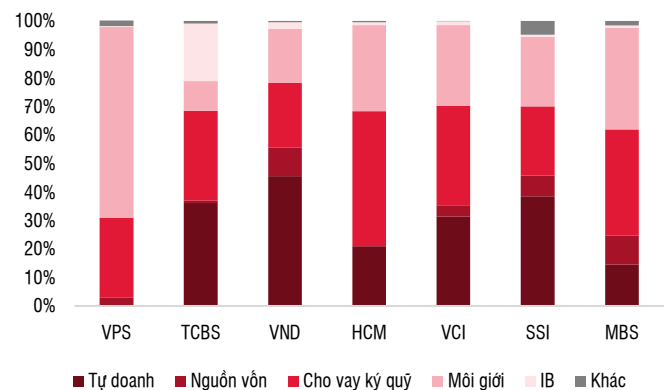


Nguồn: HSX, HNX, SSI Research

### LNTT và thanh khoản thị trường (Nghìn tỷ đồng)



### Cơ cấu doanh thu hoạt động theo nghiệp vụ



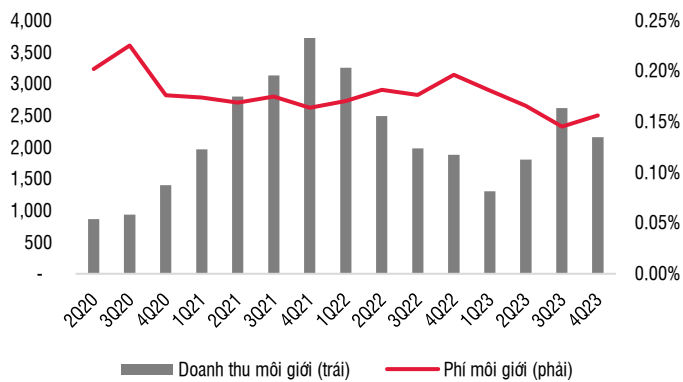
Nguồn: HSX, HNX, Công ty, SSI Research. Bao gồm SSI, VND, HCM, VCI, MBS, VPS và TCBS.

## Biên lợi nhuận hoạt động được cải thiện

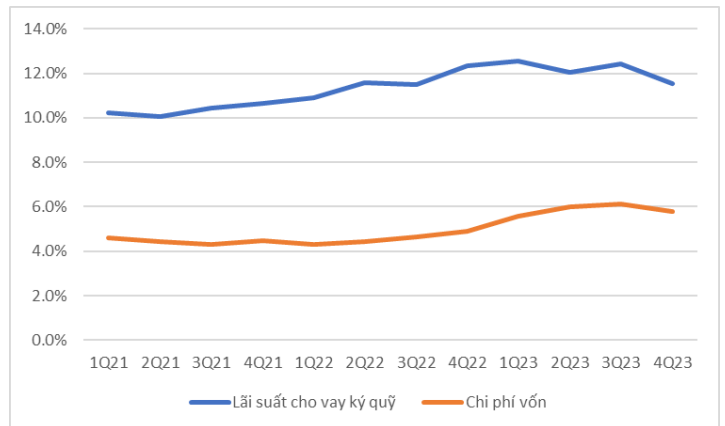
Tuy môi trường cạnh tranh giữa các CTCK đã khiến cho phí môi giới giảm (từ 0,2% năm 2021 xuống còn khoảng 0,15% trong Quý 4 năm 2023), CTCK vẫn mở rộng doanh thu hoạt động nhờ thanh khoản thị trường tăng mạnh. Do vậy, mức thanh khoản dự kiến sẽ giúp mở rộng doanh thu hoạt động môi giới và có thể bù đắp mức giảm từ phí môi giới hoặc phí hoa hồng.

Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng NIM cho hoạt động cho vay ký quỹ sẽ vẫn duy trì ở mức khả quan, vào khoảng 500 – 600 điểm cơ bản. Mặc dù các CTCK đang tích cực đẩy mạnh chiến dịch cho vay ký quỹ với mức lãi suất chỉ 8,5% -9,0% / năm (từ 11% -13% trước đây), chi phí vốn dự kiến thấp hơn (khoảng 3,0 -5,0%, từ mức 6-9% trước đây) sẽ giúp giảm bớt áp lực về NIM cho các CTCK trong năm. Bên cạnh đó, việc đẩy mạnh các hoạt động tăng vốn cũng giúp CTCK giảm chi phí vốn và cải thiện NIM. Lợi nhuận trước thuế cũng tiếp tục được hưởng lợi từ việc giảm chi phí hoạt động của CTCK trong năm 2023 hay trong khi môi trường lãi suất thấp có thể giúp các công ty giảm gánh nặng tài chính.

**Doanh thu hoạt động môi giới và phí môi giới (Nghìn tỷ đồng, %)**



**Chi phí vốn và lãi suất cho vay ký quỹ (%)**



*Nguồn: CTCK, SSI Research. Bao gồm SSI, HCM, VCI, VND, MBS, TCBS và VPS*

## Hoạt động tăng vốn là yếu tố kỳ vọng giúp một số CTCK vượt trội so với ngành

CTCK đã đẩy mạnh hoạt động tăng vốn kể từ Quý 2/2023 nhằm chuẩn bị cho nhu cầu của thị trường sắp tới. Ngoại trừ một số lượng nhỏ các CTCK tăng vốn nhằm tái cấu trúc danh mục đầu tư trái phiếu doanh nghiệp của mình, việc tăng vốn sẽ mở rộng khả năng cho vay ký quỹ của các CTCK và duy trì bảng cân đối kế toán lành mạnh của họ, cũng như đáp ứng yêu cầu về an toàn vốn mà UBCK đưa ra. Những CTCK có khả năng tăng vốn sớm hơn sẽ có điều kiện tốt hơn để đẩy nhanh hoạt động cho vay ký quỹ, giành thêm thị phần và đạt kết quả khả quan hơn so với các CTCK khác.

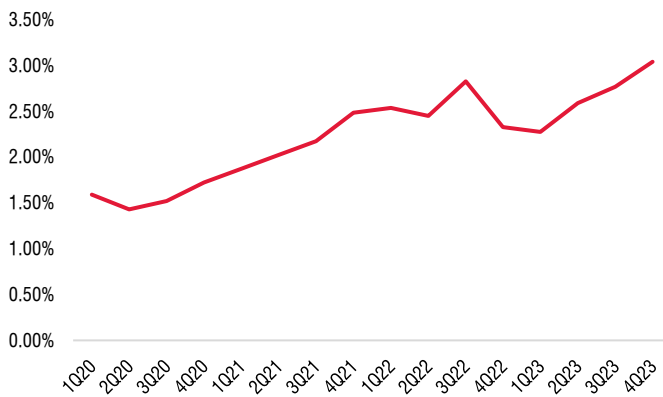
Điểm đáng chú ý là mặc dù tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn hóa thị trường hiện tại đang ở mức cao, khả năng của việc lặp lại kịch bản giải chấp mức độ rộng như giai đoạn cuối 2022 là khó có thể xảy ra nếu nhìn vào tỷ lệ/vốn chủ sở hữu của thị trường (được kiểm soát tốt) trong khi đồng thời, mức độ cho vay ký quỹ/vốn hóa chưa phản ánh toàn diện tốc độ tăng trưởng nội tại của thị trường.

## Kế hoạch tăng vốn của các CTCK lớn

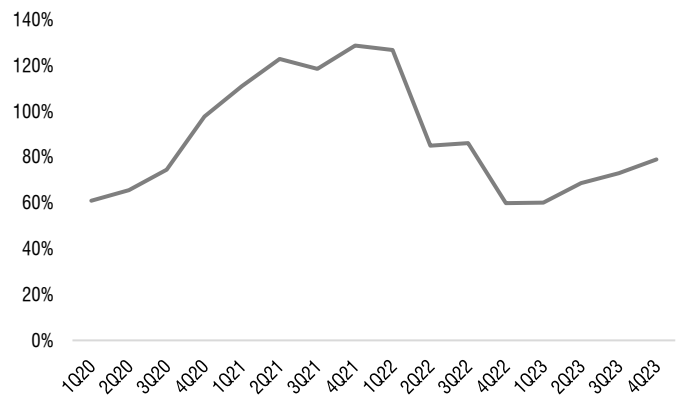
	Vốn điều lệ (Tỷ đồng)	Kế hoạch tăng vốn/đã phát hành tăng vốn
SSI	15.011	10 triệu cổ phiếu ESOP 2023 (hoàn tất) 151 triệu cổ phiếu phát hành cho cổ đông hiện hữu (chờ UBCK phê duyệt) 10 triệu cổ phiếu ESOP 2024 (chờ UBCK phê duyệt)
VCI	4.375	2 triệu cổ phiếu ESOP 2023 (hoàn tất) Kế hoạch tăng vốn thông qua cổ phiếu/trái phiếu (chưa công bố chi tiết)
VND	12.178	244 triệu cổ phiếu phát hành cho cổ đông hiện hữu (chờ UBCK phê duyệt)
HCM	4.581	228 triệu cổ phiếu phát hành cho cổ đông hiện hữu (UBCK đã phê duyệt, đang trong giai đoạn phân phối) 16 triệu cổ phiếu ESOP 2022 (chờ UBCK phê duyệt)

Nguồn: CTCK, SSI Research

### Dư nợ cho vay ký quỹ/vốn hóa thị trường (%)



### Dư nợ cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu (%)



Nguồn: CTCK, SSI Research

## Tác động từ chính sách

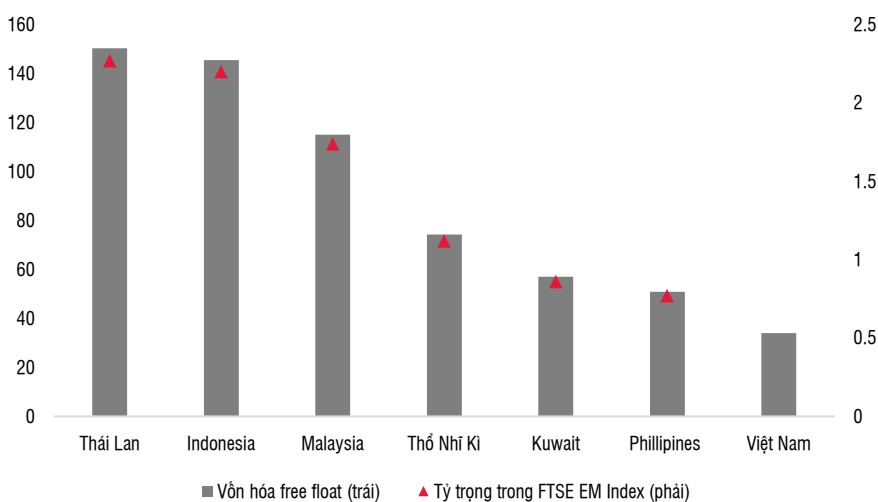
Thông điệp của Chính phủ và các chính sách sắp tới sẽ tiếp tục là yếu tố quan trọng và tác động tới diễn biến của ngành chứng khoán trong năm 2024:

- Đầu tiên, Chính phủ đã ban hành Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2030, trong đó đặt mục tiêu quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt 100% GDP vào năm 2025 và đạt 120% GDP vào năm 2030. Dư nợ thị trường trái phiếu đạt tối thiểu 47% GDP (trong đó dư nợ trái phiếu doanh nghiệp đạt tối thiểu 20% GDP) vào năm 2025 và đạt tối thiểu 58% GDP (trong đó dư nợ trái phiếu doanh nghiệp đạt tối thiểu 25% GDP) vào năm 2030; TTCK phát sinh tăng trưởng trung bình khoảng 20 - 30% mỗi năm trong giai đoạn 2021 - 2030. Với vị thế hiện tại, các chính sách nhằm hỗ trợ phát triển thị trường vốn minh bạch và hiệu quả sẽ phải được thúc đẩy được triển khai, và các CTCK nhờ vậy cũng sẽ được hưởng lợi từ việc này.
- Tiếp theo, nền tảng giao dịch KRX mới và việc triển khai một số dịch vụ mới (ví dụ là mô hình đối tác bù trừ trung tâm (CCP) sẽ là các yếu tố hỗ trợ quan trọng cho thị trường chứng khoán trong trung hạn. Tuy nhiên, chúng tôi chọn đây là yếu tố cần được quan sát, vì chúng tôi không thể xác nhận mốc thời gian chính thức được triển khai.
- **Cuối cùng, và là yếu tố then chốt nhất là việc nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE Russel.** Vấn đề vướng mắc lớn nhất của Việt Nam để FTSE Russell thực hiện nâng hạng thị trường lên thị trường mới nổi là xử lý vấn đề phải ký quỹ trước khi giao dịch của các nhà đầu tư tổ

chức. Trong khi các nhà đầu tư cá nhân trong nước đã có nghiệp vụ cho vay ký quỹ để giải quyết vấn đề này, hiện nay, quy định các nhà đầu tư tổ chức đều phải thực hiện ký quỹ 100% trước khi giao dịch, và điều này chưa phù hợp với các thông lệ quốc tế. Việc xử lý yêu cầu này có thể được thực hiện theo 2 phương thức, bao gồm áp dụng Mô hình đối tác bù trừ trung tâm (CCP) về dài hạn và trong ngắn hạn các CTCK sẽ thực hiện hỗ trợ thanh toán đối với các nhà đầu tư tổ chức (Non Prefunding Solution – NPS). Bộ Tài chính theo kế hoạch trong năm 2024 sẽ sửa đổi một số văn bản pháp lý có liên quan để có thể triển khai mô hình NPS. FTSE Russell sẽ dựa trên phản hồi từ các nhà đầu tư để đánh giá mô hình NPS có hoạt động hiệu quả hay không, và việc quyết định phân loại Việt Nam vào Thị trường Mới nổi của FTSE Russell có thể diễn ra sớm nhất vào tháng 9/2024 (kịch bản tích cực) hoặc tháng 3/2025 (kịch bản cơ sở) và sẽ có hiệu lực vào 6 tháng sau đó.

Với mức vốn hóa free float của thị trường Việt Nam đang vào khoảng 35 tỷ USD – bằng khoảng ¼ Indonesia và Thái Lan, và từ đó ước tính tỷ trọng của Việt Nam trong chỉ số FTSE EM vào khoảng 0,7%– 1,0% và FTSE Global là 0,1%. Điều này có thể giúp Việt Nam ngay lập tức thu hút được khoảng 1,7 – 2,5 tỷ USD khi quyết định nâng hạng có hiệu lực.

### Vốn hóa free-float the FTSE và tỷ trọng trong chỉ số FTSE EM Index



Nguồn: FTSE, SSI Research

### Danh sách một số Quỹ lớn mô phỏng theo các chỉ số của FTSE Russel

Quỹ	Chỉ số mô phỏng	Tài sản ròng	Indonesia	Thổ Nhĩ Kỳ	Kuwait	Việt Nam (ước tính)	Dòng vốn dự kiến
Vanguard Total International Stock Index Fund	FTSE Global All Cap ex US	309.509	0,6	0,34	0,23	0,18	565,8
Vanguard Institutional Total International Stock Market Index Trust II	FTSE Global All Cap ex US	171.236	0,6	0,35	0,23	0,19	317,4
Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	FTSE Emerging Markets All Cap China A Inclusion	70.677	2,29	1,27	0,9	0,7	496,5
Vanguard Total World Stock ETF	FTSE Global All Cap	28.259	0,24	0,14	0,09	0,07	20,6
Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund	FTSE Emerging Markets All Cap China A Inclusion	25.428	2,29	1,27	0,9	0,7	178,6
Vanguard FTSE All-World UCITS ETF	FTSE All-World	18.615	0,23	0,13	0,09	0,07	13,2
Vanguard FTSE All-World ex-US Index Fund	FTSE All-World ex US	15.246	0,58	0,35	0,23	0,18	28,2
Vanguard Total World Stock Index Fund	FTSE Global All Cap	9.669	0,24	0,14	0,09	0,07	7
Schwab Emerging Markets Equity ETF	FTSE Emerging Markets	8.269	2,28	1,39	0,92	0,73	60,1
<b>Tổng</b>							<b>1.687,5</b>

Nguồn: EPFR, SSI Research. Dữ liệu tính đến cuối Q3/2023

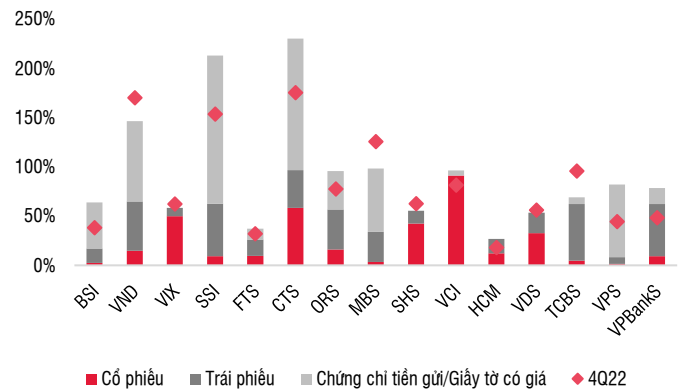


## Rủi ro

### Chất lượng tài sản

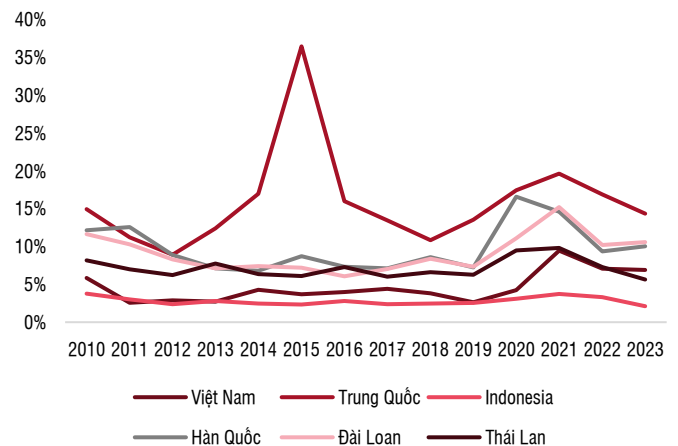
Chất lượng tài sản của các CTCK hiện tại đã có sự cải thiện nhiều so với cuối năm 2022, một phần do các giải pháp gần đây để kéo dài thời gian trả gốc/lãi trái phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng một số CTCK vẫn duy trì khẩu vị rủi ro cao trong việc tư vấn và phân phối trái phiếu. Do đó, chúng tôi sẽ không loại trừ khả năng rủi ro thanh khoản tại một số công ty cục bộ nếu thị trường trái phiếu/bất động sản không phục hồi như kỳ vọng.

### Danh mục đầu tư ngắn hạn (FVTPL, AFS và HTM)/Vốn chủ sở hữu (%)



Nguồn: CTCK, SSI Research. Số liệu tính đến Q4/2023

### Tỷ lệ GTGD/vốn hóa theo tháng (%)



Nguồn: CEIC, SSI Research

Với cấu trúc của TTCK còn chưa thực sự cân đối khi vốn hóa thị trường tập trung phần lớn vào ngành ngân hàng và bất động sản và sản phẩm đầu tư không quá đa dạng, dư địa tăng trưởng của giá trị giao dịch bị hạn chế, đặc biệt là khi tỷ lệ GTGD/vốn hóa hiện tại của Việt Nam đã ở mức tương đương với Thái Lan. Bên cạnh đó, tỷ trọng nhà đầu tư cá nhân ở mức cao (hơn 90% tổng giá trị giao dịch, so với mức 35% ở Thái Lan) cũng khiến cho thị trường có nhiều biến động mạnh và khó kiểm soát. Do vậy, các biện pháp cải thiện chất lượng của công ty niêm yết, tổ chức trung gian (công ty chứng khoán và quỹ), cũng như việc chuyển dịch dòng tiền của các nhà đầu tư cá nhân sẽ là chủ đề phải được cân nhắc tới. Trong đó, nhân tố đáng chú ý nhất là việc mở rộng mô hình quỹ hưu trí với sự tham gia của chương trình hưu trí có mức đóng xác định có thể giúp đa dạng hóa cơ cấu nhà đầu tư trong thị trường.

## Tài chính – Bảo hiểm: Hồi phục về doanh thu phí nhưng lợi nhuận không khả quan do lãi suất thấp

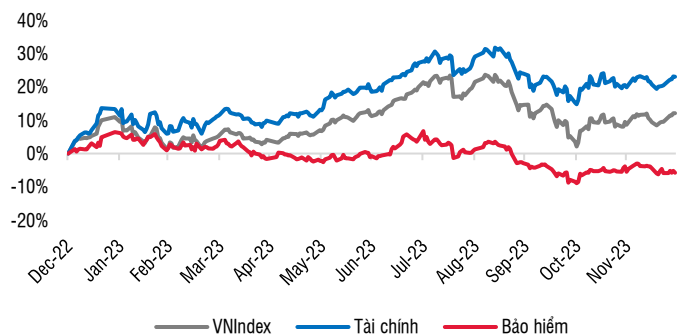
Triển vọng năm 2024: Kém Tích cực

Cổ phiếu ưa thích: N.a

**Trong năm 2023, Ngành Bảo hiểm có diễn biến kém khả quan so với chỉ số VNIndex do điều kiện vĩ mô và lãi suất giảm mạnh**

Vốn hóa nhóm ngành Bảo hiểm giảm 6%, yếu hơn so với diễn biến của VNIndex trong năm 2023 khoảng 18%. MIG là cổ phiếu có mức tăng giá tốt nhất trong năm (39% svck). Điều này là nhờ kết quả kinh doanh rất tốt (LNST tăng 76% svck) và tâm lý tích cực từ việc Pyn Elite Fund liên tục mua ròng và tăng gấp đôi tỷ lệ sở hữu lên khoảng 8%. Trong khi đó, mặc dù LNST tăng tốt (+44% svck) nhưng giá cổ phiếu BIC lại giảm nhẹ -1% trong năm 2023.

Diễn biến ngành trong năm 2023



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Triển vọng năm 2024

Mặc dù chúng tôi kỳ vọng doanh thu phí bảo hiểm sẽ phục hồi trong năm 2024 (tăng 7% svck) sau năm 2023 nhiều khó khăn khi doanh thu phí bảo hiểm chỉ đạt 227 nghìn tỷ đồng (giảm 8% svck), nhưng triển vọng tăng trưởng lợi nhuận sẽ không diễn biến cùng chiều do môi trường lãi suất thấp tiếp tục là thách thức đối với ngành. Sự gia tăng trong tổng danh mục đầu tư và diễn biến tích cực trên thị trường chứng khoán có thể vẫn không đủ bù đắp hoàn toàn cho mức giảm của lãi suất huy động. Do đó, thu nhập tài chính của các doanh nghiệp bảo hiểm và tái bảo hiểm niêm yết trong năm 2024 dự báo sẽ không được thuận lợi như năm 2023 (tăng 34% svck trong năm 2023). Chúng tôi không kỳ vọng sẽ có sự thay đổi đáng kể nào về tỷ lệ kết hợp và lợi nhuận kinh doanh bảo hiểm do áp lực cạnh tranh gay gắt. Nhìn chung, chúng tôi dự báo ngành sẽ không có tăng trưởng về lợi nhuận trước thuế trong năm 2024<sup>1</sup> (so với mức tăng 35% svck trong năm 2023). Tuy nhiên, riêng BVH, chúng tôi ước tính LNTT sẽ đạt mức tăng 3,7% svck do công ty có khả năng cải thiện tỷ lệ kết hợp. Bên cạnh đó, BVH có 15% tiền gửi ngân hàng dài hạn và tổng danh mục đầu tư dự báo có thể tăng 15%.

Theo quan điểm của chúng tôi, trong một năm được đánh giá là có sự hồi phục mạnh mẽ, mức tăng trưởng LNTT của ngành bảo hiểm sẽ kém khả quan hơn so với các ngành khác. Định giá ngành hiện tại đã trở về vùng tương đối hợp lý so với giai đoạn trước đây, với P/B trượt 12 tháng bình quân là 1,25x (so với 1,37x cuối năm 2022 và 1,81x cuối năm 2021). Tuy nhiên, mức này cũng phản ánh triển vọng lợi nhuận không quá khả quan trong năm 2024.

<sup>1</sup> Doanh nghiệp bảo hiểm và tái bảo hiểm niêm yết bao gồm BVH, ABI, BIC, BMI, MIG, PGI, PTI, PVI, PRE and VNR

Theo quan điểm của chúng tôi, những yếu tố có thể tác động tích cực hơn kỳ vọng đối với giá các cổ phiếu bảo hiểm có thể đến từ tiến triển trong quá trình IPO/cổ phần hóa các công ty con bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ của BVH bao gồm BaoViet Life và BVGI.

Theo Cục Quản lý, giám sát bảo hiểm, **doanh thu phí bảo hiểm toàn ngành dự kiến tăng 7% svck đạt 243 nghìn tỷ đồng trong năm 2024,**

- **Doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ năm 2024 dự kiến tăng nhẹ 5% svck (đạt 164 nghìn tỷ đồng).** Trong năm 2023, doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ giảm 12,5% svck. Điều này là có thể được giải thích bởi một số yếu tố như triển vọng thu nhập cá nhân không khả quan, người tiêu dùng mất niềm tin vào các sản phẩm bảo hiểm và việc tiến hành thanh kiểm tra các sai phạm trong hoạt động bán sản phẩm bảo hiểm tại kênh bancassurance. Doanh thu phí khai thác mới giảm 38% svck trong nửa đầu năm 2023 trong khi doanh thu bancassurance giảm mạnh 50% svck (chi tiết ở bảng 1). Doanh thu này cũng chưa có sự phục hồi đáng kể nào trong nửa cuối năm 2023.

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh thu phí bảo hiểm chỉ tăng nhẹ so với cùng kỳ do:

- ✓ Người tiêu dùng chưa có kỳ vọng chắc chắn về sự phục hồi của nền kinh tế;
- ✓ Vẫn cần thêm thời gian để lấy lại niềm tin của người tiêu dùng đối với các sản phẩm bảo hiểm bán qua kênh bancassurance. Cùng với nỗ lực mang lại tính minh bạch cho thị trường từ phía cơ quan quản lý, cần có sự phối hợp chủ động hơn ở tất cả các cấp của ngân hàng và doanh nghiệp bảo hiểm, từ trụ sở chính đến chi nhánh.
- ✓ Thông điệp chính của Thông tư 67 là hướng tới việc thúc đẩy sự tăng trưởng bền vững & minh bạch về dài hạn của ngành bảo hiểm. Tuy nhiên, do những thay đổi về chính sách cũng cần có thời gian để thích nghi, những quy định mới cũng có thể có ảnh hưởng nhất định tới việc phục hồi về tăng trưởng doanh thu phí khai thác mới trong ngắn hạn. Các điều khoản dự báo sẽ có tác động mạnh đến doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ bao gồm: (1) hoa hồng phí bảo hiểm năm đầu tiên cho các sản phẩm bảo hiểm liên kết chung và bảo hiểm liên kết đơn vị phát hành sau ngày 1/7/2024 sẽ giảm xuống 30% từ 40%. Các sản phẩm này chiếm 82% doanh thu phí khai thác mới trong nửa đầu năm 2023; (2) từ tháng 11/2023, các ngân hàng không được tư vấn, giới thiệu, chào bán hợp đồng bảo hiểm liên kết đầu tư cho khách hàng trong thời gian trước và sau 60 ngày ngày giải ngân toàn bộ khoản vay; và (3) Các đại lý/ngân hàng/công ty bảo hiểm phải có nhiều trách nhiệm hơn (Yêu cầu đại lý bảo hiểm phải thực hiện ghi âm quá trình tư vấn bảo hiểm đối với các sản phẩm bảo hiểm phức tạp như sản phẩm bảo hiểm liên kết đầu tư, doanh nghiệp bảo hiểm phải kiểm tra độc lập nội dung tư vấn sản phẩm bảo hiểm của đại lý...)

Luật Các tổ chức tín dụng mới được ban hành gần đây có hiệu lực từ ngày 1/7/2024 cũng nghiêm cấm việc gắn sản phẩm bảo hiểm không bắt buộc với việc cung ứng sản phẩm/dịch vụ khác của ngân hàng dưới mọi hình thức. Điều này có thể gây ra nhiều thách thức hơn đối với doanh thu bancassurance trong năm 2024.

**Bảng 1: Doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ (tỷ đồng)**

	6T2022	6T2023	%svck	2022	2023	%svck
<b>Doanh thu phí khai thác mới</b>	25.111	15.501	-38,3%	50.888		
Banca	12.462	6.164	-50,5%	24.051		
Đại lý	12.649	9.337	-26,2%	26.837		
<b>Tổng doanh thu phí bảo hiểm</b>	84.467	77.838	-7,8%	178.327	156.985	-12,5%
Banca	22.763	17.556	-22,9%	45.479		
Đại lý	61.704	60.283	-2,3%	132.848		

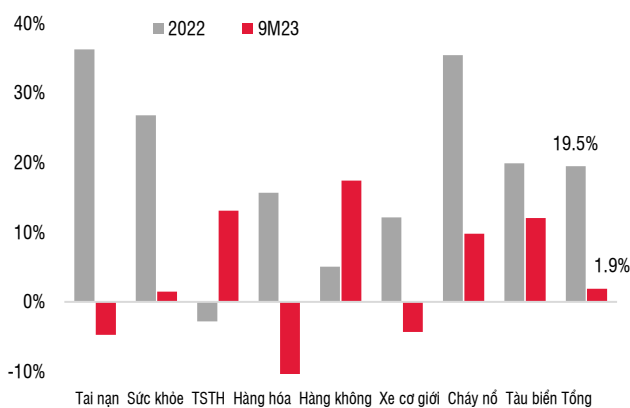
Nguồn: AVI, SSI Research

- **Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ sẽ phục hồi tốt hơn trong năm 2024.** Năm 2023 doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ chỉ nhích nhẹ 2,87% YoY đạt 71,1 nghìn tỷ đồng. Các doanh nghiệp bảo hiểm tăng phí trong năm do tỷ lệ bồi thường cao trong năm 2022, rủi ro bảo hiểm

cũng như chi phí y tế gia tăng. Việc tăng phí đã ảnh hưởng đến khả năng chi trả của cả khách hàng cá nhân và khách hàng doanh nghiệp trong bối cảnh nền kinh tế vĩ mô còn nhiều khó khăn. Ngoài ra, theo dữ liệu tổng hợp từ VAMA, VAMM, Hyundai Thành Công và Vinfast, doanh thu bán xe ô tô và xe máy giảm lần lượt là 29% và 17% svck trong 11T2023. Đây là lý do khiến doanh thu phí bảo hiểm ô tô giảm trong kỳ (giảm 4%). Tương tự như vậy, hoạt động xuất nhập khẩu yếu cũng là nguyên nhân khiến doanh thu phí bảo hiểm hàng hóa giảm 12% (chi tiết biểu đồ 1).

Cho năm 2024, doanh thu ô tô và xe máy (dự kiến lần lượt tăng 9% và tăng 4% svck), hoạt động xuất nhập khẩu, du lịch... phục hồi được dự báo sẽ hỗ trợ việc tăng doanh thu phí bảo hiểm. Hơn nữa, với tỷ lệ bồi thường năm 2023 cao hơn so với năm 2022 (39.3% vs. 36.5%), các doanh nghiệp bảo hiểm có thể sẽ xem xét tăng phí bảo hiểm cho năm 2024. Nhìn chung, **doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ năm 2024 dự kiến sẽ tăng khoảng 10% đến 12% svck (đạt 80 nghìn tỷ đồng).**

**Biểu đồ 1: Tổng doanh thu phí bảo hiểm tăng trưởng nhẹ trong 9T23**



**Bảng 2: PVI, BVH, BIC và VBI là các doanh nghiệp giành thêm được thị phần**

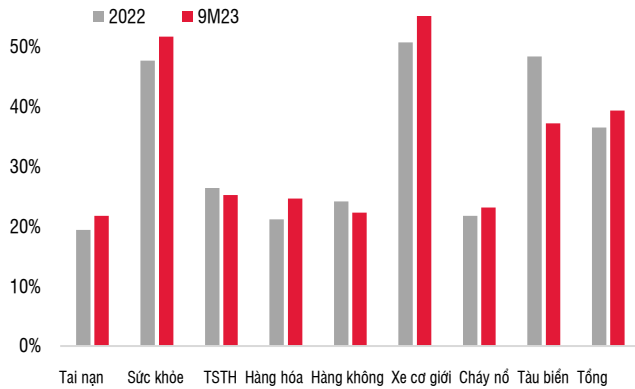
	2021	2022	11M23	
PVI	14.3%	14.5%	15.4%	↑
BVH	15.5%	14.1%	14.6%	↑
PTI	10.1%	9.1%	7.4%	↓
BMI	7.8%	7.8%	8.0%	→
MIC	6.8%	7.5%	6.6%	↓
BIC	4.6%	5.1%	6.4%	↑
PGI	5.8%	5.5%	5.6%	→
VBI	4.0%	4.4%	4.9%	↑
BSH	4.6%	4.4%	4.3%	↓
VNI	3.8%	4.1%	3.4%	↓
ABI	3.4%	3.1%	2.8%	↓
Others	19.4%	20.4%	20.5%	→

Nguồn: AVI, SSI Research

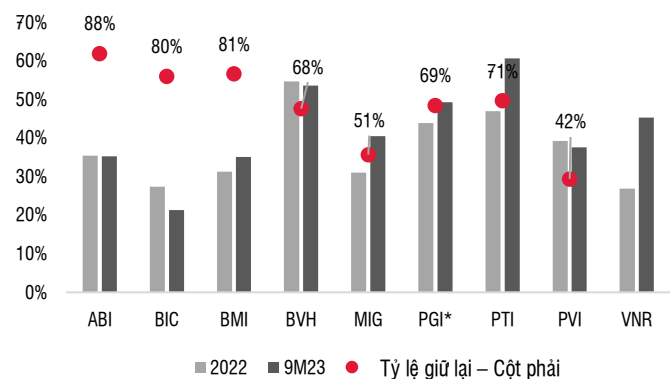
### Lợi nhuận hoạt động kinh doanh bảo hiểm được duy trì trong năm 2024

- Doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ.** Trong năm 2023, tỷ lệ kết hợp của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ niêm yết tiếp tục duy trì ở mức khoảng 97% (đi ngang so với cùng kỳ) và phần lớn duy trì mức 98%-99%. Các doanh nghiệp bảo hiểm có ngân hàng mẹ và tập trung vào bảo hiểm tai nạn cho người vay tín chấp, bảo hiểm tai nạn cá nhân (ABI, BIC) cũng như doanh nghiệp dẫn đầu về bảo hiểm tài sản thiệt hại (PVI) có tỷ lệ kết hợp thấp nhất (chi tiết Bảng 3). Chúng tôi kỳ vọng rằng xu hướng này sẽ vẫn duy trì trong năm 2024. Chúng tôi nhận thấy bối cảnh cạnh tranh chưa có nhiều thay đổi trong vài năm trở lại đây, khi các doanh nghiệp bảo hiểm vẫn cạnh tranh giành thị phần thông qua giảm phí bảo hiểm.
- Doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ.** Doanh thu phí bảo hiểm khai thác mới giảm 38% svck và các khoản chi trả đáo hạn và chấm dứt hợp đồng tăng 75% svck trong nửa đầu năm 2023 khiến lợi nhuận hoạt động kinh doanh bảo hiểm nhân thọ sụt giảm (chi tiết Bảng 4). Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy sự cải thiện nhẹ diễn ra vào cuối năm 2024. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng tâm lý thị trường trong năm 2024 sẽ không bị ảnh hưởng bất ngờ như năm 2023, giúp các khoản chi trả đáo hạn và chấm dứt hợp đồng không bị tăng đột biến svck. Tác động này sẽ bù đắp phần nào cho chi phí dự phòng toán học tăng lên khi lãi suất kỹ thuật được điều chỉnh giảm (theo ước tính của chúng tôi, giảm 23 đến 25 điểm cơ bản, chi tiết biểu đồ 5). Do đó, lợi nhuận hoạt động kinh doanh bảo hiểm nhân thọ dự báo duy trì ổn định hơn trong năm 2024.

Biểu đồ 2: Tỷ lệ bồi thường theo nghiệp vụ bảo hiểm



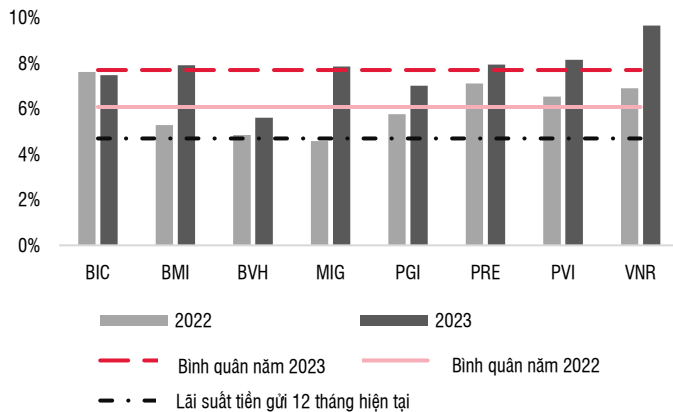
Biểu đồ 3: Tỷ lệ bồi thường của các doanh nghiệp bảo hiểm



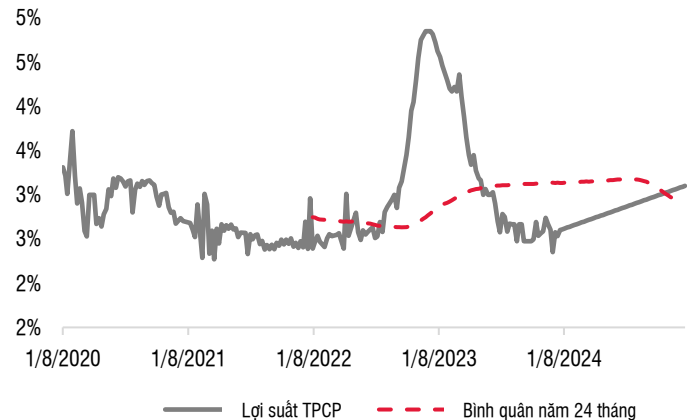
Nguồn: AVI, doanh nghiệp bảo hiểm, SSI Research

**Tuy nhiên, lợi nhuận hoạt động đầu tư sẽ không khả quan như 2023.** Các DNBH được hưởng lợi từ việc lãi suất huy động tăng mạnh trong giai đoạn tháng 10/2022 tới tháng 4/2023 (tăng 370 bps lên mức trung bình là 9.4%) do 78% danh mục đầu tư của những doanh nghiệp này là tiền gửi ngân hàng. Đối với BVH, tỷ lệ này là 61% (xem Biểu đồ 6-7). Do đó, lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tăng 34% svck – động lực chính đóng góp vào mức tăng trưởng LNTT +35% svck trong 2023. Đối với năm 2024, lợi suất hoạt động đầu tư cho các DNBH dự báo giảm về mức 5,0%-5,2% theo quan điểm của chúng tôi (so với mức bình quân 7,7% trong năm 2023 và 6,1% trong năm 2022) do lãi suất tiền gửi bình quân 12 tháng hiện ở quanh mức 4,7% (Xem Biểu đồ 4).

Biểu đồ 4: Lợi suất đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết trong năm 2023

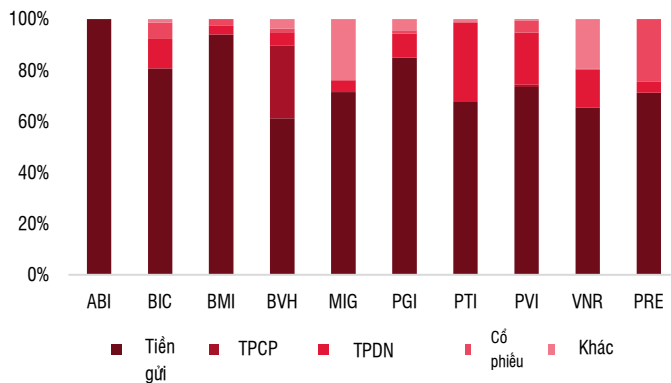


Biểu đồ 5: Lãi suất trái phiếu Chính phủ

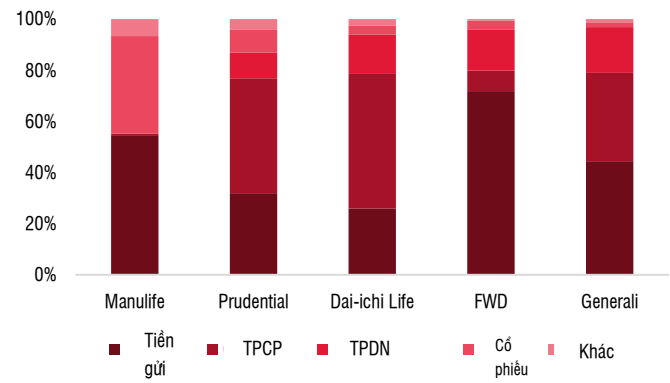


Nguồn: Doanh nghiệp bảo hiểm, SSI Research

Biểu đồ 6: Cơ cấu danh mục đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm và tái bảo hiểm niêm yết



Biểu đồ 7: Cơ cấu doanh mục đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ



Nguồn: Doanh nghiệp bảo hiểm, SSI Research

Bảng 3: Các chỉ tiêu chính của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ trong năm 2023

	Doanh thu phí bảo hiểm gốc	% svck	Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm	% svck	Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư	%svck	LNST	% svck	Tỷ lệ bồi thường	Tỷ lệ kết hợp	ROI	ROE	PB
BVH	42.641	-0,7%	-8.660	40%	10.710	33%	1.798	11%	47%	n/a	6%	8%	1,32
<b>DN bảo hiểm phi nhân thọ</b>	<b>37.268</b>	<b>1,7%</b>	<b>931</b>	<b>280%</b>	<b>2.554</b>	<b>39%</b>	<b>2.816</b>	<b>64%</b>	<b>40%</b>	<b>97%</b>	<b>7%</b>	<b>14%</b>	<b>1,28</b>
ABI	1.998	-5,7%	136	-6%	173	31%	246	11%	34%	93%	6%	17%	1,24
BIC	4.929	28,5%	181	357%	392	11%	457	44%	27%	95%	7%	17%	1,06
BMI	5.560	3,0%	82	-44%	281	51%	329	13%	35%	98%	8%	13%	0,97
MIG	4.678	-10,1%	55	47%	294	83%	281	76%	36%	98%	8%	14%	1,57
PGI	4.023	6,7%	164	-12%	274	36%	229	12%	48%	94%	7%	13%	1,41
PTI	5.077	-19,0%	102	-123%	205	104%	252	-173%	58%	98%	6%	13%	1,43
PVI	11.002	9,7%	212	48%	935	33%	1.022	17%	42%	96%	8%	13%	1,29
<b>DN tái bảo hiểm</b>	<b>5.134</b>	<b>6,7%</b>	<b>76</b>	<b>-54%</b>	<b>645</b>	<b>46%</b>	<b>626</b>	<b>18%</b>	<b>42%</b>	<b>97%</b>	<b>9%</b>	<b>14%</b>	<b>1,12</b>
VNR	2.677	13,1%	14	-89%	451	51%	424	12%	39%	99%	10%	12%	1,00
PRE	2.457	0,5%	62	37%	194	34%	202	32%	44%	94%	8%	16%	1,23
<b>Tổng</b>	<b>85.043</b>	<b>7,6%</b>	<b>-7.652</b>	<b>32%</b>	<b>13.909</b>	<b>34,20%</b>	<b>5.239</b>	<b>35,10%</b>	<b>41%</b>	<b>97%</b>	<b>7%</b>	<b>14%</b>	<b>1,25</b>

**Bảng 4: Các chỉ tiêu chính của 10 doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ hàng đầu trong nửa đầu năm 2023**

	BaoVietLife	Manulife	Prudential	Dai-ichiLife	AIA	FWD	SunLife	MBAgeas	Generali	ChubbLife
Số lượng hợp đồng có hiệu lực (triệu)	2,7	2	2,1	1,4	1,2	0,4	0,3	0,6	0,3	0,5
% svck	-2%	-3%	1%	0%	-2%	3%	21%	-29%	-1%	-3%
Doanh thu phí bảo hiểm gốc (nghìn tỷ đồng)	16	13,4	12,8	9,7	7,9	2,6	2,4	2,4	2,1	2,1
% svck	-1%	-13%	-8%	-6%	-13%	-2%	-5%	-31%	-9%	-5%
<i>Thị phần</i>	21%	17%	16%	13%	10%	3%	3%	3%	3%	3%
Doanh thu phí khai thác mới (nghìn tỷ đồng)	1,9	2	2,7	2	1,2	1	1,2	0,7	0,7	0,4
% svck	-29%	-58%	-39%	-38%	-34%	-33%	-20%	-69%	-24%	-19%
<i>Thị phần</i>	12%	13%	18%	13%	7%	7%	8%	4%	5%	3%
Kênh phân phối										
<i>Đại lý</i>	95%	61%	71%	44%	51%	8%	23%	10%	25%	90%
<i>Banca</i>	2%	40%	29%	55%	49%	86%	60%	87%	42%	0%
<i>Khác</i>	4%	0%	0%	1%	0%	7%	17%	3%	32%	10%
Năng lực hoạt động của đại lý										
NBP trên mỗi đại lý trong nửa đầu năm 2023 (triệu đồng/đại lý)	11	14	15	6	12	5	8	7	6	9
NBP trên mỗi đại lý trong năm 2022 (triệu đồng/đại lý)	25	54	29	18	41	25	9	183	23	24
Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm (nghìn tỷ đồng)		-1,4	-3,7	0	-0,5	-0,2	-0,7		0,1	0,1
% svck		-209%	-356%	-98%	544%	-88%	-10%		-77%	-59%
Thu nhập tài chính (nghìn tỷ đồng)		2,2	5,3	1,6	1,6	0,4	0,3		0,4	0,5
% svck		76%	285%	84%	58%	63%	33%		72%	29%
LNTT (nghìn tỷ đồng)		2,4	1,6	1,6	1,1	0,2	-0,4		0,4	0,6
% svck		-29%	-43%	-4%	19%	131%	29%		0%	-3%
Tổng danh mục đầu tư (nghìn tỷ đồng)		91	143,9	45,9	45,2	9	7,2		11,2	16,4

Nguồn: SSI Research

## Y tế: Kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận thấp sau mức tăng cao của 2023

Triển vọng năm 2024: Kém tích cực

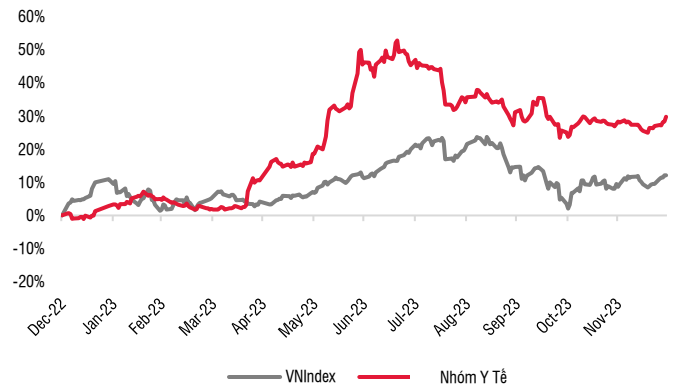
Cổ phiếu theo dõi: IMP

### Trong năm 2023, cổ phiếu ngành Y Tế có diễn biến vượt trội so với chỉ số VNIndex

Trong năm 2023, nhóm cổ phiếu ngành Y Tế tăng 29% svck, cao hơn so với mức tăng 12% của chỉ số VNIndex. Toàn ngành ghi nhận mức tăng giá mạnh trong Q2/2023, thúc đẩy lợi nhuận cho nửa đầu năm 2023. Tuy nhiên, diễn biến nhóm cổ phiếu Y Tế kém hơn trong nửa cuối năm 2023, do lo ngại nền kinh tế suy yếu sẽ khiến doanh số sụt giảm.

Cổ phiếu ghi nhận mức tăng giá tốt nhất trong danh sách của chúng tôi là Bidiphar (HOSE: DBD, tăng 45% svck), do danh mục thuốc điều trị ung thư tăng trưởng tốt, trong khi thị trường đánh giá tích cực với tin tức với nhà máy mới (tiêu chuẩn EU-GMP). Ngược lại, cổ phiếu có diễn biến giá kém tích cực nhất là Bệnh viện Quốc Tế Thái Nguyên (HOSE: TNH, giảm 14% svck) do lo ngại lượt bệnh nhân đến khám ít hơn và mức chi tiêu bình quân ở bệnh viện cũng thấp hơn. IMP và TRA là hai cổ phiếu giữ mức giá tương đương so với đầu năm.

Biểu đồ 1: Diễn biến ngành năm 2023

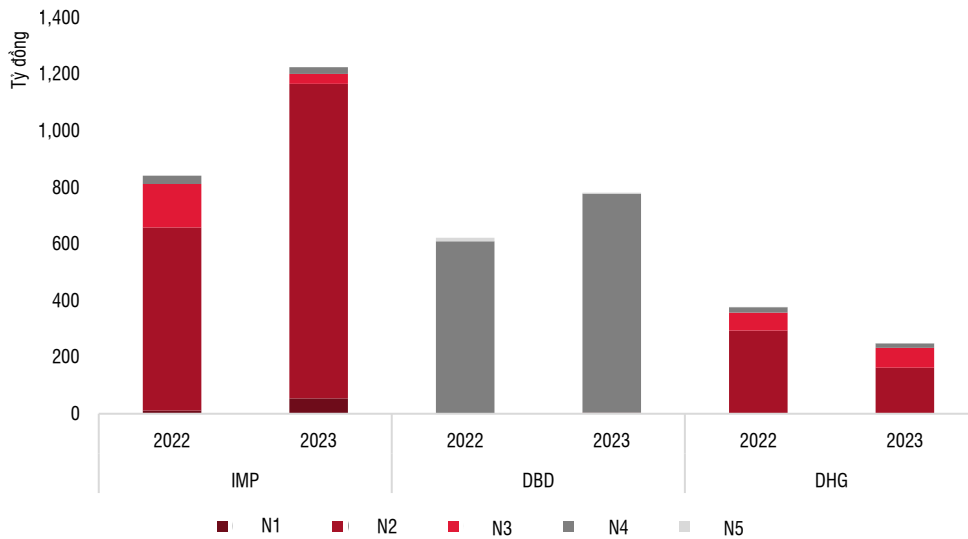


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Triển vọng năm 2024: Kém tích cực

**Tăng trưởng toàn ngành hạn chế mặc dù kênh bệnh viện vẫn tiếp tục hồi phục.** Doanh thu mảng thuốc kê đơn và thiết bị y tế cho các bệnh viện công dự kiến sẽ trở về mức bình thường (kênh này đã cho thấy một phần sự phục hồi trong năm 2023 sau khi sụt giảm mạnh trong năm 2022, xem Biểu đồ 2). Để nhắc lại, sự sụt giảm trong 2022 đến từ những vướng mắc liên quan đến quy trình đấu thầu thuốc tại các bệnh viện công và được khởi thông nhờ có các chính sách hỗ trợ trong năm 2023. Đây là tín hiệu tích cực cho bệnh viện và những công ty có hợp đồng lớn với bệnh viện trong năm 2024. Đối với kênh bán lẻ, chúng tôi nhận thấy sự sụt giảm từ các sản phẩm như thuốc OTC và thực phẩm chức năng vào cuối năm 2023 mặc dù số ca bệnh như cúm mùa, viêm hô hấp tăng lên vào dịp cuối năm. Chúng tôi cho rằng sự sụt giảm sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2024 khi người tiêu dùng chi tiêu tiết kiệm hơn. Chúng tôi duy trì ước tính tốc độ tăng trưởng doanh thu và NPATMI của các công ty trong danh sách của SSI Research lần lượt là 8% và 6% cho năm 2024 (so với ước tính 6% và 16% cho cả năm 2023). Mức tăng trưởng lợi nhuận ròng dự kiến thấp hơn do chi phí nguyên liệu chính (API) tăng lên, thị trường bệnh viện/ETC có biên lợi nhuận gộp thấp hơn kênh bán lẻ/OTC, và năm 2023 là một năm tăng trưởng cao đối với các công ty trong ngành. Sự tăng trưởng trong 2023 dự kiến khó lặp lại trong năm 2024. Một ví dụ cụ thể, CTCP Dược Hậu Giang (DHG: HOSE) - doanh nghiệp sản xuất thuốc lớn nhất trong nước gần đây đã công bố mục tiêu doanh thu và lợi nhuận năm 2024 lần lượt là 4% và -4% svck.



**Biểu đồ 2: Giá trị trúng thầu kênh bệnh viện tăng trong năm 2023**

Nguồn: DAV, SSI Research

**Chính sách hỗ trợ cho doanh nghiệp sản xuất trong nước vẫn tiếp tục được duy trì.** Theo Quyết định 1165/QĐ-TTg năm 2023, Chính phủ đã đặt mục tiêu có những giải pháp hỗ trợ để thuốc sản xuất trong nước đáp ứng được tới 80% về nhu cầu sử dụng và 70% về giá trị thị trường vào năm 2030 (hiện ở mức tương ứng là 60% và 45%). Một chính sách quan trọng khác dự kiến được thông qua trong năm 2024 là việc sửa đổi Luật Dược, nhằm giúp giảm bớt thách thức và tạo thêm động lực cho các doanh nghiệp trong nước theo đuổi các tiêu chuẩn cao (như EU-GMP hoặc tương đương). Ví dụ, đối với các thuốc cung cấp cho cơ sở công lập, không chào thầu thuốc nhập khẩu đối với thuốc được Bộ Y Tế công bố có ít nhất 3 hãng trong nước sản xuất trên dây chuyền đủ tiêu chuẩn EU-GMP và đáp ứng tiêu chí kỹ thuật theo quy định (trước đó Bộ Y tế đã công bố danh sách 640 sản phẩm đạt tiêu chuẩn GMP-WHO và dự kiến sẽ công bố danh mục sản phẩm tương tự theo tiêu chuẩn EU-GMP khi luật sửa đổi). Chúng tôi kỳ vọng những chính sách này sẽ giúp các doanh nghiệp sản xuất trong nước cải thiện thị phần so với sản phẩm nhập khẩu ở kênh bệnh viện. Tuy nhiên, chúng tôi dự kiến tác động của những chính sách này sẽ được thấy rõ hơn vào những năm tiếp theo (2025-2026).

**Đối với kênh bán lẻ, người tiêu dùng sẽ có nhiều sự lựa chọn hơn** thông qua thương mại điện tử và chuỗi nhà thuốc. Việc quyết định lựa chọn mua hàng của người tiêu dùng sẽ bị ảnh hưởng bởi những điểm chạm mới này. Chúng tôi cho rằng trong tương lai kênh bán lẻ sẽ còn đóng vai trò quan trọng hơn nữa so với kênh bệnh viện (kênh bán lẻ hiện chiếm khoảng 65% thị phần, theo số liệu Q3/2023 từ IQVIA). Do đó, chúng tôi đánh giá các công ty dược phẩm lâu năm đang sở hữu nhiều thế mạnh tại kênh bán lẻ (vd: thương hiệu mạnh, hoạt động R&D tốt hơn, đội ngũ bán hàng hùng hậu hơn và hệ thống phân phối đa dạng hơn) sẽ gia tăng khoảng cách thị phần so với các đối thủ nhỏ hơn.

