

# Triển vọng TTCK Việt Nam 2H2022

## Đương đầu với thử thách

Triển vọng tăng trưởng của TTCK toàn cầu nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng đã sụt giảm đáng kể trước lo ngại gia tăng về rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ. Trên thực tế, các thống kê quá khứ cho thấy chỉ số VNIndex có thể tiếp tục sụt giảm sâu hơn vùng giá hiện tại nếu suy thoái kinh tế Mỹ diễn ra, dưới tác động của lạm phát và động thái thắt chặt tiền tệ của FED.

Chúng tôi hạ dự phóng chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2022 xuống **1,418 điểm** (từ mức **1,680 đưa ra cuối quý 2**), với kịch bản cơ sở suy thoái kinh tế Mỹ sẽ chưa diễn ra trong 2 quý cuối năm, dù rủi ro vẫn hiện hữu (tương đồng với tổng hợp dự báo các tổ chức tài chính trên thế giới xác suất suy thoái ở Mỹ trong 12 tháng tới là 40%). Cụ thể hơn, chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng EPS bình quân của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX ở mức 15.1% trong khi mức P/E mục tiêu cho năm 2022 giảm mạnh xuống 14.3 lần (từ mức 16.5 lần đưa ra trong báo cáo quý 2) nhằm phản ánh rủi ro ngoại biên gia tăng (*Xem thêm phần I – Triển vọng TTCK 2H 2022*).

**Động lực tăng trưởng chính của thị trường trong 6 tháng cuối năm sẽ đến từ khả năng đề kháng tốt của nền kinh tế trước những áp lực gia tăng từ ngoại biên, cũng như đà tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết.** Chúng tôi kỳ vọng thị trường trong Quý 3 sẽ sớm bước vào nhịp hồi ngắn hạn, phản ứng với các chỉ tiêu vĩ mô tích cực được công bố, cũng như mùa báo cáo KQKD quý 2, đặc biệt sau nhịp điều chỉnh sâu ở nhóm cổ phiếu tính chu kỳ cao như ngân hàng, chứng khoán, bất động sản và các ngành liên quan. Dù vậy, kịch bản thị trường tạo đáy trung hạn thành công ngay trong quý 3 không được đánh giá cao. Thị trường chỉ thực sự có thể quay trở lại xu hướng tăng dài hạn và bền vững khi các rủi ro ngoại biên được giải toả (đặc biệt liên quan đến rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ, lạm phát và FED nâng lãi suất).

Bên cạnh các rủi ro về suy thoái kinh tế Mỹ, các yếu tố rủi ro khác có ảnh hưởng lên thị trường cần quan tâm là lạm phát (đặc biệt trong giai đoạn cuối Quý 3 đầu Quý 4), biến động tỷ giá, tăng trưởng kinh tế trong nước, rủi ro từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp, chính sách tiền tệ của SBV, dịch Covid-19 tại Trung Quốc, xung đột Nga – Ukraine, diễn biến giá dầu...

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

Trần Đức Anh

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

Thái Hữu Công

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

Trần Thị Phương Anh

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

Lê Hạnh Quyền

Chuyên viên vĩ mô  
quyenlh@kbsec.com.vn

05/07/2022

## Mục lục

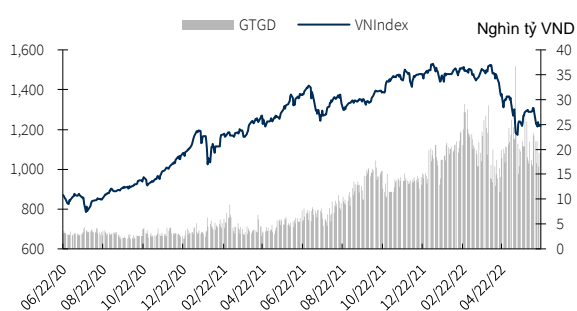
<b>I. Triển vọng TTCK 2H2022</b>	
<b>II. Định giá nhóm cổ phiếu có tính chu kỳ trên TTCK Việt Nam</b>	<b>6</b>
<b>III. Hoạt động sản xuất kinh doanh</b>	<b>7</b>
<b>IV. Chủ đề đầu tư và nhóm ngành hưởng lợi</b>	<b>8</b>
1. Gói hỗ trợ lãi suất 2%	8
2. Trung Quốc nới lỏng cách ly Covid - 19	11
<b>V. Yếu tố rủi ro theo dõi</b>	<b>15</b>
1. Đánh giá rủi ro đáo hạn TPDN tác động tới nhóm BĐS	15
2. Chính sách tiền tệ của Fed và nguy cơ suy thoái của nền kinh tế Mỹ	18
<b>V. KBSV Top picks và danh mục mẫu 6 tháng cuối năm</b>	<b>22</b>
<b>V. Triển vọng ngành</b>	<b>23</b>
Bất động sản VHM, KDH, NLG, DXG, TRUNG LẬP)	23
Bất động sản KCN (KBC, PHR, NTC, IDC, TÍCH CỰC)	24
Điện lực (POW, NT2 REE, QTP, GEG, PC1, TÍCH CỰC)	25
Công nghệ - Thông tin (FPT, CMG, TÍCH CỰC)	27
Ngân hàng (VCB, BID, VPB, MBB, TCB, TÍCH CỰC)	28
Bán lẻ (MWG, PNJ, TÍCH CỰC)	30
Thủy sản (FMC, VHC, ANV, TÍCH CỰC)	31
Dầu khí (GAS, BSR, PLX, PVT, TÍCH CỰC)	32
Cảng biển (GMD, HAH, TRUNG LẬP)	33

## I. Triển vọng TTCK 2H 2022

### TTCK Việt Nam điều chỉnh mạnh trong nửa đầu năm với thanh khoản sụt giảm

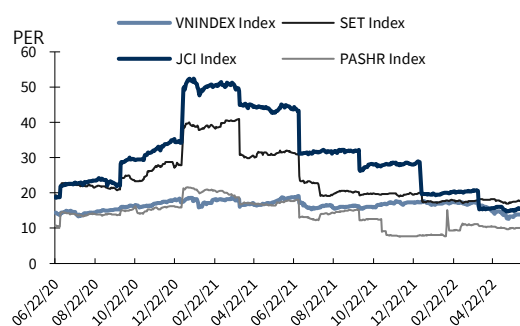
TTCK Việt Nam giảm điểm mạnh trong nửa đầu năm, tập trung chủ yếu vào quý 2 sau giai đoạn quý 1 lình xình đi ngang với nguyên nhân chủ yếu đến từ diễn biến tiêu cực của TTCK toàn cầu trước các lo ngại tăng dần về rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ dưới tác động của việc FED thắt chặt chính sách tiền tệ, lạm phát tăng mạnh. Tính cho nửa đầu năm 2022, chỉ số VNIndex giảm 22.5% về điểm số, trong khi giá trị giao dịch bình quân phiên giảm 5% so với cùng kỳ.

Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



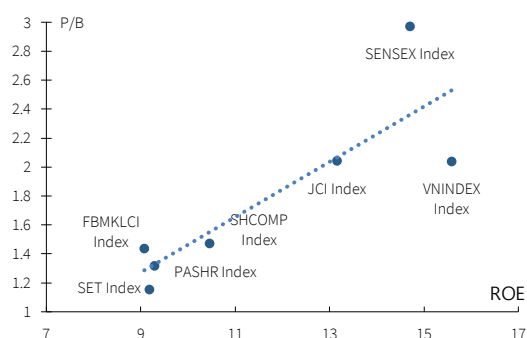
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Biến động P/E nhóm ASEAN4



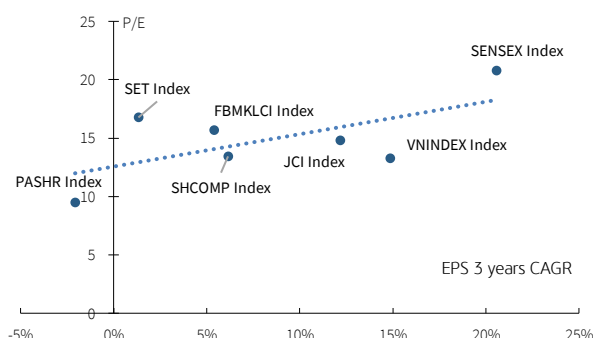
Nguồn: Bloomberg, KBSV

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



Nguồn: Bloomberg, KBSV

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



Nguồn: Bloomberg, KBSV

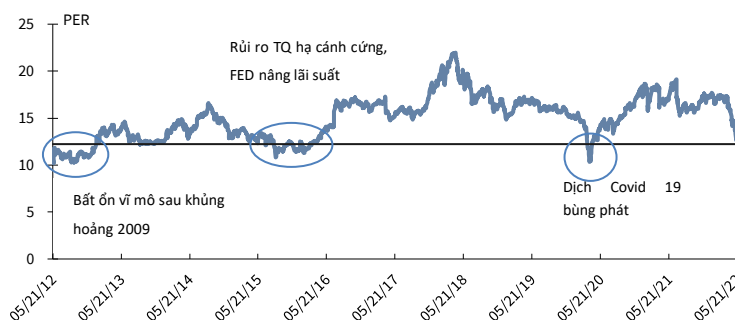
### Thị trường Việt Nam đang được định giá hấp dẫn trong tương quan so sánh với các TTCK trong khu vực

Trong tương quan so sánh về mặt định giá với các TTCK trong khu vực (Biểu đồ 2), TTCK Việt Nam có sức hấp dẫn vượt trội với P/B thấp (Biểu đồ 3- so sánh ROE và P/B), và P/E thấp (Biểu đồ 4 - trong tương quan so sánh tăng trưởng EPS bình quân 3 năm gần nhất và P/E). Điều này cũng được phản ánh qua động thái mua ròng của khối ngoại trong giai đoạn chỉ số VNIndex điều chỉnh sâu thời gian qua, trong khi đẩy mạnh bán ròng ở các thị trường trong khu vực.

Việc TTCK Việt Nam bị định giá thấp bất chấp sự lành mạnh về cả nền tảng vĩ mô lẫn vi mô doanh nghiệp là điều đã diễn ra trong 1 thời gian dài và có

nguyên nhân lớn đến từ việc TTCK Việt Nam hiện vẫn đang là thị trường cận biên. Chúng tôi cho rằng khoảng cách về mặt định giá này sẽ sớm được thu hẹp nếu triển vọng nâng hạng thị trường dần rõ nét hơn (quá trình dự kiến sẽ diễn ra trong 2-3 năm tới), phản ánh triển vọng tích cực của thị trường trong dài hạn.

**Biểu đồ 5. P/E VNIndex lịch sử**



Nguồn: Tổng cục Thống kê, KBSV

Chú thích: Đường màu đen có giá trị là 12.2 tương ứng P/E forward 2022

**Xét trong tương quan quá khứ, mức P/E forward 2022 của thị trường chỉ cao hơn 3 giai đoạn trong 10 năm trở lại đây**

Sau giai đoạn điều chỉnh mạnh trong quý 2, P/E trượt 12 tháng của VNIndex đang ở mức 13.2 lần. Với giả định thận trọng EPS bình quân các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX tăng 15.1% yoy, P/E forward 2022 của VNIndex ở mức 12.2 lần. Trong lịch sử 10 năm trở lại đây, chỉ có duy nhất 3 giai đoạn VNIndex giao dịch ở dưới mức này là: 1) giai đoạn 2012 do các bất ổn vĩ mô sau khủng hoảng 2009; 2) giai đoạn cuối 2015 đầu 2016 trước lo ngại Trung Quốc hạ cánh cứng và FED nâng lãi suất lần đầu sau khủng hoảng tài chính; 3) giai đoạn đầu 2020 do khủng hoảng Covid-19. Như vậy, điểm chung của cả 3 đợt giảm sâu này với đợt giảm hiện tại là đều đến từ các lo ngại về tăng trưởng kinh tế toàn cầu. Điều này phần nào lí giải diễn biến điều chỉnh của TTCK Việt Nam trong quý 2 vừa qua.

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

Yếu tố thuận lợi	Mức độ tác động	Khả năng xảy ra	Yếu tố rủi ro	Mức độ tác động	Khả năng xảy ra
Kinh tế phục hồi hậu Covid	Mạnh	Cao	FED thắt chặt quá nhanh chính sách tiền tệ khiến kinh tế Mỹ suy thoái	Mạnh	Trung bình
Kỳ vọng gói kích thích kinh tế của Chính phủ	Trung bình	Trung bình	Căng thẳng Nga - Ukraine leo thang	Trung bình	Trung bình
Doanh nghiệp niêm yết duy trì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận tích cực	Trung bình	Cao	Áp lực lạm phát trong nước gia tăng kéo theo xu hướng tăng lãi suất	Trung bình	Trung bình

Nguồn: KBSV

**Vùng điểm hợp lý của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm là 1,418 điểm**

Đối với dự báo triển vọng TTCK từ nay đến cuối năm, chúng tôi duy trì dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX ở mức 15.1% (mức thấp so với đồng thuận của thị trường là trên 20% - Bloomberg consensus - xem thêm phần II. Hoạt động sản xuất kinh doanh). Cùng với đó, chúng tôi

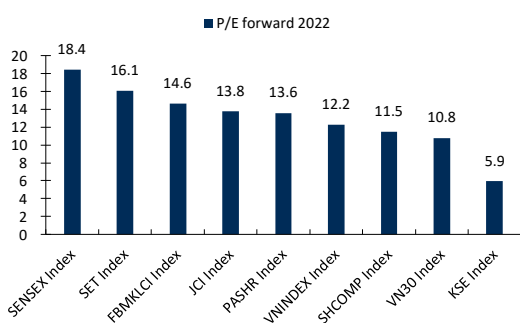
điều chỉnh giảm mạnh mức P/E mục tiêu 2022 của thị trường từ 16.5 lần (đưa ra trong báo cáo chiến lược 2Q 2022) xuống 14.3 lần, phản ánh lo ngại về các rủi ro gia tăng liên quan đến suy thoái kinh tế Mỹ. Tương ứng với VNIndex được dự báo đạt mức 1,418 điểm đến cuối năm.

Cụ thể hơn, trong bối cảnh kinh tế toàn cầu ở trạng thái bình thường, P/E của chỉ số VNIndex giao dịch hợp lý ở mức 16.5 lần (tương ứng bình quân 5 năm gần nhất) với bộ đỡ đến từ nền tảng kinh tế vững mạnh, tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết liên tục được cải thiện. Trong khi đó, trong kịch bản suy thoái kinh tế Mỹ diễn ra, P/E Vnindex có thể biến động quanh mốc 11 lần (phụ thuộc vào mức độ nặng, nhẹ của đợt suy thoái cũng như tác động đến kinh tế Việt Nam). Với xác suất 2 kịch bản tương ứng đang là 60/40 (Bloomberg consensus), chúng tôi đánh giá mức P/E 14.3 của VNIndex thời điểm cuối 2022 là phù hợp.

Yếu tố có tính chất chi phối TTCK Việt Nam nói riêng và TTCK toàn cầu nói chung trong nửa sau của 2022 là rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ (vốn chịu ảnh hưởng bởi diễn biến lạm phát, tốc độ tăng lãi suất của FED và khả năng chống chọi của nền kinh tế Mỹ trước mặt bằng lãi suất tăng mạnh). Trong kịch bản cơ sở suy thoái kinh tế Mỹ chưa xảy ra trong nửa sau năm 2022, TTCK Việt Nam sẽ có xu hướng hồi phục khi các yếu tố cơ bản nội tại trong nước (tăng trưởng GDP, tiêu dùng trong nước phục hồi, tăng trưởng xuất khẩu, thu hút vốn FDI...) dần phản ánh rõ nét hơn lên kết quả kinh doanh các doanh nghiệp, theo đó là diễn biến khởi sắc của giá cổ phiếu. Tuy nhiên các nhịp tăng sẽ tương đối thoải và thiếu bền vững trong bối cảnh yếu tố tâm lý bị đè nén bởi các rủi ro thường trực.

