

Triển vọng TTCK 4Q2023

Động lực tăng trưởng bị thử thách

Triển vọng TTCK Việt Nam trở nên kém tích cực hơn trong quý 4 khi mà áp lực lạm phát, tỷ giá đã quay trở lại. Việc đồng USD mạnh lên, lợi suất TPCP Mỹ tăng vọt, giá cả hàng hoá hồi phục kéo theo lạm phát toàn cầu dai dẳng đang tác động lên TTCK Việt Nam nói riêng và TTCK toàn cầu nói chung. Với những diễn biến mới của lạm phát và tỷ giá, chính sách điều hành của NHNN đã có sự thận trọng hơn với động thái hút ròng liên tiếp thông qua việc phát hành tín phiếu và hoàn toàn có thể có thêm các động thái mới nếu tỷ giá, lạm phát không sớm hạ nhiệt. Điều này khiến động lực tăng trưởng của thị trường trong 9 tháng đầu năm, đến từ chính sách tiền tệ nới lỏng, đã bị suy yếu ở thời điểm hiện tại, qua đó thúc đẩy chúng tôi điều chỉnh vùng giá hợp lý của VNIndex thời điểm cuối năm.

Theo đó, chúng tôi hạ dự phóng chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2023 xuống 1,160 điểm (từ mức 1,240 đưa ra thời điểm đầu năm), chủ yếu phản ánh các lo ngại liên quan đến lạm phát, tỷ giá tác động tiêu cực lên xu hướng mặt bằng lãi suất, và môi trường đầu tư toàn cầu không thuận lợi. Cụ thể hơn, chúng tôi tăng nhẹ mức tăng trưởng EPS bình quân của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX ở mức 1% trong khi hạ mức P/E mục tiêu cho năm 2023 xuống 14.5 lần (từ mức 15.5 lần trong báo cáo gần nhất) nhằm phản ánh rủi ro ngoại biên gia tăng trong khi môi trường chính sách trong nước bớt thuận lợi.

Điểm tựa nâng đỡ chính cho thị trường trong 3 tháng cuối năm đến kỳ vọng nền kinh tế đã đi qua vùng đáy ở 2 quý đầu năm và sẽ phục hồi rõ nét hơn trong quý 4, nhờ các chính sách hỗ trợ của Chính phủ và NHNN xuyên suốt từ đầu năm đến nay. Theo đó, KQKD các doanh nghiệp niêm yết sẽ dần quay trở lại xu hướng tăng trưởng, đặc biệt trong quý 4. Từ đó giúp tổng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết cả năm 2023 gần như đi ngang so với cùng kỳ dù có sự sụt giảm mạnh trong 2 quý đầu năm. Ngoài ra, việc triển khai hệ thống KRX, sự hồi phục của giá hàng hoá nguyên vật liệu thúc đẩy hoạt động kinh doanh của các nhóm ngành liên quan, cùng sự khởi sắc ở lĩnh vực xuất khẩu cũng là các yếu tố hỗ trợ thị trường.

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, đầu tư công, điện, công nghệ thông tin, thủy sản và dầu khí (xem thêm phần VI. 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**
conghth@kbsec.com.vn**Nghiêm Sỹ Tiến****Chuyên viên chiến lược đầu tư**
tienss@kbsec.com.vn**Hồ Đức Thành****Chuyên viên vĩ mô**
thanhhd@kbsec.com.vn**Vũ Thu Uyên****Chuyên viên vĩ mô**

06/10/2023

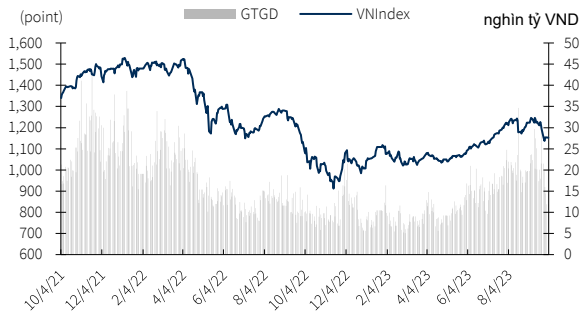
Nội dung	I. Triển vọng TTCK 2023	3
	II. Hoạt động sản xuất kinh doanh	5
	III. Các yếu tố định hình xu hướng TTCK 4Q2023	7
	1. Áp lực lạm phát, tỷ giá và xu hướng lãi suất của nền kinh tế	7
	2. Triển khai hệ thống KRX	12
	3. Fed và rủi ro suy thoái	14
	IV. Chủ đề đầu tư	20
	1. Đà tăng của giá hàng hoá	20
	2. Xuất khẩu hồi phục	28
	V. KBSV Top picks và danh mục mẫu 2023	33
	VI. Triển vọng ngành	34
	Bất động sản nhà ở – Trung lập	34
	Khu công nghiệp – Tích cực	36
	Thép – Trung lập	38
	Đầu tư công – Tích cực	40
	Điện - Tích cực	41
	Công nghệ thông tin – Tích cực	42
	Ngân hàng – Trung lập	43
	Bán lẻ - Trung lập	45
	Thủy sản – Tích cực	47
	Dầu khí – Tích cực	48
	Cảng, vận tải biển - Trung lập	50

I. Triển vọng TTCK 2H2023

TTCK Việt Nam có quý tăng điểm thứ 3 liên tiếp nhờ mặt bằng lãi suất hạ nhiệt

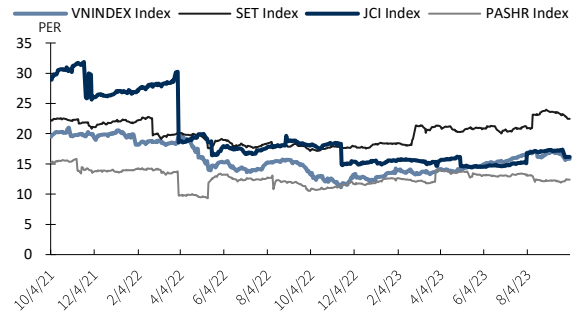
TTCK Việt Nam tiếp tục tăng điểm trong quý 3 2023, cũng là quý tăng thứ 3 liên tiếp. Động lực tăng của thị trường chủ yếu đến từ xu hướng hạ nhiệt của mặt bằng lãi suất trong nền kinh tế nhờ các chính sách hỗ trợ của NHNN. Bên cạnh đó, kỳ vọng nền kinh tế đã đi qua đáy và KQKD các doanh nghiệp dần khởi sắc sau khi sụt giảm sâu trong 2 quý đầu năm cũng là yếu tố hỗ trợ thị trường. Tính cho cả quý 3, chỉ số VNIndex tăng 3% về điểm số, trong khi giá trị giao dịch bình quân tăng 56% so với cùng kỳ

Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



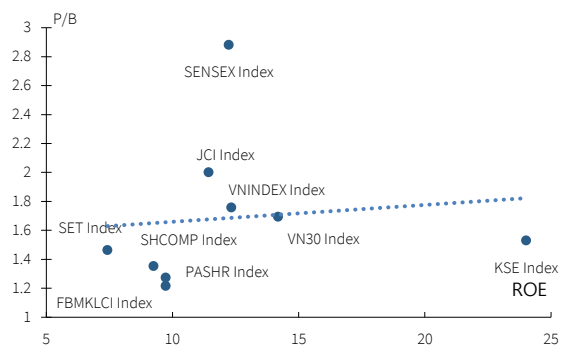
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Biến động P/E nhóm ASEAN4



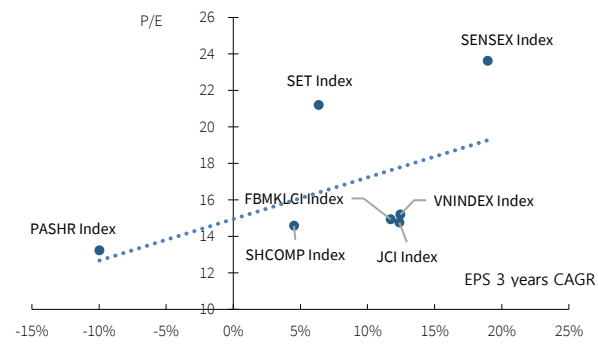
Nguồn: Bloomberg, KBSV

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

Đối với triển vọng trong quý cuối năm 2023, chúng tôi cho rằng sẽ có 4 yếu tố chính định hình xu hướng TTCK Việt Nam (được phân tích kỹ hơn trong các phần sau của báo cáo), bao gồm:

Xu hướng của mặt bằng lãi suất

Diễn biến giảm của mặt bằng lãi suất là động lực tăng trưởng chính của TTCK trong 9 tháng đầu năm. Dù chúng tôi không cho rằng mặt bằng lãi suất sẽ sớm đảo chiều tăng trở lại, tuy nhiên với các áp lực tỷ giá và lạm phát gia tăng thời

gian gần đây, cùng động thái phát hành tín phiếu hút tiền đồng về của NHNN, việc giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn từ 34% xuống 30%, và việc tỷ lệ nợ xấu các ngân hàng chưa có dấu hiệu giảm... chúng tôi cho rằng xu hướng mặt bằng lãi suất sẽ khó giảm rõ nét trong quý 4 mà thay vào đó sẽ đi ngang hoặc chỉ giảm nhẹ. Theo đó, đây sẽ không còn là yếu tố hỗ trợ mạnh cho TTCK.

Tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết

Chúng tôi tăng nhẹ dự báo tăng trưởng EPS 2023 toàn thị trường từ 0.5% ở báo cáo chiến lược gần nhất lên 1% so với cùng kỳ 2022, sau khi số liệu 2Q công bố cho thấy đà suy giảm trong kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết đã chững lại. Song song với kỳ vọng nền kinh tế đã đi qua vùng đáy ở 2 quý đầu năm và sẽ phục hồi rõ nét hơn trong quý 4, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận các doanh nghiệp sẽ trở lại xu hướng tăng trưởng trong quý cuối năm, giúp EPS thị trường cả năm 2023 đi ngang so với cùng kỳ dù giảm sâu trong 2 quý đầu năm.

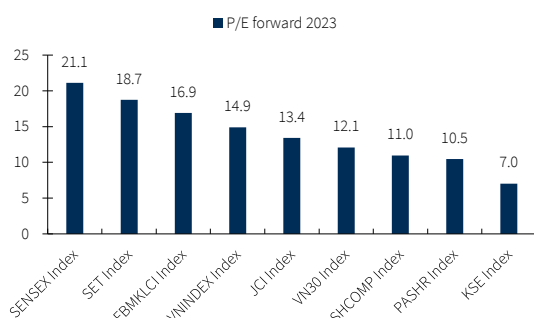
Triển khai hệ thống giao dịch KRX

Việc triển khai hệ thống giao dịch KRX, vốn được chờ đợi từ lâu, mang lại 2 tác động tích cực đối với TTCK nói chung. Một mặt, hệ thống KRX là tiền đề để xây dựng đối tác bù trừ trung tâm CCP, qua đó đẩy nhanh việc nâng hạng cũng như thu hút nguồn vốn nhà đầu tư nước ngoài. Mặt khác, KRX cũng giúp triển khai việc bán chứng khoán chờ về, ước tính có thể cải thiện thanh khoản thị trường lên mức 19 nghìn tỷ mỗi phiên, qua đó tác động tích cực lên KQKD của nhóm cổ phiếu ngành chứng khoán.

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

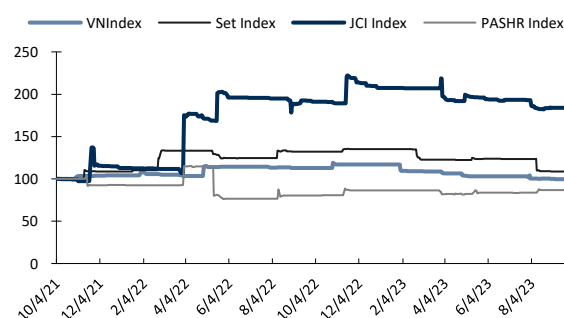
Lạm phát tại Mỹ dự kiến sẽ tiếp tục kéo dài dai dẳng trước ảnh hưởng của đà tăng giá năng lượng cũng như việc đẩy mạnh chi tiêu của chính phủ. Mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao hơn trong khoảng thời gian dài hơn, kéo theo đó là đà tăng lợi suất của TPCP Mỹ, đang làm gia tăng rủi ro suy thoái tại Mỹ nói riêng và dịch chuyển dòng vốn đầu tư ra khỏi các nền kinh tế ngoài Mỹ nói chung. Theo đó, kinh tế của Việt Nam cũng như TTCK sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực từ (1) việc biến động mạnh của tỷ giá khiến cho dòng vốn đầu tư vào Việt Nam cũng như thanh khoản tiền đồng trong nền kinh tế sụt giảm (2) nhu cầu tiêu thụ hàng xuất khẩu của Việt Nam suy yếu khiến cho triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết kém khả quan và (3) việc bán ròng của các NĐT nước ngoài sẽ gây cản trở lên đà hồi phục của thị trường.