**Tuy nhiên, mức định giá hiện tại không còn thấp.** Các cổ phiếu trong danh sách của chúng tôi đã có mức P/E cao hơn hoặc gần mức trung bình lịch sử (chi tiết ở bảng 1). Do cổ phiếu dược phẩm đã có mức tăng giá vượt trội trong năm 2023, chúng tôi khó có thể khuyến nghị bất kỳ cổ phiếu nào trong ngành do dự báo lợi nhuận của ngành trong năm 2024 không có nhiều khởi sắc (chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của ngành đạt 8.4% so với mức tăng 15.5% của chỉ số VNIndex). Chúng tôi hạ khuyến nghị ngành xuống thành **HẠ TỶ TRỌNG**.

Bảng 1. Biên độ P/E của cổ phiếu Y tế trong giai đoạn 2019-2023

	DBD	DCL	DHG	DHT	DMC	DVM	IMP	PBC	TRA	VMD
<b>Hiện tại</b>	<b>14,04</b>	<b>23,84</b>	<b>13,68</b>	<b>16,28</b>	<b>10,53</b>	<b>7,96</b>	<b>16,00</b>	<b>16,56</b>	<b>16,94</b>	<b>7,23</b>
Cao	21,18	344,26	24,59	21,12	13,94	13,31	32,02	247,81	18,92	33,02
Thấp	10,82	8,01	10,95	5,93	5,48	7,34	13,23	16,56	11,86	5,84
<b>Trung bình</b>	<b>14,82</b>	<b>56,29</b>	<b>16,2</b>	<b>12,31</b>	<b>9,27</b>	<b>9,68</b>	<b>20,08</b>	<b>71,51</b>	<b>14,75</b>	<b>11,84</b>
<b>Trung vị</b>	<b>14,82</b>	<b>21,46</b>	<b>16,14</b>	<b>12,29</b>	<b>9,22</b>	<b>9,65</b>	<b>18,37</b>	<b>53,85</b>	<b>14,82</b>	<b>8,15</b>

Nguồn: Bloomberg, SSI Research

STT	Mã CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F
1	DBD	9,4%	58.000	53.000	28,8%	10,6%	8,4%	14,1	15,1	15,1	18,0%	18,8%	18,2%	5,1%	3,7%	2,8%
2	IMP	24,4%	76.000	61.100	18,2%	34,0%	14,4%	20,4	15,6	12,5	11,8%	14,4%	14,3%	1,7%	1,8%	1,6%
3	TNH	24,7%	24.000	19.250	-1,5%	-1,3%	4,7%	12,9	10,8	12,7	15,3%	8,6%	8,3%	0,0%	0,0%	0,0%
4	TRA	16,2%	95.300	82.000	11,4%	-2,2%	3,6%	15,6	16,2	13,1	21,3%	19,2%	17,5%	3,4%	3,4%	3,7%

Nguồn: SSI Research

## Cổ phiếu theo dõi: CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 61.000 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 76.000 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Chiến lược theo đuổi thuốc chất lượng cao được hỗ trợ bởi chính sách ưu đãi của Chính phủ. Hơn nữa, nhà máy EU-GMP còn mở ra cơ hội xuất khẩu cho IMP.
  - ✓ Chúng tôi dự kiến lợi nhuận của IMP tăng 14.4% khi dây chuyền sản xuất EU-GMP mang về nhiều doanh thu hơn và giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp.
  - ✓ Cổ phiếu IMP hiện giao dịch ở mức P/E năm 2024 là 12.5x, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 20x.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Người tiêu dùng giảm chi tiêu cho sức khỏe có thể cản trở sự tăng trưởng của mảng OTC.
  - ✓ Tăng trưởng mảng thuốc kê đơn/bệnh viện yếu hơn dự kiến.

### Bảng chỉ tiêu tài chính:

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	1.402	1.369	1.267	1.644	1.835	2.113
Tăng trưởng doanh thu thuần	18,4%	-2,4%	-7,5%	29,8%	11,6%	15,2%
Lợi nhuận gộp	528	547	488	697	778	897
Biên lợi nhuận gộp	37,6%	39,9%	38,5%	42,4%	42,4%	42,4%
Thu nhập tài chính	10	10	18	24	9	18
Chi phí tài chính	-19	-20	-18	-29	-14	-12
SG&A	-325	-284	-254	-401	-420	-497
Thu nhập ròng khác	8	3	4	1	0	0
Lợi nhuận trước thuế	202	255	239	291	354	405
Lợi nhuận ròng	162	210	189	224	283	324
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	17,1%	29,1%	-9,8%	18,2%	26,7%	14,5%
Biên lợi nhuận ròng	11,6%	15,3%	14,9%	13,6%	15,4%	15,4%
EPS (VND)	3.286	3.144	2.835	3.351	4.246	4.863

Nguồn: SSI Research

## Công nghiệp - Hàng không: Dự kiến phục hồi hoàn toàn, định giá thấp hơn mức trước Covid

Triển vọng năm 2024: Tích cực

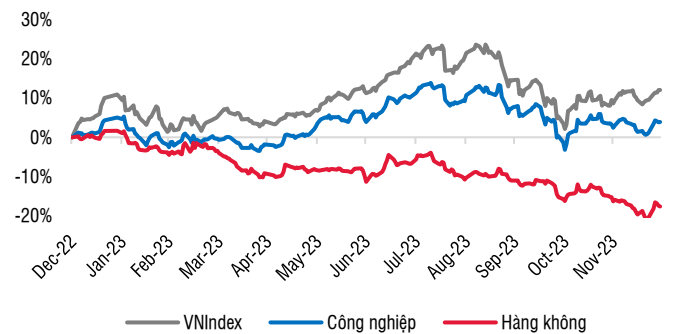
Cổ phiếu theo dõi: ACV, AST

### Trong năm 2023, cổ phiếu ngành Hàng không diễn biến kém tích cực hơn so với chỉ số VNIndex

Cổ phiếu ngành Hàng không ghi nhận mức giảm 18% trong năm 2023, chủ yếu do cổ phiếu ACV có diễn biến kém tích cực (ACV chiếm 58% vốn hóa của ngành). Mặc dù vậy, 2023 là năm ghi nhận sự phục hồi mạnh đối với vận tải quốc tế. Diễn biến ngành kém tích cực hơn so với chỉ số VNIndex (tăng 12% svck).

Cổ phiếu có diễn biến giá tích cực nhất là SGN (+20%) nhờ lợi nhuận và sản lượng hành khách quốc tế phục hồi mạnh. Cổ phiếu ghi nhận mức giảm điểm nhiều nhất trong ngành là ACV (-25%), do lượng hành khách đến từ Trung Quốc phục hồi kém hơn dự kiến và chu kỳ vốn đầu tư lớn khiến triển vọng lợi nhuận thấp hơn trong vài năm đầu. Trong khi VJC đi ngang trong năm thì HVN cũng ghi nhận mức giảm 12% và AST giảm 11% ngay cả khi các yếu tố cơ bản được cải thiện.

Diễn biến ngành năm 2023



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Triển vọng năm 2024

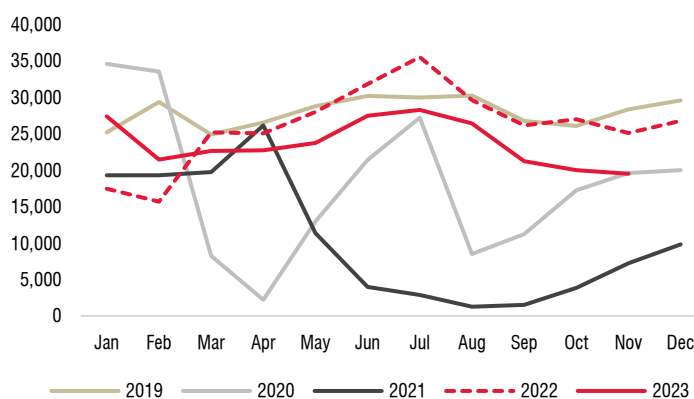
- Năm 2023 là năm đánh dấu sự phục hồi của ngành hàng không thế giới về mức trước đại dịch.** Theo IATA, lưu lượng hành khách toàn ngành được đo bằng doanh thu hành khách tính theo km (RPK, thước đo nhu cầu đi lại bằng đường hàng không) đã tăng 40% svck trong 9T2023 và đã đạt 93% mức trước Covid. Bắc Mỹ dẫn đầu nhóm có RPK cao hơn 1,4% so với mức trước Covid. Châu Á Thái Bình Dương là khu vực ghi nhận mức RPK thấp hơn 16% so với trước Covid (ngay cả khi Trung Quốc mở cửa trở lại từ tháng 1/2023). Hệ số phụ tải của ngành đạt 82,3% trong 9T2023 tương đương mức năm 2019, cho thấy sự cân bằng cung/cầu và hiệu quả hoạt động phục hồi.
- Ngành Hàng không Việt Nam cũng chứng kiến sự phục hồi rất ấn tượng trong năm 2023, mặc dù lượng hành khách quốc tế Trung Quốc phục hồi chậm.** Theo ACV, tổng lượng hành khách qua các sân bay Việt Nam đạt 114 triệu hành khách trong năm 2023 (phù hợp với giả định của chúng tôi là 117 triệu hành khách). Cụ thể hơn, lượng hành khách quốc tế phục hồi 173% svck, đạt 32 triệu hành khách - tương đương 77% so với mức trước Covid. Trong khi đó, lượng hành khách nội địa giảm 6% svck chỉ đạt 82 triệu hành khách. Kết quả này cũng khá sát với kỳ vọng. Kể từ đầu năm, chúng tôi cho rằng lượng hành khách quốc tế sẽ đạt 80% mức trước Covid vào năm 2023, tiên gần đến mức phục hồi hoàn toàn trong năm 2024. Trong đó, chúng tôi cho rằng khách nội địa và khách du lịch của Trung Quốc vẫn là yếu tố chưa phục hồi hoàn toàn. Trung Quốc tập trung chính sách vào tiêu dùng nội địa, do đó, khách du lịch nước ngoài của Trung Quốc chỉ phục hồi khoảng 40% mức trước COVID trong 9 tháng đầu năm 2023 và 55% trong Q3/2023. Nếu chúng tôi giả định du lịch nội địa của Trung Quốc đã phục hồi trở lại mức của năm 2019, thì lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam trong tháng 12/2023 đáng lẽ phải bằng tháng 12/2019. Hiện tại, lượng khách quốc tế Trung Quốc phục hồi chậm vẫn là lý do duy nhất khiến ngành hàng không Việt Nam và khu vực phục hồi chậm hơn thế giới. Ví dụ như Thái Lan chỉ ghi nhận 28 triệu lượt khách quốc tế vào năm 2023, tương đương 71% mức năm 2019.

**Bảng: Lượng khách du lịch đến Việt Nam phục hồi**

(nghìn lượt khách)	Tháng 12/2023	Tháng 12/2019	% phục hồi
Châu Á, trong đó:	1.080	1.407	77%
- Trung Quốc	234	558	42%
Châu Mỹ	76	82	93%
Châu Âu	171	182	94%
Châu Úc	40	32	125%
Châu Phi	4	5	80%
<b>Tổng cộng</b>	<b>1.371</b>	<b>1.710</b>	<b>80%</b>

Nguồn: Vietnam Tourism, SSI Research

- Chính sách thị thực mới:** Trong tháng 9/2023, Việt Nam đã ban hành chính sách thị thực mới vốn được chờ đợi từ lâu nhằm giúp Việt Nam để tiếp cận hơn với khách du lịch quốc tế. Đầu tiên, miễn thị thực cho 25 quốc gia được kéo dài từ 15 ngày lên 45 ngày, ngang bằng với Thái Lan. Thứ hai, đơn xin thị thực điện tử đã được cung cấp cho tất cả các quốc gia (trước đây là từ 80 quốc gia) và thị thực điện tử có thời hạn hiệu lực lâu hơn từ 1-3 tháng (tăng so với một tháng trước đó) – và cho phép nhập cảnh nhiều lần. Chính sách thị thực mới đã đặt Việt Nam ngang hàng hơn với các đối thủ cạnh tranh trong khu vực. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng rằng chính sách này sẽ có tác động tích cực đến lượng khách đến Việt Nam vào năm 2024 và đóng vai trò là chất xúc tác chính cho sự phát triển của ngành.
- Năm 2024 sẽ là giai đoạn cuối cùng trong quá trình phục hồi của ngành, theo kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định lượng hành khách quốc tế sẽ tăng trở lại mức của năm 2019 ở Q4/2024 – trong khi lượng hành khách nội địa dự kiến sẽ đi ngang.** Chúng tôi cho rằng khách du lịch nội địa Trung Quốc sẽ tiếp tục xu hướng hiện tại khi có khách đến hơn và phục hồi hoàn toàn vào cuối năm 2024. Một số thay đổi trong du lịch nước ngoài của Trung Quốc trong giai đoạn hậu Covid bao gồm: (i) Nhân khẩu học rộng hơn và thế hệ gen Z chiếm tỷ trọng cao hơn; (ii) thói quen du lịch chuyển sang du lịch trải nghiệm và ít chú trọng hơn đến mua sắm. Chúng tôi kỳ vọng các tour du lịch theo nhóm của Trung Quốc tăng mạnh và sự phục hồi kinh tế sẽ đóng vai trò then chốt trong việc thu hút khách du lịch quốc tế đến Việt Nam. Mặc dù vậy, thu nhập từ du lịch nội địa dự kiến sẽ vẫn ở mức hiện tại, khi mức tăng trưởng sản lượng hành khách tự nhiên là 5% mỗi năm sẽ bù đắp cho hoạt động kinh tế yếu đi hơn khiến thu nhập thấp hơn. Ngoài ra, du lịch nội địa khá nhạy cảm với yếu tố giá, do đó giá vé máy bay cao hơn có thể sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến lưu lượng đi lại của hành khách. Theo đó, chúng tôi nâng giả định tổng lượng hành khách trong ngành năm 2024 lên 131 triệu hành khách (tương đương 90% mức trước Covid) trong đó, 82 triệu hành khách nội địa (đi ngang so với cùng kỳ) và 38 triệu hành khách quốc tế (tăng 15% svck).

**Số chuyến bay do các hãng hàng không nội địa khai thác (theo tháng)**

Nguồn: CAAV

**Khách du lịch nước ngoài Trung Quốc theo quý (nghìn người)**

Nguồn: Viện nghiên cứu du lịch nước ngoài Trung Quốc

- Công suất phục vụ hành khách sẽ tăng trưởng mạnh:** Công suất của các sân bay từ lâu đã là nút thắt cho sự tăng trưởng của ngành hàng không Việt Nam. Ví dụ, sân bay Tân Sơn Nhất đã hoạt động vượt quá 55% công suất thiết kế trong năm 2019, gây áp lực cho tăng trưởng dài hạn. Hiện tại, các dự án trọng điểm như Sân bay Quốc tế Long Thành - Giai đoạn 1 (sức chứa 25 triệu hành khách) và nhà ga T3 Tân Sơn Nhất (sức chứa 20 triệu hành khách), dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2025, sẽ tạo ra động lực lớn cho năng lực hàng không và tạo cơ hội mới cho các doanh nghiệp dịch vụ (như AST, SGN, SCS) và các hãng hàng không (HVN, VJC). Vì ACV là doanh nghiệp đầu tư và vận hành các dự án này nên đây sẽ là một lợi ích về dài hạn, nhưng chi phí vốn lớn trong ngắn hạn sẽ ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của công ty trong vài năm đầu.
- Lợi nhuận năm 2024 của tất cả các công ty trong ngành sẽ được cải thiện nhờ số lượng hành khách quốc tế tăng lên, chi phí nhiên liệu thấp hơn và tình trạng dư cung giảm.** Như đã thảo luận, sự phục hồi quốc tế năm 2023 rất mạnh nhưng vẫn thấp hơn mức trước Covid. Điều này khiến ngành hàng không khu vực rơi vào tình trạng dư cung và rơi vào tình trạng khó khăn khi giá vé máy bay thấp trong khi chi phí nhiên liệu vẫn ở mức cao, ảnh hưởng kém tích cực đến lợi nhuận của các hãng hàng không. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng rằng tình trạng này sẽ giảm dần vì năng lực quốc tế sẽ dần được tăng cường cho đến năm 2024. Theo IATA, RPK quốc tế ở khu vực Châu Á Thái Bình Dương đạt mức 83% so với mức trước Covid vào cuối năm 2023 và chúng tôi kỳ vọng được nâng lên 100% vào cuối năm 2024 chủ yếu nhờ sự phục hồi khách quốc tế của Trung Quốc. Điều này sẽ đưa thị trường hàng không khu vực trở về trạng thái cân bằng cung cầu hơn, cải thiện giá vé máy bay, biên lợi nhuận và lợi nhuận cho các hãng hàng không (như HVN, VJC) lên mức bình thường hơn nhưng vẫn còn xa so với mức trước Covid vào năm 2024. Đối với HVN và Bamboo, những khó khăn do Covid-19 còn để lại (chi phí lãi vay cao, âm vốn chủ lũy kế...) sẽ ảnh hưởng đến khả năng mở rộng của các công ty này, nhường chỗ cho các doanh nghiệp mạnh hơn mở rộng thị phần như VJC. Đối với doanh nghiệp vận hành sân bay và dịch vụ bay (như ACV, AST), hành khách quốc tế có thể sẽ là nguồn sinh lời chính do doanh thu trung bình từ khách quốc tế cao hơn nhiều so với khách nội địa. Chúng tôi dự báo lợi nhuận của những doanh nghiệp này sẽ quay trở lại mức trước Covid vào cuối năm 2024.
- Đề xuất sửa đổi Nghị định 95/2015 về đầu tư và quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp để cho phép các doanh nghiệp có hơn 50% vốn nhà nước có thể trả cổ tức bằng cổ phiếu để tăng vốn điều lệ, cũng như cho phép thoái vốn tại các doanh nghiệp thua lỗ và có lỗ lũy kế.** Các thay đổi này là điểm tích cực cho ngành hàng không, do nó cho phép các doanh nghiệp có vốn nhà nước như ACV có thể chủ động tăng vốn điều lệ thông qua việc trả cổ tức bằng cổ phiếu từ lợi nhuận để lại (hiện tại đang không được quy định) để có thể tài trợ cho các dự án mở rộng sân bay lớn và gia tăng công suất cho toàn ngành. Ngoài ra, thay đổi này cũng cho phép các doanh nghiệp như HVN có thể thoái vốn tại hãng hàng không Pacific Airlines đang gặp khó khăn (HVN sở hữu 99% vốn), là một phần quan trọng trong phương án tái cấu trúc của HVN. Chúng tôi kỳ vọng việc sửa đổi luật này có thể được thông qua và có hiệu lực trong nửa cuối năm 2024.
- Chúng tôi cho rằng mức định giá của các công ty hàng không đang khá cao so với khả năng sinh lời thấp.** Với mức định giá hiện tại, các doanh nghiệp vận hành sân bay và dịch vụ sân bay (như ACV, AST) được coi là hợp lý hơn, vì mức đóng góp kém tích cực của du lịch Trung Quốc khiến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp đang ở mức thấp. ACV đang giao dịch ở mức EV/EBITDA 2024 là 10,5x, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình lịch sử là 14x và tương đương với các doanh nghiệp cùng ngành ở Châu Âu (khu vực có triển vọng tăng trưởng hành khách thấp hơn nhiều). Tuy nhiên, hạn chế của các cổ phiếu này là tính thanh khoản thấp, nên ít hấp dẫn với nhà đầu tư, do đó, chúng tôi vẫn giữ quan điểm giảm tỷ trọng đối với ngành.
- Yếu tố hỗ trợ/rủi ro:** Chúng tôi cho rằng chất xúc tác chính cho ngành là sự phục hồi của hành khách quốc tế - đặc biệt là khách Trung Quốc và tác động của chính sách thị thực mới của Việt Nam tiếp tục kéo dài đến năm 2024. Rủi ro bao gồm một đợt bùng phát đại dịch khác, căng thẳng địa chính trị, hoặc thu nhập khả dụng thấp hơn do ảnh hưởng từ nền kinh tế yếu và chi phí nhiên liệu cao hơn.
- Khuyến nghị đối với cổ phiếu trong ngành:** Giảm tỷ trọng.

## Cổ phiếu theo dõi: ACV, AST

### 1. Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam - CTCP (ACV: UPCOM)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 77.400 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 87.600 Đồng/cp.**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Doanh nghiệp sở hữu và điều hành 22 sân bay tại Việt Nam chiếm khoảng 90% lượng hành khách nội địa và quốc tế tại Việt Nam, với việc nâng cấp công suất lớn sẽ hoàn thành vào năm 2025-2026 (Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất, đại dự án sân bay Long Thành)
  - ✓ Theo IATA, ngành hàng không khu vực Châu Á-Thái Bình Dương có tiềm năng tăng trưởng mạnh nhất với tốc độ 4,5%/năm đến năm 2050 xét về lượng hành khách và Việt Nam là một trong những quốc gia tăng trưởng nhanh nhất khu vực.
  - ✓ Tăng trưởng LNTT cốt lõi (lãi/lỗ ngoài tỷ giá) 2024 là 22% svck nhờ hành khách quốc tế phục hồi.
  - ✓ ACV đang giao dịch ở mức EV/EBITDA 2024 là 10x, thấp hơn so với mức trung bình lịch sử là 14x và ngang bằng với mức trung bình của các công ty cùng ngành ở Châu Âu/Châu Mỹ có tiềm năng tăng trưởng thấp hơn do công ty đang bước vào chu kỳ vốn đầu tư lớn (khoảng 5 tỷ USD) có thể gây áp lực giảm lợi nhuận từ năm 2026 trong vài năm đầu vận hành nhà ga/sân bay mới.
  - ✓ Sửa đổi nghị định 91/2015 sắp tới sẽ cho phép ACV trả cổ tức bằng cổ phiếu để tăng vốn điều lệ và cho phép ACV có đủ vốn đối ứng cho các dự án mở rộng lớn đã được đề cập ở trên, là chất xúc tác tốt cho cổ phiếu.
- **Rủi ro:** Đồng JPY tăng giá có thể gây ra rủi ro lỗ tỷ giá; Sự phục hồi của hành khách quốc tế chậm hơn dự kiến (đặc biệt là Trung Quốc).

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	16.123	18.329	7.767	4.752	13.834	20.137	23.985
Tăng trưởng DTT	16,6%	13,7%	-57,6%	-38,8%	191,1%	45,6%	19,1%
Lợi nhuận gộp	7.828	9.334	1.389	-785	6.558	11.922	13.650
Biên lợi nhuận gộp	48,5%	50,9%	17,9%	-16,5%	47,4%	59,2%	49,5%
Thu nhập tài chính	1.363	1.920	2.231	3.254	4.120	2.501	866
Chi phí tài chính	-756	-104	-968	-204	-91	410	17
SG&A	-1.218	-1.386	-812	-1.316	-1.963	-3.695	-3.259
Thu nhập ròng khác	65	9	13	9	14	26	24
Lợi nhuận trước thuế	7.618	10.156	2.000	990	8.833	10.619	11.643
Lợi nhuận ròng	6.185	8.214	1.642	790	7.127	8.572	9.314
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	50,1%	32,8%	-80,0%	-51,9%	802,7%	20,2%	8,6%
Biên lợi nhuận ròng	38,4%	44,8%	21,1%	16,6%	51,5%	42,6%	38,8%
EPS (VND)	2.518	3.450	577	220	2.865	3.362	3.850

Nguồn: ACV, SSI Research

## 2. CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (AST: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 57.500 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 60.700 Đồng/cp.**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Sự phục hồi của hành khách quốc tế trong giai đoạn 2024-2025 sẽ thúc đẩy lợi nhuận cả về giá trị tuyệt đối và biên lợi nhuận do hàng hóa và dịch vụ tại các nhà ga quốc tế mang lại biên lợi nhuận cao hơn so với tại các nhà ga nội địa
  - ✓ NPATMI 2024 dự kiến tăng 27% svck nhờ sự phục hồi của hành khách quốc tế.
  - ✓ Khi công ty có xu hướng có lãi trở lại và số dư tiền mặt cao, chúng tôi cho rằng AST có thể cân nhắc chia cổ tức sớm nhất trong năm nay. Trước đó, tỷ suất cổ tức cho năm 2018 và 2019 lần lượt là 2% đến 3,5%.
- **Rủi ro:** Tốc độ tăng trưởng lượng du lịch thấp hơn kỳ vọng. Tác động của việc giảm thu nhập khả dụng do nền kinh tế yếu trong năm 2024 đến việc phục hồi doanh số trên mỗi cửa hàng; Tỷ lệ thối nổi thấp.

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	1.141	359	154	604	1.099	1.180
Tăng trưởng DTT	31,9%	-68,5%	-57,1%	291,8%	81,9%	7,4%
Lợi nhuận gộp	618	150	43	319	639	606
Biên lợi nhuận gộp	54,2%	41,7%	27,9%	52,9%	58,1%	51,4%
Thu nhập tài chính	21	26	10	10	17	20
Chi phí tài chính	-3	-3	-3	-4	-4	-3
SG&A	-390	-216	-150	-285	-481	-449
Thu nhập ròng khác	5	6	-6	2	7	5
Lợi nhuận trước thuế	263	-49	-128	39	177	210
Lợi nhuận ròng	212	-52	-129	34	151	168
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	30,1%	-124,3%	149,3%	-126,3%	344,1%	11,3%
Biên lợi nhuận ròng	18,6%	-14,3%	-83,4%	5,6%	13,7%	14,3%
EPS (VND)	4.114	-1.057	-2.545	499	2.473	3.194

Nguồn: AST, SSI Research



## Công nghiệp – Xây dựng: Điểm sáng đến từ mảng xây dựng cơ sở hạ tầng

Triển vọng năm 2024: Trung lập

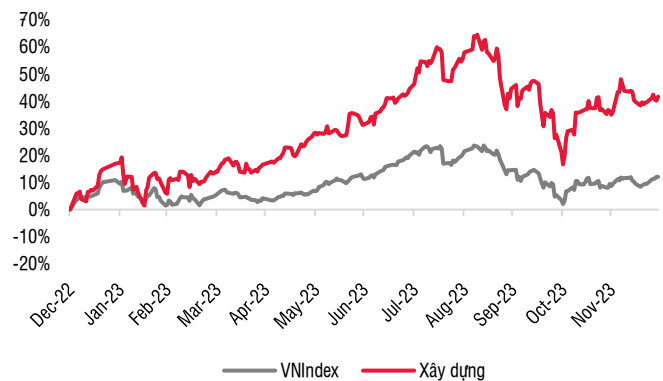
Cổ phiếu theo dõi: CTD, HHV, VCG

### Trong năm 2023, ngành Xây dựng có diễn biến vượt trội so với chỉ số VNIndex

Trong năm 2023, ngành Xây dựng tăng 42%, cao hơn 30% so với VNIndex. Các cổ phiếu có diễn biến tốt nhất bao gồm CTD (+179%), HHV (+87%) và VCG (+58%). Trong khi HHV và VCG hoạt động trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng đầu tư công, trong số các doanh nghiệp được hưởng lợi cao nhất từ chu kỳ tăng trưởng của đầu tư công, thì đối với CTD, lợi nhuận phục hồi mạnh sau giai đoạn tái cơ cấu là yếu tố then chốt giúp CTD ghi nhận hiệu quả khả quan trong năm 2023.

Trong khi đó, HBC là cổ phiếu ghi nhận mức giảm so với ngành khi giá cổ phiếu giảm 15% trong năm 2023, sau khi giảm đáng kể 73% trong năm 2022, chủ yếu do các khoản trích lập dự phòng được ghi nhận và xu hướng lợi nhuận âm tiếp tục diễn ra từ năm 2022.

Diễn biến ngành năm 2023



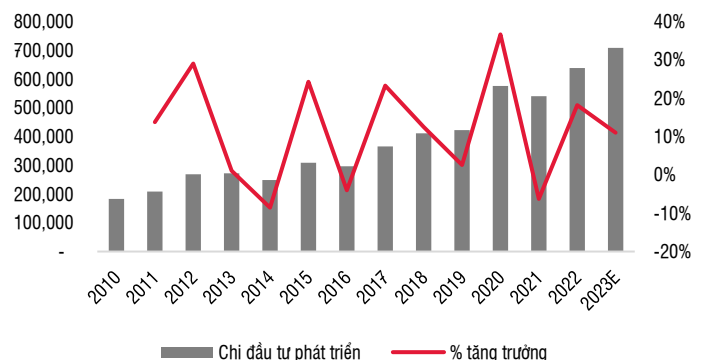
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Triển vọng năm 2024

**Xây dựng cơ sở hạ tầng:** Theo kế hoạch phát triển quốc gia giai đoạn 2021-2025, quy mô đầu tư cơ sở hạ tầng trong ngân sách năm 2024 vẫn ở mức cao, do đó đảm bảo tăng trưởng doanh thu và backlog cho các nhà thầu. Tuy nhiên, mức tăng trưởng sẽ chậm lại do mức nền so sánh cao trong năm 2023.

**Nhìn lại năm 2023:** Lũy kế đến tháng 11/2023, giải ngân đầu tư công đạt 461 nghìn tỷ đồng (tăng 36% svck), tương ứng đạt 65,1% kế hoạch năm (so với mức 58,33% đạt được trong tháng 11/2022). Trong 2 tháng còn lại của năm tài chính (kết thúc vào cuối tháng 1/2024), Chính phủ đặt mục tiêu giải ngân tối thiểu 95% kế hoạch.

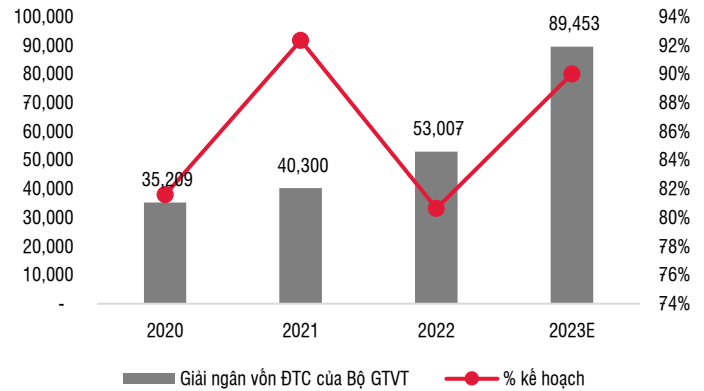
Giải ngân vốn đầu tư công giai đoạn 2010-2023



Nguồn: Tổng cục Thống kê, SSI Research

Năm 2023, Bộ GTVT đã bắt tay xây dựng 26 dự án cơ sở hạ tầng (bao gồm 18 đường bộ, 2 đường thủy và 3 đường sắt) và hoàn thành thành công 20 dự án (trong đó có 17 đường bộ, 2 đường thủy). 9 đoạn cao tốc Bắc - Nam phía đông giai đoạn 2021-2023 có tổng chiều dài 475km được đưa vào vận hành. Tổng vốn giải ngân cho các dự án này ước tính khoảng 89,5 nghìn tỷ đồng, đạt khoảng 95% kế hoạch đề ra. Hai dự án thành phần còn lại (đoạn Cam Lâm - Vĩnh Hảo và Diễn Châu - Bãi Vọt) dự kiến đưa vào hoạt động vào Q1/2024, theo đó nâng tổng chiều dài đường cao tốc lên 2.021 km (so với mục tiêu 3.000 km đường cao tốc vào năm 2025).

### Bộ GTVT giải ngân ngân sách quốc gia giai đoạn 2020-2023

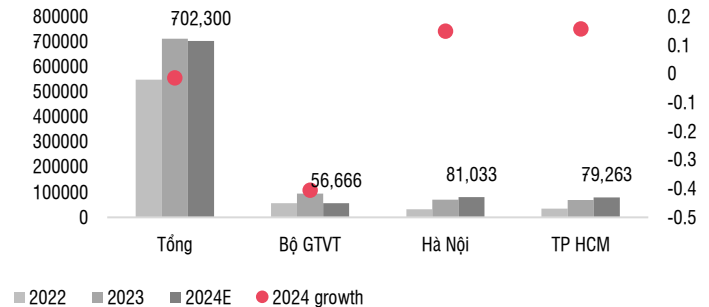


Nguồn: Bộ GTVT, SSI Research

**Tổng ngân sách quốc gia năm 2024 (đã bao gồm 45 nghìn tỷ của gói kích thích kinh tế tại cuối năm 2023) giảm nhẹ 1% svck và đạt khoảng 702 nghìn tỷ đồng (tương đương 28,7 tỷ USD).**

### Kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2021-2025 (tỷ đồng)

- Đầu tư cơ sở hạ tầng tiếp tục là mục tiêu quan trọng của chính sách tài khóa. Cụ thể, ít nhất 25% ngân sách được phân bổ cho Bộ GTVT và một số chính quyền cấp tỉnh (với giá trị 50,6 nghìn tỷ đồng, tương đương 2 tỷ USD) được giao để tài trợ cho đầu tư cơ sở hạ tầng, bao gồm các dự án đầu tư công và các dự án đối tác công tư (PPP).
- Trong số các tỉnh thành, mức phân bổ cao nhất cho năm tài chính 2024 được giao cho TP. Hà Nội (81,03 nghìn tỷ đồng, tăng 14,9% svck) và TP. HCM (79,26 nghìn tỷ đồng, tăng 15,7% svck, đây là mức cao nhất trong lịch sử), là các cơ quan cấp thành phố giám sát việc thực hiện các dự án thành phần lớn nhất của các dự án đường vành đai lớn quanh thành phố. Trong khi đó, Bộ GTVT được phân bổ 56,67 nghìn tỷ đồng (giảm 40% svck).



Nguồn: SSI Research tổng hợp

**Những dự án được kỳ vọng sẽ khởi công xây dựng trong năm 2024 đảm bảo tiềm năng giá trị backlog lớn cho các nhà thầu.** Cụ thể, Bộ GTVT đã lên kế hoạch khởi động 19 dự án (trong đó có 15 đường cao tốc) do Bộ GTVT giám sát và 11 đường cao tốc do chính quyền cấp tỉnh giám sát. Dưới đây là các dự án nổi bật:

Dự án	Vốn đầu tư (nghìn tỷ đồng)	Loại hình vốn	Nhà đầu tư cá nhân tiềm năng
Tân Phú – Bảo Lộc	18	PPP	HHV, HTN, CTCP Nam Miền Trung
Bảo Lộc – Liên Khương	19,52	PPP	T&T Group, FUTA GROUP, Công ty TNHH đầu tư Phương Thành
TP.HCM – Chơn Thành	21,52	PPP	BCM
Mỹ An – Cao Lãnh	6,21	ODA	N.a
Cao Lãnh – An Hữu	5,89	PPP	
Hòa Bình – Mộc Châu	10	Ngân sách công	N.a
Ninh Bình – Hải Phòng	19,78	Ngân sách công	N.a
Ninh Bình – Nam Định		N.a	
Đồng Đăng – Trà Lĩnh	21,62	PPP	HHV
Hữu Nghị – Chi Lăng	11,2	PPP	HHV
Dự án thành phần đường HCM	19,78	Ngân sách công	N.a
TP.HCM – Mộc Bài	20,89	PPP	
Gia Nghĩa – Chơn Thành	25,54	PPP	VIC, TCB
Dự án số 3, đường vành đai 4 quanh Hà Nội	56,54	BOT	T&T group
<b>Tổng cộng</b>	<b>256,48</b>		

Nguồn: Bộ GTVT, SSI Research

**Ngoài ra, Chính phủ đã thực hiện một số biện pháp nhằm tháo gỡ trở ngại và đẩy nhanh việc phân bổ vốn cho các dự án cơ sở hạ tầng.** Cụ thể, Quốc hội đã đưa ra Nghị quyết thực hiện cơ chế chuyên ngành áp dụng cho các dự án cơ sở hạ tầng đặc thù vào tháng 11/2023 (NQ số 106/2023/QH15). Cơ chế này có hiệu lực đến ngày 30/6/2025, nhằm giải quyết hai trở ngại lớn cản trở tiến độ đầu tư, bao gồm thách thức giải ngân vốn ngân sách và vốn tư nhân cũng như tình trạng khan hiếm vật liệu xây dựng. Dưới đây là một số điểm chính:

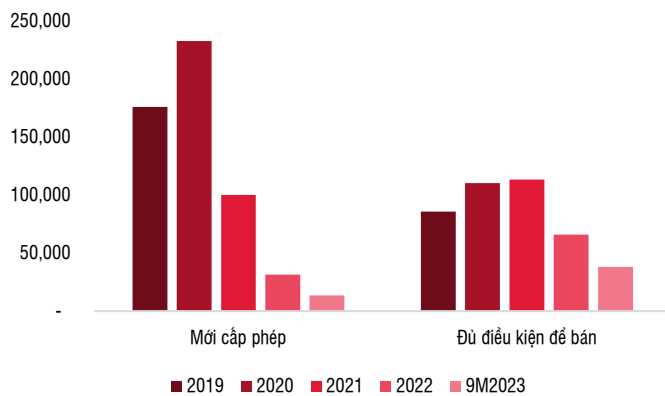
- *Tăng tỷ lệ sở hữu của Chính phủ trong 2 dự án PPP vượt tỷ lệ tối đa theo quy định hiện tại là 50%. Cơ chế này áp dụng đối với dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh (tối đa 70%) và đường ven biển tỉnh Thái Bình, tỷ lệ sở hữu của Nhà nước tại dự án này có thể lên tới 80%.*
- *Giao cho chính quyền cấp tỉnh trách nhiệm giám sát 21 dự án quốc lộ và đường cao tốc.*
- *Giải quyết vấn đề cấp phép liên quan đến khai thác khoáng sản làm vật liệu xây dựng tại 21 dự án.*
- *Bổ trí nguồn vốn ngân sách bổ sung cho 12 dự án đã điều chỉnh quy mô trước đó.*

### **Xây dựng dân dụng và công nghiệp:**

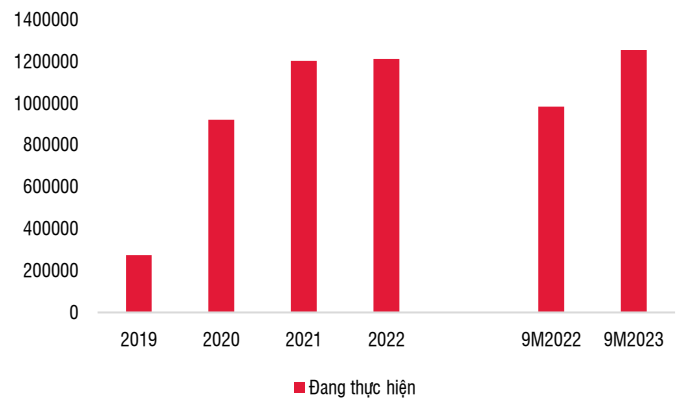
**Sự cải thiện của ngành xây dựng dân dụng có mối liên hệ mật thiết với sự khởi sắc của ngành bất động sản, thực tế sự phục hồi được kỳ vọng sẽ diễn ra từ nửa cuối năm 2024.**

Trong năm 2023, thị trường sơ cấp bất động sản nhà ở chưa ghi nhận sự phục hồi mạnh, thể hiện qua số lượng bất động sản đủ điều kiện để bán giảm 32% svck trong khi số lượng dự án đang trong quá trình xây dựng lại tăng đáng kể (tăng 27,5% svck), tiếp tục xu hướng giảm của thị trường bất động sản nhà ở từ năm 2022.

## Số căn hộ chung cư đã được duyệt mới và sẵn sàng để bán



## Số căn hộ chung cư đang trong quá trình hoàn thiện

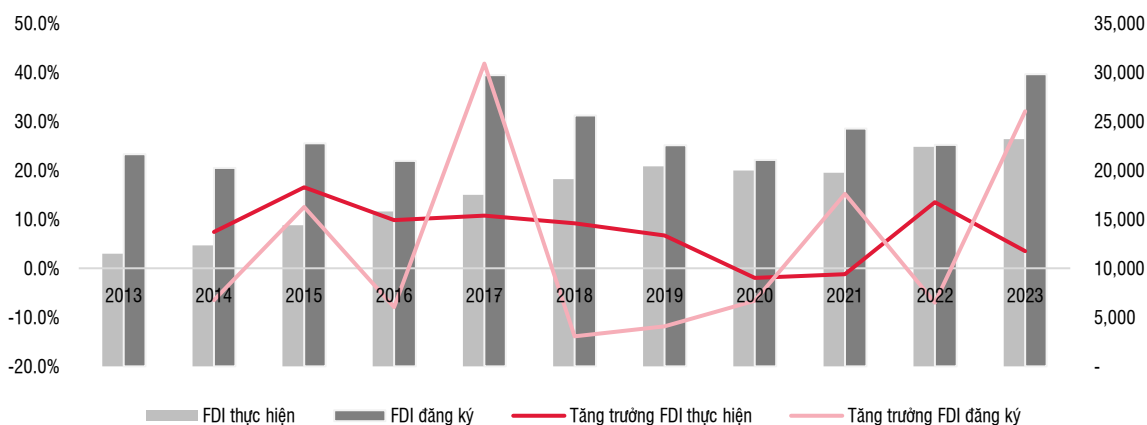


Nguồn: Bộ Xây dựng, SSI Research tổng hợp

Trong năm 2024, sự phục hồi của thị trường xây dựng nhà ở được cho là sẽ phụ thuộc nhiều vào sự phục hồi của các chủ đầu tư bất động sản nhà ở liên quan đến sự ổn định tài chính và việc thực hiện hơn nữa các chính sách hỗ trợ để thúc đẩy thị trường bất động sản. Dựa trên mức thấp các dự án mới được phê duyệt trong 9T2023 (giảm 47% svck) mặc dù 2022 cũng ghi nhận mức nền so sánh thấp, chúng tôi dự báo thị trường xây dựng nhà ở sẽ không có nhiều phục hồi trong nửa đầu năm 2024.

**Trong khi đó, mảng xây dựng công nghiệp vẫn có tiềm năng mở rộng do dòng vốn FDI tiềm năng tiếp tục đổ vào Việt Nam.** Điều đáng nói là bất chấp những khó khăn hiện nay của nền kinh tế toàn cầu và đầu tư, tốc độ giải ngân FDI được ghi nhận trong năm 2023 vẫn ở mức đáng khích lệ 3,5% và FDI đăng ký tăng 32% svck, đánh dấu mức tăng trưởng cao nhất kể từ năm 2017. Tuy nhiên, theo các chủ đầu tư khu công nghiệp, điều đáng chú ý là tiềm năng tăng trưởng của nhiều dự án quy mô lớn có thể giảm, điều đó có thể nâng cao mức độ cạnh tranh giữa các nhà thầu lớn. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ ban hành thêm các chính sách khuyến khích nhằm giảm thiểu tác động của Thuế tối thiểu toàn cầu (có hiệu lực từ đầu năm 2024) tới dòng vốn FDI.

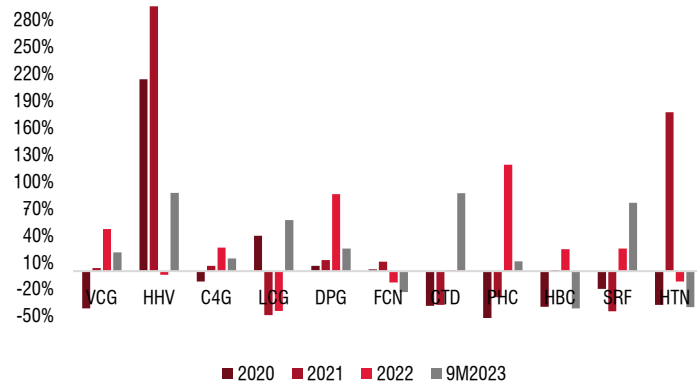
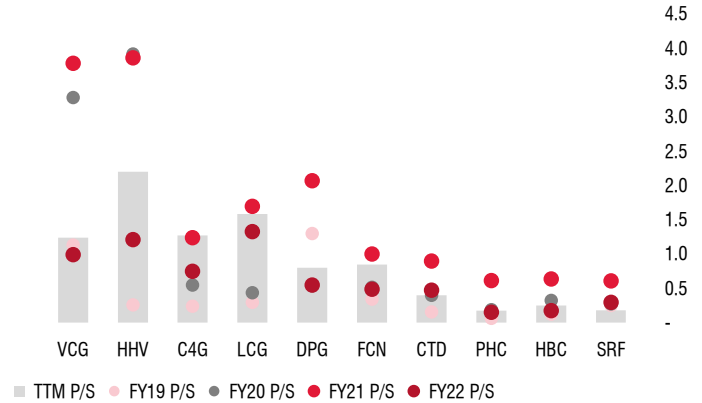
## Tăng trưởng FDI thực hiện và đăng ký của Việt Nam giai đoạn 2014-2023 (tỷ đồng)



Nguồn: Tổng cục Thống kê, SSI Research

**Định giá:**

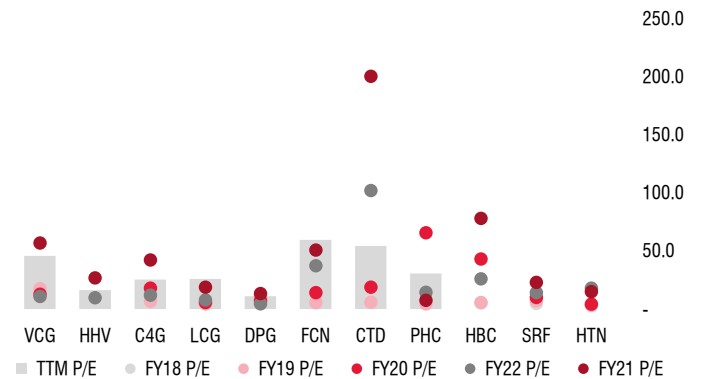
Như đã đề cập trước đó, các cổ phiếu xây dựng cơ sở hạ tầng có biến động giá mạnh trong năm 2023 phản ánh tác động của chu kỳ đầu tư công tăng lên đối với mức tăng trưởng backlog của các nhà thầu. Doanh thu của một số nhà thầu cơ sở hạ tầng tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2022-2023, cùng với đợt điều chỉnh giá lớn diễn ra trong năm 2022, khiến hệ số giá/doanh thu của cổ phiếu xây dựng khá hợp lý, nếu so sánh với hệ số trung bình 5 năm.

**Tăng trưởng doanh thu của các công ty xây dựng****Hệ số P/S TTM và lịch sử**

Nguồn: Công ty, SSI Research

**Xét về mặt định giá PE, khả năng sinh lời thấp khiến P/E của cổ phiếu xây dựng tương đối cao.** Mức định giá P/E cao này có thể là do lợi nhuận của các nhà thầu giảm sút và không ổn định. Điều này cho thấy cổ phiếu ngành xây dựng chưa hấp dẫn để đầu tư dài hạn bên cạnh yếu tố đòn bẩy cao và khả năng sinh lời thấp (thể hiện qua biên lợi nhuận và ROE thấp).

Theo quan điểm của chúng tôi, diễn biến vượt trội của các cổ phiếu ngành xây dựng trong năm 2023 đã phản ánh hết tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024.

**P/E TTM và lịch sử**

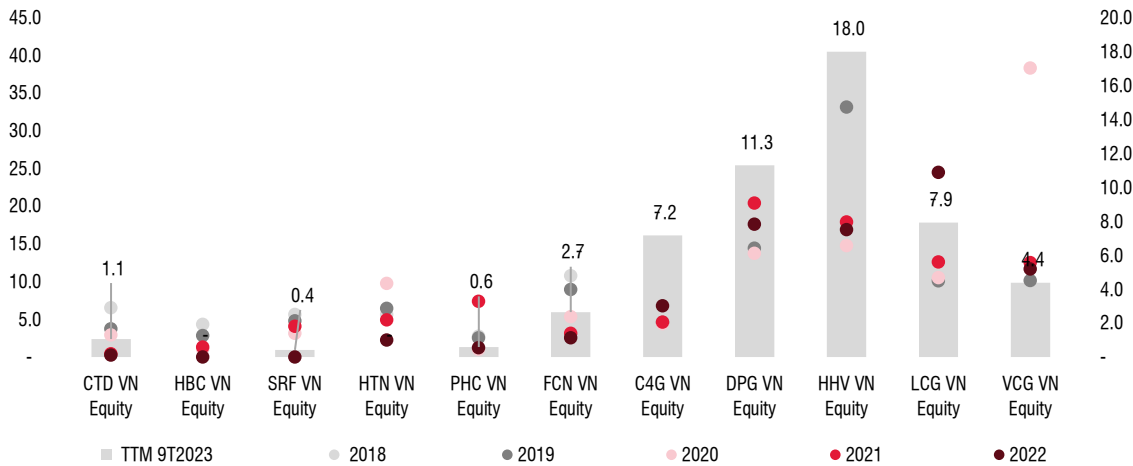
Nguồn: Công ty, SSI Research

**Triển vọng lợi nhuận:**

Chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận của các nhà thầu xây dựng dân dụng hiện chưa có nhiều khởi sắc và khó cải thiện trong nửa đầu năm 2024. Trong khi đó, các nhà thầu cơ sở hạ tầng có thể kỳ vọng tiếp tục ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận do xu hướng đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng tiếp tục diễn ra trong giai đoạn 2024-2025. Tuy nhiên lợi nhuận năm 2023 được coi là mức nền so sánh khá cao.

Chúng tôi nhận thấy biên lợi nhuận của toàn ngành xây dựng đang giảm, có thể là do đòn bẩy cao cũng như cạnh tranh khốc liệt và tính chất phân tán của ngành. Trong khi lợi nhuận của các nhà thầu này khác nhau tùy thuộc vào đòn bẩy tài chính và cơ cấu chi phí, các nhà thầu cơ sở hạ tầng có xu hướng có biên lợi nhuận cao hơn (trên 5%) so với các nhà thầu dân dụng (khoảng 5% trước năm 2020 và giảm xuống khoảng 1% trong những năm gần đây).

### Biên lợi nhuận trước thuế trượt 12 tháng và lịch sử



Nguồn: Công ty, SSI Research

Trong số các cổ phiếu xây dựng, CTD nổi bật là một trường hợp đảo ngược phục hồi, khi lợi nhuận giảm trong giai đoạn 2021-2023 do trích lập dự phòng nợ xấu nhưng lại cho thấy sự tăng trưởng đáng chú ý về giá trị backlog. Ngược lại, HHV có thể duy trì biên lợi nhuận bằng cách vận hành các dự án xây dựng-vận hành-chuyển giao (BOT) và kinh nghiệp xây dựng đường hầm và cầu. VCG cũng thuộc nhóm cổ phiếu chúng tôi theo dõi vì công ty sở hữu giá trị backlog đáng kể, có tiềm năng giúp doanh thu tăng trưởng đáng kể trong năm 2024.

**Triển vọng ngành:** Trung lập

### Yếu tố hỗ trợ/rủi ro đối với dự báo của chúng tôi:

- Xây dựng dân dụng: Thị trường bất động sản suy yếu khi các chủ đầu tư bất động sản gặp nhiều khó khăn, dẫn đến phải trích lập dự phòng nợ khó đòi tăng đáng kể.
- Xây dựng cơ sở hạ tầng: Rủi ro liên quan đến việc chậm giải ngân vốn đầu tư công.
- Xây dựng công nghiệp: Việc giải ngân vốn FDI chậm lại có thể là do hoạt động đầu tư sụt giảm do nền kinh tế toàn cầu hiện nay vẫn còn nhiều biến động.

## Cổ phiếu theo dõi: HHV, CTD, VCG

### 1. CTCP Đầu tư Hạ tầng giao thông Đèo Cả (HHV: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (ngày 31/1/2024): 15.400 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 17.150 Đồng/Cp.**
- **Luận điểm đầu tư:**

- ✓ Trong khi lợi nhuận do các dự án BOT tạo ra dự kiến sẽ duy trì ổn định và có mức tăng trưởng tốt, dự kiến sẽ có một lượng backlog đáng kể trong giai đoạn 2024-2025 khi doanh số bán hàng tổng thể trong ngành xây dựng tăng lên. Tuy nhiên, chúng tôi cũng kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ thu hẹp do tỷ trọng doanh thu của mảng xây dựng tăng lên, biên lợi nhuận của mảng xây dựng cũng mỏng hơn. Chúng tôi đưa ra dự báo dựa trên quan sát các dự án đang triển khai ít có các cấu phần phức tạp hơn (như cầu, đường hầm) nên mang lại biên lợi nhuận cao hơn.

STT	Dự án	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)	Giá trị backlog của HHV (tỷ đồng)	Lộ trình
1	Gói thầu số 2: Đường ven biển Bình Định, từ Cát Tiên đến Diêm Vân	649	649	04/2022 - 12/2024
2	Gói thầu XL1: Cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn (Km0+000-Km30+000)	3.862	923 (24%)	01/2023 - 10/2025
3	Gói thầu XL2: Cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	4.129	413 (12%)	03/2023 - 12/2025
4	Gói thầu XL3: Cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	6.686	454 (7%)	03/2023 - 09/2026
5	Gói thầu XL01: Đường Hồ Chí Minh nối Chợ Thành - Đức Hòa	690	690	2024-2026
6	Gói thầu XL01: Hầm đường sắt Khe Nét	552		2024-2025

- ✓ Các dự án BOT tiềm năng (Đồng Đăng – Trà Linh, Cao tốc Hữu Nghị – Chi Lăng, Cao tốc Tân Phú – Bảo Lộc, cầu Mỹ Thuận 2) đóng vai trò quan trọng trong việc mở rộng kinh doanh. Một trong những dự án này là cao tốc Đồng Đăng – Trà Linh dài 93 km (tổng vốn đầu tư là 20,9 nghìn tỷ đồng trong đó HHV góp 30% số vốn), được khởi công vào tháng 1/2024 và dự kiến vận hành từ năm 2026 trở đi trong thời gian 24 năm và 10 tháng.
- ✓ Trong năm 2024, công ty dự kiến sẽ phát hành cổ phiếu công khai và riêng lẻ, từ đó có thể thu hút các nhà đầu tư tiềm năng.

- **Rủi ro:**

- ✓ Đòn bẩy cao. Nhiều dự án BOT hiện đang hoạt động dưới công suất dự kiến gây áp lực lên dòng tiền và có thể dẫn đến việc cơ cấu lại nợ hoặc thời gian hoạt động.
- ✓ Các vấn đề về quản trị doanh nghiệp liên quan đến đơn vị kiểm soát.