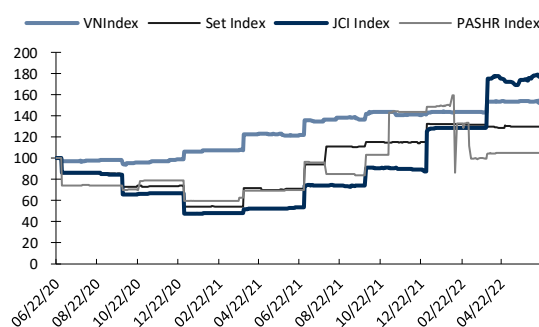
Các yếu tố khác có ảnh hưởng lên thị trường cần quan tâm là lạm phát (đặc biệt trong giai đoạn cuối Quý 3 đầu Quý 4), biến động tỷ giá và tăng trưởng kinh tế trong nước, rủi ro từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp, chính sách tiền tệ của SBV, dịch Covid-19 tại Trung Quốc, xung đột Nga - Ukraine, diễn biến giá dầu...

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



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 7. Biến động EPS nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## II. Định giá nhóm cổ phiếu có tính chu kỳ trên TTCK Việt Nam

**Bối cảnh vĩ mô hiện tại của thị trường có nhiều điểm tương đồng với giai đoạn 2015-2016**

Như đã phân tích ở trên, P/E forward 2022 của chỉ số VNIndex hiện chỉ cao hơn 3 giai đoạn trong quá khứ (giai đoạn 2012, cuối 2015-đầu 2016 và đầu 2020), và điểm chung của cả 4 giai đoạn (bao gồm giai đoạn hiện tại) là đà sụt giảm của thị trường đều đến từ các rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu.

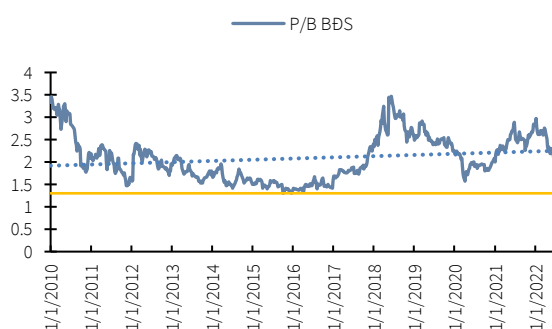
Trong đó, chúng tôi đánh giá mức độ tương đồng cao nhất của bối cảnh vĩ mô hiện tại là với giai đoạn cuối 2015, đầu 2016 (thời điểm thị trường tài chính toàn cầu lo ngại rủi ro kinh tế Trung Quốc hạ cánh cứng, FED nâng lãi suất lần đầu kể từ khủng hoảng tài chính 2009), trong khi kinh tế trong nước vẫn phát đi những tín hiệu tích cực. Trong khi đó, giai đoạn 2012 kinh tế trong nước có nhiều bất ổn do hệ lụy từ khủng hoảng tài chính 2009, giai đoạn đầu 2020 đến từ bùng phát dịch Covid-19 đều có nét đặc trưng riêng.

**Xét tương quan P/B trong quá khứ, một số nhóm cổ phiếu có tính chu kỳ cao đang quay lại vùng định giá thấp**

Chúng tôi sử dụng so sánh tương quan P/B của các ngành có tính chu kỳ cao (ngân hàng, chứng khoán, bất động sản, thép) ở 2 giai đoạn để đánh giá mức độ hấp dẫn của các ngành này trong bối cảnh hiện tại sau nhịp điều chỉnh sâu. Việc sử dụng so sánh P/E do lợi nhuận các doanh nghiệp thuộc các ngành này thường có xu hướng biến động mạnh ở các giai đoạn vĩ mô bất ổn.

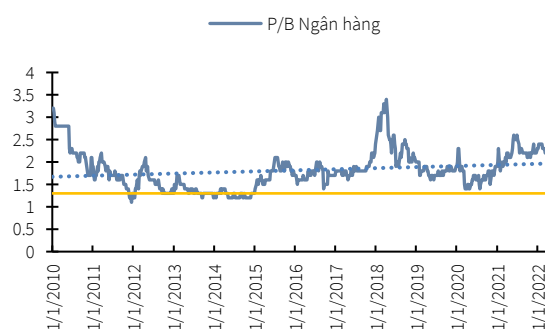
Nếu so sánh tương quan P/B hiện tại với mức P/B thấp nhất giai đoạn 2015-2016, ngoại trừ nhóm thép thấp hơn 7%; nhóm ngân hàng, chứng khoán, BĐS vẫn đang giao dịch với P/B cao hơn lần lượt 23%, 30% và 60%. Điều này không hàm ý cổ phiếu các ngành này cần giảm thêm 1 mức tương ứng do bối cảnh vĩ mô, và mức độ phản ánh giá trị nội tại doanh nghiệp qua chỉ số P/B ở 2 giai đoạn có sự khác biệt. Tuy nhiên điều này cũng cho thấy định giá các nhóm cổ phiếu này chưa hẳn đã hấp dẫn nếu so với vùng đáy 2015-2016, vốn có điểm tương đồng so với giai đoạn hiện tại.

**Biểu đồ 8. Tương quan P/B BĐS giai đoạn 2010-2022**



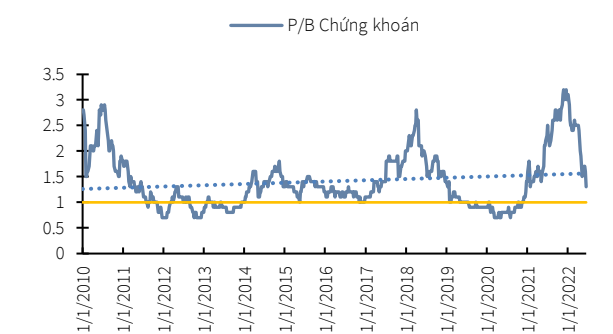
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 9. Tương quan P/B Ngân hàng giai đoạn 2010-2022**



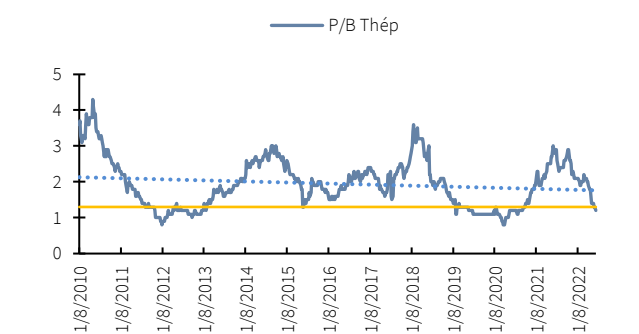
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 10. Tương quan P/B chứng khoán giai đoạn 2010-2022**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 11. Tương quan P/B thép giai đoạn 2010-2022**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

### III. Hoạt động kinh doanh

**Các doanh nghiệp niêm yết trên HSX có KQKD khả quan trong 1Q/2022, trong đó nhóm ngành có sự hồi phục mạnh sau giai đoạn dịch bệnh có mức tăng trưởng ấn tượng hơn**

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX trong Q1/2022 tiếp tục tăng trưởng ấn tượng trong bối cảnh nền kinh tế hồi phục sau nhiều ảnh hưởng từ dịch bệnh nhờ việc gần như hoàn toàn mở cửa trở lại sau khi đạt độ phủ vaccine cao trong Q4/2021 với mức tăng trưởng lợi nhuận và doanh thu lần lượt đạt 31.2% và 21.1% so với cùng kỳ năm trước.

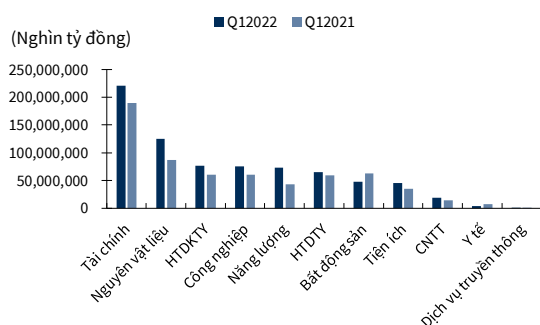
Trong đó, đóng góp chính đà tăng trưởng lợi nhuận đến từ các ngành bị ảnh hưởng lớn trong thời gian đại dịch như công nghiệp (+488% YoY), tiện ích (+64%), Hàng tiêu dùng thiết yếu (+41%). Riêng ngành nguyên vật liệu (+46%) tăng trưởng mạnh còn đến từ sự kết hợp của 2 yếu tố là giá hàng hóa tăng và sự khan hiếm nguồn cung do ảnh hưởng của chiến tranh giữa Nga và Ukraine. Ở chiều ngược lại, bất động sản là nhóm ngành có mức tăng trưởng âm sau giai đoạn tăng nóng năm 2021 và chịu tác động từ động thái kiểm soát rủi ro tín dụng của NHNN đối với lĩnh vực BĐS. Quý 1 2022 cũng ghi nhận sự cải thiện biên lợi nhuận gộp ở hầu hết các ngành so với cùng kỳ (do năm 2021 các doanh nghiệp chịu chi phí tăng do bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh), ngoại trừ nhóm bất động sản và nguyên vật liệu (đã loại trừ nhóm hóa chất và phân bón có sự đột biến giá đầu ra) do chi phí nguyên liệu đầu vào tăng cao hơn giá bán và áp lực chi phí vận chuyển ở mức cao.

**Chúng tôi duy trì dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX năm 2022 đạt 15.1%**

Chúng tôi duy trì dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX đạt 15.1% (trong báo cáo chiến lược 2Q/2022) dựa theo kế hoạch kinh doanh các doanh nghiệp công bố, kết hợp với tổng hợp dự phóng lợi nhuận các công ty niêm yết từ các tổ chức nghiên cứu sau khi điều chỉnh dựa theo bối cảnh vĩ mô hiện tại. Mặc dù kinh tế toàn cầu còn gặp nhiều thách thức trong nửa sau năm 2022 đến từ việc giá nguyên liệu tiếp tục tăng, lạm phát ở mức cao, các NHTW đẩy nhanh tốc độ tăng lãi suất và thu hẹp bảng cân đối kế

toán, rủi ro suy thoái kinh tế ở Mỹ, xung đột Nga - Ukraine... Chúng tôi tin rằng với nội tại mạnh mẽ, kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục xu hướng tăng trưởng với GDP 2022 tăng 6.3%, tạo điều kiện thuận lợi để các DN niêm yết duy trì tốc độ tăng trưởng cao về lợi nhuận.

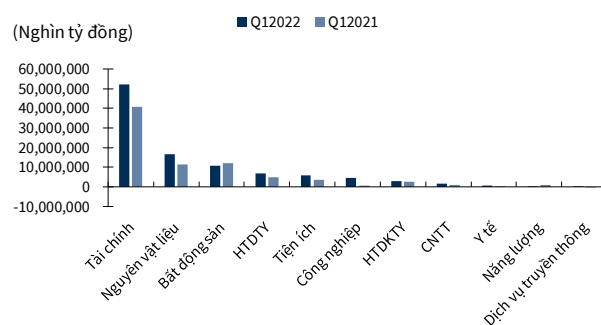
**Biểu đồ 12. Doanh thu Q1 2022 so với cùng kỳ**



Nguồn: KBSV

Ghi chú: phân ngành theo chuẩn GICS

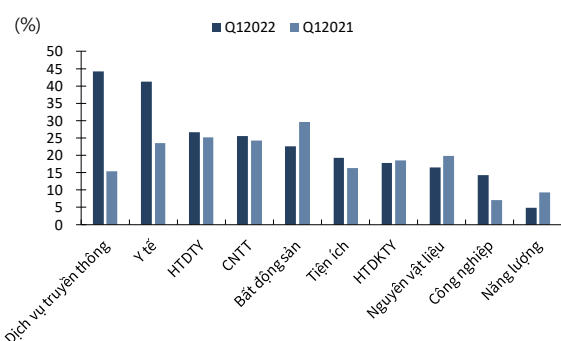
**Biểu đồ 13. Lợi nhuận Q1 2022 so với cùng kỳ**



Nguồn: KBSV

Ghi chú: phân ngành theo chuẩn GICS

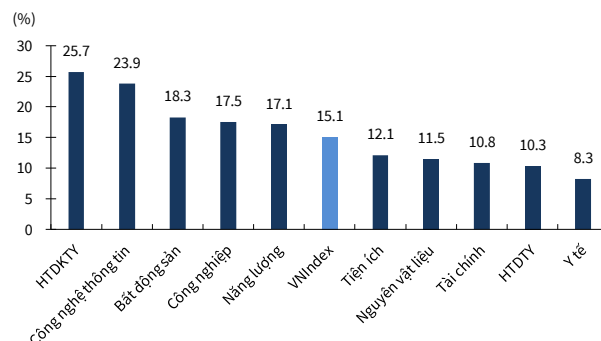
**Biểu đồ 14. Biên lợi nhuận gộp Q1 2022 so với cùng kỳ**



Nguồn: KBSV

Ghi chú: phân ngành theo chuẩn GICS

**Biểu đồ 15. Tăng trưởng dự phóng EPS 2022 các ngành so với năm 2021**



Nguồn: KBSV

Ghi chú: phân ngành theo chuẩn GICS

## IV. Chủ đề đầu tư và nhóm ngành hưởng lợi

### 1. Gói hỗ trợ lãi suất 2%

**Gói hỗ trợ lãi suất 2% có tổng mức hỗ trợ tối đa 40,000 tỷ có thể giúp giảm bớt gánh nặng cho nhiều doanh nghiệp nhưng cũng tiềm ẩn rủi ro nếu không được sử dụng**

Mới đây, Chính phủ đã ban hành nghị định hỗ trợ lãi suất 2% có tổng mức hỗ trợ tối đa 40,000 tỷ (tương ứng khoảng 1 triệu tỷ đồng/năm dư nợ hỗ trợ lãi suất, bằng 9.6% tổng dư nợ tín dụng hệ thống ngân hàng tính đến cuối năm 2021) đối với các khoản vay được giải ngân trong khoảng thời gian từ 01/01/2022 đến 31/12/2023 của các doanh nghiệp, hợp tác xã, hộ kinh doanh



**đúng mục đích**

thuộc một trong các ngành theo quy định (chi tiết tại bảng 2).

Gói hỗ trợ này được kỳ vọng sẽ giúp doanh nghiệp tăng thêm vốn lưu động, giúp duy trì và mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh sau giai đoạn ảnh hưởng bởi dịch bệnh tuy nhiên cũng đi kèm lo ngại nhiều khoản vay không được sử dụng đúng mục đích sang đầu tư tài sản đầu cơ và rủi ro gia tăng liên quan đến lạm phát, tỷ giá hối đoái, hiệu quả đầu tư như trong giai đoạn triển khai gói hỗ trợ lãi suất tương tự năm 2009.

**Quy mô, mức lãi suất hỗ trợ, giới hạn nhóm đối tượng và kiểm soát chặt chẽ cùng nền tảng vĩ mô vững chắc hơn giúp hạn chế rủi ro từ gói hỗ trợ**

Tuy nhiên, so sánh tương quan giữa 2 gói hỗ trợ, chúng tôi cho rằng rủi ro nêu trên từ gói hỗ trợ mới sẽ được hạn chế bởi:

- (1) Quy mô dư nợ hỗ trợ lãi suất tương ứng khoảng hơn 9%/năm so với tổng dư nợ tín dụng toàn hệ thống trong 2 năm 2022 và 2023, thấp hơn mức 24% năm 2009.
- (2) Lãi suất hỗ trợ 2%, thấp hơn mức 4% năm 2009.
- (3) Chỉ áp dụng đối với 9 nhóm đối tượng cụ thể, có tính rủi ro thấp, chỉ hỗ trợ các đối tượng có khả năng trả nợ, có khả năng phục hồi, không có nợ gốc bị quá hạn và/hoặc số dư lãi chậm trả.
- (4) Hệ thống ngân hàng hiện ổn định và khỏe mạnh hơn giai đoạn trước, được kiểm chứng trong thời kỳ dịch bệnh. Tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng được NHNN cấp thay vì không bị giới hạn như năm 2009. Bên cạnh đó, công cụ vĩ mô hiện được đánh giá khá hiệu quả nhằm kiểm soát ổn định nền kinh tế.

Bài học về gói hỗ trợ lãi suất 17,000 tỷ đồng trong năm 2009 để lại nhiều hệ quả lên nền kinh tế sẽ khiến NHNN và Bộ Tài Chính kiểm soát chặt chẽ hơn và đối tượng áp dụng trong nghị định mới có tính chọn lọc giúp giảm rủi ro trên. Ở chiều ngược lại, hạn mức tín dụng của nhiều ngân hàng không còn đủ để thực hiện gói hỗ trợ đòi hỏi NHNN cần nâng hạn mức tín dụng cho các ngân hàng trong khi vẫn cần bảo đảm kiểm soát lạm phát là thách thức lớn đối với tiến độ thực hiện. Bên cạnh đó, việc triển khai gói hỗ trợ lãi suất lần này sẽ làm ảnh hưởng nhất định đến kết quả kinh doanh của các ngân hàng bởi ngân hàng sẽ phải ứng trước tiền và một phần tiền sẽ được quyết toán sau (85% được trả trước theo quý và 15% còn lại được quyết toán vào Q1 năm sau. Các NHTM Nhà nước khả năng cao sẽ chiếm phần lớn về hạn mức hỗ trợ lãi suất do có tỷ trọng dư nợ cho vay/tổng dư nợ các ngân hàng cao.

