

**TRIỂN VỌNG
ĐẦU TƯ**

2023

“RỄ MÂY, THẤY MẶT TRỜI”

MỤC LỤC

LỜI MỞ ĐẦU.....	1
NHÌN LẠI 2022.....	2
CƠ HỘI & RỦI RO ĐẦU TƯ 2023.....	3
TRIỂN VỌNG 2023 (GDP, LẠM PHÁT, VNINDEX).....	5
KỊCH BẢN THỊ TRƯỜNG 2023.....	6
CƠ HỘI PHÁI SINH, CHỨNG QUYỀN.....	7
CÁC YẾU TỐ ĐÁNG CHÚ Ý.....	8
PHÂN TÍCH NGÀNH.....	9
NGÂN HÀNG.....	10
DẦU KHÍ.....	13
BDS KHU CÔNG NGHIỆP	16
BẢO HIỂM.....	17
THÉP.....	19
ĐIỆN.....	21
BDS KHU DÂN CƯ.....	23
XÂY DỰNG.....	25
LỜI KẾT.....	27



LỜI MỞ ĐẦU



"Năm 2023, VN30 có thể dao động side-way trong biên độ rộng 900 - 1300 điểm. Nhà đầu tư cần duy trì sự điềm tĩnh khi giao dịch. Không quá hưng phấn vì nền tảng doanh nghiệp còn nhiều khó khăn. Cũng đừng hoảng loạn vì giai đoạn khó khăn nhất đã vượt qua."

Trương Thái Đạt, Phó GD Trung tâm Phân tích DSC

"Trước giờ các nhà đầu tư chỉ quan tâm tới lãi suất. Tuy nhiên, thắt chặt định lượng (QT) ảnh hưởng rất lớn tới thanh khoản. 2022 4 NHTW lớn đã cắt giảm \$4.000 tỷ khối bảng CĐKT.

Theo tôi đánh giá, đây là một yếu tố quan trọng, ảnh hưởng lớn tới rủi ro đầu tư trong 2023."

Nguyễn Hoàng Hiệp, Trưởng nhóm vĩ mô Trung tâm Phân tích DSC



"Năm 2023 sẽ còn nhiều khó khăn nhưng khả năng thị trường tài chính sẽ bớt khó khăn hơn so với năm 2022 và là cơ hội để tích lũy tài sản cho một chu kỳ mới."

Bùi Văn Huy, GD vùng, DSC miền Nam

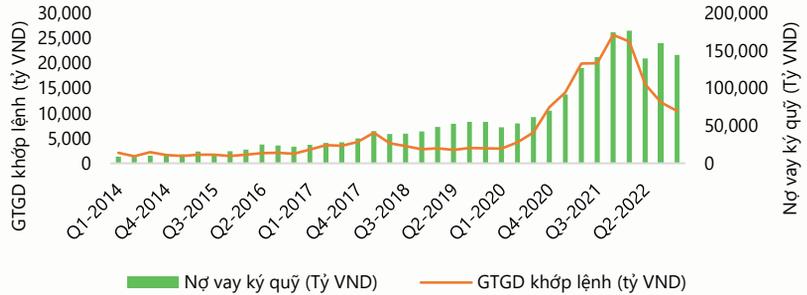
NHÌN LẠI 2022

BÁN THẢO GIỮA NĂM 2022: THE MINSKY MOMENT

*Minsky Moment: Thời điểm Minsky đề cập đến khởi đầu của sự sụp đổ thị trường do hoạt động đầu cơ liều lĩnh gây ra, xác định một giai đoạn tăng giá không bền vững.

Minsky Moment đã diễn ra trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Biểu đồ 1: Diễn biến dư nợ ký quỹ 3 sàn & thanh khoản khớp lệnh TB trên HOSE



Nguồn: Fiin, DSC

Có cơ sở để cho rằng đã xảy ra một Minsky Moment dạng nhẹ trên thị trường các loại tài sản Việt Nam trong năm vừa qua. Biểu hiện rõ nhất có thể thấy trên thị trường tài chính là giai đoạn sụt giảm mạnh từ đỉnh khi trạng thái margin căng cứng cực độ từ T4- T6/2022 và giai đoạn call margin ở cấp độ DN, call margin chéo do siết chặt thị trường TP và hết room tín dụng vào T10-T11/2022. Đặc điểm chung của những đợt sụt giảm trên là việc thị trường rơi thẳng đứng và thanh khoản sụt giảm mạnh sau đó.

Ở các thị trường tài sản khác, ví dụ như thị trường BĐS cũng chứng kiến trạng thái tương tự. Sau nhiều năm, giá nhà đất giảm ở nhiều địa phương, nguy hiểm hơn là nhiều nơi mất thanh khoản. Việc sử dụng đòn bẩy trên thị trường bất động sản cũng là rất phổ biến, không chỉ với nhà đầu tư cá nhân mà còn cả doanh nghiệp. Nhiều bên tham gia thị trường vẫn sẽ cần loay hoay để tìm hướng giải quyết trong năm 2023 tới.

CÁC KỊCH BẢN SUY THOÁI 2023?

Nỗ lực để chỉ rơi vào suy thoái nhẹ trong năm 2023

Biểu đồ 2: Các kịch bản của nền kinh tế toàn cầu 2023

Nguồn: Fidelity

Khung thời gian	Suy thoái Bảng CDKT		Suy thoái Chu kỳ		Hạ cánh Mềm		Lạm phát đình đốn	
	0-6 T	6-12T	0-6 T	6-12T	0-6 T	6-12T	0-6 T	6-12T
Tăng trưởng/ Lạm phát	Tăng trưởng ▼	▼	Tăng trưởng ▼	▼	Tăng trưởng ▼	▼	Tăng trưởng ▼	▼
	Lạm phát ▼	▼	Lạm phát ▼	▼	Lạm phát ▼	▼	Lạm phát ▲	▼
Xác suất	25%		55%		10% (5%)		10% (15%)	

Câu chuyện về nền kinh tế toàn cầu trong năm 2023 có lẽ vẫn sẽ mang nhiều màu sắc ảm đạm. Đây là nhận định của hầu hết các tổ chức lớn trên thế giới khi nhận định về triển vọng năm tới. Trong báo cáo của mình, Fidelity đã đưa ra kịch bản đến 80% nền kinh tế toàn cầu sẽ hạ cánh cứng hoặc suy thoái trong năm 2023. **Bên cạnh kịch bản Suy thoái chu kỳ (suy thoái nhẹ) được đánh giá cao nhất thì vẫn có một xác suất không nhỏ đề cập đến khả năng suy thoái nặng – Suy thoái Bảng Cân đối kế toán.**

Suy thoái bảng cân đối kế toán là một loại suy thoái kinh tế xảy ra khi các đơn vị, DN tập trung vào việc trả nợ do mất khả năng thanh toán (VCSH âm), thay vì chi tiêu hoặc đầu tư, khiến tăng trưởng kinh tế chậm lại hoặc suy giảm.

Đối với nền kinh tế trong nước, thời gian qua, đã có dấu hiệu cho thấy một vài DN, bao gồm cả DN với quy mô, vị thế đầu ngành rơi vào trạng thái như đã mô tả ở trên trong bối cảnh siết chặt thị trường trái phiếu và hết room tín dụng. **Kịch bản rơi vào suy thoái sâu của Việt Nam chưa diễn ra và các sự việc xảy ra trong thời gian gần đây cũng chỉ mang tính thiểu số**, tuy nhiên vẫn cần rất cẩn trọng và chung tay nỗ lực của nhà điều hành lẫn DN, người dân để vượt qua thách thức trong năm mới.

CƠ HỘI ĐẦU TƯ 2023

**NỀN ĐỊNH GIÁ THẤP KỶ
LỤC TRONG LỊCH SỬ**

Trong 15 năm trở lại, 93.4% số thời gian VNINDEX giao dịch ở mức định giá P/E cao hơn P/E cuối năm 2022 (PE 10.5)

Biểu đồ 3: VNINDEX PE 2007 - 2022



Nguồn: Fiin, DSC

Năm 2022, ngọn lửa lạm phát bùng nổ thúc đẩy các quốc gia thắt chặt chính sách tiền tệ, khởi động làn sóng bán tháo tài sản rủi ro khắp thế giới. Không nằm ngoài xu hướng đó, VNINDEX cũng chịu sự điều chỉnh mạnh từ vùng đỉnh 1500 về ~1000 điểm (kết phiên 30/12).

Thị trường giảm điểm sâu ảnh hưởng lớn đến tâm lý nhà đầu tư. Tuy nhiên, trong nguy có cơ. VNINDEX sau điều chỉnh đã trở về mức định giá khá thấp so với lịch sử. Cụ thể, P/E của VNI kết phiên 30/12 đạt 10.5 điểm, đạt mức percentile 6.6% khi so sánh với dữ liệu lịch sử của VNI giai đoạn 2007 - 2022. Nói cách khác, trong 93.4% số phiên giao dịch kể từ 2007 đến nay, VNI đều có P/E cao hơn mức kết phiên 30/12.

Với mức định giá đã ngang bằng đáy chỉ số năm 2008 và 2012, DSC kỳ vọng dòng tiền đầu tư dài hạn sẽ giải ngân quyết liệt hơn trong năm 2023, tạo động lực phục hồi.

**TRONG BIẾN ĐỘNG LÀ
CƠ HỘI**

Thị trường kỳ vọng sẽ còn nhiều đợt rung lắc, tạo cả cơ hội (1) đầu tư giá trị ở định giá thấp và (2) trading ngắn hạn

Biểu đồ 4: Biên độ biến động chỉ số VNINDEX 2004 - 2022 (VNI Return Standard Deviation)



Nguồn: DSC

*Biên độ biến động (Standard Deviation hay Realized Volatility) càng lớn, độ rung lắc của thị trường càng cao (NĐT có thể tham khảo chỉ số VIX của thị trường Mỹ)

Trong 2022, độ lệch chuẩn của chỉ số VNINDEX đạt 24.4%/năm; biến động của chỉ số đạt kỷ lục 1 thập kỷ. 2023 với nhiều diễn biến vĩ mô phức tạp kỳ vọng sẽ tiếp tục là một năm có nhiều "sóng", cả lên và xuống, tạo cả cơ hội lẫn thách thức.

Với nền định giá rẻ và nhiều pha điều chỉnh, nhà đầu tư giá trị sẽ không thiếu các cơ hội tham gia mua nắm giữ dài hạn. Đối với các nhà đầu tư ngắn hạn, thị trường biến động sẽ là cơ hội sinh lời khi tận dụng các đợt sóng để ra, vào vị thế hợp lý.

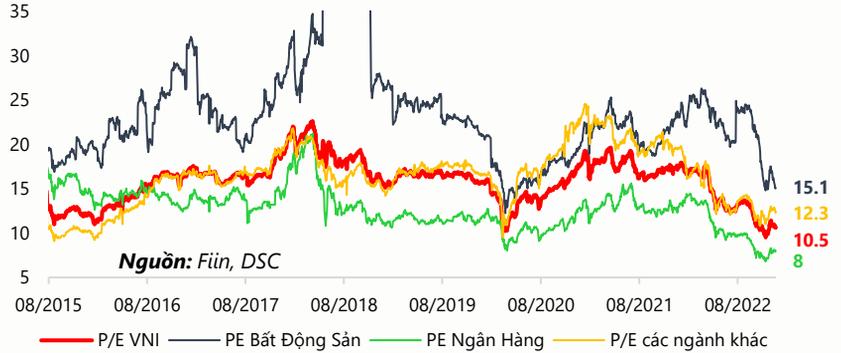
RỦI RO ĐẦU TƯ 2023

**TRONG RẼ CÓ ĐẤT:
KHÔNG PHẢI CỔ PHIẾU
NÀO CŨNG CÓ ĐỊNH
GIÁ HẤP DẪN**

**VNI PE 10.5 có thực sự rẻ
đến vậy?**

VNI rẻ do đâu? Định giá thấp chủ yếu nhờ ngành Ngân Hàng

Biểu đồ 5: PE các nhóm ngành 2015 - 2022

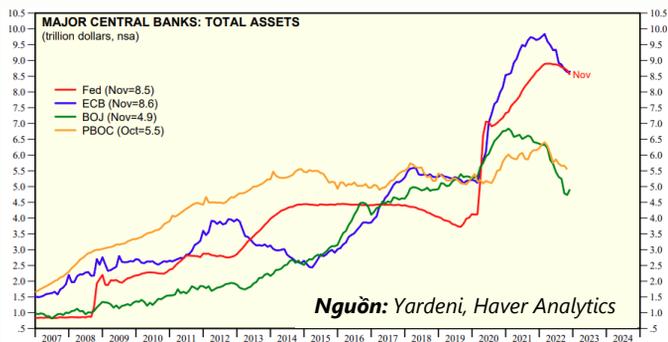


Tuy P/E của VNI đang ở mức khá thấp, cần chú ý mức định giá thấp này được kéo chủ yếu bởi nhóm Ngân Hàng (P/E hiện tại: 8). **Trong 12 tháng trở lại, LNST nhóm NH chiếm tới 49% tổng LNST của các nhóm cổ phiếu thuộc VNI.**

Nếu không tính ngành NH và BĐS, P/E của VNI đạt 12.3, thấp so với lịch sử nhưng không phải quá hấp dẫn. Nếu KQKD của các doanh nghiệp suy yếu trong 2023 (như đã thấy trong Q3/2022), P/E có thể tăng vọt, biến định giá từ rẻ thành đắt. P/E "rẻ" từ đó có thể là cái bẫy, đánh lừa các nhà đầu tư giá trị. Vì vậy, nếu tham gia mua dài hạn, nhà đầu tư cần xem xét kĩ về mặt cơ bản để **tìm những doanh nghiệp có triển vọng kinh doanh tốt, tránh mua vào những cổ phiếu "rẻ, nhưng xứng đáng rẻ".**

Các Ngân Hàng Trung Ương lớn, trừ NHTW TQ, đồng loạt thắt chặt chính sách tiền tệ qua tăng lãi suất và cắt giảm giá trị bảng CĐKT.