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	1.201	1.861	2.095	2.686	3.204
Tăng trưởng doanh thu thuần	151,8%	54,9%	12,5%	28,2%	19,2%
Lợi nhuận gộp	702	925	1.017	1.079	1.219
Biên lợi nhuận gộp	58,4%	49,7%	48,5%	40%	38%
Thu nhập tài chính	8	22	5	26	21
Chi phí tài chính	-480	-551	-648	-667	-750
SG&A	-102	-95	-73	-110	-96
Lợi nhuận ròng khác	-1	21	0	-2	0
Lợi nhuận trước thuế	178	333	354	424	432
Lợi nhuận ròng	176	291	297	362	367
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	13,2%	65,6%	2,3%	21,9%	1,4%
Biên lợi nhuận ròng	14,6%	15,6%	14,2%	13,5%	11,5%
EPS (VND)	555	1.006	918	1.003	1.074

Nguồn: HHV, SSI Research

## 2. CTCP Xây dựng COTECCONS (CTD: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (ngày 31/1/2024): 67.500 Đồng/Cp; Giá mục tiêu 1 năm: 77.250 Đồng/Cp.**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Trước những điều kiện đầy thách thức, tốc độ tăng trưởng backlog trong Q1/FY2024 cho thấy khả năng phục hồi vượt trội trong quý và cả năm 2024.
  - ✓ CTD vừa công bố việc mua lại hai công ty (Cơ điện và nhôm kính) để phát triển thi công mặt tiền và giúp nâng cao biên lợi nhuận của hoạt động xây dựng. Biên lợi nhuận gộp của mảng này dự kiến rơi vào khoảng 15%.
  - ✓ CTD duy trì vị thế thanh khoản mạnh. Chất lượng các khoản phải thu đã được cải thiện đáng kể khi CTD sắp hoàn thành việc lập hồ sơ dự phòng cho các khoản nợ khó đòi.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Nghĩa vụ liên quan đến giao dịch của các đơn vị có liên quan đến Hội đồng quản trị tiền nhiệm vẫn chưa được giải quyết dứt điểm.
  - ✓ Mức tăng trưởng thực tế của tổng lượng backlog và doanh số bán hàng thấp hơn kỳ vọng.
  - ✓ Nợ xấu mới phát sinh trong giai đoạn 2024-2025.

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	14.620	9.087	14.540	6.748	16.250	17.387
Lợi nhuận gộp	856	269	487	157	406	435
Biên lợi nhuận gộp	5,9%	3,0%	3,3%	2,3%	2,5%	2,5%
Lợi nhuận trước thuế	428	38	35	69	341	405
Lợi nhuận ròng	335	24	21	52	259	307
EPS (VND)	4.439	328	282	711	3.524	4.187
BVPS (VND)	110.768	110.923	111.846	112.633	116.156	120.343
ROA	2,2%	0,2%	0,1%	0,3%	1,3%	1,5%
ROE	4,0%	0,3%	0,3%	0,6%	3,1%	3,5%
Nợ/VCSH	0	0	0,13	0,14	0,14	0,15
P/E	17,5	334,3	244	96,7	19,5	16,4
P/B	0,7	1	0,3	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,62	13,81	14,42	14	5,18	4,51

Nguồn: CTD, SSI Research



### 3. Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VCG: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (ngày 31/1/2024): 25.550 Đồng/Cp.**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ ngành xây dựng với sự đóng góp đáng kể từ một số dự án lớn bao gồm: (1) Sân bay Long Thành trong đó VCG là thành viên liên doanh, với tổng giá trị trúng thầu là 1,8 tỷ USD cho đến năm 2026 (bao gồm 1,5 tỷ USD của gói thầu số 4.6 và 300 tỷ USD của gói thầu số 5.1). (2) Đường vành đai 4 quanh Hà Nội. Gói XL2 của dự án này dự kiến thực hiện trong 3 năm kể từ năm 2024, ước tính khoảng 1.810 tỷ đồng.
  - ✓ Chúng tôi kỳ vọng giá trị backlog sẽ tiếp tục gia tăng do VCG sở hữu lợi thế khác biệt nhờ chuyên môn và vị thế nổi bật trong số các nhà thầu, đặc biệt là trong các dự án quy mô lớn sẽ đấu thầu vào năm 2024.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Rủi ro liên quan đến việc chậm giải ngân ngân sách quốc gia sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh thu.
  - ✓ Khả năng sinh lời giảm do phân khúc bất động sản đóng góp tỷ trọng ít hơn.

## Công nghiệp – Cảng biển & Logistics: Động lực tăng trưởng chính đến từ xu hướng làm đầy hàng tồn kho và căng thẳng địa chính trị

Triển vọng năm 2024: Tích cực

Cổ phiếu ưa thích: PVT, SCS. Cổ phiếu theo dõi: GMD, HAH, VTP

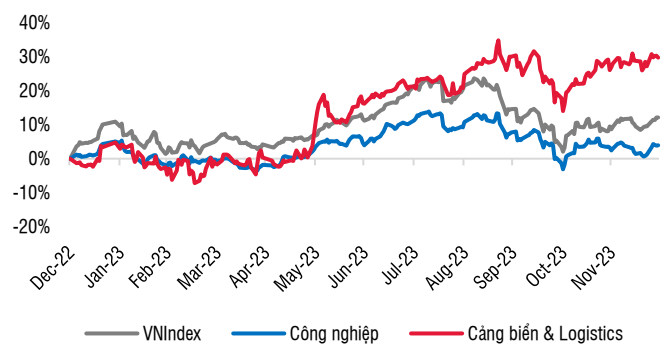
### Trong năm 2023, ngành Cảng biển & Logistics có diễn biến khả quan hơn so với chỉ số VNIndex

Ngành Cảng biển & logistics có diễn biến vượt trội so với chỉ số Vnindex trong năm 2023, khi ghi nhận mức tăng trưởng vốn hóa là 29,8% svck, trong khi chỉ số VNIndex tăng 12% svck và ngành Công nghiệp chỉ tăng 4% svck.

Cổ phiếu có mức tăng cao nhất là VTP (+136%, nhờ lợi nhuận tăng gần 50% svck và cổ phiếu đã được phê duyệt niêm yết trên sàn HOSE) và GMD (+50% chủ yếu nhờ tăng trưởng lợi nhuận mạnh từ lợi nhuận bất thường và tăng giá sàn cảng biển).

Cổ phiếu có diễn biến giá kém tích cực nhất là VNA (-34%) và VOS (-3%) do giá cước tàu hàng khô đã trở về mức bình thường, khiến lợi nhuận của 2 công ty này giảm xuống mức hòa vốn thậm chí ghi nhận lỗ trong Q3/2023.

Diễn biến ngành trong năm 2023



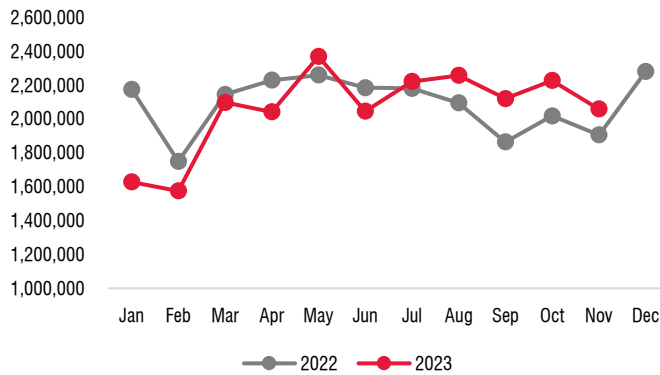
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Triển vọng năm 2024

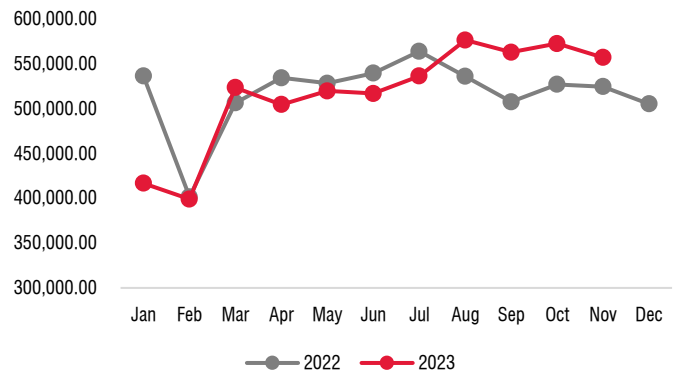
#### • Nhìn lại năm 2023:

- ✓ Trong năm 2023, chúng tôi nhận thấy bức tranh toàn ngành yếu do nhu cầu bên ngoài yếu hơn chủ yếu từ các thị trường xuất khẩu trọng điểm của Việt Nam như Mỹ/Châu Âu. Cụ thể, theo Hải quan Việt Nam, trong 11T2023, trị giá thương mại của Việt Nam giảm 8,2% svck. Cụ thể, giá trị xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt giảm 5,8% và 10,7% svck. Giá trị nhập khẩu giảm mạnh cho thấy các doanh nghiệp sản xuất kỳ vọng triển vọng phục hồi đơn hàng chưa mấy khởi sắc. Đồng thời, một số cảng biển lớn cũng dự báo khối lượng hàng hóa cũng rất hạn chế trong khoảng 1-2 tháng, do các hãng tàu không có cam kết về khối lượng dài hạn (ví dụ trong 6 tháng - 12 tháng) như thông lệ trong những năm trước.
- ✓ Về khối lượng, ngành cảng biển ghi nhận kết quả ít tiêu cực hơn, đặc biệt là trong nửa cuối năm 2023. Theo dữ liệu của Vinamarine, **tổng sản lượng container qua Việt Nam chỉ giảm 1% svck trong khoảng 11T2023** đạt 22,6 triệu TEU. Ở miền Bắc, chúng tôi cũng nhận thấy sản lượng của hệ thống cảng Hải Phòng chỉ giảm 1% trong 11T2023 đạt 5,7 triệu TEU. Theo bộ dữ liệu (như biểu đồ dưới đây), chúng tôi nhận thấy sự cải thiện rõ ràng từ thời điểm giữa năm, đặc biệt ở cảng Hải Phòng, nhờ tỷ trọng đóng góp từ thị trường Mỹ/Châu Âu thấp hơn so với các cảng ở miền Nam và thị trường nội Á đóng góp cao hơn, như Trung Quốc/Nhật Bản/Hàn Quốc, các quốc gia có chính sách tiền tệ lỏng hơn thị trường Mỹ/Châu Âu và hoạt động giải phóng hàng tồn kho ít mạnh mẽ hơn.

Tổng sản lượng hàng hóa qua cảng Việt Nam (TEU)



Sản lượng hàng hóa qua cảng Hải Phòng (TEU)



Nguồn: SSI Research, Vinamarine

- ✓ Về giá cước, chúng tôi nhận thấy giá cước bình quân duy trì ổn định trong năm 2023 ở các cảng và giảm đáng kể khoảng 50-60% svck đối với mảng vận tải biển.
- ✓ Về mặt lợi nhuận, chúng tôi nhận thấy NPATMI cốt lõi trong 9T2023 của ngành đã giảm 30% svck, trong đó, NPATMI cốt lõi của các cảng ghi nhận mức giảm 4% svck, phù hợp với mức giảm 1% svck sản lượng qua cảng; NPATMI mảng vận tải biển ghi nhận mức giảm mạnh 43% svck do giá cước vận chuyển thấp hơn (ngoại trừ các tàu chở dầu có mức tăng trưởng hai con số); mảng logistics ghi nhận NPATMI giảm 35% svck do sản lượng và giá bán trung bình thấp hơn.
- **Chủ đề chính đối với ngành cảng biển trong năm 2024 sẽ là phục hồi sản lượng do nhu cầu xuất nhập khẩu cải thiện (đặc biệt là từ việc bổ sung hàng tồn kho ở Mỹ/Châu Âu), trong khi nguồn cung sẽ duy trì ổn định đến năm 2025.**

Đầu tiên, theo kịch bản cơ sở của chúng tôi là nền kinh tế Mỹ sẽ tăng trưởng chậm, nhưng sẽ không có tình trạng hạ cánh cứng/suy thoái nghiêm trọng và mất việc làm/thu nhập đáng kể, và các doanh nghiệp bán lẻ sẽ đẩy mạnh bổ sung hàng tồn kho sau khi giảm hàng tồn kho trong 1,5 năm qua. Đợt cắt giảm lãi suất tiếp theo của ngân hàng trung ương sẽ là một yếu tố hỗ trợ khác cho chi tiêu của người tiêu dùng và sản xuất, tất cả động thái đều giúp khối lượng hàng hóa vận tải biển và xếp dỡ tại cảng tăng lên. **Chúng tôi giả định mức tăng trưởng giá trị xuất nhập khẩu là 10% svck trong năm 2024 và tăng trưởng sản lượng hàng hóa cũng tăng 10% svck** (xét về sản lượng container TEU) cho toàn ngành, đặc biệt mức tăng trưởng có thể mạnh hơn trong nửa đầu năm 2024 do mức nền so sánh thấp trong năm 2023.

Thứ hai, **chúng tôi cho rằng tăng trưởng sản lượng có thể cao hơn đối với các cảng nước sâu với mức tăng trưởng 15% svck** (hoạt động nhiều hơn ở thị trường Mỹ/Châu Âu) so với các cảng trung chuyển với mức tăng 7% svck (hoạt động chủ yếu ở thị trường thương mại nội Á), điều này sẽ có lợi cho những công ty có cảng nước sâu như GMD, MVN. Về phía cung, chúng tôi nhận thấy công suất cảng biển không có nhiều thay đổi cho đến năm 2025, khi một số cảng nước sâu lớn đi vào hoạt động như: Lạch Huyện 3&4 của PHP, Lạch Huyện 5&6 của HATECO, Gemalink 2A của GMD, và Nam Đình Vũ 3 của GMD, với tổng công suất 3,3 triệu TEU, tương đương 12% sản lượng container qua cảng của Việt Nam năm 2023.

- **Yếu tố hỗ trợ tăng trưởng đối với ngành vận tải biển một lần nữa lại đến từ căng thẳng địa chính trị.** Căng thẳng địa chính trị hiện nay (chiến tranh Nga-Ukraine, xung đột Israel-Hamas-Hezbollah tại Trung Đông, các cuộc tấn công tàu hàng gần đây của Houthis tại Biển Đỏ...) sẽ là yếu tố hỗ trợ cho ngành, đặc biệt là đối với vận tải biển vì khi xảy ra xung đột khiến các tuyến đường biển kéo dài hơn, giảm nguồn cung và hỗ trợ vận chuyển hàng hóa. Cảng biển là mảng được hưởng lợi gián tiếp từ chủ đề này, như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo phân tích gần đây, doanh thu cảng biển/TEU có xu hướng tăng trong những năm ngành vận tải biển gặp điều kiện thuận lợi như diễn biến trong năm 2021/2022.

Theo quan điểm của chúng tôi, chủ đề căng thẳng địa chính trị đã được phản ánh một phần vào giá cước vận chuyển và giá thuê tàu định hạn đối với tàu chở dầu (do tác động của chiến tranh Nga-Ukraine từ năm 2022) trong năm 2023, và có thể là yếu tố hỗ trợ cho giá cước của ngành vận tải container trong năm 2024.

Chúng tôi có một số nhận xét về sự phụ thuộc của các loại hình vận chuyển khác nhau trong kênh đào Suez và tác động ban đầu từ cuộc tấn công ở biển Đỏ tại thời điểm viết bài như sau. Theo dữ liệu, chúng tôi nhận thấy vận tải container sẽ là mảng được hưởng lợi lớn nhất do tỷ trọng hoạt động nhiều ở Suez (22% giao dịch container đường biển được vận chuyển qua Suez). Nếu việc chuyển hướng khỏi kênh Suez kéo dài, chúng tôi cho rằng, sẽ có sự gián đoạn sâu rộng đối với chuỗi cung ứng toàn cầu và sẽ là động lực tích cực cho ngành vận tải container toàn cầu và nội địa như trong giai đoạn 2020-2022.

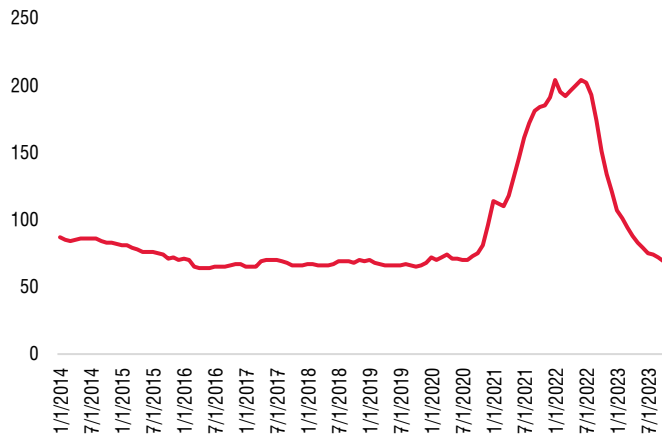
Ngành	Ước tính tỷ trọng sản lượng thương mại đường biển qua Suez	Số lượt trung chuyển qua Suez so với đầu năm	% Tổng số lượt trung chuyển qua Suez	Sản lượng hàng hóa trung chuyển qua Suez so với đầu năm	% tổng sản lượng trung chuyển qua Suez	Tác động ban đầu
Containers	22%	5.741	23%	673,5	43%	- Các hãng vận tải hàng đầu phương Tây (>80% thị phần) tạm dừng vận chuyển qua Biển Đỏ. Maersk Line đã hoạt động trở lại nhưng ngay lập tức tạm dừng trong 48 giờ sau khi tiếp tục bị tấn công. Tại thời điểm viết bài, Maersk đã đình chỉ tất cả các chuyến vận chuyển qua Biển Đỏ và Vịnh Aden cho đến khi có thông báo mới. Hapag Lloyd cũng đã tạm dừng tuyến Biển Đỏ cho đến khi có thông báo mới. - Giá cước vận tải giao ngay tuyến Á-Âu tăng khoảng 15% kể từ ngày 15/12.
Tàu chở hàng rời	6%	7.049	28%	295,5	19%	Đền thời điểm hiện tại, một số doanh nghiệp đã tránh khu vực này để hạn chế tác động.
Tàu chở dầu	10%	8.923	36%	511,6	33%	Đền thời điểm hiện tại, việc chuyển hướng chỉ ở mức hạn chế và tác động đến ngành mang tính cục bộ.
Khác		3.316	13%	94,5	6%	Kênh Suez nhìn chung có tầm quan trọng hạn chế đối với các ngành khác.
<b>Tổng cộng</b>	<b>10%</b>	<b>25.029</b>	<b>100%</b>	<b>1574,9</b>	<b>100%</b>	

Nguồn: Clarksons

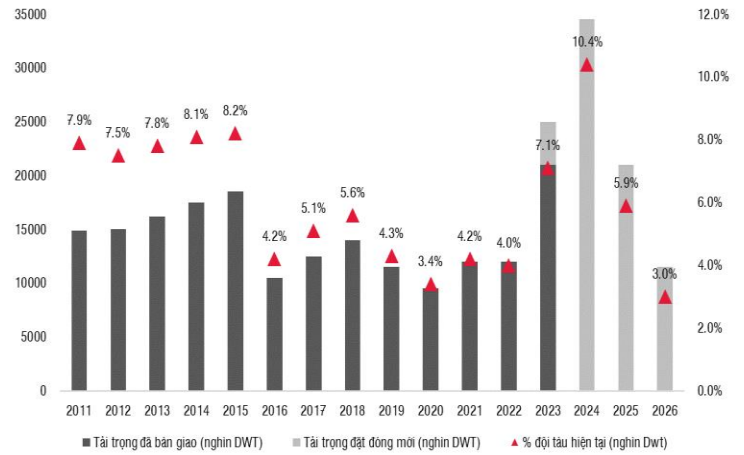
- **Bộ Giao thông vận tải Việt Nam phê duyệt và ký Thông tư 39/2023/TT-BGTVT quy định biểu giá mới về xếp dỡ container tại cảng biển và các dịch vụ khác cho tất cả các cảng biển Việt Nam.** Đây được coi là động thái được tất cả các doanh nghiệp và nhà đầu tư trong ngành chờ đợi từ lâu, nhằm tăng giá sàn cho dịch vụ xếp dỡ container lên **khoảng 10%** đối với cả cảng trung chuyển và cảng nước sâu so với Thông tư 54/2018/TT-BGTVT, có hiệu lực từ ngày 15/02/2024. Đây cũng sẽ là yếu tố hỗ trợ cho ngành, đặc biệt là các cảng biển có công suất hoạt động cao và nằm ở những vị trí ít bị cạnh tranh hơn (khu vực cảng nước sâu như Lạch Huyện và Cái Mép).
- **Do đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ngành sẽ được hỗ trợ từ sự tăng trưởng về sản lượng hàng hóa tại các cảng biển và giá cước/giá thuê tàu có thể cao hơn ở các hãng tàu:**
  - ✓ **Cảng biển: Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận ngành cảng biển sẽ ở mức 15-20% svck** nhờ tăng trưởng về sản lượng và giá cước trung bình được cải thiện tại một số cảng. Các khu vực cảng nước sâu (như Lạch Huyện và Cái Mép) có thể ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận cao hơn so với mức nền so sánh thấp trong nửa đầu năm 2023, trong khi các cảng trung chuyển cũng ghi nhận sản lượng tăng trưởng. Chúng tôi dự báo cạnh tranh về giá giữa các cảng sẽ rất khốc liệt do các hãng tàu có lợi nhuận rất thấp với mức giá cước hiện tại và vẫn chịu áp lực cắt giảm chi phí. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng hầu hết các cảng mà chúng tôi nghiên cứu sẽ có giá cước trung bình ổn định phần lớn nhờ vào thế mạnh của các cảng này nằm ở vị trí đắc địa, thậm chí một số cảng còn tăng (như Gemalink ở Cái Mép).
  - ✓ **Ngành vận tải container có thể gặp ít áp lực hơn về lợi nhuận (giảm khoảng 10-15% svck), khi căng thẳng địa chính trị làm giảm áp lực giảm giá cước trong 2024.** Nguồn cung đội tàu sẽ tăng đáng kể trong năm 2024 do số lượng tàu giao mới dự kiến sẽ chiếm 10,4% tổng nguồn cung tổng đội tàu, cao nhất kể từ năm 2010. Theo Clarkson, nguồn cung dự kiến sẽ vượt 3,1% nhu cầu trong năm 2024. Tuy nhiên, trong tình hình hiện tại tại Kênh Suez, chúng tôi kỳ vọng TEU-dặm cao hơn có thể hấp thụ một phần nguồn cung dư thừa và do đó

có thể gây ít áp lực hơn đối với lợi nhuận của các hãng tàu. Trong kịch bản tích cực khi giá vận chuyển cao hơn đáng kể xuất hiện, chúng tôi sẽ ưu tiên cổ phiếu được hưởng lợi chính như HAH (container).

### Chỉ số Container Thế giới



### Tiền độ bàn giao tàu mới (Dwt ton)

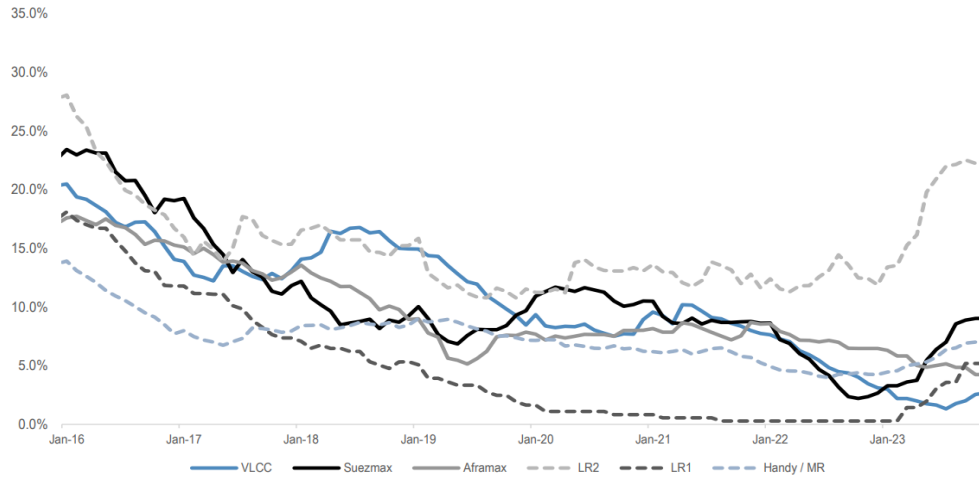


Nguồn: Drewry

Nguồn: Clarksons, Duetsche Bank

- ✓ Các hãng tàu chở dầu tiếp tục được hưởng lợi từ môi trường giá vận chuyển cao, nhưng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sẽ giảm xuống khoảng 10-15% svck vì chúng tôi dự báo giá cước tàu chở dầu sẽ không tiếp tục tăng nếu không tiếp tục có các căng thẳng địa chính trị. Triển vọng đối với tàu chở dầu rất lạc quan vì sự cân bằng giữa cung và cầu diễn biến tích cực từ năm 2023 - nhưng hiện tại cũng có phần hạn chế. Về phía nhu cầu, nhu cầu tấn-dậm tiếp tục cao hơn do xung đột đang diễn ra giữa Nga và Ukraine và Mỹ đang nổi lên như một quốc gia xuất khẩu dầu nổi bật cho cả Liên minh Châu Âu và Châu Á.

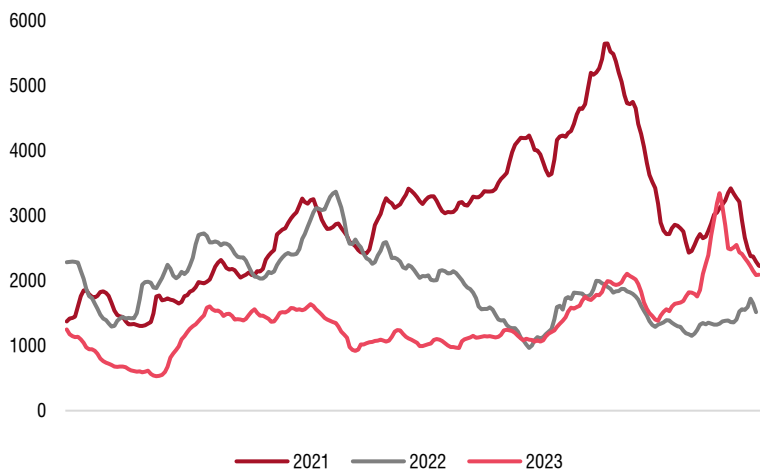
Do đó, độ dài tuyến đường thương mại ngày càng tăng khiến sử dụng nhiều công suất hơn vì hiện nay phải mất nhiều ngày hơn để vận chuyển dầu. Về phía cung, việc lợi nhuận cải thiện chưa phải là động lực để tăng lượng tàu đóng mới. Trong số các loại tàu tham gia vận chuyển dầu bằng đường biển, tàu chở dầu thô cực lớn (VLCC) có mức tăng trưởng hạn chế nhất. Đơn hàng đóng mới hiện tại cho VLCC chỉ chiếm khoảng 2% đội tàu hiện có. Ngoài ra, quá trình phá dỡ các tàu cũ có thể bị chậm lại do điều kiện thị trường hiện nay khá mạnh.

**Biểu đồ: Tỷ trọng số lượng tàu chở dầu đóng mới**

Nguồn: Clarkson, J.P. Morgan

Giá cước được dự đoán sẽ dần ổn định khi cung và cầu đạt điểm cân bằng hơn, mặc dù vẫn ở mức cao so với lịch sử. **Tuy nhiên, căng thẳng Biển Đỏ leo thang hoặc kéo dài được coi là yếu tố hỗ trợ cho vận tải hàng hóa trong tình hình cung cầu vốn đã thắt chặt đối với tàu chở dầu do xung đột Nga-Ukraine, theo đó, chúng tôi sẽ tiếp tục lựa chọn cổ phiếu chở dầu như PVT được hưởng lợi từ chủ đề căng thẳng địa chính trị này.**

**Vận chuyển hàng rời tiếp tục đẩy hứa hẹn nhờ từ cả cung và cầu, thúc đẩy sản lượng-dặm của tàu.** Về phía cầu, sau sự phục hồi mạnh mẽ trong năm 2023, sự tăng trưởng của ngành chở hàng khô có thể được hỗ trợ bởi cả các yếu tố ngắn hạn (mùa thu hoạch ngũ cốc ở Mỹ, vận chuyển qua kênh đào Panama bị hạn chế) và các yếu tố dài hạn (nhu cầu than và sắt của Trung Quốc, căng thẳng địa chính trị đang diễn ra). Về phía cung, rủi ro về tăng trưởng nguồn cung mạnh là không đáng kể do lượng tàu đặt đóng mới hiện tại ở mức thấp lịch sử chỉ bằng 8% số tàu hiện có. **Vi vậy, chúng tôi cho rằng giá cước vận chuyển hàng rời sẽ vẫn ở mức cao và biến động trong môi trường như vậy, tạo ra cả cơ hội và rủi ro cho các hãng vận tải hàng rời như VOS và VNA.**

**Biểu đồ: BDI INDEX GIAI ĐOẠN 2021-2023**

Nguồn: Bloomberg

- ✓ **Ngành logistics có thể ghi nhận sự phục hồi về sản lượng nhờ hoạt động sản xuất tăng cao**, điều này có thể làm giảm áp lực lên giá cước trung bình. Chi phí nhiên liệu giảm cũng là một yếu tố tích cực đối với chi phí. Chúng tôi nhận thấy mảng chuyển phát ghi nhận kết quả vượt trội trong ngành, với mức tăng trưởng sản lượng dự kiến là 20% svck trong vài năm tới và mang lại lợi ích cho VTP, đồng thời công ty dự kiến sẽ niêm yết trên sàn HOSE trong Q1/2024.
- **Định giá:** P/E dự phóng trung bình năm 2024 của các cổ phiếu chúng tôi nghiên cứu là 13,4x, khá tương đồng so với lịch sử, tương ứng với mức tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi trung bình của ngành là 10% svck. Chúng tôi cho rằng mức định giá của ngành hiện tại là khá hợp lý so với các giả định của chúng tôi trong kịch bản cơ sở. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng có thể sẽ có tiềm năng tăng/giảm giá cổ phiếu so với định giá hiện tại nếu các hoạt động kinh tế thực tế và nhu cầu xuất nhập khẩu diễn biến tích cực/kém tích cực hơn dự kiến. **Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm khả quan đối với ngành nhờ triển vọng cải thiện, và tập trung vào các doanh nghiệp có tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi khả quan như PVT. Đồng thời chúng tôi cũng đưa một số cổ phiếu vào danh sách cổ phiếu tiềm năng nhờ được hưởng lợi từ căng thẳng địa chính trị (HAH, VOS), chờ đợi giá cổ phiếu điều chỉnh (GMD) và việc niêm yết trên sàn HOSE của VTP cho câu chuyện logistics thương mại điện tử.**
- **Khuyến nghị:** Khả quan.
- **Yếu tố hỗ trợ:** Căng thẳng địa chính trị có thể khiến gián đoạn chuỗi cung ứng kéo dài và giá cước vận tải tăng lên.
- **Rủi ro:** Nền kinh tế Mỹ/Châu Âu hạ cánh cứng

**Cổ phiếu ưa thích: PVT. Cổ phiếu theo dõi: GMD, HAH, VTP****1. Tổng CTCP Vận tải Dầu khí (PVT: HOSE)**

- **Giá hiện tại ngày 31/1/2024: 25.950 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 28.000 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ PVT có đội tàu chở dầu tốt với suất đầu tư thấp.
  - ✓ Ngành tàu chở dầu đang trong giai đoạn phát triển, với giá cước vận chuyển ở mức cao với căng thẳng địa chính trị ở Biển Đỏ cùng với cuộc xung đột giữa Ukraine-Nga.
  - ✓ Chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi duy trì ở mức 12-15%/năm trong 3 năm tới.
- **Rủi ro:** Khả năng xảy ra thêm (các) cuộc tấn công của phiến quân ở Trung Đông.

Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	6.148	7.523	7.758	7.383	7.460	9.048	9.487	11.914
Tăng trưởng DTT	-8,7%	22,4%	3,1%	-4,8%	1,1%	21,3%	4,9%	25,6%
Lợi nhuận gộp	846	1.083	1.191	1.118	1.238	1.657	1.853	2.252
Biên lợi nhuận gộp	13,8%	14,4%	15,4%	15,1%	16,6%	18,3%	19,5%	18,9%
Thu nhập tài chính	188	208	221	272	180	223	373	336
Chi phí tài chính	-161	-158	-193	-174	-156	-308	-468	-415
SG&A	-242	-281	-263	-265	-288	-430	-425	-494
Thu nhập ròng khác	13	97	26	58	42	292	202	48
Lợi nhuận trước thuế	671	975	1.016	1.039	1.040	1.462	1.561	1.754
Lợi nhuận ròng	534	780	821	830	835	1.161	1.238	1.403
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	10,4%	46,2%	5,2%	1,2%	0,5%	39,1%	6,7%	9,2%
Biên lợi nhuận ròng	8,7%	10,4%	10,6%	11,2%	11,2%	12,8%	13,0%	11,8%
EPS (VND)	1.436	2.183	2.320	1.946	1.933	2.661	3.029	3.151

Nguồn: SSI Research



## 2. CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS: HOSE)

- **Giá hiện tại ngày 31/1/2024: 69.850 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 80.800 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ SCS đã giành được hợp đồng 3 năm cung cấp dịch vụ bốc dỡ hàng hóa tại Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất cho Qatar Airways bắt đầu từ quý này (từ tháng 2/2024). Đây là khách hàng lớn, dự kiến chiếm 25% sản lượng SCS trong năm 2024. Theo chúng tôi, hợp đồng này sẽ thúc đẩy thị phần của SCS từ mức 35% lên gần 50%, từ đó đem lại tăng trưởng doanh thu cũng như lợi nhuận. Theo ước tính ban đầu của chúng tôi, hợp đồng này sẽ đóng góp từ 25% đến 30% lợi nhuận trước thuế trong năm nay.
  - ✓ Cùng với giai đoạn đầu phục hồi của ngành trong năm 2024 và khối lượng công việc mới cho Qatar Airways, chúng tôi kỳ vọng rằng khối lượng hàng hóa quốc tế sẽ tăng tới 45%, đạt 200 nghìn tấn trong năm nay, bao gồm 30% được đóng góp từ sản lượng dịch vụ cung cấp cho Qatar Airways và 15% đến từ sự phục hồi của các hãng hàng không hiện tại.
  - ✓ SCS có kế hoạch mở rộng công suất tại Cảng hàng không quốc tế Long Thành. Tổng vốn đầu tư cho dự án này dự kiến là 700 tỷ đồng (khoảng 28,5 triệu USD), giai đoạn đầu tư sẽ bắt đầu vào năm 2026.
- **Rủi ro:** Theo dõi chặt chẽ khả năng xảy ra thêm (các) cuộc tấn công của phiên quân ở Trung Đông.

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	748	693	839	851	705	916	1.040
Tăng trưởng DTT	10,8%	-7,4%	21,1%	1,4%	-17,2%	29,9%	13,6%
Lợi nhuận gộp	595	538	652	698	535	725	824
Biên lợi nhuận gộp	79,5%	77,6%	77,7%	82,0%	75,9%	79,1%	79,2%
Thu nhập tài chính	14	29	35	59	88	70	69
Chi phí tài chính	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
SG&A	-68	-65	-78	-57	-52	-60	-62
Thu nhập ròng khác	-2	-2	-2	-3	-2	0	0
Lợi nhuận trước thuế	538	499	605	697	569	734	831
Lợi nhuận ròng	502	464	564	646	498	661	748
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	14,9%	-7,5%	21,4%	14,6%	-22,9%	32,6%	13,2%
Biên lợi nhuận ròng	67,1%	67,0%	67,2%	75,9%	70,7%	72,2%	71,9%
EPS (VND)	9.971	9.152	11.106	6.883	5.043	6.688	7.571

Nguồn: SSI Research

### 3. CTCP Gemadept (GMD: HOSE)

- **Giá hiện tại ngày 31/1/2024: 68.100 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 72.000 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ GMD có danh mục cảng biển và cơ sở logistics lớn sẵn sàng cung cấp giải pháp trọn gói cho khách hàng
  - ✓ GMD có năng lực và quỹ đất để mở rộng các cảng hiện tại (Nam Hải Đình Vũ giai đoạn 3, Gemalink Giai đoạn 2A+2B) trong giai đoạn 2024-2026, nâng công suất cảng lên 66% so với năm 2023.
  - ✓ GMD có khả năng mua lại các dự án cảng mới để mở rộng.
  - ✓ Chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi của GMD là 23% svck trong năm 2024 (không bao gồm khoản lợi nhuận lớn một lần từ việc thoái vốn cảng vào năm 2023).
- **Rủi ro:** Nền kinh tế Mỹ/Châu Âu yếu hơn dự kiến và các hãng tàu gây áp lực về giá tại các cảng.

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	2.708	2.643	2.606	3.206	3.916	3.845	3.964
Tăng trưởng DTT	-32,0%	-2,4%	-1,4%	23,1%	22,1%	-1,8%	3,0%
Lợi nhuận gộp	968	1.013	950	1.142	1.645	1.776	1.807
Biên lợi nhuận gộp	35,8%	38,3%	36,4%	35,6%	42,0%	46,2%	45,6%
Thu nhập tài chính	1.625	107	28	40	24	1.941	42
Chi phí tài chính	-44	-147	-159	-108	-178	-169	-178
SG&A	-423	-469	-479	-449	-541	-660	-548
Thu nhập ròng khác	-78	-37	16	-55	-48	-16	120
Lợi nhuận trước thuế	2.182	705	513	806	1.308	3.143	1.777
Lợi nhuận ròng	1.900	614	440	721	1.157	2.502	1.572
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	226,8%	-67,7%	-28,2%	63,6%	60,6%	116,0%	-37,0%
Biên lợi nhuận ròng	70,2%	23,2%	16,9%	22,5%	29,5%	65,1%	39,7%
EPS (VND)	6.207	1.602	1.149	1.869	3.037	7.119	4.031

Nguồn: SSI Research

STT	CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
1	PVT	7,9%	28.000	25.950	29,9%	14,3%	13,1%	8,8	8,7	8,2	14,4%	13,7%	14,2%	1,4%	3,8%	3,9%
2	VTP	-15,5%	56.000	66.300	-13,3%	48,2%	20,2%	13,7	21,4	19,1	18,5%	24,0%	25,7%	4,3%	2,6%	2,3%
3	HAH	22,6%	45.600	37.200	84,5%	-53,2%	8,3%	2,9	11,2	12,5	36,1%	11,7%	12,2%	3,1%	0,0%	0,0%
4	GMD	2,8%	70.000	68.100	62,4%	123,5%	-45,7%	15	9,9	18,5	14,6%	25,8%	13,0%	4,4%	2,8%	1,5%
5	SCS	16,4%	80.800	69.400	14,6%	-22,9%	33,3%	11,5	13,6	10,3	45,1%	37,2%	39,2%	8,0%	6,6%	7,2%

Nguồn: SSI Research

## Công nghệ và Viễn thông: Mảng CNTT tiếp tục tăng trưởng ổn định & kế hoạch đầu giá 5G là trọng tâm

Triển vọng năm 2024: Tích cực

Cổ phiếu ưa thích: FPT, CTR

### Trong năm 2023, cổ phiếu ngành CNTT và viễn thông diễn biến khả quan so với chỉ số VNIndex

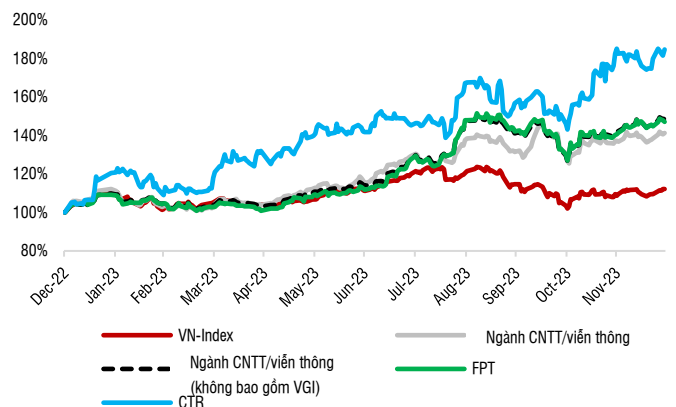
Các cổ phiếu ngành CNTT và viễn thông tăng 41% trong năm 2023 vượt trội hơn so với chỉ số VNIndex, do mức định giá P/E tăng lên, hưởng lợi từ việc P/E của các công ty công nghệ trên thế giới cao hơn và diễn biến trái chiều của lãi suất Việt Nam so với xu hướng lãi suất thế giới.

Chúng tôi cho rằng P/E của ngành công nghệ nước ngoài cao hơn (+28%) chủ yếu là do chi tiêu cho trí tuệ nhân tạo (AI) trên toàn thế giới (theo công ty tư vấn và nghiên cứu công nghệ Gartner của Mỹ) và kỳ vọng về vai trò của lĩnh vực này (đặc biệt là generative AI) đối với việc thay đổi hành vi của con người trong tương lai và điều này hỗ trợ cho giá cổ phiếu công nghệ.

Chúng tôi lưu ý rằng lãi suất năm 2023 vẫn ở mức cao so với cuối năm 2022 ở nhiều quốc gia như Mỹ, Châu Âu, Hàn Quốc, Malaysia, Israel và Ấn Độ. Chúng tôi cũng ước tính LNTT 9T2023 của các cổ phiếu niêm yết trong ngành CNTT và viễn thông trong nước giảm 25% svck, ảnh hưởng bởi sự chậm lại của kinh tế.

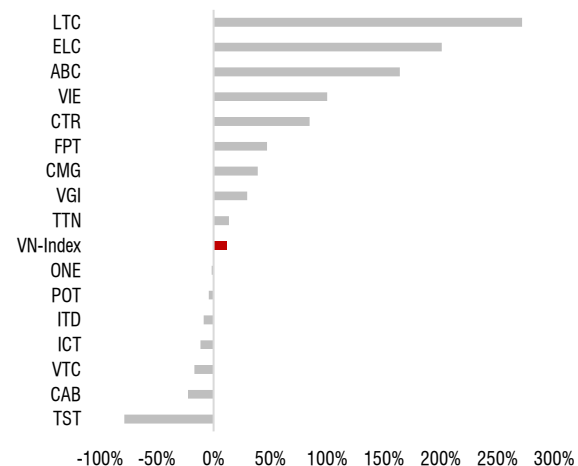
So với các doanh nghiệp công nghệ, viễn thông niêm yết khác, FPT tiếp tục là một cổ phiếu nổi bật. Trong tháng 12/2023, FPT công bố mảng CNTT nước ngoài đạt 1 tỷ USD doanh thu, trong đó, chuyển đổi số đóng góp 43% doanh thu. Về cơ cấu doanh thu chuyển đổi số, dịch vụ đám mây chiếm 40%, tiếp theo là AI và phân tích dữ liệu chiếm 12% và 10% đến từ tự động hóa quy trình bằng robot (RPA) & Lowcode.

#### Diễn biến ngành trong năm 2023

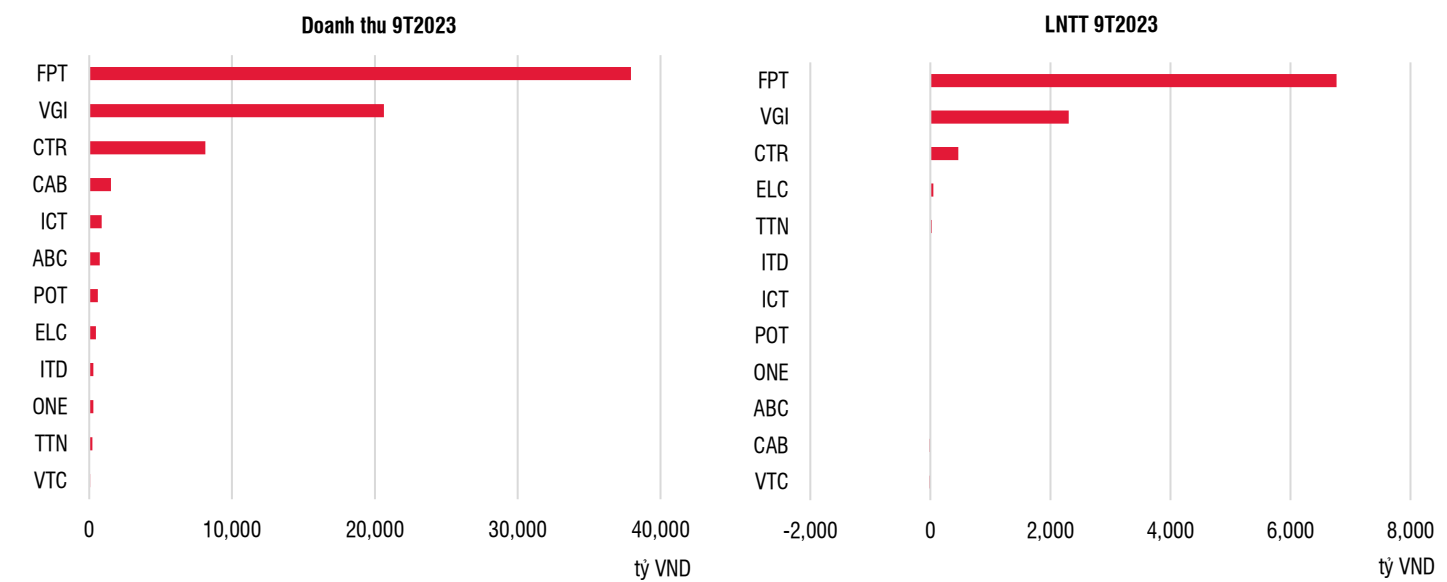


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

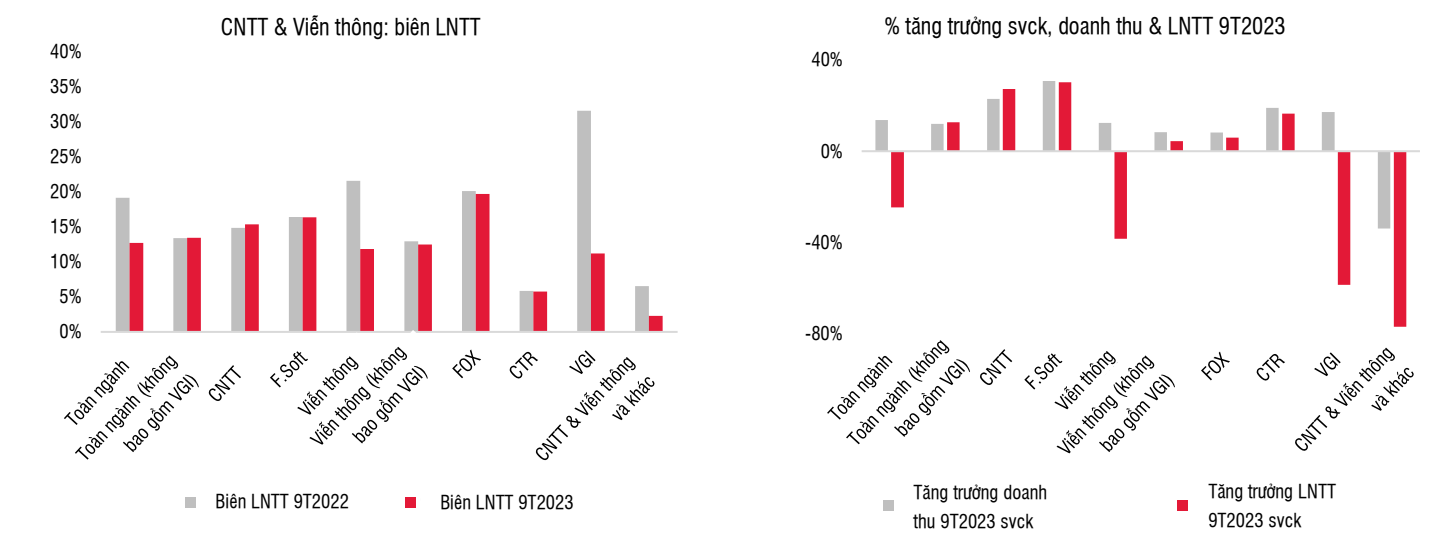
#### Các cổ phiếu CNTT và viễn thông có diễn biến vượt trội và kém khả quan so với chỉ số VNIndex trong năm 2023



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

**Biểu đồ 1: Trong số các cổ phiếu niêm yết, FPT duy trì vị thế dẫn đầu về doanh thu và LNTT trong 9T2023**

Nguồn: SSI tổng hợp

**Biểu đồ 2: Mặc dù biên LNTT ổn định, nhưng chúng tôi nhận thấy sự khác biệt về kết quả hoạt động giữa các công ty công nghệ và viễn thông niêm yết**

Nguồn: SSI tổng hợp

\*Ngành CNTT bao gồm F.Soft (FPT Software), ONE, ELC và ABC

\*Ngành Viễn thông bao gồm CTR, FOX (FPT Telecom), POT, VTC, CAB và VGI

\*CNTT & Viễn thông và khác bao gồm ICT, TTN và ITD

\*Chúng tôi loại trừ VGI do chi phí dự phòng được ghi nhận ở mức thận trọng trong 9T2023. Nếu không có tính đến chi phí dự phòng, chúng tôi ước tính biên LNTT 9T2023 của VGI đạt khoảng 30%-35%, tương đương mức 9T2022

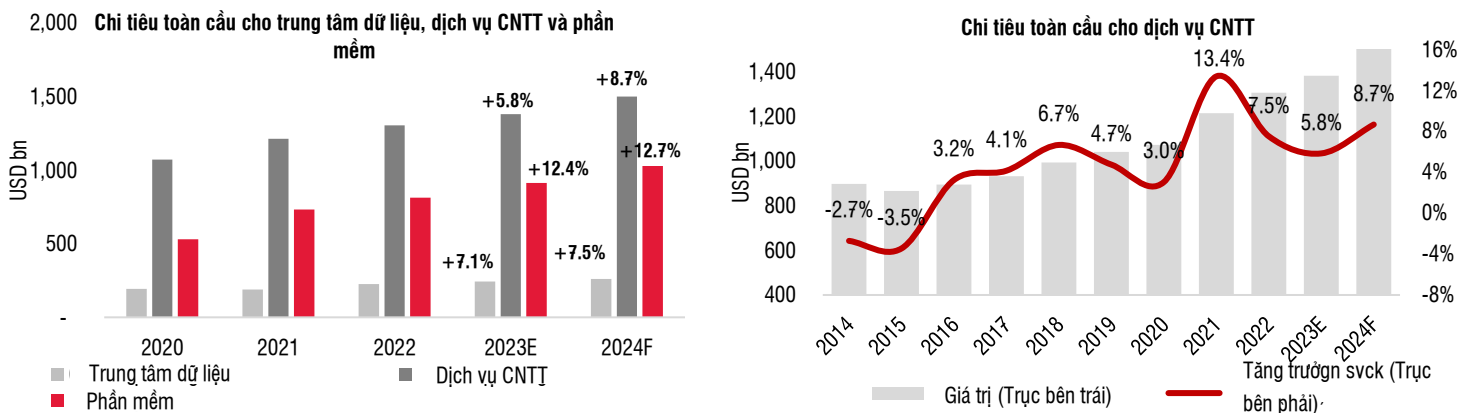
\*Chúng tôi loại trừ TST và VIE do không có báo cáo tài chính quý 3 2023.

## Triển vọng năm 2024: Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư mua cổ phiếu trong những nhịp thị trường điều chỉnh nhờ triển vọng tăng trưởng dài hạn

### Ngành công nghệ

**Chi tiêu CNTT toàn cầu kỳ vọng đạt mức tăng trưởng cao trong năm 2024.** Theo Gartner, việc mức chi tiêu cho CNTT chững lại trong năm 2023 cho thấy mức chi tiêu CNTT sẽ tăng trưởng trở lại trong năm 2024. Đối với mảng CNTT nước ngoài của FPT, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng doanh thu cao nhất trong năm 2024 từ Nhật Bản và APAC (lần lượt tăng 30% và 31% svck), tiếp theo là Châu Âu (tăng 14% svck) và Mỹ (tăng 12% svck).

**Biểu đồ 3: Chi tiêu CNTT toàn cầu dự kiến đạt mức tăng trưởng cao hơn trong năm 2024**



Nguồn: Gartner; Catherine Howley & Matt LoDolce dự báo Chi tiêu CNTT toàn cầu sẽ tăng 6,8% trong năm 2024 vào ngày 17/1/2024.

Nguồn: Gartner, Statista, SSI Research tổng hợp

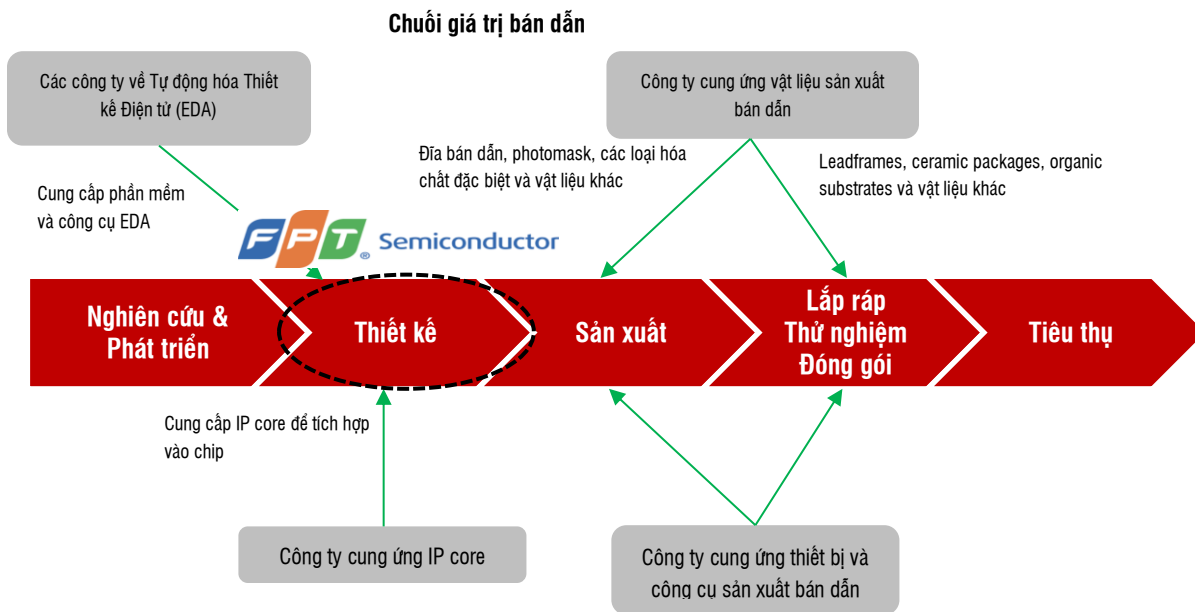
**Gartner cho rằng chi tiêu cho công nghệ điện toán đám mây và AI là hai động lực chính cho tăng trưởng chi tiêu CNTT toàn cầu trong năm 2023 và sẽ tiếp tục duy trì đến năm 2024**, điều này sẽ hỗ trợ tăng trưởng cho FPT, vì hai phân khúc này chiếm hơn 40% doanh thu chuyển đổi số của công ty. Đối với mảng AI có biên lợi nhuận tương đối cao hơn, FPT kỳ vọng tăng doanh thu từ AI trong năm 2024 (hiện ở mức tương đối nhỏ trong tổng doanh thu) để cải thiện kết quả kinh doanh chung. Theo FPT, công ty có kế hoạch hợp tác với Microsoft để phát triển thêm use case về generative AI cho khách hàng và công ty cũng đang thúc đẩy hợp tác với NVIDIA liên quan đến AI. Hiện tại, FPT có nhiều đối tác trong lĩnh vực AI trên toàn thế giới, trong đó bao gồm AITOMATIC (đơn vị cung cấp giải pháp Generative AI trong ngành công nghiệp), Mila - Quebec AI Institute và Landing AI. FPT Software cũng là một trong những thành viên sáng lập của AI Alliance. Chúng tôi cũng tin rằng nhu cầu tự động hóa trong ngành ô tô sẽ tiếp tục ổn định trong năm 2024, đặc biệt là nhu cầu về xe điện tự động, lĩnh vực mà FPT hướng tới mở rộng. Trong 10 năm tới, Precedence Research dự báo tỷ lệ tăng trưởng kép (CAGR) ở mức hai chữ số cho phần mềm trong ô tô, dịch vụ điện toán đám mây toàn cầu và AI.