Biểu đồ 5. P/E forward 2023 các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Biến động EPS nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chúng tôi đưa ra mức điểm hợp lý cho VNINDEX là 1,160 với P/E mục tiêu là 14.5

Dựa vào phân tích và đánh giá 4 yếu tố định hình xu hướng TTCK Việt Nam ở trên (*xem chi tiết ở các phần sau của báo cáo*), chúng tôi giảm dự báo chỉ số VNIndex cuối năm 2023 xuống 1,160 điểm (từ mức 1,240 đưa ra thời điểm đầu năm cũng như trong báo cáo chiến lược quý gần nhất). Trong đó, chúng tôi nâng nhẹ dự phóng tăng trưởng EPS lên 1% và hạ mức P/E hợp lý của chỉ số VNIndex xuống 14.5 lần (từ mức 15.5 lần trong báo cáo gần nhất), chủ yếu phản ánh các lo ngại liên quan đến lạm phát, tỷ giá tác động tiêu cực lên xu hướng mặt bằng lãi suất, và môi trường đầu tư toàn cầu không thuận lợi.

Do việc triển khai hệ thống KRX còn nhiều yếu tố chưa chắc chắn, chúng tôi tạm chưa đưa vào mô hình định giá. Trong kịch bản hệ thống KRX được đưa vào triển khai theo đúng kế hoạch, vùng giá hợp lý của chỉ số VNIndex sẽ cải thiện hơn so với dự báo này.

II. Hoạt động kinh doanh

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX năm 2023 đạt 1% YoY (tăng 50 bps so với mức 0.5% trong báo cáo gần nhất)

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng tăng trưởng EPS toàn thị trường thêm 50 bps so với lần dự phóng ở báo cáo gần nhất, lên mức 1% YoY. Dù đây là mức tăng trưởng thấp so với mức tăng bình quân 10-20% YoY trong quá khứ, nó cũng phản ánh kỳ vọng vào sự phục hồi của các doanh nghiệp trong 6 tháng cuối năm trong bối cảnh lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết đã sụt giảm -11.6% YoY trong 6 tháng đầu năm.

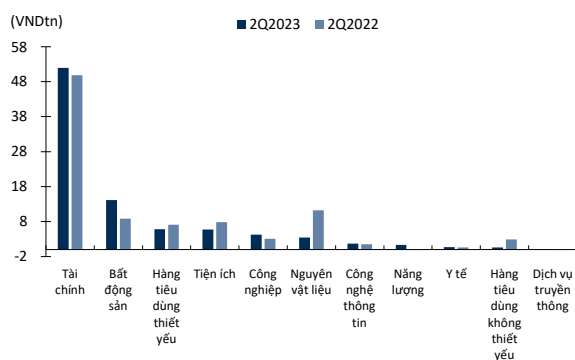
Một số yếu tố giúp chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết sẽ có sự phục hồi trong 6 tháng cuối năm khi so với cùng kỳ đến từ: 1) mức nền so sánh của nửa cuối năm 2022 đã thấp hơn đáng kể so với nửa đầu năm khi mà nền kinh tế đã bộc lộ nhiều dấu hiệu suy yếu từ quý 3, quý 4 năm ngoái; 2) chính sách hỗ trợ của Chính phủ và NHNN về đẩy mạnh đầu tư công, giảm thuế VAT, hạ lãi suất... bắt đầu thẩm thấu vào KQKD các doanh nghiệp; 3) lĩnh vực sản xuất có dấu hiệu hồi phục tốt trong các tháng gần đây và kỳ vọng tăng tốc trong các tháng cuối năm nhờ mùa tiêu dùng cao điểm ở Mỹ và EU, cũng như trạng thái hàng tồn kho của các doanh nghiệp Mỹ đã giảm mạnh.

Dẫn dắt tăng trưởng EPS chung toàn thị trường là nhóm ngành Công nghiệp (+75% YoY) với triển vọng phục hồi các hoạt động du lịch, đi lại đối với VJC và sự tăng trưởng trở lại của lĩnh vực sản xuất công nghiệp và các hoạt động xuất nhập khẩu, vận tải đến từ các doanh nghiệp đầu ngành như GMD, BMP và REE. Dựa trên các dự báo về giá dầu thô từ nay đến cuối năm có thể đạt trên ngưỡng 85 USD/thùng, chúng tôi cũng dự phóng mức tăng trưởng EPS của các cổ phiếu nhóm ngành Năng lượng có thể đạt 72% YoY với các cổ phiếu dẫn đầu là PLX và PVT. Ngành công nghệ thông tin duy trì tăng trưởng ổn định (+10%) và được dẫn dắt bởi mã đầu ngành FPT. Riêng đối với ngành tài chính, chúng tôi đã hạ dự phóng tăng trưởng EPS từ 9% trong báo cáo chiến lược gần nhất xuống còn 7% với các quan điểm của chúng tôi về triển vọng tăng trưởng tín dụng trong năm nay của nhóm ngân hàng cũng như là áp lực trích lập dự phòng về chất lượng tài sản.

Ở chiều ngược lại, nhóm ngành chịu ảnh hưởng tiêu cực nhất là Hàng tiêu dùng không thiết yếu (-40% YoY) do sức ép đến từ tình hình lạm phát chung toàn cầu,

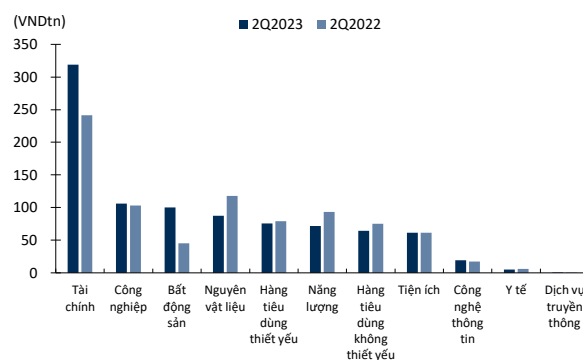
nhu cầu tiêu thụ, chi tiêu giảm mạnh của người dân và cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp trong ngành khiến KQKD các doanh nghiệp công nghệ thông tin và điện tử gia dụng sụt giảm mạnh. Mặc dù chịu ít sự ảnh hưởng hơn nhưng tăng trưởng EPS của nhóm Hàng tiêu dùng thiết yếu cũng giảm 8% so với cùng kỳ. Theo sau đó là nhóm ngành Nguyên vật liệu (-33% YoY) và Tiện ích (-18% YoY).

Biểu đồ 7. Lợi nhuận Q2 2023 so với cùng kỳ



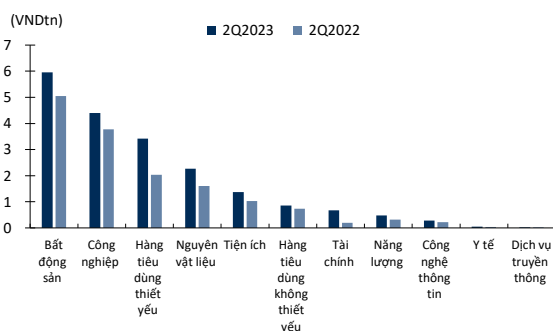
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 8. Doanh thu Q2 2023 so với cùng kỳ



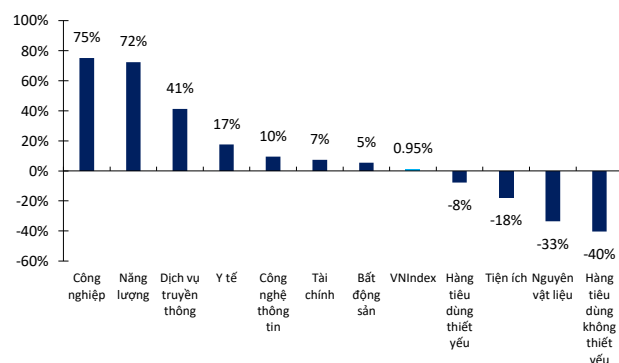
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 9. Chi phí tài chính Q2 2023 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 10. Dự phóng tăng trưởng EPS 2023 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tổng doanh thu các doanh nghiệp trên sàn HSX tăng trưởng nhẹ trong quý 2/2023 so với cùng kỳ. Lợi nhuận vẫn cho thấy bức tranh tiêu cực

Nhìn lại KQKD 2Q/2023, tổng doanh thu của các doanh nghiệp trên sàn HSX tăng trưởng 8.4% YoY. Đóng góp phần lớn vào mức tăng vẫn tiếp tục là nhóm ngành Tài chính (+32% YoY), dẫn đầu bởi các ngân hàng quốc doanh vốn hoá lớn. Tiếp theo là nhóm Bất động sản với sự dẫn dắt vẫn đến từ những cái tên lớn trong ngành là VHM (+723% YoY), KBC (592% YoY), giúp cho nhóm BĐS có mức tăng trưởng 122% so với cùng kỳ. Nhóm Công nghiệp cũng đóng góp tỷ trọng lớn trong doanh thu toàn ngành và có mức tăng nhẹ 3% YoY, nổi bật là HVN (+12% YoY), VJC (+46% YoY), VCG (+108% YoY). Các nhóm ngành còn lại đều cho thấy kết quả kinh doanh kém tích cực, trong đó có nhóm ngành Năng lượng (-26% YoY), Nguyên vật liệu (-23% YoY) và Hàng tiêu dùng không thiết yếu (-14% YoY).

Lợi nhuận quý 2/2023 toàn thị trường mặc dù chứng kiến mức giảm nhẹ hơn (-3.4% YoY), thay vì mức -18% YoY của quý trước, các nhóm ngành vẫn thể hiện sự phân hóa rõ rệt. Ngoại trừ nhóm Năng lượng có sự cải thiện mạnh mẽ về lợi nhuận và các lĩnh vực khác có mức tăng trưởng lợi nhuận tốt như Bất động sản (+59.6 YoY), Công nghiệp (+40% YoY) và Công nghệ thông tin (15% YoY), thì các

lĩnh vực khác tiếp tục chứng kiến mức lợi nhuận suy giảm so với cùng kỳ 2022, đặc biệt có nhóm ngành Nguyên vật liệu (-69% YoY; chủ yếu ảnh hưởng bởi HPG, GVR, DGC, DPM), Hàng tiêu dùng không thiết yếu (-68% YoY; chủ yếu ảnh hưởng bởi MWG, FRT), Tiện ích (-27% YoY; chủ yếu ảnh hưởng bởi GAS, POW); Hàng tiêu dùng thiếu yếu (-18% YoY; chủ yếu ảnh hưởng bởi MSN, SAB). Nguyên nhân chính của sự sụt giảm này đến từ: (1) nhu cầu tiêu thụ nội địa lẫn xuất khẩu vẫn cho thấy diễn biến ảm đạm; (2) chi phí lãi vay tiếp tục là gánh nặng cho các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy cao; và (3) giá hàng hóa, nguyên vật liệu giảm mạnh so với mức nền cao của năm 2022.

III. Các yếu tố định hình xu hướng TTCK 4Q2023

1. Áp lực lạm phát và tỷ giá tới xu hướng lãi suất

Nhiều chính sách được ban hành để hỗ trợ doanh nghiệp và nền kinh tế

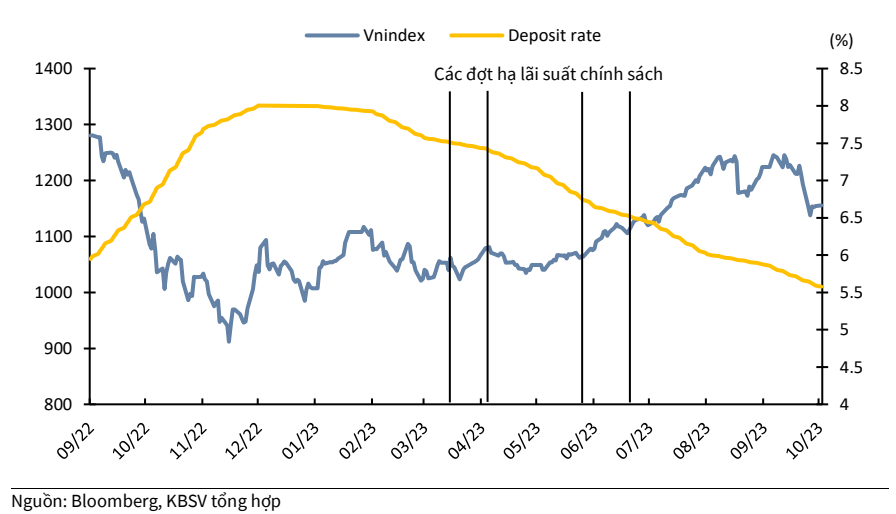
Trong bối cảnh lạm phát được kiểm soát, áp lực tỷ giá và thanh khoản hệ thống ngân hàng hạ nhiệt kể từ cuối năm 2022, NHNN đã thi hành nhiều chính sách tiền tệ, tài khóa và ban hành nhiều thông tư để hỗ trợ nền kinh tế (Giảm thuế VAT, gia hạn nộp thuế; thông tư 02, 03 và 06). Trong đó, tác động của việc NHNN 4 lần giảm các mức lãi suất điều hành đã tác động mạnh mẽ tới tâm lý và kỳ vọng của thị trường, đồng thời cũng là thước đo để định giá lại các tài sản tài chính.