Biểu đồ 6: Bảng CĐKT 4 ngân hàng trung ương lớn (Mỹ, EU, Nhật, TQ) 2007 - 2022



Ngoài các quyết định về lãi suất điều hành đã được biết đến rộng rãi, quá trình thắt chặt định lượng (QT) cũng đóng góp lớn trong quá trình hút dòng tiền khỏi TT đầu tư.

Cụ thể, tính đến T11/2022, 4 NHTW lớn nhất thế giới (Mỹ, EU, Nhật, Trung Quốc) đã cắt giảm khoảng \$4,000 tỷ khỏi bảng CĐKT, tương đương hút ròng hơn \$4,000 tỷ khỏi thị trường. Nền lãi suất cao và QT kỳ vọng sẽ kéo dài ít nhất đến hết 2023, duy trì áp lực thanh khoản kéo dài.

Ở VN, NHNN cũng đã có những biện pháp tăng lãi suất điều hành 2%, kéo theo lãi suất huy động NHTM tăng 3-4%, lãi suất liên NH tăng 4-6%. Trong năm 2023, Quốc Hội có đề xuất giảm lãi suất điều hành 1%. DSC đánh giá khả năng NHNN giảm lãi suất theo kiến nghị của Quốc hội là không cao. Tuy nhiên, trong trường lãi suất thực sự được cắt giảm, đó có thể là yếu tố tích cực tháo gỡ thanh khoản cho thị trường.

**CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ
TIẾP TỤC THẮT CHẶT
TRONG 2023**

GDP - Dự báo giảm tốc

2022: GDP tăng 8.02% YoY (cao nhất 1 thập kỷ)

2023: Kế hoạch tăng 6.5%

Lạm phát - Trong tầm kiểm soát

2022: Lạm phát trung bình 3.2%

2023: Kế hoạch lạm phát trung bình dưới 3.5%

VNINDEX - Vẫn còn khó khăn

Dự phóng VNINDEX 2023 - Kịch bản cơ sở: 1100 (+9%)

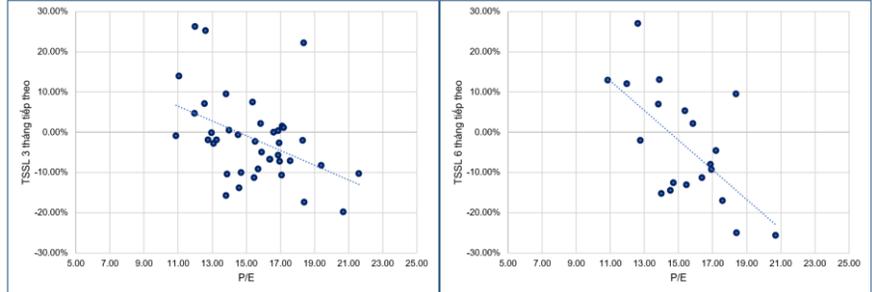
Kịch bản xấu & tốt: 850 (-16%) & 1300 (+29%)

KỊCH BẢN THỊ TRƯỜNG 2023

**ĐẦU NĂM PHÒNG THỦ,
NHƯNG KHÔNG BI
QUAN**

Bối cảnh năm 2023 sẽ không mang màu sáng, tuy nhiên thị trường 2022 đã quá thương đau.

Biểu đồ 7: Mối quan hệ giữa P/E và Tỷ suất lợi nhuận tương lai. Nguồn: Fiin, DSC



Thị trường bắt đầu năm 2023 với nền tảng định giá thấp so với quá khứ, chỉ quanh 11 lần. Dựa theo dữ liệu lịch sử, **mức định giá P/E tỷ lệ nghịch với Tỷ suất lợi nhuận trong tương lai**. Cụ thể, với P/E dưới 13 lần, tỷ suất sinh lợi trong 3 tháng, 6 tháng tiếp theo kể từ năm 2013 chưa bao giờ là quá thấp. Do đó với việc kỳ vọng nền kinh tế còn nhiều thử thách nửa đầu năm, thì **mức giảm quá đà do việc thiếu thanh khoản cuối năm 2022 đã tạo ra một mặt bằng giá đủ hấp dẫn và thu hẹp dự địa giảm**.

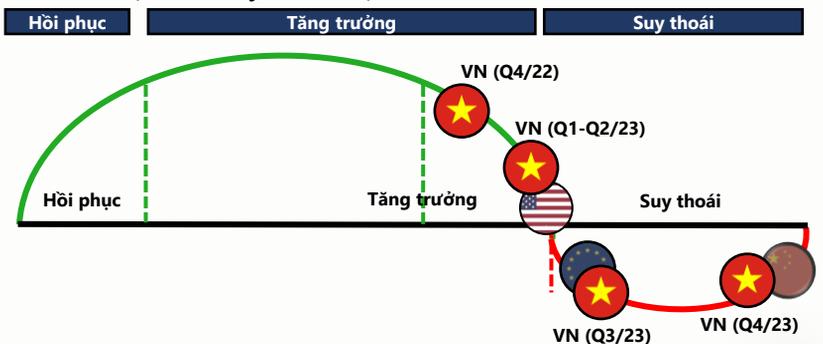
Trong giai đoạn suy thoái hoặc khi nền kinh tế tăng trưởng chậm lại, hầu hết các nhóm ngành chu kỳ sẽ có sự suy giảm lợi nhuận. Các nhóm ngành không theo chu kỳ, mang tính phòng thủ như Thực phẩm đồ uống, Điện, Nước, Y tế, CNTT sẽ có kỳ vọng tích cực hơn. Như đã nói, các nhóm ngành này sẽ có sức chống chịu tốt hơn khi thị trường chưa xác nhận tạo đáy dài hạn và vĩ mô còn nhiều dấu hỏi. Tuy nhiên mức định giá cần được quan tâm, **cổ phiếu phòng thủ nên được cân nhắc ở mức giá hợp lý**.

**CUỐI NĂM – DẦN CÓ
THÊM SỰ TỰ TIN**

Thị trường chứng khoán luôn đi trước nền kinh tế.

Biểu đồ 8: Dự báo chu kỳ kinh tế Việt Nam năm 2023

Nguồn: DSC, Fidelity



Nếu như nền kinh tế cải thiện dần về cuối năm, thị trường CK có thể bắt đầu một chu kỳ mới trước khi nền kinh tế thực sự chạm đáy. Khả năng trong năm 2023, khi những thông tin xấu về nền kinh tế dần được hé lộ và kèm theo chính sách tiền tệ có xu hướng đảo chiều, đáy chứng khoán 2023 sẽ được xác nhận. Khi đó nền kinh tế bước vào pha phục hồi và sự phòng thủ có lẽ không còn phù hợp mà luân chuyển cần được tập trung vào những nhóm ngành được hưởng lợi nhất ở pha phục hồi. Đó là nhóm **Tài chính (Ngân hàng, chứng khoán), Công nghiệp, Nguyên vật liệu, CNTT, Hàng tiêu dùng không thiết yếu... - những nhóm ngành dẫn dắt ở pha phục hồi**.

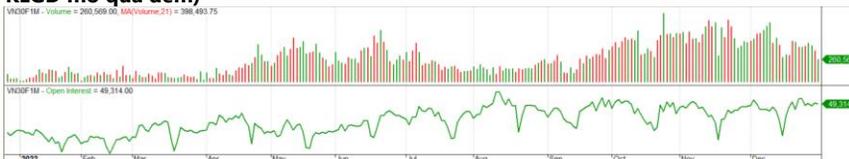
Năm 2023 sẽ còn nhiều khó khăn nhưng khả năng thị trường tài chính sẽ bớt khó khăn hơn so với năm 2022 và là cơ hội để tích lũy tài sản cho một chu kỳ mới, như một tiêu đề nổi bật của JP Morgan "A bad year for the economy, a better year for markets".

CƠ HỘI PHÁI SINH CHỨNG QUYỀN

**2023 MỞ RA CƠ HỘI
MỚI CHO THỊ TRƯỜNG
PHÁI SINH**

FUTURES: HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI (HĐTL) CHỈ SỐ VN30

Biểu đồ 9: Hợp đồng tương lai VN30F1M năm 2022 (KLGD trên phiên gập 9 lần KLGD mở qua đêm)



2022 – Chính sách can thiệp tích cực:

Từ hai nhịp điều chỉnh lớn trong năm 2022, thị trường phái sinh chịu nhiều tiếng xấu và chấp nhận hai lần điều chỉnh về chính sách điều hành:

- Từ T6/2022, các HĐTL lấy TB 30 phút cuối phiên của VN30 tính giá đáo hạn.
- Từ T12/2022, nâng tỷ lệ ký quỹ ban đầu các HĐTL lên 17% từ mức 13%.

Ở VN, HĐTL hiện được sử dụng chủ yếu làm công cụ đầu cơ thay vì công cụ hedging. Ví dụ hợp đồng VN30 F1M, KLGD trong phiên đạt tới 400.000 HĐ, gấp 9 lần lượng HĐ giữ qua đêm với khoảng 45.000 HĐ. Trong 2023, DSC kỳ vọng 02 thay đổi về mặt chính sách sẽ phần nào giúp TT HĐTL được sử dụng làm công cụ hedging nhiều hơn.

2023 Mở ra cơ hội:

Năm 2023, VN30 có thể dao động side-way trong biên độ rộng 900 - 1300 điểm. Nhà đầu tư cần duy trì sự điềm tĩnh khi giao dịch. Không nên hưng phấn khi thị trường tăng mạnh bởi nền tảng doanh nghiệp còn nhiều khó khăn. Đứng hoang loạn nếu thị trường giảm mạnh vì giai đoạn khó khăn nhất đã vượt qua.

- (1) Mở **Bán** Hedging tài khoản: khi chỉ số VN30 về kháng cự 1.300-1.350 điểm.
- (2) Mở **Mua** giao dịch trong biên độ: Khi VN30F1M về hỗ trợ 850-900 điểm.

**COVERED WARRANT
THIỆU HẤP DẪN**

COVERED WARRANT (CW): GIÁ ĐẮT & RỦI RO CAO

2022 – Định giá thiếu hấp dẫn

Dù sản phẩm CW ra đời từ tháng 6/2019, nhưng thanh khoản đang có dấu hiệu suy giảm. 2022, giá trị giao dịch CW chỉ đạt 21,5 tỷ /phiên, giảm 70% so với năm 2021.

Tuy 2022 là năm không thành công của nhóm VN30, giao dịch CW vẫn giữ được mặt bằng định giá rất cao. Cụ thể hơn, sử dụng chỉ số biến động (Implied Volatility – IV) làm thước đo, IV trung bình của CW tại Việt Nam đạt mức 108% (so với mức trung bình IV tại TT Mỹ - SP500 - chỉ đạt 20-30%)

2023 – Tập trung tới các CW sắp phát hành

Mức đòn bẩy hiệu dụng (Effective Gearing) trung bình toàn TT CW tính tới thời điểm 29/12 ước đạt 16 lần. Nói cách khác, cổ phiếu tăng giảm 1% sẽ tác động khiến giá CW tăng giảm ~16%. Mức độ đòn bẩy trên rất cao, không phù hợp với thực trạng biến động mạnh của TT Việt Nam. Vì lý do trên, DSC khuyến nghị NĐT chỉ nên tham gia đầu tư CW khi tìm kiếm được mức định giá phù hợp (các CW mới, có IV thấp dưới 40%).

Biểu đồ 10: Số liệu thị trường CW Việt Nam (DSC ước tính)

Implied Volatility (Trung bình toàn thị trường)	110.4%
Implied Volatility (trừ CW của PDR và NVL)	86.4%
Số CW có IV trên 40%	74/78
Số CW có IV trên 60%	54/78
Effective Gearing (TB toàn TT)	1683% (16.83)
Giá trị giao dịch trung bình (tỷ VND/phiên)	21.5

CÁC YẾU TỐ ĐÁNG CHÚ Ý

TRUNG QUỐC TIẾN TỚI MỞ CỬA HOÀN TOÀN

Trung Quốc đang bãi bỏ các chính sách COVID-Zero sau 3 năm. DSC kỳ vọng Trung Quốc sẽ mở cửa hoàn toàn vào Q3/2023, thúc đẩy phát triển kinh tế khu vực Châu Á.