**Những lo ngại về rủi ro liên quan đến AI sẽ ảnh hưởng đến triển vọng ngắn hạn của các ứng dụng về generative AI.** Theo Gartner, generative AI chưa có đóng góp lớn vào chi tiêu CNTT toàn cầu, mặc dù chi tiêu cho AI khá tốt trong năm 2023. Chúng tôi cho rằng điều này là do người tiêu dùng lo ngại về những rủi ro mà AI có thể tạo ra và ảnh hưởng kém tích cực đến xã hội loài người trong tương lai, đặc biệt là kể từ khi OpenAI ra mắt ChatGPT trong tháng 11/2022. Do đó, chúng tôi cho rằng triển vọng ngắn hạn có thể không thuận lợi cho generative AI vì vẫn cần thời gian để luật toàn diện về AI hoàn thiện để phục vụ cho việc quản trị rủi ro. Tuy nhiên, tiềm năng tăng trưởng trung và dài hạn vẫn rất đáng kỳ vọng.

**Để mở rộng ngành bán dẫn trong nước, Chính phủ đặt mục tiêu đào tạo khoảng 30.000-50.000 kỹ sư và chuyên bán dẫn đến năm 2030**, trong đó FPT sẽ đào tạo khoảng 10.000-15.000 chuyên gia cho ngành này. Để theo đuổi mục tiêu này, trong Q3/2023, Khoa Vi mạch bán dẫn đã được

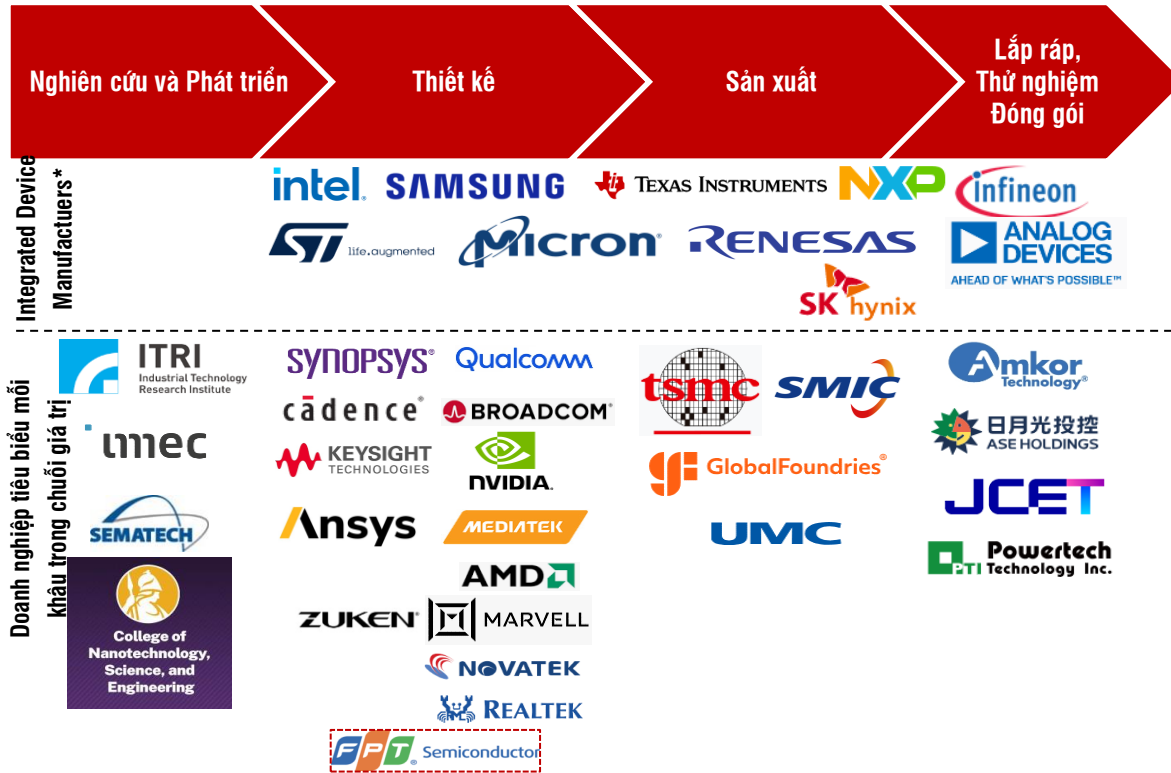
Đại học FPT thành lập và đặt mục tiêu đào tạo lứa sinh viên đầu tiên vào năm 2024. Ngoài ra, trong tháng 11/2023, Cao đẳng FPT Polytechnic và Pearson (tổ chức giáo dục của Anh) đã ký kết chuyển giao chương trình đào tạo bán dẫn BTEC của Pearson (Business Technology and Education Council) cho BTEC FPT. Tương tự như Cao đẳng FPT Polytechnic, vào tháng 1/2024, FPT Education và Jetking Infotrain (một học viện liên quan đến kết nối bảo mật mạng tại Ấn Độ) (Jetking) đã hợp tác triển khai khóa học thiết kế chip thông qua FPT Jetking (do FPT Education và Jetking thành lập năm 2011). Chúng tôi giả định doanh thu mảng giáo dục tăng 34% trong năm 2024 vì: 1) Mảng giáo dục hiện tại của FPT tiếp tục được hưởng lợi từ việc các trường công lập trong nước chưa đáp ứng được hết nhu cầu giáo dục; và 2) FPT sẽ được hưởng lợi từ lứa sinh viên đầu tiên trong ngành vi mạch bán dẫn. Theo quan điểm của chúng tôi, về dài hạn, cần có thời gian để đánh giá hiệu quả của mảng này, điều này phụ thuộc phần lớn vào số lượng thực tế của người Việt Nam quan tâm/sẵn sàng tham gia vào ngành bán dẫn. Đối với FPT Semiconductor, FPT đã ghi nhận doanh thu từ chip (rất nhỏ) từ năm 2022 và dự kiến bán được 67 triệu chip cho khách hàng tại Đài Loan, Hàn Quốc và Nhật Bản đến năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tỷ lệ đóng góp lợi nhuận từ mảng này vẫn chưa đáng kể, vì FPT Semiconductor chỉ phụ trách thiết kế chip, khâu không yêu cầu vốn đầu tư quá lớn.

#### Biểu đồ 4: FPT Semiconductor chỉ phụ trách thiết kế, chip sẽ được sản xuất tại Hàn Quốc



Nguồn: Semiconductor Industry Association (SIA), Boston Consulting Group (BCG), FPT, SSI Research

Biểu đồ 5: Những doanh nghiệp nổi bật trong chuỗi giá trị bán dẫn toàn cầu



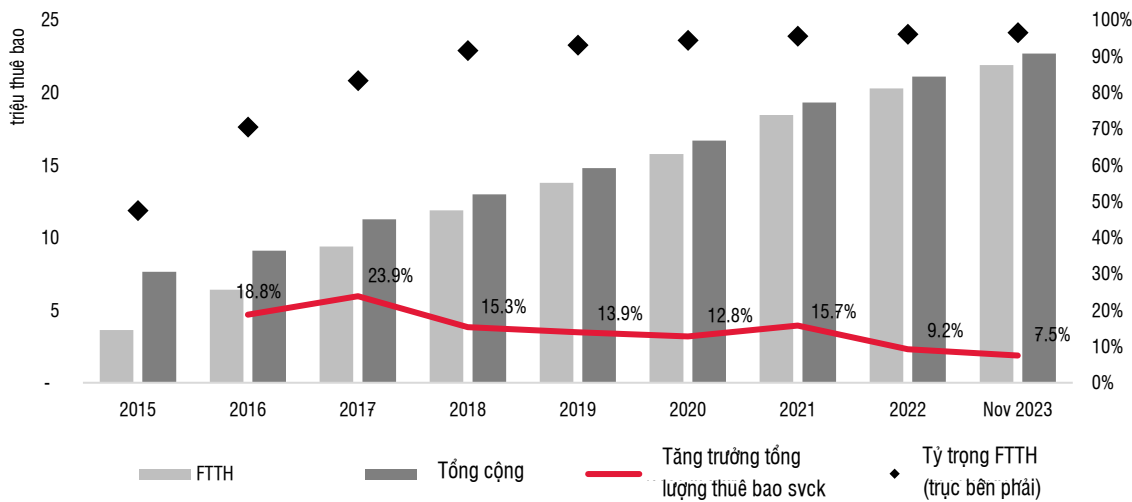
Nguồn: SIA, FPT, SSI Research.

\*Thuật ngữ *Integrated Device Manufacturers* để chỉ các công ty bán dẫn tham gia cả khâu thiết kế, sản xuất và tiêu thụ sản phẩm cuối cùng của chính họ.

## Mạng viễn thông

Trong năm 2022 và 11T2023, số lượng thuê bao băng rộng internet chỉ đạt tốc độ tăng trưởng một con số so với cùng kỳ (so với mức tăng trưởng hai con số trong giai đoạn 2015-2021), do thị trường băng thông rộng trong nước đã bước vào giai đoạn bão hòa thị trường. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng này vẫn sẽ tiếp diễn trong năm 2024.

**Biểu đồ 6: Số lượng thuê bao Internet băng thông rộng cố định**



Nguồn: Bộ Thông tin và Truyền thông (Bộ TT&TT)

\*FTTH: Thuê bao sử dụng dịch vụ viễn thông băng thông rộng bằng cáp quang.

\*Tổng cộng bao gồm xDSL, kênh thuê riêng, CATV và FTTH

**Gartner dự báo chi tiêu toàn cầu cho các trung tâm dữ liệu sẽ tăng 7,5% svck.** Chúng tôi tin rằng mức tăng trưởng ở trong nước có thể cao hơn nhờ được hưởng lợi từ Nghị định 53/2022/ND-CP ngày 15/8/2022 (có hiệu lực từ ngày 1/10/2022). Theo nghị định này, các công ty nước ngoài (bao gồm lĩnh vực dịch vụ viễn thông, thương mại điện tử, thanh toán điện tử, đơn vị cung cấp mạng xã hội, trò chơi trực tuyến) phải lưu trữ dữ liệu của họ tại Việt Nam. Theo Research and Markets, quy mô thị trường trung tâm dữ liệu Việt Nam ở mức 561 triệu USD trong năm 2022 và dự kiến sẽ đạt CAGR là 10,8% đến năm 2028, trong đó Tập đoàn Viettel (Viettel), Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam (VNPT), CMC Telecom, FPT Telecom và Công ty Cổ phần VNG (VNZ: UPCOM) là những doanh nghiệp đáng chú ý. Đối với FPT, công ty có kế hoạch ra mắt một trung tâm dữ liệu mới (công suất 3.600 racks) trong nửa cuối năm 2024, từ đó mảng trung tâm dữ liệu có thể mang lại doanh thu lớn hơn cho mảng viễn thông.

**Bảng 7: Các trung tâm dữ liệu hiện tại của FPT**

Trung tâm dữ liệu	Địa điểm	Số lượng rack thiết kế	Diện tích (m2)	Trạng thái
Fornix HN01	TP. Hà Nội	640	2.073	Đang hoạt động
Fornix HN02	TP. Hà Nội	1.500	1.200	Đang hoạt động
Fornix HCM01	TP. HCM	1.800	1.680	Đang hoạt động
Fornix HCM02	TP. HCM	3.600	10.000	Đang phát triển
<b>Tổng cộng</b>		<b>7.540</b>	<b>14.953</b>	

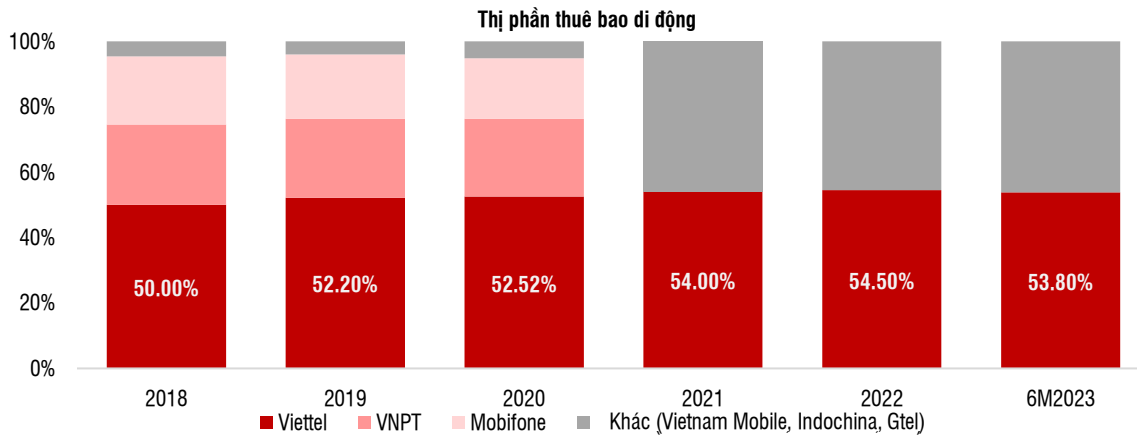
Nguồn: FPT Telecom, SSI Research tổng hợp



**Quốc hội chính thức thông qua việc sửa đổi Luật Viễn thông vào tháng 11/2023 (trong đó cả FPT và CTR đều có khả năng sẽ được hưởng lợi dài hạn).** Ngoài các quy định về trung tâm dữ liệu mới, dịch vụ điện toán đám mây và viễn thông cơ bản, luật sửa đổi vẫn duy trì Quy Dịch vụ Viễn thông Công ích Việt Nam, quy định cụ thể hơn về tài nguyên viễn thông, thông tin thuê bao di động và xử lý SIM rác. Luật cũng tạo điều kiện thuận lợi hơn để hỗ trợ phát triển cơ sở hạ tầng viễn thông, bao gồm việc cho phép xây dựng công trình viễn thông trên tài sản công và trách nhiệm của các bên liên quan để tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động xây dựng viễn thông.

**Trong cùng tháng, Bộ Thông tin và Truyền thông (Bộ TT&TT) đã ban hành Thông tư 13/2023/TT-BTTTT (có hiệu lực từ ngày 7/1/2024) giới thiệu băng tần 3.560-4.000 MHz cho kế hoạch đấu giá tần số 5G cho năm 2024 (trong đó CTR được cho là đơn vị được hưởng lợi).** Trước đó, Bộ TT&TT dự kiến tổ chức đấu giá vào tháng 12/2023 băng tần 2.500-2.600 MHz (dành cho 4G/5G) (1 khối băng tần). Tuy nhiên, kế hoạch đã bị trì hoãn do Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC) lo ngại về sự cạnh tranh không lành mạnh giữa các doanh nghiệp viễn thông (điển hình là Viettel, MobiFone, VNPT) và đề nghị BTT&TT lên kế hoạch tăng số khối băng tần cho đấu giá tần số 5G. Theo đó, băng tần 3.560-4.000 MHz được đề xuất (chỉ để triển khai sóng 5G, bao gồm 4 khối). Bộ TT&TT cũng công bố thêm thông tin chi tiết về cuộc đấu giá này trong tháng 1/2024 (Thông báo số 132/TB/CTS) liên quan đến khối băng tần 2.500-2.600 MHz và hai (trong số bốn) khối băng tần 3.560-4.000 MHz. Bộ TT&TT dự kiến có kết quả đấu giá vào tháng 3/2024.

**Biểu đồ 8: Thị phần thuê bao di động của Viettel khá ổn định trong giai đoạn 2021-2023**



Nguồn: Bộ TT&TT

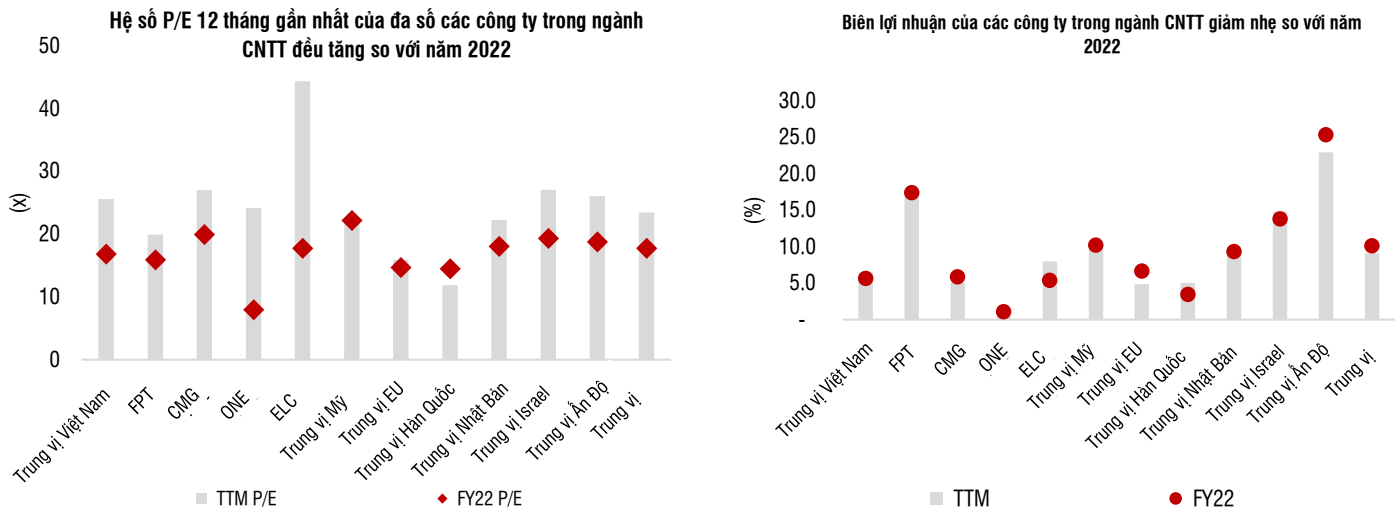
\*Số liệu thị phần của VNPT, MobiFone chưa có trong năm 2021-2023. Thị phần của Viettel dựa trên báo cáo của Bộ TT&TT

## Ước tính lợi nhuận cho năm 2024

### Mảng CNTT

Như đã đề cập ở trên, chúng tôi nhận thấy mức P/E trong ngành công nghệ tăng chủ yếu do xu hướng AI. Đối với FPT, công ty giao dịch ở mức P/E năm 2024 là 16,8x nhờ mức tăng trưởng lợi nhuận dự báo là 23% so với cùng kỳ (nhờ LNTT tăng 20% svck) (so với P/E của các công ty công nghệ trên thế giới là 16,9x với tăng trưởng lợi nhuận là 11% svck), chúng tôi cho rằng mức P/E này vẫn rất hấp dẫn. Chúng tôi cho rằng LNTT vẫn tăng trưởng ổn định nhờ mảng CNTT nước ngoài và giáo dục. Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại việc đồng JPY tiếp tục mất giá so với VND có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của FPT tại thị trường Nhật Bản.

**Biểu đồ 9: Trong năm 2023, P/E ngành công nghệ tăng svck, trong khi biên lợi nhuận gần như không đổi**



Nguồn: Bloomberg, SSI Research tổng hợp

**Bảng 10: Tăng trưởng doanh thu tại Nhật Bản trong năm 2023 chịu ảnh hưởng kém tích cực từ đồng JPY mất giá so với đồng VND, mặc dù mức tăng vẫn cao**

	Biên động của tỷ giá JPY/VND svck	Tăng trưởng tại thị trường Nhật Bản svck	% tăng trưởng tự nhiên*
1Q23	-9%	31%	44%
2Q23	-4%	47%	53%
3Q23	-2%	55%	59%
4Q23	-4%	41%	47%

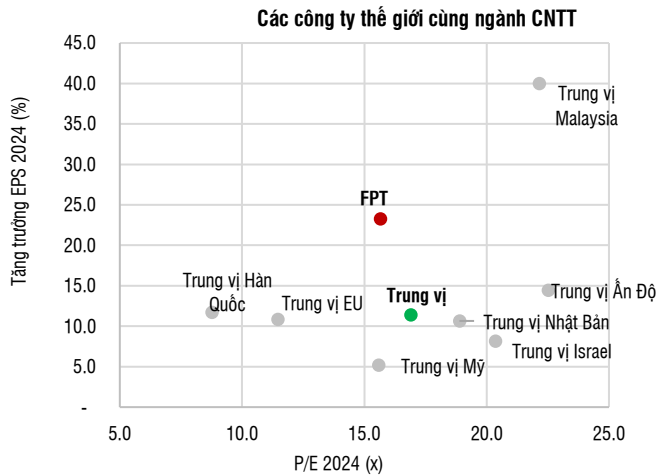
Nguồn: FPT, SSI Research tổng hợp

\*Tăng trưởng tự nhiên được điều chỉnh theo đồng JPY

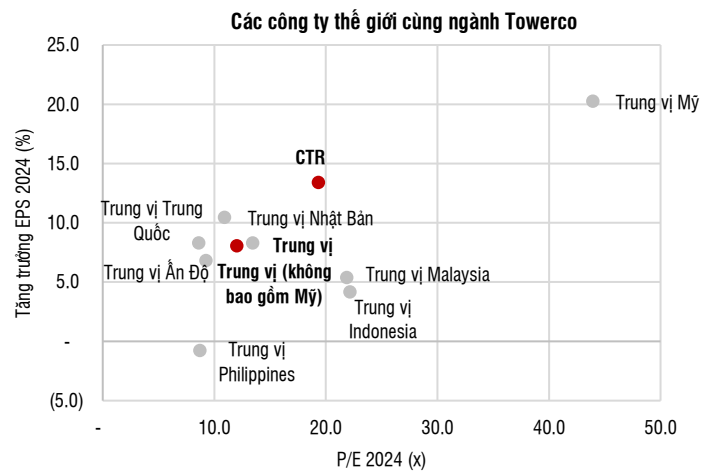
## Mảng đầu tư cho thuê hạ tầng viễn thông

CTR giao dịch ở mức P/E 2024 là 21,1x, phản ánh mức tăng trưởng lợi nhuận dự báo là 14% svck (so với P/E của các doanh nghiệp đầu tư cho thuê hạ tầng viễn thông trên thế giới là 13,5x và mức tăng trưởng lợi nhuận dự báo là 8% svck). Theo Bộ TT&TT, giấy phép sử dụng băng tần 900 MHz, 1.800 MHz và 2.100 MHz sẽ hết hạn vào tháng 9/2024. Dựa trên Công văn số 4833/BTTTT-CVT (2022) và Văn bản số 3095/BTTTT-CTS (2023), Bộ TT&TT có kế hoạch ngừng hỗ trợ thuê bao di động 2G Only nhưng sẽ xem xét gia hạn giấy phép 2 năm (từ ngày 16/9/2024 đến ngày 15/9/2026) với băng tần 900 MHz để cung cấp dịch vụ 2G cho các thuê bao 3G và 4G Non-VoLTE. Tính đến tháng 12/2023, theo BTT&TT, Việt Nam có khoảng 15 triệu thuê bao di động 2G đang hoạt động, và theo ước tính của chúng tôi mức này chiếm khoảng 12% tổng số thuê bao di động đang hoạt động. Đối với CTR, chúng tôi dự đoán phạm vi phủ sóng 3G/4G cao hơn cũng như tiềm năng thương mại hóa 5G trong năm 2024 (theo kế hoạch đấu giá của BTT&TT cho các băng tần 2.500-2.600 MHz và 3.560-4.000 MHz), điều này sẽ dẫn đến nhu cầu đối với các trạm BTS tăng lên và mang lại lợi ích cho mảng hạ tầng cho thuê và vận hành khai thác.

**Biểu đồ 11: FPT vẫn xứng đáng với mức định giá hấp dẫn**



**Biểu đồ 12: Các cuộc đấu giá liên quan sóng 5G tiềm năng trong năm 2024 sẽ là yếu tố hỗ trợ tăng giá cho CTR**



Nguồn: Bloomberg, SSI Research ước tính và tổng hợp

## Cổ phiếu ưa thích: FPT & CTR

### 1. CTCP FPT (FPT: HOSE)

- **Giá Cổ phiếu (ngày 31/1/2024): 95.700 Đồng/CP; Giá mục tiêu 1 năm: 109.200 Đồng/share (tiềm năng tăng giá là 14%)/khuyến nghị: KHẢ QUAN.**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Lợi thế chi phí thấp giúp FPT hưởng lợi từ mảng CNTT nước ngoài. Chúng tôi ước tính chi phí lương kỹ sư CNTT của Việt Nam thấp hơn khoảng 15%-20% so với các công ty đối thủ đến từ Trung Quốc và Ấn Độ.
  - ✓ Tình hình tài chính khỏe mạnh với lượng tiền mặt dồi dào và tỷ lệ thanh toán lãi vay cao.
  - ✓ Nợ bằng ngoại tệ được phòng ngừa rủi ro hoàn toàn bằng cách phòng ngừa rủi ro trực tiếp và nguồn doanh thu bằng ngoại tệ.
  - ✓ Như đã đề cập ở trên, chúng tôi dự báo nhu cầu về trung tâm dữ liệu sẽ là một động lực tăng trưởng doanh thu của FPT. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng mảng trung tâm dữ liệu sẽ thay thế mảng băng thông rộng và trở thành động lực tăng trưởng chính cho mảng viễn thông của FPT.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Giá hợp đồng CNTT nước ngoài tăng trưởng chậm hơn dự kiến có thể tác động kém tích cực đến tăng trưởng lợi nhuận dài hạn của FPT, do mảng CNTT nước ngoài hiện chiếm hơn 40% doanh thu và LNTT của FPT (dựa trên kết quả kinh doanh năm 2023 của FPT).
  - ✓ Mảng CNTT trong nước có thể bị ảnh hưởng do kinh tế Việt Nam suy yếu lâu hơn dự kiến.
  - ✓ Việc đồng JPY tiếp tục mất giá so với VND có thể sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của FPT (tính theo VND) tại thị trường Nhật Bản.

**Bảng 14: Chi tiêu tài chính của FPT**

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	29.830	35.657	44.010	52.618	62.538	72.905
Lợi nhuận gộp	11.814	13.632	17.167	20.330	24.404	28.434
Lợi nhuận trước thuế	5.263	6.337	7.662	9.203	11.080	12.818
Lợi nhuận ròng	4.424	5.349	6.491	7.792	9.387	10.859
EPS (VND)	2.973	3.614	4.420	4.648	5.723	6.717
BVPS (VND)	20.083	19.767	19.183	19.676	24.108	28.853
DPS (VND)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
ROA	11,8%	11,2%	12,3%	13,9%	13,2%	13,6%
ROE	25,0%	26,7%	27,8%	28,2%	27,1%	26,2%
Tỷ suất cổ tức	3,4%	2,2%	2,6%	2,1%	2,1%	2,1%
Tiền mặt ròng/VCSH (x)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5
P/E (x)	14,4	25,7	17,4	20,7	16,8	14,3
P/B (x)	2,9	4,7	4	4,9	3,2	2,7

Nguồn: FPT, SSI Research

## 2. Tổng CTCP Công trình Viettel (CTR: HOSE)

- **Giá Cổ phiếu (ngày 31/1/2024): 91.300 Đồng/CP; Giá mục tiêu 1 năm: 102.400 Đồng/share (tiềm năng tăng giá là 12%)/khuyến nghị: KHẢ QUAN.**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ CTR là công ty niêm yết duy nhất được hưởng lợi từ việc tăng phạm vi phủ sóng 3G/4G và tiềm năng thương mại hóa 5G trong năm 2024. Các mảng hạ tầng cho thuê, xây dựng và vận hành khai thác đều được hưởng lợi.
  - ✓ Công ty mẹ Viettel có thế mạnh về công nghệ 5G hơn so với các nhà mạng di động khác.
  - ✓ Về dài hạn, chúng tôi cho rằng lợi nhuận ổn định của CTR sẽ giúp công ty giảm bớt sự phụ thuộc vào nguồn vốn vay cho các khoản đầu tư vào BTS.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Tiến độ thương mại hóa 5G và/hoặc ngắt sóng 2G chậm hơn dự kiến có thể làm chậm tiến độ xây dựng các trạm BTS, doanh thu và lợi nhuận mảng hạ tầng cho thuê cũng như triển vọng tăng trưởng của mảng xây dựng viễn thông và vận hành khai thác.
  - ✓ Giá trị hợp đồng ký mới ở mảng xây dựng và giải pháp tích hợp thấp hơn dự kiến.
  - ✓ Các khoản thanh toán từ khách hàng chậm hơn kế hoạch (đặc biệt là xây dựng B2B) có thể ảnh hưởng kém tích cực đến kết quả kinh doanh và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của CTR.

**Bảng 14: Chỉ tiêu tài chính của CTR**

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	6.359	7.447	9.370	11.299	12.496	14.523
Lợi nhuận gộp	475	628	741	886	966	1.173
EBITDA	436	633	786	989	1.115	1.368
Lợi nhuận ròng	274	375	443	517	589	725
EPS (VND)	3.289	3.426	3.288	3.808	4.344	5.352
BVPS (VND)	14.779	14.116	14.204	17.404	20.380	24.731
DPS (VND)	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
ROA	8,7%	9,6%	8,9%	8,0%	7,8%	8,4%
ROE	28,4%	31,6%	30,2%	28,6%	27,5%	28,1%
Tỷ suất cổ tức	1,4%	1,1%	2,0%	1,1%	1,1%	1,1%
Tiền mặt ròng/VCSH (x)	0,4	0,4	0,1	0,1	0,2	0,3
P/E (x)	21,2	25,6	15,3	24,1	21,1	17,2
EV/EBITDA (x)	10,5	11,9	7,1	10,4	9,3	7,6

Nguồn: CTR, SSI Research

**Bảng 16: Chỉ tiêu chính của các cổ phiếu ưa thích**

STT	CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng LNTT (%)			P/E (x)			ROE (%)			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F
1	FPT	14,1%	109.200	95.700	22,4%	21,9%	23,5%	17,4	20,6	16,7	25,6%	26,0%	24,9%	2,6%	2,1%	2,1%
2	CTR	12,2%	102.400	91.300	18,0%	16,6%	14,0%	13,0	20,3	21,0	27,3%	25,9%	25,3%	2,0%	1,1%	1,1%

Nguồn: SSI Research ước tính và tổng hợp

## Nguyên Vật liệu – Xi măng: Mức định giá gần như đã phản ánh kỳ vọng lợi nhuận phục hồi

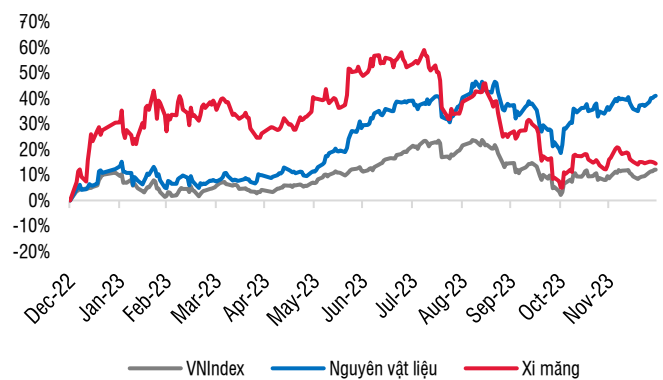
Triển vọng năm 2024: Tích cực

Cổ phiếu theo dõi: HT1

**Trong năm 2023, cổ phiếu ngành Xi măng biến động khá sát với chỉ số VNIndex do nhà đầu tư kỳ vọng lợi nhuận phục hồi**

Trong nửa đầu năm 2023, cổ phiếu ngành Xi măng diễn biến khá tích cực khi tăng mạnh 50% so với đầu năm (trong khi VNIndex tăng 11%), do giá than giảm so với cùng kỳ và nhà đầu tư kỳ vọng Chính phủ sẽ đẩy mạnh giải ngân cho các dự án cơ sở hạ tầng công. Tuy nhiên, trong nửa cuối năm 2023, giá cổ phiếu xi măng giảm mạnh. Theo đó, tính chung cả năm 2023, ngành Xi măng chỉ tăng 14,4%, cao hơn 2,3% so với chỉ số VNIndex. Điều này có thể là do do lợi nhuận năm 2023 của các cổ phiếu trong ngành ghi nhận lỗ hoặc gần như hòa vốn do sản lượng tiêu thụ xi măng thấp hơn dự kiến.

Diễn biến ngành trong năm 2023

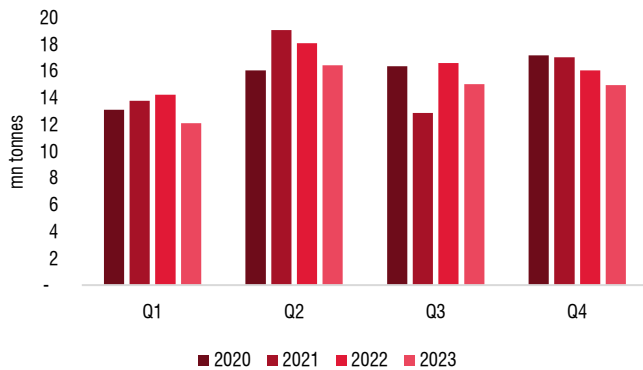


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Triển vọng năm 2024

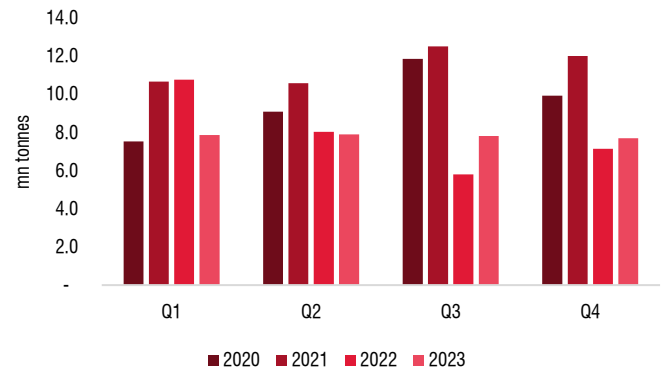
- Sản lượng tiêu thụ xi măng dự kiến sắp phục hồi:** Trong Q1/2024, chúng tôi dự báo mức tiêu thụ xi măng trong nước sẽ ở mức thấp kể từ Q3/2021 (thời gian thực hiện giãn cách xã hội do ảnh hưởng của dịch COVID), do các yếu tố mùa vụ (nghỉ Tết Nguyên đán) và nhu cầu vẫn ở mức yếu. Tuy nhiên, từ Q2/2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xi măng bán ra sẽ cải thiện so với cùng kỳ nhờ hoạt động xây dựng có dấu hiệu phục hồi. Ngoài ra, các dự án đầu tư công lớn (như Sân bay Long Thành và các dự án đường cao tốc ở miền Trung và miền Nam) có thể bù đắp nhu cầu yếu trong năm 2024. Tiêu thụ xi măng của Việt Nam trong năm 2023 đạt gần 90 triệu tấn (giảm 7% svck), trong đó tiêu dùng nội địa giảm 10% svck và xuất khẩu gần như đi ngang (giảm 1% svck). Doanh thu thuần xi măng của các công ty niêm yết giảm từ 20%-27% svck trong 9T2023. Chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ xi măng sẽ chạm đáy trong Q1/2024 và dần phục hồi trong suốt năm 2024.
- Tăng trưởng ở thị trường xuất khẩu có phần hạn chế do Trung Quốc giảm nhập khẩu xi măng của Việt Nam.** Trong năm 2023, đối với thị trường xuất khẩu, xuất khẩu xi măng & clinker gần như đi ngang (giảm 1% svck) do Trung Quốc giảm nhập khẩu (giảm 90% svck), do nhu cầu trên thị trường bất động sản yếu. Ngược lại, Bangladesh là thị trường ghi nhận tăng trưởng khi xuất khẩu xi măng và clinker sang nước này tăng 40% so với cùng kỳ nhờ tăng cường đầu tư vào cơ sở hạ tầng. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu sẽ phục hồi thấp trong năm 2024.

## Tiêu thụ xi măng nội địa



Nguồn: VNCA, SSI Research

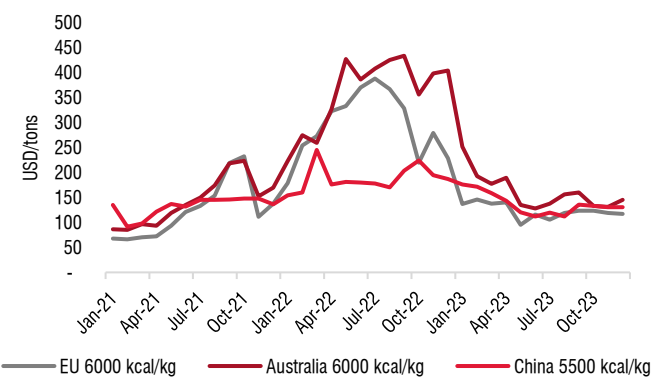
## Xuất khẩu xi măng &amp; clinker



Nguồn: VNCA, SSI Research

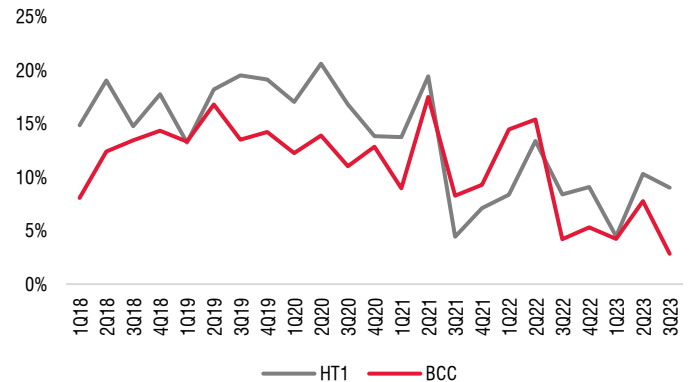
- Áp lực gia tăng từ các đối thủ cạnh tranh trong nước có thể khiến giá xi măng giảm:** Công suất trong nước đã được mở rộng trong thời gian gần đây (tăng 4,5% svck trong năm 2022 và tăng 6,1% svck trong năm 2023). Chúng tôi ước tính tình trạng dư cung đã tăng từ 15% trong năm 2022 lên 30% trong năm 2023. Cùng với mức tăng trưởng trái chiều trên kênh xuất khẩu, điều này sẽ làm gia tăng cạnh tranh trong nước. Điều này đặc biệt xảy ra ở miền Bắc và miền Trung, khu vực có hầu hết các dự án mới và có tỷ lệ xuất khẩu cao hơn.
- Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất xi măng sẽ phục hồi trong năm 2024 nhờ giá than điều chỉnh:** Giá than thế giới đã đạt đỉnh trong nửa cuối năm 2022. Giá than giảm mạnh trong nửa đầu năm 2023 và sau đó tiếp tục dao động quanh vùng đáy cho đến nửa cuối năm 2023. Trong Q4/2023, giá than trung bình ở Châu Âu giảm xuống 120 USD/tấn (giảm 51% svck), giá than ở Úc giảm xuống 136 USD/tấn (giảm 65% svck), giá than ở Trung Quốc giảm xuống 123 USD/tấn (giảm 35% svck). Trong nửa đầu năm 2024, chúng tôi cho rằng giá than sẽ duy trì ổn định ở mức hiện tại khi mùa đông ở Bắc bán cầu đang đến gần (và các biện pháp trừng phạt đối với Nga vẫn có hiệu lực) giúp cân bằng với áp lực giảm từ giá dầu khí. Do đó, chúng tôi dự báo giá than đầu vào trung bình cho các doanh nghiệp sản xuất xi măng sẽ giảm trong năm 2024 do mức nền giá than cao được thiết lập trong nửa đầu năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất xi măng sẽ chạm đáy trong Q1/2024, sau đó cải thiện dần trong các quý tiếp theo.

## Giá than thế giới



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

## Biên lợi nhuận gộp của công ty xi măng



Nguồn: Công ty, SSI Research

- **Lợi nhuận dự kiến sẽ tăng mạnh so với cùng kỳ trong năm 2024 do sản lượng tiêu thụ phục hồi trên điểm hòa vốn và chi phí than đầu vào giảm.** Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất xi măng sẽ vẫn gặp khó khăn trong nửa đầu năm 2024 (có thể ghi nhận lỗ ròng) và phục hồi trong nửa cuối năm 2024. **Tuy nhiên, xét về giá trị tuyệt đối, lợi nhuận có thể sẽ vẫn yếu (thấp hơn năm 2022) do sản lượng tiêu thụ phục hồi chậm và chi phí quản lý và bán hàng không thay đổi.**
- **Mức định giá cao hơn kỳ vọng:** Các cổ phiếu ngành xi măng trong nước hiện giao dịch ở mức P/E dự phóng là 42x cho năm 2024, cao hơn nhiều so với mức trung bình 10 năm là từ 7x-23x (không bao gồm năm 2023 do lỗ/lợi nhuận gần như bằng 0). Do đó, chúng tôi cho rằng mức định giá ngành đã phản ánh hết kỳ vọng phục hồi lợi nhuận. Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư nên chờ cơ hội khi hoạt động xây dựng được cải thiện hoặc cho đến khi giá cổ phiếu trở về mức hợp lý hơn (trong nửa đầu năm 2024 dự kiến sản lượng tiêu thụ và lợi nhuận vẫn yếu).
- **Chúng tôi hiện có khuyến nghị TRUNG LẬP đối với các cổ phiếu trong ngành.**
- **Yếu tố hỗ trợ/rủi ro giảm giá:** Tiêu thụ xi măng cao hơn/thấp hơn dự kiến; và Giá than thấp hơn/cao hơn dự kiến

### Cổ phiếu theo dõi: CTCP Xi Măng Vicem Hà Tiên (HT1: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 12.550 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 11.300 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Thị trường chính của HT1 là ở khu vực miền Nam, khu vực có áp lực cạnh tranh ít hơn do nguồn cung hạn chế. Đồng thời, sản lượng tiêu thụ vẫn đạt mức cao tại khu vực này.
  - ✓ Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất xi măng đạt mức cao hơn trong năm 2024, do giá than giảm so với cùng kỳ và sản lượng tiêu thụ chậm dần.
  - ✓ Về mặt định giá, định giá của HT1 hấp dẫn hơn so với các đối thủ. Chỉ số EV/EBITDA trượt 12 tháng của HT1 đạt 8,4x, thấp hơn mức 10x-19x của các đối thủ khác. Ngoài ra, HT1 có cơ cấu tài chính mạnh cùng với dòng tiền ổn định.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Nhu cầu xi măng phục hồi nhanh hơn/chậm hơn dự kiến.
  - ✓ Giá than đầu vào tăng ít/nhiều hơn dự kiến.

### Bảng tóm tắt tài chính:

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	8.839	7.963	7.064	8.918	7.049	7.279
Lợi nhuận ròng	741	608	369	262	17	108
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (% svck)	16,9%	-17,9%	-39,3%	-29,1%	-93,5%	535,3%
EPS (VND)	1.940	1.593	967	685	44	283
ROE (%)	14,1%	11,3%	7,8%	5,0%	0,1%	2,1%
Tỷ suất cổ tức (%)	8,0%	4,2%	2,7%	5,8%	0,0%	0,0%
Nợ/VCSH (%)	0,59	0,44	0,31	0,36	0,4	0,37
P/E (x)	7,71	17,93	23,12	15,11	277,41	42,4
P/B (x)	1,07	2,02	1,65	0,77	0,9	0,88
EV/EBITDA (x)	4,3	7,59	8,58	5,25	9,1	7,47

Nguồn: HT1, SSI Research



## Nguyên Vật liệu – Đá Xây dựng: Nhu cầu tiêu thụ dự kiến tăng từ nửa cuối năm 2024

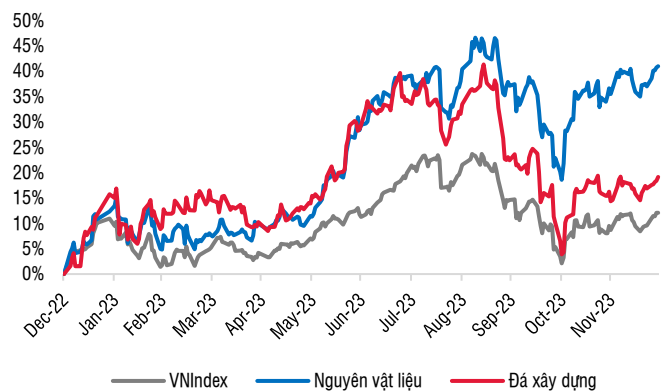
Triển vọng năm 2024: Tích cực

Cổ phiếu theo dõi: DHA, VLB

### Trong năm 2023, mức tiêu thụ đá xây dựng tăng nhờ các dự án đầu tư công

Trong năm 2023, ngành đá xây dựng tăng 19% YoY, vượt trội hơn so với chỉ số VNIndex (12,1%) ([link](#)). Các cổ phiếu có diễn biến giá nổi bật bao gồm: (i) DHA tăng 60% nhờ lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2023 tăng 94% svck do hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính; (ii) VLB tăng 49% do các mỏ đá của công ty dự kiến sẽ cung cấp chính cho dự án Sân bay Long Thành và công ty đã chi trả hơn 80% chi phí cấp quyền khai thác khoáng sản. Cổ phiếu có diễn biến giá kém khả quan nhất là DGT, giảm 23% do ghi nhận lỗ sau thuế 39,1 tỷ đồng trong 9T2023.

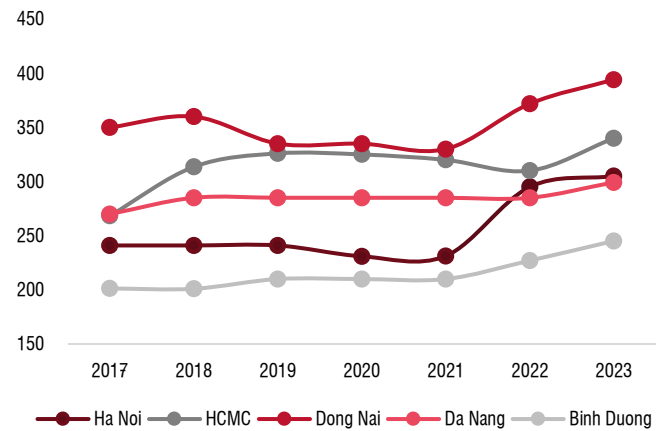
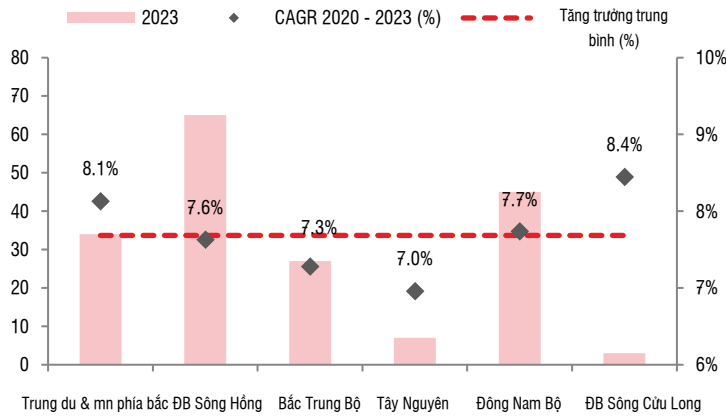
Diễn biến ngành trong năm 2023



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Triển vọng năm 2024

Theo Quyết định số 1469/QĐ-TTG do Thủ tướng Chính phủ ban hành năm 2017 về Quy hoạch phát triển ngành VLXD, tổng công suất đá xây dựng đến năm 2025 là 181 triệu m<sup>3</sup>/năm. Trong đó, các mỏ đá ở miền Bắc chiếm 54% tổng công suất; các mỏ đá miền Trung chiếm 18,7% tổng công suất; các mỏ còn lại ở miền Nam chiếm 27,3% công suất. Các mỏ đá ở miền Bắc và miền Trung nằm rải rác ở nhiều tỉnh, trong khi các mỏ đá ở miền Nam tập trung 90% ở tỉnh Đồng Nai và Bình Dương.

**Công suất khai thác đá xây dựng ở khu vực trọng điểm**(triệu m<sup>3</sup>/năm)**Giá bán đá 1x2 (đồng/m<sup>3</sup>)**

Nguồn: Bộ xây dựng

Nguồn: SSI RS tổng hợp

**Nhu cầu gia tăng nhờ đẩy mạnh các dự án đầu tư công.** Trong năm 2023, mức tiêu thụ đá xây dựng trên toàn quốc giảm 14% svck, tương ứng với sự sụt giảm của thị trường bất động sản (theo dữ liệu từ CBRE, chúng tôi nhận thấy các căn hộ mở bán mới tại TP.HCM trong 9T2023 đã giảm 70% svck (trong khi ở Hà Nội giảm 40% svck), các dự án đầu tư công trong năm chỉ tập trung vào đền bù giải phóng mặt bằng, là giai đoạn hoạt động thi công thấp nên mức tiêu thụ đá xây dựng thấp.

Chúng tôi cho rằng nhu cầu đá xây dựng sẽ phục hồi và tăng trưởng trong năm 2024, với 2 lý do chính như sau:

- (1) Một số dự án cơ sở hạ tầng lớn sẽ bước vào giai đoạn xây dựng sau khi giải phóng mặt bằng trong năm 2023, hỗ trợ nhu cầu đá xây dựng tăng tích cực từ nửa cuối năm 2024. Các dự án hạ tầng trọng điểm gồm có đường cao tốc Bắc Nam; dự án đường vành đai 3 tại TP.HCM & dự án đường vành đai 4 tại Hà Nội; sân bay Long Thành... Theo Bộ Giao thông vận tải, nhu cầu đá xây dựng giai đoạn 2023-2025 dự báo đạt tổng cộng khoảng 21,5 triệu m<sup>3</sup> - tăng 20-30%/năm so với mức tiêu thụ đá xây dựng bình quân hàng năm giai đoạn 2020-2022. Trong đó, dự án Sân bay Long Thành, Đường cao tốc Biên Hòa Vũng Tàu và Đường vành đai 3 TP.HCM dự kiến sẽ sử dụng lần lượt 2,04 triệu m<sup>3</sup>, 738.000 m<sup>3</sup> và 5,2 triệu m<sup>3</sup> đá xây dựng.

## Khối lượng xây dựng dự án đầu tư công trọng điểm

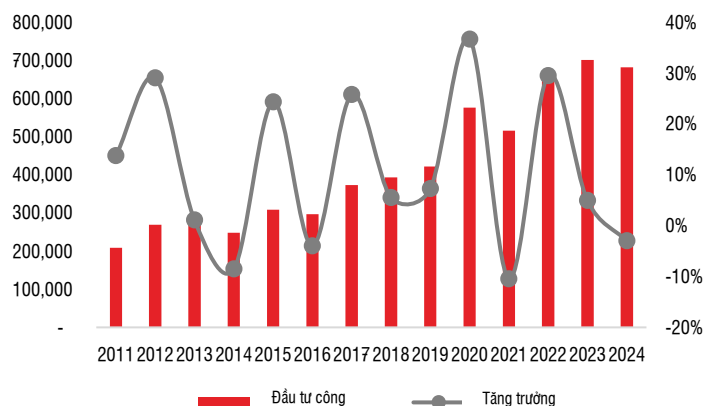
	Tổng vốn đầu tư (nghìn tỷ đồng)	Thời gian hoàn thành dự kiến	Khối lượng đá xây dựng dự kiến (nghìn m3)	
Sân bay Long Thành (GD 1)	109,9	2025	2.040	
12 tiểu dự án đường cao tốc Bắc Nam	147	2025		
Bãi Vọt - Hàm Nghi	7,4		692	
Hàm Nghi - Vũng Áng	10,2		1.000	
Vũng Áng - Bùng	11,8		496	
Bùng - Vạn Ninh	10,5		2.204	
Vạn Ninh - Cam Lộ	10,6			
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20,9		2.950	
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	12,5			
Quy Nhơn - Chí Thanh	12,3			
Chí Thanh - Vân Phong	10,6		N/A	
Vân Phong - Nha Trang	12,9		876	
Cần Thơ - Hậu Giang	9,8		2.000	
Hậu Giang - Cà Mau	17,5		N/A	
Đường vành đai 4 (Hà Nội)	85,8		2027	N/A
Đường vành đai 3 (TP. HCM)*	75,4		2027	5.200
Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng	45,1	2025-2026	600	
Khánh Hòa – Buôn Ma Thuột	21,9	2025-2026	878	
Biên Hòa – Vũng Tàu	17,8	2025	738	

\*Bao gồm cát và đá xây dựng

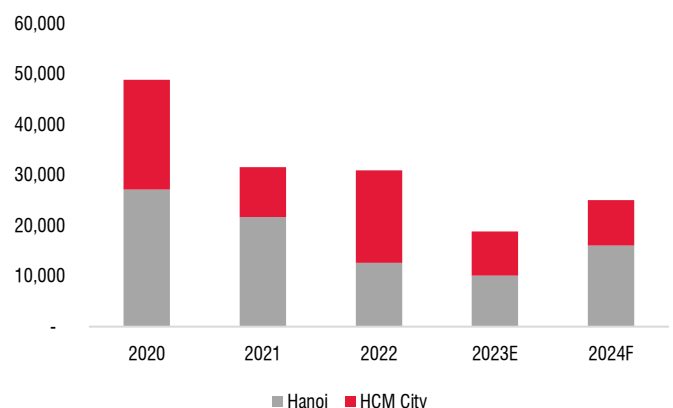
Nguồn: SSI tổng hợp

(2) Nhu cầu xây dựng nhà ở phục hồi từ mức thấp. Theo CBRE, nguồn cung mới dự báo sẽ cải thiện trong năm 2024, với 16.000 căn hộ mới (tăng 55% svck) và hơn 6.000 bất động sản gắn liền với đất (tăng 1,3 lần svck) tại TP. Hà Nội và hơn 9.000 căn hộ (tăng 3% svck) và 1.000 bất động sản gắn liền với đất (tăng 32 lần svck) tại TP.HCM.