**Tác động tích cực nhưng không quá lớn**

Tác động đến TTCK trong ngắn hạn là sự củng cố về mặt tâm lý trong bối cảnh thị trường đón nhận nhiều thông tin tiêu cực trong thời gian gần đây. Trong trung, dài hạn, mức độ ảnh hưởng sẽ phụ thuộc vào hiệu quả của gói hỗ trợ lãi suất này (bên cạnh các gói hỗ trợ khác trong gói phục hồi kinh tế 350 nghìn tỷ) lên kinh tế vĩ mô cũng như hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết, đặc biệt là nhóm ngành hưởng lợi. Tác động tích cực về mặt dòng tiền thực tế, theo chúng tôi đánh giá là không lớn, do quy mô gói kích thích kinh tế 40k tỷ chỉ tương đương 0.6% so với vốn hoá toàn thị trường; thấp bằng 1/4 lần so với gói kích thích trị giá 17k tỷ của năm 2009. Hơn thế nữa, công tác thanh tra, giám sát, kiểm soát việc gói hỗ trợ lãi suất được thực thi ở thời điểm hiện tại chắc chắn chặt chẽ và hiệu quả hơn nhiều so với thời điểm năm 2009 khi ngành

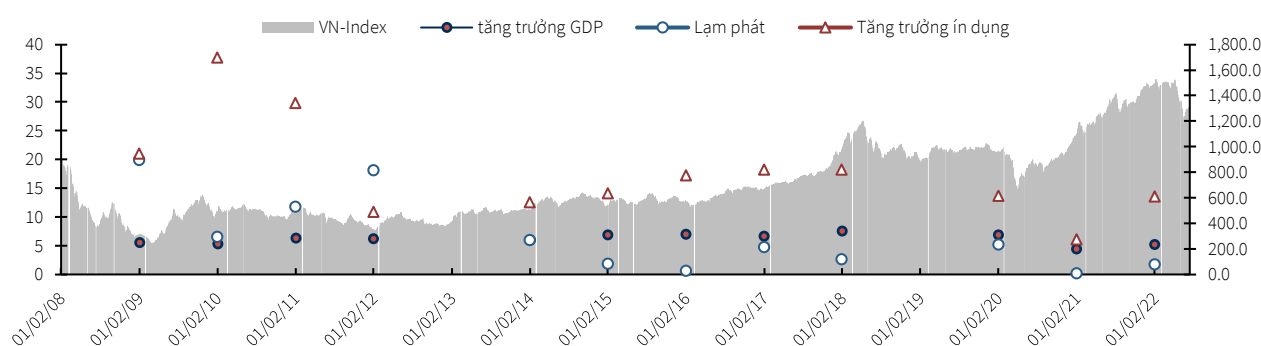
ngân hàng còn non trẻ, theo đó ít có khả năng 1 phần đáng kể dòng tiền từ gói hỗ trợ này chảy vào kênh chứng khoán.

### Nhóm hưởng lợi: ngân hàng và các ngành nằm trong đối tượng được hỗ trợ

Các nhóm ngành hưởng lợi:

- Nhóm ngân hàng, đặc biệt là NHTM Nhà nước nhờ mở rộng quy mô và tăng trưởng tín dụng và được ưu tiên tăng hạn mức tín dụng trong thời gian thực hiện gói hỗ trợ. Cổ phiếu tiêu biểu: VCB, CTG, BID, MBB
- Các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành được hưởng ưu đãi về lãi suất và đáp ứng được yêu cầu về cho vay: hàng không, vận tải kho bãi, du lịch, công-nông-lâm-ngư nghiệp và CNTT.

Biểu đồ 16. Biến động VN-Index và một số chỉ số kinh tế giai đoạn 2008-2022



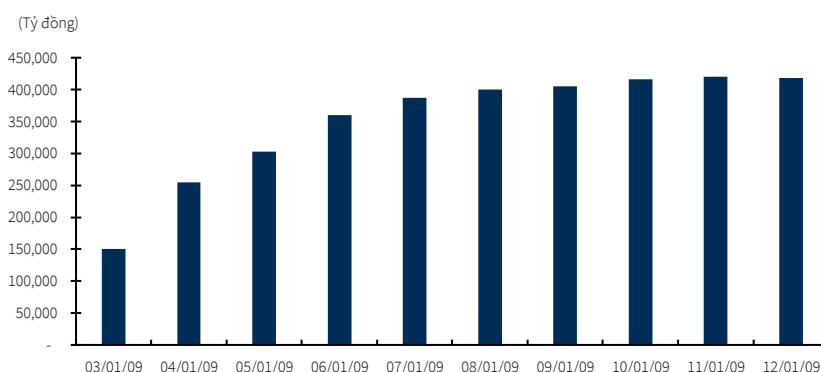
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 2. Nội dung gói hỗ trợ

Tiêu chí	Nội dung
Mức lãi suất hỗ trợ	2%/năm
Quy mô	40,000 tỷ đồng
Thời gian	Khoản vay thỏa mãn điều kiện được ký kết thỏa thuận cho vay và giải ngân trong khoảng thời gian từ ngày 01/01/2022 đến 31/12/2023
Đối tượng hỗ trợ	Hàng không, vận tải kho bãi, du lịch, dịch vụ lưu trú, ăn uống, giáo dục và đào tạo, nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản, công nghiệp chế biến, chế tạo, xuất bản phần mềm, Lập trình máy vi tính và hoạt động liên quan, hoạt động dịch vụ thông tin; trong đó có hoạt động xây dựng phục vụ trực tiếp cho các ngành kinh tế nói trên nhưng không bao gồm hoạt động xây dựng cho mục đích kinh doanh bất động sản quy định tại mã ngành kinh tế
Điều kiện được hỗ trợ lãi suất	Thuộc đối tượng hưởng ưu đãi, khoản vay được hỗ trợ lãi suất là khoản vay bằng đồng Việt Nam, không có dư nợ gốc bị quá hạn và/hoặc số dư lãi chậm trả
Hạn mức hỗ trợ lãi suất đối với từng ngân hàng thương mại	Hạn mức hỗ trợ lãi suất đối với NHTM = 40,000 * (dư nợ cho vay của ngân hàng đăng ký/ tổng dư nợ các ngân hàng đăng ký) nhưng không vượt quá kế hoạch đăng ký

Nguồn: Nghị định 31/2022

Biểu đồ 17: Dự nợ cho vay hỗ trợ lãi suất 2009



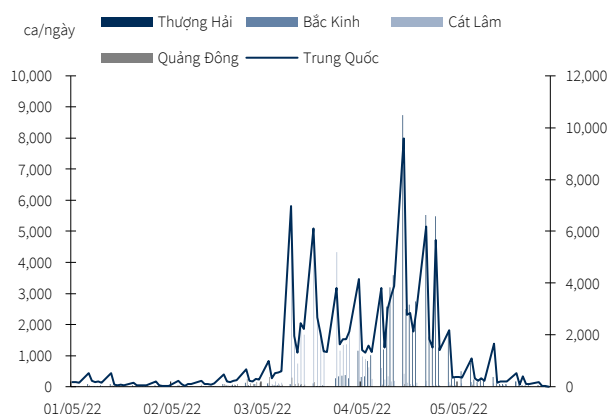
Nguồn: Tổng cục Thống kê

## 2. Trung Quốc nới lỏng cách ly Covid - 19

### Dịch Covid-19 bùng phát tại Trung Quốc gây đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu

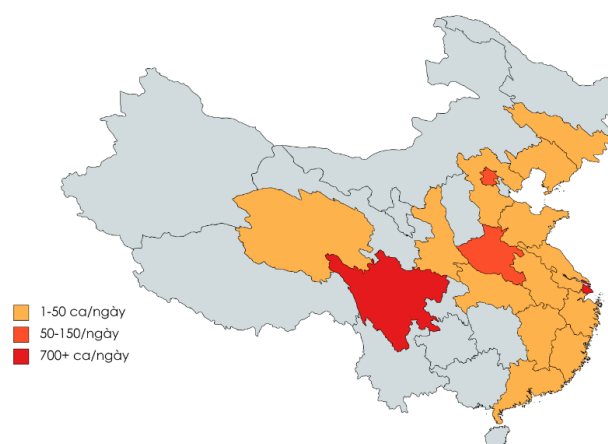
Dịch Covid-19 bùng phát tại thành phố Thượng Hải từ cuối tháng 2 đã khiến Chính phủ Trung Quốc đã phải tiến hành siết chặt các biện pháp phong tỏa trước những lo ngại tình hình dịch bệnh leo thang và tỷ lệ bao phủ vắc xin còn thấp đối với nhóm người cao tuổi. Dịch bệnh lây lan nhanh sang các thành phố lớn tại Trung Quốc như, Quảng Đông, Sơn Đông, Cát Lâm, .... Đây là các thành phố tập trung nhiều nhà máy và cảng biển với mật độ tàu thuyền qua lại dày đặc và là cửa ngõ quan trọng trong chuỗi cung ứng toàn cầu (Biểu đồ 20). Khối lượng hàng hoá thông quan qua đường biển trong tháng 4 của Trung Quốc giảm 2.8% so với cùng kỳ. Trong đó, Thượng Hải chịu tác động nặng nề nhất khi số hàng hoá qua cảng của khu vực này giảm 27.1% YoY sau 8 tuần thực hiện phong tỏa. Không chỉ vậy, các phương tiện vận chuyển không được phép ra vào các bãi container thuộc khu vực cảng biển và cảng cạn khiến cho hoạt động xếp dỡ hàng tại bị tắc nghẽn và nhiều tàu thuyền buộc phải neo đậu ngoài khơi. Theo thống kê, thời gian vận chuyển container từ Trung Quốc sang Mỹ qua đường biển tăng hơn 3 tuần lên 107 ngày trong quý I 2022.

Biểu đồ 18. Số ca nhiễm Covid-19 tại Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg

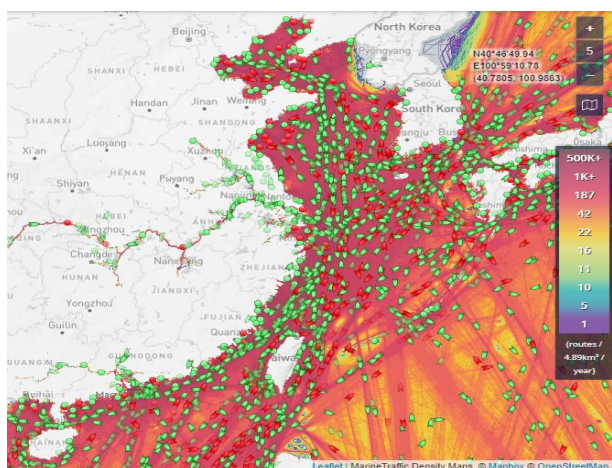
Biểu đồ 19. Số ca nhiễm theo tỉnh/thành phố



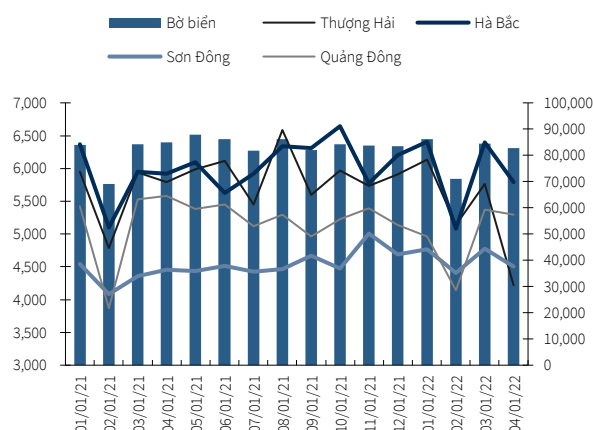
Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 20. Số lượt tàu chờ hàng qua vùng biển Trung Quốc

Biểu đồ 21. Lượng hàng hoá thông quan qua cảng Trung Quốc

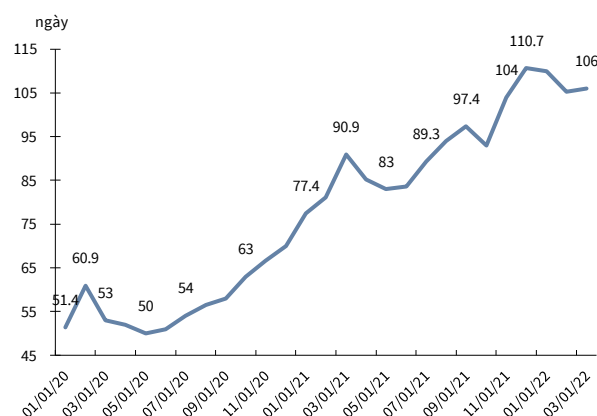


Nguồn: Marinetransport



Nguồn: Bloomberg

**Biểu đồ 22. Thời gian vận chuyển hàng từ Trung Quốc đến Mỹ**



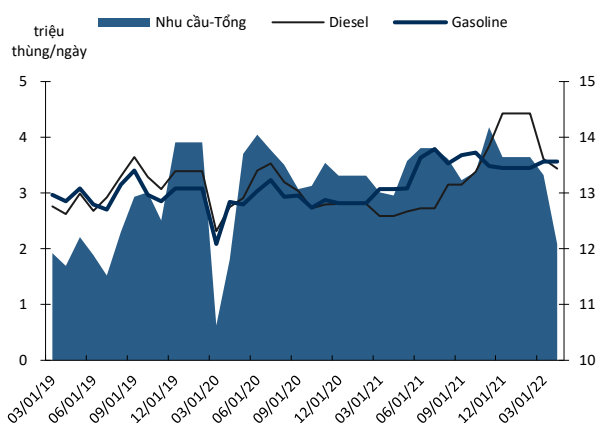
Nguồn: Statista

Số lượng ca nhiễm giảm dần từ mức đỉnh 9,000 ca nhiễm/ngày giữa tháng 4 xuống hơn 100 ca/ngày vào thời điểm cuối tháng 5 vừa qua giúp cho các biện pháp phong tỏa được nới lỏng dần. Mặc dù vẫn còn nhiều quy định hạn chế nhưng người dân đã có thể di chuyển tự do hơn và hoạt động sản xuất – thương mại được kỳ vọng sẽ dần cải thiện trong thời gian tới. Việc nới lỏng các chính sách giãn cách được đánh giá sẽ có những tác động trái chiều lên nền kinh tế Việt Nam nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng như sau:

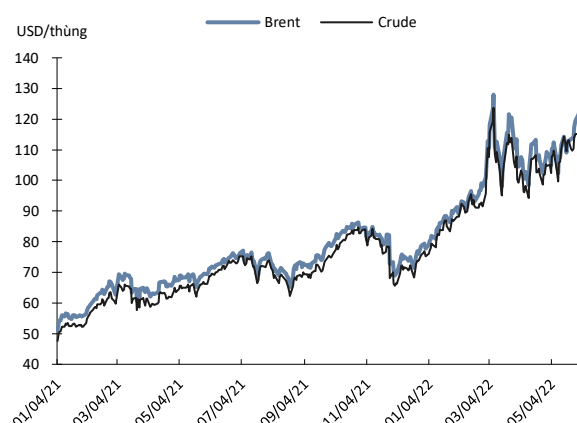
**Ngành Dầu khí:** Nhu cầu tiêu thụ dầu bình quân tại Trung Quốc trong năm 2021 dao động quanh ngưỡng 13.3 triệu thùng/ngày. Việc áp đặt các biện pháp phong tỏa tại các thành phố lớn khiến cho tổng lượng dầu tiêu thụ tại Trung Quốc sụt giảm 1.3 triệu thùng/ngày trong tháng 4 vừa qua. Nhu cầu tiêu thụ gia tăng khi Trung Quốc dần mở cửa trở lại được đánh giá là yếu tố hỗ trợ đà tăng của giá dầu trong thời gian tới mặc dù đã phần nào được phản ánh vào diễn biến giá dầu trong thời gian qua.