DỰ THẢO SỬA ĐỔI NGHỊ ĐỊNH 65 HỖ TRỢ THỊ TRƯỜNG TPDN VÀ BĐS

Tiêu điểm: DN được thay đổi kỳ hạn, hoán đổi TP đã phát hành, kéo dài thời hạn tối đa 2 năm. Yếu tố này sẽ tạo điều kiện cho các tổ chức phát hành để đảo nợ hơn, tránh nguy cơ vỡ nợ TP.

TIẾN ĐỘ GIẢI NGÂN VỐN ĐẦU TƯ CÔNG

Tổng kết năm 2022, Chính phủ đã giải ngân 67.3% kế hoạch đầu tư công. Tiến độ giải ngân chậm trễ là một lý do khiến cho dòng tiền bị tồn đọng. Do vậy, quá trình giải ngân đầu tư công 2023 sẽ là yếu tố quan trọng để tháo gỡ nút thắt thanh khoản của thị trường.

TỶ GIÁ USD/VND PHỤC HỒI CUỐI 2022

Sau khi tăng mạnh lên đỉnh 24,800 giai đoạn cuối T10 - đầu T11, USD/VND đã hồi phục về mức ~23,500 do (1) VN nhận nguồn cung USD dồi dào từ FDI, xuất siêu, NET ngoại bất đáy TTCK và (2) sức mạnh của đồng USD suy giảm (đánh giá dựa theo chỉ số DXY).

LẠM PHÁT NEO CAO - CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THẾ GIỚI THẮT CHẶT

Lạm phát Mỹ và EU đã giảm tốc, tuy nhiên vẫn neo ở mức rất cao (theo con số gần nhất, lạm phát Mỹ +7.1% YoY, EU +9.2%). NHTW Mỹ và EU tuyên bố sẽ tiếp tục thắt chặt chính sách tiền tệ đến khi lạm phát trở về mốc 2% (dự báo ít nhất đến hết 2023).

RỦI RO SUY THOÁI KINH TẾ MỸ VÀ EU

Với nguồn cung tiền thu hẹp (do thắt chặt định lượng QT) và chi phí tài chính cao (do lãi suất tăng), nền kinh tế Mỹ và EU (2 thị trường XK lớn nhất của VN) dự báo sẽ tăng trưởng chậm lại và được dự báo không loại trừ khả năng xảy ra suy thoái trong 2023.

LÃI SUẤT VN TĂNG CAO KỲ VỌNG CẢI THIỆN TRONG 2023?

Để bảo vệ tỷ giá, NHNN đã tăng lãi suất điều hành (LSDH) 2% trong năm 2022. Lãi suất huy động các NHTM đã tăng 3-4% từ đầu năm. Quốc hội đang đề xuất giảm LSDH 1% trong 2023, các NHTM phấn đấu giảm LS huy động tối đa xuống còn 9.5%/năm. Tuy nhiên, cần thời gian để đánh giá hiệu quả

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ XUẤT KHẨU GIẢM TỐC

Với nhu cầu suy yếu từ thị trường quốc tế, hoạt động sản xuất và xuất khẩu của Việt Nam đều giảm tốc đáng kể. Theo đó, PMI T12 đạt 46.4 điểm, báo hiệu co hẹp sản xuất. Giá trị xuất khẩu T12 đạt \$29.66 tỷ, giảm đáng kể so với giá trị xuất khẩu TB từ T3 - T9 (~\$33tỷ /tháng)

Ngân Hàng (trang 10)

"Câu chuyện đầu voi đuôi chuột"

Dầu Khí (trang 13)

"Giá dầu khó đoán. Chờ đợi tín hiệu từ thượng nguồn và trung nguồn"

Bất Động Sản Khu Công Nghiệp (trang 16)

"Thừa câu chuyện, thiếu động lực"

Bảo hiểm (trang 17)

"Vẫn mang âm hưởng trầm lắng"

Ngành Thép (trang 19)

"Tín hiệu hồi phục chưa rõ ràng"

Ngành Điện (trang 21)

"Nút thắt chính sách dần được tháo gỡ.
Ngành điện phân hóa khi thời tiết chuyển pha"

Bất Động Sản Dân Cư (trang 23)

"Rủi ro chực chờ: Cơ hội cho kẻ mạnh"

Xây Dựng (trang 25)

"Đầu tư công là điểm tựa"

NGÀNH NGÂN HÀNG

BỨC TRANH “ĐẦU VOI ĐUÔI CHUỘT”?

Triển vọng doanh nghiệp 2023:

- **Tích cực:** Nửa đầu 2023
- **Tiêu cực:** Nửa sau 2023

Khuyến nghị đầu tư: Chốt lời nửa đầu năm, theo dõi mua cổ phiếu giá rẻ nửa cuối năm

NỬA ĐẦU NĂM 2023 – Cải thiện tín dụng và thanh khoản

Nới room mạnh tại 4 Ngân Hàng tiếp nhận TCTD yếu kém bao gồm VPB, MBB, HDB và VCB.

Cả năm 2022, tăng trưởng tín dụng ước đạt 14,5% trong khi tăng trưởng huy động đến ngày 27/12 chỉ đạt 6%. **Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục duy trì thận trọng room tín dụng 2023 ở mức 14% và thấp hơn** trong bối cảnh :(1) Chính sách “điều hòa” của FED áp lực lên lãi suất, tỷ giá và lạm phát và (2) Thị trường TPDN, BDS và xuất khẩu còn nhiều khó khăn.

Dù vậy, chúng tôi kỳ vọng DN vẫn tiếp cận được vốn nhờ hoạt động tiếp nhận TCTD yếu kém. Bản chất là việc NHTM được phép sử dụng room tín dụng của TCTD yếu kém để tạo khoản vay trước khi chuyển lại cho TCTD. Nhờ năng lực tốt hơn, NHTM tiếp nhận có thể cho vay ra thị trường được nhiều hơn mà vẫn đảm bảo được các tỷ lệ an toàn và quản trị rủi ro.

Các NHTM tiếp nhận kỳ vọng cải thiện thu nhập nhờ room tín dụng, ưu đãi về nguồn vốn rẻ từ Bảo Hiểm Việt Nam. Thị trường được tiếp thêm thanh khoản sẽ hỗ trợ giảm rủi ro nợ xấu, áp lực trích lập, vô hình chung hỗ trợ việc cho vay, cải thiện thu nhập toàn ngành.

Bảng 11: Hạn mức tín dụng của các NHTM tiếp nhận TCTD yếu kém.

	Hạn mức trước đó	Cấp lần 3 nhờ tiếp nhận TCTD	Hạn mức cả năm 2022
VPB	15,7%	11,5%	27,2%
HDB	18,4%	5,1%	23,5%
MBB	18,2%	5%	23,2%
VCB	17,7%	0,9%	18,6%

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đang soạn thảo sửa đổi Thông tư 22 quy định về các tỷ lệ bảo đảm an toàn đối với các ngân hàng thương mại.

Thông tin chưa được công bố chính thức. Tuy nhiên, các sửa đổi được dự kiến liên quan đến tỷ lệ LDR bao gồm

- Thêm Trái phiếu Doanh nghiệp vào tổng dư nợ do bản chất TPDN cũng là 1 khoản cho vay.
- Thêm vốn chủ sở hữu trong tổng huy động vì VCSH bản chất cũng là nguồn tiền có thể sử dụng cho vay.
- Loại bỏ cho vay liên ngân hàng khỏi tổng dư nợ

Thay đổi này sẽ giúp tỷ lệ LDR thấp đi đáng kể cho TPDN thường nhỏ hơn VCSH tại đa số các ngân hàng. Việc giảm tỷ lệ LDR sẽ giúp các NHTM được phép cho vay nhiều hơn mà vẫn đảm bảo tỷ lệ LDR tối đa là 85%, đồng nghĩa với việc thị trường tiếp cận được nhiều vốn hơn.

Đề xuất lùi lại thời hạn thực hiện nghị định 65.

Việc hoãn thời hạn thực hiện nghị định 65 giúp giảm áp lực đảo hạn trái phiếu và nguy cơ mất khả năng thanh toán, dẫn đến khủng hoảng dây chuyền cả nền kinh tế.

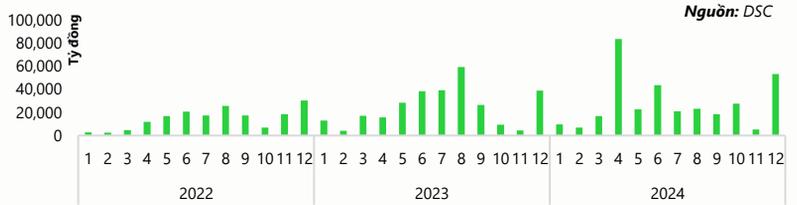
NGÀNH NGÂN HÀNG

NỬA CUỐI NĂM 2023 – Đáo hạn TPDN & Áp lực vĩ mô

Áp lực đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp trong Q3 và cuối Q4/2022.

Thị trường TPDN dự kiến gặp áp lực đáo hạn từ cuối Q2. Kích bản xấu là một cơ sở DN mất khả năng thanh toán sẽ **phản ánh tiêu cực lên bảng cân đối kế toán** của hệ thống ngân hàng (**chi phí trích lập, lỗ đầu tư, nợ xấu,..**).

Bảng 12: Giá trị đáo hạn trái phiếu theo tháng 2022-2024



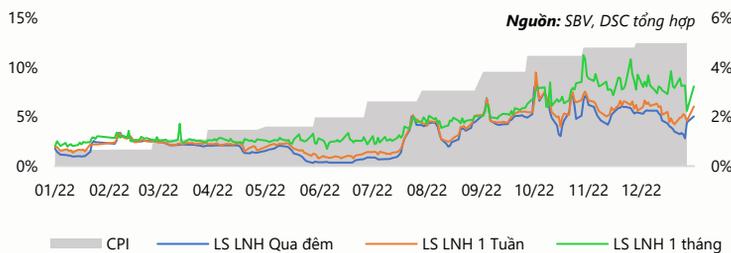
* Giá trị đáo hạn chưa tính đến trường hợp mua lại trái phiếu trước hạn, hủy bỏ hoặc gia hạn.
Số liệu xét giá trị phát hành từ 2016 – nay

FED tiếp tục tăng lãi suất trong 2023

Để đối phó với tiến trình tăng lãi suất của FED và lạm phát, NHNN đã điều chỉnh tăng các mức lãi suất điều hành. Trần lãi tái cấp vốn và tái chiết khấu đã được nới thêm 1%. Tình trạng này dự kiến còn tiếp tục trong 2023, **gia tăng chi phí vốn, ảnh hưởng tiêu cực đến biên lãi ròng (NIM) và phản ánh không nhỏ lên lãi suất cho vay, tăng rủi ro nợ xấu và chi phí dự phòng** của ngành, đặc biệt là từ cuối Q2.

Ngân hàng với tỷ lệ CASA (TCB, MBB) và tỷ trọng cho vay bán lẻ cao (VIB, ACB) sẽ hạn chế được tác động so với toàn ngành. Nhóm quốc doanh dự kiến duy giảm NIM nhiều bởi nhiệm vụ hỗ trợ nền kinh tế.

Bảng 13: Tương quan CPI và lãi suất điều hành.



Bảng 14: Chi phí vốn và tỷ lệ nợ xấu 27 NH niêm yết



Nguồn: BCTC các NHTM, DSC tổng hợp

FED tiếp tục neo cao lãi suất và lạm phát cũng ảnh hưởng tiêu cực đến DN xuất khẩu, **hạn chế nhu cầu vay hoạt động kinh doanh và dịch vụ ngoại hối cũng như khả năng thanh toán.**

Lãi suất tăng áp lực lên thị trường BDS và TPDN vốn đã khó khăn, gia tăng rủi ro nợ xấu khi tỷ lệ dư nợ BDS và xây dựng hiện khoảng 30% tổng dư nợ, trong đó cho vay DN BDS khoảng 8% (bao gồm TPDN). Ngoài ra, định hướng NHNN là hạn chế lĩnh vực "rủi ro" như BDS, chứng khoán với lãi suất cho vay cao **cũng tác động giảm thu nhập lãi của NHTM.**

Thu ngoài lãi giảm tốc

Các ngân hàng với hệ sinh thái đa dạng, không phụ thuộc hoàn toàn vào thu nhập lãi thuần ngân hàng mẹ sẽ có khả năng chống chịu tốt hơn như VPB, VIB.

Tuy nhiên thu ngoài lãi dự kiến giảm do (1) Niềm tin vào TP giảm ảnh hưởng đến nghiệp vụ NH đầu tư và (2) Thu nhập phí Bancassurance dự kiến chậm lại do thị trường bảo hiểm liên kết đầu tư bão hòa và xu hướng ưu tiên gửi tiền lãi suất cao.