Xu hướng giảm của lãi suất trong 9 tháng đầu năm là yếu tố hỗ trợ rất lớn cho thị trường

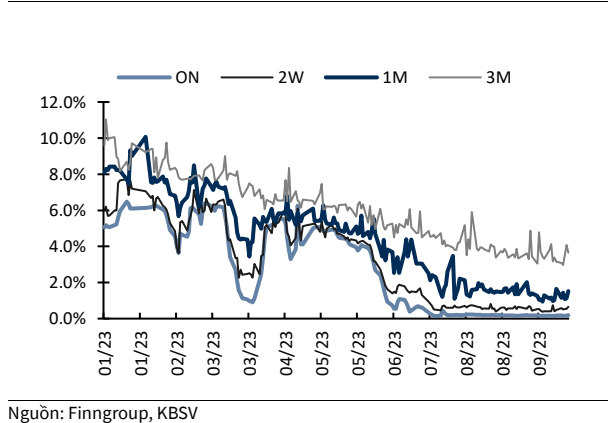
Dưới sự điều chỉnh của các mức lãi suất chính sách trong khi thanh khoản hệ thống ổn định và dồi dào trở lại, lãi suất trên thị trường 1 và thị trường 2 theo đó cũng điều chỉnh đáng kể. Tính tới thời điểm cuối tháng 9, lãi suất ON thị trường liên ngân hàng đã giảm 487 bps, đạt 0.19% và duy trì mức dưới 1% từ tháng 7 (Biểu đồ 12). Trong khi đó, lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 12 tháng bình quân cũng đã giảm 242 bps, đạt 5.58% (Biểu đồ 13).

Đà giảm của lãi suất một mặt tác động tới các doanh nghiệp khi chi phí đi vay giảm, đồng thời kích thích các doanh nghiệp mở rộng đầu tư; một mặt khiến cho thị trường chứng khoán trở nên hấp dẫn hơn 1 cách tương đối so với kênh gửi tiết kiệm. Trong bối cảnh mà kinh tế thế giới trong giai đoạn 9 tháng đầu năm vẫn còn yếu bởi tác động của lạm phát và môi trường lãi suất cao, nền kinh tế của Việt Nam chịu ảnh hưởng. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán là thị trường của tâm lý và kỳ vọng; và có thể nói lãi suất chính là một trong những yếu tố tác động mạnh mẽ nhất thúc đẩy thị trường trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2023 (Biểu đồ 11).

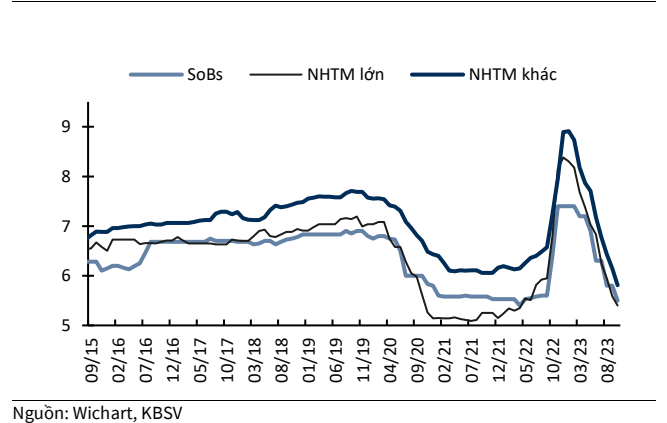
Biểu đồ 11. Vnindex và lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 12 tháng



Biểu đồ 12. Lãi suất thị trường liên ngân hàng



Biểu đồ 13. Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng



Tuy nhiên, xu hướng giảm của lãi suất gặp nhiều cản trở trong 3 tháng cuối năm khi bắt đầu xuất hiện những cơn gió ngược

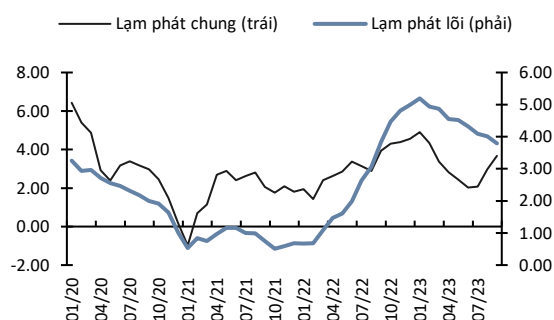
Áp lực lạm phát và tỷ giá gia tăng trong 2 tháng trở lại đây là trở ngại chính cho đà giảm lãi suất ở thời điểm hiện tại (bên cạnh 1 số yếu tố khác như nợ xấu ngân hàng còn ở mức cao, và NHNN giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn ngay từ đầu tháng 10).

Với mục tiêu hàng đầu của NHNN là duy trì mặt bằng lãi suất thấp, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, chúng tôi không cho rằng mặt bằng lãi suất huy động và cho vay sẽ đảo chiều tăng trong năm nay (trừ khi DXY và Bond yield tiếp tục tăng nóng). Dù vậy, xu hướng hạ lãi suất các tháng cuối năm nay sẽ không thuận lợi trước các rào cản nêu trên, và dư địa chính sách tiền tệ nới lỏng được đánh giá thu hẹp đáng kể trong quý 4 2023. Theo đó, yếu tố chính sách không còn mang tính hỗ trợ mạnh cho thị trường trong 3 tháng cuối năm.

Áp lực lạm phát. CPI và Core CPI tháng 9 lần lượt tăng 1.08% và 0.26% MoM, bình quân 9 tháng lần lượt tăng 3.16% và 4.49% (Biểu đồ 14). Các nhóm ngành tác động chính là giao thông (1.21% MoM) do giá xăng dầu thế giới tăng; nhà ở và VLXD (1.12% MoM) do giá thuê nhà, giá nước và giá điện tăng; lương thực (3.19% MoM) do giá gạo tăng cao và nhóm giáo dục (8.06% MoM) do tăng học phí.

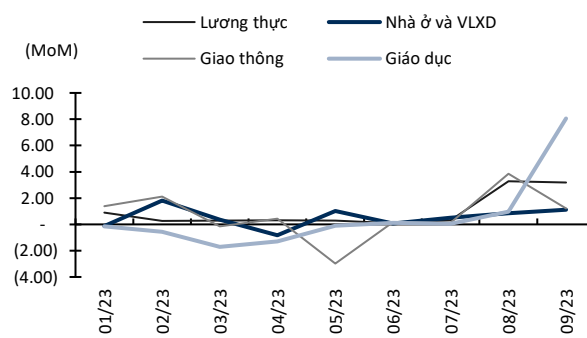
Mặc dù dường như mục tiêu kiểm soát lạm phát dưới 4.5% có thể đạt được một cách thuận lợi, nhưng việc tốc độ tăng ngày một nhanh trong các tháng gần đây đang nhắc nhở các nhà điều hành không được chủ quan với lạm phát.

Biểu đồ 14. Lạm phát và lạm phát cơ bản (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 15. Các nhóm ngành tác động chính tới CPI tháng 9



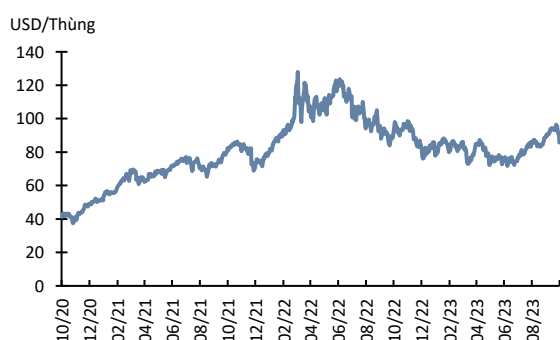
Nguồn: TCTK, KBSV

Chúng tôi nâng dự báo lạm phát lên 0.2 % so với BCCL tháng 9, đạt 3.6% khi số liệu lạm phát tháng 9 tăng mạnh hơn so với kỳ vọng, do

- Lương cơ bản tăng 20% từ 01/07/2023 sẽ tác động tới giá các hàng hóa và dịch vụ, trong khi du lịch tiếp tục phục hồi tích cực.
- Nhu cầu mua sắm trong các dịp lễ, tết cuối năm
- Giá dầu tiếp tục duy trì ở mức cao, dự kiến đạt trên mốc 80USD/thùng do cắt giảm sản lượng từ khối OPEC+ và tồn kho thấp kỷ lục tại nhiều thị trường.
- Giá gạo tiếp tục duy trì mức cao trong bối cảnh nhu cầu lớn và nguồn cung suy giảm khi Ấn Độ và Các Tiểu vương quốc Ả rập dừng xuất khẩu gạo và hiện tượng El Nino phát triển mạnh hơn từ tháng 9 – 11.
- Chính sách tài khóa, tiền tệ nới lỏng thúc đẩy tăng trưởng tín dụng và đầu tư công các tháng cuối năm, từ đó áp lực lên lạm phát

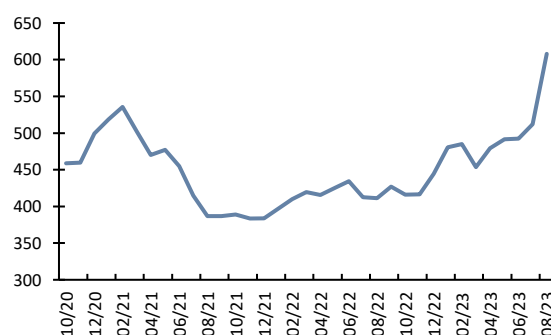
Ở chiều ngược lại, sự suy yếu của CNY giảm bớt áp lực nhập khẩu lạm phát.

Biểu đồ 16. Giá dầu Brent



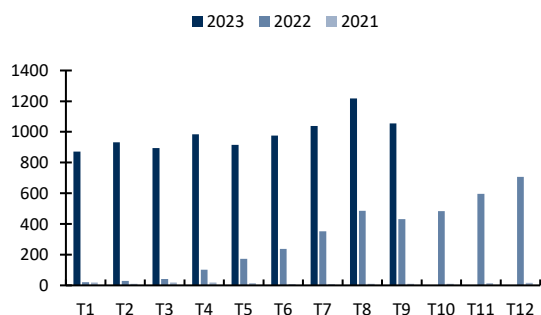
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 17. Giá gạo tằm 5%



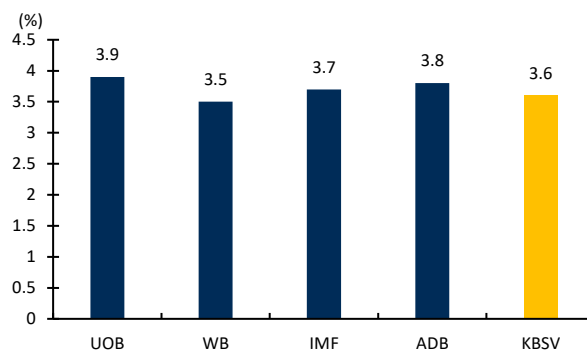
Nguồn: IMF, KBSV

Biểu đồ 18. Số lượng khách quốc tế đến Việt Nam



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 19. Dự báo CPI bình quân 2023 của các TCKT



Nguồn: KBSV tổng hợp

Áp lực tỷ giá. Tỷ giá đã hạ nhiệt đáng kể sau khi có sự can thiệp của NHNN và nguồn cung ngoại tệ dồi dào trong 9 tháng đầu năm. Dù vậy, sự trái ngược trong cách điều hành chính sách tiền tệ của SBV và FED đã tạo ra mức chênh lệch rất lớn giữa lãi suất VND và USD. Bên cạnh đó, FED giữ nguyên lãi suất trong cuộc họp tháng 9, nhưng để lại thông điệp “higher for longer” về việc giữ lãi suất ở mức cao trong thời gian dài hơn trong cuộc chiến chống lạm phát. Chỉ số DXY tăng mạnh trong thời gian gần đây, đạt mức cao nhất kể từ đầu năm trong khi lợi suất trái phiếu 10 năm của Mỹ tăng cao nhất 15 năm qua, gây áp lực lớn lên tỷ giá (Biểu đồ 22 và 23).

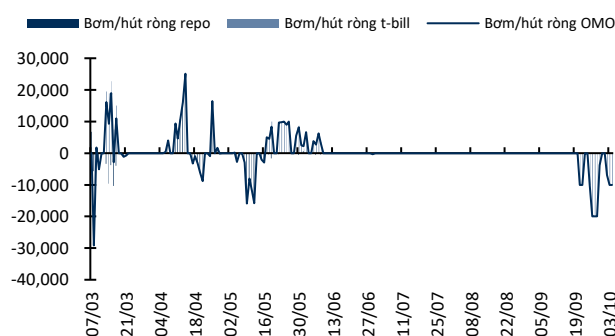
Cụ thể, tỷ giá liên ngân hàng đã tăng 94bps trong tháng 9, đạt mốc 24,305 VND/USD, mất giá khoảng 2.8% so với thời điểm cuối năm 2022 (Biểu đồ 20). Để ngăn chặn tình trạng đầu cơ nắm giữ USD của hệ thống ngân hàng, SBV đã lần đầu tiên chào bán tín phiếu trở lại vào ngày 21/09 sau hơn 4 tháng không có giao dịch trên thị trường mở. Theo sau đó, SBV tiếp tục hút ròng tín phiếu kỳ hạn 28 ngày với tổng khối lượng hút ròng cho đến ngày 04/10 là hơn 120 nghìn tỷ đồng, với mức lãi suất bình quân khoảng 0.75% (Biểu đồ 21).