**Biểu đồ 23. Nhu cầu tiêu thụ dầu của Trung Quốc**

**Biểu đồ 24. Diễn biến giá dầu thế giới**



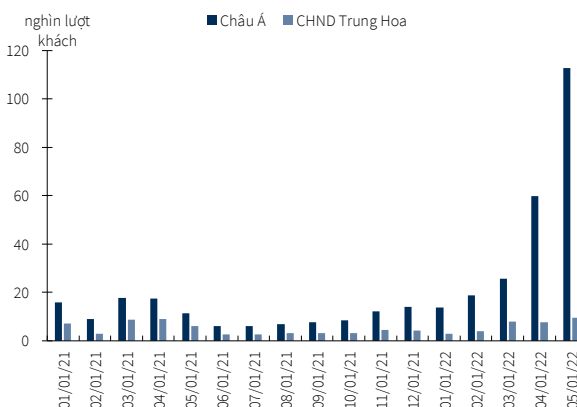
Nguồn: Bloomberg



Nguồn: Bloomberg

**Ngành Hàng không – Du lịch:** Trước thời điểm diễn ra dịch Covid, số lượng khách du lịch đến Việt Nam từ các nước trong khu vực Châu Á lên đến 14.3 triệu lượt khách. Trong đó, số lượng khách đến từ Trung Quốc là 5.8 triệu người, chiếm tỷ trọng 40% tổng lượng khách. Tần suất khai thác các đường bay quốc tế theo lịch bay mùa đông năm 2019 là 4.185 chuyến/tuần/chiều, trong khi số chuyến bay tính giữa tháng 2 năm 2022 chỉ đạt 370 chuyến/tuần/chiều, giảm 92% so với 2019. Mặc dù số lượng khách Châu Á đến Việt nam trong 5 tháng đầu năm đã cho thấy sự cải thiện đáng kể, tăng gấp 3.2 lần so với cùng kỳ, số lượng khách Trung Quốc lại giảm nhẹ 5.7%. Dự kiến trong thời gian nửa cuối năm khi các chuyến bay dần được gỡ bỏ hạn chế, lượng khách quốc tế đến từ thị trường quan trọng này sẽ tạo động lực thúc đẩy giúp các hãng hàng không và các doanh nghiệp du lịch cải thiện tình hình kinh doanh.

**Biểu đồ 25. Số lượt khách du lịch Châu Á nói chung và Trung Quốc nói riêng đến Việt Nam theo từng tháng**

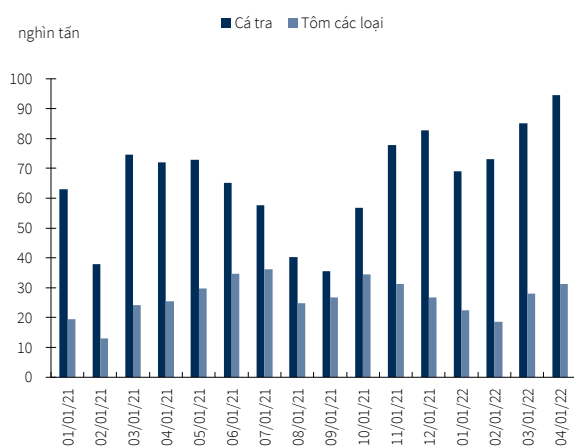


Nguồn: GSO

**Ngành Thủy sản:** Sản lượng xuất khẩu cá tra của Việt Nam trong năm 2021 đạt 736 nghìn tấn, giảm 6.5% so với cùng kỳ. Cùng với đó, sản lượng xuất khẩu tôm

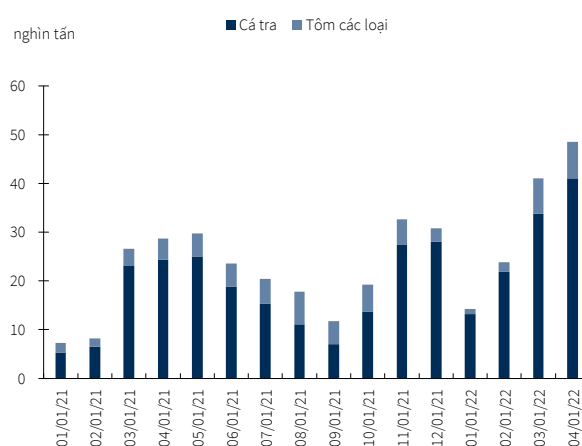
giảm 1.5% xuống 326.9 nghìn tấn. Trung Quốc là thị trường đứng đầu về tiêu thụ cá tra và đứng thứ hai về tiêu thụ tôm của Việt Nam. Mặc dù Trung Quốc đã tiến hành phong tỏa nhiều thành phố lớn và thắt chặt việc kiểm tra hàng hóa xuất nhập khẩu, sản lượng xuất khẩu sang thị trường này vẫn không sụt giảm mà còn có dấu hiệu tăng tốc. Điều này cho thấy nhu cầu tiêu thụ của thị trường Trung Quốc là rất lớn và được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng cao khi các thành phố lớn dần mở cửa trở lại.

Biểu đồ 26. Sản lượng xuất khẩu tôm và cá tra theo tháng



Nguồn: Agromonitor

Biểu đồ 27. Sản lượng xuất khẩu tôm và cá tra sang Trung Quốc

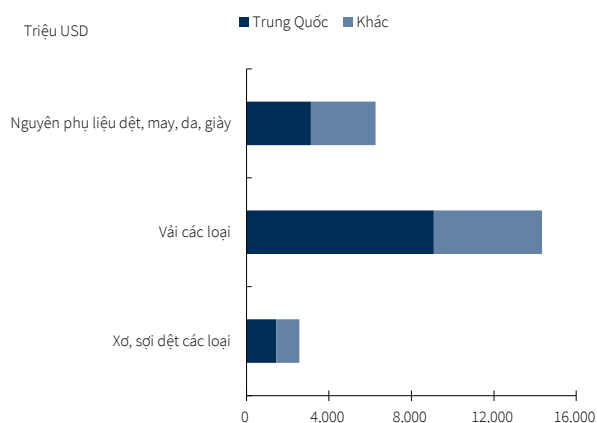


Nguồn: Agromonitor

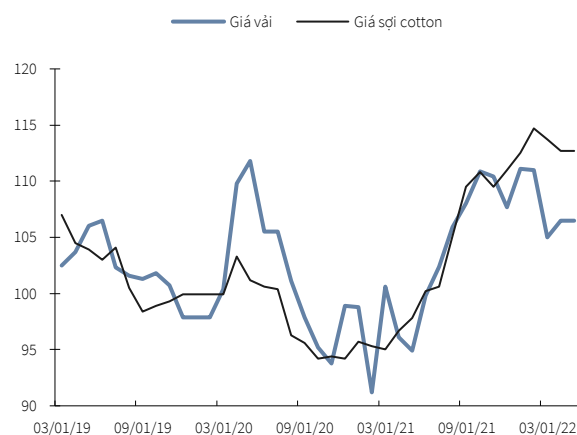
**Ngành Dệt may:** Năm 2021, Việt Nam nhập khẩu hơn 23 tỷ USD sợi dệt, vải các loại, và nguyên phụ liệu khác nhằm phục vụ các đơn hàng dệt may trong nước. Trong đó, hơn 13.6 tỷ USD, tương đương 60% tổng giá trị các mặt hàng này, đến từ Trung Quốc. Mặc dù giá trị nhập khẩu các loại nguyên liệu đầu vào từ Trung Quốc trong 4 tháng đầu năm 2022 tăng 16.5% so với cùng kỳ, đã tăng chủ yếu xuất phát từ giá bông và sợi cotton xuất khẩu của Trung Quốc, lần lượt +22% và +20% so với năm 2021 và đạt mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Bên cạnh đó, giá cước vận chuyển tăng cao tương đồng với diễn biến giá dầu trong khi giá bán các sản phẩm may mặc không tăng đủ để bù đắp chi phí tăng thêm cũng tác động tiêu cực đến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp dệt may trong nước. Chúng tôi kỳ vọng việc Trung Quốc nới lỏng giãn sẽ giúp nút thắt chuỗi cung ứng được tháo gỡ, đảm bảo nguồn cung nguyên liệu, và cải thiện biên lợi nhuận gộp cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam.

Biểu đồ 28. Giá trị nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào của ngành Dệt may Việt Nam năm 2021

Biểu đồ 29. Chỉ số giá vải và sợi cotton xuất khẩu của Trung Quốc



Nguồn: GSO



Nguồn: Bloomberg

## V. Yếu tố cần theo dõi

### 1. Đánh giá rủi ro đáo hạn TPDN tác động tới nhóm BĐS

**Đợt đáo hạn TPDN BĐS tới đây chưa gây rủi ro đáng lo ngại về dòng tiền ở nhóm DN BĐS niêm yết**

Năm 2022, giá trị TPDN đáo hạn của các doanh nghiệp BĐS đạt 123,400 tỷ đồng, trong đó tỷ trọng phần lớn đến từ nhóm doanh nghiệp BĐS không niêm yết chiếm 84.5%, và nhóm niêm yết chỉ chiếm 15.5% (biểu đồ 30). Trong bối cảnh kiểm soát chặt chẽ tín dụng vào lĩnh vực bất động sản và giám sát chặt chẽ hoạt động phát hành TPDN do rủi ro vi phạm phát hành và đấu giá quyền sử dụng đất, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp bất động sản sẽ khó khăn hơn trong việc huy động vốn trong vài quý tới, kết hợp với việc cần số tiền lớn nhằm phục vụ cho việc đáo hạn trong năm nay có thể làm gia tăng áp lực lên cân đối dòng tiền của các doanh nghiệp này, và cả ngành BĐS nói chung.

Điểm tích cực chúng tôi quan sát được ở nhóm BĐS niêm yết là các doanh nghiệp quy mô lớn đang tập trung đẩy mạnh hoạt động bán hàng để cải thiện dòng tiền, thông qua: (1) Doanh số kí bán mới tăng mạnh trong đầu năm 2022 ở 1 số doanh nghiệp như sau: VHM 16,500 tỷ đồng, NVL 28,000 tỷ đồng (+62% YoY), NLG 7,880 tỷ đồng và DXG 400 tỷ đồng ...; (2) Triển vọng doanh số kí bán ấn tượng cả năm 2022 (biểu đồ 33). Bên cạnh 2 kênh huy động vốn truyền thống là tín dụng và trái phiếu trong nước, các doanh nghiệp BĐS niêm yết cũng đã và đang đa dạng nguồn vốn, tiếp cận các kênh mới như quỹ đầu tư, M&A và liên doanh quốc tế (Biểu đồ 34). Cụ thể, NVL mới đây đã hoàn tất chào bán 250 triệu USD trái phiếu chuyển đổi và trái phiếu kèm chứng quyền cho các đối tác nước ngoài, DXG dự kiến phát hành xong 300 triệu USD trái phiếu chuyển đổi quốc tế trong quý 3/2022 trái phiếu chuyển đổi quốc tế... Chúng tôi đánh giá nhóm BĐS niêm yết quy mô lớn hoàn toàn có khả năng trả nợ khi đến thời điểm đáo hạn TPDN tuy cũng chịu áp lực chung của ngành BĐS trong bối cảnh hiện tại. Còn đối với các doanh nghiệp BĐS vừa và nhỏ sẽ cần thời gian để có các đánh giá chi tiết hơn.

**Tác động tiêu cực lên lĩnh vực BĐS sẽ rõ hơn trong 2 quý cuối năm**

Dù sẽ không xuất hiện các sự kiện đổ vỡ gây lan toả mạnh ở nhóm các doanh nghiệp BĐS niêm yết vốn hoá lớn như đã phân tích ở trên, chúng tôi cho rằng

## 2022 và áp lực đáo hạn gia tăng mạnh trong 2 năm tiếp theo

tình hình hoạt động ở nhóm BĐS niêm yết nói riêng và lĩnh vực BĐS nói chung sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực trong 2 quý cuối năm khi dòng tiền vào lĩnh vực này bị siết chặt cả từ kênh phát hành TPDN và dòng vốn tín dụng. Trong khi đó, dòng tiền đầu cơ một phần cũng bắt đầu quay trở lại hoạt động sản xuất kinh doanh khi nền kinh tế mở cửa trở lại, đặc biệt trong bối cảnh giá BĐS nhiều khu vực đã ghi nhận mức tăng mạnh trong 2 năm trở lại đây.

- Thống kê cho thấy giá trị phát hành TPDN của nhóm BĐS giảm mạnh, cụ thể: tháng 4 không ghi nhận đợt phát hành nào, và tháng 5 chỉ đạt 1,300 tỷ đồng, giảm 91% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Theo số liệu của NHNN, đến cuối tháng 4/2022, tổng dư nợ bất động sản của các tổ chức tín dụng là hơn 2.28 triệu tỷ đồng, tăng 10.19% so với cuối năm 2021. Mức này chiếm khoảng 20.44% tổng dư nợ với nền kinh tế và tỷ lệ nợ xấu của lĩnh vực này khoảng 1.62%, khoảng 37,000 tỷ đồng. Vì thế, NHNN cho biết đang giám sát chặt tốc độ tăng trưởng dư nợ và chất lượng tín dụng với lĩnh vực chứng khoán, bất động sản để kịp thời phát hiện dấu hiệu tiềm ẩn rủi ro và có biện pháp xử lý phù hợp, đảm bảo an toàn hệ thống.
- Mặt bằng giá bất động sản tại nhiều tỉnh thành tăng mạnh (Biểu đồ 35 và 36)

Trong kịch bản tiêu cực, nếu thị trường BĐS diễn biến ảm đạm, việc đẩy mạnh bán hàng gặp khó khăn, không thu xếp được nguồn vốn đảo nợ dẫn đến gián đoạn vòng quay tiền, có thể gây ra hệ lụy lan toả lên hoạt động của ngành ngân hàng khi 2 ngành này có mối liên thông chặt chẽ với nhau.

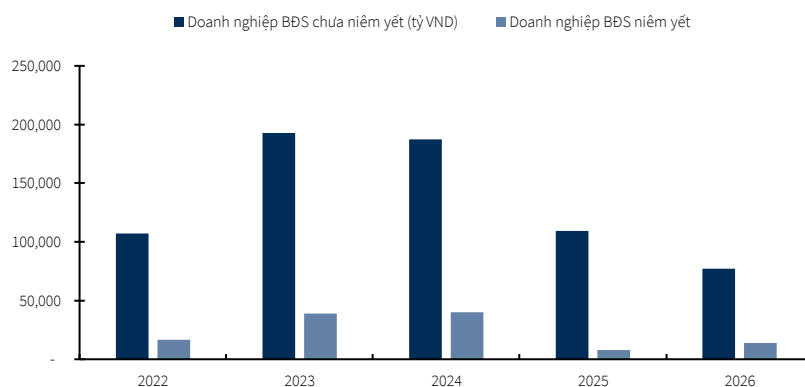
Dù vậy, về tổng thể, chúng tôi cho rằng các vấn đề sẽ tập trung cục bộ ở số ít doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ với sức khoẻ tài chính yếu kém và khó tạo nên sự đổ vỡ có tính chất lan toả mạnh. Ngành BĐS đang đóng góp gần 8% GDP hàng năm, và có sức lan toả đến hơn 40 ngành quan trọng khác của nền kinh tế. Do đó, các hoạt động thanh tra, giám sát của các cơ quan chức năng là cần thiết nhằm ổn định, và giúp thị trường luôn có những bước điều tiết để có thể phát triển bền vững trong dài hạn.