NGÀNH NGÂN HÀNG

Tiêu chí lựa chọn cổ phiếu Ngân Hàng: Thanh khoản cao, khả năng sinh lời tốt, và rủi ro TPDN hạn chế

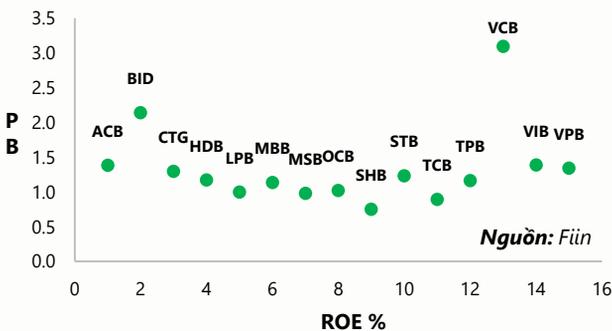
Trong bối cảnh 2023 còn nhiều biến số về rủi ro tín dụng, nguy cơ suy thoái và đáo hạn trái phiếu thì chúng tôi chọn tiêu chí so sánh tập trung vào 3 yếu tố: (1) Tính thanh khoản; (2) Tiềm năng sinh lời và (3) Trái phiếu doanh nghiệp.

Bảng 15: So sánh chỉ số 15 ngân hàng niêm yết (tính tới Q3/2022)

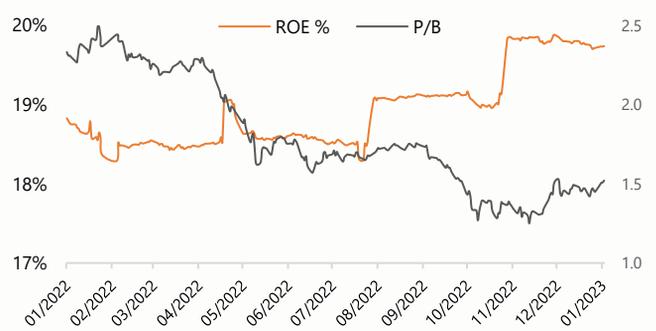
	Tính thanh khoản				Tiềm năng sinh lời					Rủi ro cho vay		
	Tài sản thanh khoản/ tổng tiền gửi	Tài sản thanh khoản/ tổng tài sản	LDR thuần	Tỷ trọng cho vay ngắn hạn	LDR điều chỉnh	CAR	Room tín dụng	Tỷ trọng cho vay trung - dài hạn	CASA	NPL	Tỷ trọng TPDN	Tỷ trọng cho vay DN BDS, xây dựng
BID	31%	23%	106%	66%	84%	9%	11%	34%	19%	1,35%	0,9%	11,0%
CTG	35%	26%	105%	62%	82%	9%	11%	38%	20%	1,42%	1,0%	11,7%
VCB	35%	25%	94%	57%	84%	9%	19%	43%	35%	0,80%	1,0%	5,2%
VPB	42%	25%	145%	35%	85%	14%	27%	65%	19%	5,02%	8,6%	23,0%
MBB	40%	29%	113%	49%	80%	11%	23%	51%	42%	1,04%	10,4%	12,2%
TCB	51%	28%	129%	35%	78%	15%	12%	65%	46%	0,65%	9,5%	32,1%
ACB	24%	19%	103%	64%	83%	11%	13%	36%	24%	1,01%	0,0%	5,6%
SHB	21%	15%	110%	48%	82%	12%	10%	52%	8%	2,33%	4,8%	N/A
VIB	47%	31%	120%	29%	83%	12%	13%	71%	14%	2,35%	1,4%	2,4%
HDB	42%	27%	119%	63%	71%	14%	24%	37%	11%	1,54%	2,2%	16,7%
STB	14%	12%	92%	65%	83%	10%	11%	35%	21%	0,90%	5,1%	8,1%
TPB	70%	42%	96%	22%	61%	13%	13%	78%	17%	0,91%	11,7%	19,9%
MSB	63%	36%	117%	45%	77%	12%	10%	55%	38%	1,50%	2,3%	N/A
LPB	34%	25%	118%	36%	80%	11%	11%	64%	6%	1,40%	0,0%	11,3%
OCB	53%	35%	116%	20%	72%	12%	13%	80%	13%	2,47%	3,0%	21,0%

Nguồn: Báo cáo tài chính của các NHTM, DSC tổng hợp

Bảng 16: Tương quan ROE và P/B 15 NH niêm yết (Q3/2022)



Bảng 17: Tương quan ROE và P/B ngành ngân hàng



Định giá ngành chưa phản ánh hết kỳ vọng tiêu cực 2023. P/B khoảng 1.5 cho thấy NĐT đang kỳ vọng ngành NH sẽ hiệu suất sinh lời tương đối cao hơn tỷ suất ROE hiện tại (dự kiến giảm trong 2023). Tuy nhiên, định giá vẫn tương đối rẻ đối với cụ thể một số NH.

Chúng tôi ưa thích VPB và VIB do ROE cao trong khi P/B thấp, tương đương trung bình 15 NHTM thống kê.

VPB	VIB
-----	-----

- | | |
|---|---|
| <ol style="list-style-type: none"> VPB được hưởng ưu đãi tiếp nhận TCTD yếu kém, bù đắp cho tỷ lệ LDR (hợp nhất FE Credit), CASA thấp và tỷ trọng cho vay lãi cố định cao (>30%). Bộ đệm vốn vững chắc nhờ thương vụ bán FE Credit và kỳ vọng vào thương vụ bán 15% room ngoại cho đối tác chiến lược Sumimoto (SMBC) đầu năm 2023. Chiến lược năng động. Hệ sinh thái rộng, giúp đa dạng hóa nguồn thu. Dự kiến thu tóm bảo hiểm OPES. | <ol style="list-style-type: none"> Tỷ trọng cho vay bán lẻ và khoản vay lãi suất thả nổi cao (đều tiệm cận 100%) giúp hạn chế đã giảm NIM. Tuy nhiên định hướng cho vay tiêu dùng (mua nhà, xe) dự kiến gặp khó khăn trong bối cảnh lãi suất và lạm phát. Cho vay chủ đầu tư BDS thấp, chỉ khoảng 1.000 tỷ trong đó TPDN khoảng 300 tỷ. Tỷ trọng cho vay trung dài hạn cao đem lại lợi suất sinh lời tốt. |
|---|---|



NGÀNH DẦU KHÍ

**DỰ BÁO GIÁ DẦU
SIDEWAY \$80-90
TRONG 2023**

Giá dầu sẽ dao động ở vùng giá 80-90 USD/thùng

Giá dầu trong năm 2022 đã trải qua nhiều biến động, đặc biệt là sự bùng nổ cuộc chiến giữa Nga và Ukraine, khiến cho giá dầu lên mốc 120 USD/thùng và duy trì trên 100 USD/thùng suốt 6 tháng sau đó. Tuy đã dần hạ nhiệt, nhưng diễn biến giá dầu trong năm qua đã gây nên nhiều hệ lụy cho nền kinh tế toàn cầu.

Khả năng cao diễn biến giá dầu của năm 2023 sẽ là dư âm của những câu chuyện cũ, bao gồm (1) chiến tranh Nga – Ukraine (sự tranh chấp giữa Nga và các nước phương Tây ở thị trường dầu) và (2) Phục hồi hậu Covid (Trung Quốc tái mở cửa). Tuy vậy sự góp mặt của yếu tố mới là bóng ma suy thoái sẽ là điều mà nhà đầu tư phải dè chừng.

Trong 2023, DSC dự phóng **giá dầu sẽ tiếp tục tích lũy (đi sideways) quanh vùng giá 80-90 USD/thùng**. Nhận định của chúng tôi đến từ phân tích các yếu tố ảnh hưởng như sau:

Biểu đồ 18: Phân tích một số yếu tố ảnh hưởng tới giá dầu trong 2023

Yếu tố ảnh hưởng	Giá dầu	Mức tác động	Phân tích yếu tố
Chính sách tiền tệ TG thắt chặt & rủi ro suy thoái kinh tế	Giảm giá	Cao (trực tiếp ảnh hưởng lớn đến cầu)	Theo khảo sát được thực hiện bởi Bloomberg trong tháng 12, có gần 70% chuyên gia kinh tế cho rằng suy thoái sẽ xảy ra và con số này sẽ tiếp tục tăng trong những tháng khảo sát tiếp theo. Nếu suy thoái xảy ra sẽ khiến nhu cầu sản xuất giảm mạnh, từ đó kéo theo nhu cầu sử dụng dầu giảm mạnh, trực tiếp ảnh hưởng kéo giá dầu xuống.
Căng thẳng giữa Nga và phương Tây	Tăng giá	Trung bình (ảnh hưởng nguồn cung)	Mức giá trần EU áp lên Nga có thể khiến Nga cắt giảm dần sản lượng dầu trong thời gian tới. Theo ước tính của Cơ quan Năng lượng quốc tế IEA, Nga có thể giảm sản lượng khoảng 1,4 triệu thùng dầu/ngày ngay từ đầu năm 2023. Nguồn cung ảnh hưởng khả năng sẽ khiến dầu tăng giá.
Quyết định của khối OPEC+	Tăng giá	Trung bình (ảnh hưởng nguồn cung)	Vào ngày 1/11 OPEC + tuyên bố sẽ cắt giảm 2 triệu thùng dầu. Dù không tác động quá mạnh tới giá dầu tại thời điểm đó do các thành viên vốn đang khai thác dưới mức hạn ngạch, có thể thấy OPEC+ đã gửi thông điệp là sẽ can thiệp vào nguồn cung để giữ giá dầu ở mức cao.
Trung Quốc mở cửa	Tăng giá	Cao (trực tiếp ảnh hưởng lớn đến cầu)	Trung Quốc sẽ chính thức mở cửa biên giới và bỏ cách ly sau khi hạ cấp phòng COVID - 19 vào ngày 8/1/2023. Tuy được dự đoán sẽ còn gặp nhiều khó khăn và sẽ chỉ mở lại hoàn toàn vào tầm Q3/2023 nhưng nhu cầu hồi phục trở lại sẽ khiến giá dầu tăng mạnh.
Mỹ nới lỏng cấm vận với Iran/Venezuela	Giảm giá	Thấp (cần thời gian trước khi có ảnh hưởng thực tế)	Venezuela và Iran lần lượt đứng thứ 1 và thứ 4 top quốc gia có trữ lượng dầu lớn nhất trên thế giới. Vậy nên nếu Mỹ thực hiện nới lỏng, hoặc thậm chí dỡ bỏ hoàn toàn các lệnh cấm vận đặt lên các quốc gia này, nguồn cung dầu thế giới hiển nhiên sẽ được nới rộng, và giá dầu giảm là hệ quả tất yếu.

**CHỜ ĐỢI TÍN HIỆU
TÍCH CỰC TỪ
THƯƠNG NGUỒN**

Nhóm thương nguồn: kỳ vọng 2023 tươi sáng hơn

Trong 2022, tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp dầu khí thương nguồn có thể được gói gọn trong hai từ "ảm đạm". Tình trạng khan hiếm các dự án trọng điểm tiếp tục kéo dài khiến các doanh nghiệp nhóm này thiếu động lực tăng trưởng dù đã bước vào giai đoạn bình thường hóa sau đại dịch.

Biểu đồ 19: Sản lượng khai thác dầu thô ở Việt Nam (triệu tấn)



Nguồn: PVN

Thương nguồn: Khâu đầu của chuỗi giá trị ngành dầu khí, bao gồm toàn bộ các hoạt động tìm kiếm, thăm dò, khai thác

Triển vọng doanh nghiệp 2023: Tích cực

Khuyến nghị đầu tư:
PVD, PVS

NGÀNH DẦU KHÍ

Tuy vậy, DSC kỳ vọng năm 2023 sẽ là “ánh sáng cuối đường hầm” cho các doanh nghiệp ở phân khúc này khi:

- a) **Luật dầu khí sửa đổi được thông qua vào tháng 11** sẽ tạo điều kiện cho các hoạt động ở khâu thượng nguồn trong dài hạn khi giảm bớt sự các vướng mắc về mặt pháp lý, cũng như bổ sung thêm các ưu đãi về hợp đồng và thuế.

Các thay đổi chính của Luật dầu khí sửa đổi bao gồm:

- **Kéo dài thời hạn của hợp đồng** dầu khí được từ 25 năm lên 30 năm (35 năm đối với các dự án thuộc diện ưu đãi đầu tư)
- **Bổ sung quy định liên quan đến các dự án triển khai theo chuỗi**, giúp đồng bộ và phù hợp với tình hình thực tiễn trong hoạt động dầu khí
- **Bổ sung thêm các chính sách ưu đãi đầu tư**. Đối với trường hợp ưu đãi đầu tư, giảm 30% thuế TNDN và giảm 50% thuế xuất khẩu dầu thô so với mức đang áp dụng với các. Đối với trường hợp đặc biệt, giảm 70% thuế TNDN và 100% thuế xuất khẩu dầu thô so với trường hợp ưu đãi đầu tư.

b) **Chuỗi dự án Lô B – Ô Môn được kỳ vọng sẽ được triển khai trong năm nay**. Với tổng mức đầu tư gần 10 tỷ USD, dự án này sẽ tạo nên khối lượng công việc cực lớn cho các doanh nghiệp ở phân khúc thượng nguồn. Không chỉ vậy, nhờ trữ lượng dầu khí lớn (tới 3,7 nghìn tỷ bộ khối khí), nên việc khai thác Lô B – Ô Môn cũng tạo động lực tăng trưởng bền vững cho toàn ngành dầu khí.