Biểu đồ 20. Tỷ giá trung tâm, liên ngân hàng và chợ đen



Nguồn: Bloomberg, Finngroup, KBSV

Biểu đồ 21. Hoạt động thị trường mở OMO



Nguồn: SBV, KBSV

Áp lực tỷ giá trong giai đoạn cuối năm vẫn lớn do (1) chênh lệch lãi suất USD và VND vẫn duy trì ở mức cao; (2) xu hướng mạnh lên của

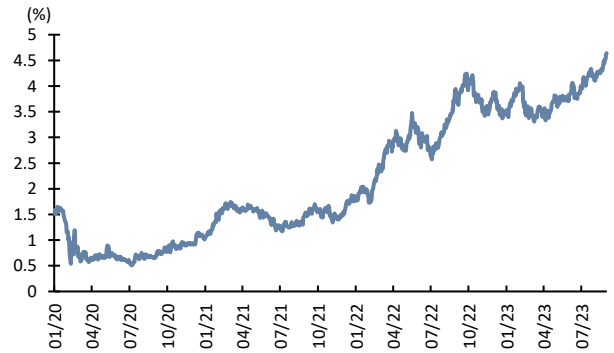
đồng USD vẫn tiếp tục duy trì và (3) nền kinh tế phục hồi kéo theo nhu cầu nhập khẩu tăng. KBSV dự báo tỷ giá sẽ tăng khoảng 3.5% so với đầu năm, đạt 24,460 VND vào cuối năm. Áp lực tỷ giá sẽ là yếu tố kìm hãm xu hướng giảm của lãi suất trong thời gian tới, mặc dù khi so sánh tương quan với các nền kinh tế khác thì mức độ mất giá của VND vẫn ở trong tầm kiểm soát.

Biểu đồ 22. Chỉ số DXY



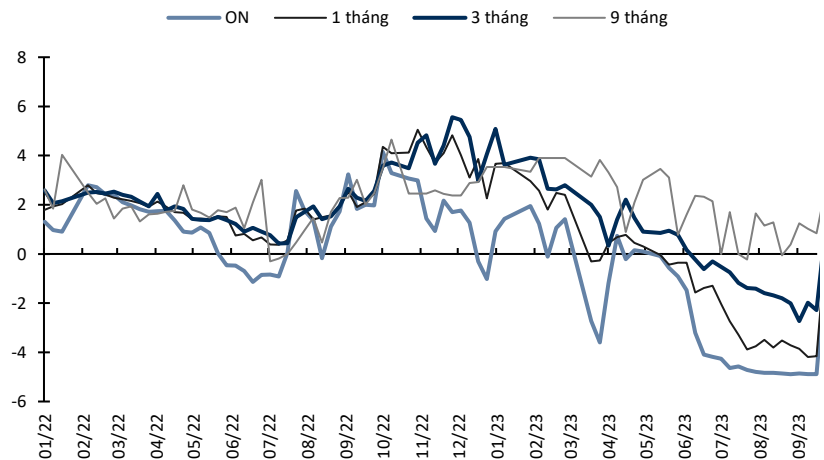
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 23. US Bond yield



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 24. Chênh lệch lãi suất VND-USD các kỳ hạn



Nguồn: SBV, KBSV

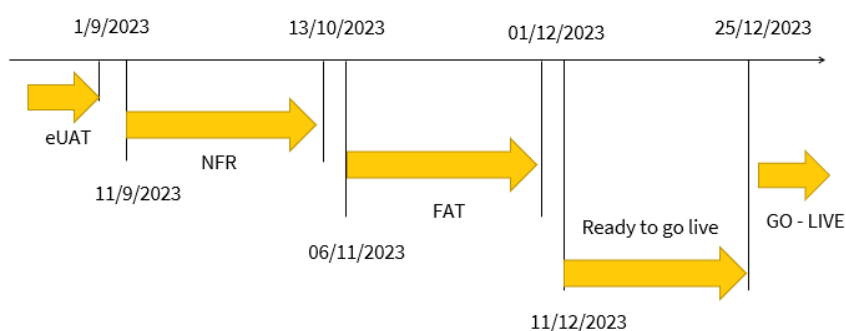
2. Hệ thống KRX - Bước tiến gần hơn đến với nâng hạng thị trường

Theo kế hoạch từ phía nhà thầu là Sở Giao dịch chứng khoán Hàn Quốc (KRX), Việt Nam sẽ tiến hành kiểm thử đợt cuối cùng trong tháng 11 và hoàn thành các công tác chuẩn bị hệ thống vào 25/12 để sẵn sàng triển khai (Biểu đồ 1). Việc hệ thống giao dịch KRX được chính thức đưa vào hoạt động được xem tiền đề quan trọng cho việc nâng hạng thị trường từ cận biên lên mới nổi, cũng như cho phép thực hiện nghiệp vụ bán chứng khoán chờ về (T0). Cụ thể:

- Hệ thống KRX là cơ sở hạ tầng cần thiết để triển khai mô hình đối tác bù trừ trung tâm, Central Clearing Counterparty (CCP) và từ đó, giải

quyết một trong những nút thắt trọng yếu của việc lên hạng là yêu cầu ký quỹ trước giao dịch (prefunding). Việc nâng hạng thị trường giúp cho TTCK Việt Nam có cơ hội thu hút nguồn vốn đầu tư đến từ các tổ chức tài chính nước ngoài. Trong đó, tác động sớm nhất và rõ nét nhất đó là việc mua vào của các quỹ ETF đang sử dụng bộ chỉ số MSCI Emerging Markets Index và FTSE EM làm tham chiếu. Theo một số nghiên cứu ước tính, việc nâng cấp thành thị trường mới nổi có thể mang đến thêm 10 tỷ USD đầu tư gián tiếp mới cho Việt Nam, trong đó năm đầu tiên có thể tiếp nhận thêm từ 2 – 5 tỷ USD. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý việc CCP hoạt động sẽ chỉ giải quyết 1 trong những nút thắt, còn yếu tố liên quan đến rào cản với nhà đầu tư nước ngoài sẽ cần thêm các động thái mạnh mẽ hơn từ cơ quan điều hành. Theo đó, việc nâng hạng nhiều khả năng sẽ phải chờ ít nhất đến năm 2025 mới được thông qua.

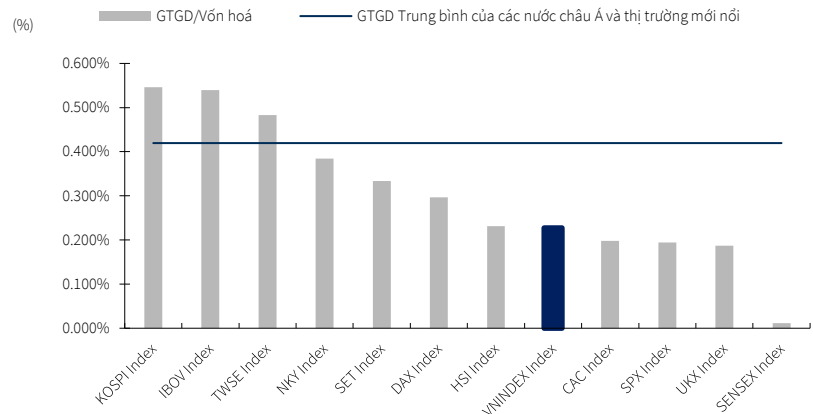
Biểu đồ 25. Kế hoạch triển khai hệ thống giao dịch KRX của HOSE



Nguồn: KBSV tổng hợp

- Ngoài ra, theo thông tin từ HSX, hệ thống giao dịch KRX sẽ cho phép nghiệp vụ bán chứng khoán chờ về (giao dịch T0) sẽ được triển khai ngay từ thời điểm ban đầu, giúp đẩy nhanh vòng quay tiền lưu thông trong hoạt động giao dịch giữa các nhà đầu tư trên thị trường. Tại các thị trường đã áp dụng giao dịch T+2 cũng như cho phép bán chứng khoán chờ về như Mỹ, Hàn Quốc, Nhật Bản, Thái Lan... vốn, giá trị giao dịch bình quân một phiên của các thị trường này trong 5 năm qua đạt xấp xỉ 0.3% tổng vốn hoá thị trường. Con số này thậm chí còn cao hơn, ở mức 0.42%, nếu chỉ tính các nước thuộc khu vực châu Á và thị trường mới nổi (với đặc điểm giá trị giao dịch của các nhà đầu tư cá nhân chiếm tỷ trọng lớn) trong khi GTGD bình quân trên vốn hoá của Việt Nam là 0.227%. Chúng tôi kỳ vọng việc triển khai hệ thống KRX mới có thể giúp cho giá trị giao dịch 1 phiên của VNIndex có thể tăng lên gần gấp đôi so với trung bình 5 năm trở lại đây, tương ứng với mức 19 nghìn tỷ đồng/phiên. Theo đó, nhóm ngành chứng khoán được kỳ vọng sẽ là nhóm ngành hưởng lợi trực tiếp từ việc triển khai hệ thống và tiếp theo đó là các cổ phiếu vốn hoá lớn thuộc VN30.

Biểu đồ 26. Giá trị giao dịch trên vốn hoá trung bình của các thị trường



Nguồn: KBSV tổng hợp

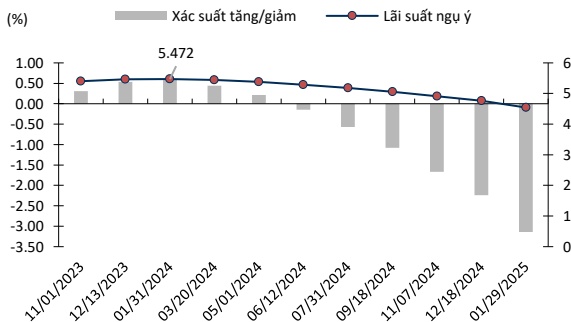
Như vậy, với việc hệ thống giao dịch KRX kỳ vọng được triển khai vào cuối năm nay, nhóm cổ phiếu vốn hoá lớn (hưởng lợi từ triển vọng nâng hạng thị trường được rút ngắn), và nhóm cổ phiếu ngành chứng khoán (hưởng lợi từ giao dịch cho phép bán chứng khoán chờ về) sẽ là 2 nhóm kỳ vọng có phản ứng tích cực và qua đó sẽ tác động lên TTCK nói chung.

3. Fed và rủi ro suy thoái tại Mỹ

Mặt bằng lãi suất được dự báo sẽ giữ ở mức cao hơn trong thời gian dài hơn

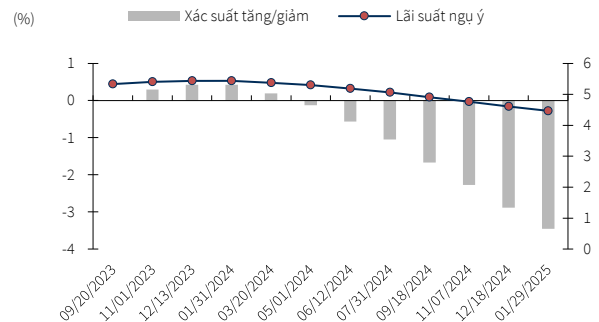
Tỷ lệ lạm phát tháng 8 tại Mỹ tăng lên 3.7% YoY, mức tăng thứ hai sau nhiều tháng giảm liên tiếp. Giá Năng lượng, bao gồm Dầu nhiên liệu (+9.1%) và Xăng (+10.6%), tăng mạnh trong tháng 8. Ở chiều ngược lại, lạm phát cơ bản (không bao gồm thực phẩm/năng lượng), đã giảm liên tục xuống mức 4.4%, mức tăng thấp nhất kể từ tháng 9 năm 2021. Chi phí lưu trú là động lực chính đóng góp vào đà giảm của lạm phát lõi với lần giảm thứ 5 liên tiếp, xuống mức 7.3% YoY. Mặc dù vậy, so với thời điểm cuối quý 2/2023, mặt bằng lãi suất được kỳ vọng là sẽ duy trì ở mức cao hơn (5.472% so với 5.417%) với một lần tăng lãi suất trong tháng 12 và trong thời gian dài hơn (lần hạ lãi suất đầu tiên lùi lại 18/09/2024 so với dự báo trước đó là 12/06/2024).