### Biểu đồ 30. Giá trị TPDN BĐS đáo hạn giai đoạn 2022 - 2026

Cơ cấu giá trị TPDN của nhóm BĐS không

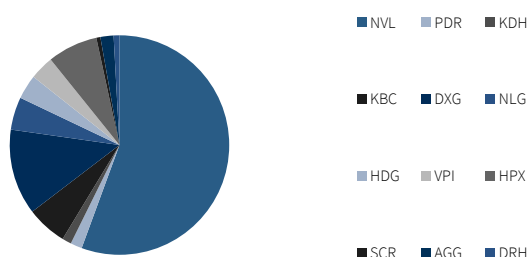


niêm yết và nhóm niêm yết lần lượt là 84.5% và 15.5%



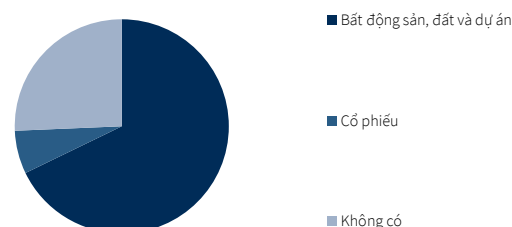
Nguồn: FiinGroup, KBSV

**Biểu đồ 31. Giá trị TPDN đảo hạn của các doanh nghiệp BĐS niêm yết năm 2022**



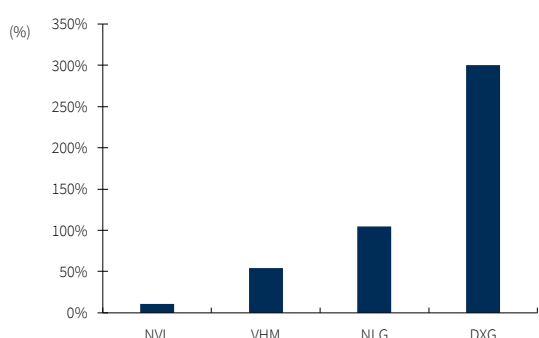
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 32. Cơ cấu tài sản đảm bảo cho trái phiếu đảo hạn của nhóm BĐS niêm yết**



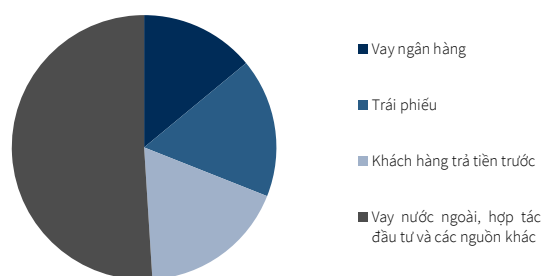
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 33. Triển vọng doanh số kí bán trong năm 2022**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

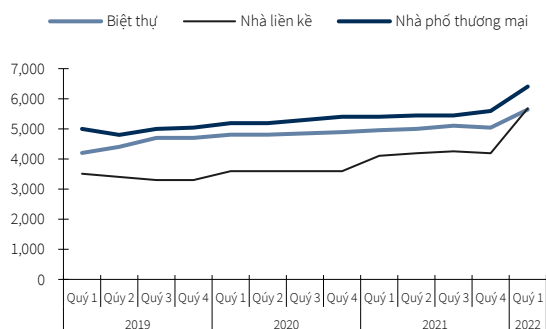
**Biểu đồ 34. Cơ cấu vốn của các doanh nghiệp BĐS niêm yết**



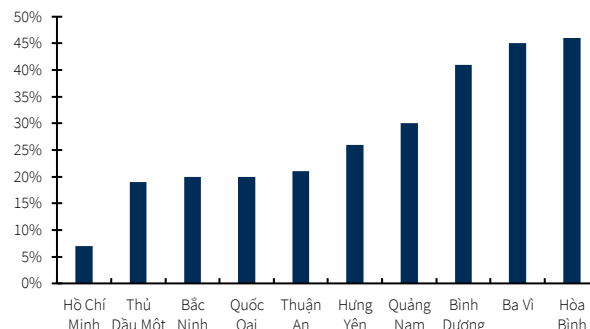
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 35. Giá nhà theo phân khúc tại Hồ Chí Minh giai đoạn 2019 - 2022**

**Biểu đồ 36. Tăng trưởng giá đất tại các tỉnh thành năm 2022 (% YoY)**



Nguồn: CBRE, KBSV



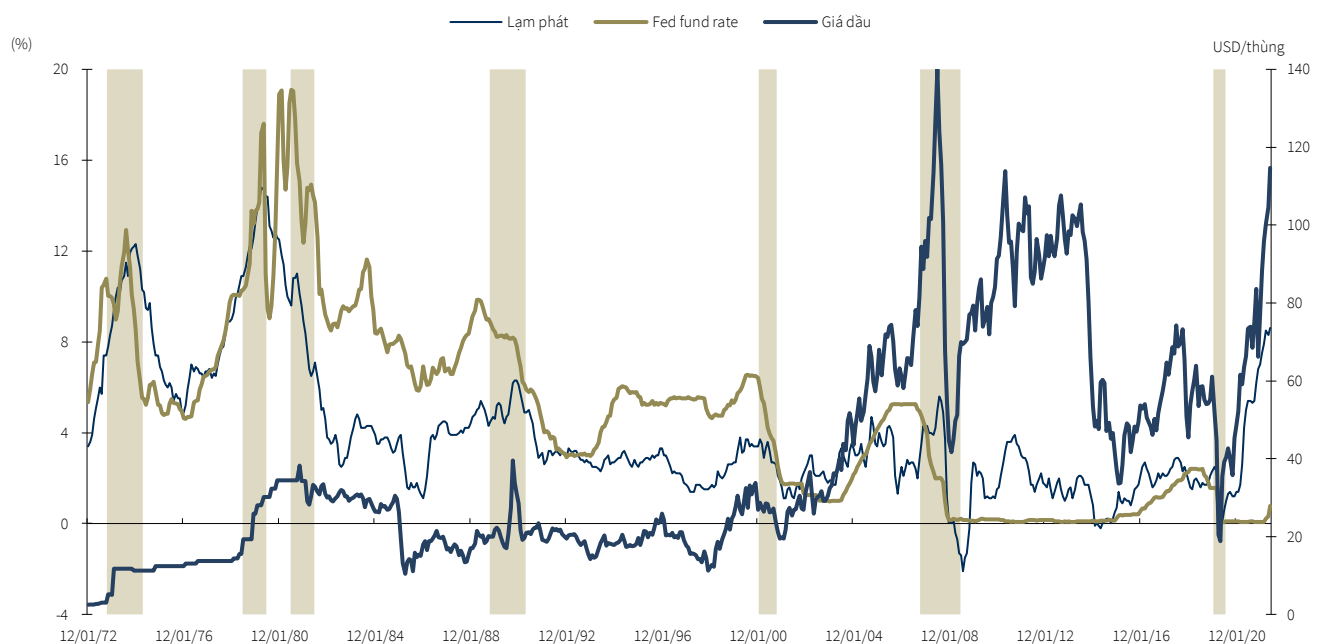
Nguồn: Batdongsan.com, KBSV

## 2. Chính sách tiền tệ của Fed và nguy cơ suy thoái của nền kinh tế Mỹ

Trong cuộc họp chính sách định kỳ tháng 6 vừa qua, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) có đợt tăng lãi suất với mức tăng mạnh nhất từ 1994 nhằm kiềm chế lạm phát. Cụ thể, Fed đã nâng lãi suất cơ bản (Fed fund rate) thêm 75 điểm, lên mức 1.5%-1.75%. Đồng thời, Fed cũng công bố kế hoạch cắt giảm quy mô tài sản đang nắm giữ (mỗi tháng giảm khoảng gần 50 tỷ USD từ tháng 6/2022) từ mức gần 9.000 tỷ USD hiện nay.

Diễn biến lạm phát của Mỹ (vốn chịu ảnh hưởng lớn bởi diễn biến giá dầu) hiện là yếu tố được quan tâm hàng đầu và có tính chất quyết định đến chính sách tiền tệ của FED cũng như rủi ro suy thoái kinh tế. Trong bối cảnh giá dầu leo thang xuất phát từ cuộc xung đột giữa Nga và Ukraine, chúng tôi nhận thấy Mỹ thời điểm hiện nay đang có những nét tương đồng với giai đoạn khủng hoảng giá dầu năm 1973-1974. Vào thời điểm đó, sau cuộc chiến tranh với Isarel, Ả Rập đã ban hành chính sách cấm vận dầu mỏ với nhiều quốc gia được cho là đã viện trợ cho phe đối lập, trong đó có Mỹ. Giá dầu tăng gấp 4 lần lên mức 11.2 đô/thùng và duy trì trong suốt 2 quý đã khiến cho lạm phát tăng mạnh lên mức 7.4%. Điều này đã buộc Fed phải mạnh tay nâng mức lãi suất điều hành và đẩy Mỹ vào một cuộc suy thoái kéo dài 18 tháng trước khi lạm phát được kiểm soát (Biểu đồ 37).

Biểu đồ 37. Diễn biến lạm phát, lãi suất cơ bản, giá dầu của Mỹ trong giai đoạn 1970-2022



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

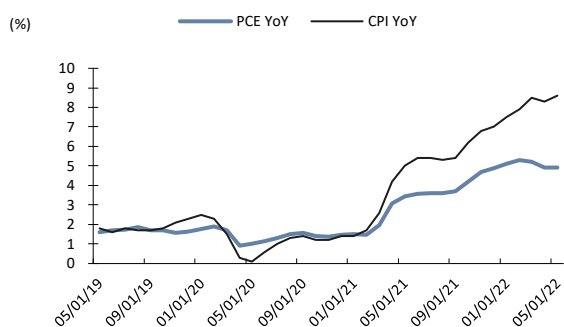
Chú thích: Vùng bôi đậm là thời điểm diễn ra suy thoái

Dựa theo phân tích đường cong lãi suất 2y-10y, xác suất suy thoái kinh tế Mỹ trong 12 tháng tới đang lớn dần lên, từ mức 22% ở thời điểm đầu năm lên đến mức 40% sau 2 quý, tương đồng với dự báo của các tổ chức tài chính (Biểu đồ 40 & 41). Chúng tôi cho rằng việc FED thắt chặt chính sách tiền tệ mạnh tay sẽ tạo rủi ro đẩy nền kinh tế Mỹ vào suy thoái khi mà mặt bằng lãi suất trong nền kinh tế tăng cao ảnh hưởng nghiêm trọng đến hoạt động ở nhóm doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy vốn vay lớn, vốn chỉ tồn tại được nhờ môi trường lãi suất thấp trong 1 thời gian dài. Cùng với đó là lạm phát duy trì ở mức cao ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu dùng trong nước. Do đó, chúng tôi đưa ra 2 kịch bản để đánh giá thị trường đối với rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ:

- Với xác suất hạ cánh mềm của kinh tế Mỹ hiện vẫn lớn hơn 50%, đây vẫn đang là **kịch bản cơ sở** chúng tôi đưa ra. Theo đó, lạm phát sẽ không tăng mạnh trong thời gian tới, FED sẽ tiếp tục nâng lãi suất với tốc độ như kỳ vọng lên mức 3-3.25% cuối năm 2022. Sức khỏe của nền kinh tế Mỹ đủ mạnh để vượt qua đợt tăng lãi suất mà không xảy ra suy thoái. Trong kịch bản này, tác động tiêu cực của FED nâng lãi suất không quá lớn và không tác động mạnh đến nền tảng vĩ mô cũng như sức khỏe doanh nghiệp niêm yết trong nước. TTCK Việt Nam vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng cao nhờ nền tảng vĩ mô vững mạnh.

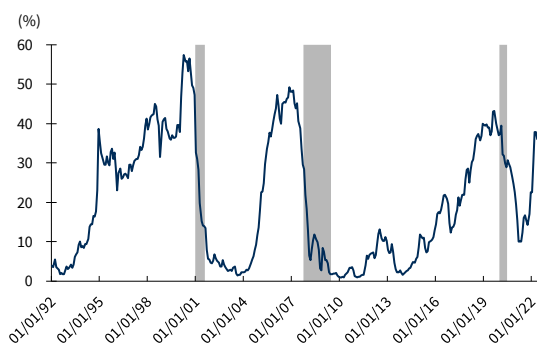
Biểu đồ 38. CPI, PCE giai đoạn 2019-2022

Biểu đồ 39. Mức tăng lãi suất kỳ vọng trong kịch bản cơ sở



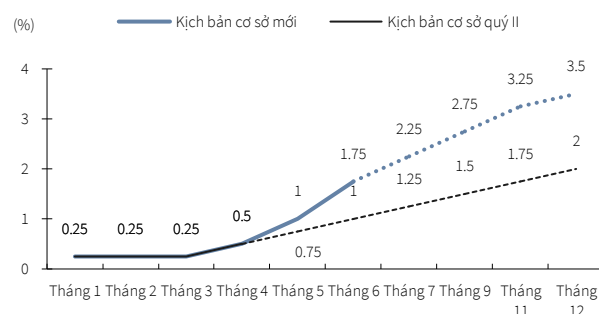
Nguồn: Bloomberg

**Biểu đồ 40. Xác suất xảy ra suy thoái theo đường cong lợi suất 2Yr & 10 Yr**



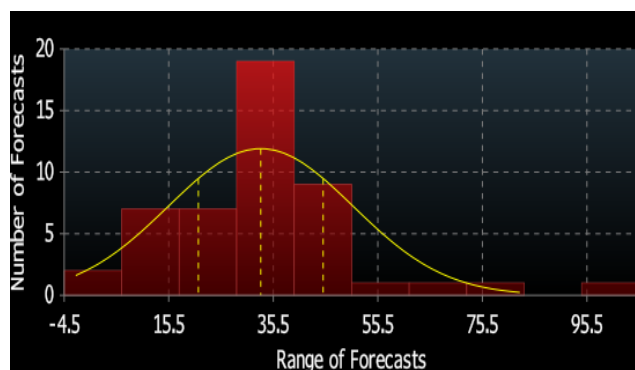
Nguồn: Bloomberg

Chú thích: Vùng bôi đậm là thời điểm diễn ra suy thoái



Nguồn: V\_KBSource

**Biểu đồ 41. Xác suất xảy ra suy thoái theo kết quả khảo sát các tổ chức tài chính và doanh nghiệp**



Nguồn: Bloomberg

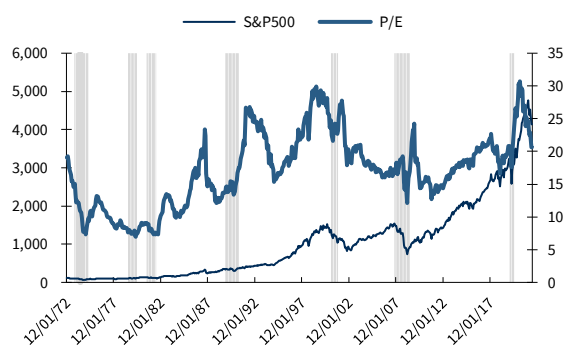
- Trong **kịch bản tiêu cực**, cuộc xung đột giữa Nga-Ukraine tiếp tục kéo dài hơn dự kiến khiến cho chuỗi cung ứng các mặt hàng xăng dầu, khí đốt, phân bón và lương thực thực phẩm tiếp tục đứt gãy. Lạm phát tăng mạnh hơn so với dự báo và hiện chưa có dấu hiệu tạo đỉnh (Biểu đồ 38) buộc Fed phải nâng lãi suất quyết liệt hơn so với kịch bản cơ sở cuối năm 2022, lên mức tối thiểu là 3.5%-3.75%. Mặt bằng lãi suất tăng, lạm phát cao và chính sách tài khoá thu hẹp sẽ đẩy nền kinh tế Mỹ mới phục hồi từ đại dịch Covid-19 đi vào suy thoái.

Xét từ năm 1970 cho đến nay, Mỹ đã trải qua 7 cuộc suy thoái kinh tế với thời gian dao động trong khoảng từ 6 đến 18 tháng. Chỉ số S&P500 trong giai đoạn trên ghi nhận mức giảm trung bình khoảng 21%. Cuộc suy thoái diễn ra do lạm phát ghi nhận mức giảm sâu nhất là 41% trong giai đoạn 1973-1975. Mặc dù bối cảnh vĩ mô và TTCK ở mỗi giai đoạn là khác nhau, chúng tôi cho rằng TTCK Mỹ có thể giảm 25% từ đỉnh trong kịch bản suy thoái diễn ra.