Tuy vậy, do còn nhiều vướng mắc trong các khâu pháp lý nên dự án đã nhiều lần bị trì hoãn và vẫn chưa có dấu hiệu rõ ràng về việc triển khai đầu tư. Theo kết luận chính thức của Tập đoàn dầu khí (PVN), quyết định đầu tư cuối cùng của dự án này sẽ được dời lại vào tháng 6/2023 (trước đó là tháng 7/2022) và thời điểm phát triển mỏ khí Lô B có dòng khí đầu tiên chậm nhất vào quý IV/2026.

DSC kỳ vọng dự án sẽ được phê duyệt vào Quý I/2023 khi dự án này nhận được rất nhiều quan tâm và luôn được đốc thúc, chỉ đạo quyết liệt bởi Chính phủ.

Biểu đồ 20: Tác động của chuỗi dự án Lô B - Ô Môn tới nhóm thượng nguồn dầu khí

Hoạt động	Thời gian dự kiến	Các doanh nghiệp hưởng lợi
Khoan & Thi công EPC	2023 – 2024	Hoạt động khoan: PVD, PVC
		Thầu EPC: PVS, PVX
Thi công EPC & Bọc ống	Đầu 2024 – Q4/2024	Thầu EPC: PVS, PVX
		Bọc ống: PVB
EPC/ Lắp đặt	2024 – Q3/2025	Thầu EPC: PVS, PVX
Khai thác & Phát triển mở rộng mỏ	2025 trở đi	Phân phối khí: GAS
		Dịch vụ thượng nguồn: PVS, PVD

Nguồn: DSC tổng hợp

Cổ phiếu theo dõi: PVD, PVS (hai công ty lớn nhất khâu Thượng Nguồn)

NGÀNH DẦU KHÍ

TRUNG NGUỒN: VẬN TẢI DẦU KHÍ LÀ ĐIỂM SÁNG

Trung nguồn: Khâu giữa của chuỗi giá trị ngành dầu khí, bao gồm hoạt động vận tải dầu khí, lọc hóa dầu và xử lý khí

Triển vọng doanh nghiệp 2023

Tích cực: Vận tải dầu

Tiêu cực: Lọc hóa dầu

Khuyến nghị đầu tư:
PVT

HẠ NGUỒN – BIẾN SỐ KHÓ LƯỜNG

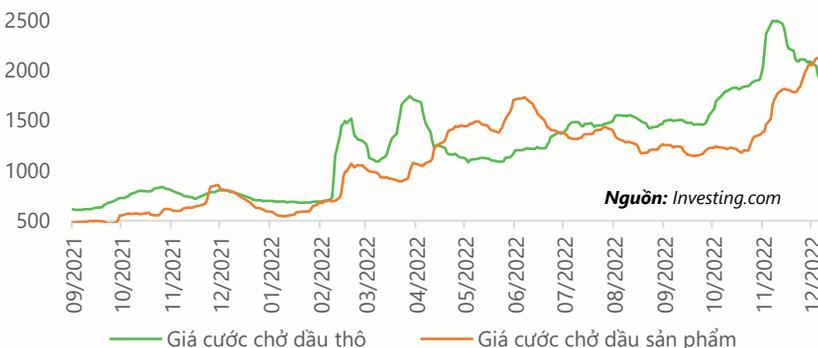
Hạ nguồn: Khâu cuối chuỗi giá trị, bao gồm hoạt động bán lẻ, phân phối các sản phẩm xăng dầu.

Triển vọng doanh nghiệp 2023: Trung lập

Ngành vận tải dầu khí sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ...

Sau khi căng thẳng Nga-Ukraine nổ ra, ngày 3/6, EU tuyên bố sẽ dừng nhập khẩu dầu khí từ Nga sau ngày 5/12. Tính đến hết tháng 10, Hà Lan là nước EU duy nhất còn mua dầu khí từ Nga. Do yếu tố trên, Nga bắt buộc phải chuyển hướng bán dầu sang TQ, Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ, kéo dài quãng đường vận chuyển và tăng cước vận chuyển. Tính đến cuối T11, cước vận tải dầu thô đã tăng 250% hay gấp 2.5 lần so với giá năm 2021.

Biểu đồ 21: Giá cước vận tải dầu khí 2021 - 2022



Ngoài ra, với việc Trung Quốc mở cửa trở lại, DSC đánh giá nhu cầu tiêu thụ năng lượng của quốc gia này sẽ tăng vọt, từ đó lại tăng nhu cầu vận tải dầu về TQ, tạo thêm áp lực tới giá cước vận tải hiện đã sẵn cao. Do đó, chúng tôi đánh giá **ngành vận tải dầu sẽ được hưởng lợi rất lớn trong giai đoạn 1 năm tới.**

Cổ phiếu theo dõi: PVT

... Các doanh nghiệp lọc hóa dầu đã qua đỉnh lợi nhuận

Dù các doanh nghiệp lọc hóa dầu đã nhận được khoản lợi nhuận khổng lồ trong năm 2022, khả năng cao **quý 2/2022 đã là đỉnh lợi nhuận** của các doanh nghiệp trong ngành lọc hóa dầu do:

- Giá dầu dù vẫn khó xác định do nhiều yếu tố tác động, nhưng khả năng cao sẽ chỉ tiếp tục đi sideways hoặc hạ nhiệt do các yếu tố đang lo ngại nhất là suy thoái kinh tế.
- Crack Spread đã mất đà tăng và giảm mạnh kể từ tháng 7. Với khả năng giá dầu chỉ lên cao nhất là 90 USD/thùng theo quan điểm của DSC thì Crack Spread không thể tăng mạnh như những tháng đầu năm 2022.

Khâu hạ nguồn có thể sẽ “dễ thở” hơn trong 2023

Câu chuyện của phân khúc hạ nguồn vẫn xoay quanh giá hàng tồn kho nhập vào và giá phân phối thực tế do các doanh nghiệp trong phân khúc này không thể tự chủ giá thành phẩm nhập vào và giá sản phẩm đầu ra. Trong 2 quý gần nhất, PLX và OIL đều ghi nhận lỗ khi nhà máy lọc dầu (NMLD) Nghi Sơn hoạt động không ổn định, dẫn tới phải nhập khẩu xăng dầu với mức giá cao. Tuy vậy, **DSC cho rằng tình hình sẽ “dễ thở” hơn** cho các doanh nghiệp phân phối & bán lẻ dầu khí khi:

- NMLD Nghi Sơn đã hoạt động ổn định lại từ Q4/2022 giúp bình ổn nguồn cung trong nước, từ đó giảm bớt tỷ trọng nhập khẩu xăng dầu cho các DN hạ nguồn.
- Diễn biến giá dầu thế giới dự kiến sẽ ít biến động hơn so với năm 2022, giúp giảm thiểu rủi ro đánh giá lại hàng tồn kho.

NGÀNH BĐS KHU CÔNG NGHIỆP

THỪA CẦU CHUYÊN, THIẾU ĐỘNG LỰC

Triển vọng doanh nghiệp 2023:

- **Trung lập:** có nhiều kỳ vọng cũng như thách thức

Khuyến nghị đầu tư: Theo dõi tăng trưởng FDI và câu chuyện riêng lẻ của một số cổ phiếu (vd: địa phương nào hấp dẫn FDI) để lựa chọn cổ phiếu

CẦU: Nhu cầu cao đi kèm rủi ro giảm tốc trong 2023

FDI tăng trưởng tốt nhưng có thể chậm lại trước lo ngại suy thoái kinh tế.

Kết năm 2022, FDI thực hiện đạt \$22.4 tỷ (+13.5% YoY), tiếp tục cho thấy sự hấp dẫn của thị trường Việt Nam trong mắt nhà đầu tư ngoại. DSC kỳ vọng FDI có thể tiếp tục là điểm sáng trong 2023 do động lực từ chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc đang mở cửa trở lại.

Tuy nhiên, tăng trưởng FDI không phải là điều chắc chắn. Rủi ro suy thoái kinh tế từ Mỹ, EU và cạnh tranh thu hút FDI từ các nước cùng khu vực (Malaysia, Indonesia) có thể khiến tăng trưởng FDI giảm tốc trong 2023. Các doanh nghiệp FDI là đối tác quan trọng của nhóm BĐS KCN. Dòng vốn FDI nếu suy yếu trong 2023 sẽ khiến nhu cầu sử dụng KCN suy giảm, từ đó kìm hãm động lực tăng trưởng của nhóm ngành này.

Nhu cầu về kho bãi Logistic nổi lên cục bộ ở một số địa phương chiến lược

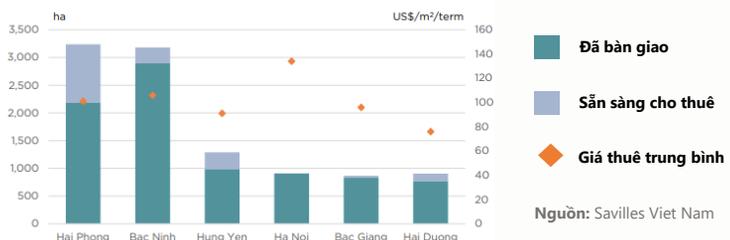
Chúng tôi nhận thấy nhu cầu kho bãi, nhà xưởng phục vụ hoạt động Logistic vẫn đang trong xu hướng tăng và sẽ là một trong những động lực tăng trưởng chính cho ngành BĐS KCN trong tương lai. Xu hướng này được kỳ vọng phát triển đặc biệt mạnh hơn ở một số địa bàn tỉnh có vị trí chiến lược gần cảng biển, cảng hàng không, giao thông hạ tầng thuận lợi như Bà Rịa – Vũng Tàu, Đồng Nai, Hải Phòng, Bình Dương, ...

CUNG: Nguồn cung khan hiếm, hỗ trợ giá cho thuê nhưng giảm tính cạnh tranh so với khu vực

Mặc dù đã có Nghị định 82 để hỗ trợ tính nhanh chóng trong phê duyệt, quy trình thủ tục pháp lý cho KCN vẫn hạn chế khi từ Q1/2022 đến nay khi chưa có thêm đề xuất thành lập KCN mới nào. Kèm với đó, chi phí giải phóng mặt bằng tăng cao theo giá BĐS cũng khiến cho nguồn cung BĐS KCN eo hẹp. Các yếu tố này cộng hưởng phần nào hỗ trợ giá thuê KCN neo ở mức cao.

Tuy nhiên, tính cạnh tranh so với khu vực của các doanh nghiệp trong nước đang chững lại do: (1) quy hoạch dàn trải trong quy mô KCN ; (2) sự phát triển của các khu công nghệ cao không được chú trọng như một trọng điểm, qua đó giảm sức hút KCN Việt Nam nói chung.

Biểu đồ 22: Nguồn cung & giá thuê đất Khu Công Nghiệp tại một số địa phương miền Bắc



2023 nhiều kì vọng, nhiều khó khăn: cơ hội cho các doanh nghiệp tốt

DSC đánh giá, việc thu hút vốn FDI còn khó khăn do chính sách khác biệt giữa từng tỉnh trọng điểm KCN. Tuy nhiên, nhu cầu sử dụng kho bãi, nhà xưởng logistics dự đoán sẽ tiếp tục tăng cao. Giá thuê có thể sẽ tăng chậm lại, nhưng khó giảm sút so với 2022.

Do vậy, chúng tôi khuyến nghị các doanh nghiệp có tiềm năng sẽ là DN với quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn, vị trí đẹp (xung quanh cảng lớn), và sức khỏe tài chính an toàn.

Cổ phiếu theo dõi (phù hợp tiêu chí đã đề ra): IDC, BCM, VGC, PHR.



NGÀNH BẢO HIỂM

VẤN MANG ÂM HƯỞNG TRẦM LẶNG

Triển vọng 2023: Trung lập

Mặt bằng lãi suất tiếp tục neo ở mức cao trong năm 2023 tuy nhiên lợi nhuận khó có thể bứt phá

Năm 2022, NHNN thực hiện 2 đợt điều chỉnh tăng lãi suất điều hành thêm 2% trong tháng 9 và tháng 10 khiến lãi suất leo thang mạnh so với mức nền năm 2021. Dự kiến mức lãi suất vẫn được duy trì ở mức hiện tại trong 2023 dưới áp lực vẫn tồn tại xác suất lớn cho một đợt tăng lãi suất nữa của Fed.

Tăng trưởng lãi tiền gửi của các doanh nghiệp bảo hiểm (DNBH) sẽ có phần được cải thiện, tuy nhiên không thể trông chờ vào một sự đột biến bởi kỳ hạn của các khoản tiền gửi đã được cố định và tính toán sao cho khớp với thời hạn bồi thường. Vì vậy, các DNBH khó có thể chuyển sang kỳ hạn mới.