Biểu đồ 27. Đường cong lãi suất ngụ ý vào cuối quý 2/2023



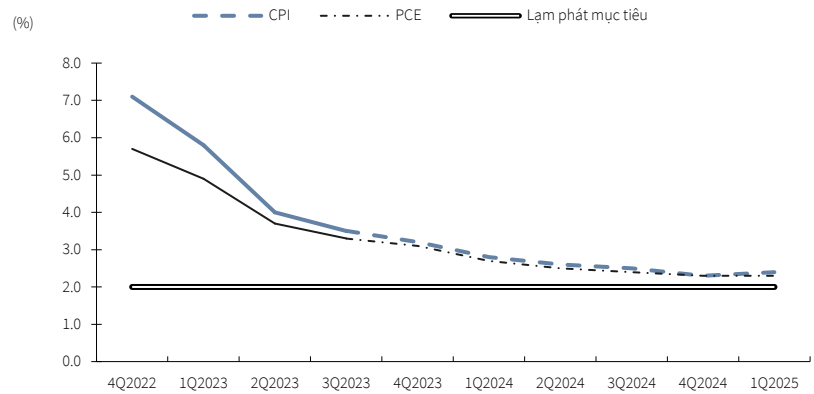
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 28. Đường cong lãi suất ngụ ý vào cuối quý 3/2023



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 29. Lạm phát dự phóng của Ủy ban thị trường mở liên bang FOMC

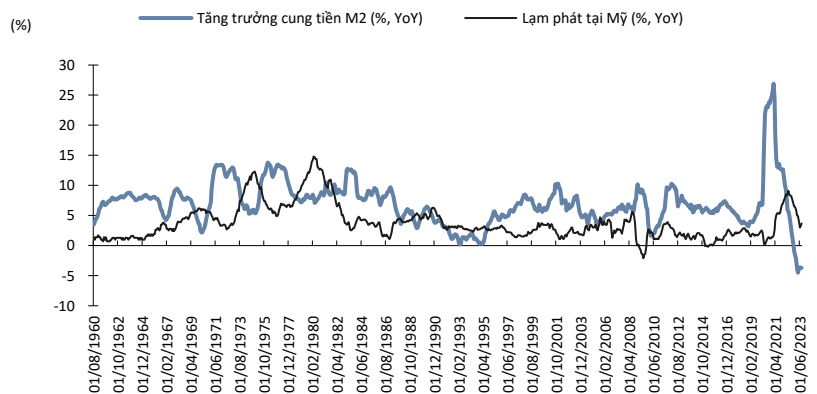


Nguồn: FOMC

Lạm phát kéo dài dai dẳng do ảnh hưởng của việc mở rộng chính sách tài khoá

Nguyên nhân là do lạm phát của Mỹ được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở trên mức mục tiêu 2% đến hết năm 2024, theo Ủy ban thị trường mở liên bang (FOMC). Chúng tôi cũng cho rằng Mỹ sẽ phải tiếp tục trải qua một giai đoạn lạm phát kéo dài dai dẳng do việc mở rộng chính sách tài khoá trong khi thắt chặt chính sách tiền tệ dù đã giúp cho Mỹ tránh rơi vào một cuộc suy thoái ngay lập tức nhưng cũng là tác nhân khiến lạm phát khó hạ nhiệt nhanh như kỳ vọng. Việc sử dụng công cụ là lãi suất và thắt chặt định lượng chỉ có thể giúp đối phó với phần lạm phát do đẩy mạnh tín dụng (thuộc khu vực tư nhân) chứ không giải quyết được phần lạm phát do mở rộng chính sách tài khoá (thuộc khu vực nhà nước).

Biểu đồ 30. Tăng trưởng cung tiền và lạm phát

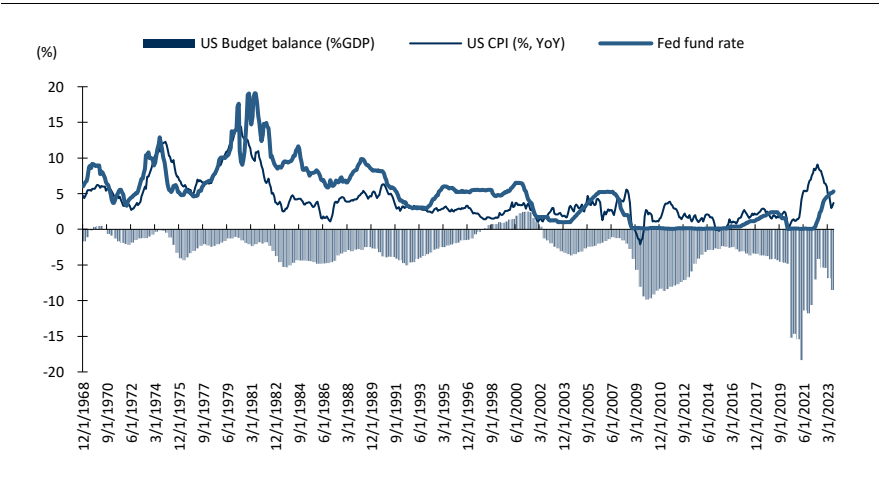


Nguồn: Bloomberg

Thâm hụt ngân sách của Mỹ duy trì ở mức cao trong những năm trở lại đây do đẩy mạnh chi tiêu cho các chương trình kích thích kinh tế

Cụ thể, khi nền kinh tế đóng cửa do đại dịch, Fed đã bơm một lượng lớn thanh khoản vào trong hệ thống ngân hàng trong khi Quốc hội đã thông qua nhiều Dự luật kích thích tài chính quy mô lớn bằng việc gia hạn các khoản trợ cấp thất nghiệp cũng như gửi tiền trực tiếp đến các hộ gia đình. Chính quyền Biden sau đó cũng tiếp tục thông qua Đạo luật giảm lạm phát (Inflation Reduction Act) cùng với một khoản chi tiêu với tổng giá trị lên đến 1,900 tỷ USD. Theo đó, 900 tỷ USD đã được chuyển đến các cá nhân thông qua việc mở rộng khoản hỗ trợ thất nghiệp \$400/tuần và \$1400 gửi trực tiếp đến các hộ gia đình. 1000 tỷ USD còn lại được sử dụng cho việc cứu trợ các đô thị và tài trợ cho các dự án đầu tư công khác. Kết hợp với việc thông qua dự luật nâng “trần nợ” gần đây, **kh khoản thâm hụt ngân sách của Mỹ đã cán mốc 2 nghìn tỷ USD trong khi Nợ liên bang nhanh chóng chạm tới mức 33 nghìn tỷ USD (tương đương với mức -8.5% GDP và -120% GDP)**

Biểu đồ 31. Thâm hụt ngân sách, lạm phát và lãi suất liên bang của Mỹ



Nguồn: Bloomberg, Fed, KBSV tổng hợp

Việc chấp nhận để nền kinh tế rơi vào 1 chu kỳ suy thoái nhẹ là điều cần thiết để có thể đảo ngược kỳ vọng về lạm phát và loại bỏ các mất xích yếu trước khi mở lại các chương trình kích thích kinh tế

Do vậy, nếu không có nhiều sự thay đổi trong kế hoạch chi tiêu cũng như những nỗ lực giảm thiểu thâm hụt ngân sách chính phủ, chúng ta có thể chứng kiến một giai đoạn với lạm phát kéo dài một cách dai dẳng (Biểu đồ 5) cùng với mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao đến ít nhất 2024. Nhiều nhà phân tích lo ngại rằng sẽ rất khó để chính phủ Mỹ có thể mạnh tay cắt giảm các gói chi tiêu và trợ cấp trong ngắn hạn khi mà điều này có thể là khởi đầu cho một cuộc suy thoái. Tuy vậy, việc chấp nhận để nền kinh tế rơi vào 1 chu kỳ suy thoái nhẹ có lẽ là điều cần thiết để có thể đảo ngược được kỳ vọng về lạm phát của thị trường và loại bỏ các mất xích yếu trước khi mở lại các chương trình kích thích kinh tế.

Tác động của mặt bằng lãi suất cao và kéo dài lên các ngành nghề cũng như khía cạnh của nền kinh tế như sau:

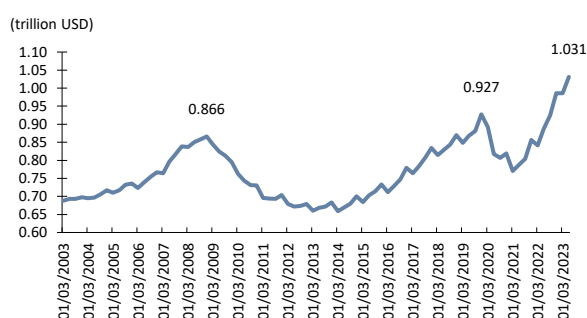
— Ngành bán lẻ - Mức độ tác động: Cao

Doanh số bán lẻ thực của Mỹ giảm 2% YoY sau khi điều chỉnh với lạm phát, đánh dấu lần giảm thứ 10 liên tiếp. Sự sụt giảm có thể sẽ tiếp tục kéo dài trong thời gian tới khi các hộ gia đình phải tiếp tục thực hiện nghĩa vụ nợ đối với các khoản vay dành cho sinh viên. Ước tính khoảng 44 triệu người đi vay sẽ phải bắt đầu thanh toán khoản vay của họ vào tháng 10 với tổng giá trị xấp xỉ 10 tỷ USD/tháng. Điều này sẽ buộc các hộ gia đình cắt giảm một số khoản chi tiêu không thiết yếu, ảnh hưởng tiêu cực đến lĩnh vực mua sắm tiêu dùng.

Với sức mua của người tiêu dùng tại Mỹ được dự báo sẽ tiếp tục kém đi đến 1H2024, chúng tôi đánh giá kém khả quan đối với triển vọng xuất khẩu các mặt hàng không thiết yếu sang thị trường Mỹ

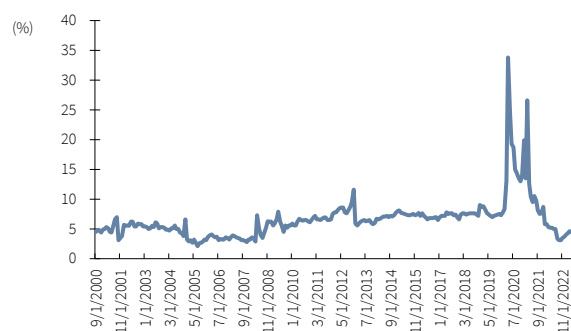
Bên cạnh đó, một điểm đáng lưu ý là **dư nợ thẻ tín dụng cho vay tiêu dùng đã tăng mạnh kể từ đầu năm lên mức 1.03 nghìn tỷ USD, cao nhất trong lịch sử** (Biểu đồ 6). Chi phí của nhiều loại mặt hàng thiết yếu tăng cao trong bối cảnh (1) chính phủ chấm dứt việc trợ cấp tiền cho người dân sau giai đoạn Covid cùng với (2) tăng trưởng tiền lương không bắt kịp với đà tăng của lạm phát, đã buộc người tiêu dùng phải gia tăng vay nợ từ ngân hàng. Theo đó, tỷ lệ tiết kiệm cá nhân trên thu nhập khả dụng của người dân Mỹ đã rơi về mức đáng báo động là 3.5%, thấp nhất trong vòng 15 năm trở lại đây. **Tỷ lệ trả nợ quá hạn đang có xu hướng tăng nhanh trở lại kể từ cuối năm 2022 khi mà mức lãi suất trên thẻ vay nợ tín dụng tăng vọt lên mức 20.68% tính đến cuối 2Q2023.** Việc thắt chặt các tiêu chuẩn cho vay của các ngân hàng tại Mỹ sẽ khiến cho người tiêu dùng gặp khó khăn trong việc cân đối nguồn tiền trả nợ trong trung hạn, đồng thời, gây ảnh hưởng tiêu cực đến chi tiêu của các hộ gia đình nói chung và ngành bán lẻ tại Mỹ nói riêng. Triển vọng xuất khẩu các mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu của Việt Nam như dệt may được đánh giá kém khả quan.

Biểu đồ 32. Dư nợ thẻ tín dụng tiêu dùng cá nhân



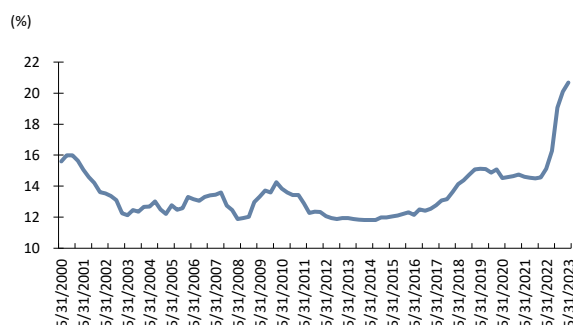
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 33. Tỷ lệ tiết kiệm cá nhân trên thu nhập khả dụng



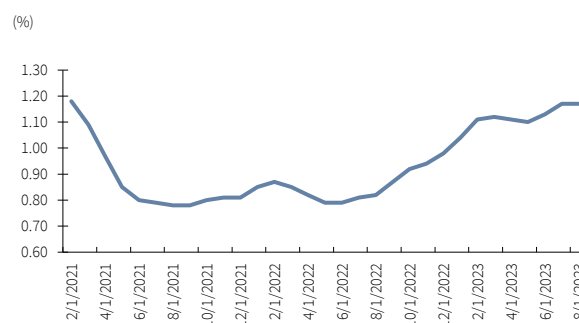
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 34. Lãi suất trên thẻ vay nợ tín dụng



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 35. Tỷ lệ trả nợ quá hạn



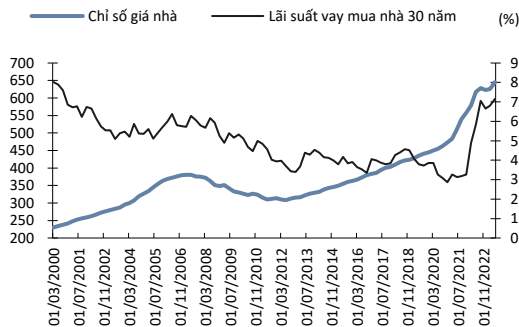
Nguồn: Bloomberg

Mặc dù trong ngắn hạn xuất khẩu gỗ đã được hưởng lợi từ hàng tồn kho giảm & nhu cầu sửa nhà cuối năm, ngành BĐS tại Mỹ đóng băng sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ trong trung hạn