Việt Nam là một nước có độ mở nền kinh tế cao với kim ngạch xuất nhập khẩu/GDP ở mức 185% trong năm 2021. Trong đó, Mỹ là đối tác xuất khẩu hàng đầu với kim ngạch xuất khẩu đạt 96.3 tỷ USD, chiếm 28.6% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam. Sức khoẻ của nền kinh tế nói chung và hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết nói riêng sẽ chịu tác động tiêu cực từ Mỹ mặc dù mức độ tác động sẽ phần nhiều phụ thuộc vào mức độ suy thoái của nền kinh tế lớn nhất thế giới. Chúng tôi cho rằng, trong kịch bản Mỹ bước vào

giai đoạn suy thoái, định giá TTCK Việt Nam theo P/E sẽ thấp hơn 25% so với trung bình 5 năm, tương đương mức 10.x

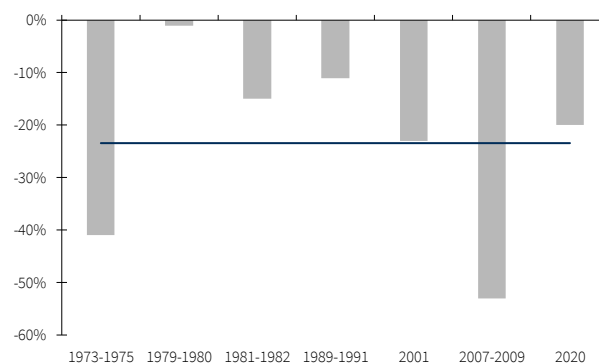
**Biểu đồ 42. Diễn biến chỉ số S&P500 và P/E giai đoạn 1972-2022**



Nguồn: Bloomberg

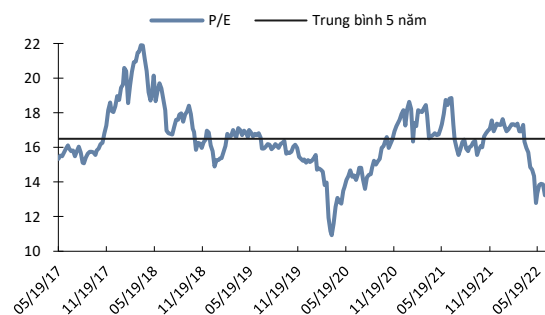
Chú thích: Vùng bôi đậm là thời điểm diễn ra suy thoái

**Biểu đồ 43. Mức độ sụt giảm của chỉ số S&P500 trong giai đoạn suy thoái tính từ đỉnh**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 44. P/E VNIndex trong giai đoạn 2017-2022**



Nguồn: Bloomberg

## VI. KBSV Top picks và danh mục mẫu quý 3

**Bảng 3. Danh mục đầu tư mẫu**

Mã	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa 30.6	Lợi nhuận kì vọng	PE 2022 Fw	Tăng trưởng LNST 2022 Est	Luận điểm đầu tư	Link báo cáo
FPT	137,800	86200	60%	16.20	20%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- FPT tiếp tục đặt kế hoạch tăng trưởng tham vọng trong năm 2022 với tăng trưởng của các thị trường Bắc Á, Mỹ, Châu Âu và Đông Nam Á lần lượt đạt khoảng 20%, 33%, 25% và 25%.</li> <li>- FPT kì vọng tăng trưởng CAGR 3 năm không thấp hơn 30%, trong đó năm 2022 LNNT kì vọng tăng trưởng 50% với động lực từ chuyển đổi số.</li> <li>- Mạng giáo dục đầu tư duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh trong 2021 về doanh thu (+93.3% yoy) bất chấp tác động của dịch Covid-19.</li> </ul>	<a href="#">FPT</a>
VCB	95,000	74800	27%	15.10	22%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Lợi nhuận sau thuế tăng trưởng ấn tượng so với mức nền cao của 1Q2021, động lực chính đến từ tăng trưởng tín dụng</li> <li>- VCB tiếp tục đẩy mạnh trích lập dự phòng trong 1Q2022 với tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 373%.</li> <li>- Việc tiếp nhận chuyển giao một tổ chức tín dụng yếu kém đem lại lợi ích như sau: (1) Mở rộng quy mô, (2) NHNN không giới hạn tăng trưởng tín dụng nếu VCB đáp ứng tỷ lệ an toàn vốn theo quy định; (3) Cho vay vượt 15%/25% vốn tự có đối với khách hàng.</li> </ul>	<a href="#">VCB</a>
GAS	140,400	115500	22%	22.50	41%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Quý 1/2022 tăng trưởng 51.9% YoY và 69.9% YoY</li> <li>- Giá dầu thế giới được thiết lập ở mức cao sẽ là điểm tựa cho GAS</li> <li>- GAS được hưởng lợi từ nhu cầu khí của các nhà máy điện hồi phục do thiếu nguồn cung cho nhiệt điện than</li> </ul>	<a href="#">GAS</a>
PNJ	140,000	128500	9%	16.30	59%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Doanh thu từ bán lẻ trang sức trong quý 1/2022 của PNJ tiếp tục thể hiện tốt, tăng trưởng 43.2% YoY – phù hợp với quan điểm gần nhất của chúng tôi là tệp khách hàng chính của PNJ là nhóm khách hàng ít bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh và có nhu cầu tiêu dùng trang sức tăng mạnh sau khi kinh tế mở cửa.</li> <li>- Tổng quan Q1/2022, chúng tôi ước tính doanh thu trung bình/cửa hàng (Gold và Silver) của PNJ đạt 5.6 tỷ đồng/cửa hàng, cao hơn lần lượt 98% và 39% so với cùng kì 2020 &amp; 2021.</li> <li>- Giai đoạn 2022-2025, PNJ dự kiến mở từ 30 đến 40 cửa hàng mỗi năm; BLĐ cho biết đang đi tìm địa điểm nhằm đầu tư một nhà máy mới (dự kiến khởi công trong 2022) do các nhà máy hiện tại đã hoạt động 100% công suất.</li> </ul>	<a href="#">PNJ</a>
PC1	58,300	39500	48%	9.00	38%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Chúng tôi kì vọng 3 nhà máy điện gió của PC1 sẽ hoạt động ổn định với sản lượng tiêu thụ cao trong năm 2022 do giá bán điện gió hiện đang cạnh tranh hơn so với nhiệt điện trong bối cảnh giá nhiên liệu tăng cao, đồng thời các nhà máy thủy điện lại gặp khó khăn do tình hình thủy văn không thuận lợi trong năm 2022.</li> <li>- PC1 đưa vào vận hành lần lượt 4 nhà máy thủy điện mới, giúp tăng tổng công suất mảng thủy điện lên 50%.</li> <li>- 3 KCN chuẩn bị được mở bán trong giai đoạn tới sẽ đóng góp từ 600-1,000 tỷ lợi nhuận từ doanh thu liên doanh – liên kết trong giai đoạn 2023-2026.</li> </ul>	<a href="#">PC1</a>
MSN	165,900	112000	48%	25.98	-40%	<ul style="list-style-type: none"> <li>MCH có lợi thế cạnh tranh đặc biệt so với các doanh nghiệp hoạt động cùng ngành khi tận dụng được chuỗi bán lẻ WinCommerce từ tập đoàn, hưởng lợi từ (1) giảm chi phí bán hàng, tối ưu chi phí quảng cáo và dễ dàng đưa sản phẩm tới tay người tiêu dùng, (2) dễ dàng tiếp nhận phản hồi của khách hàng về sản phẩm.</li> <li>- WCM sẽ tiếp tục cải thiện doanh thu cũng như biên lợi nhuận trong giai đoạn tới. Biên EBITDA ở thời điểm đầu MSN bắt đầu nắm giữ chỉ đạt -5.1% trong 1Q2020 đã cải thiện đáng kể lên 2.2% trong 1Q2022.</li> <li>- MHT kì vọng các mảng kinh doanh chính được thúc đẩy bởi (1) giá bán của các sản phẩm chính như Tungsten, Flourspar tiếp tục ở mức tốt, (2) nhu cầu ngày càng cao đối với hai sản phẩm này nhờ tính áp dụng tốt ở nhiều lĩnh vực như: quốc phòng, năng lượng và hoá dầu.</li> </ul>	<a href="#">MSN</a>
NT2	29,200	24800	18%	8.50	45%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Chúng tôi nhận thấy thiếu hụt nguồn cung nguyên vật liệu đầu vào cho các nhà máy nhiệt điện than chưa thể được giải quyết nhanh chóng, dẫn tới việc cả nhà máy điện khí như NT2 được hưởng lợi. LNNT Quý 2/2022 dự kiến đạt 247 tỷ VNĐ (+8.88x YoY) từ mức nền rất thấp của Quý 2/2021.</li> <li>- Lợi nhuận từ khoản lãi tỷ giá và việc hoàn thành nghĩa vụ vay dài hạn sẽ đảm bảo KQKD NT2 tăng trưởng ổn định.</li> <li>- tỷ suất cổ tức hấp dẫn tại mức giá hiện tại</li> </ul>	<a href="#">NT2</a>

<b>TCB</b>	65,000	35550	83%	5.50	26%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- KQKD 1Q2022 ghi nhận LNTT cao nhất từ trước tới nay, đạt 6.785 tỷ VND (+10.5%QoQ và 23%YoY).</li> <li>- Biên lãi thuần vẫn còn dư địa mở rộng nhờ (1) CASA cao kỷ lục; (2) nguồn vốn nước ngoài giá rẻ thông qua các khoản vay hợp vốn (2022: 1 tỷ USD, 2021: 800 triệu USD, 2020: 500 triệu USD); (3) ngân hàng mở rộng hoạt động đầu tư trái phiếu có lãi suất cao hơn.</li> <li>- Các dự án trọng điểm của Vinhomes và Masterise sẽ đóng góp sản phẩm mới cho thị trường đang khát nguồn cung. Hoạt động giải ngân cá nhân mua nhà đã quay trở lại trong tháng 5 và kỳ vọng tăng lại trong nửa cuối năm.</li> <li>- Ngân hàng đưa ra kế hoạch năm thận trọng với tín dụng tăng trưởng 15% (cùng kỳ là 26.5%YoY). Lợi nhuận trước thuế hợp nhất kế hoạch tăng 16.2%YoY, đạt 27,000 tỷ VND.</li> </ul>	<a href="#">TCB</a>
<b>MBB</b>	36,500	24200	51%	9.00	47%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Chất lượng tài sản thuộc top đầu hệ thống ngân hàng với tỷ lệ nợ xấu đạt 0.99% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 250%, cao thứ 2 toàn ngành</li> <li>- Kế hoạch tăng trưởng LNTT 2022 là 23% YoY với động lực từ tăng trưởng tín dụng đạt 16%</li> <li>- Kế hoạch tiếp nhận bắt buộc ngân hàng yếu kém đem lại lợi ích: tăng trưởng quy mô cao hơn trung bình ngành 1.5-2 lần; (2) tăng độ phủ của ngân hàng thông qua mạng lưới 400 chi nhánh; (3) nhận được room tín dụng cao hơn và các khoản vay ưu đãi từ NHNN.</li> </ul>	<a href="#">MBB</a>
<b>DXG</b>	52,600	19500	170%	19.47	19%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- DXG sẽ mở bán lại dự án trọng điểm là Gem Riverside trong quý 2/2022 (chậm nhất là quý 3/2022) với giá bán mới vào khoảng 80tr/m<sup>2</sup>, cao hơn so với mức giá mở bán lần đầu vào năm 2018 là 30-32tr/m<sup>2</sup></li> <li>- Dự án Gem Premium tại TP Thủ Đức cũng đang trong quá trình làm lại quy hoạch chi tiết 1/500 và có thể mở bán trong thời gian tới</li> <li>- Quỹ đất ngày càng được mở rộng với diện tích hiện tại đạt khoảng 4,200ha trong đó 30-40% là quỹ đất sạch sẵn sàng để mở bán</li> </ul>	<a href="#">DXG</a>

## VII. Triển vọng ngành



# Bất động sản

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

Nguồn cung căn hộ trong quý 1/2022 tại cả Hà Nội và TP HCM đều sụt giảm đáng kể so với cùng kỳ năm 2021. Cụ thể, tại Hà Nội, do ảnh hưởng của Tết và dịch Covid bùng phát trong tháng 2/3, số lượng căn hộ mở bán tại Hà Nội giảm 20% YoY. Tại TP HCM, nguồn cung thấp nhất trong quý 1 kể từ năm 2013 với 884 căn hộ được mở bán. Điểm tích cực là tỷ lệ tiêu thụ/mở bán mới tại TP HCM vẫn ở mức cao, đạt khoảng 90%, trong khi đó tại HN, số lượng căn bán được tăng 15% YoY. Mức giá bán tại HN ghi nhận mức tăng cao đạt khoảng 13%YoY và tăng gần 8%YoY tại HCM. Phân khúc nhà phố/biệt thự vẫn duy trì sự sôi động tại các khu vực như Gia Lâm, Hưng Yên và Thành phố Thủ Đức với nhiều dự án khu đô thị mở bán. Giá bán ghi nhận mức tăng mạnh đạt 67%YoY ở Hà Nội và 42%YoY ở TP HCM nhờ nhu cầu cao.

Thị trường BĐS từ đầu quý 2/2022 cho tới cuối năm dự báo gặp nhiều thách thức khi (1) Lãi suất cho vay mua nhà gặp áp lực tăng khi lãi suất huy động tăng ảnh hưởng đến nhu cầu vay vốn của người mua nhà (2) Các chủ đầu tư cũng gặp khó khăn hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn khi hạn chế tín dụng vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hoạt động phát hành trái phiếu. (3) Room tín dụng hạn chế của các NHTM ảnh hưởng tới khả năng cấp tín dụng cho khách mua nhà.

Tuy nhiên, bên cạnh những khó khăn, ngành BĐS trong quý 3/2022 vẫn có một số động lực như (1) Đẩy mạnh đầu tư công với 1 số dự án lớn như cao tốc Bắc – Nam, sân bay Long Thành, các trục giao thông nổi trung tâm Hà Nội và TP HCM với các khu vực, tỉnh thành lân cận thúc đẩy giá nhà đất qua đó kích thích nhu cầu đầu tư BĐS; (2) Việc đẩy mạnh hoàn thiện pháp lý, khởi động lại và triển khai bán hàng tại các dự án trong nội đô TP HCM.

Trong bối cảnh khó khăn, những doanh nghiệp có quỹ đất sạch lớn với đầy đủ pháp lý và có cơ cấu tài chính an toàn, có các dự án đang mở bán tiến độ bán hàng khả quan đảm bảo được dòng tiền là các cơ hội đầu tư đáng chú ý. Cùng với đó, giá cổ phiếu nhóm ngành BĐS đã điều chỉnh tương đối sâu về vùng giá hấp dẫn với P/B dao động quanh 1. Một số mã cổ phiếu tiêu biểu có thể kể đến như VHM, KDH, NLG, DXG



# Bất động sản khu công nghiệp

Triển vọng: Tích cực  
Mã tiêu biểu: KBC, PHR, NTC, IDC

Trong 5 tháng đầu năm, dòng vốn FDI đã cho thấy sự hồi phục. Tổng vốn FDI thực hiện đạt 7.7 tỷ USD, tăng 7.8% so với cùng kỳ năm 2021. Chúng tôi kì vọng dòng vốn FDI sẽ tiếp tục phục hồi nhờ chiến dịch tiêm chủng thành công cùng với việc nối lại các chuyến bay quốc tế giúp các chuyên gia nước ngoài và nhà đầu tư sang Việt Nam thuận lợi hơn.

Trong quý 1/2022, tỷ lệ lấp đầy các KCN tại cả miền Bắc và miền Nam đều duy trì ở mức ổn định, giá thuê đều tăng cao nhờ nhu cầu thuê đất hồi phục sau đại dịch. Cụ thể, tại khu vực phía Nam, nguồn cung mới gia tăng đáng kể nhưng tỷ lệ lấp đầy vẫn duy trì ở mức 85% cho thấy nhu cầu vẫn tăng cao. Giá cho thuê tiếp tục đạt mức đỉnh mới là 120USD/m<sup>2</sup>/chủ kì thuê (+9% YoY). Trong đó tại khu vực phía Bắc, tỉ lệ lấp đầy các khu công nghiệp trong quý duy trì ở mức 80%, tăng đáng kể so với mức 75% cùng kỳ năm ngoái. Giá cho thuê tiếp tục đạt là 109USD/m<sup>2</sup>/chủ kì thuê (+9% YoY).

Về triển vọng trung hạn, ngành BĐS KCN Việt Nam được hưởng lợi nhờ (1) Các hợp đồng thương mại tự do (FTAs) được ký kết; (2) Việt Nam là điểm đến tiềm năng cho các công ty muốn rời khỏi Trung Quốc nhờ chi phí nhân công và giá cho thuê đất thấp hơn so với khu vực; và (3) Đầu tư công được đẩy mạnh với nhiều dự án hạ tầng trọng điểm giúp tăng kết nối giữa các vùng, kết nối Việt Nam với quốc tế cũng là yếu tố thu hút FDI trong tương lai.