Bên cạnh đó, lãi suất cao khiến sản phẩm bảo hiểm nhân thọ trở nên kém hấp dẫn. Với xu hướng chiến lược giảm phí, không tránh khỏi hiện tượng số lượng hợp đồng nhân thọ ký mới tăng nhưng tốc độ tăng trưởng phí khai thác mới giảm. Dự kiến tăng trưởng phí khai thác mới sẽ đi ngang quanh mức 6-8%.

Biên lợi nhuận gộp mảng phi nhân thọ bị thu hẹp dần

Bảo hiểm sức khỏe và xe cơ giới có tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu cao nhất trong các nghiệp vụ chính, vì vậy, khi tỷ lệ bồi thường của hai sản phẩm này tăng cao sẽ ảnh hưởng lớn đến cơ cấu lợi nhuận toàn ngành.

Năm 2021 chứng kiến tỷ lệ bồi thường đạt mức thấp kỷ lục trong 5 năm gần đây. Tuy nhiên, câu chuyện trong 2023 sẽ hoàn toàn trái ngược. Thực tế cho thấy khi hoạt động kinh tế và xã hội bình thường hóa trở lại vào quý 2/2022, tỷ lệ bồi thường đã lập tức tăng.

Biểu đồ 23: Bồi thường bảo hiểm phi nhân thọ



Khi điều kiện thuận lợi như năm 2021 không còn, buộc các DNBH phải quay lại đối mặt với bài toán về chi phí. Khi tỷ lệ bồi thường tăng, cần kiểm soát chi phí hoạt động như chi phí quản lý và bán hàng. Tuy nhiên, với tính đặc thù của sản phẩm bảo hiểm, đây vẫn là một bài toán khó để tìm lời giải trong năm tới. Vì vậy nên khả năng cao tỷ lệ kết hợp có xu hướng tăng trong 2023.

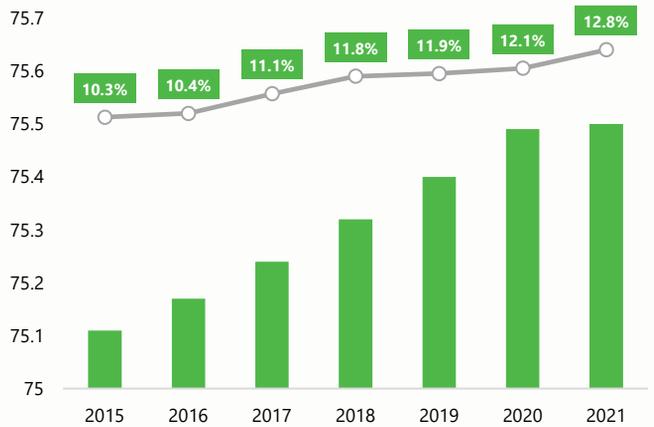
NGÀNH BẢO HIỂM

Năm 2023, mảng bảo hiểm sức khỏe và xe cơ giới tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho bảo hiểm phi nhân thọ

Bảo hiểm sức khỏe

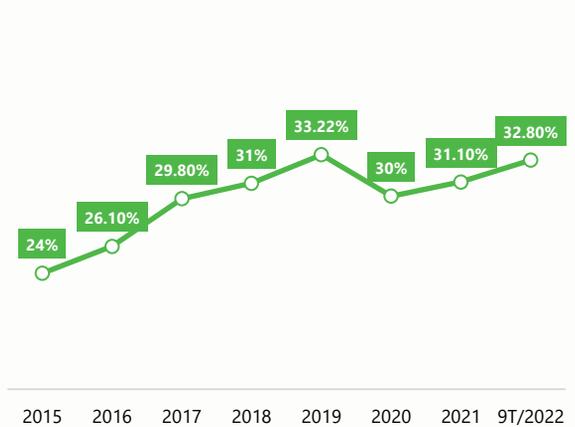
Mặc dù có sự chững lại trong giai đoạn covid 19, tuy nhiên trong năm 2022, sản phẩm bảo hiểm sức khỏe đã lấy lại đà tăng mạnh. Năm 2023, động lực tăng cho sản phẩm bảo hiểm sức khỏe là (1) cơ cấu dân số già hóa và (2) tầng lớp trung lưu tăng nhanh.

Biểu đồ 24: Cơ cấu dân số Việt Nam theo độ tuổi



Nguồn: GSO ■ Tuổi thọ trung bình —○— Tỷ lệ người trên 60 tuổi

Biểu đồ 25: Tỷ trọng doanh thu phí bảo hiểm sức khỏe



Nguồn: DSC tổng hợp

Bảo hiểm xe cơ giới

Đây là mảng chiếm 26% tổng doanh thu phí gốc BH PNT. Tiềm năng khai thác từ mảng này đến từ xu hướng di chuyển bằng ô tô ngày càng được đẩy mạnh nhờ (1) nhu cầu đến từ tầng lớp trung lưu và (2) định hướng của Bộ Giao Thông trong việc hạn chế xe máy.

Biên lợi nhuận mảng sức khỏe và xe cơ giới khá thấp, trung bình lần lượt đạt 60% và 62%. Tuy nhiên phần lớn DNBH PNT vẫn hướng tới tập trung đẩy mạnh sản phẩm này thể hiện qua tỷ lệ giữ lại cao (trung bình trên 80%) do tiềm năng khai thác còn nhiều.

Luật kinh doanh sửa đổi hỗ trợ thị trường minh bạch, hiệu quả

Luật kinh doanh Bảo hiểm sửa đổi có hiệu lực từ 1/1/2023 có một số điểm đáng chú ý:

- (i) DNBH được tự chủ động thiết kế, triển khai sản phẩm bảo hiểm mà không cần thông qua Bộ tài chính.
- (ii) Không cho phép đầu tư vào bất động sản, trừ khi phải thành lập doanh nghiệp riêng.
- (iii) Bỏ mức trần với bảo hiểm vi mô để đảm bảo cân đối giữa mức phí và mức độ rủi ro.

Nhìn chung, luật sửa đổi sẽ có tác động tích cực tuy nhiên sẽ chưa thể rõ nét trong 2023. Bên cạnh đó, một số điểm vẫn cần được bổ sung trong luật đó là về phân bổ lợi nhuận đồng đều giữa công ty môi giới và công ty bảo hiểm.

NGÀNH THÉP

**TÍN HIỆU HỒI PHỤC
CHƯA RÕ RÀNG: ĐẶT
KỶ VỌNG VÀO TQ**

Triển vọng doanh nghiệp 2023:

- **Trung lập:** Câu chuyện Trung Quốc mở cửa hấp dẫn nhưng chưa đi vào thực tế. Nửa sau 2023 có thể sẽ tích cực hơn.

Khuyến nghị đầu tư:

Theo dõi tốc độ mở cửa của TQ (lượt khách du lịch, tăng trưởng GDP) và giá quặng thép (xác nhận vượt đỉnh 2022) trước khi tham gia đầu tư

Thời khắc khó khăn nhất đã đi qua, ngành thép bước vào giai đoạn phục hồi mới

Biểu đồ 26: Giá than cốc nhập khẩu vào Trung Quốc (coking coal; RMB/tấn)



Nguồn: Steelhome

Lợi nhuận các doanh nghiệp ngành thép dự kiến sẽ được cải thiện từ Q1/2022 do:

(1) Lượng hàng tồn kho giá cao được tiêu thụ và hạch toán vào 9 tháng cuối năm 2022: Giá than cốc tăng phi mã, đạt đỉnh ở mức khoảng 3100 RMB/tấn vào quý 2/2022 và điều chỉnh dần về còn khoảng 2400 RMB/tấn ở thời điểm hiện tại. Việc lượng hàng tồn kho giá cao được tiêu thụ và hạch toán hết trong 9 tháng cuối năm sẽ hỗ trợ lợi nhuận các doanh nghiệp ngành thép từ đầu 2023.

(2) Nhu cầu tăng trưởng trở lại: Chính sách mở cửa và gói 16 giải pháp hỗ trợ ngành bất động sản Trung Quốc là động lực để nhu cầu tiêu thụ thép hồi phục. Sau khi thông báo đóng cửa 4 lò cao, Hoà Phát dự định mở lại 1 lò cao tại Hải Dương vào tháng 1 hoặc tháng 2, tùy thuộc vào nhu cầu thị trường.

(3) Không còn ghi nhận lỗ tỷ giá: Khoản lỗ tỷ giá lên tới 1,400 tỷ của HPG trong quý 3 sẽ không còn được ghi nhận trong quý 4 do tỷ giá USD/VND đã giảm mạnh, thậm chí thấp hơn thời điểm 30/9/2022.

Những dấu hiệu tích cực đầu tiên

Biểu đồ 27: Giá quặng sắt nhập khẩu vào Trung Quốc (iron ore; USD/tấn)



Trung Quốc là nhà sản xuất và tiêu thụ thép lớn nhất trên thế giới, chiếm hơn 50% tổng nguồn cung và nhu cầu, gây ảnh hưởng trực tiếp tới thị trường này.

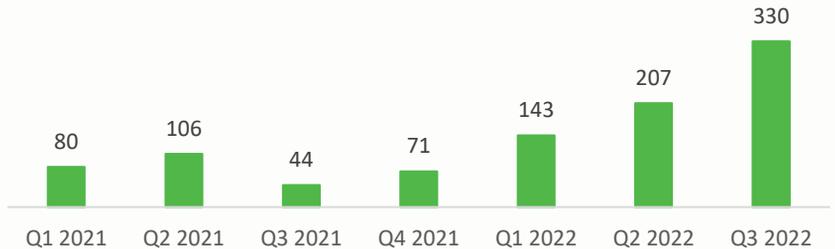
Trong bối cảnh TQ bãi bỏ COVID-Zero, hướng tới thúc đẩy kinh tế và triển khai gói 16 điểm chính sách "giải cứu" ngành bất động sản, giá quặng sắt đã có đà tăng mạnh gần 50% từ 85 USD/tấn lên tới gần 120 USD/tấn do các nhà sản xuất nội địa kỳ vọng lớn về nhu cầu thép và vì thế đã tích trữ nguyên liệu.

DSC dự phóng nhu cầu cũng như giá thép sẽ tăng cao hơn trong nửa sau 2023 (Chúng tôi đánh giá TQ sẽ mất từ 6-9 tháng để chính sách mở cửa và "giải cứu" bất động sản có tác động mạnh mẽ).

NGÀNH THÉP

Tăng tốc giải ngân đầu tư công năm 2023 để khai thông dòng tiền.

Biểu đồ 28: Tiền gửi của Kho bạc nhà nước ở các ngân hàng thương mại (nghìn tỷ).



Nguồn: FiinPro

Tính đến hết 2022, giải ngân vốn đầu tư công của VN chỉ đạt 67,27%, thấp nhất trong 02 năm trở lại. DSC đánh giá yếu tố khan hiếm nguyên vật liệu, thủ tục pháp lý khó khăn, và NN muốn kiểm chế lạm phát là những yếu tố chính đóng góp vào mức độ giải ngân thấp kỷ lục này. Tính tới Q3/22, tiền gửi của kho bạc nhà nước (SBV) tại các NHTM lên tới 330k tỷ (tăng hơn 6 lần so với cùng kỳ).

DSC đánh giá SBV sẽ đẩy mạnh đầu tư công trong 2023 để sử dụng dòng tiền lớn này cũng như kích cầu kinh tế. Chúng tôi đánh giá đây sẽ là một trong những yếu tố tốt, hỗ trợ nhu cầu xây dựng và sử dụng thép trong 2023.

Tuy tích cực nhưng tín hiệu phục hồi còn khá yếu ớt.

Biểu đồ 29: Giá sắt xây dựng (rebar; CNY/tấn) 2020 - 2022



Nguồn: Trading Economics

Sau đà giảm mạnh kéo dài từ cuối năm 2021 đến hết năm 2022, giá thép hiện đã cho thấy những dấu hiệu phục hồi đầu tiên. Tính tới 26/12, giá sắt đã phục hồi 12% kể từ đáy và đạt mức giá giống với đầu tháng 10.

Tuy nhiên, **cần để ý rằng những tín hiệu phục hồi này hiện vẫn còn khá yếu ớt và có khả năng không bền vững.** Trung Quốc tuy đã bãi bỏ COVID-Zero nhưng vẫn sẽ cần một khoảng thời gian nhất định để có thể thực sự tái khởi động nền kinh tế. Tăng trưởng FDI và nguồn vốn đầu tư công cũng không phải các yếu tố chắc chắn. Khi các yếu tố hỗ trợ chưa đi vào thực tiễn, giá thép có thể sẽ kết thúc đà tăng do kỳ vọng lớn và bước vào nhịp điều chỉnh.