### Đầu tư công (tỷ đồng) và tăng trưởng (%)



### Nguồn cung căn hộ mới (căn)



Nguồn: Bộ Tài chính

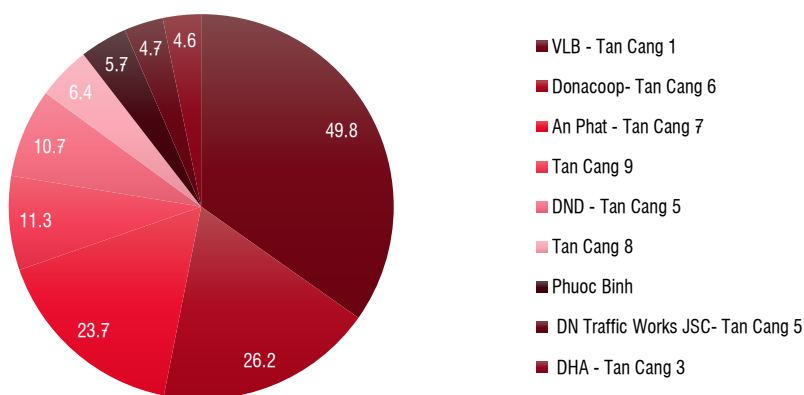
Nguồn: Savills, CBRE, SSI tổng hợp

- **Nguồn cung hạn chế chủ yếu ở khu vực gần các dự án đầu tư công trọng điểm.** Hầu hết các mỏ đá xây dựng đều phân bố trên khắp cả nước, chi phí vận chuyển là yếu tố chính ảnh hưởng đến giá thành đá xây dựng. Vì vậy, hầu hết các nhà thầu xây dựng sẽ lựa chọn các mỏ đá gần công trình xây dựng để giảm thiểu chi phí đá. Theo Bộ Xây dựng, tổng công suất khai thác tại khu vực Đông Nam Bộ dự kiến đạt 49 triệu m<sup>3</sup>/năm, tăng nhẹ 5,2% svck trong năm 2024. Trong đó các công ty khai thác đá xây dựng niêm yết có tổng công suất khai thác là 20,1 triệu m<sup>3</sup> - chiếm 41 % tổng công suất khu vực Đông Nam Bộ.

Chúng tôi cho rằng nguồn cung đá xây dựng sẽ hạn chế với một số lý do sau:

- (1) **Thủ tục cấp phép khai thác khoáng sản phức tạp.** Các thủ tục bao gồm chuẩn bị hồ sơ thăm dò và khai thác khoáng sản, quy trình xin giấy phép khai thác khoáng sản, báo cáo kết quả thăm dò và trình phê duyệt trữ lượng khoáng sản, báo cáo đánh giá tác động môi trường và các bước cần thiết khác. Phải mất khoảng 1-2 năm để một mỏ mới đi vào hoạt động.
  - (2) **Cơ chế cấp phép cụ thể cho các mỏ đá xây dựng mới vẫn còn vướng mắc với Chính quyền địa phương.** Trong tháng 7 năm 2023, Bộ Tài nguyên và Môi trường đã ban hành Văn bản số 4776/BTNMT-KSVN tới 37 tỉnh, thành hướng dẫn khai thác vật liệu xây dựng cho các dự án xây dựng đường bộ. Tuy nhiên, việc thực hiện chính sách này ở các tỉnh này còn chậm trễ do việc bàn giao mặt bằng mỏ đá từ chính quyền địa phương.
  - (3) Sản lượng khai thác hàng năm ở mỗi mỏ bị hạn chế do dựa trên trữ lượng đã đăng ký (trữ lượng đã đăng ký cũng là cơ sở để xác định các loại thuế, phí liên quan đến khai thác mỏ như thuế tài nguyên môi trường, quyền khai thác khoáng sản...)
- **Mỏ đá xây dựng Tân Cang là nguồn cung cấp chính cho dự án Sân bay Long Thành, Đường vành đai 3 và các dự án khác với tổng công suất lên tới 143,1 triệu m<sup>3</sup>.** Khu vực Tân Cang có 9 mỏ đá, bao gồm các công ty niêm yết (DHA, DND và VLB). Chúng tôi ước tính sản lượng khai thác tại các mỏ đá Tân Cang sẽ tăng 28% svck trong năm 2024, nhờ cung cấp cho dự án Sân bay Long Thành, các dự án cơ sở hạ tầng tại Đồng Nai và Đường Vành đai 3.

#### Trữ lượng tại mỏ đá Tân Cang (Đồng Nai, triệu m<sup>3</sup>)

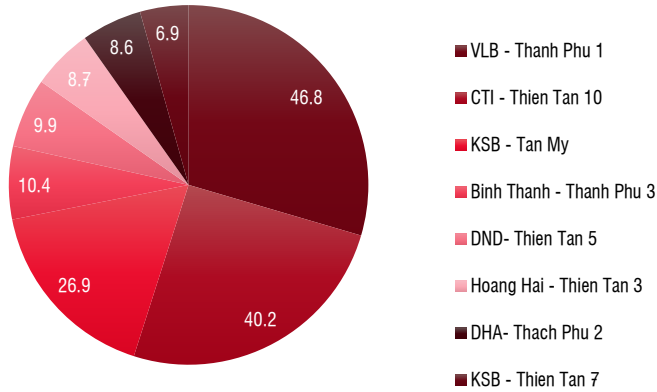


Nguồn: SSI tổng hợp

- **Mỏ đá xây dựng Thạnh Phú là nguồn cung cấp chính cho các dự án ở Tây Nam Bộ với tổng công suất đá xây dựng lên tới 7,2 triệu m<sup>3</sup>/năm.** Trên địa bàn khu vực Thạnh Phú (tỉnh Đồng Nai) có 9 mỏ đá, trong đó có các công ty niêm yết như CTI, KSB, VLB, DHA, DND. Chúng tôi ước tính nhu cầu tại các mỏ đá ở Thạnh Phú sẽ tăng trưởng khoảng 15%-16% svck khi cung cấp cho các dự án ở khu vực Tây Nam (đường cao

tốc Cần Thơ - Hậu Giang, Hậu Giang - Cà Mau).

### Trữ lượng tại mỏ đá Thạnh Phú (Đồng Nai, triệu m3)

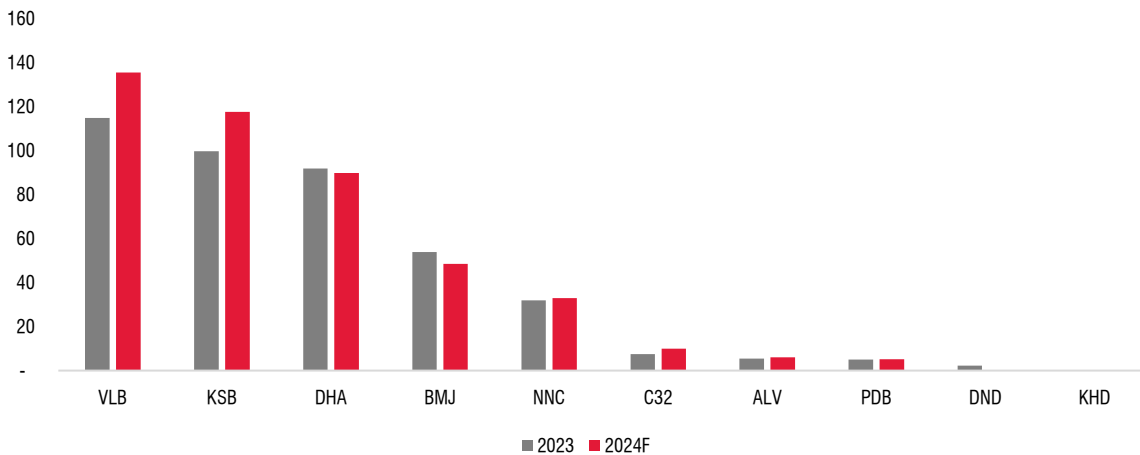


Nguồn: SSI tổng hợp

**Giá đá xây dựng: chúng tôi dự báo giá đá xây dựng sẽ tăng 6% svck** do chi phí khai thác và vận chuyển ngày càng cao cùng với việc tăng chi phí bảo vệ môi trường cho hoạt động khai thác, chi phí vận chuyển do khoảng cách đến công trình xây dựng xa hơn.

**Chúng tôi dự báo LNST của các công ty đá xây dựng niêm yết sẽ tăng 11% svck trong năm 2024.** Chúng tôi cho rằng các công ty sau có thể có tốc độ tăng trưởng cao hơn trung bình ngành, cụ thể gồm (i) **KSB**. Lợi nhuận sau thuế năm 2024 dự kiến đạt 118 tỷ đồng (tăng 18% svck) khi Mỏ Tân Lập 3 đi vào hoạt động trong nửa cuối năm 2024, sản lượng khai thác cải thiện 15%; và (ii) **VLB**. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của VLB sẽ tăng 19% svck nhờ sản lượng tiêu thụ từ mỏ Tân Càng 1 tăng 20% do đây là nguồn cung chính cho dự án sân bay Long Thành.

### Dự báo lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp đá xây dựng niêm yết



Nguồn: SSI Research

## Thông tin mỏ đá của các công ty đá xây dựng niêm yết

Công ty	Vị trí	Địa điểm		Công suất mỏ (m3)	Ngày hết hạn khai thác
<b>KSB</b>	Tân Đông Hiệp	Dĩ An	Bình Dương	2.341.858	Tháng 12/2019
	Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	1.500.000	Tháng 8/2029
	Phước Vinh	Phú Giáo	Bình Dương	1.200.000	Tháng 1/2023
	Tân Lập 3	Phú Giáo	Bình Dương	1.000.000	Tháng 12/2032
	Thiện Tân 7	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	280.000	Tháng 1/2035
<b>DHA</b>	Thành Phú 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	818.000	Tháng 2/2027
	Tân Cang 3	Biên Hòa	Đồng Nai	490.000	Tháng 3/2024
	Núi Gió	Hớn Quản	Bình Phước	300.000	Tháng 8/2025
<b>NNC</b>	Núi Nhỏ	Dĩ An	Bình Dương	2.000.000	Tháng 12/2017
	Mũi Tàu	Tân Lập	Bình Phước	1.000.000	Tháng 12/2032
<b>DND</b>	Tân Cang 5	Biên Hòa	Đồng Nai	1.000.000	Tháng 12/2030
	Thiện Tân 5	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	750.000	Tháng 1/2026
<b>C32</b>	Tân Đông Hiệp	Dĩ An	Bình Dương	762.738	Tháng 12/2019
<b>CTI</b>	Thiện Tân 10	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	2.000.000	Tháng 12/2033
	Xuân Hòa		Đồng Nai		Tháng 1/2030
<b>VLB</b>	Thành Phú 1	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	1.800.000	Tháng 7/2042
	Thiện Tân 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	1.500.000	Tháng 6/2038
	Tân Cang 1	Biên Hòa	Đồng Nai	1.500.000	Tháng 1/2039
	Soklu 2	Thống Nhất	Đồng Nai	400.000	Tháng 1/2026
	Soklu 5	Thống Nhất	Đồng Nai	500.000	Tháng 1/2025
	Soklu 6	Thống Nhất	Đồng Nai		
<b>BMJ</b>	An Bình	Phú Giáo	Bình Dương	800.000	N/A
<b>DGT</b>	Tân Cang 4	Long Thành	Đồng Nai	1.500.000	N/A

Nguồn: SSI Research

- Rủi ro:** Một số rủi ro đối với ngành cần theo dõi như sau: (1) tiến độ cấp phép cho các mỏ mới có thể bị chậm trễ; (2) Thuế bảo vệ môi trường dự kiến sẽ tăng trong năm 2024. Theo Nghị định quy định thuế bảo vệ môi trường đối với khai thác khoáng sản, việc thay thế Nghị định số 164/2016/NĐ-CP có thể diễn ra trong năm 2024. Điều này sẽ làm tăng 50% thuế bảo vệ môi trường đá xây dựng so với quy định hiện hành. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp sẽ giảm 0,8% từ việc tăng phí này; và (3) các khoản phải thu của công ty đá xây dựng có khả năng tăng cao nếu dự án bị chậm tiến độ.

## Cổ phiếu theo dõi: VLB & DHA

### 1. CTCP Xây dựng và sản xuất vật liệu xây dựng Biên Hòa (VLB: UPCOM)

- **Giá hiện tại (ngày 31/1/2024): 36.400 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 40.700 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ **VLB sở hữu các mỏ đá lớn nhất khu vực Đông Nam Bộ với tổng công suất lên tới 5,7 triệu m<sup>3</sup>/năm**, trong đó Tân Cang 1 (công suất khai thác đá xây dựng 1,5 triệu m<sup>3</sup>/năm), Thạnh Phú 1 (1,8 triệu m<sup>3</sup>/năm)... Chúng tôi cho rằng Mỏ đá Tân Cang 1 sẽ là nguồn cung cấp chính cho các dự án Sân bay Long Thành, dự án Đường Vành đai 3 TP. HCM, đường cao tốc Biên Hòa Vũng Tàu và các dự án cơ sở hạ tầng tại tỉnh Đồng Nai, Bình Dương và Thành phố Hồ Chí Minh do: (1) Mỏ đá Tân Cang 1 nằm gần Quốc lộ 51, giao thông thuận tiện đến các dự án trong khu vực và (2) Đá ở mỏ Tân Cang 1 có mật độ cao, chủ yếu phục vụ tốt cho các công trình cầu đường. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng khai thác của VLB đạt 5,3 triệu m<sup>3</sup> (tăng 17,6%) trong năm 2024.
  - ✓ **Hiệu quả hoạt động dự kiến sẽ được cải thiện.** VLB đã trả 270,4 tỷ đồng tiền cấp quyền khai thác khoáng sản giai đoạn 2014-2021 trong năm 2022, hoàn thành 80% tổng số tiền phải trả cho quyền khai thác tại 5 mỏ đá. Đồng thời, các mỏ Tân Cang 1, Thạnh Phú 1 và Thiệt Tân 2 đã được bồi thường toàn bộ giải phóng mặt bằng và bỏ lớp đất phủ gần hết diện tích mỏ nên chi phí khai thác đá xây dựng sẽ thấp hơn khi VLB khai thác. khu vực có đá chất lượng tốt. Vì vậy, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của hoạt động khai thác đá có thể đạt 36% (tăng 5% svck) trong năm 2024.
  - ✓ **Tình hình tài chính mạnh.** Công ty không có nợ ngắn hạn cũng như dài hạn. Ngoài ra, các khoản phải thu khách hàng chỉ chiếm 7% tổng tài sản ngắn hạn và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dương (ngoại trừ năm 2022 do thực hiện hồi tố quyền khai thác khoáng sản).
- **Rủi ro:** (1) Các khoản phải thu tăng từ các dự án cơ sở hạ tầng; (2) Máy móc, thiết bị cũ; (3) Chất lượng đá kém đồng đều khi diện tích khai thác lớn; và (4) Các dự án cơ sở hạ tầng diễn ra không đúng tiến độ và thị trường bất động sản trầm lắng sẽ ảnh hưởng đến việc tiêu thụ đá.

### 2. CTCP Hóa An (DHA: HOSE)

- **Giá hiện tại (ngày 31/1/2024): 50.700 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 52.100 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ **Kỳ vọng tăng trưởng tích cực từ các dự án cơ sở hạ tầng ở miền Nam.** Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ tại các mỏ đá của DHA sẽ đạt 2,1 triệu m<sup>3</sup> (tăng 12% svck) trong năm 2024. Trong đó, các mỏ đá của DHA chủ yếu cung cấp cho các dự án bất động sản nhà ở và các dự án đầu tư công như Khu công nghiệp Becamex - Bình Phước, Khu công nghiệp Minh Hưng, Cao tốc Cần Thơ - Sóc Trăng và Cần Thơ - Hậu Giang, Đường vành đai 3 TP.HCM, Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu...Biên lợi nhuận đạt 32% (tăng 2% svck) nhờ giá bán tăng.
  - ✓ **Tình hình tài chính mạnh:** Công ty không có nợ vay ngắn hạn cũng như dài hạn. Đồng thời, các khoản phải thu khách hàng chỉ chiếm 11% tổng tài sản ngắn hạn.
  - ✓ **Cổ tức hấp dẫn:** Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong năm 2023 có thể đạt khoảng 30-50% (tỷ suất cổ tức là 10,2%).

## Nguyên Vật liệu – Phân bón: Tăng trưởng trở lại cùng với cổ tức hấp dẫn

Triển vọng năm 2024: Tích cực

Cổ phiếu ưa thích: DPM. Cổ phiếu theo dõi: DCM, DGC

### Trong năm 2023, cổ phiếu Ngành phân bón diễn biến vượt trội so với chỉ số VNIndex nhờ giá phân bón đã chạm đáy

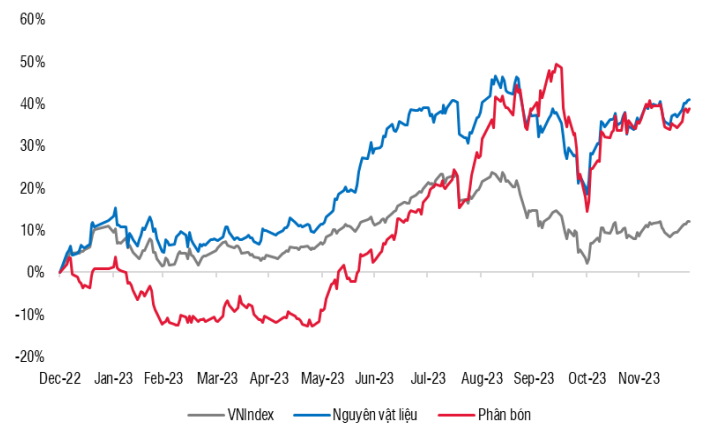
Trong năm 2023, ngành phân bón tăng 39% vượt trội so với mức tăng 12% của chỉ số VNIndex. Đáng chú ý, đây là năm thứ 4 liên tiếp ngành phân bón ghi nhận mức tăng vượt trội so với VNIndex.

Trong giai đoạn 2020-2022, diễn biến vượt trội của ngành nhờ lợi nhuận tăng trưởng tích cực cùng với chính sách cổ tức hấp dẫn thì sang năm 2023 nhờ giá phân bón tăng trở lại từ nửa cuối năm 2023 đã giúp diễn biến giá của ngành tiếp tục xu hướng tăng mặc dù lợi nhuận năm 2023 ở mức yếu.

Vào đầu năm 2023, chúng tôi đã đưa ra khuyến nghị Kém khả quan đối ngành phân bón và giá cổ phiếu ngành này đã diễn biến kém tích cực hơn so với VNIndex trong 6 tháng đầu năm 2023. Từ nửa cuối năm 2023, giá phân bón có dấu hiệu sớm phục hồi và chúng tôi đã nâng khuyến nghị cho ngành ([link](#)). Cổ phiếu ngành phân bón được xếp vào nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ có beta cao. Do nhóm cổ phiếu vốn hóa trung bình nói chung thu hút nhiều nhà đầu tư cá nhân hơn trong năm 2023 trong bối cảnh áp lực bán lớn từ khối ngoại, cổ phiếu phân bón có diễn biến vượt trội so với VNIndex trong nửa cuối năm 2023 mặc dù lợi nhuận của các công ty này có thể vẫn cần thêm thời gian để phục hồi.

Các cổ phiếu trong ngành có diễn biến giá mạnh nhất trong năm 2023 là các cổ phiếu vốn hóa nhỏ, trước đó ghi nhận diễn biến kém tích cực trong năm 2022, bao gồm: CTCP Supe Phốt phát và Hóa chất Lâm Thao (LAS: HNX) tăng 95%, CTCP Phân bón Bình Điền (BFC: HOSE) tăng 68% cũng như CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM: HOSE) tăng 34%, ngược lại, DPM ghi nhận mức giảm giá là 4%. Các doanh nghiệp sản xuất NPK (như LAS và BFC) có diễn biến giá tốt hơn các doanh nghiệp khác trong ngành trong năm 2023 do giá cổ phiếu các doanh nghiệp này có mức giảm sâu hơn trong năm 2022 và lợi nhuận năm 2023 không giảm nhiều như các doanh nghiệp sản xuất urê nhờ kiểm soát hàng tồn kho tốt hơn.

Diễn biến ngành năm 2023

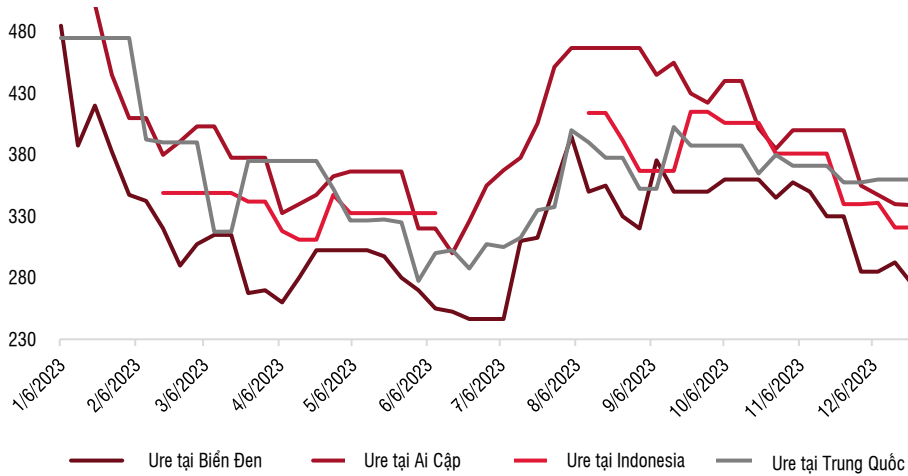


Nguồn: Bloomberg, SSI Research



## Triển vọng năm 2024: Phục hồi từ mức nền so sánh thấp

### Biểu đồ: Giá urê

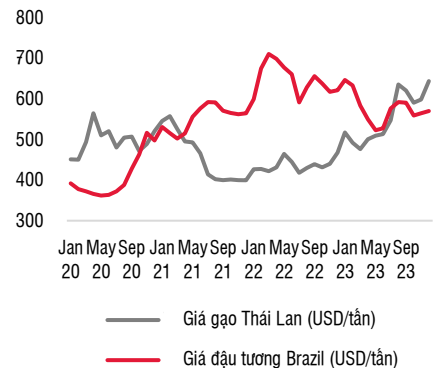
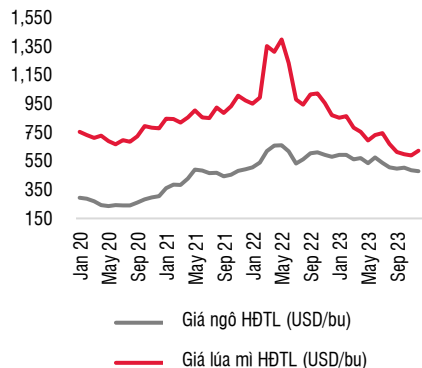
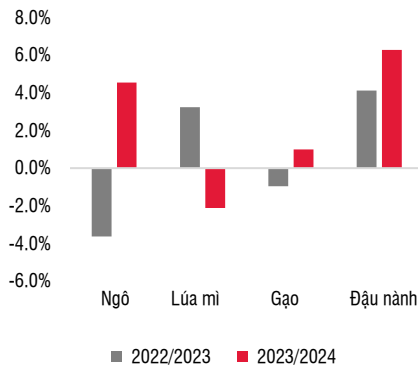


Nguồn: Bloomberg

- Sau khi giá urê đạt đỉnh vào tháng 3/2022 thì bắt đầu giảm kể từ thời điểm đó. Trong năm 2023, giá urê trung bình giảm 40% svck khi điều chỉnh mạnh trong nửa đầu năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng giá urê sẽ duy trì ở mức hiện tại trong thời gian tới. Do đó, giá urê năm 2024 có thể tăng trung bình ở tốc độ trung bình một chữ số, được xác định bởi các yếu tố sau:

**Nhu cầu urê:** Theo USDA và FAO, trong năm 2023, hầu hết diện tích trồng các loại ngũ cốc đều giảm do điều kiện thời tiết không thuận lợi, từ đó làm giảm nhu cầu phân bón. Sản lượng cây trồng thấp hơn làm dấy lên lo ngại về an ninh lương thực ở các quốc gia đông dân (như Trung Quốc và Ấn Độ, mỗi quốc gia chiếm khoảng 18% dân số toàn cầu theo Ngân hàng Thế giới). Do đó, chúng tôi kỳ vọng diện tích trồng các loại cây trồng chính tăng lên trong năm 2024 để bù đắp cho sản lượng sản xuất thấp trong năm 2023. Theo Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp (FAO), sản lượng các mặt hàng nông sản chính có thể sẽ tăng trong mùa vụ 2023-2024, bao gồm ngô (tăng 4,5% svck), đậu tương (tăng 7,3% svck) và gạo (tăng 1% svck). Giá nông sản (trừ gạo và đường đã tăng đáng kể trong năm 2023) cũng sớm phục hồi, thúc đẩy nhu cầu trồng trọt tăng lên trong thời gian tới.

**Sản lượng sản xuất ngũ**



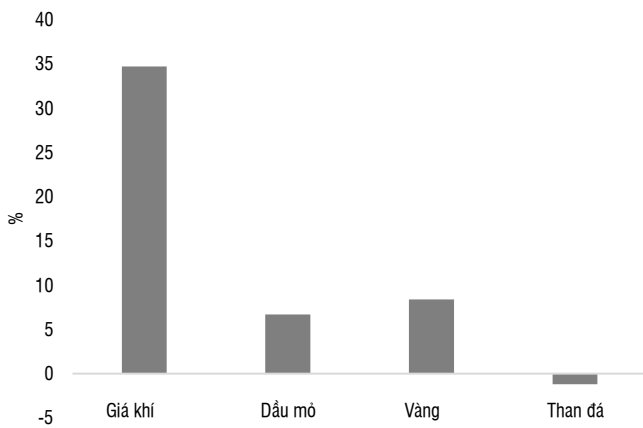
Nguồn: USDA, FAO, IGC

Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Nguồn: Bloomberg, SSI Research

**Nguyên liệu urê ổn định trong nửa cuối năm 2023:** Giá đốt khí tự nhiên ở Châu Âu giảm trung bình 66% svck trong năm 2023 do khu vực này khai thác các nguồn năng lượng khác (như than và năng lượng tái tạo) để giảm sự phụ thuộc vào khí đốt tự nhiên sau căng thẳng giữa Nga-Ukraine. Giá khí đốt tự nhiên điều chỉnh mạnh trong nửa đầu năm 2023 và duy trì ổn định trong nửa cuối năm 2023. Tương tự, giá than thế giới giảm trung bình 49% svck (giá than ở Trung Quốc giảm 27% svck) trong năm 2023 do (1) sản lượng sản xuất tăng cao trong bối cảnh nhu cầu thế giới yếu hơn và (2) hoạt động đầu cơ ít hơn sau căng thẳng Nga-Ukraine, với mức giảm mạnh hơn trong nửa đầu năm 2023 và phục hồi nhẹ trong nửa cuối năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng giá khí đốt tự nhiên và giá than sẽ duy trì ổn định trong năm 2024, dao động từ mức giảm 5% svck đến đi ngang trong năm 2024. Giá nguyên liệu có thể tăng nếu xung đột leo thang ở phía Trung Đông.

**Thay đổi giá của một số mặt hàng từ khi xảy ra xung đột (ngày 6/10/2023)** **Khí đốt tự nhiên TTF ở Châu Âu (EUR/MWh)**



Nguồn: Ngân hàng thế giới vào tháng 10/2023. Giá thay đổi từ ngày 6/10 đến 23/10, kể từ khi xảy ra xung đột ở Trung Đông (chiến tranh Israel)

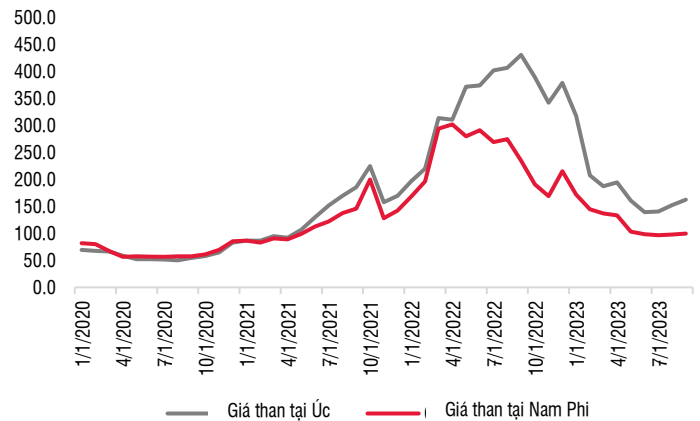
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Giá Than của Trung Quốc (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Giá than (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

**Chính sách thắt chặt xuất khẩu urê của Nga và Trung Quốc:** Từ tháng 1/2023, Nga áp thuế xuất khẩu 23,5% đối với phân bón có giá trên 450 USD/tấn nhằm cải thiện nguồn thu cho ngân sách nhà nước và duy trì nguồn cung phân bón trong nước ổn định. Tuy nhiên, giá phân bón trong nửa đầu năm 2023 ở mức dưới 450 USD/tấn nên các doanh nghiệp xuất khẩu phân bón của Nga không phải nộp thuế xuất khẩu. Các doanh nghiệp sản xuất phân bón của Nga xuất khẩu không hạn chế. Sự gia tăng xuất khẩu phân bón của Nga trong nửa đầu năm 2023 đã gây áp lực giảm giá phân bón trong giai đoạn đó. Sau đó, chính phủ Nga đã sửa đổi chính sách thuế xuất khẩu. Từ tháng 9/2023 đến tháng 12/2024, thuế xuất khẩu của Nga sẽ ở mức 7% mà không có yêu cầu về mức giá bán tối thiểu. Chính sách xuất khẩu mới của Nga hiện nay hạn chế xuất khẩu phân bón nhiều hơn trước. Chính phủ Trung Quốc bắt đầu cấm xuất khẩu urê kể từ tháng 9 để bảo đảm lượng urê cho tiêu dùng trong nước trong bối cảnh lo ngại giá gạo tăng.

Khung thời gian	Trước năm 2023	8T2023	Từ tháng 9/2023 – tháng 12/2024
Thuế xuất khẩu phân bón của Nga	0%	23,5% nếu giá bán cao hơn 450 USD/tấn	7% đối với mọi mức giá bán

- **Chi phí khí đầu vào vẫn neo ở vùng cao trong năm 2024 do thiếu nguồn cung khí trong nước.** Trong năm 2023, cả DPM và DCM đều phải chịu chi phí khí đầu vào cao hơn do các bể chứa chi phí thấp đang dần cạn kiệt, khiến các doanh nghiệp phải mua khí tự nhiên từ các nguồn đất liền hơn. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng DPM và DCM sẽ dùng nguồn cung khí từ các mỏ chi phí cao, do đó sẽ giữ chi phí khí đầu vào ở mức cao. Tuy nhiên, mức tăng theo phần trăm so với cùng kỳ trong năm 2024 có thể sẽ không mạnh như năm 2023.
- **Khả năng sinh lời của mảng phân bón thương mại dự kiến cải thiện trong năm 2024.** Cả DPM và DCM đều ghi nhận lỗ ở mảng phân bón thương mại trong nửa đầu năm 2023 do giá phân bón giảm mạnh. Do giá phân bón chạm đáy trong nửa cuối năm 2023, chúng tôi kỳ vọng hoạt động phân bón thương mại sẽ có lãi từ nửa cuối năm 2023.
- **Đối với DCM, chúng tôi kỳ vọng khấu hao sẽ giảm đáng kể trong năm 2024** do nhà máy urê sẽ hết khấu hao kể từ Q4/2023. Chi phí khấu hao hàng năm của nhà máy là 1,2 nghìn tỷ đồng. Do đó, chúng tôi dự báo chi phí khấu hao nhà máy DCM sẽ giảm đáng kể (900 tỷ đồng) trong năm 2024.
- **Đối với DGC, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2024 sẽ phục hồi cùng với giá của các mặt hàng liên quan đến phát phát nguyên liệu được sử dụng để sản xuất phân bón, chất bán dẫn và các sản phẩm công nghiệp khác.** Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu phân bón sẽ phục hồi nhờ nhu cầu trồng trọt cao hơn (đã đề cập ở trên), trong khi nhu cầu chất bán dẫn có thể tăng trưởng trở lại do nhu cầu về thiết bị điện tử, xe điện, IoT và AI.

- **Định giá:** Chúng tôi ước tính lợi nhuận năm 2024 của các công ty phân bón tăng 40% svck. Định giá của các công ty phân bón cao hơn mức P/E giai đoạn 2021-2022 là 6x khi các doanh nghiệp có lợi nhuận cao đột biến nhưng vẫn thấp hơn P/E trung bình giai đoạn 2015-2020 là 12x.
- **Yếu tố hỗ trợ:**
  - ✓ Xung đột ở Trung Đông kéo dài có thể làm gián đoạn nguồn khí đốt tự nhiên và nguồn cung urê trong khu vực đó. Điều này sẽ tạo cơ hội cho các nước xuất khẩu urê khác, trong đó có Việt Nam.
  - ✓ Chính phủ có thể xem xét thay đổi trạng thái thuế GTGT đối với các doanh sản xuất phân bón từ “không chịu thuế GTGT” sang “chịu 5% GTGT”. Vấn đề này dự kiến sẽ được thảo luận trong kỳ họp Quốc hội tháng 5/2024 và có thể được thông qua sớm nhất tại kỳ họp Quốc hội tiếp theo (tháng 10/2024). Nếu dự thảo được thông qua, thay đổi dự kiến sẽ có hiệu lực từ tháng 7/2025 trong kịch bản tốt nhất. Theo đó, DPM và DCM sẽ là các doanh nghiệp được hưởng lợi lớn vì mỗi công ty có thể được hoàn lại 10% GTGT đối với chi phí khí đầu vào, hiện chiếm khoảng 70% tổng chi phí sản xuất.
- **Rủi ro giảm:**
  - ✓ Chu kỳ thời tiết El Nino kéo dài có thể làm giảm hoạt động trồng trọt và nhu cầu urê.
  - ✓ Tình trạng thiếu hụt khí đốt tự nhiên có thể gia tăng nếu mùa khô diễn ra khắc nghiệt ở Việt Nam, buộc các nhà máy điện phải sản xuất thêm nhiệt điện để bù đắp cho sự sụt giảm của thủy điện. Trong bối cảnh này, các công ty phân bón có thể sẽ phải chịu chi phí khí đầu vào cao hơn.

STT	CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F
1	DPM	10,5%	36.200	32.750	78,5%	-90,4%	107,1%	3,1	31,3	12,5	39,8%	4,7%	8,4%	16,3%	21,0%	9,2%
2	DCM	5,8%	33.500	31.650	136,7%	-74,3%	86,8%	3,4	17,5	8,1	40,7%	11,1%	18,3%	11,3%	9,3%	6,3%
3	DGC	10,8%	100.200	90.400	133,0%	-44,1%	27,0%	4,3	12,3	9,1	55,7%	27,1%	25,1%	6,8%	4,2%	1,7%

Nguồn: SSI Research

## Cổ phiếu ưa thích: Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí – CTCP (DPM: HOSE)

- Giá hiện tại ngày 31/1/2024: 32.750 Đồng/cp, Giá mục tiêu 1 năm: 36.200 Đồng/cp
- Luận điểm đầu tư:
  - ✓ **Tỷ suất cổ tức hấp dẫn 12%.** Tiền mặt ròng tại thời điểm cuối Q3/2023 chiếm 51% vốn hóa thị trường của DPM. Lượng tiền mặt dồi dào giúp công ty có thể trả cổ tức cao trong dài hạn.
  - ✓ **Chúng tôi ước tính lợi nhuận năm 2024 tăng 107% svck** nhờ lợi nhuận của urê và phân bón thương mại phục hồi.
  - ✓ **Khả năng thay đổi trạng thái thuế GTGT từ “không chịu thuế GTGT” thành “chịu 5% thuế GTGT”** sẽ giúp DPM được hoàn thuế GTGT đối với chi phí sản xuất. Vấn đề này dự kiến sẽ được thảo luận trong kỳ họp Quốc hội tháng 5/2024 và có thể được thông qua sớm nhất tại kỳ họp Quốc hội tiếp theo (tháng 10/2024). Nếu được thông qua, thay đổi dự kiến sẽ có hiệu lực từ tháng 7/2025 trong kịch bản tốt nhất.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Chu kỳ thời tiết El Nino kéo dài có thể làm giảm hoạt động trồng trọt và nhu cầu urê.
  - ✓ Tình trạng thiếu khí tự nhiên gia tăng ở Việt Nam sẽ khiến DPM phải khai thác khí từ các nguồn có chi phí cao hơn.

	Định giá (Đồng/CP)	Tỷ trọng
P/E 2024 là 9x	25.178	1/3
P/B 2024 là 1,2x	39.846	1/3
EV/EBITDA 2024 là 3,5x	43.440	1/3
<b>Giá hợp lý</b>	<b>36.155</b>	

Nguồn: SSI Research

	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	7.762	12.786	18.627	13.569	12.410
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	702	3.171	5.606	543	1.177
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	80,4%	351,9%	76,8%	-90,4%	117,0%
EPS (VND)	1.548	7.408	13.667	1.367	2.798
ROE (%)	8,6%	33,4%	45,3%	3,9%	9,1%
Nợ/VCSH	0,13	0,08	0,05	0,06	0,07
Tỷ suất cổ tức (%)	7%	10%	16%	12%	9%
P/E (x)	12,1	6,7	3,1	25,2	11,8
P/B (x)	0,9	1,9	1,2	1,0	1,0
EV/EBITDA (x)	2,8	3,3	1,2	1,8	1,4

Nguồn: SSI Research

## Cổ phiếu theo dõi: DCM & DGC

### 1. CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM: HOSE)

- **Giá hiện tại ngày 31/1/2024: 31.650 Đồng/cp, Giá mục tiêu 1 năm: 33.500 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ **Tỷ suất cổ tức hấp dẫn 8%.** Tiền mặt ròng tại thời điểm cuối Q3/2023 chiếm 55% vốn hóa thị trường của DCM. Lượng tiền mặt dồi dào giúp công ty có thể trả cổ tức cao trong dài hạn.
  - ✓ **Chúng tôi ước tính lợi nhuận năm 2024 tăng 87% svck** nhờ lợi nhuận của urê và phân bón thương mại phục hồi cũng như giảm chi phí khấu hao ở nhà máy urê.
  - ✓ **Chi phí khấu hao giảm trong năm 2024.** Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao giảm 900 tỷ đồng trong năm 2024 giúp thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận.
  - ✓ **Khả năng thay đổi trạng thái thuế GTGT từ “không chịu thuế GTGT” thành “chịu 5% thuế GTGT”** sẽ giúp DCM được hoàn thuế GTGT đối với chi phí sản xuất. Vấn đề này dự kiến sẽ được thảo luận trong kỳ họp Quốc hội tháng 5/2024 và có thể được thông qua sớm nhất tại kỳ họp Quốc hội tiếp theo (tháng 10/2024). Nếu được thông qua, thay đổi dự kiến sẽ có hiệu lực từ tháng 7/2025 trong kịch bản tốt nhất.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Chu kỳ thời tiết El Nino kéo dài có thể làm giảm hoạt động trồng trọt và nhu cầu urê.
  - ✓ Tình trạng thiếu khí tự nhiên gia tăng ở Việt Nam sẽ khiến DCM phải khai thác khí từ các nguồn có chi phí cao hơn.

	Định giá (Đồng/CP)	Tỷ trọng
P/E 2024 là 9x	35.157	1/3
P/B 2024 là 1,2x	25.482	1/3
EV/EBITDA 2024 là 3,5x	39.892	1/3
<b>Giá hợp lý</b>	<b>33.510</b>	

Nguồn: SSI Research

	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	7.561	9.870	15.925	12.602	12.767
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	662	1.826	4.321	1.085	2.068
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	54,9%	175,7%	136,6%	-74,9%	90,8%
EPS (VND)	1.018	3.075	7.696	1.932	3.906
ROE (%)	10,7%	26,5%	47,8%	10,3%	19,2%
Nợ/VCSH	0,13	0,09	0,0	0,0	0,0
Tỷ suất cổ tức (%)	6%	5%	11%	8%	6%
P/E (x)	13,8	11,9	3,4	16,8	8,3
P/B (x)	1,2	2,6	1,3	1,7	1,5
EV/EBITDA (x)	2,6	4,6	0,8	3,2	2,1

Nguồn: SSI Research

## 2. CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC: HOSE)

- **Giá hiện tại ngày 31/1/2024: 90.400 Đồng/cp, Giá mục tiêu 1 năm: 100.200 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ **Chúng tôi ước tính lợi nhuận tăng 26% svck** nhờ doanh thu bán dẫn toàn cầu tăng mạnh hơn và nhu cầu phân bón đi kèm với nhu cầu trồng trọt tăng lên. Theo Gartner, doanh thu chất bán dẫn toàn cầu được dự đoán sẽ tăng 17% svck trong năm 2024 sau khi giảm 11% svck trong năm 2023, do nhu cầu về điện thoại thông minh và PC tăng trở lại.
  - ✓ **Quá trình chuyển đổi dần từ phốt pho vàng sang các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn (axit photphoric)** sẽ làm tăng biên lợi nhuận.
  - ✓ **Việc xây dựng nhà máy Chlo-alkali (từ Q2/2024)** sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn (dự kiến từ năm 2026).
- **Rủi ro:**
  - ✓ Giá phốt pho vàng phục hồi lâu hơn dự kiến.
  - ✓ Chu kỳ thời tiết El Nino kéo dài có thể làm giảm mức tiêu thụ phốt phát.

	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	6.236	9.550	14.444	9.748	12.219
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	948	2.514	6.040	3.253	4.401
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	65,9%	165,2%	140,2%	-44,1%	28,7%
EPS (VND)	2.258	5.974	13.862	7.466	10.018
ROE (%)	25,2%	48,4%	70,4%	26,9%	28,6%
Nợ/VCSH	0,28	0,13	0,04	0,02	0,02
Tỷ suất cổ tức (%)	3%	1%	7%	2%	2%
P/E (x)	8,9	12,1	4,2	12,2	9,4
P/B (x)	1,9	4,5	2,1	2,8	2,2
EV/EBITDA (x)	5,4	8,3	2,1	8,9	7,2

Nguồn: DGC, SSI Research

## Nguyên Vật liệu - Thép: Lợi nhuận có thể phục hồi mạnh trong năm 2024, dù định giá ở mức cao

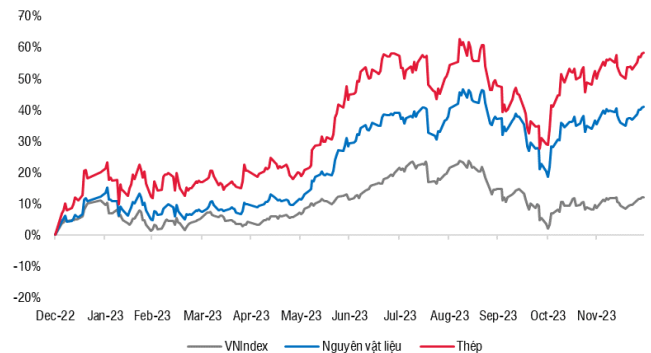
Triển vọng năm 2024: Tích cực

Cổ phiếu ưa thích: HPG, HSG

**Trong năm 2023, giá cổ phiếu ngành thép vượt trội so với VNIndex nhờ lợi nhuận đã tạo đáy.**

Giá cổ phiếu thép tăng trung bình 58% trong năm 2023, cao hơn 46% so với chỉ số VN Index. Mặc dù kết quả kinh doanh theo năm của các công ty thép trong năm 2023 chưa hồi phục mạnh, thậm chí còn giảm sâu hơn so với kết quả kinh doanh năm 2022, nhưng giá cổ phiếu vẫn diễn biến tích cực do: (i) lợi nhuận theo quý của hầu hết các công ty thép đã chạm đáy trong nửa cuối năm 2022, sớm hơn so với phần lớn các ngành nghề khác; (ii) cổ phiếu thép thường có hệ số beta cao và diễn biến tích cực hơn khi thị trường chung tăng lên; và (iii) mức nền thấp hơn so với năm trước khi ngành thép giảm 51% so với mức giảm 33% của VN Index.

Diễn biến ngành trong năm 2023



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

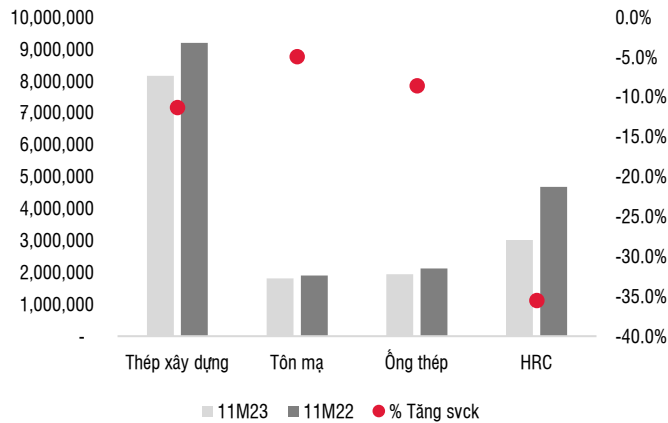
### Triển vọng năm 2024

**Nhu cầu tiêu thụ thép sụt giảm trong năm 2023:** Là ngành mang tính chất chu kỳ, tổng sản lượng tiêu thụ thép thành phẩm trong nước năm 2023 chứng kiến sự sụt giảm do ảnh hưởng của nền kinh tế vĩ mô cũng như thị trường bất động sản nói riêng. Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng, tôn mạ và ống thép lần lượt giảm 13,5%, 6% và 0,9% trong 11T2023 svck đạt lần lượt là 9,73 triệu tấn, 3,81 triệu tấn và 2,22 triệu tấn. Tình hình năm 2023 khá giống năm 2012, thời điểm nhu cầu thép xây dựng cũng giảm khoảng 7% svck do tăng trưởng GDP giảm tốc và thị trường bất động sản đóng băng.

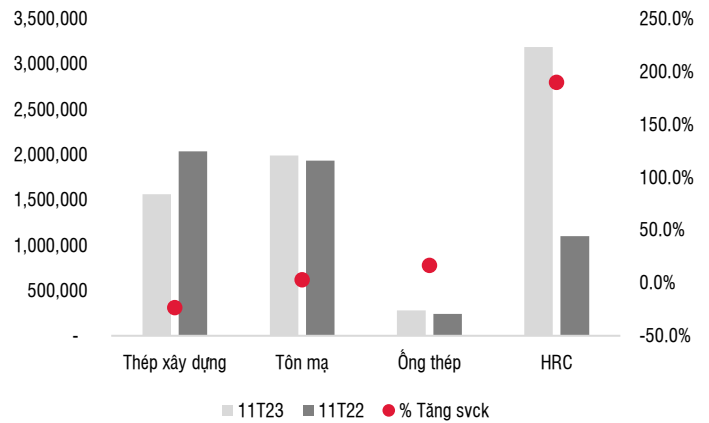
Bóc tách theo kênh tiêu thụ, sản lượng nội địa của thép xây dựng, tôn mạ và ống thép trong 11T2023 đều giảm 11,3%, 4,9% và 8,6% svck lần lượt đạt 8,17 triệu, 1,81 triệu và 1,94 triệu tấn. Trong khi đó, kênh xuất khẩu có sự trái chiều khi sản lượng tiêu thụ thép xây dựng giảm 23,3% svck từ mức cao kỷ lục trong năm 2022, trong khi sản lượng tiêu thụ tôn mạ phục hồi đáng kể 16,8% svck đạt 2 triệu tấn nhờ mức nền thấp trong nửa cuối năm 2022.



## Sản lượng tiêu thụ trong nước (tấn)



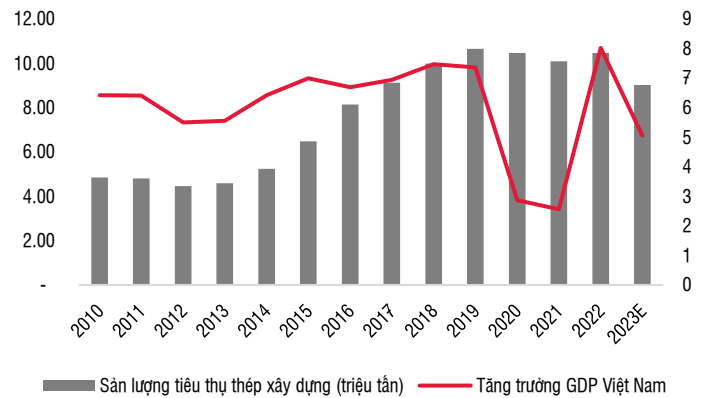
## Sản lượng xuất khẩu (tấn)



Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam, SSI Research

**Nhu cầu năm 2024 có thể phục hồi, đặc biệt là tại thị trường nội địa:**

Chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng tiêu thụ thép sẽ phục hồi hơn 6% svck trong năm 2024, trong đó tiêu thụ nội địa đạt mức tăng trưởng gần 7%. Kênh nội địa đã có những dấu hiệu phục hồi đầu tiên vào cuối năm 2023 khi sản lượng tiêu thụ từ tháng 9 đến tháng 11 đã tăng 13% svck sau khi giảm 20% svck trong 8T2023. Mức tiêu thụ thép trong năm 2024 sẽ được hỗ trợ nhờ tình hình vĩ mô và thị trường bất động sản khởi sắc hơn. Trong chu kỳ trước, tiêu thụ thép xây dựng năm 2013 đã tăng khoảng 3% so với mức đáy năm 2012.

**Nhu cầu thép xây dựng so với mức tăng trưởng GDP**

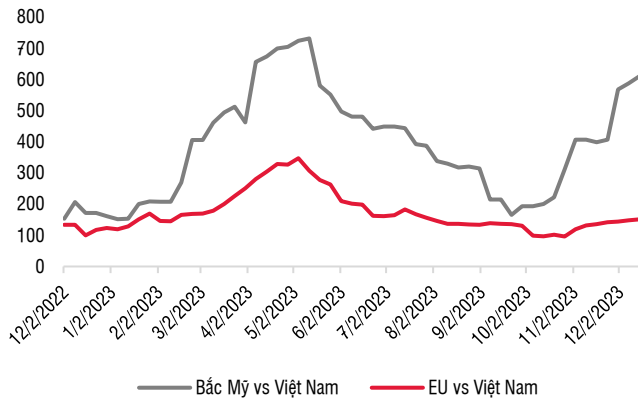
Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam, Tổng cục thống kê, SSI Research

**Khối lượng xuất khẩu có thể duy trì tăng trưởng nhờ triển vọng nhu cầu toàn cầu tích cực:** Theo hiệp hội thép thế giới, nhu cầu thép thế giới dự kiến sẽ tăng 1,9% trong năm 2024 so với 1,8% trong năm 2023. Nhu cầu từ các nền kinh tế phát triển dự kiến sẽ tăng 2,8% trong năm 2024 sau khi giảm 1,8% trong năm 2023, trong đó nhu cầu của Mỹ và Châu Âu lần lượt tăng 5,8% và 1,6% sau khi giảm 5,1% và 1,1% trong năm 2022. Mặt khác, nhu cầu từ các nước ASEAN (trừ Việt Nam) dự kiến sẽ tăng 5,2% trong năm 2024, cao hơn mức 3,8% trong năm 2023.

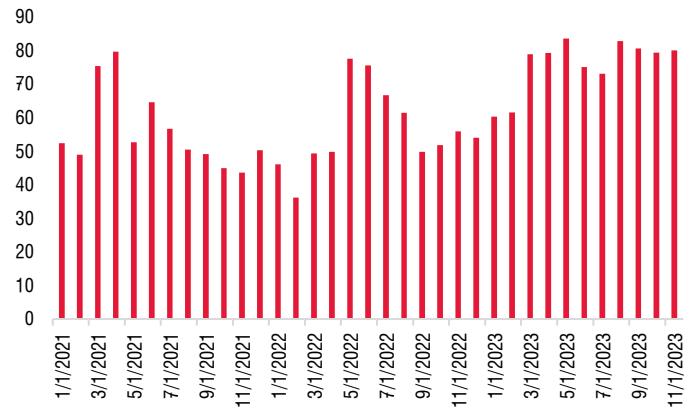
Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu sẽ cải thiện trong quý đầu tiên, do chênh lệch giữa giá thép ở Bắc Mỹ và Châu Âu so với giá thép ở Việt Nam ngày càng gia tăng. Ngoài ra, Châu Âu kiểm soát chặt hơn việc nhập thép bán thành phẩm do Nga sản xuất trong năm 2024 cũng sẽ hỗ trợ xuất khẩu thép Việt Nam sang Châu Âu. (Châu Âu đã nhập khẩu hơn 1,9 triệu tấn thép bán thành phẩm từ Nga trong 7T2023).

Chúng tôi cũng nhận thấy trong năm 2023 xuất khẩu thép của Việt Nam đã thể hiện khả năng cạnh tranh rất tốt trong bối cảnh xuất khẩu thép của Trung Quốc tăng mạnh. Trung Quốc đã xuất khẩu 83,5 triệu tấn thép trong 11 tháng đầu năm 2023, tăng 34,5% svck, đây là mức cao nhất trong nhiều năm qua.

### Chênh lệch giữa giá HRC của Việt Nam và các thị trường phát triển (USD/tấn)



### Sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc (triệu tấn)

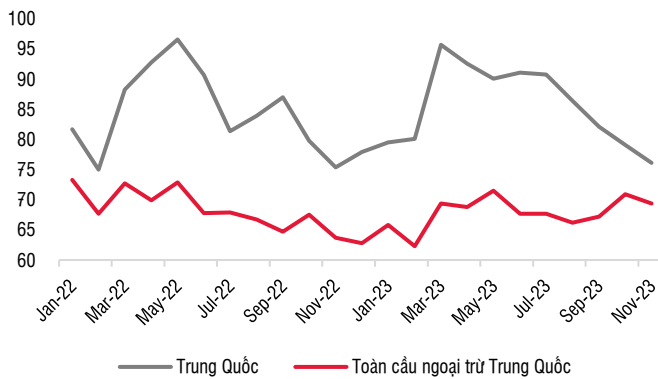


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

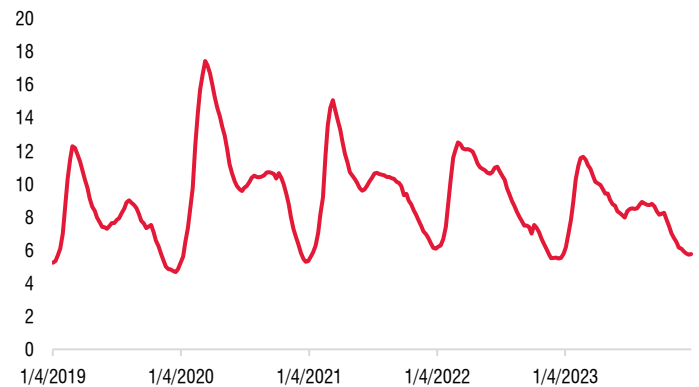
Nguồn: Bloomberg

**Giá thép có thể đã chạm đáy và cải thiện trong năm 2024 do cung cầu cân bằng hơn:** Sản lượng sản xuất thép của Trung Quốc trong 11T2023 tăng 1,5% svck đạt 952 triệu tấn. Tuy nhiên, nếu xét theo tháng, sản lượng sản xuất thép của Trung Quốc gần như liên tục giảm từ mức đỉnh 95,7 triệu tấn trong tháng 3 xuống còn 76,1 triệu tấn trong tháng 11 do nhu cầu yếu và chi phí nguyên vật liệu tăng cao, trong khi biên lợi nhuận của các công ty thép đã giảm xuống mức thấp. Sản lượng sản xuất của Trung Quốc sụt giảm cũng khiến sản lượng toàn cầu giảm từ 165 triệu tấn trong tháng 3 xuống còn 145,5 triệu tấn trong tháng 11. Tồn kho thép ở Trung Quốc đã giảm đáng kể trong những tháng gần đây, giúp giảm áp lực dư cung trên toàn cầu trong thời gian sắp tới.