Giá cổ phiếu nhóm ngành BĐS KCN đã có nhịp giảm mạnh về mức tương đối hấp dẫn so với triển vọng cơ bản. Một số doanh nghiệp BĐS KCN đáng chú ý là KBC, PHR, NTC, IDC. Đây là các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất thương phẩm lớn, nằm ở vị trí thuận lợi tại các tỉnh trọng điểm là vệ tinh sản xuất quanh Hà Nội và Tp. HCM.

*Bộ phận phân tích doanh nghiệp - KBSV*

# Điện

Triển vọng: Tích cực  
Mã tiêu biểu: POW, NT2  
REE, QTP, GEG, PC1

Trong Q1/2022, giá dầu Brent tiếp tục mặt bằng mới, trung bình 97.9 USD/thùng (+59.7% YoY) do căng thẳng địa chính trị giữa Nga – Ukraine và lo ngại về các lệnh trừng phạt của phương Tây nhắm vào Nga – nước xuất khẩu dầu mỏ lớn thứ 3 thế giới với sản lượng chiếm 10% trên tổng nguồn cung. Bên cạnh đó, việc OPEC+ chưa đạt được mức tăng sản lượng thực tế như kì vọng để bù đắp vào sản lượng thiếu hụt của Nga cũng là một lý do giúp giá dầu neo ở mức cao. KBSV duy trì quan điểm giá dầu Brent trong Quý 3/2022 và phần còn lại của năm 2022 khả năng cao sẽ duy trì quanh mốc 100 USD/thùng do: 1) căng thẳng giữa Nga – Ukraine chưa sớm được giải quyết; 2) Kinh tế toàn cầu hồi phục giúp nhu cầu dầu thô tăng mạnh trong khi nguồn cung đáp ứng còn hạn chế; (3) Trung Quốc – nước tiêu thụ dầu thô lớn nhất thế giới bắt đầu dỡ bỏ các biện pháp phong tỏa sẽ làm tăng nhu cầu dầu thô lớn hơn so với giai đoạn hiện tại.

Chúng tôi duy trì quan điểm PV Gas (GAS) là cổ phiếu hàng đầu của ngành dầu khí nhờ việc hưởng lợi từ giá bán tương quán trực tiếp với đà tăng của giá dầu và việc Việt Nam chuyển dịch sang sử dụng khí đốt thiên nhiên và LNG nhập khẩu để sản xuất phục vụ nhu cầu điện năng thiếu hụt trong dài hạn. Lợi nhuận cho năm 2022 của GAS kỳ vọng sẽ phục hồi do giá bán khí được hưởng lợi từ giá dầu thế giới với giá định cơ sở được nâng lên mức 90 USD/thùng (so với mức trung bình 70 USD/thùng năm 2021).

Petrolimex (PLX) sẽ tiếp tục phục hồi sau khi nhu cầu cũng như giá bán xăng dầu ghi nhận mức tăng trong Quý 1/2022 cùng sự hỗ trợ từ quy định giảm số ngày tồn kho bắt buộc cho các doanh nghiệp xăng dầu từ 30 xuống 20 ngày và giảm số ngày điều chỉnh giá xăng dầu từ 15 ngày xuống 10 ngày sẽ giúp cho lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ xăng dầu theo sát với diễn biến giá dầu thế giới hơn. Ngoài ra, việc chủ động hơn trong nguồn cung ngoài 2 NMLD trong nước sẽ giúp biên LN gộp của PLX tốt hơn trong các Quý còn lại của năm 2022. Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) sẽ tiếp tục được hưởng lợi nhờ diễn biến giá mạnh mẽ của Crack Spread và vận hành ở công suất tối đa để bù đắp cho đối thủ cạnh tranh chính là Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đang gặp khó khăn về tài chính. PV Trans (PVT) sẽ được hưởng lợi nhờ mặt bằng giá cước vận tải dầu thô tăng tới từ xung đột Nga – Ukraine và trong dài hạn là kế hoạch mở rộng đội tàu đầy tham vọng, hứa hẹn mang lại hiệu quả cao.

Với 2 công ty thượng nguồn PVD & PVS, giá dầu duy trì tại mức cao >55 USD (điểm hoà vốn của ngành trong khu vực) giúp triển vọng sáng hơn. Tuy có

KQKD Quý 1/2022 không mấy ấn tượng nhưng chúng tôi kì vọng giá dầu hình thành mặt bằng giá cao mới sẽ tác động tích cực tới 2 doanh nghiệp này. Với PVD, chúng tôi kì vọng giá dầu cao sẽ giúp cho nhu cầu đầu tư vào khai thác dầu ảm trở lại, giúp cho giá cho thuê ngày cao hơn, đồng thời dàn TAD bắt đầu hợp đồng khoan dài hạn ở Brunei sau 4 năm nhàn rỗi sẽ là một động lực cho PVD. PVS đang có quá trình đấu thầu các dự án EPC với tiến độ khả quan cũng như giá dầu đang ở mức cao cũng hỗ trợ tích cực cho lợi nhuận từ các liên doanh FPSO/FSO.

Chúng tôi nhận thấy định giá của hầu hết cổ phiếu ngành dầu khí đều đã điều chỉnh về mức hấp dẫn và tiềm năng trong giai đoạn tới sẽ tiếp tục được đảm bảo nhờ vào: (1) Giá dầu tiếp tục duy trì cao do thị trường thắt chặt kéo dài, điều này làm tăng triển vọng của ngành trong năm 2022 và 2023 cũng như củng cố tâm lý thị trường về giá cổ phiếu trong ngành, và (2) Nhu cầu đầu tư mới vào ngành trở lại sau 2 năm siết chặt đầu tư, đem tới cơ hội nhiều hơn cho các công ty thượng và trung nguồn.

*Bộ phận phân tích doanh nghiệp - KBSV*

## Công nghệ thông tin

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

Nhu cầu công nghệ thông tin thế giới duy trì tăng trưởng cao trong năm 2021. Theo Gartner, tăng trưởng tiêu dùng cho công nghệ toàn cầu năm 2021 đạt 9.5% YoY và dự kiến tăng trưởng 4% và 5.5% trong năm 2022 và 2023. Tăng trưởng chung toàn ngành là động lực lớn cho hoạt động xuất khẩu phần mềm tại Việt Nam với thế mạnh về chất lượng nhân sự và giá nhân công hợp lý. Năm 2021, tổng doanh thu công nghiệp ICT đạt 136.15 tỷ USD, tăng 9.2% YoY trong đó lĩnh vực phần cứng đóng góp 121 tỷ USD. Bộ Thông tin và Truyền thông dự báo CAGR 4 năm tới của ngành công nghiệp ICT đạt 15.22% với động lực từ chuyển đổi số. Bộ Thông tin và Truyền thông đặt mục tiêu đến năm 2025 có 100,000 doanh nghiệp công nghệ số tại Việt Nam, tăng 56.25% so với năm 2021 đạt hơn 64,000 doanh nghiệp.

Tăng trưởng mảng xuất khẩu phần mềm vẫn duy trì tăng trưởng tốt cùng số hợp đồng kí mới gia tăng nhờ nhu cầu về giải pháp phần mềm, chuyển đổi số gia tăng nhanh trên thế giới khi các doanh nghiệp phải tìm kiếm phương án cải thiện hiệu suất kinh doanh, tiết kiệm chi phí trong giai đoạn dịch bệnh. Như

trong trường hợp của FPT, tính đến hết tháng 4/2022, doanh thu dịch vụ CNTT nước ngoài tăng 29% YoY và số lượng hợp đồng kí mới tăng 40.3% YoY.

Chuyển đổi số trong nước diễn ra mạnh mẽ ở cả khối doanh nghiệp và khối hành chính công. Các tỉnh như Bắc Cạn, Bình Phước, Thanh Hóa, Sơn la, Kon Tum đều có những động thái phối hợp với các doanh nghiệp để chuyển đổi số, tiếp cận hướng dữ liệu, công nghệ 4.0, sử dụng công nghệ cloud, trí tuệ nhân tạo và internet Vạn Vật.

Mảng Viễn Thông dự kiến tăng trưởng ổn định với động lực từ tăng thuê bao internet băng thông rộng khoảng 8-10% và tăng trưởng của mảng OTT TV khi nhu cầu giải trí thông qua OTT TV đang dần phổ biến tại Việt Nam. Bên cạnh đó, việc phát triển internet băng thông rộng di động bao gồm 4G-5G sẽ là bước đi đột phá cho các doanh nghiệp viễn thông.

Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp ngành Công nghệ - Thông tin sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng 2 con số trong năm 2022. Các cơ hội đầu tư có thể xem xét bao gồm nhóm cổ phiếu có hoạt động xuất khẩu phần mềm, chuyển đổi số mạnh mẽ cùng với mức định giá vẫn hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực như FPT và CMG.

*Bộ phận phân tích doanh nghiệp - KBSV*



## Ngân hàng

Triển vọng: Tích cực  
Mã tiêu biểu: VCB, BID, VPB, MBB, TCB

Theo số liệu từ Ngân hàng Nhà nước (NHNN), nhu cầu vay vốn quay trở lại sau khi Tết Nguyên Đán kết thúc nhờ đó tín dụng toàn ngành đã tăng tới 3.22% ngay trong tháng 3. Tăng trưởng tín dụng 1Q2022 đạt 5.04% - gấp đôi so với cùng kỳ. Tín dụng trong tháng 4 và tháng 5 tăng chậm hơn lần lượt ở mức 1.7% và 1% do nhiều ngân hàng đã cạn room tín dụng ngay từ quý 1 và NHNN thắt chặt tín dụng vào lĩnh vực bất động sản. Ngoài ra, NHNN đã khởi động lại kênh tín phiếu kho bạc sau hai năm đóng băng nhằm kiểm soát lượng tiền ngoài lưu thông. Vì kiểm soát lạm phát mục tiêu cũng là một nhiệm vụ quan trọng của Ngân hàng Nhà nước nên KBSV giảm dự báo tăng trưởng tín dụng toàn ngành trong năm nay xuống mức 13-14%.

1Q2022, lãi suất đầu ra bình quân hồi phục tương đối chậm, chỉ tăng khoảng 11bps so với 4Q2021 dịch bệnh bùng phát trong 3Q2021 khiến các ngân hàng vẫn phải giảm lãi để hỗ trợ doanh nghiệp. Trong khi đó các ngân hàng đang có xu hướng tăng lãi suất huy động để thu hút nguồn vốn phục vụ cho vay. Biên độ tăng phổ biến khoảng 0.1 – 0.7 điểm % trong 5 tháng đầu năm và bình quân toàn ngành là khoảng 0.2 – 0.3 điểm %. Tuy nhiên, tỷ lệ CASA ngành duy trì ở

mức cao kỷ lục 23.3% giúp lãi suất bình quân đầu vào 1Q2022 vẫn tương đương 4Q2021, khoảng 3.41%. Biên lãi thuần toàn ngành từ đó vẫn cải thiện 8bps so với quý trước lên mức 3.67%. Nhờ đó thu lãi thuần 1Q2022 (của các ngân hàng niêm yết) tăng 8.3%QoQ và 19.1%YoY, đạt 98,335 tỷ VND. Các chi phí được kiểm soát tốt giúp lợi nhuận trước thuế 1Q2022 tăng mạnh 48.8%QoQ và 30.7%YoY.

Chất lượng tài sản toàn hệ thống vẫn con chịu dư âm từ đợt dịch vào quý 3 năm trước. Kết thúc 3 tháng đầu năm, tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống các ngân hàng theo dõi là 1.43% (+8bps QoQ) tương đương cùng kỳ năm trước. Hầu hết các nhóm nợ quá hạn đều ghi nhận tăng mạnh, cụ thể nhóm 2 tăng 37.8%YoY, nhóm 3 và 4 lần lượt tăng 21.1%YoY và 86.9%YoY. Nợ nhóm 5 giảm nhẹ 5.1%YoY nhưng vẫn tăng 20%QoQ. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của 1Q2022 vẫn tăng 6.9 điểm % so với cuối năm 2021 lên mức 151.3%. Dư nợ cơ cấu giữ nguyên nhóm nợ hiện còn hơn 198 nghìn tỷ đồng của gần 680 nghìn khách hàng; dư nợ miễn giảm lãi giữ nguyên nhóm nợ hiện còn gần 18 nghìn tỷ đồng của hơn 166 nghìn khách hàng. Thời gian được cơ cấu nợ cho khách hàng theo Thông tư 14 sẽ hết hiệu lực vào 30/6/2022 và hiện tại vẫn chưa có thông tin về việc kéo dài thời hạn. Do đó, tỷ lệ nợ xấu toàn ngành trong quý 3 sẽ tăng khi các khoản vay được phân bổ đúng nhóm nợ. Nhóm các ngân hàng đã trích lập 100% nợ tái cơ cấu sẽ có dư địa tăng trưởng lợi nhuận cao hơn trong năm nay, trong khi các ngân hàng mới trích lập 30% sẽ gặp phải rủi ro chi phí dự phòng tăng nhanh.

Chúng tôi đánh giá triển vọng quý 3 của ngành ngân hàng sẽ khả quan hơn nhờ đợt nâng room tín dụng của Ngân hàng Nhà nước, được dự báo vào trung tuần tháng 7, sẽ giúp thúc đẩy hoạt động cho vay của toàn ngành. Chúng tôi không kỳ vọng mức room mới sẽ tăng quá mạnh do NHNN đang thắt chặt dòng tiền để kiểm soát lạm phát. Về vấn đề cho vay bất động sản, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ dần nới lỏng đối với các khoản vay cá nhân mua nhà. Thông tin này sẽ có tác động tích cực lên hoạt động của các ngân hàng cũng như giá cổ phiếu. Ngoài ra, lãi suất tiền gửi bình quân toàn ngành năm 2022 dự kiến sẽ tăng từ 0.3 – 0.5 điểm % so với cuối năm 2021, tuy nhiên tỷ lệ CASA toàn ngành được duy trì ở mức cao sẽ giảm bớt tác động từ việc nâng lãi suất huy động. Bên cạnh đó, lãi suất cho vay được dự báo tăng từ 0.1 – 0.3 điểm %, dù thấp hơn mức tăng của lãi suất huy động nhưng cũng sẽ có những tác động tích cực tới biên lãi thuần. Bên cạnh đó, mức nền quý 3 năm 2021 thấp cũng sẽ là động lực giúp các ngân hàng ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận cao hơn trong quý 3 năm nay.

Chúng tôi duy trì quan điểm TÍCH CỰC với ngành Ngân hàng trong 3Q2022. Những ngân hàng có chất lượng tài sản tốt với bộ đệm dự phòng vững chắc như BID, VCB, VPB, MBB, TCB là các cơ hội đầu tư thích hợp theo lựa chọn của chúng tôi. MBB và VPB được kỳ vọng sẽ có hạn mức tín dụng vượt trội hơn hẳn so với ngành, khoảng 25 – 30% nhờ (1) MBB tiếp nhận tổ chức tín dụng yếu kém; (2) VPB có tỷ lệ CAR cao nhất ngành (>15%) sau thương vụ bán FECredit. Đối với nhóm Ngân hàng có vốn Nhà nước, chúng tôi tiếp tục đánh giá cao VCB vì sự an toàn trong hoạt động; đối với trường hợp của BID các nhân tố tác động tích cực gồm có (1) room tín dụng đầu năm 10% - cao hơn rõ rệt mức 8.5% các năm trước; (2) CASA cải thiện đẩy mạnh chuyển đổi số cùng việc liên kết tài khoản ngân hàng với CCCD gắn chip; (3) ngân hàng đang trong bước đầu chuyển dịch cơ cấu cho vay sang bán lẻ.

Giá cổ phiếu ngân hàng đã có mức sụt giảm sâu khoảng 30% từ đầu năm do tác động từ thắt chặt tín dụng bất động sản, room tín dụng cạn và các thông tin xấu liên quan thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Định giá toàn ngành theo PB đang ở mức 1.5x-tương đương mức -1Std của trung bình PB 3 năm. Kết hợp cùng triển vọng khả quan hơn về kết quả kinh doanh trong nửa cuối năm chúng tôi đánh giá đây là mức định giá hấp dẫn cho ngành.

Rủi ro chính đối với nhận định của chúng tôi gồm có (1) nợ xấu từ các doanh nghiệp bất động sản tăng nhanh khi tín dụng bất động sản vẫn bị thắt chặt; (2) cuối quý 3 NHNN mới nới room tín dụng; (3) lạm phát cao hơn dự kiến khiến NHNN tiếp tục thắt chặt dòng tiền tín dụng.