Thêm vào đó, các cổ phiếu ngành thép tại Trung Quốc (SSE:600010, SZSE:000959, SZSE:000709, SZSE:000898) mới chỉ tăng giá dưới 10% từ vùng đáy, trong khi cổ phiếu ngành thép tại Việt Nam (HPG, HSG, NKG) tăng mạnh tới 60-80% cũng là rủi ro cần lưu ý tới. Do đó, **nhà đầu tư cần thời gian để xác nhận giá thép đã trở lại xu hướng tăng trước khi tham gia đầu tư cổ phiếu nhóm này.**

Trong trường hợp giá thép hồi phục tốt, chúng tôi sẽ theo dõi các cổ phiếu sau: HPG, NKG.

NGÀNH ĐIỆN

NÚT THẮT CHÍNH SÁCH DẦN ĐƯỢC THÁO GỖ. NGÀNH ĐIỆN PHÂN HOÁ KHI THỜI TIẾT CHUYỂN TỪ PHA LA NINA VÀO PHA TRUNG TÍNH.

Triển vọng doanh nghiệp 2023:

- **Trung lập:** Tuy việc triển khai dự án điện sẽ khởi sắc sau phê duyệt quy hoạch điện 8, triển vọng ngành điện năm 2023 dự kiến sẽ phân hoá với sự thay đổi của tình hình thời tiết.

Khuyến nghị đầu tư:
QTP, POW, HND, PC1

Khung giá điện tái tạo chuyển tiếp được công bố với mức giá trần thấp hơn đáng kể so với giá FIT trước đây

Bảng 30: Giá trần khung giá phát điện áp dụng cho NMD mặt trời, điện gió chuyển tiếp

Loại hình	Mức trần của khung giá (đồng/kWh)	Mức giảm so với giá FIT
Nhà máy điện mặt trời mặt đất	1.184,90	-28%
Nhà máy điện mặt trời nổi	1.508,27	-16%
Nhà máy điện gió trong đất liền	1.587,12	-19%
Nhà máy điện gió trên biển	1.815,95	-19%

Nguồn: Bộ Công Thương

Năm 2022 có thể nói là “vùng trũng” của các dự án điện tái tạo sau khi chính sách giá FIT không còn hiệu lực từ 1/11/2021 và không có chính sách giá cho nhà máy điện mới. Tổng công suất lắp đặt điện gió và điện mặt trời chỉ tăng 564 MW từ 20.670 MW lên 21.234 MW (năm 2021 tăng 3.420 MW, 2020 tăng 11.780 MW). Nhiều nhà máy không kịp vận hành trước thời hạn hưởng chính sách lâm vào tình trạng khó khăn, không bán được điện, chịu gánh nặng lãi vay khổng lồ (khoảng 70% vốn đầu tư nhà máy điện huy động từ nguồn vốn vay), điển hình là vụ việc nhà máy điện mặt trời Trung Nam – Thuận Nam không bán được phần điện 172 MW cho EVN.

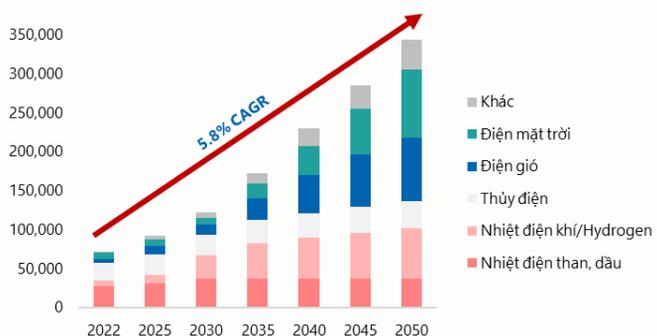
Với sự kiện khung giá điện chuyển tiếp được thông qua, các nhà máy điện sẽ cung cấp thông tin cho EVN và EVN sẽ xác định giá bán cho từng nhà máy nhưng không vượt quá mức trần của khung giá. Những khó khăn về tài chính của chủ đầu tư sẽ phần nào được tháo gỡ.

Tuy vậy, **chúng tôi đánh giá rằng mức giá bán điện này khá thấp so với kỳ vọng** của các chủ đầu tư. Theo tờ trình 7194/TTr-BCT, ở kịch bản cơ sở, công suất điện gió tới năm 2030 chỉ đạt 11.905 MW (tăng 3.733 MW so với 8.171 MW công suất điện được ký hợp đồng mua bán hiện tại), công suất điện mặt trời tập trung và điện mặt trời mái nhà đi ngang.

Năng lượng tái tạo đã đi qua thời kỳ phát triển bùng nổ và giai đoạn 2023-2030 sẽ là khoảng thời gian để toàn ngành “hồi sức”, chuẩn bị để phát triển mạnh và bền vững từ 2030. Giờ đây, chỉ những chủ đầu tư có khả năng triển khai dự án tốt, tích cực tiết giảm chi phí, sức khoẻ tài chính lành mạnh có thể tiếp tục phát triển trong ngành.

Quy hoạch điện 8 dự kiến được phê duyệt trong 1H2023

Biểu đồ 31: Công suất các nguồn điện tới năm 2050.



Nguồn: Bộ Công Thương

NGÀNH ĐIỆN

Theo đánh giá của chúng tôi, **quy hoạch điện 8** sau nhiều thời gian trì hoãn đang **bước vào những vòng cuối cùng trước khi tiến hành phê duyệt**. Sau nhiều lần rà soát, sửa đổi trọng tâm phát triển năng lượng xanh, tờ trình mới nhất số 7194/TTr-BCT của Bộ Công Thương thể hiện rõ mục tiêu Net Zero Carbon năm 2050 của chính phủ.

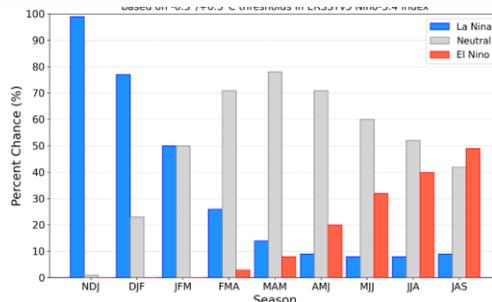
Đặc biệt, cần lưu ý rằng **nhật điện than** được quy hoạch từ mức 50,000-59,000MW đã được điều chỉnh xuống còn 30,000MW năm 2025 và tới 2050 chỉ còn 28,832MW nhưng chuyển hẳn sang nhiên liệu sinh khối/amoniac. **Nhiệt điện khí** được tập trung đầu tư mạnh với trọng tâm là các nhà máy LNG (công suất 3.500 MW năm 2025, 15.400 MW năm 2030, 25.500 MW năm 2035) và có thêm công suất khí nội từ nhà máy TBKHH Ô Môn với nguồn khí Lô B. Tới năm 2050, phần lớn lượng công suất này chuyển sang đốt khí hydro để phát thải thấp hơn.

Tỷ trọng **thủy điện** trong cơ cấu công suất ngày càng giảm do tiềm năng đã khai thác gần hết, chủ yếu còn lại các dự án thủy điện nhỏ với công suất dưới 30 MW.

Điện tái tạo (ngoài thủy điện), như đã nói ở trên, tuy sẽ âm ậm, tăng trưởng thấp trong ngắn hạn nhưng từ 2030 sẽ phát triển nhanh và mạnh để đáp ứng yêu cầu phát thải xanh.

Triển vọng cổ phiếu ngành điện phân hoá khi thời tiết chuyển từ pha La Nina vào pha trung tính

Biểu đồ 32: Xác suất xảy ra hiện tượng ENSO



Nguồn: Cơ quan Quản lý Khí quyển và Đại dương Quốc gia Mỹ (NOAA).

Hiện tượng La Nina (hiện tượng gây mưa, bão nhiều hơn so với bình thường) đã diễn ra từ nửa sau 2020 cho tới hết năm 2022. Tuy nhiên, tới T4/2023, xác suất thời tiết bước vào pha trung tính lên tới 71%. Tới tháng 9/2023, xác suất thời tiết bước vào pha El Nino (ngược lại với La Nina) lên tới gần 50%.

Hiện tượng La Nina kết thúc sẽ là yếu tố bất lợi với các nhà máy thủy điện do lượng mưa thấp dẫn tới sản lượng điện sản xuất thấp hơn. Ngược lại, các nhà máy nhiệt điện sẽ hưởng lợi lớn do lượng điện huy động cao hơn để bù vào phần giảm của thủy điện. Thêm vào đó, dự kiến giá điện trên thị trường cạnh tranh cao hơn do giá công suất thị trường (CAN) tăng và lượng điện giá thấp của nhà máy thủy điện bán ít hơn.

Chúng tôi ưu tiên lựa chọn các doanh nghiệp hưởng lợi từ xu hướng thời tiết, tình hình tài chính ổn định, nợ vay và khấu hao giảm dần qua các năm. Các cổ phiếu nhà đầu tư có thể cân nhắc bao gồm: **QTP, POW, HND, PC1**.



NGÀNH BĐS KHU DÂN CƯ

RỦI RO CHỦC CHỜ: CƠ HỘI CHO “KẼ MẠNH”

Triển vọng doanh nghiệp 2023

- **Tiêu cực**, nhưng có thể là cơ hội cho các doanh nghiệp tốt thu tóm dự án giá rẻ.

Khuyến nghị đầu tư: Mua M&A dự án giá rẻ vào thời điểm Q2-Q3 khi áp lực đáo hạn TP mạnh nhất

Sau cú sốt giai đoạn 2020-2021, thị trường tích tụ quá nhiều loại rủi ro, khiến 2022-2023 sẽ là giai đoạn giải quyết và thanh lọc, tạo nền tảng cho chu kỳ tiếp theo. Đồng thời, đây cũng là cơ hội cho những “kẻ mạnh” chiếm lấy niềm tin và thị phần.

Năm 2022 với các chính sách thắt chặt tiền tệ đã ảnh hưởng khá tiêu cực tới nhu cầu người tiêu dùng và sức khỏe tài chính các doanh nghiệp BĐS dân cư. Lượng mở bán căn hộ trên toàn quốc có dấu hiệu giảm rõ rệt. Trong Q3/2022, lượng căn hộ bán ra tại Hà Nội và TP.HCM giảm lần lượt 30% và 64%, trong khi doanh số kí bán thu hẹp 40% (so với Q2/2022). Nhóm duy nhất có sự tăng trưởng là phân khúc nhà phố/biệt thự cao cấp, tăng trưởng khoảng 20% với mức hấp thụ duy trì trên dưới 50%.

CUNG: Thận trọng trước trở ngại về thanh khoản.

Nguồn vốn chưa kịp khai thông, doanh nghiệp đã gặp thử thách.

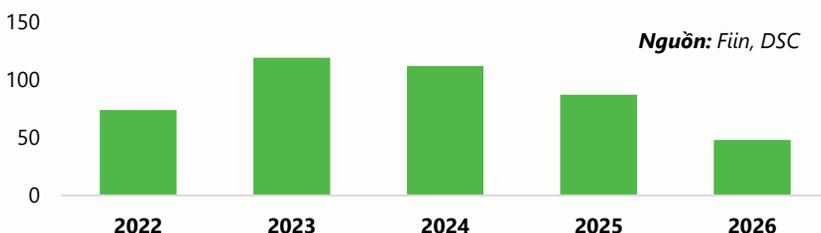
DSC đánh giá năm 2023 sẽ tiếp tục là một năm đầy thử thách cho các DN BĐS trong việc tiếp cận vốn khi hệ thống ngân hàng thắt chặt vốn vay. Tận dụng “Đòn bẩy tài chính” là chìa khóa giúp nhiều công ty tăng trưởng tốt trong giai đoạn trước 2022 nhưng điều này cũng tạo áp lực tài chính lớn đến doanh nghiệp trong thời kì tiền đất hiện tại.

Các yếu tố liên quan đến thay đổi về mặt pháp lý của Chính phủ được kỳ vọng sẽ tháo gỡ những khó khăn cho DN năm 2023 có thể kể đến như:

- (1) Sửa đổi Luật Đất đai - Bỏ khung giá đất, xác định giá đất theo giá thị trường.
- (2) Nghị quyết 18-NQ/TW: Đánh thuế cao hơn với người có nhiều nhà đất.
- (3) Nghị định 44/2022/NĐ-CP: Chủ đầu tư phải cung cấp thông tin về dự án và tình hình giao dịch bất động sản
- (4) Nghị định 65/2022/NĐ-CP được ban hành vào ngày 16/9/2022 sửa đổi bổ sung Nghị định 153/NĐ-CP về chào bán trái phiếu riêng lẻ.

Tuy nhiên, BĐS chỉ quay trở lại tăng trưởng khi dòng tiền được khai thông. Dự kiến cuối năm nay, trong trường hợp dòng tiền có những dấu hiệu được nối lỏng trở lại thì sẽ là tiềm năng cho sự hồi phục của các doanh nghiệp BĐS.

Biểu đồ 33: Giá trị trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn 2022 - 2026 (nghìn tỷ VND)



2023-2024 là 2 năm trọng điểm khát thanh khoản của nhóm BĐS khi giá trị trái phiếu đáo hạn lần lượt đạt 119,000 tỷ (+55% YoY) và 112,000 tỷ.