### Sản lượng sản xuất thép theo tháng (triệu tấn)



### Tồn kho thép cây và HRC của Trung Quốc (triệu tấn)

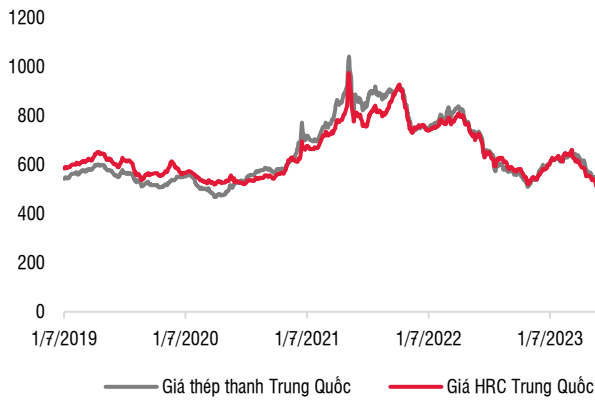


Nguồn: Hiệp hội thép Thế giới

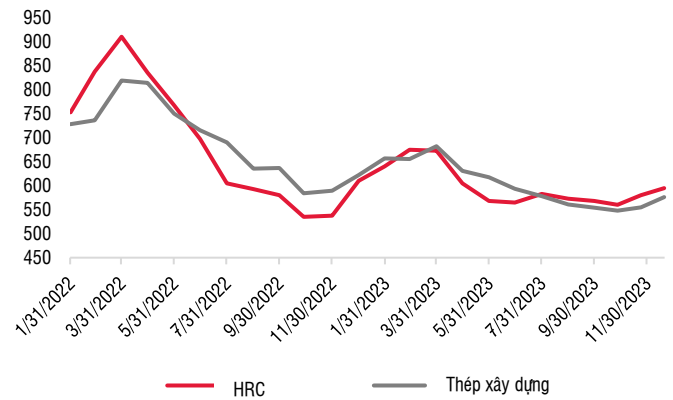
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Do đó, chúng tôi kỳ vọng **giá thép có thể đã chạm đáy và sẽ phục hồi trong thời gian tới**. Tuy nhiên, chúng tôi không kỳ vọng giá thép sẽ tăng mạnh vì nhu cầu chung vẫn sẽ bị ảnh hưởng bởi nhu cầu yếu ở Trung Quốc do thị trường bất động sản chưa có nhiều khởi sắc. Mặt khác, sự gia tăng giá thép so với chi phí nguyên liệu đầu vào có thể thúc đẩy hoạt động sản xuất ở Trung Quốc quay trở lại.

## Giá thép Trung Quốc (USD/tấn)



## Giá thép Việt Nam (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

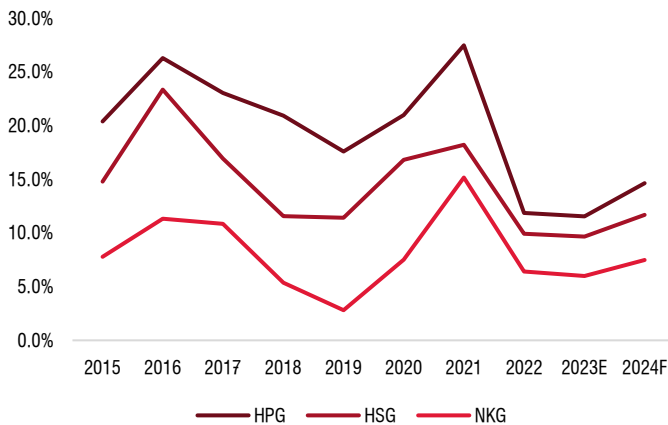
Nguồn: Bloomberg, VSA, SSI Research

### Lợi nhuận của các công ty thép có thể đã chạm đáy trong năm 2023 và sẽ phục hồi trong 2-3 năm tới:

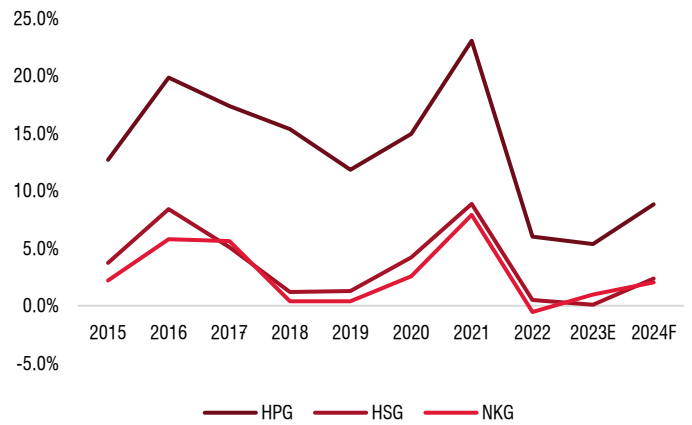
Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của các công ty thép sẽ đạt mức tăng trưởng cao trong năm 2024 từ mức nền thấp năm 2023 nhờ sản lượng tiêu thụ cải thiện, đặc biệt là của HPG và HSG, và biên lợi nhuận gộp tăng trở lại từ mức thấp trong nhiều năm do giá thép nhiều khả năng đã kết thúc xu hướng giảm của những năm trước.

Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng lợi nhuận có thể cao hơn trong nửa đầu năm 2024 nhờ mức nền lợi nhuận thấp trong nửa đầu năm 2023. Xu hướng phục hồi có thể được duy trì sau năm 2024, mặc dù nhu cầu tiêu thụ và biên lợi nhuận vẫn còn khả năng biến động, vì vậy cổ phiếu thép thường phù hợp với nhà đầu tư có mức độ chấp nhận rủi ro cao.

## Biên lợi nhuận gộp của các công ty thép



## Biên lợi nhuận ròng của các công ty thép



Nguồn: Công ty, SSI Research

Nguồn: Công ty, SSI Research

**Định giá:** Giá cổ phiếu hiện đã được định giá ở mức cao, phần nào phản ánh triển vọng lợi nhuận 1 năm của ngành, với P/E dự phóng 1 năm dao động trong khoảng 15x-17x, vượt mức trung bình lịch sử khoảng 10x.

Giá cổ phiếu thép thường được định giá cao ở thời kỳ đáy lợi nhuận. Ngoài ra, cổ phiếu thép cũng được ưa chuộng trong những năm gần đây khi được coi là cổ phiếu có hệ số beta cao.

### Các yếu tố kìm tích cực:

#### Chi phí đầu vào tăng có thể làm giảm biên lợi nhuận trong ngắn hạn

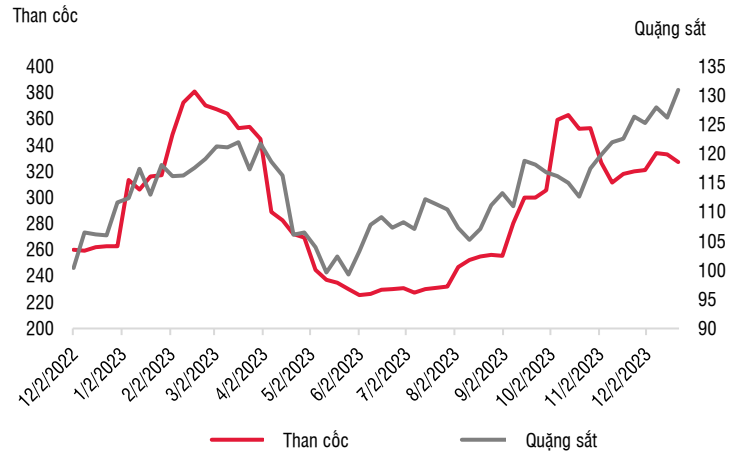
**nếu nhu cầu chậm lại:** Giá than cốc và quặng sắt đã tăng lần lượt 18% và 27% trong 4 tháng qua, nguyên nhân là do sản lượng nhập khẩu của Trung Quốc tăng (+6% svck trong 11T2023), tình trạng dự trữ theo mùa của các công ty thép và chi phí sản xuất và vận chuyển gia tăng.

Việc chi phí đầu vào tăng có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận của các công ty như HPG trong những tháng đầu năm 2024. Tuy nhiên, việc tăng tỷ trọng sản lượng xuất khẩu có thể giúp công ty chuyển phần tăng chi phí đầu vào vào giá bán thép dễ dàng hơn.

Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng áp lực từ chi phí đầu vào cao có thể giảm dần trong dài hạn khi tác động của việc tích trữ giảm dần. Nguồn cung quặng sắt dự kiến sẽ ổn định trong năm tới. Các nhà cung cấp quặng sắt lớn dự kiến sẽ duy trì hoặc tăng sản lượng trong năm 2024. Rio Tinto dự kiến sản lượng quặng sắt sẽ tăng lên khoảng 323-338 triệu tấn trong năm 2024, từ khoảng 320-335 triệu tấn trong năm 2023. Vale dự kiến sẽ duy trì sản xuất khoảng 310-320 triệu tấn trong năm 2024, so với khoảng 315 triệu tấn trong năm 2023.

**Rủi ro:** Rủi ro chính là nhu cầu phục hồi chậm hơn dự kiến và biên lợi nhuận thấp hơn dự kiến do chi phí đầu vào tăng hoặc giá thép sụt giảm. Với mức lợi biên nhuận hiện tại đang ở mức thấp thì giá trị lợi nhuận tuyệt đối có thể có mức độ biến động khác mạnh theo biến động của giá bán và giá nguyên liệu đầu vào. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng có rất ít khả năng lợi nhuận của công ty thép tiếp tục sụt giảm trong năm tới.

#### Giá than cốc và giá quặng sắt trong khu vực (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

## Cổ phiếu ưa thích:

### 1. Tập đoàn Hòa Phát (HPG: HOSE)

- **Giá hiện tại ngày 31/1/2024: 27.750 đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 31.200 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Lợi nhuận dự kiến sẽ phục hồi 80% trong năm 2024 nhờ cả sản lượng tiêu thụ và biên lợi nhuận gộp đều cải thiện. Sản lượng tiêu thụ của công ty dự kiến sẽ tăng 11% trong năm 2024.
  - ✓ Thị phần thép xây dựng tăng từ 34,8% năm 2022 và 32,5% trong 7 tháng đầu năm 2023 lên khoảng 37% trong những tháng gần đây nhờ kênh xuất khẩu phục hồi tích cực và một số doanh nghiệp thép trong nước giảm sản lượng sản xuất một thời gian thua lỗ.
  - ✓ Tỷ trọng kênh xuất khẩu trong doanh thu tăng lên sẽ giúp công ty chuyển mức tăng giá nguyên liệu sang giá bán thép dễ dàng hơn.
  - ✓ Dự án mở rộng Dung Quất 2 dự kiến sẽ bắt đầu vận hành theo từng giai đoạn trong năm 2025 và 2026, giúp thúc đẩy tăng trưởng dài hạn sau năm 2024.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Việc chi phí nguyên liệu đầu vào tăng lên gần đây có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận của công ty trong những quý đầu năm 2024.
  - ✓ Nhu cầu phục hồi chậm hơn dự kiến.

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	63.658	90.119	149.680	141.409	118.953	132.719
Tăng trưởng doanh thu thuần	14,0%	41,6%	66,1%	-5,5%	-15,88%	11,57%
Lợi nhuận gộp	11.185	18.904	41.108	16.763	12.938	18.864
Biên lợi nhuận gộp	17,6%	21,0%	27,5%	11,9%	10,88%	14,20%
Thu nhập tài chính	471	1.005	3.071	3.744	3.173	3.305
Chi phí tài chính	-1.182	-2.837	-3.732	-7.027	-5.192	-5.829
SG&A	-1.442	-1.781	-3.444	-3.685	-3.269	-3.583
Thu nhập ròng khác	66	65	48	129	142	66
Lợi nhuận trước thuế	9.097	15.357	37.057	9.923	7.793	12.823
Lợi nhuận ròng	7.578	13.506	34.521	8.444	6.800	11.156
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-11,9%	78,2%	155,6%	-75,5%	-19,47%	64,06%
Biên lợi nhuận ròng	11,9%	15,0%	23,1%	6,0%	5,72%	8,4%
EPS (VND)	2.726	4.060	7.708	1.459	1.175	1.919

Nguồn: HPG, SSI Research.

## 2. Tập đoàn Hoa Sen (HSG: HOSE)

- **Giá hiện tại ngày 31/1/2024: 22.900 đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 24.400 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Lợi nhuận dự kiến phục hồi mạnh trong năm 2024, với mức tăng hơn 20 lần so với mức nền thấp được thiết lập trong năm 2023 – mức thấp nhất kể từ năm 2006.
  - ✓ Thị trường nội địa có thể phục hồi tốt hơn kênh xuất khẩu trong năm 2024.
  - ✓ Dư nợ giảm xuống mức thấp 2,3x trong niên độ tài chính 2023, tương đương 0,22x vốn chủ sở hữu so với mức 35% của niên độ tài chính trước và mức cao nhất là 2,26x trong năm 2018.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Nhu cầu phục hồi chậm hơn dự kiến.
  - ✓ Biên lợi nhuận ròng mỏng có thể khiến lợi nhuận tuyệt đối của công ty khá biến động theo giá thép.
  - ✓ Những thay đổi trong biện pháp bảo hộ ở thị trường Việt Nam hoặc thị trường xuất khẩu có thể ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ.

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	27.531	48.727	49.711	31.651	32.676
Tăng trưởng doanh thu thuần	-1,80%	77,00%	2,00%	-36,30%	3,24%
Lợi nhuận gộp	4.627	8.873	4.939	3.061	3.812
Biên lợi nhuận gộp	16,8%	18,2%	9,9%	9,7%	11,7%
Thu nhập tài chính	78	366	267	233	131
Chi phí tài chính	-645	-552	-521	-314	-245
SG&A	-2.681	-3.770	-4.355	-2.884	-2.777
Thu nhập ròng khác	-3	-2	51	50	49
Lợi nhuận trước thuế	1.376	4.915	381	146	969
Lợi nhuận ròng	1.153	4.313	251	30	775
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	219,1%	274,1%	-94,2%	-88,04%	2477,98%
Biên lợi nhuận ròng	4,2%	8,9%	0,5%	0,46%	2,40%
EPS (VND)	2.594	8.741	420	49	1.258

Nguồn: HSG, SSI Research. Lưu ý: Số liệu của HSG dựa trên niên độ tài chính của công ty.

STT	Cổ phiếu	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
					1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F
1	HPG	11,2%	31.200	27.750	-75,4%	-19,4%	63,6%	12,4	23,6	14,4	8,8%	6,0%	9,9%	0,0%	0,0%	0,0%
2	HSG	6,6%	24.400	22.900	-94,2%	-88,0%	2349,0%	35,2	411	19,2	2,3%	0,3%	6,6%	0,0%	0,0%	0,0%
3	NKG	1,2%	24.500	24.200	-105,6%	n.m	142,3%	n.m	55,3	22,4	-2,3%	2,2%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: SSI Research

## Bất động sản – Bất động sản Khu Công nghiệp: Triển vọng tươi sáng cho các KCN khi diện tích MOU tăng trưởng tích cực

Triển vọng năm 2024: Tích cực

Cổ phiếu ưa thích: IDC. Cổ phiếu theo dõi: NTC

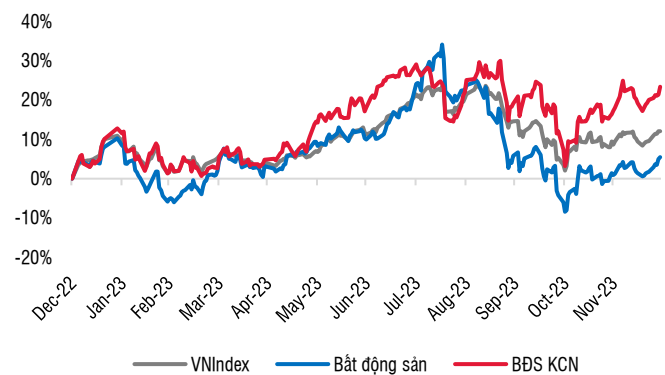
### Trong năm 2023, ngành BĐS KCN diễn biến khả quan nhờ dòng vốn FDI tích cực

Các cổ phiếu KCN tăng 24% trong năm 2023 cao hơn so với mức tăng 12,1% của chỉ số VN Index - phù hợp với nhận định trong báo cáo trước đây của chúng tôi ([link](#)). Với sự đóng góp chủ yếu từ các cổ phiếu SZC (+104%), IDC (+80%), VGC (+70%), KBC (+31%), LHG (+52%).

Kết quả khả quan của ngành có thể nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi của các cổ phiếu đều tăng trưởng trong năm 2023 khi các công ty ký biên bản ghi nhớ (MOU) hoặc hợp đồng cho thuê đất với nhiều nhà đầu tư, trong đó có một số khách thuê lớn. Cụ thể, mức tăng giá cổ phiếu SZC có thể được giải thích do tăng trưởng lợi nhuận Q3/2023 từ việc cho khách hàng thuê lớn thuê đất và phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 2:1 với mức giá 20.000 đồng/cp. Đối với IDC, giá cổ phiếu tăng 80% là do diện tích đất thuê tăng từ các khách hàng lớn như Pepsico và Hyosung; dòng tiền dương và chia cổ tức bằng tiền mặt 40%; còn đối với VGC, giá cổ phiếu tăng 70% chủ yếu nhờ diện tích ký hợp đồng thuê và MOU đạt mức kỷ lục kể từ năm 2020 với 157 ha (tăng 30% svck).

Ngược lại, BCM ghi nhận hiệu suất kém tích cực với mức giảm 21% trong năm 2023, do công ty ghi nhận LNST giảm 84,1% svck trong 9T2023 do doanh thu bất động sản nhà ở sụt giảm mạnh và Khu công nghiệp Cây Trường tạm hoãn thời gian đi vào hoạt động từ Q3/2023 sang Q1/2024.

Diễn biến ngành trong năm 2023

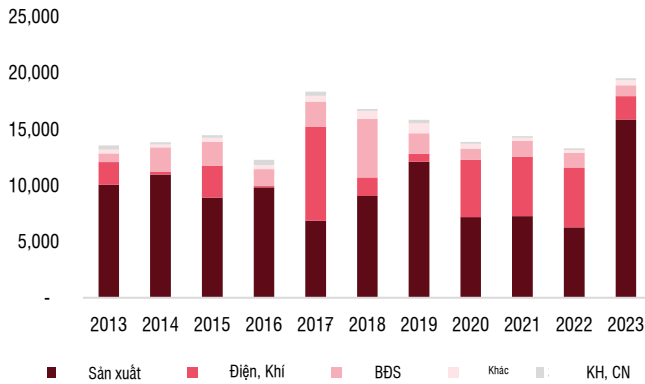


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

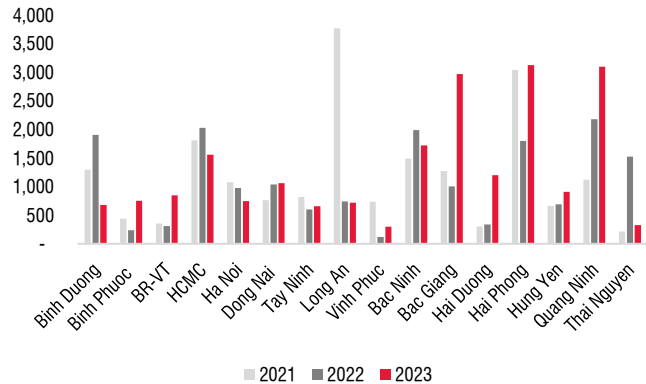
## Triển vọng năm 2024

- Nhu cầu KCN dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2024.** Trong năm 2023, vốn FDI giải ngân vào Việt Nam đạt 23,2 tỷ USD (tăng 3,5% svck), phần lớn tập trung vào lĩnh vực sản xuất. Ngoài ra, tổng vốn FDI cam kết trong năm 2023 đạt tổng cộng 28,1 tỷ USD, tăng đáng kể 24,4% svck. Do đó, chúng tôi kỳ vọng nguồn vốn FDI sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng trong năm 2024, tập trung vào lĩnh vực sản xuất (như các doanh nghiệp sản xuất và chất bán dẫn), năng lượng tái tạo.

FDI đăng ký theo ngành nghề (triệu USD)



Dòng vốn FDI theo tỉnh thành ở Việt Nam (triệu USD)



Nguồn: MPI

Theo chúng tôi quan sát thấy nhiều chủ đầu tư KCN niêm yết đã ký Biên bản ghi nhớ (“MOU”) về việc cho thuê đất công nghiệp với các khách thuê mới trong nửa cuối năm 2023, do đó chúng tôi cho rằng các hợp đồng MOU này sẽ được chuyển thành hợp đồng chính thức và ghi nhận doanh thu trong năm 2024.

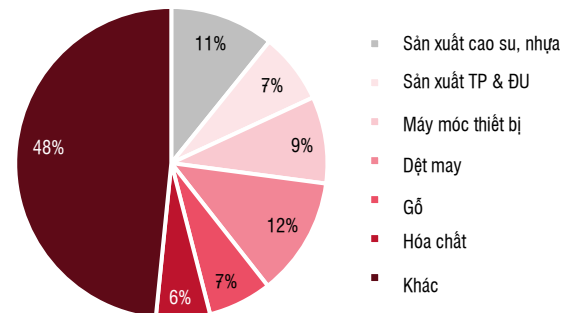
Đối với các KCN ở miền Bắc, nhu cầu thuê đất KCN dự kiến sẽ cao trong năm 2024, được thúc đẩy nhờ xu hướng chuyển dịch cơ sở sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam, chủ yếu trong ngành điện tử và bán dẫn. Tính đến 9T2023, theo CBRE, Apple có 11 cơ sở sản xuất thiết bị âm thanh tại Việt Nam và các nhà cung cấp của Apple, như Lux Share, Foxconn, Compal và GoTek hiện đang vận hành 32 nhà máy tại Việt Nam.

### Xu hướng chuyển dịch cơ sở sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam

Công ty	Tình trạng	Sản phẩm	Địa điểm
Inventec	Đang tiến hành	Cung cấp linh kiện Apple	Đài Loan
Wistron	Đang tiến hành	Bộ phận máy tính ODM	Đài Loan
Pegatron	Đang tiến hành	Cung cấp linh kiện Apple	Đài Loan
Apple	Đang tiến hành	AirPods	Mỹ
Qisda	Đang tiến hành	Cung cấp EMS	Đài Loan
Dell	Kế hoạch	Máy tính	Mỹ
Google	Kế hoạch	Điện thoại thông minh	Mỹ
Microsoft	Kế hoạch	Máy tính	Mỹ
Lenovo	Kế hoạch	Máy tính	Hong Kong
Nintendo	Kế hoạch	Điều khiển game	Nhật Bản

Nguồn: CBRE

### Các doanh nghiệp sản xuất ở KCN phía Nam





Các KCN ở miền Nam có thể ghi nhận sự phục hồi kỹ thuật từ mức nền thấp trong năm 2023, với các doanh nghiệp thuê đất công nghiệp chính là các doanh nghiệp sản xuất (dệt may, gỗ, da giày), logistics và thực phẩm, đồ uống.

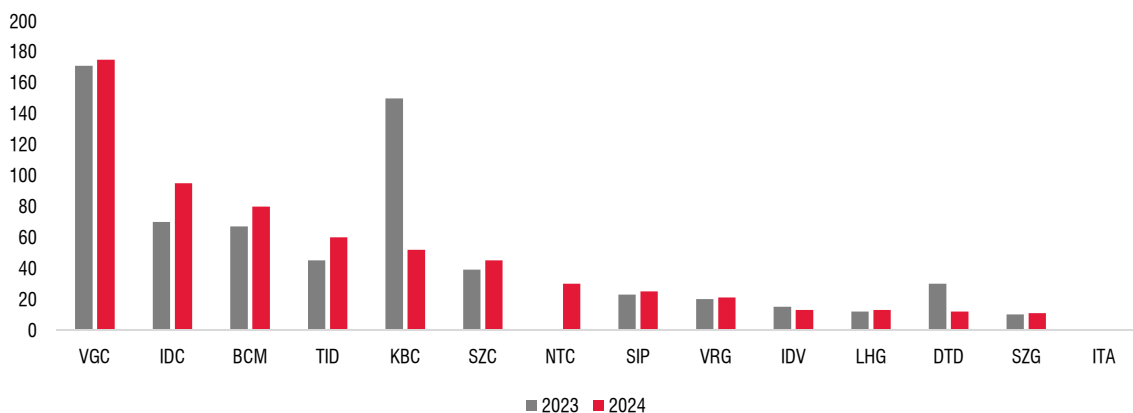
### Một số khách thuê nước ngoài lớn tại các KCN Việt Nam trong năm 2023

Công ty	Quốc gia	Ngành	Tổng giá trị đầu tư (triệu USD)	Địa điểm	KCN	Chủ đầu tư KCN	Diện tích (ha)	Thời gian bắt đầu
Polytex Far Eastern*	Đài Loan	Sợi, Polyester	1.250	Bình Dương	Bàu Bàng	Becamex	160	2024
Hyosung	Hàn Quốc	Sợi carbon và hóa chất	1.000	Phú Mỹ II	BRVT	IDICO	25	2025
Fulian Precision Technology	Singapore	Máy tính, Sản phẩm Điện tử & Quang học	621	Bắc Giang	Quan Châu	Kinh Bắc	50	2025
Amkor Technology, Inc	Mỹ	Chất bán dẫn	520	Bắc Ninh	Yên Phong II-C	Viglacera	23	Thử nghiệm sản phẩm vào tháng 10/2023.
HaoHua	Trung Quốc	Lốp xe	500	Bình Phước	Minh Hưng Sikico	Minh Hưng Sikico	42	Q3/2025
Trina Solar 3	Trung Quốc	Điện mặt trời	400	Bắc Giang	Vân Trung	FuGiang	25	2025
Goertek (HongKong) Co. Ltd.	HongKong	Máy tính, Sản phẩm Điện tử & Quang học	280	Bắc Ninh	Nam Sơn Hạp Lĩnh	Kinh Bắc	52	2025
Singapore Biel Crystal	Singapore	Sản phẩm thủy tinh	260	Hải Dương	An Phát I	An Phát	20	Q2/2025
Suntory Pepsico Viet Nam	Hà Lan	Đồ uống	185	Long An	Hữu Thạnh	IDICO	20	Q1/2026
Boltun Corp. & QST International Corp.	Đài Loan	Máy móc & Thiết bị	165	Quảng Ninh	Bắc Tiên Phong	DEEP C	35	Q2/2025
Pandora Production Holdings A/S	Đan Mạch	Sản phẩm trang sức	163	Bình Dương	VSIP III	VSIP	8	2026
Autoliv Vietnam	Thụy Điển	Thiết bị ô tô	154	Quảng Ninh	Amata Sông Khoai	Amata	9	2025
LONGi Green Energy Technology Co.,Ltd.	Trung Quốc	Tấm & Pin năng lượng mặt trời	140	Bắc Giang	Vân Trung	FuGiang	N/A	Q2/2025
JiaWei	Đài Loan	sản xuất đồ gia dụng	100	Nam Định	Mỹ Thuận	Đại Phong	15	2024
Crown Company Limited S	Singapore	Sản phẩm nhôm	75	Bình Dương	Phú Tân	Nam Kim	7	N/A
Jinko Solar PV	Trung Quốc	Điện mặt trời	1500	Quảng Ninh	Amata Sông Khoai	Amata	31,3	
LITE-ON	Đài Loan	Thiết bị điện tử	690	Quảng Ninh	Amata Sông Khoai	Amata		
Lotte	Hàn Quốc	Tiêu dùng	22	Bình Dương	Becamex IDC	Mỹ Phước 1	4	Tháng 3/2023
Nhà máy khoa học kim loại Tân Việt	Trung Quốc	Thép cán nguội	125	Nghệ An	WHA IP	WHA	12,6	Q2/2024

Nguồn: SSI Research

Chúng tôi dự báo giá cho thuê đất của các chủ đầu tư khu công nghiệp niêm yết sẽ tăng bình quân 15,5% svck trong năm 2024.

### Diện tích đất cho thuê của các khu công nghiệp niêm yết (ha)

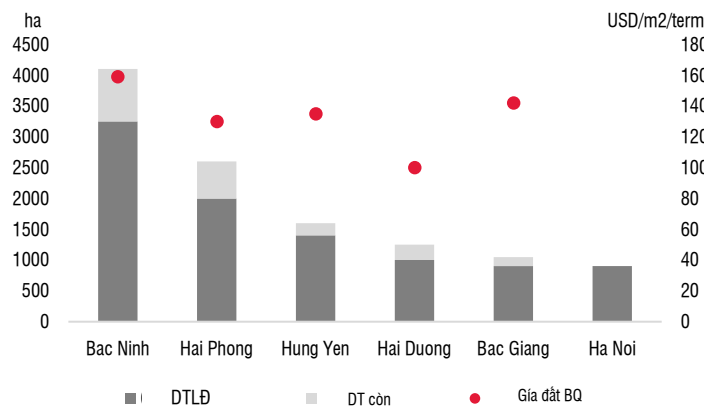


Nguồn: SSI Research

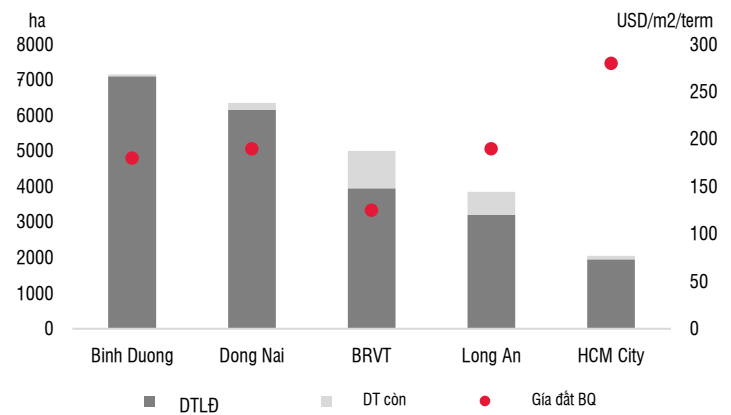
- Nguồn cung đất KCN cho thuê hạn chế.** Chúng tôi quan sát trong 11 KCN đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt chủ trương đầu tư năm 2019, chỉ có 1 KCN đó là KCN Phú Thuận tại tỉnh Bến Tre sẽ đi vào hoạt động trong năm 2024. Điều này là do: (i) **chi phí giải phóng mặt bằng cao hơn và khó khăn trong việc bồi thường đất dân cư.** Chi phí đền bù tiếp tục tăng và ban giải phóng mặt bằng địa phương chậm trong thủ tục di dời và (ii) **các quy định phức tạp về định giá quyền sử dụng đất.** Đặc biệt, trường hợp chuyển từ đất nông nghiệp sang đất khu công nghiệp phải đấu giá. Vì vậy, chúng tôi cho rằng nguồn cung khu công nghiệp mới vẫn còn hạn chế trong năm 2024 (các khu công nghiệp mới có thể đi vào hoạt động sau 2-5 năm sau khi được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt).

Tỷ lệ lấp đầy dự kiến tăng trong năm 2024. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MPI), trong năm 2023 có 413 KCN được thành lập với tổng diện tích đất là 120.000 ha. Trong đó có 295 dự án đang hoạt động với tổng diện tích hơn 92.000 ha. Tỷ lệ lấp đầy tại các KCN trong nước là khoảng 72,9% (so với 71,9% trong năm 2022). Tính theo khu vực, tỷ lệ lấp đầy KCN ở các tỉnh phía Bắc đạt trung bình 83% (so với 80% trong năm 2022), trong khi tỷ lệ lấp đầy KCN ở các tỉnh trọng điểm phía Nam đạt trung bình 91% (so với 85% trong năm 2022) -theo CBRE.

**Nguồn cung KCN ở miền Bắc và tỷ lệ lấp đầy (%) trong năm 2023**



**Nguồn cung KCN ở miền Nam và tỷ lệ lấp đầy (%) trong năm 2023**



Nguồn: Savills Vietnam, 2023

Trong năm 2024, chúng tôi cho rằng nguồn cung khu công nghiệp vẫn hạn chế do các vấn đề về định giá đất, đấu giá chuyển đổi đất nông nghiệp thành đất khu công nghiệp và đền bù giải phóng mặt bằng vẫn gặp khó khăn. Theo CBRE, nguồn cung KCN mới ở phía Bắc dự báo sẽ đạt 528 ha tại 3 KCN ở tỉnh Bắc Ninh và Hải Dương. Nguồn cung KCN mới tại miền Nam đạt 1.506 ha tại các tỉnh Bình Dương và Long An như KCN NTC3 (NTC: HOSE), KCN Cây Trường (BCM: HOSE), VSIP 3 giai đoạn 2 (VSIP), Phú Thuận (chủ đầu tư KCN là đơn vị quản lý dự án trực thuộc tỉnh Bến Tre).

Quy hoạch đất KCN cấp tỉnh giai đoạn 2021-2030 đang được trình Chính phủ và một số địa phương đã được phê duyệt quy hoạch. Tuy nhiên, tiến độ đền bù giải phóng mặt bằng chậm và việc nộp tiền sử dụng đất kéo dài, chúng tôi dự báo nguồn cung mới nói trên có thể đi vào hoạt động trong năm 2026 sau khi các chủ đầu tư KCN hoàn tất thủ tục pháp lý và giải phóng mặt bằng.

## Quy hoạch đất KCN theo tỉnh giai đoạn 2021-2030

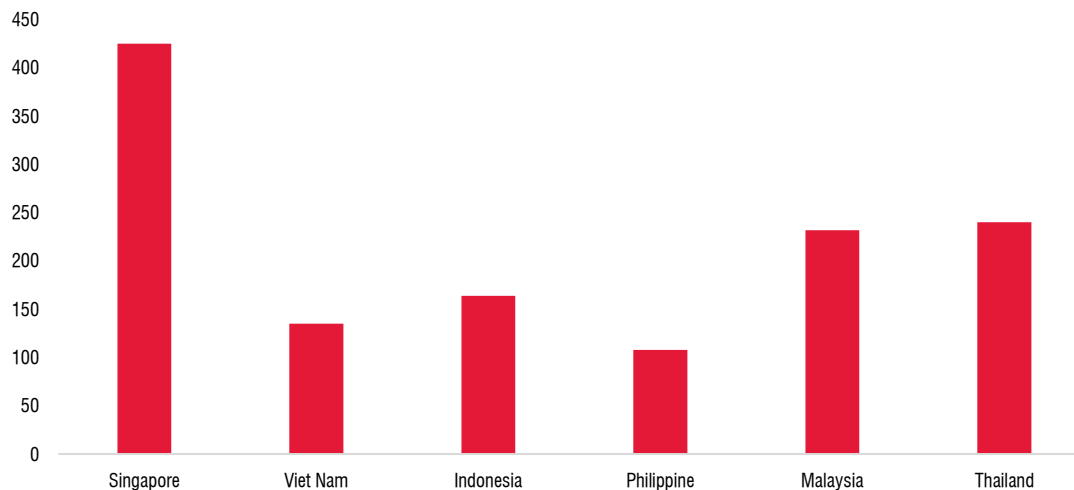
Tỉnh	Tổng diện tích (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)
TP. HCM	668	98,0%
Bình Dương	6.573	96,0%
Long An	3.200	65,0%
Đồng Nam	8.600	86,0%
Bình Phước	1.619	90,0%
Tây Ninh	3.944	65,8%
Bà Rịa – Vũng Tàu	6.590	65,0%
Tp. Hà Nội	3.828	95,0%
Bắc Ninh	4.700	84,0%
Hải Phòng	6.200	63,8%
Hải Dương	5.661	88,7%
Bắc Giang	1.100	71,4%
Hưng Yên	5.352	77,0%
Vĩnh Phúc	1.482	56,0%

Nguồn: SSI Research

- Giá thuê đất tại các KCN dự kiến tăng trung bình 5% svck trong năm 2024.** Theo CBRE, trong 9 tháng 2023, giá thuê đất trung bình tại các KCN phía Bắc đạt 138 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê (tăng 30% svck), từ 102 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê của năm trước - cao hơn dự báo trước đây của chúng tôi do giá thuê một số khu vực có diện tích nhỏ và vị trí tốt có giá thuê cao. Trong đó, tỉnh Bắc Ninh là tỉnh có giá thuê đất tăng cao nhất lên mức 156 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê (tăng 48% svck) từ các doanh nghiệp điện tử. Tại các KCN phía Nam, giá cho thuê đạt 174 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê (tăng 15% svck), trong đó tỉnh BRVT có giá đất tăng mạnh nhất lên 128 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê (tăng 35% svck), tại KCN Phú Mỹ 3.

Chúng tôi nhận thấy giá thuê KCN trong nước so với các nước trong khu vực Đông Nam Á đã thu hẹp, tuy nhiên giá thuê KCN của Việt Nam vẫn thấp hơn 21% so với giá thuê trung bình của các KCN ở Indonesia, quốc gia có mức độ tương quan cao nhất với Việt Nam trong số các quốc gia ASEAN.

### Giá cho thuê đất KCN bình quân (USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê) tại các quốc gia ASEAN trong năm 2023



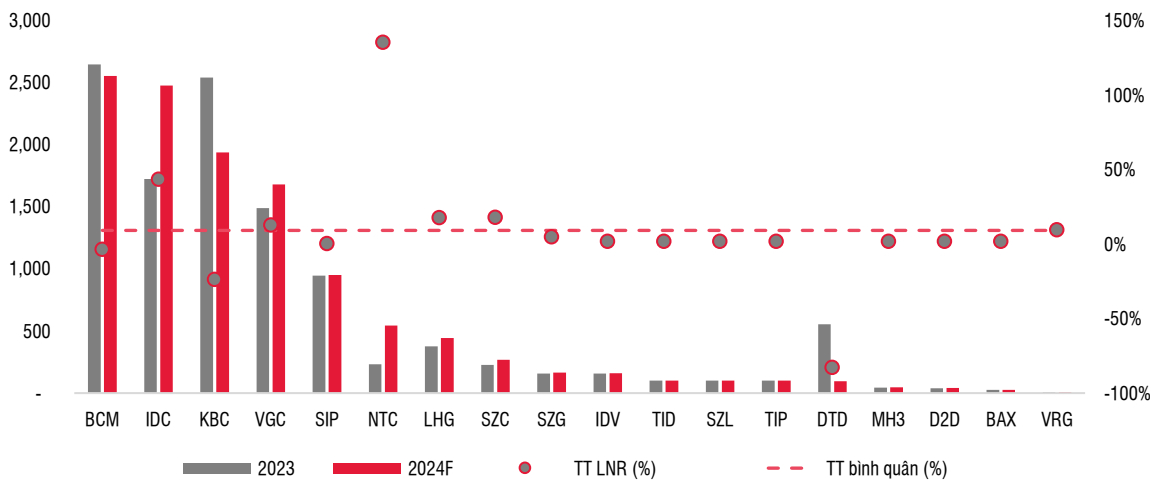
Nguồn: C&W

Chúng tôi dự báo giá cho thuê bình quân trong năm 2024 của các KCN Việt Nam có thể tăng 5% svck sau khi giá thuê tăng mạnh trong năm 2023. Các KCN mới đi vào hoạt động sẽ có giá cho thuê thấp hơn cùng khu vực nhằm thu hút lượng khách thuê lớn.

Ngược lại với một số thuận lợi như đã đề cập ở trên, chúng tôi cho rằng ngành khu công nghiệp có thể phải đối mặt với một số khó khăn trong năm 2024, chẳng hạn như: (i) thuế tối thiểu toàn cầu áp dụng từ ngày 1/1/2024 sẽ làm giảm các ưu đãi thuế hấp dẫn dành cho khách thuê trong KCN (ưu đãi hiện nay gồm miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 2 năm đầu hoạt động, giảm 50% thuế trong 4 năm tiếp theo); (ii) lợi thế cạnh tranh về giá thuê tại các KCN Việt Nam và khu vực châu Á đang giảm dần; và (iii) chi phí đầu tư cho các KCN mới ước tính sẽ cao hơn do giá đất tăng cao và quá trình thu hồi đất kéo dài.

- Lợi nhuận của các KCN niêm yết có sự phân hóa rõ ràng trong năm 2024.** Chúng tôi dự báo LNST của các doanh nghiệp KCN niêm yết trong năm 2024 sẽ tăng 9,3% svck. Tuy nhiên, có một số công ty kỳ vọng sẽ ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội hơn so với toàn ngành bao gồm: 1) **NTC** – chúng tôi ước tính LNST đạt 545 tỷ đồng (tăng 82% svck), do KCN NTU 3 sẽ đi vào hoạt động trong nửa cuối năm 2024 với diện tích cho thuê dự kiến là 30 ha; và (2) **IDC** - Chúng tôi ước tính LNST đạt 2,75 nghìn tỷ đồng (tăng 34% svck) nhờ ghi nhận doanh thu từ các MOU và hợp đồng cho thuê ký từ nửa cuối năm 2023 tại KCN Hựu Thạnh với diện tích đạt 35 ha (tăng 35% svck) và khoản 376 tỷ đồng lợi nhuận bất thường từ tiền độ chuyển nhượng lô đất thương mại tại khu đô thị mở rộng Phường 6, TP Tân An, Long An cho Aeon Việt Nam;

#### Lợi nhuận ròng (tỷ đồng) tăng trưởng LNST (%) trong năm 2023-2024 của các doanh nghiệp KCN niêm yết



Nguồn: SSI Research

- Định giá.** P/E và P/B của các chủ đầu tư KCN lần lượt là 14,8x và 2,75x trong năm 2023 – đây là mức cao nhất kể từ năm 2019. Chúng tôi nhận thấy những thông tin về dòng vốn FDI và giá thuê KCN tăng đã được phản ánh lên giá cổ phiếu trong năm 2023. Trong năm 2024, chúng tôi cho rằng thông tin về dòng vốn FDI, dòng tiền tích cực và thông tin phê duyệt các dự án mới sẽ tiếp tục hỗ trợ giá cổ phiếu KCN niêm yết.
- Rủi ro:** Một số rủi ro bao gồm: (1) Dòng vốn FDI có thể chững lại do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế thế giới, đặc biệt ở lĩnh vực sản xuất chiếm trên 65% tổng vốn FDI; (2) tỷ lệ lấp đầy của các trung tâm công nghiệp trọng điểm như Bình Dương, Đồng Nai và Bắc Ninh đã đạt trên 85%. Nếu tiền độ giải phóng mặt bằng kéo dài có thể dẫn đến nguồn cung đất còn lại tại các khu công nghiệp hạn chế, ảnh hưởng đến việc cho thuê diện tích lớn; và (3) việc chính phủ phê duyệt các khu công nghiệp mới có thể bị trì hoãn.

**Cổ phiếu ưa thích: Tổng công ty IDICO – CTCP (IDC: HNX)**

- Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 53.000 đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 58.300 đồng/cp
- Luận điểm đầu tư:

**Diện tích đất còn lại có thể cho thuê đạt 630 ha**. IDC là một trong những nhà phát triển khu công nghiệp lớn nhất Việt Nam, với 631 ha đất cho thuê tại các tỉnh Long An, Bà Rịa Vũng Tàu và Thái Bình. Chi phí bồi thường giải phóng mặt bằng thấp sẽ giúp IDC duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp KCN ở mức trên 42% cho đến năm 2026.

**Diện tích ký MOU tăng 7% so với quý trước trong Q3/2023 với 44ha đất KCN.** Các MOU được khách hàng ký trong 9 tháng đầu năm 2023 tương đương 95 ha MOU (MOU là 44 ha trong Q3/2023), hoàn thành 122% kế hoạch của công ty cho năm 2023. Các khách thuê lớn bao gồm Pepsico (20 ha tại KCN Hữu Thạnh, tỉnh Long An với giá cho thuê là 130 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê), Hyosung (25 ha tại KCN Phú Mỹ II, tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu với giá cho thuê là 125 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê). Chúng tôi cho rằng các hợp đồng MOU này sẽ được chuyển thành hợp đồng chính thức trong vòng 3-6 tháng tới, phần lớn dự kiến sẽ được ghi nhận trong năm 2024.

**Tỷ suất cổ tức hấp dẫn.** Với lịch thanh toán được đẩy nhanh từ 1 năm còn 6 tháng, dòng tiền của IDC sẽ tiếp tục tăng. Do đó, chúng tôi cho rằng IDC sẽ duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức 40% trên mệnh giá trong năm 2024, tương ứng với tỷ suất cổ tức là 8,9%.

- **Rủi ro:** (1) Nhu cầu thuê đất giảm khi dòng vốn FDI giảm tốc trước những khó khăn kinh tế toàn cầu; (2) Chi phí bồi thường giải phóng mặt bằng tăng. Trong năm 2023, giá đất tại các tỉnh như Long An, Thái Bình, Bà Rịa Vũng Tàu tăng 10-20% so với giai đoạn 2021-2022. Do đó, chúng tôi cho rằng chi phí bồi thường của các dự án trong tương lai gia tăng sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận của các dự án mới của IDC; (3) Tiến độ pháp lý để thành lập các KCN mới có thể kéo dài.

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	4.541	4.324	7.485	6.787	7.901
Tăng trưởng doanh thu thuần	-7,9%	-4,8%	73,1%	-9,3%	16,4%
Lợi nhuận gộp	775	737	3.060	2.079	2.974
Biên lợi nhuận gộp	17%	17%	41%	31%	38%
Thu nhập tài chính	149	605	144	160	158
Chi phí tài chính	-230	-294	-185	-206	-204
SG&A	-184	-189	-248	-238	-309
Thu nhập ròng khác	54	39	57	39	-
Lợi nhuận trước thuế	521	768	2.617	1.726	2.481
Lợi nhuận ròng	430	590	2.054	1.355	1.947
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-10%	37%	248%	-34%	44%
Biên lợi nhuận ròng	7%	11%	24%	13%	19%
EPS (VND)	1.014	1.555	5.353	2.766	3.983

Nguồn: IDC, SSI Research

STT	Mã CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F
1	IDC	10,8%	58.700	53.000	289,1%	-21,2%	34,7%	5,7	12,3	9,9	33,5%	26,7%	41,5%	12,6%	7,7%	7,5%
2	BCM	35,8%	88.700	65.300	16,1%	44,9%	39,6%	54,4	28,5	19,6	9,6%	12,1%	19,2%	1,0%	1,3%	1,5%
3	SZC	-3,6%	37.600	39.000	-39,0%	10,9%	22,9%	15	27,5	26,1	12,9%	12,6%	15,4%	0,0%	2,7%	3,1%
4	KBC	9,8%	33.200	30.250	39,4%	30,7%	-7,6%	12,1	12,2	12,6	8,8%	11,0%	8,7%	0,0%	6,3%	0,0%
5	NTC	14,8%	237.600	207.000	-12,8%	16,9%	82,2%	10,6	15,5	9,1	35,9%	31,2%	49,2%	7,1%	1,6%	2,9%

Nguồn: SSI Research

## Bất động sản – Bất động sản Nhà ở: Kỳ vọng sự phục hồi nhẹ và chắc chắn

Triển vọng năm 2024: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: NLG. Cổ phiếu theo dõi: TAL.

**Trong năm 2023, ngành Bất động sản nhà ở có diễn biến kém khả quan hơn so với chỉ số VNIndex do tác động từ các cổ phiếu có đòn bẩy nợ cao.**

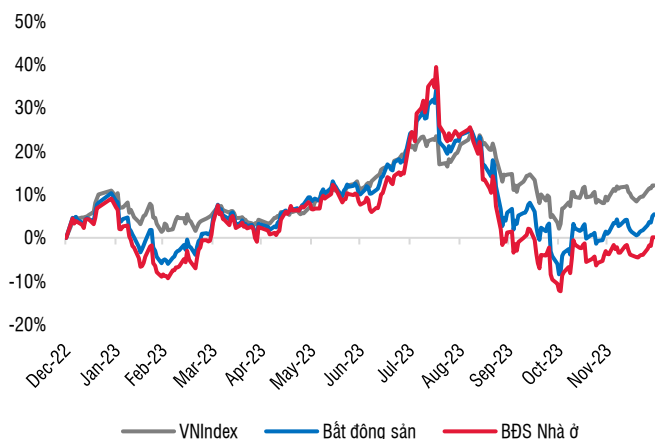
Sau khi ngành bất động sản nhà ở ghi nhận mức giảm 53,8% trong năm 2022, thì sang năm 2023 đã giảm đã thu hẹp gần như đi ngang so với cùng kỳ, tuy nhiên, diễn biến ngành vẫn kém khả quan hơn so với mức tăng 12% của chỉ số VNIndex.

Vingroup (VIC: HOSE) và Vinhomes (VHM: HOSE) là hai công ty có giá trị vốn hóa thị trường chiếm đến 65,8% vốn hóa toàn ngành, ghi nhận mức giảm đáng kể lần lượt là 17% và 10% svck. Diễn biến giá kém tích cực của VIC và VHM trong năm 2023 chủ yếu là do tỷ lệ nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao trong tổng số dư nợ trong bối cảnh môi trường lãi suất vay cao. Đồng thời, mảng kinh doanh chủ chốt cũng ghi nhận tăng trưởng giảm tốc do thị trường yếu như bất động sản nhà ở.

Trong khi đó, các cổ phiếu có mức tăng giá tốt bao gồm PDR (tăng 105% svck); CEO (tăng 71% svck); TCH (tăng 102% svck); DXG (tăng 60% svck) và DIG (tăng 87% svck) chủ yếu nhờ giảm đòn bẩy nợ vay thành công trong năm (đối với PDR, CEO và DIG) hoặc đạt tăng trưởng lợi nhuận mạnh ở mảng kinh doanh cốt lõi (đối với TCH).

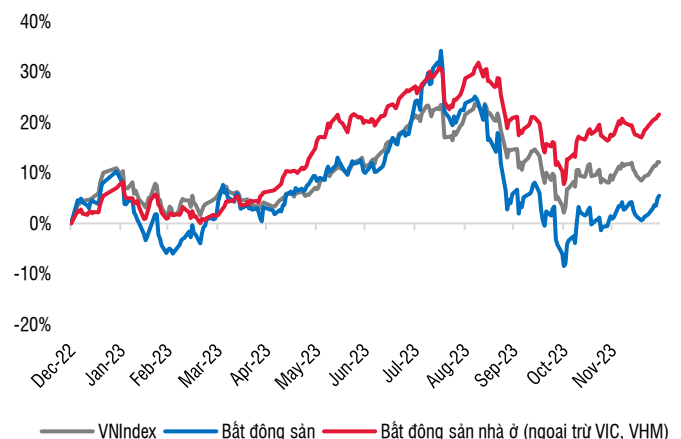
Nếu không tính VIC và VHM, ngành bất động sản nhà ở tăng 22%, vượt trội hơn 10% so với chỉ số VNIndex nhờ một số cổ phiếu vốn hóa trung bình hồi phục như PDR, DIG, NVL...

Diễn biến ngành trong năm 2023



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến ngành trong năm 2023



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

## Triển vọng năm 2024 – TRUNG LẬP

### 1. Nguồn cung được cải thiện nhờ Chính phủ liên tiếp ban hành các quy định mới và các biện pháp hỗ trợ.

- **Chính phủ liên tiếp đưa ra biện pháp hỗ trợ.** Từ đầu năm 2023, Chính phủ đã có rất nhiều quy định và hướng dẫn mới nhằm hỗ trợ ngành bất động sản đối phó với những khó khăn trong ngắn hạn, đồng thời đảm bảo tính minh bạch và hạn chế đầu cơ trong dài hạn.

**Các hỗ trợ trong ngắn hạn:** Trong năm 2023 và đầu năm 2024, Chính phủ đã đưa ra rất nhiều hỗ trợ về mặt chính sách, trong đó có một số biện pháp chủ chốt như sau:

Chính sách	Ngày ban hành	Nội dung chính
Nghị định 08	5/3/2023	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cho phép các tổ chức phát hành trái phiếu là doanh nghiệp bất động sản thanh toán gốc và lãi trái phiếu bằng các tài sản khác, bao gồm sản phẩm nhà ở.</li> <li>• Hoàn thực hiện Nghị định 65 về xác định tư cách nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, kéo dài thêm thời gian cho tổ chức phát hành đáp ứng các tiêu chuẩn của Nghị định 65.</li> <li>• Cho phép tổ chức phát hành trái phiếu đàm phán với người sở hữu trái phiếu để gia hạn thời gian đáo hạn.</li> </ul>
Nghị quyết 33	11/3/2023	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Điều chỉnh hệ số rủi ro và giảm rào cản vay vốn đối với các chủ đầu tư bất động sản.</li> <li>• Triển khai gói tín dụng ưu đãi 120 nghìn tỷ đồng nhằm khuyến khích triển khai nhà ở xã hội.</li> </ul>
Nghị định 10	3/4/2023	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định hướng dẫn thi hành Luật Đất đai để đẩy nhanh quá trình phê duyệt, trong khi chờ phê duyệt Luật Đất đai sửa đổi.</li> </ul>
Thông tư 10/2023 NHNN	23/8/2023	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cho phép ngân hàng cho vay triển khai dự án bất động sản khi chưa có giấy phép mở bán.</li> </ul>
Quyết định 25/QĐ-TTg	3/10/2023	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Giảm 30% tiền sử dụng đất trong năm 2023 đối với cá nhân/tổ chức được Nhà nước trực tiếp cho thuê đất và nộp tiền sử dụng đất hàng năm.</li> </ul>
Nghị định 12/2024/ND-CP	05/02/2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sửa đổi, bổ sung các điều của Nghị định 44/2014/ND-CP quy định về phương pháp định giá xác định giá trị quyền sử dụng đất và điều kiện áp dụng cho từng phương pháp. Tất cả các phương pháp này đều được tuân theo các phương pháp trong Luật Đất đai 2024, và qua đó sẽ giảm thiểu rủi ro pháp lý giữa Luật Đất đai mới (có hiệu lực vào năm 2025) và Luật Đất đai hiện hành.</li> </ul>

Như chúng tôi đã đề cập trên, phần lớn các chính sách diễn ra trong suốt cả năm cho thấy quyết tâm mạnh mẽ của Chính phủ trong việc giải quyết các nút thắt trong lĩnh vực bất động sản. Tuy nhiên, điểm nghẽn chính trong năm 2023 là chậm cấp phép cho các dự án và đây vẫn là yếu tố được chờ đợi nhất cho ngành trong năm 2024.