*Bộ phận phân tích doanh nghiệp – KBSV*



## Bán lẻ

Triển vọng: Tích cực  
Mã tiêu biểu: MWG, PNJ

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ lũy kế 5T/2022 đạt 2,257 nghìn tỷ VNĐ, tương đương mức tăng trưởng vượt trội 9,7% YoY. Thị trường hàng hoá dồi dào và sức mua có xu hướng tăng đã thúc đẩy tổng mức bán lẻ nói chung. Tính riêng bán lẻ hàng hoá, lũy kế 5T2022 tăng 9.8% YoY.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với toàn ngành bán lẻ trong trung và dài hạn khi xét đến các yếu tố như cơ cấu dân số trẻ, tốc độ tăng trưởng GDP tốt và sự gia tăng tầng lớp trung lưu trong xã hội. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng trong ngắn hạn, ngành bán lẻ có thể sẽ chịu nhiều ảnh hưởng tới từ áp lực của lạm phát đang ngày càng gia tăng, khiến cho tổng mức chi tiêu của người tiêu dùng giảm.

Chúng tôi ưa thích hai cổ phiếu là MWG và PNJ; đối với PNJ, kết quả kinh doanh 4T2022 của doanh nghiệp đã cho thấy tăng trưởng ấn tượng, vượt ngoài dự báo ban đầu của chúng tôi. Lũy kế 4T2022, DTT và LNST tăng trưởng lần lượt 42.9% và 44.9% YoY. Doanh thu và LNST được thúc đẩy mạnh chủ yếu nhờ mảng bán lẻ trang sức tăng trưởng 45.4% YoY khi nhu cầu phục hồi mạnh mẽ và tệp khách hàng chính của PNJ là nhóm ít bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh. Đối với MWG, DTT và LNST 4T2022 tăng trưởng lần lượt 18% và 8% YoY. Mức tăng trưởng trên tương đối thấp so với dự phóng của chúng tôi, chủ yếu do sự phục hồi của BHX thấp hơn dự kiến và ngoài ra chuỗi điện thoại di động/điện máy tăng trưởng thấp khi mùa cao điểm chưa tới và nhu cầu học tập/làm việc từ xa không còn cao như trước đây.

Chúng tôi giữ nhận định Tích cực trong quý tới với PNJ khi bắt đầu từ nửa sau của năm 2022, PNJ sẽ bắt đầu thực hiện việc mở mới thêm cửa hàng tại các thành phố cấp 2/3 từ nguồn vốn thu được sau khi phát hành riêng lẻ, đây sẽ là động lực lớn giúp PNJ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong 2022; tuy nhiên giá cổ phiếu PNJ phần nào đã phản ánh những thông tin cơ bản tích cực hiện tại vì vậy chúng tôi cho rằng trong quý tới diễn biến có thể sẽ không có mức tăng mạnh như nửa đầu năm 2022. Trong khi đó, chúng tôi nhận định Trung lập với MWG khi trong quý tới tình hình kinh doanh của BHX sẽ khó cải thiện nhanh chóng và cần nhiều thời gian để ổn định hơn; diễn biến giá của MWG phản ánh tương đồng với kỳ vọng hiện tại của cổ phiếu khi các thông tin về KQKD của BHX chưa thực sự khả quan vì vậy có thể theo dõi thêm diễn biến giá trong quý tới tùy theo các kỳ vọng về sự bứt phá của BHX.

*Bộ phận phân tích doanh nghiệp – KBSV*

## Thủy sản

Triển vọng: Tích cực  
Mã tiêu biểu: FMC, VHC,  
ANV

Ngành thủy sản Việt Nam nhìn chung đã có tốc độ tăng trưởng ấn tượng sau 5 tháng 2022, kim ngạch đạt trên 4.6 tỷ USD, tăng trưởng 42% YoY. Trong tháng 5/2022, xuất khẩu thủy sản không duy trì được mức tăng mạnh như tháng 4/2022, song vẫn duy trì mốc 1 tỷ USD – tăng trưởng 27% YoY.

Theo Vasep, xuất khẩu thủy sản trong tháng 5 yếu hơn tháng 4 do xuất khẩu tôm. Xuất khẩu tôm tháng 5/2022 đạt 416 triệu USD, tăng trưởng 19% YoY (so với 47% trong tháng 4/2022). Luỹ kế 5T2022, xuất khẩu tôm đạt 1.8 tỷ USD, tăng trưởng 38% và chiếm 39% kim ngạch xuất khẩu thủy sản. Sở dĩ việc xuất khẩu tôm 4T2022 tăng trưởng mạnh do các doanh nghiệp ký hợp đồng giai đoạn cuối năm ngoài với mức tồn kho giá rẻ cao. Tuy nhiên, trong các tháng tới đây khi nguồn nguyên liệu, tồn kho giá rẻ không còn dồi dào sẽ tạo áp lực lên giá nguyên liệu đầu vào của các doanh nghiệp.

Trong khi đó, xuất khẩu cá tra trong tháng 5 tăng trưởng 245 triệu USD, luỹ kế 5T/2022 tăng trưởng 90% đạt trên 1.2 tỷ USD. Xuất khẩu cá tra được hưởng lợi bởi nhiều yếu tố từ đầu năm tới này khi giá cá nguyên liệu tăng nên các doanh nghiệp dễ dàng tăng giá bán đầu ra, xung đột Nga-Ukraina khiến cho cá minh thái của Nga khó xuất khẩu đi thị trường EU, tạo điều kiện thuận lợi cho cá tra.

Chúng tôi nhận định Tích cực trong quý tới với ngành thủy sản. Chúng tôi cho rằng ở nửa sau của năm 2022 khi thị trường Trung Quốc dần mở cửa sẽ tạo động lực tăng trưởng tốt cho các DN xuất khẩu cá tra khi nhu cầu tại thị trường

này ngang ngửa tại Mỹ, nhu cầu dồn nén khi áp dụng Zero Covid sẽ góp phần lớn cho xuất khẩu cá tra. Tuy nhiên, diễn biến giá của nhóm cổ phiếu thủy sản thể hiện tương đối tích cực so với thị trường chung trong nửa đầu năm và phần nào đã phản ánh các thông tin cơ bản tốt của doanh nghiệp vừa qua, trong các quý tới chúng tôi cho rằng diễn biến giá sẽ khó có mức tăng tốt như đầu năm khi chưa có thêm các yếu tố cơ bản mới cho giai đoạn sau.

*Bộ phận phân tích doanh nghiệp - KBSV*



## Dầu khí

Triển vọng: Tích cực  
Mã tiêu biểu: GAS, BSR,  
PVS, PLX, PVT

Trong Q1/2022, giá dầu Brent tiếp tục mặt bằng mới, trung bình 97.9 USD/thùng (+59.7% YoY) do căng thẳng địa chính trị giữa Nga – Ukraine và lo ngại về các lệnh trừng phạt của phương Tây nhắm vào Nga – nước xuất khẩu dầu mỏ lớn thứ 3 thế giới với sản lượng chiếm 10% trên tổng nguồn cung. Bên cạnh đó, việc OPEC+ chưa đạt được mức tăng sản lượng thực tế như kì vọng để bù đắp vào sản lượng thiếu hụt của Nga cũng là một lý do giúp giá dầu neo ở mức cao. KBSV duy trì quan điểm giá dầu Brent trong Quý 3/2022 và phần còn lại của năm 2022 khả năng cao sẽ duy trì quanh mốc 100 USD/thùng do: 1) căng thẳng giữa Nga – Ukraine chưa sớm được giải quyết; 2) Kinh tế toàn cầu hồi phục giúp nhu cầu dầu thô tăng mạnh trong khi nguồn cung đáp ứng còn hạn chế; (3) Trung Quốc – nước tiêu thụ dầu thô lớn nhất thế giới bắt đầu dỡ bỏ các biện pháp phong tỏa sẽ làm tăng nhu cầu dầu thô lớn hơn so với giai đoạn hiện tại.

Chúng tôi duy trì quan điểm PV Gas (GAS) là cổ phiếu hàng đầu của ngành dầu khí nhờ việc hưởng lợi từ giá bán tương quán trực tiếp với đà tăng của giá dầu và việc Việt Nam chuyển dịch sang sử dụng khí đốt thiên nhiên và LNG nhập khẩu để sản xuất phục vụ nhu cầu điện năng thiếu hụt trong dài hạn. Lợi nhuận cho năm 2022 của GAS kỳ vọng sẽ phục hồi do giá bán khí được hưởng lợi từ giá dầu thế giới với giả định cơ sở được nâng lên mức 90 USD/thùng (so với mức trung bình 70 USD/thùng năm 2021).

Petrolimex (PLX) sẽ tiếp tục phục hồi sau khi nhu cầu cũng như giá bán xăng dầu ghi nhận mức tăng trong Quý 1/2022 cùng sự hỗ trợ từ quy định giảm số ngày tồn kho bắt buộc cho các doanh nghiệp xăng dầu từ 30 xuống 20 ngày và giảm số ngày điều chỉnh giá xăng dầu từ 15 ngày xuống 10 ngày sẽ giúp cho lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ xăng dầu theo sát với diễn biến giá dầu thế giới hơn. Ngoài ra, việc chủ động hơn trong nguồn cung ngoài 2 NMLD trong nước sẽ giúp biên LN gộp của PLX tốt hơn trong các Quý còn lại của năm 2022.



Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) sẽ tiếp tục được hưởng lợi nhờ diễn biến giá mạnh mẽ của Crack Spread và vận hành ở công suất tối đa để bù đắp cho đối thủ cạnh tranh chính là Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đang gặp khó khăn về tài chính. PV Trans (PVT) sẽ được hưởng lợi nhờ mặt bằng giá cước vận tải dầu thô tăng tới từ xung đột Nga – Ukraine và trong dài hạn là kế hoạch mở rộng đội tàu đầy tham vọng, hứa hẹn mang lại hiệu quả cao.

Với 2 công ty thượng nguồn PVD & PVS, giá dầu duy trì tại mức cao >55 USD (điểm hoà vốn của ngành trong khu vực) giúp triển vọng sáng hơn. Tuy có KQKD Quý 1/2022 không mấy ấn tượng nhưng chúng tôi kì vọng giá dầu hình thành mặt bằng giá cao mới sẽ tác động tích cực tới 2 doanh nghiệp này. Với PVD, chúng tôi kì vọng giá dầu cao sẽ giúp cho nhu cầu đầu tư vào khai thác dầu ảm trở lại, giúp cho giá cho thuê ngày cao hơn, đồng thời dàn TAD bắt đầu hợp đồng khoan dài hạn ở Brunei sau 4 năm nhàn rỗi sẽ là một động lực cho PVD. PVS đang có quá trình đấu thầu các dự án EPC với tiến độ khả quan cũng như giá dầu đang ở mức cao cũng hỗ trợ tích cực cho lợi nhuận từ các liên doanh FPSO/FSO.

Chúng tôi nhận thấy định giá của hầu hết cổ phiếu ngành dầu khí đều đã điều chỉnh về mức hấp dẫn và tiềm năng trong giai đoạn tới sẽ tiếp tục được đảm bảo nhờ vào: (1) Giá dầu tiếp tục duy trì cao do thị trường thắt chặt kéo dài, điều này làm tăng triển vọng của ngành trong năm 2022 và 2023 cũng như củng cố tâm lý thị trường về giá cổ phiếu trong ngành, và (2) Nhu cầu đầu tư mới vào ngành trở lại sau 2 năm siết chặt đầu tư, đem tới cơ hội nhiều hơn cho các công ty thượng và trung nguồn.

*Bộ phận phân tích doanh nghiệp - KBSV*

## Cảng Biển

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

Theo ước tính của Cục Hàng Hải Việt Nam, 5 tháng đầu năm, tổng lưu lượng container thông qua cảng biển Việt Nam đạt 10,480 triệu TEUs, tăng 1% so với cùng kì. Trong đó, hàng xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt tăng 2% và 6% nhờ động lực từ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu 5M2021 đạt 16.1% YoY. Ở chiều ngược lại, lượt TEUs hàng nội địa giảm 3% YoY do giá cước vận tải tăng cao làm giảm nhu cầu vận chuyển hàng bằng đường thủy trong nước.

Tính trong tháng 5/2022, tổng sản lượng cập cảng Hải Phòng đạt 10.45 triệu DWT, tăng 8.1% YoY, phục hồi ấn tượng so với 4 tháng đầu năm giảm 4.2% YoY. 5 tháng đầu năm, chỉ có 2 cảng là cảng Nam Hải và cảng Nam Đình Vũ có tăng

trường trên 2 chữ số, lần lượt đạt 92.8% YoY và 28.3% YoY, trong khi đó cảng Green VIP và Green giảm mạnh nhất, lần lượt giảm 11.9% và 12.2% YoY.

Tính đến thời điểm hiện tại, bên số 3,4 cảng Lạch Huyện vẫn chưa được khởi công do vướng mắc liên quan tới việc bàn giao đất. Theo dự kiến ban đầu, dự án sẽ khởi công vào cuối năm 2021, đầu năm 2022 và sẽ đưa vào khai thác bến số 3 trong tháng 12/2023, bến số 4 vào tháng 6/2024. Việc 2 bên số 3,4 của cảng Lạch Huyện bị chậm trễ đưa vào thi công sẽ là yếu tố tích cực, giảm áp lực cạnh tranh cho các cảng Hạ nguồn trong trung hạn.

Khu vực cảng Cái Mép – Thị Vải có những bước tiến vượt bậc trong giai đoạn vừa qua. Mới đây, trong báo cáo “chỉ số hoạt động cảng năm 2021” của Worldbank và S&P Global Market Intelligence, Cụm cảng Cái Mép xếp hạng 11 thế giới về mức độ hiệu quả, tăng 38 bậc so với năm 2020. Hầu hết các cảng hạ nguồn tại khu vực này đều đã chạy gần hết công suất, trong đó cảng Gemalink của GMD dù mới đi vào hoạt động năm thứ 2 nhưng đã đặt mục tiêu chạy 90% công suất tối đa trong năm 2022. Nhu cầu từ các hãng tàu lớn cùng với cơ sở hạ tầng kết nối cụm cảng với các tỉnh thành khác tiếp tục được cải thiện trong thời gian tới là cơ hội cho các cảng mới như dự án Gemalink 2 công suất 1.5 triệu TEU/năm của GMD.

1Q2022, các doanh nghiệp cảng biển tại Hải Phòng như DVP, VSC, DXP, PHP đều có mức tăng trưởng doanh thu khiêm tốn do tăng trưởng sản lượng giảm tại cụm cảng Hải Phòng. Trong khi đó GMD có mức tăng trưởng +28.0% YoY nhờ động lực từ Gemalink và HAH tăng trưởng 81.7% YoY nhờ giá cước vận tải tăng cao. Theo quan điểm của KBSV, đối với nhóm cảng biển, sản lượng hàng hóa sẽ tích cực hơn trong nửa cuối năm khi các cảng biển và hoạt động vận tải tại Trung Quốc ổn định hơn sau dịch Covid-19, giảm tình trạng ùn ứ hệ thống cảng – vận tải biển thế giới. Mặc dù vậy, giá cổ phiếu nhóm cảng biển – vận tải biển đã tăng mạnh và chưa có những nhịp điều chỉnh đáng kể trong giai đoạn vừa qua cùng với giá cước vận tải biển đang có tín hiệu giảm khiến cơ hội đầu tư vào nhóm cổ phiếu này tại thời điểm hiện tại tiềm ẩn nhiều rủi ro.

*Bộ phận phân tích doanh nghiệp – KBSV*

## KHOẢ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

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

### Phân tích Doanh nghiệp

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

**Nguyễn Anh Tùng**  
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Hoàng Bảo Nga**  
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Nguyễn Đức Huy**  
Chuyên viên phân tích – Ngân hàng, Chứng khoán, Bảo hiểm  
huynd@kbsec.com.vn

**Tiêu Phan Thanh Quang**  
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics  
quangtpt@kbsec.com.vn

**Lương Ngọc Tuấn Dũng**  
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng  
dunglnt@kbsec.com.vn

**Khối Phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

**Trần Đức Anh**  
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư  
anhhd@kbsec.com.vn

**Lê Hạnh Quyên**  
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng  
quyenlh@kbsec.com.vn

**Thái Hữu Công**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
congth@kbsec.com.vn

**Trần Thị Phương Anh**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
anhhttp@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

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

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

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

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

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

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

### Chi nhánh Sài Gòn:

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

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

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

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

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

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

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