— Thị trường Bất động sản – Mức độ tác động: Trung bình

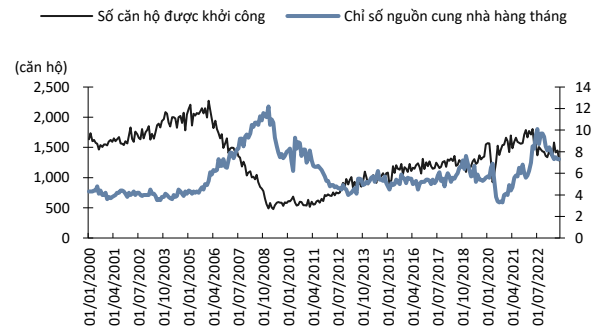
Thông thường, việc tăng lãi suất sẽ tác động tiêu cực lên tình hình tài chính của các hộ gia đình khi chi phí lãi vay phải trả hàng tháng của họ tăng lên. Tuy nhiên, với hơn 90% khoản thế chấp vay mua nhà được neo ở mức lãi suất cố định dưới 4%, áp lực trả nợ đối với các khoản vay hiện hữu là không đáng kể cũng như rủi ro xảy ra một cuộc khủng hoảng BĐS như giai đoạn 2007-2009 là tương đối thấp. Tuy nhiên, lãi suất vay mua nhà kỳ hạn 30 năm tăng mạnh lên 7.15%, mức cao nhất trong 20 năm trở lại đây, đang gây ảnh hưởng tiêu cực lên nhu cầu đối với vay mới. Cùng với đó là doanh số bán nhà trong tháng 8 sụt giảm 15.3% YoY trong khi nhu cầu chuyển đổi nhà suy yếu khiến cho nguồn cung trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp đều giảm mạnh (Biểu đồ 11). **Thị trường bất động sản tại Mỹ và theo đó là các doanh nghiệp xuất khẩu vật liệu xây dựng như gỗ, đá, ... dự kiến sẽ khó có những chuyển biến tích cực hơn đến ít nhất 3Q2024.**

Biểu đồ 36. Chỉ số giá nhà và lãi suất khoản vay mua nhà kỳ hạn 30 năm



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 37. Số căn hộ mới được khởi công và chỉ số nguồn cung nhà hàng tháng



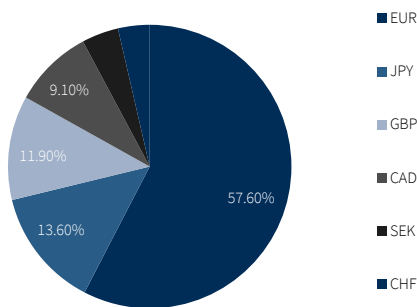
Nguồn: Bloomberg

Lợi suất trái phiếu chính phủ Mỹ có thể đạt mức 5.5% đối với kỳ hạn 10 năm

— Bond yield và chỉ số DXY- Mức độ tác động: Cao

Quay trở lại vấn đề thâm hụt ngân sách của Mỹ, cụ thể là nguồn tiền để tài trợ cho các khoản thâm hụt này (khoảng 3/4 Trái phiếu Kho bạc được nắm giữ trong nước và khoảng 1/4 được nắm giữ bởi các tổ chức quốc tế). Khi chính phủ Mỹ chi tiêu nhiều hơn số tiền họ có thể thu được, phần chênh lệch phải được bù đắp bằng việc phát hành trái phiếu và tín phiếu cho các tổ chức và cá nhân đến từ trong (bao gồm Fed) và ngoài nước (các đối tác có thặng dư thương mại lớn với Mỹ). Trong bối cảnh Fed duy trì thắt chặt định lượng và liên tục giảm quy mô bảng cân đối của mình bằng cách để các khoản trái phiếu chính phủ đáo hạn mà không tiếp tục mua thêm, chính phủ Mỹ sẽ cần phải tìm cách để thu hút nguồn tiền từ các nhà đầu tư trong nước hoặc nước ngoài. **Để đạt được mục tiêu này, lợi suất trái phiếu của chính phủ Mỹ ở các kỳ hạn sẽ cần duy trì ở mức hiện tại hoặc cao hơn, với mức mục tiêu được dự báo là quanh 5.5% đối với kỳ hạn 10 năm.**

Biểu đồ 38. Tỷ trọng các đồng tiền trong rổ chỉ số DXY



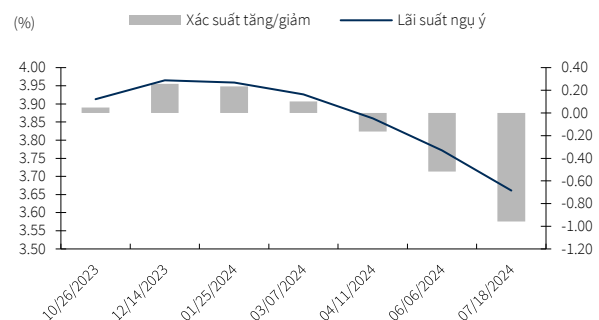
Nguồn: KBSV tổng hợp

Theo đó, xu hướng bán ròng của các nhà đầu tư nước ngoài sẽ khó bị đảo ngược trong ngắn hạn

Chỉ số DXY được dự báo sẽ tiếp tục mạnh lên trong bối cảnh nền kinh tế Mỹ tiếp tục vượt trội so với các nước phát triển khác như Anh, Đức, Nhật...

Rủi ro NHNN phải can thiệp tỷ giá bằng cách bán dự trữ ngoại hối là hiện hữu

Biểu đồ 39. Đường cong lợi suất ECB



Nguồn: Bloomberg

Lợi suất trái phiếu mang một ý nghĩa quan trọng đối với nền kinh tế Mỹ khi mà chỉ số này được sử dụng như một thước đo tham chiếu chi phí vay mượn của các hộ gia đình, doanh nghiệp và, đồng thời, được sử dụng để định giá các loại tài sản cũng như định hướng dòng tiền của các nhà đầu tư. Tác động tiêu cực của việc lợi suất tăng cao như hiện nay là khi kho bạc thu hút nhiều khoản tiết kiệm từ khu vực tư nhân hơn, thay vì vào các khoản nợ doanh nghiệp, vốn cổ phần hoặc chi tiêu tiêu dùng, sẽ có xu hướng đẩy nhanh suy thoái kinh tế tại Mỹ. Cùng với đó là việc dịch chuyển vốn đầu tư ra khỏi các đối tác thương mại, **thúc đẩy việc bán ròng của các nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK**, trong đó có Việt Nam, và khiến cho nhu cầu mua đồng Đô la Mỹ ngày một tăng lên.

Theo đó, chúng tôi nghiêng về kịch bản chỉ số DXY sẽ tiếp tục mạnh lên trong tương lai gần khi mà nền kinh tế Hoa Kỳ vẫn đang tiếp tục tăng trưởng tích cực (GDP +2.6% YoY) trong khi tốc độ tăng trưởng chậm lại ở hầu hết các nơi trên thế giới đặc biệt là Đức, nền kinh tế lớn nhất châu Âu, tăng trưởng âm hai quý liên tiếp. Trước những diễn biến trên, ECB phát đi tín hiệu lãi suất đã tạo đỉnh trong khi Fed được kỳ vọng sẽ còn một lần tăng lãi suất trong tương lai. Bên cạnh đó, Nhật Bản vẫn tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng dù lạm phát đã trên mức mục tiêu 2%. Nguyên nhân được cho là các hộ gia đình đã cắt giảm chi tiêu tương đối mạnh trong bối cảnh của chi phí sinh hoạt gia tăng. Điều này hiện đang đi ngược lại với mục tiêu của BOJ là đạt được lạm phát bền vững trên 2% nhờ kích thích nhu cầu mua sắm tiêu dùng. **Xét theo góc nhìn kỹ thuật, chỉ số DXY có thể tiếp tục đà tăng trong trung hạn và hướng lên ngưỡng cản gần là 107.x và xa hơn 110 trước khi có cơ hội tạo đỉnh.**

Đối với Việt Nam, trong bối cảnh lợi suất trái phiếu của Mỹ cũng như chỉ số DXY tiếp tục tăng, áp lực lên tỷ giá USD/VND trong 4Q2023 sẽ là rất lớn nếu như chênh lệch lãi suất của hai nước duy trì ở mức cao như thời điểm hiện tại. Trong kịch bản tiêu cực DXY không sớm hạ nhiệt, **NHNN sẽ cần phải can thiệp bằng cách bán dự trữ ngoại hối nhằm kiểm soát tỷ giá, làm giảm lượng tiền đồng lưu thông trong hệ thống và tác động đến thanh khoản của thị trường nói chung.**

IV. Chủ đề đầu tư

1. Xu hướng hồi phục của giá hàng hoá

Giá cả cả loại hàng hoá đã có xu hướng hồi phục tương đối ổn định trong 1, 2 quý trở lại đây do sự mất cân bằng cung cầu với sự phục hồi nhu cầu ở 1 số thị trường lớn, trong khi nguồn cung bị thắt chặt.

Chúng tôi nhận định xu hướng này vẫn sẽ tiếp diễn trong quý 4, mở ra các cơ hội đầu tư ở nhóm cổ phiếu hưởng lợi từ diễn biến tăng của giá hàng hoá như phân bón, dầu thô, hoá chất, thép. Cụ thể:

Dầu thô

Giá dầu thô Brent và WTI đã quay trở lại mức đỉnh thiết lập hồi cuối năm 2022

Theo Oilprice, giá dầu Brent sáng ngày 25/09 tăng 0.54% lên mức 93.77 USD/thùng, giá dầu WTI cũng tăng 0.46% lên mức 90.46 USD thùng. Đây là mức giá cao nhất trong 1 năm trở lại đây, kể từ mức đỉnh gần nhất từ tháng 11/2022. Chỉ trong 2 tháng, giá dầu đã tăng một mạch gần 30% sau những sự kiện tác động đến nguồn cung dầu trên toàn thế giới.

Những diễn biến chính trong giai đoạn vừa qua:

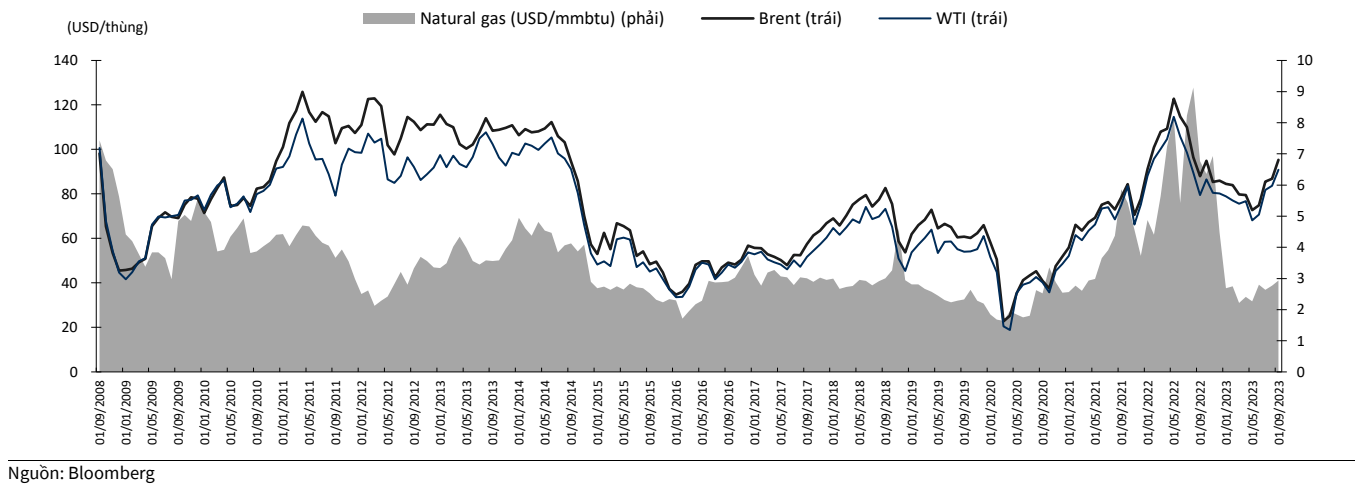
- Nga giảm xuất khẩu dầu diesel: Chính phủ Nga ngày 22/09 vừa qua đã ra lệnh cấm tạm thời việc xuất khẩu dầu diesel và xăng sang 4 quốc gia thuộc Liên Xô cũ nhằm ổn định thị trường nhiên liệu trong nước trong thời điểm thu hoạch lúa mỳ. Nga cũng đã cắt giảm xuất khẩu diesel và gasoil bằng đường biển gần 30% YoY, xuống còn khoảng 1.7 triệu tấn trong 20 ngày đầu tháng 9.
- Sau cuộc họp ngày 03/06/2023, các thành viên của OPEC+ và 10 quốc gia đối tác nhất trí cắt giảm sản lượng thêm 1.4 triệu thùng trong năm 2024, xuống còn 40.46 triệu thùng/ngày. Nga cũng sẽ cắt giảm thêm 0.65 triệu thùng/ngày trong năm 2024. Ngoài ra, Ả Rập Xê Út cũng tuyên bố cắt giảm 1 triệu thùng/ngày trong tháng 7 và có thể xem xét gia hạn. Ngay sau thông báo cắt giảm của OPEC+, dầu Brent tăng 2% lên 77.64 USD/thùng.