- **Thông qua 3 luật quan trọng của ngành bất động sản.** Trong tháng 11/2023, hai luật liên quan đến ngành bất động sản đã được Quốc hội thông qua, bao gồm Luật Kinh doanh bất động sản và Luật Nhà ở. Cả hai luật đều có hiệu lực từ tháng 1/2025. Trong đó, có một số sửa đổi chính đối với các quy định hiện hành và tác động đến các chủ đầu tư bất động sản nhà ở như sau:

Luật sửa đổi	Điểm thay đổi chính	Nhận xét
Luật kinh doanh bất động sản 2023	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Chỉ đặt cọc 5% trên tổng giá trị sản phẩm bất động sản trước khi ký hợp đồng mua bán.</li> <li>• Chủ đầu tư phải thanh toán đầy đủ các nghĩa vụ tài chính như tiền sử dụng đất trước khi bán sản phẩm bất động sản cho người mua.</li> <li>• Bên bán phải hoàn thành nghĩa vụ tài chính như tiền sử dụng đất và các loại thuế phí trước khi bán dự án hay một phần dự án.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Luật có tác động tích cực cho các chủ đầu tư có nguồn tài chính và năng lực đầu tư bất động sản vững mạnh.</li> <li>• Một số doanh nghiệp bất động sản nhà ở niêm yết được hưởng lợi như VHM, KDH và NLG.</li> </ul>
Luật Nhà ở 2023	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Không yêu cầu về điều kiện cư trú khi mua nhà ở xã hội trên địa bàn tỉnh có nhà ở xã hội.</li> <li>• 20% diện tích sàn trong dự án nhà ở xã hội được dành cho mục đích thương mại mà chủ đầu tư có thể bán ngoài phần diện tích cho nhà ở xã hội (giá bán nhà ở xã hội được phê duyệt và có biên lợi nhuận quy định 10%).</li> <li>• Các dự án thương mại, nhà ở có một phần nhà ở xã hội trong quy hoạch có thể lựa chọn 1 trong các phương án: 1) thanh toán chi phí tương đương giá trị lô đất nhà ở xã hội đã có đầy đủ hạ tầng; 2) lựa chọn các khu vực khác để triển khai phần nhà ở xã hội; và 3) triển khai các cầu phần nhà ở xã hội trong dự án thương mại đó.</li> <li>• Bổ quy định về xác định tiền sử dụng đất trước khi thực hiện dự án nhà ở xã hội (theo quy định hiện hành, dự án nhà ở xã hội không cần đóng tiền sử dụng đất nhưng vẫn phải xác định tiền sử dụng đất).</li> <li>• Các tỉnh phải có quy hoạch tổng thể nhà ở xã hội để khuyến khích các chủ đầu tư nghiên cứu và xin đầu tư.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Luật Nhà ở 2023 mang lại nhiều lợi ích hơn cho các chủ đầu tư nhà ở xã hội, như mang lại nhiều khách hàng hơn và nhiều lợi nhuận hơn từ các phần thương mại của dự án nhà ở xã hội.</li> <li>• Một số doanh nghiệp bất động sản nhà ở được hưởng lợi như VHM, NLG và KBC.</li> </ul>

Cùng với việc thông qua hai luật sửa đổi, Luật Đất đai sửa đổi cũng được thông qua vào ngày 18/1/2024. Một số điểm sửa đổi và tác động chính đến thị trường bất động sản như sau:

Điểm thay đổi chính	Luật Đất đai sửa đổi năm 2024	Nhận xét
Quy định rõ ràng về khu đô thị được Nhà nước hỗ trợ thu hồi đất	<b>Điều 79, khoản 27: Thực hiện dự án đầu tư xây dựng đô thị có công năng sử dụng hỗn hợp, hạ tầng kỹ thuật, hạ tầng xã hội có nhà ở</b> theo quy định của luật xây dựng để xây dựng mới hoặc cải tạo.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Quy định rõ hơn về việc có công năng hỗn hợp, đồng bộ về kỹ thuật và xã hội.</li> <li>Trước đó, Nghị định 15/2021 quy định khu đô thị phải trên 20 ha và trong khi các Luật hiện tại đang không quy định rõ ràng về điều kiện này.</li> <li>➔ <b>Các chủ đầu tư bất động sản niêm yết đang triển khai các dự án lớn sẽ hưởng lợi như VHM &amp; NLG.</b></li> </ul>
Chuyển đổi mục đích sử dụng đất từ đất khác sang đất ở	<b>Điều 127, khoản 6:</b> Cá nhân/tổ chức có quyền sử dụng <b>đất ở hoặc đất ở và đất khác đề xuất</b> , có đề xuất dự án đầu tư nhà ở thương mại phù hợp với quy hoạch sử dụng đất, có đề nghị chuyển mục đích sử dụng đất mà được cơ quan nhà nước có thẩm quyền chấp thuận chủ trương đầu tư đồng thời chấp thuận nhà đầu tư theo quy định của pháp luật về đầu tư thì được sử dụng đất để thực hiện dự án	<ul style="list-style-type: none"> <li>Quy định rõ hơn việc không cho phép hình thức chuyển đổi từ đất khác (đất nông nghiệp, phi nông nghiệp...) lên dự án nhà ở thương mại.</li> <li>Thay vào đó, dự án phải có đất ở trong diện tích đất dự án thì mới xin chuyển đổi lên dự án nhà ở thương mại.</li> <li>Hạn chế các nhà đầu tư chuyển đổi từ đất nông nghiệp lên dự án nhà ở thương mại mà không thông qua hình thức đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư.</li> </ul>
Chi phí đền bù khi thu hồi đất	<b>Điều 102, khoản 4</b> Ủy ban nhân dân cấp tỉnh công bố giá đền bù thực tế về nhà ở, công trình xây dựng để làm căn cứ tính toán mức bồi thường khi thu hồi đất. <b>Đơn giá đền bù</b> quy định đảm bảo <b>phù hợp với giá thị trường</b> và phải được xem xét điều chỉnh khi có biến động.	Chi phí bồi thường sẽ theo sát giá thị trường do được điều chỉnh theo bảng giá đất. Do đó, chi phí đền bù sẽ có xu hướng tăng lên. ➔ <b>Các chủ đầu tư niêm yết có đất sạch như NLG, KDH và SJS sẽ được hưởng lợi khi chi phí đền bù các dự án mới tăng lên.</b>
Định giá đất	<b>Điều 158</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Định giá đất theo nguyên tắc thị trường;</li> <li>4 Phương pháp định giá bao gồm: <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <b>Phương pháp so sánh</b> được thực hiện bằng cách bằng cách điều chỉnh mức giá ít nhất 3 thửa đất có cùng mục đích sử dụng đất, tương đồng nhất định về các yếu tố có ảnh hưởng đến giá đất đã chuyển nhượng trên thị trường, đã trúng đấu giá quyền sử dụng đất mà người trúng đấu giá đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính (phương pháp ưu tiên).</li> <li>✓ <b>Phương pháp thu nhập</b> cho các thửa đất phi nông nghiệp (không phải đất ở), đất nông nghiệp mà không sử dụng được phương pháp so sánh. Phương pháp này được thực hiện bằng cách lấy thu nhập ròng bình quân năm trên một diện tích đất chia cho lãi suất tiền gửi tiết kiệm bình quân của loại tiền gửi bằng tiền Việt Nam kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng thương mại quốc doanh của 3 năm liền kề;</li> <li>✓ <b>Phương pháp thặng dư</b> được thực hiện bằng cách lấy tổng doanh thu ước tính trừ đi tổng chi phí ước tính của khu đất trên cơ sở sử dụng đất có hiệu quả nhất theo quy hoạch sử dụng đất được phê duyệt;</li> <li>✓ <b>Phương pháp hệ số điều chỉnh giá đất</b> được thực hiện bằng cách lấy giá đất trong bảng giá đất nhân với hệ số điều chỉnh giá đất.</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Phương pháp quan trọng nhất đối với chủ đầu tư bất động sản là <b>phương pháp thặng dư</b> vì các dự án đang triển khai thường khó xác định giá đất khi sử dụng phương pháp so sánh.</li> <li>Tuy nhiên, phương pháp thặng dư vẫn khó thực hiện do phải sử dụng nhiều giả định khi thực hiện định giá. Phương pháp này sẽ cần đưa ra các hướng dẫn cụ thể hơn từ Chính Phủ.</li> <li>Trong khi đó, <b>Phương pháp so sánh</b> là phương pháp được ưu tiên lựa chọn theo Luật Đất Đai, do vậy, chi phí sử dụng đất sẽ có xu hướng theo giá thị trường.</li> <li>➔ <b>Các DN có sẵn quỹ đất sạch và tiềm lực tài chính mạnh (như VHM, NLG, KDH, SJS, DXG và TAL) sẽ có lợi khi triển khai dự án nhanh hơn.</b></li> </ul>
Bảng giá đất	<b>Điều 159</b> Ủy ban nhân dân cấp tỉnh xây dựng, trình Hội đồng nhân dân cùng cấp quyết định Bảng giá đất lần đầu để công bố và áp dụng từ ngày 01 tháng 01 năm 2026. Bảng giá đất được điều chỉnh hàng năm.	Giá đất sẽ được cập nhật sát theo giá thị trường do sử dụng các phương pháp định giá đất theo nguyên tắc thị trường. Chi phí thuê đất trả tiền hàng năm sẽ có xu hướng tăng. ➔ <b>Các chủ đầu tư sử dụng đất và trả tiền hàng năm sẽ có thể chịu ảnh hưởng khi chi phí thuê đất tăng.</b>

- **Các biện pháp đảm bảo tính minh bạch của thị trường và hạn chế đầu cơ.** Giai đoạn 2023-2024 ghi nhận việc sửa đổi một số quy định quan trọng liên quan đến thị trường bất động sản và Chính phủ cũng yêu cầu minh bạch hơn, hạn chế đầu cơ bất động sản. Một số điểm chính đã được sửa đổi trong luật mới và vẫn đang được thảo luận như sau:
  - ✓ Luật mới yêu cầu nhiều hơn về năng lực tài chính để triển khai dự án bất động sản, bao gồm chi phí đền bù đất theo giá thị trường, giảm nguồn vốn từ người mua với tối đa giá trị đặt cọc 5% trên giá trị sản phẩm trước khi ký hợp đồng mua bán. Những điểm mới này sẽ có hiệu lực vào năm 2025, gây áp lực lên các chủ đầu tư nhỏ và do vậy, họ sẽ phải tìm kiếm đối tác hoặc thoái vốn khỏi các dự án trong



năm 2024. Do đó, chúng tôi kỳ vọng hoạt động M&A trong năm 2024 sẽ có khả năng phục hồi, đặc biệt ở các tỉnh có quy hoạch tổng thể tới năm 2030, và từ đó định hướng cho các chủ đầu tư tìm những lô đất ở phù hợp phát triển các dự án bất động sản từ năm 2025 trở đi. Tính đến cuối năm 2023, đã có 31 quy hoạch tổng thể cấp tỉnh tới năm 2030 được phê duyệt, nhưng TP. Hà Nội và TP. HCM vẫn chưa có tên trong danh sách.

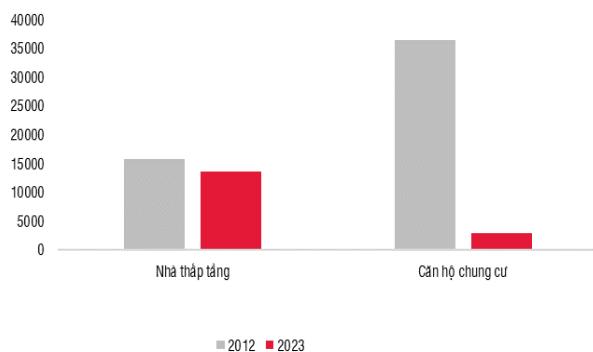
- ✓ Quan trọng nhất, Ủy ban Thường vụ Quốc hội đã yêu cầu Chính phủ xem xét tăng thuế đối với người sở hữu nhiều đất/nhà để hạn chế tình trạng đầu cơ ở thị trường bất động sản. Nếu thành hiện thực, nhu cầu về nhà ở có thể giảm ngay sau khi thông tin chi tiết về thuế mới được công bố. Điều này có thể có tác động kém tích cực đến ngành bất động sản, do đó vấn đề này cần phải được theo dõi chặt chẽ trong năm 2024.

## 2. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung sẽ tăng lên trong năm 2024

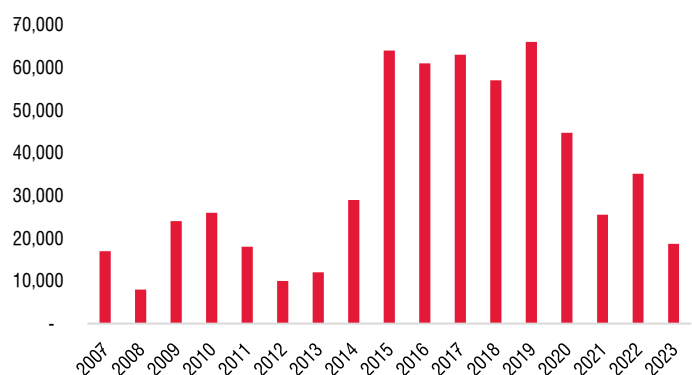
Theo báo cáo của Bộ Xây dựng về thị trường bất động sản Việt Nam trong Q4/2023, tổng lượng tồn kho trên 53 tỉnh trong Q4/2023 chỉ có 16.315 căn, bao gồm 2.826 căn hộ chung cư, 5.173 căn thấp tầng và 8.316 lô đất nền. So với chu kỳ giảm trước đó của thị trường bất động sản Việt Nam từ năm 2012, thị trường bất động sản có lượng tồn kho lớn, khoảng 42.230 căn, bao gồm 26.444 căn hộ chung cư và 15.786 căn thấp tầng.

Hơn nữa, nhu cầu nhà ở tại TP. Hà Nội và TP. HCM trong giai đoạn 2016-2019 khi nền kinh tế tăng trưởng ổn định là từ 60-70 nghìn căn hộ chung cư được giao dịch/năm. Theo báo cáo của Bộ Xây dựng trong Q4/2023, chỉ có 2.826 căn tồn kho, cho thấy thị trường bất động sản đang thực sự thiếu nguồn cung.

Hàng tồn kho bất động sản trong năm 2012 và 2023 (Căn)



Số lượng căn hộ giao dịch tại TP. HN và TP. HCM (căn)



Nguồn: Báo cáo BXD, SSI Research tổng hợp

Nguồn: CBRE, Savills, SSI Research tổng hợp

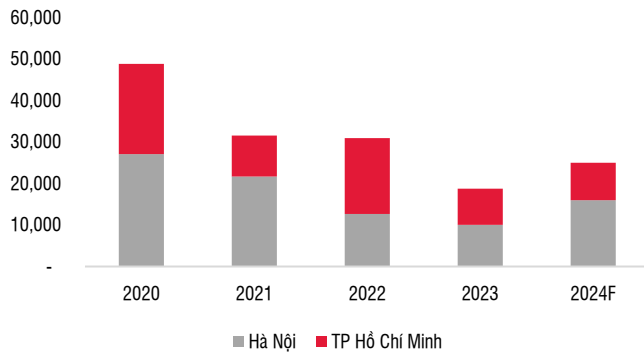
Theo CBRE, nguồn cung mới đối với căn hộ và biệt thự/nhà liền kề tại TP. Hà Nội/TP. HCM dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2024 lần lượt là 25.000 căn (tăng 33% svck) và 6.000 căn (tăng 168% svck). Nhờ một số lý do sau:

- i) Các chủ đầu tư tích cực các hoạt động bán hàng khi người nhà mua cải thiện được tâm lý hoàn tất thủ tục pháp lý dự án và ra mắt dự án sau khi tâm lý thị trường được cải thiện và lãi suất cho vay mua nhà điều chỉnh.
- ii) Nghị định 12 về định giá đất và hướng dẫn chi tiết các phương pháp định giá đất như đã đề cập ở trên, và
- iii) Các hoạt động M&A sẽ diễn ra nhiều hơn như đề cập ở trên.

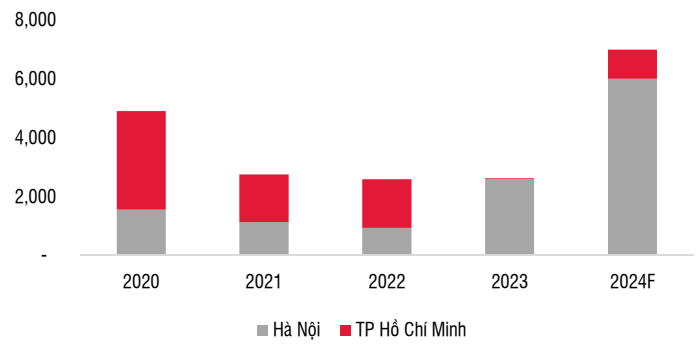
Tuy nhiên, những hạn chế của năm trước vẫn có thể tiếp diễn trong năm 2024, như thời gian phê duyệt quy hoạch kéo dài, áp lực đáo hạn trái phiếu và thanh kiểm tra của Chính Phủ, có thể khiến các dự án mới bị trì hoãn trong năm 2024, do đó chúng tôi cho rằng con số thực tế có thể thấp hơn

dự báo của CBRE cho năm 2024.

#### Nguồn cung căn hộ mới (căn)



#### Nguồn cung biệt thự/nhà phố mới (căn)



Nguồn: Savills, CBRE

Nguồn: Savills, CBRE

### 3. Nhu cầu cải thiện nhưng có tốc độ cải thiện chậm

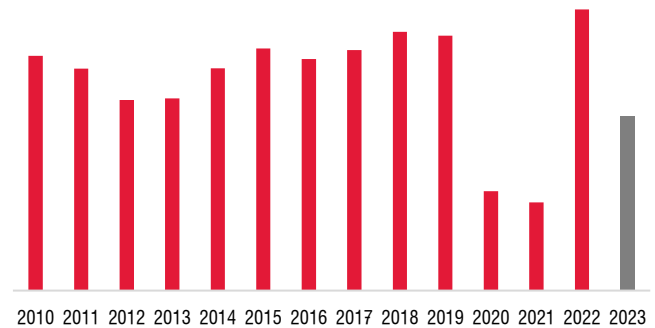
Chúng tôi cho rằng nhu cầu nhà ở đang được cải thiện hơn nhờ 2 lý do chính sau:

- Tăng trưởng GDP năm 2024 phục hồi

Ngoài giai đoạn 2020-2021- giai đoạn dịch Covid-19, năm 2023 là được coi là năm khó khăn nhất kể từ năm 2010 với mức tăng trưởng GDP là 5,05%. Suy thoái kinh tế đã tác động đáng kể đến nhu cầu nhà ở.

Theo dự báo của IFC/ADB và SSI Research, tăng trưởng GDP năm 2024 dự kiến sẽ ở mức 5,8%-6,5%, tăng nhẹ so với mức tăng trưởng năm 2023. Do đó, thu nhập hộ gia đình trong nước và nhu cầu nhà ở dự kiến sẽ phục hồi vào nửa cuối năm 2024.

#### Tăng trưởng GDP Việt Nam (%)



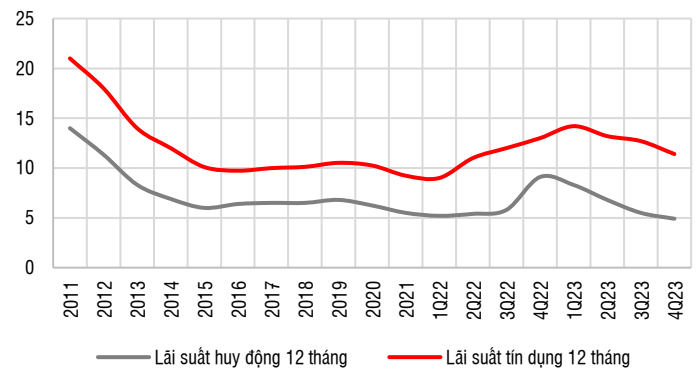
Nguồn: TCTK, SSI tổng hợp

- Lãi suất cho vay mua nhà dự kiến sẽ thấp hơn mức trung bình Q4/2023 và duy trì ổn định trong thời gian sau đó.

Lãi suất huy động tiếp tục giảm từ giữa tháng 3/2023 và giảm đáng kể xuống mức 4,9% trong Q4/2023 từ mức trung bình 9,1% trong Q4/2022. Do đó, lãi suất cho vay có khả năng giảm từ mức 11% trong Q4/2023.

Ngoài ra chúng tôi cũng quan sát thấy, trong năm 2023, một số ngân hàng trong nước đã đưa ra các gói cho vay mua nhà dành cho người mua nhà với lãi suất ưu đãi duy trì ổn định 3 năm là khoảng dưới 8%/năm, như BID và VCB. Lãi suất ưu đãi này tương đương với mức lãi suất cho vay mua nhà giai đoạn 2016-2019 khi lượng giao dịch chung cư tại TP. Hà Nội và TP. HCM tăng cao hơn (60-70 nghìn căn/năm). Do đó, lãi suất cho vay mua nhà này có thể giúp cải thiện nhu cầu trong năm 2024.

Lãi suất cho vay và lãi suất huy động (%)



Nguồn: TCTK, SSI tổng hợp

#### 4. Thanh khoản thị trường khởi sắc trong năm 2024

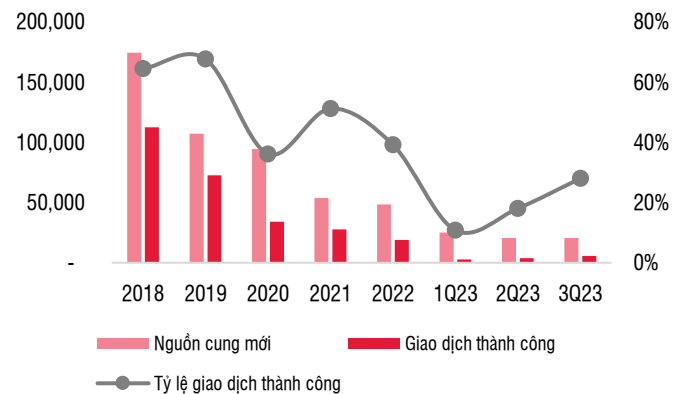
**Chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ phục hồi.** Sau khi giảm xuống mức thấp kỷ lục 11% trong Q1/2023, tỷ lệ hấp thụ đã phục hồi lên 28% với 5.770 giao dịch thành công trong Q3/2023, đây là dấu hiệu cho thấy thị trường bất động sản phục hồi.

Có một số vấn đề trong giai đoạn 2022-đầu 2023 khiến người mua nhà/nhà đầu tư “chờ đợi và quan sát” đó là danh tiếng của chủ đầu tư, lãi suất cho vay mua nhà cao và kỳ vọng chung về giá nhà đất thấp hơn. Trên thực tế, trong năm 2023, các vấn đề đều đã được giải quyết khi chủ đầu tư chứng minh được tính minh bạch cho các dự án, các ngân hàng trong nước cũng đưa ra lãi suất cho vay mua nhà tốt hơn và không còn kỳ vọng giá tiếp tục giảm do nguồn cung hạn chế. Ngoài ra, để thu hút người mua nhà, các chủ đầu tư đã đưa ra các chương trình khuyến mại ưu đãi như chương trình 0% lãi suất trong 12-24 tháng đầu, chiết khấu trên giá niêm yết nhiều hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng người mua nhà/nhà đầu tư sẽ dần lấy lại niềm tin khi mua nhà trong năm 2024.

Điều kiện thị trường như vậy cũng đã được phản ánh doanh số bán hàng tốt hơn của một số chủ đầu tư niêm yết như NLG và KDH khi đã mở bán/tiếp tục bán được các sản phẩm của mình ra thị trường trong Q4/2023.

Mặt khác, theo chúng tôi quan sát chu kỳ trước từ 2012-2015, chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản vẫn cần thêm thời gian để hồi phục đến từ một số lý do sau: i) nền kinh tế phục hồi chậm, ước tính tăng trưởng GDP ở mức 5,8%-6,5% cho năm 2024; ii) các ràng buộc pháp lý đối với

Thanh khoản thị trường bất động sản



Nguồn: VARS, SSI Research

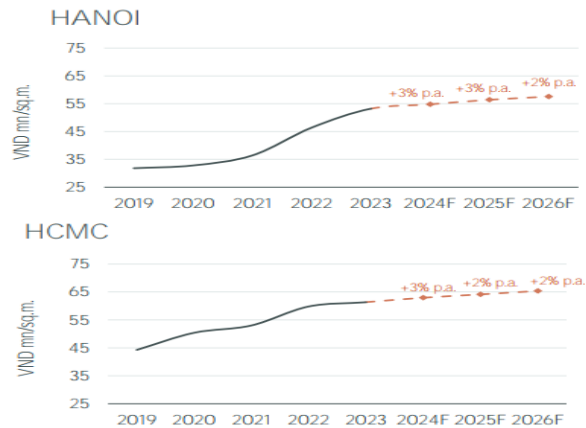
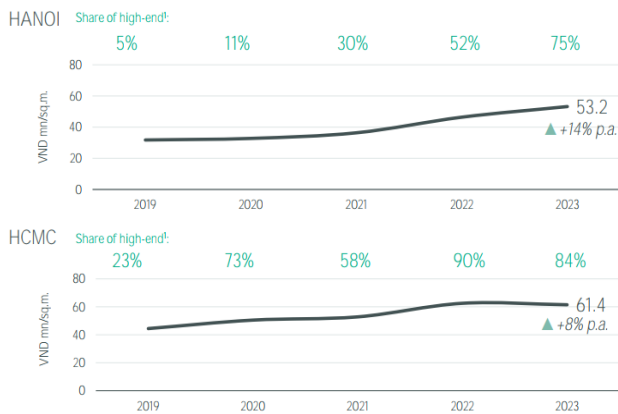
hiều dự án vẫn còn tồn tại và không thể giải quyết trong thời gian ngắn, điều này làm hạn chế nguồn cung mới; và iii) tiết kiệm cho nhu cầu đầu tư cần thời gian để phục hồi sau Covid-19 và suy thoái kinh tế giai đoạn 2022-2023.

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản nhà ở sẽ phục hồi nhẹ trong năm 2024 với thanh khoản tốt hơn năm 2023.

**Giá nhà sơ cấp dự kiến sẽ tiếp tục tăng.** Theo CBRE, giá trung bình nguồn cung căn hộ sơ cấp năm 2023 tăng lần lượt 14% và 8% tại TP. Hà Nội và TP. HCM, do: i) phân khúc cao cấp ra mắt trong năm 2023 đã chiếm phần lớn thị phần với 75% tổng nguồn cung tại TP. Hà Nội và 84% tại TP. HCM làm giá trung bình sơ cấp tăng cao; và ii) nguồn cung mới hạn chế như đã đề cập ở trên. Trong năm 2024, CBRE tiếp tục dự báo giá nhà sơ cấp tăng chủ yếu do nguồn cung cho năm 2024 thuộc phân khúc cao cấp.

### Giá nhà sơ cấp tại TP. Hà Nội & TP. HCM giai đoạn 2019-2023 (triệu đồng)

### Dự báo giá nhà sơ cấp giai đoạn 2024-2026



Nguồn: CBRE

Nguồn: CBRE

## 5. Nguồn tài trợ vốn mới để tái cấp vốn và đầu tư mới đến từ sự hỗ trợ của hệ thống ngân hàng cùng với việc huy động vốn cổ phần

Các công ty bất động sản thường tái tài trợ hoặc huy động vốn mới để đầu tư vào các dự án mới bằng cách phát hành trái phiếu mới, vay ngân hàng và/hoặc phát hành cổ phần.

Trong năm 2023, khi thị trường trái phiếu chứng lại do các nhà đầu tư bán lẻ lo ngại về các vấn đề phát sinh đối với trái phiếu khi một số tổ chức phát hành đã sử dụng tiền thu được từ trái phiếu không đúng mục đích trong năm 2022, các chủ đầu tư đã hạn chế sử dụng trái phiếu phát hành. Do đó, các chủ đầu tư đã sử dụng nguồn vốn vay ngân hàng hoặc bán tài sản để tái cấp vốn cho các dự án (hoặc huy động vốn thông qua tăng vốn chủ sở hữu). Với sự phục hồi của thị trường chứng khoán trong năm 2023 với mức tăng 12% svck cũng như lãi suất cho vay giảm, các chủ đầu tư dự kiến sẽ tiếp tục phát hành cổ phần mới hoặc vay từ các ngân hàng trong nước trong năm 2024.

Trong năm 2023, có một số chủ đầu tư niêm yết có kế hoạch vay và huy động thêm vốn từ cả cổ đông hiện hữu và các nhà đầu tư khác. Chúng tôi cho rằng các khoản vay ngân hàng và vốn chủ sở hữu sẽ là nguồn chính để cơ cấu lại các khoản nợ hiện tại và đầu tư vào các dự án mới trong năm 2024. Một số hoạt động của các chủ đầu tư niêm yết như sau:

Cổ phiếu	Kế hoạch tăng vốn
DIG	Dự kiến vay hơn 2 nghìn tỷ tổng với thời hạn vay 5 năm vào Q4/2023.
NLG	Bảo lãnh cho công ty con vay 1,3 nghìn tỷ đồng để đầu tư vào một dự án bất động sản
NVL	Dự kiến phát hành cổ phiếu mới cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 10:6 với giá 10.000 đồng/cổ phiếu. Dự kiến vay 10 nghìn tỷ đồng để tài trợ cho dự án tại tỉnh Bình Thuận.
PDR	Dự kiến phát hành cổ phiếu mới cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 5,5:1 với giá 10 nghìn đồng/cổ phiếu. Dự kiến vay 3,2 nghìn tỷ đồng để tài trợ cho dự án tại tỉnh Bình Dương.
DXG	Đã phát hành cổ phiếu mới cho cổ đông hiện hữu với giá 12 nghìn đồng/cổ phiếu trong tháng 12/2023.

## 6. Chúng tôi dự báo lợi nhuận năm 2024 sẽ giảm

Theo thông lệ, doanh thu bất động sản thường được ghi nhận khi dự án được bàn giao cho khách hàng, có nghĩa là doanh thu và lợi nhuận kỳ vọng năm 2024 phụ thuộc vào doanh thu chưa ghi nhận và theo tiến độ của từng dự án riêng của các chủ đầu tư.

Do thị trường bất động sản trong nửa cuối năm 2022 và cả 2023 chững lại, chúng tôi cho rằng lợi nhuận năm 2024 có thể sẽ giảm ở cả những doanh nghiệp vốn hóa lớn và vừa, như VHM, KDH và DXG. Riêng NLG dự kiến sẽ có tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024 do việc hoàn bàn giao căn hộ đã bán từ năm 2022 và việc ghi nhận giao dịch chuyển nhượng 25% cổ phần còn lại của dự án Paragon.

Đối với VHM, VHM ghi nhận kết quả khả quan với việc bàn giao các căn hộ thấp tầng tại Vinhomes Ocean Park 2 và 3 trong năm 2023, doanh thu chưa ghi nhận có xu hướng giảm từ mức đỉnh tháng 6/2022 là 129,3 nghìn tỷ đồng xuống còn 99,7 nghìn tỷ đồng trong 2023. Trong năm 2024, VHM dự kiến sẽ triển khai mở bán các dự án mới như Vinhomes Cổ Loa – TP. Hà Nội, Vinhomes Vũ Yên - TP. Hải Phòng, Vinhomes Wonder Park - Tp. Hà Nội.

Đối với KDH, chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ giảm 24,5% svck với đóng góp chính từ việc bán và bàn giao căn thấp tầng ở dự án The Classia gần đây nhất và bàn giao căn cao tầng ở dự án Privia sau khi mở bán vào tháng 11/2023.

Ngược lại, chúng tôi ước tính lợi nhuận của NLG có thể phục hồi vào năm 2024 sau 2 năm sụt giảm, với LNST thuộc cổ đông công ty mẹ ước đạt 1,03 nghìn tỷ đồng (tăng 114,0% svck) nhờ việc tiếp tục bàn giao các dự án Akari, Mizuki, Southgate, Izumi City và chuyển nhượng 25% cổ phần còn lại của Paragon.

## 7. Định giá ngành

Sau khi hệ số P/E giảm từ 23,9x vào giữa năm 2022 xuống 14,9x tại thời điểm cuối năm 2022, định giá ngành bất động sản năm 2023 được giao dịch trong phạm vi thu hẹp hơn nhưng vẫn ở mức P/E trung bình thấp hơn là 12,3x tại thời điểm cuối năm, tương đương P/E mức đáy trong 5 năm qua.

Cổ phiếu bất động sản được giao dịch trong phạm vi P/E thấp và có thể được giải thích bởi: i) doanh số bán hàng tích cực trong năm 2022 của Vinhomes, chủ đầu tư lớn nhất trong ngành, khiến lợi nhuận toàn ngành khả quan trong năm 2023; và ii) lợi nhuận năm 2024 ước tính thấp hơn. Do đó, P/E dự phóng của ngành dự kiến sẽ cao hơn trong năm 2024.

Trong năm 2023, P/B của ngành đã có xu hướng giảm từ 1,5x vào đầu năm xuống 1,2x vào cuối năm. Đây là mức hấp dẫn đối với những cổ phiếu nắm giữ dài hạn, tuy nhiên cổ phiếu bất động sản trong ngắn hạn có thể sẽ phục hồi chậm. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng vẫn có nhiều cơ hội lựa chọn đầu tư cho năm 2024.

Hệ số P/E và P/B của ngành bất động sản



Nguồn: Fiinpro, SSI Research

## 8. Khuyến nghị

Với quan điểm trung lập về ngành, chúng tôi không kỳ vọng ngành bất động sản nhà ở sẽ phục hồi mạnh trong năm 2024.

CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng doanh thu			Tăng trưởng NPATMI		
	1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
DXG	N.a	N.a	18.500	-45,4%	-32,8%	N.a	-81,4%	-17,9%	N.a
KDH	0,2%	30.950	30.900	-22,1%	-28,1%	58,6%	-8,3%	-35,0%	6,7%
NLG	5,5%	40.600	38.500	-16,6%	-26,7%	115,5%	-48,1%	-13,0%	114,0%
VHM	70,6%	70.800	41.500	-26,6%	65,6%	N.a	-25,7%	14,9%	N.a
TAL	N.a	N.a	42.500	280,2%	14,5%	4,3%	202,5%	37,4%	18,3%

### Yếu tố hỗ trợ:

- Chính phủ ban hành chính sách hỗ trợ mạnh nhằm tăng cường thanh khoản thị trường.
- Các quy định rõ ràng và chính sách hỗ trợ của Chính quyền nhằm giải quyết vấn đề pháp lý của các dự án bất động sản giúp tăng thêm nguồn cung cho thị trường.

### Rủi ro:

- Lãi suất tăng lên.
- Quy định pháp luật chặt hơn làm hạn chế cung và cầu.

## Cổ phiếu ưa thích: NLG. Cổ phiếu theo dõi: TAL

Với quan điểm trung lập về ngành, chúng tôi chỉ đưa NLG vào danh sách cổ phiếu ưa thích nhờ ước tính lợi nhuận phục hồi mạnh. Ngoài ra, chúng tôi cũng đưa TAL vào danh sách cổ phiếu theo dõi.

### 1. CTCP Đầu tư Nam Long (NLG: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 38.500 Đồng/cp; Giá mục tiêu: 40.600 Đồng/cp.**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Trong phạm vi nghiên cứu, chúng tôi ưa thích cổ phiếu NLG do có các dự án đã sẵn sàng để bán. Chỉ một số ít chủ đầu tư trong nước có thể sở hữu các khu đất dự án lớn với pháp lý rõ ràng. Với lượng hàng tồn kho lớn, NLG có thể tận dụng sự phục hồi của thị trường để bán sản phẩm. Trong năm 2023, NLG đã đạt được doanh số bán hàng đáng kể với hơn 3,9 nghìn tỷ đồng, tương đương 37% doanh số bán hàng năm 2022 – là năm ghi nhận kết quả doanh số bán hàng tốt nhất của NLG.
  - ✓ Từ năm 2024, NLG có khả năng tiếp tục bán sản phẩm từ các dự án hiện tại như dự án Akari, Mizuki Park-HCMC, Izumi City tại tỉnh Đồng Nai, Southgate – tỉnh Long An và Nam Long 2 Central Lake – tỉnh Cần Thơ và Nam Long Hải Phòng 1- TP. Hải Phòng.
  - ✓ Về dài hạn, NLG dự kiến sẽ triển khai giai đoạn tiếp theo của dự án Waterpoint tại tỉnh Long An, với tổng diện tích 190 ha. Giai đoạn 1-Southgate đang được triển khai với doanh số hàng hàng đạt 1,3 nghìn tỷ đồng trong 11T2023.
  - ✓ Bảng cân đối kế toán mạnh và quản lý rủi ro ổn định: NLG duy trì bảng cân đối kế toán mạnh với tỷ lệ nợ/VCSH thấp, giúp NLG có thể phát triển dự án liên tục và giữ được uy tín khi bàn giao đúng hạn.
  - ✓ Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh thu NLG và NPATMI của NLG lần lượt đạt 6,85 nghìn tỷ đồng (tăng 116% svck) và 1,03 nghìn tỷ đồng (tăng 103,9% svck). Biên lợi nhuận gộp có thể duy trì ổn định ở mức 49% trong năm 2024, tương đương mức trong năm 2023, do doanh số bán căn hộ tại dự án Akari City và Mizuki Park tại TP. HCM có biên lợi nhuận thấp hơn. Ở mức giá 39.100 đồng ngày 30/1/2024, cổ phiếu NLG giao dịch ở mức P/E và P/B dự phóng năm 2024 lần lượt là 15,6x và 1,5x.
- **Yếu tố hỗ trợ:**
  - ✓ Lượng tồn kho lớn tại TP. HCM và các đô thị Cấp 2 như Long An, Đồng Nai, Cần Thơ, Hải Phòng có thể đáp ứng nhu cầu trong khi các dự án khác tiếp tục bị vướng mắc thủ tục pháp lý.
  - ✓ NLG duy trì được uy tín khi bán sản phẩm có tính pháp lý rõ ràng và bàn giao sản phẩm đúng hạn. Do đó, cùng với việc nguồn cung mới hạn chế, giá bán sản phẩm của NLG được dự báo sẽ tăng cao hơn.
  - ✓ Kết quả kinh doanh năm 2024 dự báo tốt hơn nhiều so với năm 2023 với việc ghi nhận doanh số bán hàng và lợi nhuận từ việc chuyển nhượng 25% cổ phần còn lại của Paragon.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Tỷ lệ hấp thụ tại nhiều dự án ở thành phố Cấp 2 thấp hơn dự kiến.

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	2.217	5.206	4.339	3.181	6.856
Tăng trưởng doanh thu thuần	-12,9%	134,8%	-16,6%	-26,7%	115,5%
Lợi nhuận gộp	671	1.778	1.984	1.562	3.373
Biên lợi nhuận gộp	30,26%	34,16%	45,73%	49,10%	49,20%
Thu nhập tài chính	727	445	386	246	360
Chi phí tài chính	-103	-112	-199	-305	-402
SG&A	-434	-997	-1155	-980	-1468
Thu nhập ròng khác	13	435	29	27	45
Lợi nhuận trước thuế	1.015	1.640	1.070	968	2.040
Lợi nhuận ròng	850	1.478	866	800	1.632
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-15,6%	73,8%	-41,4%	-7,5%	103,9%
Biên lợi nhuận ròng	38,4%	28,4%	19,9%	25,2%	23,8%
EPS (VND)	3.033	2.871	1.448	1.171	2.461

Nguồn: SSI Research



## 2. CTCP Đầu tư Bất động sản Taseco (TAL: UPCOM)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 22.500 Đồng/cp.**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ **Chúng tôi dự báo lợi nhuận của TAL sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2024** nhờ: i) mở bán khu dân cư tại Khu tái định cư Hải Yến, Thị trấn Nghi Sơn, tỉnh Thanh Hóa; ii) tiếp tục bán các dự án Ala carte Hạ Long, Central Riverside tại Thanh Hóa và Lương Sơn Riverview tại Hòa Bình; và iii) ghi nhận doanh số bán hàng tại tòa nhà chung cư N01-T6 tại Hà Nội và thu nhập tài chính bất thường việc thoái vốn tòa nhà văn phòng tại lô đất B2-CC4, Khu đô thị Starlake, Tp. Hà Nội. Theo đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận năm 2024 có thể đạt 631 tỷ đồng (tăng 31% svck) so với dự báo năm 2023 của chúng tôi là 480 tỷ đồng.
  - ✓ **Chúng tôi kỳ vọng thủ tục pháp lý và tiến độ triển khai các dự án nhanh chóng.** TAL đang triển khai một số dự án trọng điểm như Khu công nghiệp hỗ trợ Đồng Văn III tại tỉnh Hà Nam (diện tích đất 223 ha), khu đô thị mới phía Nam thị trấn Duy Tiên, tỉnh Hà Nam (diện tích đất 115,1 ha) và dự án Nam Sông Cầu tại tỉnh Thái Nguyên (diện tích 45,47 ha). Các thủ tục pháp lý và giải phóng mặt bằng đang được hoàn thiện. Nếu tiến triển tốt, TAL có thể sẽ có thêm quỹ đất để phát triển trong tương lai.
  - ✓ Với mức giá 22.500 đồng/cp tại ngày 31/1/2024, TAL đang giao dịch ở mức P/E 2024F là 10,7x, thấp so với các chủ đầu tư niêm yết khác.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Việc chậm bán sản phẩm và quy trình pháp lý kéo dài đối với các dự án đã triển khai và sắp triển khai.
  - ✓ Thị trường bất động sản chưa hồi phục như kỳ vọng.

## Tiện ích – Điện: Miền Bắc có thể tiếp tục thiếu điện trong năm 2024

Triển vọng năm 2024: Kém tích cực

Cổ phiếu theo dõi: PC1.

**Trong năm 2023, Ngành Điện có diễn biến vượt trội so với chỉ số VNIndex chủ yếu do tỷ suất cổ tức hấp dẫn và kỳ vọng cao hơn của thị trường về kết quả hoạt động của ngành.**

Trong năm 2023, Ngành điện tăng 18% vượt trội hơn so với chỉ số VNIndex với mức tăng 12%. Các cổ phiếu có mức tăng giá tốt nhất ngành bao gồm PC1 (+64%) và TV2 (+74%). Mức tăng giá của các cổ phiếu này có mối liên hệ chặt chẽ với kỳ vọng của thị trường về backlog của công ty nhờ các đại dự án sắp tới, bao gồm việc mở rộng đường dây truyền tải 500 kV Mạch 3 và xây dựng Nhà máy Nhiệt điện Sông Hậu 2.

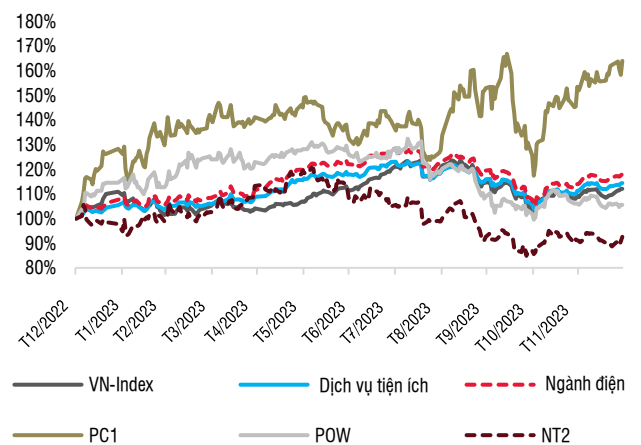
Các doanh nghiệp thủy điện có mức tăng giá vượt trội so với chỉ số VNIndex bao gồm: VSH (+63%), TMP (+56%), CHP (+24%), TBC (+38%), SHP (+33%), NTH (+28%), SBA (+23%), HJS (+20%) và SJD (+19%). Điều này là do lợi nhuận năm 2022 tăng trưởng ấn tượng (được hỗ trợ nhờ điều kiện thời tiết La Niña), giúp các doanh nghiệp có mức chi trả cổ tức ổn định trong năm 2023 (dao động khoảng 28% - 45% vốn điều lệ). Một số doanh nghiệp thậm chí đã công bố hoặc chi trả những đợt cổ tức đầu tiên của năm 2023 như VSH, TMP, CHP, TBC, NTH.

Các cổ phiếu liên quan đến nhiệt điện than cũng có diễn biến vượt trội như PGV (+40%), QTP (+36%), BTP (+26%), PPC (+25%), NBP (+16%) và HND (+19%). Chúng tôi cho rằng điều này là do tỷ suất cổ tức ổn định và kỳ vọng cao của thị trường đối với kết quả lợi nhuận của các doanh nghiệp này sẽ được hưởng lợi từ sản lượng cao so với cùng kỳ do thiếu điện (trên thực tế, chúng tôi nhận thấy lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2023 của các doanh nghiệp điện than sụt giảm với giá than cao hơn so với cùng kỳ là một trong những lý do chính).

Nhóm cổ phiếu có diễn biến giá kém khả quan so với VNIndex bao gồm S4A (+10%), HDG (+10%), DRL (+10%), POW (+6%), NT2 (-7%), GEG (-15%) và REE (-7%) do công suất phát điện thấp (do El Niño) trong năm 2023, các mỏ khí cạn kiệt, ngành bất động sản chững lại và ngành năng lượng tái tạo chưa có khởi sắc.

Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy NPATMI 9T2023 của tất cả các cổ phiếu trong ngành điện mà chúng tôi nghiên cứu đều giảm so với cùng kỳ. Trong đó, HJS và PC1 giảm nhiều nhất (lần lượt giảm 78% và 75% so với cùng kỳ). Lợi nhuận của TV2 ít giảm nhất (chỉ giảm 5% so với cùng kỳ).

Diễn biến ngành trong năm 2023



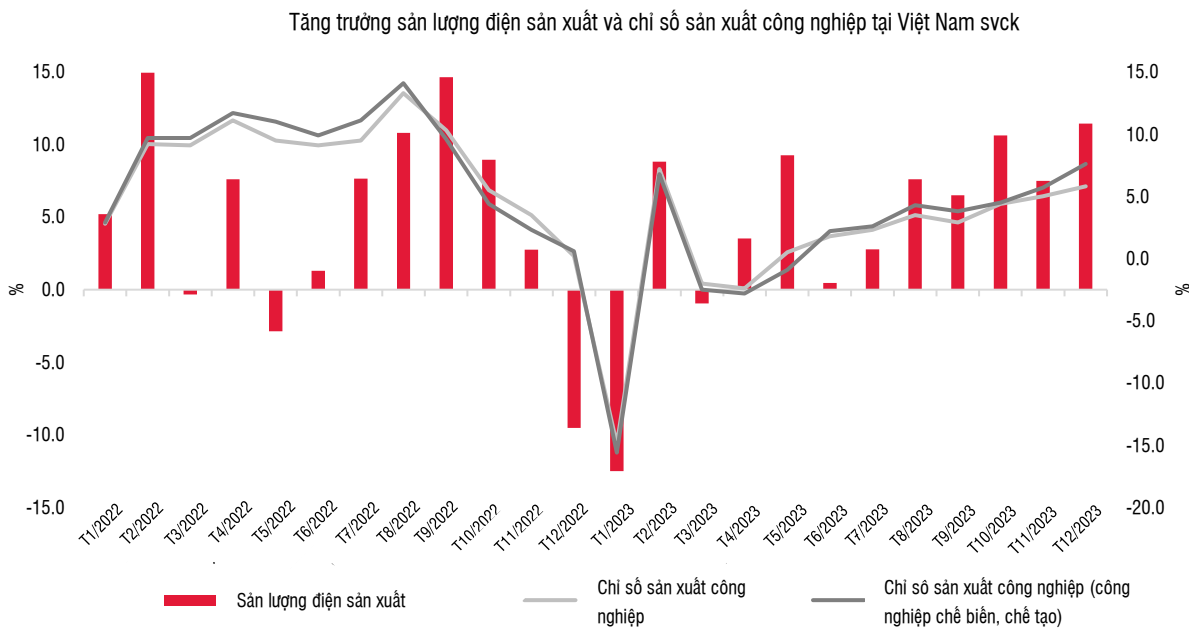
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

## Triển vọng năm 2024: Miền Bắc có thể tiếp tục thiếu điện khiến triển vọng ngành kém tích cực so với năm 2023

### Tình trạng thiếu điện trong năm 2023

- Thiếu hụt điện đè nặng lên sản lượng phát điện và mức tiêu thụ điện:** Sản lượng phát điện và tiêu thụ điện quốc gia năm 2023 lần lượt đạt 281 tỷ kWh (tăng 4,5% so với cùng kỳ) và 251 tỷ kWh (tăng 3,5% so với cùng kỳ). Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng nhu cầu điện lẽ ra phải cao hơn sản lượng phát điện và mức tiêu thụ điện quốc gia do tình trạng cắt điện thường xuyên và diện rộng ở miền Bắc, đặc biệt là trong tháng 5 và tháng 6.

**Biểu đồ 1: Tăng trưởng chi số sản xuất công nghiệp (IIP) tốt thúc đẩy nhu cầu điện năm 2023**

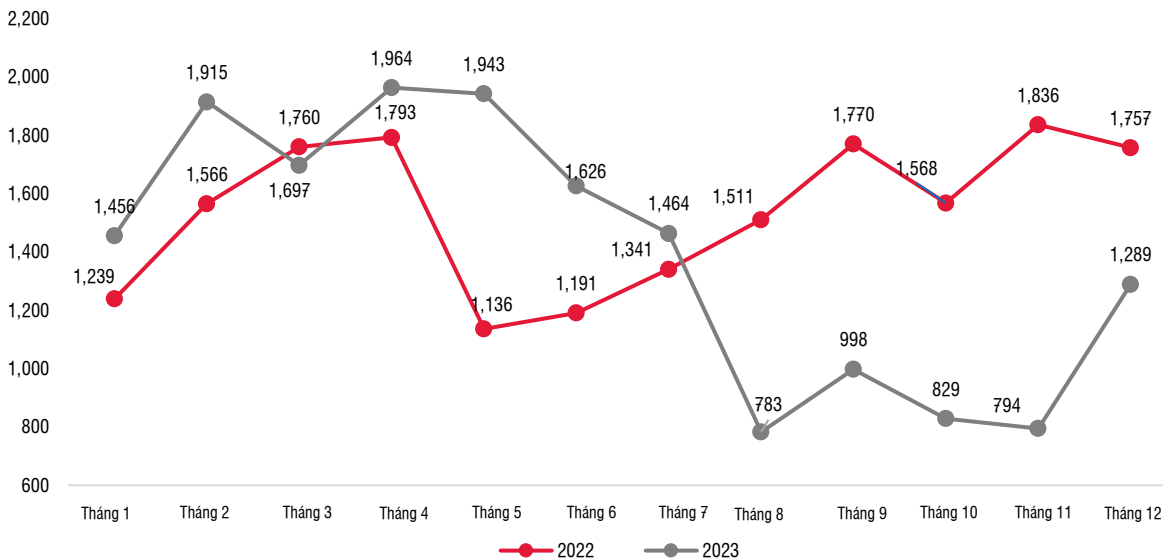


Nguồn: Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), Tổng cục Thống kê Việt Nam (GSO), Bộ Công Thương, SSI Research

- Tình trạng thiếu điện chủ yếu do chu kỳ El Niño và sự gia tăng công suất điện không đáng kể ở miền Bắc** trong Q2/2023 khi hiện tượng El Niño tác động tiêu cực đến mực nước hồ chứa của các nhà máy thủy điện. Theo EVN, trong tháng 4 và đầu tháng 5/2023, lượng nước về các hồ chỉ đạt dưới 50% bình quân nhiều năm (con số này tại một số hồ thậm chí chỉ đạt 20%), khiến nhiều nhà máy thủy điện phải dừng hoạt động, thậm chí phải đóng cửa hoặc phải đối mặt với mực nước 'chết', đặc biệt là ở miền Bắc. Theo Cục Điều tiết Điện lực Việt Nam (ERAV), khu vực miền Bắc có thể cần từ 23.500 - 24.000 MW công suất điện để đáp ứng nhu cầu điện. Tuy nhiên, tổng công suất khả dụng có thể duy động chỉ khoảng 17.500 - 17.900 MW (trong đó khu vực miền Nam và miền Trung khoảng 2.600 MW) trong giai đoạn này. Chúng tôi lưu ý rằng công suất điện lắp đặt hiện tại ở miền Bắc là từ 26.000 - 27.000 MW (theo ước tính của chúng tôi), trong đó điện than và thủy điện vẫn là nguồn cung chính. Kể từ năm 2016, mức công suất này chỉ cải thiện trên danh nghĩa (trung bình 4%/năm so với mức trung bình 10%/năm trên toàn quốc), mà chúng tôi tin rằng đây là nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng thiếu điện. Từ cuối tháng 6/2023, do mùa khô đã kết thúc nên nhu cầu điện bớt căng thẳng hơn và mực nước cũng cải thiện, tình trạng thiếu điện dần dần giảm bớt kể từ đó.
- Giá thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) ở mức cao trong nửa đầu năm 2023 trước khi hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2023.** Trong Q1/2023, ngoại trừ tháng 2 (nhu cầu điện tăng trưởng tốt từ mức nền thấp của tháng 2/2022 do nghỉ Tết), giá CGM gần như không thay đổi so với cùng kỳ. Do thiếu điện trong Q2/2023, giá CGM đã tăng lên hơn 1.900 đồng/kWh trước khi hạ nhiệt từ tháng 6, nhờ tình trạng thiếu điện giảm bớt và

các nhà máy thủy điện hoạt động hiệu quả hơn so với nửa đầu năm 2023. Tính đến cuối tháng 12/2023, giá CGM ở mức 1.289 đồng /kWh. Chúng tôi ước tính giá CGM trung bình năm 2023 sẽ đạt 1.396 đồng/kWh.

**Biểu đồ 2: Giá CGM Việt Nam (đồng/kWh) đạt mức cao mới trong nửa đầu năm 2023 do nhu cầu điện cao và tình trạng thiếu điện**



Nguồn: EVN, Trung tâm Điều Độ Hệ thống điện Quốc gia (NLDC), ERAV, SSI Research

- Một mình nguồn điện tái tạo khó có thể giải quyết được tình trạng thiếu hụt:** Theo ước tính của EVN, trong năm 2023, tổng công suất lắp đặt điện khoảng 80.555 MW (tăng 2.672 MW so với năm 2022), trong đó mức tăng của năng lượng tái tạo khoảng 1.500 MW (tất cả đều là các dự án điện chuyển tiếp). Các nhà máy nhiệt điện than tiếp tục tạo ra phần lớn điện năng trong hệ thống điện (khoảng 46% sản lượng phát), tiếp theo là thủy điện và năng lượng tái tạo (lần lượt khoảng 29% và 14% sản lượng phát). So với các nhà máy nhiệt điện, công suất hoạt động của nhà máy tái tạo thường kém ổn định hơn, tùy thuộc vào điều kiện thời tiết. Trên thực tế, mặc dù các nguồn năng lượng tái tạo ở Việt Nam chiếm 27% tổng công suất lắp đặt, nhưng nguồn này chỉ tạo ra 14% tổng sản lượng phát điện quốc gia trong năm 2023. Chúng tôi cũng cho rằng sản lượng phát điện từ các nguồn thủy điện và điện khí thấp hơn svck do điều kiện mực nước không thuận lợi (như chúng tôi đã đề cập ở trên) và các mỏ khí đang dần cạn kiệt.