Yếu tố khát thanh khoản sẽ bắt buộc các doanh nghiệp BĐS giảm giá các sản phẩm cũng như tăng chiết khấu khi phát hành trái phiếu. Mặc dù thời điểm hiện tại nhiều khó khăn, DSC đánh giá đây là cơ hội cho các doanh nghiệp lớn, có sức khỏe tài chính tốt. Nếu có thể thu tóm các dự án giá rẻ và bảo toàn lợi suất, đây sẽ là động lực để các doanh nghiệp tăng trưởng mạnh trong đợt sóng BĐS sau.

NGÀNH BĐS KHU DÂN CƯ

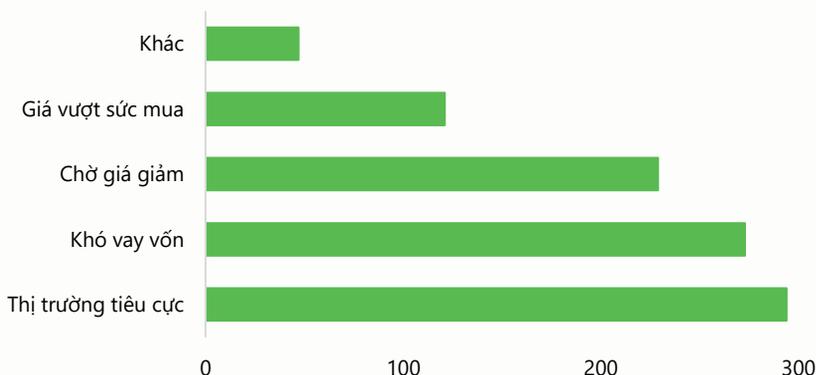
CẦU: Nhu cầu thực tiễn luôn trực chờ nhưng thiếu sự hỗ trợ.

Giá nhà cao, lãi suất cao "cản trở" người dân mua nhà.

DSC đánh giá nhu cầu sử dụng BĐS vẫn còn nhưng đang gặp trở ngại do giá bán và lãi suất. Về mặt giá bán, sau đợt sốt đất 2020-2022, giá BĐS nhiều khu vực tăng nóng, vượt sức mua của những người có nhu cầu ở thực (chủ yếu ở phân khúc trung cấp-bình dân). Trong khi đó, những người mua với mục đích đầu cơ cũng "thắt chặt hầu bao" để chờ đợi cơ hội mua nhà giá rẻ, kỳ vọng lợi suất cao hơn (chủ yếu ở phân khúc "cao cấp" - khu vực thừa nguồn cung nhất).

Về lãi suất, lãi suất ở các NHTM đã tăng trung bình 3-4% trong 2022. Với 70-80% số người mua BĐS sử dụng vốn vay, mức lãi suất neo cao trong 2023 sẽ tạo ra rào cản đáng kể cho quyết định mua của khách hàng.

Biểu đồ 34: Khảo sát các "khó khăn khi chốt giao dịch BĐS" (theo 442 môi giới).



Nguồn: Batdongsan.com.vn

2023 sẽ tiếp tục ảm đạm với ngành Bất động sản dân cư.

Như đã đề cập, vẫn còn tồn tại những vướng mắc về pháp lý và rào cản khiến cho doanh nghiệp gặp khó khăn trong tiếp cận vốn, điều này đòi hỏi các DN phải tự giải quyết vấn đề thanh khoản dựa trên cân đối các nguồn lực nội tại.

Nhà cung cấp BĐS sẽ phải: (1) lựa chọn hạ giá bán để chạm mức định giá hấp dẫn nhằm thu hút cầu; (2) giảm áp lực tài chính bằng việc cắt giảm đầu tư và (3) dàn xếp nhằm giảm nợ với trái chủ.

Quá trình này cần thời gian không ngắn, DSC đánh giá thị trường BĐS sẽ tiếp tục đi ngang hoặc suy yếu, có thể đến hết 2023. Sau 2023, thị trường ổn định lại dưới các tác động của chính sách, những nhân tố yếu kém bị đào thải, những doanh nghiệp sống sót sẽ tiếp tục mở rộng và dẫn dắt giai đoạn tiếp theo.

Tóm lại, trong bối cảnh thị trường BĐS chưa cho thấy dấu hiệu phục hồi, rủi ro về mặt tài chính vẫn còn hiện hữu, **đây sẽ là cơ hội để chọn lọc những doanh nghiệp có tiềm lực tài chính, có sẵn dự án đã mở bán với sức hấp thụ tốt và dòng tiền kinh doanh dương để đầu tư cho chu kỳ tiếp theo.**

Cổ phiếu theo dõi: VHM, NLG, KDH, HDC

NGÀNH XÂY DỰNG

NHÓM ĐẦU TƯ CÔNG LÀ ĐIỂM TỰA

Triển vọng doanh nghiệp 2023:

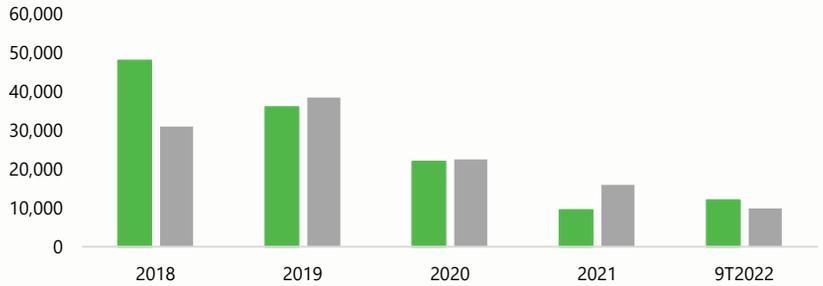
- **Tích cực:** Xây dựng đầu tư công
- **Tiêu cực:** Xây dựng dân dụng

Khuyến nghị đầu tư:

Theo dõi tốc độ giải ngân vốn đầu tư công, chỉ đầu tư trong trường hợp tiến độ giải ngân tốt

Nhóm xây dựng dân dụng: Thị trường bất động sản gặp khó ảnh hưởng xấu tới nhu cầu

Biểu đồ 35: Nguồn cung căn hộ ở Hà Nội và TP. HCM giai đoạn 2018 - T9/2022



Nguồn: Savills, DSC tổng hợp

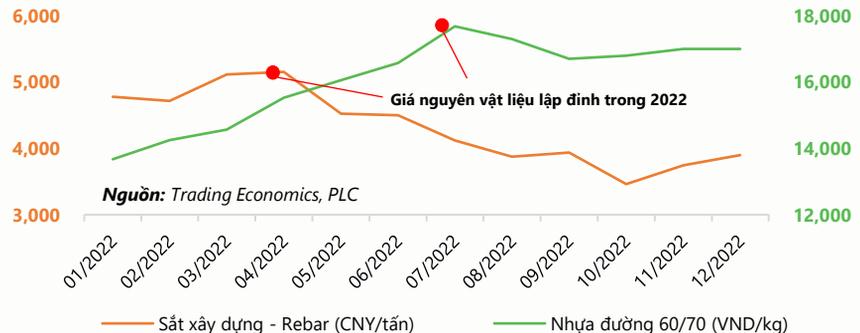
Thị trường bất động sản khu dân cư sẽ khó hồi phục trong 2023 do dòng vốn chảy vào BĐS vẫn bị hạn chế và lãi suất vẫn ở mức cao. Sự khó khăn của thị trường bất động sản là yếu tố tiêu cực: (1) kìm hãm động lực tăng trưởng, (2) tạo áp lực trích lập dự phòng phải thu, và (3) tăng rủi ro hủy dự án cho các doanh nghiệp thuộc nhóm xây dựng. Ngoài ra, nguồn vốn khó tiếp cận, đất cũng sẽ tạo áp lực tới khả năng hoạt động các doanh nghiệp nhóm Xây dựng. Do đó, chúng tôi nhận định KQKD của các doanh nghiệp nhóm Xây dựng dân dụng sẽ tiếp tục suy yếu trong 2023.

Do đó, DSC đánh giá các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành Xây Dựng dân dụng dễ chịu tổn thương trong bối cảnh hiện tại và đồng thời sẽ **phải đối mặt với nhiều thách thức** trong thời gian tới.

Cổ phiếu theo dõi (phù hợp tiêu chí đã đề ra): CTD và HTN. Tùy vào vào tốc độ phục hồi của thị trường bất động sản và năng lực xử lý dự án, chúng tôi sẽ theo dõi 2 mã cổ phiếu trên bởi HTN có lợi thế từ hệ sinh thái Hưng Thịnh và CTD chúng tôi cho rằng sau khi đã trích lập hết các khoản dự phòng, KQKD trong năm 2023 sẽ phục hồi mạnh hơn so với năm 2021 và 2022.

Nhóm xây dựng đầu tư công: Điểm sáng của ngành xây dựng

Biểu đồ 36: Giá thép và nhựa đường Việt Nam năm 2022 (VND/kg);



Nguồn: Trading Economics, PLC

Chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ tiếp tục hành động quyết liệt đẩy nhanh giải ngân vốn đầu tư công trong thời gian sắp tới, qua đó sẽ **tạo động lực tăng trưởng cho nhóm các doanh nghiệp đầu tư công có uy tín và năng lực chuyên môn cao.** Tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công của cả nước năm 2022 ước chỉ đạt 67,27% kế hoạch, điều này sẽ đè nặng và khiến áp lực giải ngân trong năm 2023 là rất lớn từ hàng loạt các dự án mới sắp được triển khai.

NGÀNH XÂY DỰNG

Bên cạnh đó trong năm 2023, chúng tôi cho yếu tố như dịch bệnh sẽ tiếp tục được kiểm soát tốt và giá một số nguyên vật liệu xây dựng quan trọng như Thép, Xi măng và Đá đã đạt đỉnh trong năm 2022, đây sẽ là điểm tích cực của ngành bởi việc triển khai các dự án sẽ không bị gián đoạn.

Theo nhận định của chúng tôi, bên cạnh những dự án lớn phải kể đến như dự án Sân bay Long Thành, Vành đai 3 (TP.HCM) hay Vành đai 4 (Hà Nội) thì dự án đầu tư công đáng chú ý nhất giai đoạn 2023-2026 đó chính là dự án cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2 bao gồm 25 dự án thành phần và có quy mô lớn hơn nhiều so với giai đoạn 1. Trong số đó, 12 dự án thành phần đã sàng khởi công đồng loạt ngay từ 1/1/2023. Đây vừa là cơ hội nhưng cũng là thách thức lớn đối với các nhà thầu xây dựng bởi khối lượng công việc là rất lớn trong khi các yếu tố về tiến độ và chất lượng vẫn cần phải được đảm bảo.

Biểu đồ 37: 12 dự án thành phần dự kiến được khởi công vào 1/1/2023

Dự án thành phần	Chiều dài toàn tuyến	Ký hiệu gói thầu	Giá trị gói thầu (Tỷ VND)	Nhà thầu đảm nhận
Bãi Vọt- Hàm Nghi	35,3 km	XL-01	6.045	VCG
Hàm Nghi -Vũng Áng	54,2km	11-XL	4.456	
		12-XL	3.034	
Vũng Áng -Bùng	56,1km	XL-01	5.300	LCG
		XL-02	5.400	
Bùng - Vạn Ninh	50km	XL-01	3.939	C4G
		XL-02	3.501	
Vạn Ninh - Cam Lộ	65km	XL-01	3.361	
		XL-02	3.480	
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	88km	XL-01	3.800	HHV
		XL-02	4.500	
		XL-03	6.400	
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	70,1km	11-XL	3.027	
		12-XL	6.140	
Quy Nhơn - Chí Thạnh	61,7km	11-XL	3.690	VCG
		12-XL	3.055	
		13-XL	6.241	
Chí Thạnh - Vân Phong	48km	XL-01	4.393	
		XL-02	4.440	
Vân Phong - Nha Trang	83,4km	XL-01	5.365	VCG
		XL-02	3.549	
Cần Thơ - Hậu Giang	37,7km	XL-01	7.966	
Hậu Giang - Cà Mau	73km	XL-01	7.256	
		XL-02	3.835	
		XL-03	3.334	

Nguồn: Bộ giao thông vận tải, DSC Research

Đối với các doanh nghiệp đầu tư công, chúng tôi sẽ theo dõi tiến độ giải ngân vốn đầu tư công để xác định có sự cải thiện so với 2022 trước khi ra quyết định đầu tư. Trong **trường hợp tiến độ giải ngân vốn đầu tư công tốt**, chúng tôi khuyến nghị đầu tư vào các cổ phiếu đầu ngành, có sức khỏe tài chính tốt như **VCG và HHV**.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Bùi Văn Huy,
GD Vùng, DSC miền Nam
huy.bv@dsc.com.vn

Trương Thái Đạt,
PGĐ. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Chuyên viên Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm Vĩ Mô
hiep.nh@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Nguyễn Thị Bích Diệp,
Chuyên viên Phân tích
diep.ntb@dsc.com.vn

Phạm Văn Trang,
Chuyên viên Phân tích
trang.pv@dsc.com.vn

Nguyễn Gia Khánh,
Chuyên viên Phân tích
khanh.ng@dsc.com.vn

Hàn Quang Hiếu,
Chuyên viên Phân tích
hie.u.hq@dsc.com.vn