Triển vọng: Dự báo giá dầu thô Brent duy trì trên 85 USD/thùng từ nay đến cuối năm

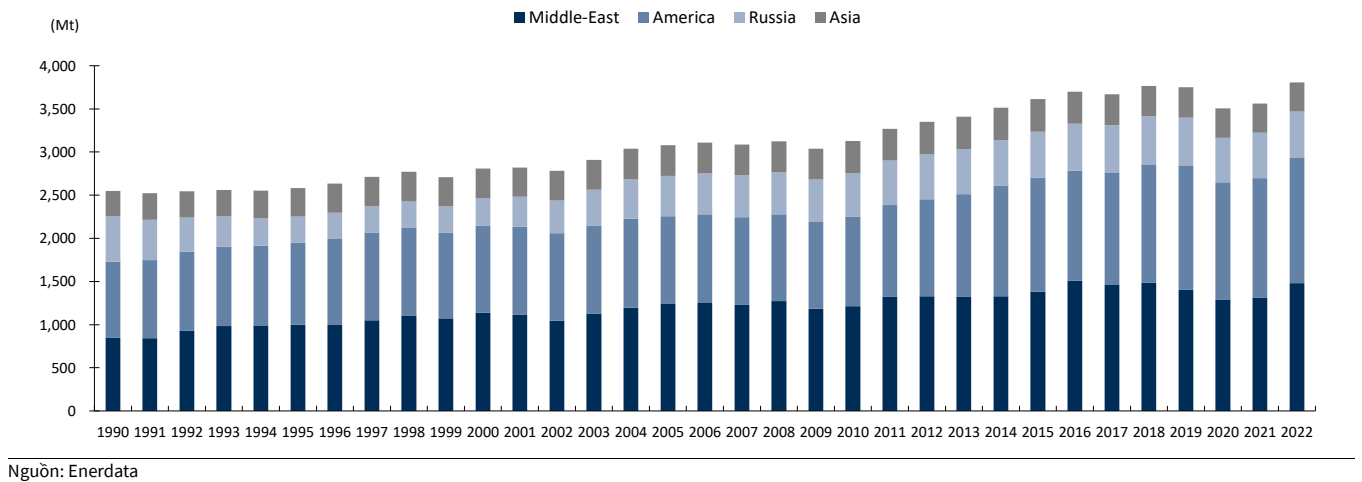
Từ nay đến năm 2024 có thể sẽ là giai đoạn khả quan cho các doanh nghiệp dầu khí bởi giá dầu thô được dự báo sẽ có thể duy trì trên ngưỡng 85 USD/thùng đến cuối năm nay, trước các động thái OPEC+ và Nga vẫn tiếp tục can thiệp vào nguồn cung dầu trên toàn thế giới. Ngoài ra, hoạt động khai thác dầu đá phiến ở Mỹ đã chậm lại do các doanh nghiệp đã hạn chế các khoản đầu tư thượng nguồn và sức ép đến từ các cổ đông.

Trong khi đó, OPEC nhận định nhu cầu dầu thô toàn cầu sẽ tăng thêm 2.44 triệu thùng/ngày trong năm 2023 và tăng thêm 2.25 triệu thùng/ngày trong năm 2024. Cơ quan Năng lượng Quốc tế cũng đưa ra dự báo tương tự với mức tăng thêm 2.2 triệu thùng/ngày lên 101.8 triệu thùng/ngày, nhu cầu chính đến từ việc Trung Quốc gia tăng tiêu thụ ở lĩnh vực sản xuất công nghiệp, du lịch và sản xuất phân bón.

Biểu đồ 40. Giá dầu thô và giá khí tự nhiên



Biểu đồ 41. Sản lượng sản xuất dầu thô



Phân bón

Giá phân bón trong nước tăng mạnh

Trước biến động của giá phân bón trên thế giới, các doanh nghiệp Việt Nam liên tục tăng giá bán, mặc dù trong nước hiện tại đang trong giai đoạn thấp điểm tiêu thụ. Giá phân bón Ure hiện tại đã tăng lần lượt khoảng 10% và 25% so với thời điểm cuối tháng 8 và tháng 7, các loại phân bón khác như Kali, NPK, DAP, SA,... đều chứng kiến mức tăng hơn 20% so với cuối tháng 6. Chúng tôi cho rằng, giá phân bón tăng cao trong giai đoạn này ảnh hưởng từ xu hướng tăng chung trên thế giới và sẽ gây khó khăn cho việc sản xuất của các doanh nghiệp nông nghiệp do chi phí phân bón thường chiếm tới 40-50% giá vốn.

Những sự kiện chính tác động đến giá phân bón vừa qua:

- Nga rút khỏi Sáng kiến Biển Đen: ngày 17/07/2023 Nga thông báo ngừng gia hạn Sáng kiến Ngũ cốc Biển Đen, gây ra nguy cơ các chuyến tàu vận chuyển lương thực, lúa mì, ngũ cốc bị tấn công, làm xấu đi triển vọng an ninh lương thực toàn cầu. Các nước khác do đó phải đẩy mạnh sản xuất cạnh tranh, tăng nhu cầu sử dụng phân bón
- Ai Cập gia hạn vô thời hạn việc cắt giảm 30% nguồn cung khí cho tất cả các nhà sản xuất khí đốt tại nước này (Ai Cập chiếm 4% sản lượng sản xuất và 8% sản lượng xuất khẩu Ure toàn thế giới)

Mất cân bằng cung cầu trong nước

Hiện nay, tổng nhu cầu phân bón các loại mỗi năm của Việt Nam khoảng 11 – 12 triệu tấn, trong đó năng lực sản xuất đang thiếu khoảng 4 triệu tấn nhưng lại có sự khác nhau giữa các chủng loại. Phân bón SA và Kali do trong nước nguồn cung không thể đáp ứng nên phải nhập hoàn toàn. Đối với các loại khác như DAP và MAP, nguồn cung trong nước mới đáp ứng được 86% sản lượng tiêu thụ trong nước, còn lại là phụ thuộc vào kênh nhập khẩu. Sản lượng Phân lân và NPK sản xuất trong nước hiện tại đã đủ phục vụ nhu cầu trồng trọt trong nước. Riêng đối với phân bón Ure, tổng sản lượng từ các nhà máy đạm Ninh Bình, đạm Hà Bắc, đạm Cà Mau, đạm Phú Mỹ đã đạt 2.6 triệu tấn, vượt mức tiêu thụ bình quân 2.2 triệu tấn. Do đó, việc giá các loại phân bón tăng theo xu hướng trên thế giới sẽ tạo ra sự mất cân đối cung cầu trong nước bởi nguồn cung và nhu cầu từng loại có sự khác biệt.

Triển vọng giá phân bón duy trì ở mức cao do chênh lệch cung cầu thế giới và trong nước tiếp diễn

Nguồn cung phân bón trên toàn thế giới có thể bị gián đoạn: Chính phủ Trung Quốc vào đầu tháng 9 vừa qua đã yêu cầu các nhà sản xuất phân Ure lớn ngừng ký các hợp đồng xuất khẩu mới nhằm đảm bảo nguồn cung trong nước và ổn định mức giá. Nga mới đây cũng đã công bố kế hoạch áp đặt hạn ngạch xuất khẩu mới có thời hạn 6 tháng, bắt đầu từ tháng 12 tới đây với lượng phân đạm xuất khẩu ở mức 5.9 triệu tấn. Bên cạnh đó, trận động đất ở Morocco vào ngày 8/9/2023 đã gây tác động lên nguồn cung phân bón thế giới trong ngắn hạn do nước này sở hữu 70% sản lượng đá phốt pho của thế giới dùng để sản xuất phân bón và phân lân.

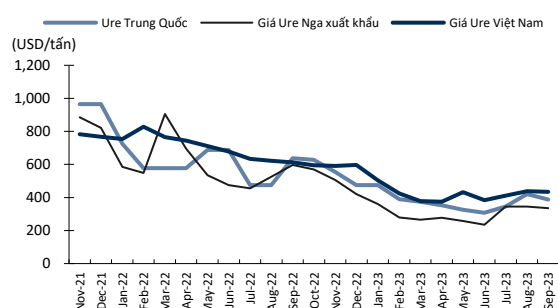
Những tín hiệu cho thấy giá phân bón chưa thể hạ nhiệt:

- Đối với thị trường nước ngoài: Căng thẳng Nga – Ukraine sẽ tạo sức ép lên nguồn cung lương thực trên thế giới, nhu cầu cạnh tranh và trồng trọt gia tăng để lấp đầy các kho dự trữ. Khu vực Châu Mỹ cũng đang

bước vào mùa gieo trồng và Ấn Độ cũng đang gia tăng sản lượng cạnh tranh thực để bù đắp cho sự thiếu hụt trong nước. Ngoài ra, giá Ure cũng được dự báo sẽ biến động cùng xu hướng của giá than và giá khí đốt tự nhiên.

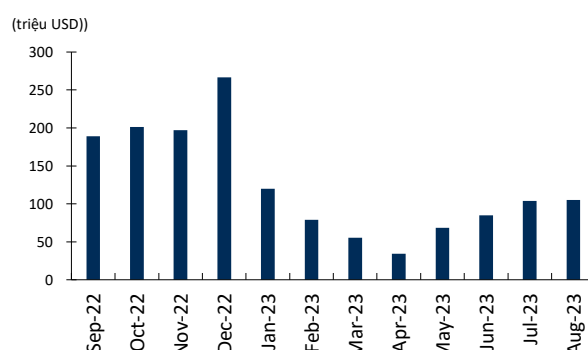
- Đối với thị trường trong nước: giá Ure nội địa có thể vẫn giữ mức nền cao do Quý 4 là thời điểm bắt đầu bước vào cao điểm mùa vụ Đông – Xuân, đồng thời cũng là thời điểm tiêu thụ nhiều nhất trong năm. Tuy nhiên, những diễn biến phức tạp của hiện tượng El nino có thể sẽ ảnh hưởng đến năng suất gieo trồng của khu vực Đồng bằng sông Cửu Long do lượng nước ít hơn, tăng nguy cơ xâm nhập mặn.

Biểu đồ 42. Tương quan giá Ure nội địa và thế giới



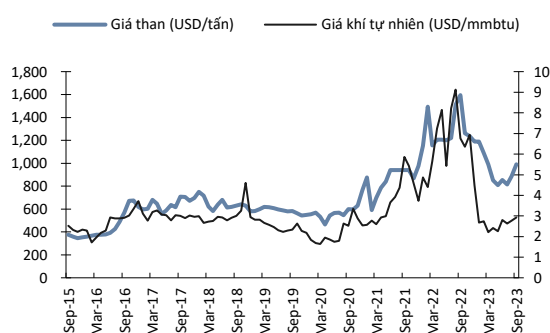
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 43. Sản lượng xuất khẩu phân bón của Trung Quốc



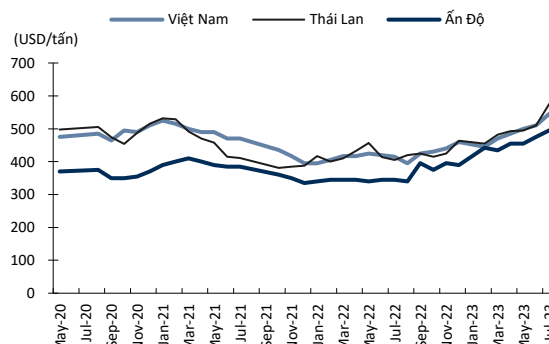
Nguồn: Ceicdata

Biểu đồ 44. Diễn biến giá khí và than



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 45. Giá gạo tằm xuất khẩu



Nguồn: Hiệp hội Lương thực Việt Nam

Thép

Giá thép vẫn diễn biến âm ảm

Dưới tác động của nhu cầu tiêu thụ yếu, thị trường bất động sản trì trệ cũng như hoạt động sản xuất công nghiệp yếu đi, tính từ đầu năm đến nay giá thép xây dựng trong nước đã trải qua 19 lần giảm liên tiếp với tần suất khác nhau tùy nhà sản xuất. Hiện tại, giá thép trong nước đang dao động quanh mức 13 – 14 triệu đồng/tấn, mức thấp nhất kể từ cuối năm 2020. Giá thép xuất khẩu theo đó cũng chứng kiến diễn biến tương tự, giá xuất khẩu sắt thép các loại trung bình trong 8 tháng đầu đạt 771.6 USD/tấn, giảm 25% so với cùng kỳ năm ngoái.

Giá thép tại thị trường sản xuất thép lớn nhất thế giới Trung Quốc cũng ghi nhận mức giảm gần 20% so với mức đỉnh hồi tháng 3, chỉ còn 3,690 CNY/tấn tính đến hết ngày 01/10/2023. Mặc dù chính phủ đã thực hiện nhiều biện pháp kích thích nhu cầu tiêu thụ, sự phục hồi của lĩnh vực này vẫn chưa diễn ra như kỳ vọng.

Nhu cầu tiêu thụ nội địa chưa cho thấy nhiều điểm sáng, kênh xuất khẩu là điểm tựa

Sức tiêu thụ tại thị trường nội địa tiếp tục duy trì ở mức thấp trong 2Q khi sản lượng tiêu thụ thép xây dựng đi ngang so với 1Q2023 với chỉ 15 dự án Bất động sản được cấp phép xây dựng và lĩnh vực sản xuất công nghiệp vẫn chưa có quá nhiều chuyển biến. Bên cạnh đó, thép nội địa còn phải chịu sự cạnh tranh từ Trung Quốc, sản lượng nhập khẩu thép từ nước này có sự gia tăng trong tháng 7 và tháng 8/2023 do giá các mặt hàng thép Trung Quốc giảm từ 3-5% QoQ và các nhà phân phối đẩy mạnh cắt giảm hàng tồn kho.

Tuy vậy, kênh xuất khẩu có thể được coi là điểm sáng của ngành thép Việt Nam. Theo Tổng cục Hải Quan, mặc dù giảm 6.4% về giá trị xuất khẩu nhưng sản lượng lại tăng mạnh 24.4% trong 8 tháng đầu năm của 2023. Các doanh nghiệp sản xuất thép của Việt Nam đã đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường nhỏ hơn như Italy, Thổ Nhĩ Kỳ, Ấn Độ, ... do các đại lý tại đây ưu tiên nhập hàng Việt Nam và Trung Quốc bởi mức giá cạnh tranh hơn.