**Bảng 3: Công suất lắp đặt điện toàn quốc năm 2018 - 2023**

Đơn vị: MW	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Thủy điện	20.170	20.632	20.993	21.837	22.544	22.872
Nhiệt điện than	18.945	20.267	21.383	24.672	25.312	26.757
Điện khí	7.467	7.467	7.422	7.126	7.160	7.160
Năng lượng tái tạo	329	5.062	17.044	20.670	20.165	21.664
Các nguồn khác	1.662	3.151	2.500	2.316	2.702	2.102
<b>Tổng công suất</b>	<b>48.573</b>	<b>56.579</b>	<b>69.342</b>	<b>76.620</b>	<b>77.883</b>	<b>80.555</b>
Tăng trưởng (%)	3,8%	16,5%	22,6%	10,5%	1,6%	3,4%

Nguồn: EVN, MoIT, SSI Research

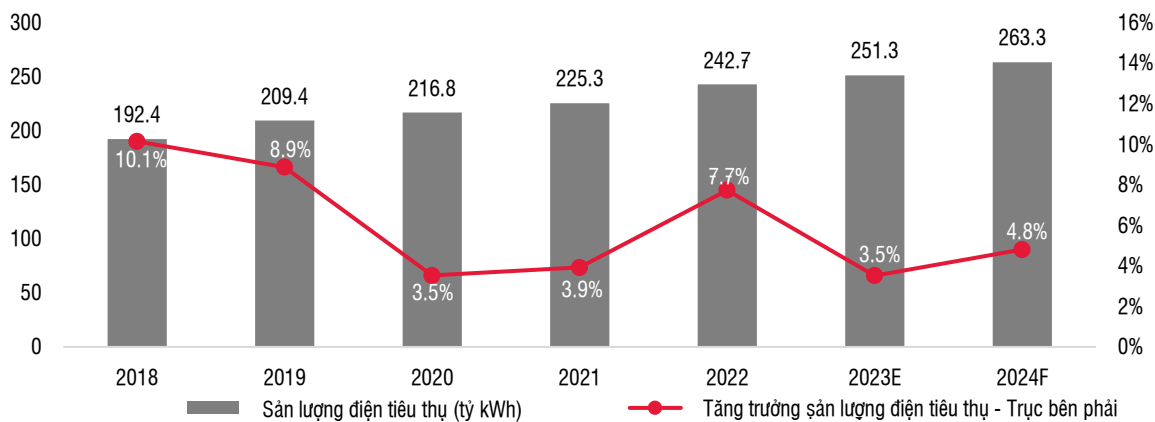
**Bảng 4: Sản lượng sản xuất và tiêu thụ điện năng toàn quốc giai đoạn 2022-2023**

Đơn vị: Tỷ Kwh	2022	2023	So với cùng kỳ
<b>Sản lượng phát điện</b>			
Thủy điện	95,1	80,9	-14,9%
Nhiệt điện than	104,9	129,6	23,5%
Điện khí	29,6	26,3	-11,0%
Năng lượng tái tạo	34,8	37,9	9,1%
Các nguồn khác	4,1	5,9	42,5%
<b>Tổng cộng</b>	<b>268,4</b>	<b>280,6</b>	<b>4,5%</b>
<b>Mức tiêu thụ điện</b>	<b>242,7</b>	<b>251,3</b>	<b>3,5%</b>

Nguồn: EVN, MoIT, SSI Research

### Tình trạng thiếu điện có thể tiếp diễn trong năm 2024

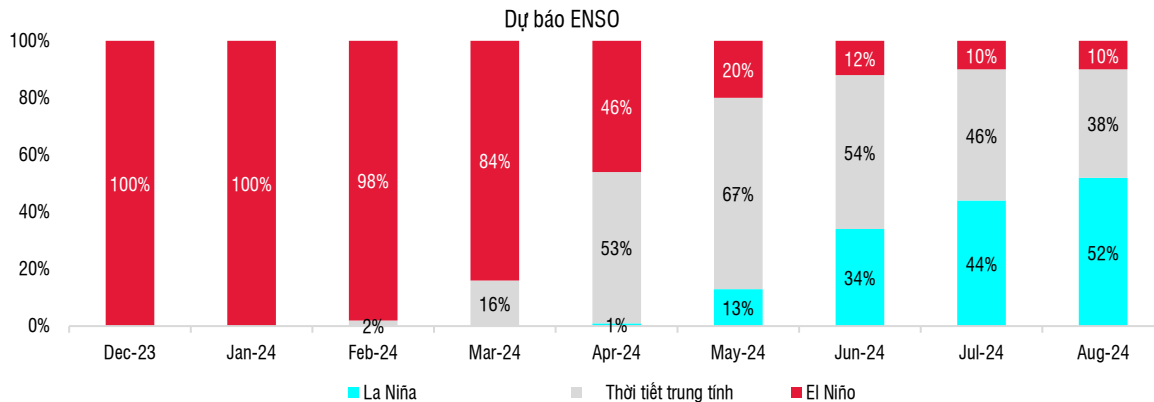
- **Chúng tôi kỳ vọng thị trường điện sẽ thắt chặt hơn vào năm 2024.** Tập đoàn Điện lực Việt Nam dự báo nhu cầu điện quốc gia năm 2024 sẽ tăng khoảng 9% so với cùng kỳ, nhưng dự kiến chỉ tăng công suất lắp đặt thêm 1.950 MW (tăng 2,4% so với cùng kỳ), chủ yếu ở miền Trung và miền Nam, điều này cho thấy thị trường điện có khả năng bị thắt chặt hơn và miền Bắc có thể tiếp tục thiếu điện. Chúng tôi kỳ vọng mức tiêu thụ điện sẽ đạt 263 tỷ (tăng 4,8% so với cùng kỳ), dựa trên giả định của chúng tôi về hệ số đàn hồi điện thương phẩm/GDP là 0,8, gần bằng mức năm 2023 vì chúng tôi cho rằng tăng trưởng tiêu thụ điện năm 2024 sẽ thấp hơn GDP (6% so với cùng kỳ theo ước tính của chúng tôi) do thiếu điện.

**Biểu đồ 5: Sản lượng tiêu thụ điện năng toàn quốc giai đoạn 2018-2023 và dự báo cho năm 2024**

Nguồn: EVN, NLDC, GSO, SSI Research

- **Đối với điều kiện thủy điện,** chúng tôi cho rằng hiệu suất hoạt động các nhà máy thủy điện sẽ ở mức vừa phải trong quý 1 năm 2024 để duy trì mực nước hợp lý trong trường hợp thiếu điện, vì El Niño hoặc thời tiết trung tính có thể là chu kỳ thời tiết chủ đạo trong nửa đầu năm 2024 (theo NOAA).

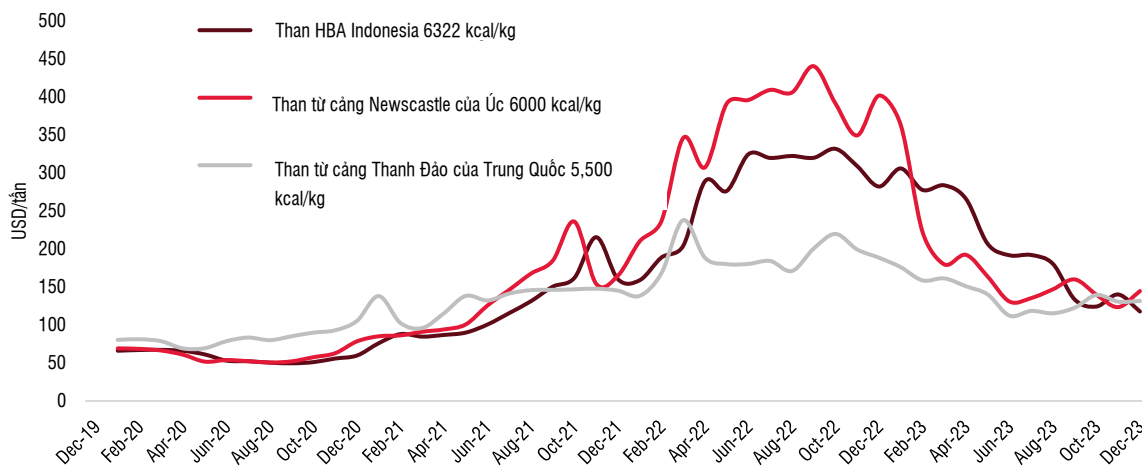
## Biểu đồ 6: Xác suất thấp xảy ra La Nina cho thấy hiện tượng El Nino hay điều kiện thời tiết trung tính sẽ tiếp tục chiếm ưu thế ít nhất cho đến tháng 6/2024



Nguồn: Cơ quan Khí quyển và Đại dương Quốc gia (NOAA), Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội (IRI), SSI Research (tính đến tháng 12/2023)

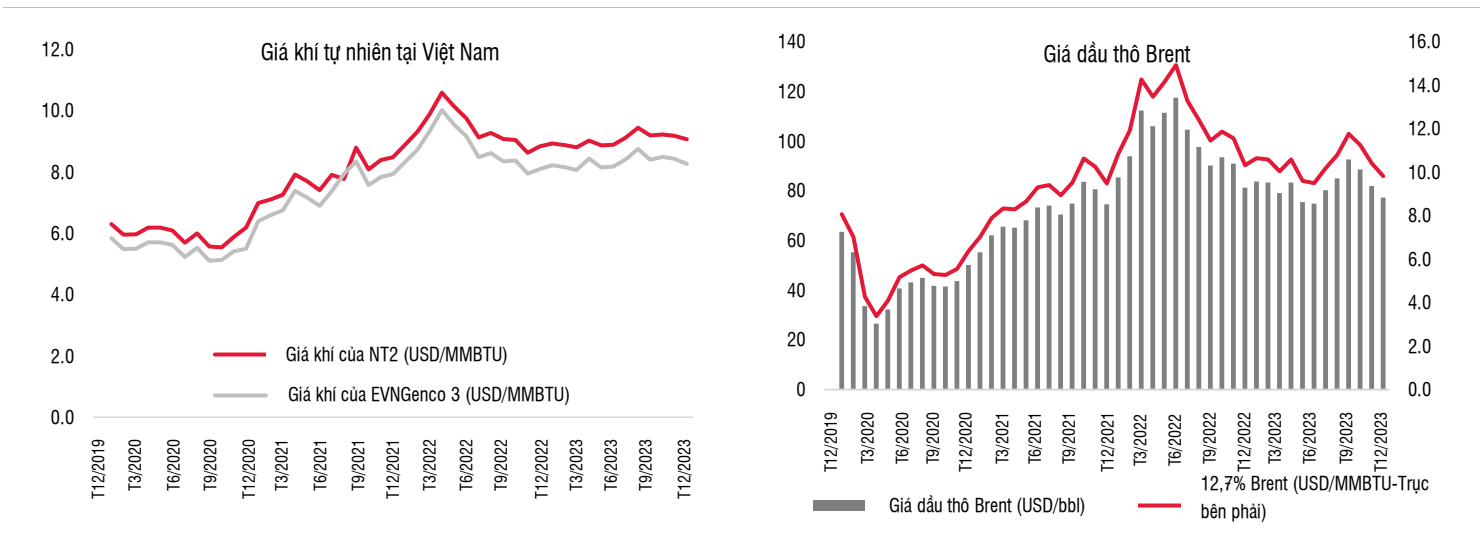
- Chúng tôi cũng lo ngại vấn đề than đầu vào ảnh hưởng đến giá cả và khả năng vận hành an toàn của các nhà máy nhiệt điện than.** Theo Bộ Công Thương, Vinacomin (TKV) và Tổng công ty Đông Bắc là hai doanh nghiệp sản xuất than lớn ở Việt Nam với sản lượng than hàng năm từ 37 - 45 triệu tấn. Trong khi nhu cầu than thường tăng hàng năm để đáp ứng nhu cầu điện quốc gia và các nhu cầu khác, tăng trưởng nguồn cung than lại bị hạn chế do quy trình phê duyệt giấy phép cho các dự án khai thác than phức tạp và mất nhiều thời gian, cho thấy sự thiếu hụt. Theo ERAV, tính đến năm 2023, nguồn cung than trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 50% nhu cầu than cho sản xuất điện. Để giải quyết vấn đề thiếu hụt này, trong những năm gần đây, Vinacomin và Tổng công ty Đông Bắc đã tăng cường nhập khẩu than, dẫn đến việc các nhà máy điện than phải điều chỉnh, thích ứng với việc tiêu thụ than trộn, có thể khiến nhiều nhà máy khó vận hành ở mức tối ưu như trước đây, đây là nhược điểm nếu tình trạng thiếu điện xảy ra. Mặc dù giá than quốc tế năm 2023 có hạ nhiệt nhưng vẫn cao hơn 1,5-2 lần so với giá than trong nước (theo ước tính của chúng tôi). Chúng tôi kỳ vọng mức nhập khẩu than quốc tế cho sản xuất điện sẽ cao hơn trong năm 2024, dẫn đến giá than thực tế cho sản xuất điện sẽ vẫn ở mức cao.

## Biểu đồ 7: Giá than toàn cầu hạ nhiệt trong năm 2023 sau khi tăng cao trong năm 2022



Nguồn: Bloomberg, Investing.com

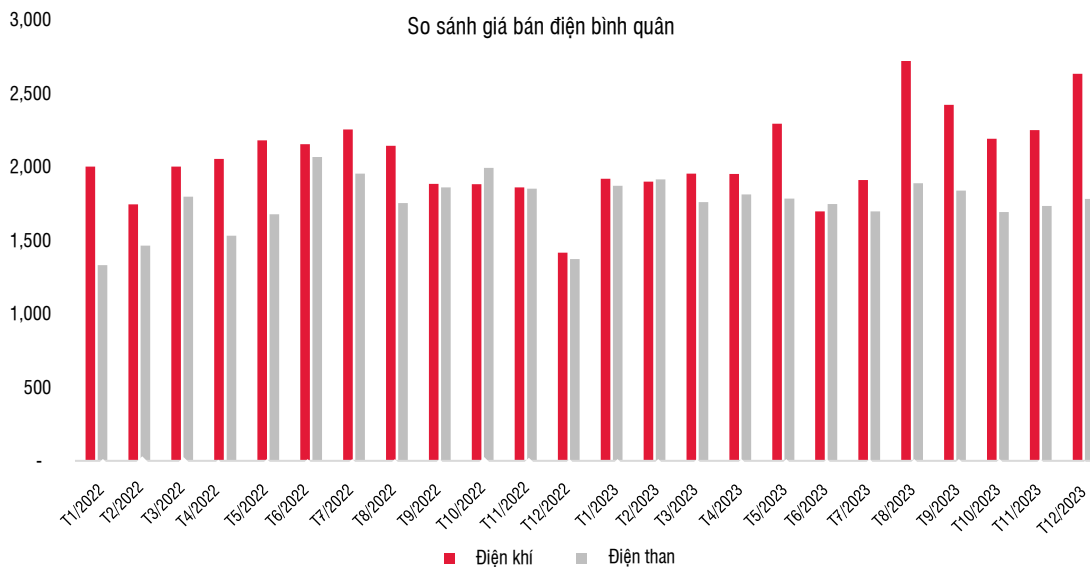
- Tương tự như năm 2023, các nhà máy điện khí có thể không được hưởng lợi từ tình trạng thiếu điện vào năm 2024 do vấn đề khí đầu vào.** Nguồn cung từ các mỏ khí có thể sẽ tiếp tục giảm trong năm 2024. Theo EVNGenco 3 (PGV: HOSE), trong năm 2022, các mỏ khí ở Đông Nam Bộ có thể cung cấp khoảng 14,6 triệu m<sup>3</sup> khí tự nhiên mỗi ngày (tương đương 5,3 tỷ m<sup>3</sup>/năm). Tuy nhiên, công suất này giảm xuống còn khoảng 4,3 tỷ m<sup>3</sup>/năm. trong năm 2023, theo PV GAS (GAS: HOSE). Ở khu vực Tây Nam Bộ, chúng tôi cũng nhận thấy tình trạng tương tự nhưng ít nghiêm trọng hơn. Cũng theo PV GAS, công suất năm 2023 là khoảng 1,4 tỷ m<sup>3</sup> mỗi năm (so với hơn 1,5 tỷ m<sup>3</sup> mỗi năm vào năm 2022, theo ước tính của chúng tôi). Đến năm 2030, PV GAS dự kiến khả năng cấp khí tại 2 khu vực này có thể giảm xuống còn 1 tỷ m<sup>3</sup> (khu vực Đông Nam Bộ) và 0,6 tỷ m<sup>3</sup>/năm (khu vực Tây Nam Bộ), điều này cho thấy các nhà máy điện khí sẽ phải đối mặt với vấn đề đầu vào trong dài hạn. Về tiến độ của LNG sử dụng cho sản xuất điện, việc triển khai vẫn cần thêm thời gian do giá LNG hiện nay ở mức 11-13 USD/MMBTU (dựa trên chuyển hàng LNG đầu tiên của PV GAS tại kho cảng LNG Thị Vải ngày 10/7/2023) và cao hơn tương đối so với giá khí tự nhiên trong nước.

**Biểu đồ 8: Giá khí năm giảm xuống từ mức nền so sánh cao trong năm 2022**


Nguồn: NT2, EVNGenco 3, Bloomberg, SSI Research (tại thời điểm tháng 12/2023)

\*Công thức tính giá khí của NT2 = 46% dầu FO + cước phí vận chuyển

\*Giá khí Cà Mau 1&2 = 46% giá dầu FO và 12,7% giá dầu thô Brent đã bao gồm cước phí vận chuyển (tỷ trọng bằng nhau cho mỗi phương pháp)

**Biểu đồ 9: Tuy nhiên, so với các nguồn nhiệt điện than, các nhà máy điện khí vẫn có giá thành sản xuất điện cao hơn**

Nguồn: SSI Research tổng hợp (tính đến tháng 12/2023)

**Bảng 10: Giá định giá khí và giá than**

Năm	Dầu nhiên liệu	Brent	Giá khí của Nhơn Trạch 1 và NT2	Giá khí của Cà Mau 1 & 2	Giá than của Vũng Áng 1
Đơn vị	USD/tấn	USD/thùng	USD/MMBTU	USD/MMBTU	VND/kg
2022E	498	99	9,39	10,33	2.531
2023E	445	82	9,06	8,98	2.277
2024F	445	82	9,14	9,01	2.145

Nguồn: Bloomberg, POW, NT2, SSI Research

\*Công thức tính giá khí của NT2 = 46% dầu FO + cước phí vận chuyển

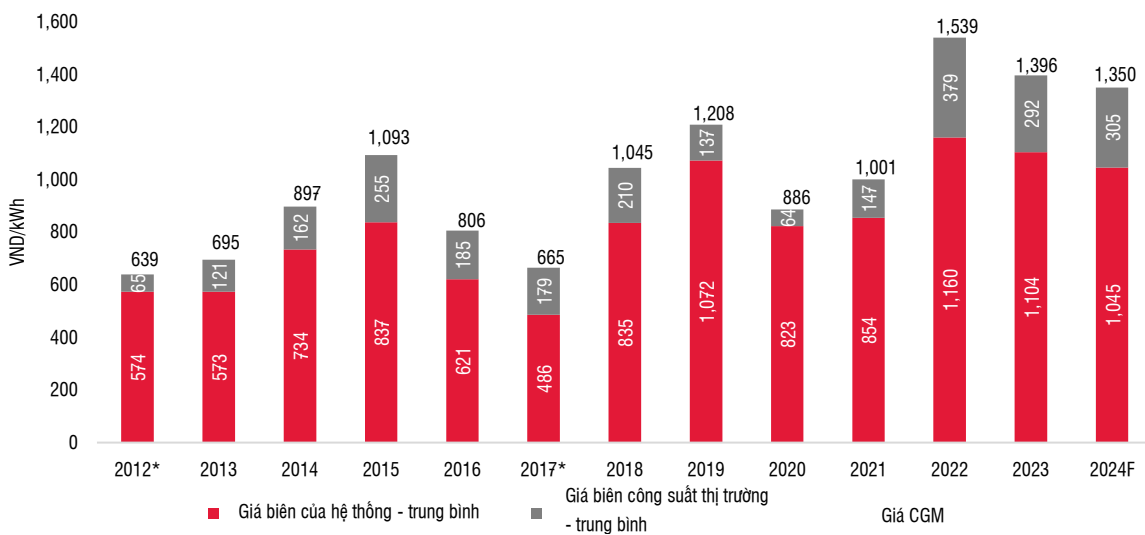
\*Giá khí Cà Mau 1&2 = 46% giá FO và 12,7% giá dầu thô Brent đã bao gồm phí vận chuyển (tỷ trọng bằng nhau cho mỗi phương pháp)

\*Vũng Áng 1 tiêu thụ than loại 5a.1 (là loại than cám có nhiệt trị không dưới 5.600 Kcal/kg do Bộ Khoa học và Công nghệ phân loại) trộn với than quốc tế. Chúng tôi dự báo giá than dựa trên giá định giá than toàn cầu giảm 22% so với cùng kỳ vào năm 2024 và nguồn than quốc tế được sử dụng để sản xuất điện nhiều hơn.

- Chúng tôi kỳ vọng giá CGM năm 2024 sẽ giảm nhẹ so với năm 2023, chủ yếu do giá than giảm so với cùng kỳ và Tập đoàn Điện lực Việt Nam ưu tiên các nguồn điện rẻ hơn. Giá CGM có thể đạt đỉnh trong giai đoạn thiếu điện, sau đó hạ nhiệt vào mùa mưa. Như chúng tôi đã đề cập ở trên, các nhà máy điện khí đang sản xuất ra điện có giá thành đắt hơn so với các nhà máy nhiệt điện than. Chúng tôi cho rằng đây là một trong những lý do chính khiến Tập đoàn Điện lực Việt Nam có thể giảm sự phụ thuộc vào điện khí trong năm 2024, chưa kể đến vấn đề thiếu khí hiện nay đang tạo ra gánh nặng lên năng lực sản xuất. Bên cạnh nhiệt điện than, Tập đoàn Điện lực Việt Nam cũng có thể huy động các nguồn điện rẻ hơn như thủy điện và năng lượng tái tạo.



Biểu đồ 11: Dự báo giá CGM Việt Nam



Nguồn: EVN, NLDC, ERAV, SSI Research

\*SMP – Giá biên của hệ thống là giá đầu giá cao nhất được sử dụng để cân bằng tải/nhu cầu của hệ thống.

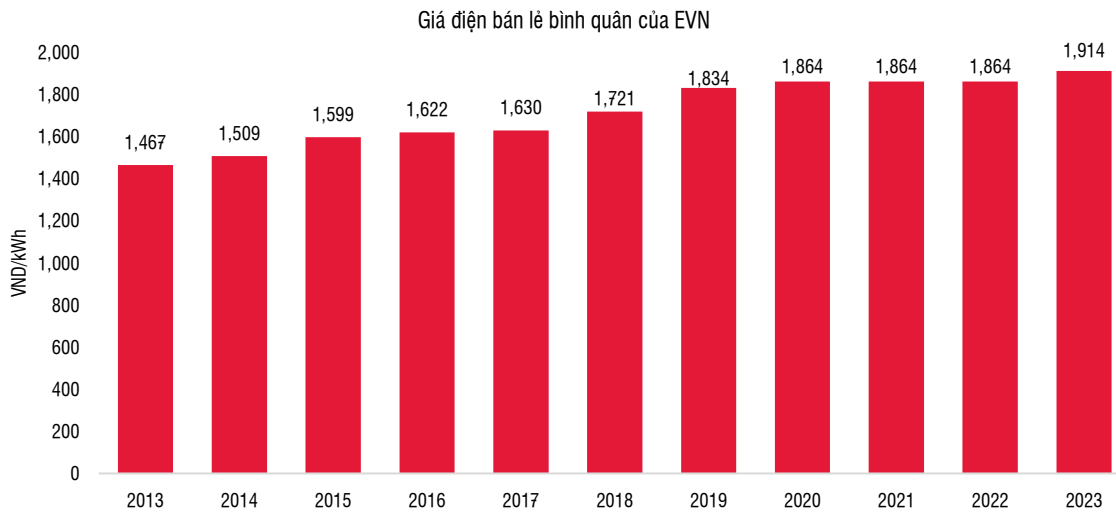
\*CAN – Giá công suất thị trường là giá tăng thêm phải trả để nhà máy điện mới tham gia hiệu quả nhất có thể hòa vốn

\*Thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) Việt Nam chính thức hoạt động từ ngày 1/7/2012 và tạm dừng hoạt động trong tháng 10/2017.

- Năm 2024 sẽ là một năm đầy thách thức nửa đối với ngành năng lượng tái tạo.** Ngày 15/5/2023, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Quy hoạch phát triển điện lực (PDP) VIII, đặt mục tiêu phát triển khoảng 51.000 MW công suất điện tái tạo vào năm 2030 (32% tổng công suất lắp đặt dự kiến trong năm đó). Tuy nhiên, việc mở rộng công suất này đang đối mặt với rủi ro chậm trễ do: 1) kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII vẫn chưa thống nhất; 2) Bộ Công Thương vẫn đang nghiên cứu cơ chế liên quan đến quy hoạch công suất điện mặt trời áp mái tự sản tiêu thụ là 2.600 MW (cho người tiêu dùng hộ gia đình và tòa nhà công sở đến năm 2030); và 3) Chính phủ chưa ban hành cơ chế giá mới cho các dự án năng lượng tái tạo kể từ Quyết định 21/QĐ-BCT (tháng 1/2023) đối với các dự án điện mặt trời và điện gió chuyển tiếp, mặc dù Bộ Công Thương hiện đang nghiên cứu xây dựng Hợp đồng mua bán điện trực tiếp (DPPA) giữa các doanh nghiệp sản xuất điện năng lượng tái tạo và các khách hàng lớn. Chúng tôi cũng lưu ý rằng các cuộc điều tra gần đây về các quan chức và dự án trong ngành điện có thể gây ra tác động tiêu cực đến tâm lý nhà đầu tư đối với ngành.
- Đầu tư vào hệ thống truyền tải liên tỉnh trong giai đoạn 2024-2025 là điều cần thiết để giải phóng công suất nhàn rỗi của các nhà máy năng lượng tái tạo.** Thực tế đang có sự mất cân đối cung cầu điện giữa các khu vực. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng nhu cầu cao hơn tốc độ tăng công suất trong những năm gần đây đã dẫn đến tình trạng thiếu điện ở miền Bắc. Khoảng cách giữa tăng trưởng cung và cầu trong những năm gần đây dao động trong khoảng 6-8%. Trong khi đó, miền Trung và miền Nam dự kiến sẽ ghi nhận tình trạng dư cung trong trung hạn do các nguồn tài nguyên tái tạo được đầu tư ồ ạt trong giai đoạn 2019-2021. Với bối cảnh đó, việc triển khai hệ thống truyền tải liên tỉnh tới miền Bắc là điều cần thiết. Theo kịch bản cơ sở trong Quy hoạch điện VIII, CAPEX cho cơ sở hạ tầng giai đoạn 2021-2030 dự kiến là 14,6 tỷ USD (trung bình 1,5 tỷ USD mỗi năm), cao hơn 50% so với vốn đầu tư 10 tỷ USD giai đoạn 2011-2020. Điểm nổi bật hiện nay là đường dây 500 kV nối một tỉnh Quảng Bình ở miền Trung với tỉnh Hưng Yên ở miền Bắc, dự kiến sẽ triển khai trong 2 năm tới. Tổng vốn đầu tư cho dự án này ước tính khoảng 1 nghìn tỷ đồng.
- Việc điều chỉnh tăng giá bán lẻ điện của Tập đoàn Điện lực Việt Nam vào năm 2024 có thể làm giảm áp lực dòng tiền của các doanh nghiệp điện.** Năm 2022, Tập đoàn Điện lực Việt ghi nhận lỗ ròng 21 nghìn tỷ đồng (so với 15 nghìn tỷ đồng lãi ròng năm 2021) do giá đầu

vào của các nhà máy điện (chủ yếu là than và khí đốt) tăng cao. Chúng tôi lưu ý rằng giá bán lẻ điện bình quân vẫn giữ nguyên kể từ tháng 3 năm 2019. Năm 2023, để giảm bớt gánh nặng, giá bán lẻ đã được điều chỉnh tăng lên 1.920,37 đồng/kWh (+3,0%) vào tháng 5 sau đó tăng lên 2.006,79 đồng/kWh (+4,5%) vào tháng 11. Chúng tôi ước tính giá trung bình cho năm 2023 là 1.914 đồng/kWh. Trong khi đó, Tập đoàn Điện lực Việt Nam ước tính chi phí sản xuất kinh doanh điện năm 2023 có thể cao hơn 2.000 đồng/kWh, theo đó, có thể ghi nhận lỗ thêm một năm nữa. Chúng tôi kỳ vọng việc điều chỉnh tăng giá điện bán lẻ của Tập đoàn Điện lực Việt Nam vào năm 2024 sẽ giúp Tập đoàn ít nhất hòa vốn. Đây sẽ là điều kiện hàng đầu để Tập đoàn Điện lực Việt Nam giải quyết vấn đề chậm thanh toán cho các nhà máy điện.

**Biểu đồ 12: Tập đoàn Điện lực Việt Nam duy trì mức điều chỉnh tăng giá bán lẻ điện ổn định trong 10 năm qua, ngoại trừ giai đoạn 2020-2022 để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế Việt Nam bị ảnh hưởng bởi đại dịch COVID-19**



Nguồn: EVN, SSI Research

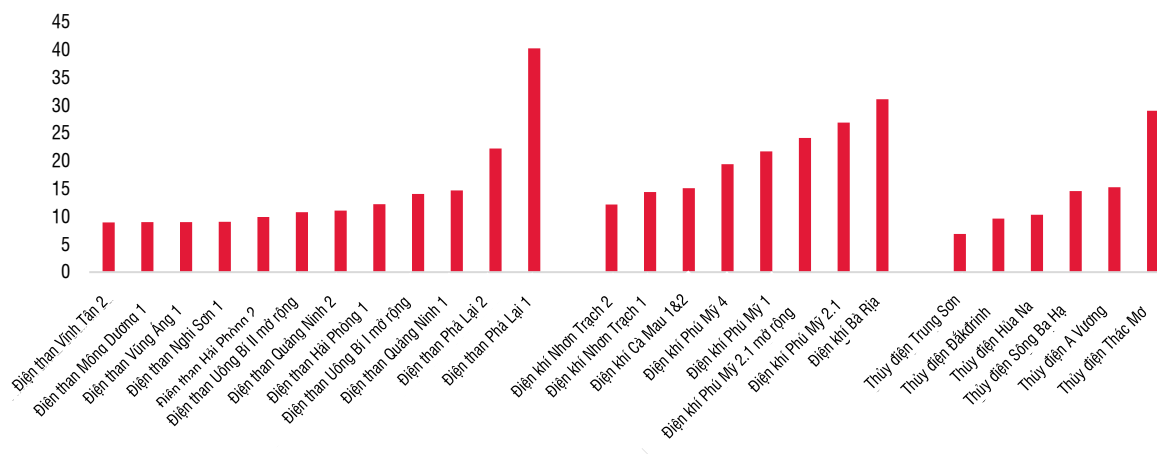
- **Yếu tố hỗ trợ:**

- ✓ **Triển khai sử dụng LNG cho các nhà máy điện.** Đẩy nhanh tiến độ các cơ chế liên quan đến LNG sẽ là giải pháp then chốt để giảm bớt vấn đề thiếu khí, vì LNG có thể là đầu vào linh hoạt cho các nhà máy điện khí cùng với việc triển khai các nhà máy điện LNG. Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại về khả năng sẵn sàng mua điện từ nguồn chi phí cao này của Tập đoàn Điện lực Việt Nam.
- ✓ El Niño tác động ít tiêu cực hơn tới các nhà máy thủy điện có thể giảm bớt tình trạng thiếu điện.

- **Rủi ro giảm:**

- ✓ **Đồng USD tăng giá ngoài dự kiến có thể gây ra thách thức cho các doanh nghiệp sản xuất điện đang có mức nợ cao và cả Tập đoàn Điện lực Việt Nam.** Đối với Tập đoàn Điện lực Việt Nam, Tập đoàn có thể tiếp tục trì hoãn việc bồi thường lỗ tỷ giá cho đến khi vấn đề tài chính được giải quyết.
- ✓ Vấn đề tài chính tại Tập đoàn Điện lực Việt Nam kéo dài hơn dự kiến có thể gây ra khó khăn trong việc vận hành của tất cả các nhà máy điện.
- ✓ **Các mỏ khí cạn kiệt với tốc độ nhanh hơn dự kiến sẽ tiếp tục tạo áp lực lên các nhà máy điện khí.** Cùng với bất kỳ sự chậm trễ nào nữa trong việc triển khai LNG, chúng tôi lo ngại về tình trạng thiếu điện trầm trọng hơn trong tương lai.

- ✓ **Việc tiếp tục trì hoãn các chính sách liên quan đến ngành năng lượng**, như kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII và các cơ chế liên quan đến LNG sẽ tạo gánh nặng cho sự tăng trưởng dài hạn của ngành.
- ✓ **Các vấn đề kỹ thuật và nhà máy điện cũ.** Các vấn đề về tuổi thọ và kỹ thuật có thể gây ra nhu cầu sửa chữa và bảo trì ngoài dự kiến, lợi nhuận và dòng tiền không ổn định cũng như tỷ suất cổ tức không ổn định.
- ✓ Điều kiện thời tiết không thuận lợi sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các nhà máy thủy điện.

**Biểu đồ 12: Số năm vận hành của nhà máy điện**

Nguồn: EVN, SSI Research

## Cổ phiếu theo dõi: PC1

Chúng tôi cho rằng PC1 có câu chuyện phục hồi lợi nhuận trong năm 2024 mà phần nào được đóng góp dự án truyền tải 500 kV Mạch 3 mở rộng, đoạn Quảng Trạch- Phố Nội. Chúng tôi kỳ vọng backlog mảng xây lắp của PC1 trong năm 2024 sẽ tăng 55% so với cùng kỳ, đã bao gồm 1,5 nghìn tỷ đồng từ đường truyền tải 500 kV kéo dài Mạch 3. Trong khi đó, backlog mảng sản xuất cột thép dự kiến sẽ đạt 2,85 nghìn tỷ đồng (tăng 95% so với cùng kỳ). Mặc dù năm 2024 các nhà máy điện do POW sở hữu và vận hành có kế hoạch sửa chữa, bảo dưỡng với mức độ ít hơn 2023 (cho thấy tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận cao hơn so với mức nền thấp trong năm 2023), chúng tôi cho rằng NT2 và POW vẫn sẽ ghi nhận mức giảm lợi nhuận hơn nữa do Tập đoàn Điện lực Việt Nam có thể giảm tỷ trọng sử dụng điện khí trong năm 2024 (điện khí hiện là nguồn điện đắt nhất, như chúng tôi đã đề cập ở trên) để bằng cách nào đó giảm bớt lỗ hoặc hòa vốn cũng như thích ứng với vấn đề cạn kiệt tại các mỏ khí. Chúng tôi dự báo NT2 sẽ có thể lỗ trong năm 2024. Chúng tôi lưu ý rằng NT2 là nhà máy thuần điện khí và nguồn điện này chiếm hơn 60% danh mục điện hiện tại của POW.

**Bảng 13: Chỉ số chính của cổ phiếu theo dõi và một số cổ phiếu trong ngành**

STT	Mã CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	1/31/2024	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F	2022	2023	2024F
1	PC1	1,0%	30.200	29.900	-33,8%	-70,3%	143,1%	13,3	72,9	26,6	7,5%	4,1%	8,9%	0,0%	0,0%	0,0%
2	POW	3,1%	11.700	11.350	14,6%	-47,8%	-16,9%	12,2	24,5	32,1	7,7%	3,9%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%
3	NT2	-12,8%	22.400	25.700	65,5%	-43,9%	n.m	9,6	15,1	n.m	19,1%	11,4%	-5,5%	8,7%	10,2%	0,0%

Nguồn: SSI Research

**CTCP Tập đoàn PC1 (PC1: HOSE)**

- **Giá hiện tại ngày 31/1/2024: 29.900 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 30.200 Đồng/cp (tiềm năng tăng giá 1%)/Trung lập**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của công ty trong năm 2024 sẽ có sự cải thiện đáng kể so với năm trước. Sự phục hồi này dự kiến chủ yếu đến từ việc tăng cường đầu tư vào các dự án hạ tầng lưới điện quốc gia, cụ thể là dự án 500kv mạch 3 mở rộng và dự án lưới điện nhằm nhập khẩu điện từ Lào.
  - ✓ Doanh thu từ các nhà máy thủy điện có thể ghi nhận phục hồi trên mức nền thấp của năm 2023 và xác suất xảy ra El Nino theo ước tính hiện tại là ít khắc nghiệt hơn trong năm 2024.
  - ✓ Doanh thu và lợi nhuận tăng từ các phân khúc mới bao gồm bất động sản công nghiệp và khai thác khoáng sản.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Giá trúng thầu dự kiến thấp hơn dự kiến đối với dự án Truyền tải 500 kV Mạch 3, cũng như việc chậm giải ngân cho lưới điện khiến các dự án do Tập đoàn Điện lực Việt Nam chủ trì bị chậm tiến độ.
  - ✓ Lượng mưa thấp do hiện tượng El-Nino có thể ảnh hưởng tới các nhà máy thủy điện trong năm 2024.
  - ✓ Đồng USD tăng giá có thể gây ra lỗ tỷ giá đối với các khoản nợ của dự án điện gió hiện tại và xu hướng gia tăng mức nợ.
  - ✓ Nhu cầu và giá của sản phẩm khoáng sản thấp hơn/cao hơn dự kiến.

**Bảng 14: Các chỉ số chính của PC1**

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	6.679	9.828	8.333	7.803	8.548
Lợi nhuận gộp	1.162	1.156	1.599	1.573	1.720
EBITDA	1.174	1.576	1.839	1.224	2.044
NPATMI	513	695	450	136,6	243
EPS (VND)	2.507	2.660	1.523	395	714
BVPS (VND)	20.856	19.992	18.892	16.665	17.380
ROE	12,9%	13,8%	7,9%	4,1%	6,5%
Nợ ròng/VCSH	0,8	1,4	1,7	1,5	1,5
P/E	8,9	14,8	16,2	74,3	34,6
P/B	1,3	1,4	1,4	1,7	1,6
EV/EBITDA	13,3	9,9	8,5	11,5	7,7

Nguồn: PC1, SSI Research

## Tiện ích – Nước: Tỷ lệ thất thoát nước giúp cải thiện biên lợi nhuận

Triển vọng năm 2024: Kém tích cực

Cổ phiếu theo dõi: BWE

### Trong năm 2023, cổ phiếu Ngành nước có diễn biến kém khả quan so với chỉ số VNIndex do nhu cầu nước ở KCN giảm

Trong năm 2023 ngành nước giảm 2% svck, thấp hơn so với mức tăng 12% của chỉ số VNIndex. Các doanh nghiệp ghi nhận diễn biến giá tốt nhất gồm có (i) CTCP Cấp nước Phú Hòa Tân (UPCOM: PJS, tăng 157%) do LNST tăng 12% svck trong năm 2023; (ii) CTCP Chợ Lớn Wasuco (HOSE: CLW, tăng 52%) do tỷ lệ thất thoát nước giảm 2,5% xuống mức 18,9%, biên lợi nhuận gộp cải thiện 2% lên 14% trong năm 2023; và (iii) CTCP Nước Thủ Dầu Một (HOSE: TDM, tăng 20%) do LNST tăng 28% svck do TDM nhận cổ tức bằng tiền mặt từ Biwase (HOSE: BWE, TDM sở hữu 37,42% vốn cổ phần).

Ngược lại, CTCP Nước – Môi trường Bình Dương (HOSE: BWE) – công ty có vốn hóa lớn nhất ngành ghi nhận mức giảm 14% svck, đây là mức giảm nhiều nhất trong số các công ty chúng tôi nghiên cứu, do nhu cầu khu công nghiệp giảm 8% svck và chi phí lãi vay tăng 102% svck.

Diễn biến ngành trong năm 2023

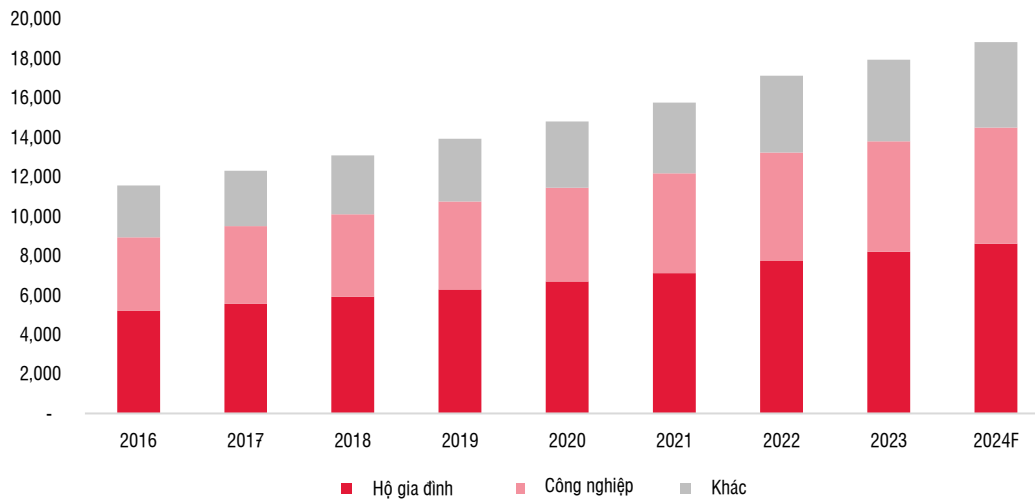


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Triển vọng năm 2024

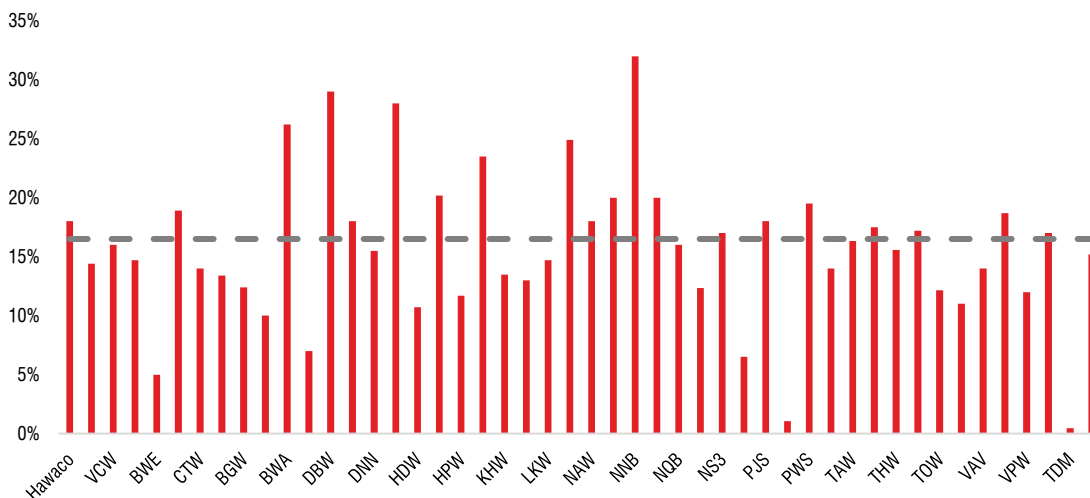
- Nhu cầu nước dự kiến tăng 6% svck trong năm 2024.** Theo quy hoạch tổng thể ngành nước đến năm 2030, mức tiêu thụ nước bình quân đầu người sẽ tăng từ 105-110 lít/người/ngày trong năm 2023 lên 120 lít/người/ngày trong năm 2030, theo đó tốc độ tăng trưởng hàng năm sẽ khoảng từ 3% -5% mỗi năm. Theo Hiệp hội Cấp thoát nước Việt Nam (VWSA), nhu cầu nước hộ gia đình đạt từ 8,2 triệu m<sup>3</sup>/ngày đến 8,6 triệu m<sup>3</sup>/ngày (tăng 6% svck) trong năm 2024. Cụ thể, chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ nước tại Hà Nội sẽ tăng 12%/năm trong giai đoạn 2023-2030, trong khi đó nhu cầu tại TP.HCM sẽ tăng 6%-8%/năm.

Dự báo nhu cầu nước công nghiệp tăng trưởng chậm từ 5-7% svck do các ngành xuất khẩu (giày dép, dệt may và sản xuất gỗ...) dự kiến sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2024, hỗ trợ tăng trưởng sản xuất nước công nghiệp.

**Nhu cầu nước (triệu m<sup>3</sup>/ngày)**

Nguồn: Hiệp hội Cấp thoát nước Việt Nam (VWSA)

- Hiệu quả hoạt động của các công ty cấp nước tiếp tục được cải thiện.** Áp dụng Hệ thống quản lý áp lực nước sẽ giúp các doanh nghiệp quản lý tỷ lệ thất thoát nước tại khu vực trung tâm hiệu quả hơn khi phát hiện rò rỉ nước nhanh chóng. Tỷ lệ thất thoát nước ở các thành phố (như TP.HCM, TP. Hà Nội) giảm từ 23% năm 2019 xuống còn 17,5% năm 2023. Theo VWSA, tỷ lệ thất thoát nước có thể giảm xuống mức 15% trong năm 2025. Chúng tôi giả định tỷ lệ thất thoát nước giảm 1% giúp biên lợi nhuận gộp tại các nhà máy sản xuất nước tăng 0,55%.

**Tỷ lệ thất thoát nước (%) trong năm 2023**

Nguồn: SSI Research

- Giá bán lẻ nước sạch tăng khoảng 3%-5% svck.** Trong năm 2023, giá nước sạch trung bình tăng 3% svck. Chúng tôi dự báo giá bán nước sạch bình quân tiếp tục tăng 3%-5% tùy theo tỉnh/thành phố. Đặc biệt, sau 10 năm giá nước sạch duy trì ổn định thì giữa năm 2023, UBND TP. Hà Nội chấp thuận tăng giá nước 2 đợt, vào tháng 7/2023 và tháng 1/2024. Theo đó, giá nước tại TP. Hà Nội tăng vọt khoảng 6,5%-12% theo mục đích sử dụng nước, bắt đầu từ ngày 1/1/2024.

- **Chi phí xử lý ô nhiễm ít ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của công ty nước.** Luật Tài nguyên nước và Môi trường sẽ được thực hiện trong tháng 7/2024, theo đó, chi phí thuế tài nguyên môi trường sẽ được tính theo công suất sản xuất và đơn giá thuế tài nguyên môi trường dự kiến sẽ tăng 4,7% trong năm 2024. Chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 30%-35% chi phí hoạt động tại các công ty nước.
- **M&A doanh nghiệp nước để tăng trưởng dài hạn.** Nhu cầu tiêu thụ nước tăng trưởng ổn định ở mức 3-5% svck, do đó, ngoài mức tăng trưởng tự nhiên của hoạt động kinh doanh nước, các công ty có tiềm lực tài chính mạnh và nhiều kinh nghiệm trong ngành còn có thể mở rộng hoạt động thông qua M&A. REE duy trì đầu tư vào các nhà máy nước tại TP.HCM có nhu cầu cao, tỷ lệ tiêu thụ cao và hoạt động ổn định. BWE tiếp tục mua cổ phần tại một số công ty phân phối nước bao gồm CTCP Nước Long An (LAW-Upcom), CTCP Cấp thoát nước Quảng Bình (NQB) và Nhà máy nước Gia Tân trong năm 2023.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc mua lại các công ty nước sẽ không cho thấy hiệu quả ngay trong thời gian ngắn, do CAPEX cao để tăng công suất và giảm thất thoát nước của các bên đầu tư.

Danh sách M&A trong năm 2023 như sau:

Bên thu mua	Bên được mua lại	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	% sở hữu	Công suất (m3/ngày)	Khu vực phân phối nước
BWE	Công ty cổ phần cấp thoát nước Gia Tân	785,3	35,66%	60,000	Đồng Nai
	CTCP Cấp Thoát Nước Long An	122	38,06%	50,000	Long An
	Công ty cổ phần cấp thoát nước Quảng Bình	172	41%	35,000	Quảng Bình
	Công ty CP nước Biwase Long An	644	94,54%	120,000	Long An

Nguồn: SSI Research

## Cổ phiếu theo dõi:

### CTCP - Tổng Công Ty Nước - Môi Trường Bình Dương (BWE: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 31/1/2024: 42.700 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 45.700 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ **Nhu cầu nước công nghiệp dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2024.** Nhà máy Lego tại Khu công nghiệp VSIP3 có thể sẽ đi vào hoạt động vào Q2/2024, trong khi Khu công nghiệp Nam Tân Uyên 3 và Khu công nghiệp Cây Trường sẽ hoạt động trong suốt cả năm 2024. Vì vậy, chúng tôi cho rằng nhu cầu nước công nghiệp (chiếm 55% lượng nước tiêu thụ tại BWE) sẽ tăng 12% svck trong năm 2024. Lượng nước tiêu thụ hộ gia đình (chiếm 45% lượng nước tiêu thụ tại BWE) có thể sẽ tăng 5% svck.
  - ✓ **Hoạt động M&A là động lực tăng trưởng dài hạn.** Công suất sản xuất của BWE dự kiến đạt 317.000 m3/ngày (so với 240.000 m3/ngày trong năm 2023). Chúng tôi đánh giá BWE tăng tỷ lệ sở hữu tại các công ty như nước Gia Tân, nước Cần Thơ, nước Biwase Long An, nước Quảng Bình, nước Vĩnh Long.... Giúp tăng doanh thu trung bình năm lên hơn 10% (nhu cầu nước ở Bình Dương tăng từ 2%-3% mỗi năm trong 5 năm tới).
  - ✓ **Hoạt động xử lý chất thải – chiếm 20% tổng doanh thu và dự kiến tăng trưởng 15% svck trong năm 2024.** Công suất xử lý chất thải của BWE dự kiến đạt 2.520 tấn/ngày sau khi tăng công suất 840 tấn/ngày (tăng 15%) trong năm 2024. Theo Theo quy hoạch của tỉnh Bình Dương, nhu cầu xử lý chất thải dự kiến sẽ tăng 12% trong giai đoạn 2021-2025. Chúng tôi dự báo sản lượng xử lý chất thải của BWE sẽ tăng 9% svck và giá xử lý chất thải sẽ tăng 6% svck trong năm 2024.
  - ✓ Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của BWE đạt 734 tỷ đồng (tăng 8% svck) trong năm 2024, EPS ước tính đạt 3.806 đồng/cổ phiếu.

**Rủi ro: (1) Vay ngoại tệ:** Trong năm 2023, tỷ lệ nợ ngắn hạn và dài hạn trên VCSH có khả năng đạt 1,02x (so với mức mức 0,88% năm 2022). Nợ ngoại tệ chiếm 44% trong tổng nợ, đạt 2,4 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng tỷ giá VND/USD tăng 1% sẽ làm tăng chi phí lãi vay của BEW thêm 1,1%; và **(2) Đa dạng ngành nghề:** BWE đầu tư 114 tỷ đồng vào Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Chánh Phú Hòa để phát triển khu nghĩa trang rộng 200 ha tại tỉnh Bình Dương và 292 tỷ đồng để xây dựng tòa nhà văn phòng Biwase. Những khoản đầu tư này không nằm trong hoạt động kinh doanh chính của BWE là xử lý nước sạch và chất thải. Việc đa dạng hóa ngành nghề có thể ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh chính của BWE trong tương lai.



## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## VĂN PHÒNG

### TP. HỒ CHÍ MINH

Phòng số 03, Tầng 18, Tòa nhà Saigon Centre, 67 Đường Lê Lợi, Phường Bến Nghé, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

SĐT: (84-28) 3636 3688

Fax: (84-28) 3636 3668

### HÀ NỘI

Số 1C Ngô Quyền, Phường Lý Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội

SĐT: (84-24) 3936 6321

Fax: (84-24) 3936 6311

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư****Phuong Hoang**

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
 phuonghv@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

**Vĩ mô****Phạm Lưu Hưng**

Kinh tế trưởng  
 hungpl@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

**Thái Thị Việt Trinh**

Chuyên viên cao cấp phân tích Vĩ mô  
 trinhhtt@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

**Ngành Hàng tiêu dùng****Phạm Huyền Trang**

Giám đốc  
 trangph@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8712

**Trần Thùy Trang, ACA**

Chuyên viên Phân tích cao cấp  
 trangtt2@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8705

**Nguyễn Trần Phương Nga**

Chuyên viên Phân tích cao cấp  
 ngantp@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3050

**Hoàng Anh Tuấn**

Chuyên viên Phân tích  
 tuanha2@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3089

**Đặng Trần Minh**

Chuyên viên Phân tích  
 minhdt1@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8671

**Ngành Tài chính****Nguyễn Thu Hà, CFA**

Phó giám đốc  
 hant4@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8708

**Trương Minh Phương Duy**

Chuyên viên Phân tích  
 duytmp@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3046

**Ngành Bất động sản****Trịnh Anh Tuấn**

Trưởng phòng Phân tích  
 tuanta2@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

**Ngô Thị Kim Thanh**

Chuyên viên phân tích cao cấp  
 thanhntk@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

**Ngành Nguyên Vật liệu****Đào Minh Châu, CFA**

Phó giám đốc  
 chaudm@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3052

**Nguyễn Trần Phương Nga**

Chuyên viên Phân tích cao cấp  
 ngantp@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3050

**Ngành Y tế/ Dược Phẩm****Đặng Trần Minh**

Chuyên viên Phân tích  
 minhdt1@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8671

**Ngành Công nghệ Thông tin/ Điện****Bạch Chấn Mẫn**

Chuyên viên Phân tích  
 manbc@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3062

**Ngành Dầu khí****Phạm Huyền Trang**

Giám đốc  
 trangph@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8712

**Đào Minh Châu, CFA**

Phó giám đốc  
 chaudm@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3052

**Nguyễn Hoàng Giang, CFA**

Trưởng phòng Phân tích  
 giangnh@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8703

**Industrials****Nguyễn Hoàng Giang, CFA**

Trưởng phòng Phân tích  
 giangnh@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8703

**Đào Minh Châu, CFA**

Phó giám đốc  
 chaudm@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3052

**Võ Thanh Hằng**

Chuyên viên Phân tích  
 hangvt1@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8709

**Ngành Dịch vụ Tiện ích****Ngô Thị Kim Thanh**

Chuyên viên phân tích cao cấp  
 thanhntk@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

**Dữ liệu & Hỗ trợ****Lương Thị Việt**

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ  
 vietlt@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

**Nguyễn Thị Kim Tân**

Trợ lý  
 tanntk@ssi.com.vn  
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715