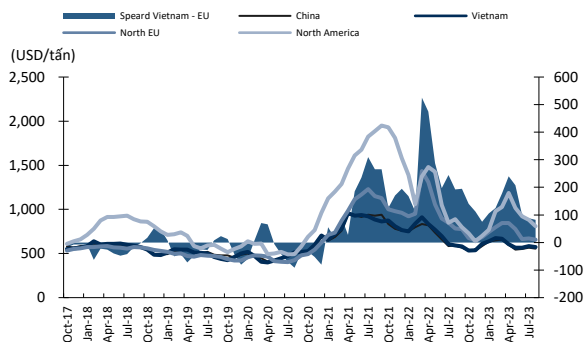
Triển vọng giá thép ảm đạm trở lại khi Trung Quốc có các động thái cắt giảm sản lượng

Giá thép có thể tiếp tục duy trì ở mức nền thấp từ nay đến cuối năm, tuy nhiên khó có thể giảm sâu hơn nữa do hàng tồn kho thép của Trung Quốc và các doanh nghiệp Việt Nam đã tiệm cận với mức thấp nhất kể từ cuối năm 2020.

Mặc dù chưa có sự cải thiện đáng kể so với cùng kỳ năm ngoái, diễn biến thị trường thép nội địa đang dần cho thấy những tín hiệu khả quan hơn khi sản lượng tiêu thụ thép nội địa đã tăng trưởng trở lại kể từ tháng 4/2023. Chúng tôi kỳ vọng rằng, nhu cầu tiêu thụ thép trong nước có thể bắt đầu duy trì tích cực kể từ đầu năm 2024 nhờ: mặt bằng lãi suất tương đối thấp hỗ trợ hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp; mức nền thấp của giá thép, HRC có thể hỗ trợ kích thích nhu cầu tiêu thụ trong nước; các chính sách tháo gỡ khó khăn cho thị trường bất động sản và xây dựng dân dụng.

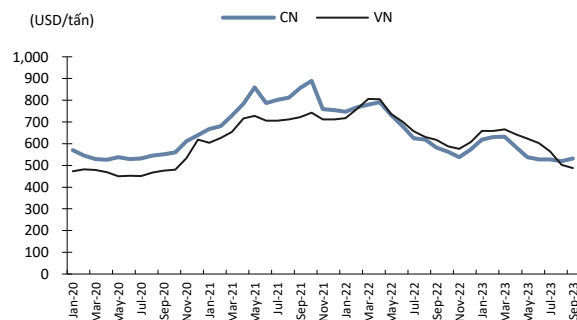
Thị trường xuất khẩu được kỳ vọng vẫn sẽ là kênh dẫn dắt chính cho ngành thép Việt Nam. Bên cạnh các thị trường chính như Mỹ và Châu Âu, các doanh nghiệp Việt Nam đang tận dụng mức giá cạnh tranh so với sản phẩm đến từ Mỹ và Châu Âu để mở rộng thị phần tại các thị trường nhỏ hơn. Ngoài ra, Trung Quốc đang có những động thái cắt giảm sản lượng sản xuất thép và sản lượng xuất khẩu do những lo ngại về yếu tố môi trường. Do đó, thị trường xuất khẩu sẽ chịu ít áp lực cạnh tranh hơn.

Biểu đồ 46. Giá HRC ở các thị trường



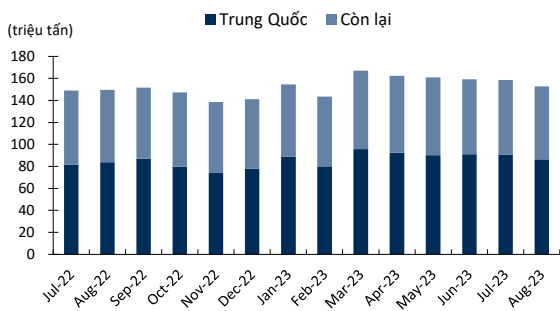
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 47. Giá thép xây dựng



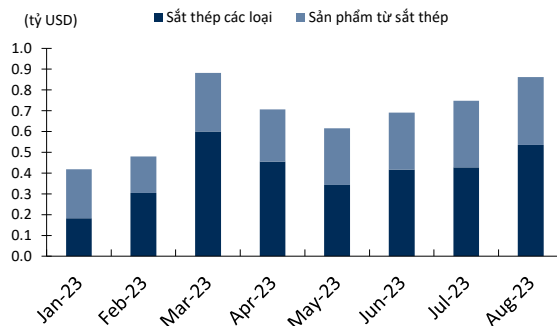
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 48. Sản lượng sản xuất thép thô trên thế giới



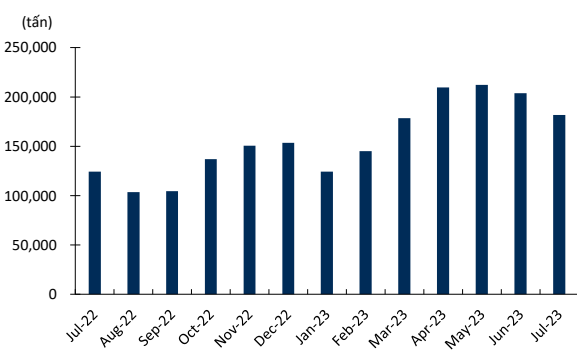
Nguồn: WSA

Biểu đồ 49. Nhập khẩu thép Trung Quốc vào Việt Nam



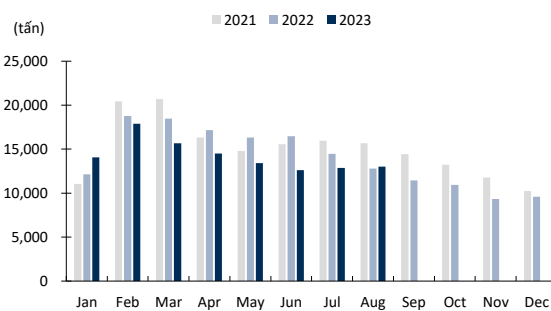
Nguồn: VSA

Biểu đồ 50. Sản lượng xuất khẩu thép toàn ngành của Việt Nam



Nguồn: VSA

Biểu đồ 51. Tồn kho thép Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg

Hóa chất

Giá xút, phốt pho vàng đã tạo đáy và phục hồi mạnh trở lại

Nửa đầu năm 2023, giá xút đã có những đợt hồi phục và tạo đỉnh trong tháng 3 và tháng 4/2023. Tuy nhiên với việc nhu cầu từ thị trường quốc tế đã chậm lại trong Quý 2/2023, giá xút đã không thể duy trì ở mức giá cao. Tính đến thời điểm hiện tại, giá xút tại thị trường Trung Quốc quay trở lại đà tăng với mức tăng hơn 20% trong 3 tháng qua và hơn 30% kể từ mức đáy trong quý 3/2023.

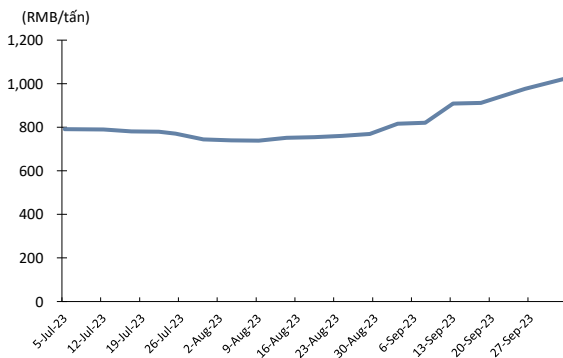
Giá phốt pho vàng cũng ghi nhận xu hướng giảm liên tục kể từ đầu năm, tạo đáy ở mức 20,000 RMB/tấn (-40% ytd) vào giữa tháng 5 bởi nhu cầu sản xuất linh kiện điện tử và chất bán dẫn giảm. Tuy nhiên đã hồi phục mạnh trở lại lên mức gần 27,000 RMB/tấn.

Triển vọng giá xút, giá phốt pho vàng tiếp đà tăng nhờ nhu cầu tiêu thụ hồi phục, nguồn cung gián đoạn từ thị trường Trung Quốc

Nhu cầu tiêu thụ xút và các dẫn xuất được kỳ vọng sẽ tiếp tục đà tăng mạnh nhờ các ngành sản xuất công nghiệp phụ thuộc vào xút như nhôm, thép, dệt may đang cho thấy các tín hiệu hồi phục sau thời gian dài yếu kém. Chúng tôi kỳ vọng giá xút có thể quay trở lại mức nền cao của năm 2021-2022, đạt trên 900 RMB/tấn từ năm sau.

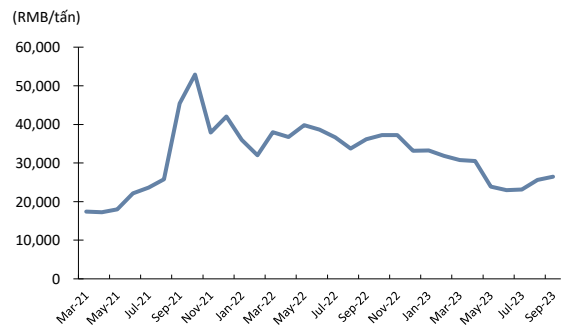
Nguồn cung phốt pho vàng tại Trung Quốc đang chịu tác động từ việc thiếu điện sản xuất do hạn hán gây ra, cụ thể sản lượng phốt pho vàng trong nửa đầu năm nay của tỉnh Vân Nam chỉ đạt 222,000 tấn, giảm 17% YoY, trong khi đó Vân Nam đóng góp tới hơn 50% tổng sản lượng phốt pho vàng tại Trung Quốc. Bên cạnh đó, nhiều dự án đầu tư cho chip bán dẫn ngày càng nhiều, gia tăng nhu cầu tiêu thụ sử dụng phốt pho vàng.

Biểu đồ 52. Giá xút Trung Quốc



Nguồn: Sunsirs, KBSV Tổng hợp

Biểu đồ 53. Giá phốt pho vàng



Nguồn: KBSV Tổng hợp

Cổ phiếu hưởng lợi

Biểu đồ 3. Các cổ phiếu hưởng lợi từ hàng hóa

Cổ phiếu	Hàng hóa	Triển vọng
BSR	Dầu thô	Động thái cắt gia hạn cắt giảm sản lượng của OPEC+ có thể khiến cho giá dầu brent duy trì ở mức trên 90 USD/thùng từ nay đến cuối năm. Crack spread các sản phẩm xăng dầu có thể diễn biến tích cực nhờ mức nền thấp của 2H2022 và nhu cầu tiêu thụ hồi phục trở lại
PVD	Dầu thô	Giá dầu thô duy trì ở mức cao và nguồn cung giàn khoan toàn cầu đang bị thắt chặt. Hoạt động thăm dò và khai thác cũng đang sôi động tại thị trường Trung Đông khiến cho nhu cầu thuê giàn khoan tăng đột biến.
PVS	Dầu thô	Hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) toàn cầu đang rất nóng, đặc biệt tại khu vực Trung Đông với kỳ vọng dòng vốn đầu tư quay trở lại sau giai đoạn trầm lắng (2015-2021)
DCM	Phân bón	Lợi nhuận 2H2023 sẽ cải thiện rõ rệt nhờ giá Urea tăng đột biến, thị trường xuất khẩu cũng kỳ vọng sẽ diễn biến tích cực do nguồn cung trên các thị trường bị siết chặt bởi nhiều lý do khác nhau. Chúng tôi kỳ vọng giá Urea chưa thể chịu áp lực điều chỉnh sớm nhờ mùa cao điểm tiêu thụ vào vụ mùa cuối năm và chuỗi cung ứng nông sản lương thực trên toàn thế giới bị gián đoạn, làm tăng nhu cầu sử dụng phân bón để canh tác
DPM	Phân bón	
HPG	Thép	Thị trường tiêu thụ xuất khẩu được kỳ vọng vẫn là động lực dẫn dắt doanh thu chính trong bối cảnh các nhà máy ở Châu Âu tạm dừng để bảo dưỡng và các thị trường nhỏ hơn ưu tiên nhập hàng từ Việt Nam, Trung Quốc do giá bán cạnh tranh hơn. Các đơn hàng HRC xuất khẩu trong tháng 10, 11/2023 đều đạt 100% công suất nhà máy
HSG	Thép	Bức tranh xuất khẩu cùng sẽ là động lực hỗ trợ doanh thu chính cho HSG trong bối cảnh thị trường trong nước vẫn đang ảm đạm. Diễn biến giá HRC ở mức nền thấp cũng sẽ hỗ trợ HSG có thể gia tăng lượng hàng tồn kho giá thấp, cải thiện BLNG
CSV	Hóa chất	Lợi nhuận 2h2023 được kỳ vọng quay trở lại đà tăng trưởng nhờ giá Xút tăng cao đột biến và các ngành sản xuất công nghiệp ở Việt Nam và Trung Quốc hồi phục trở lại
DGC	Hóa chất	Các tín hiệu hồi phục ngành bán dẫn và sản xuất linh kiện điện tử sẽ khả quan hơn trong cuối năm 2023 và sang năm 2024, tác động tích cực tới giá photpho vàng và axit photphoric

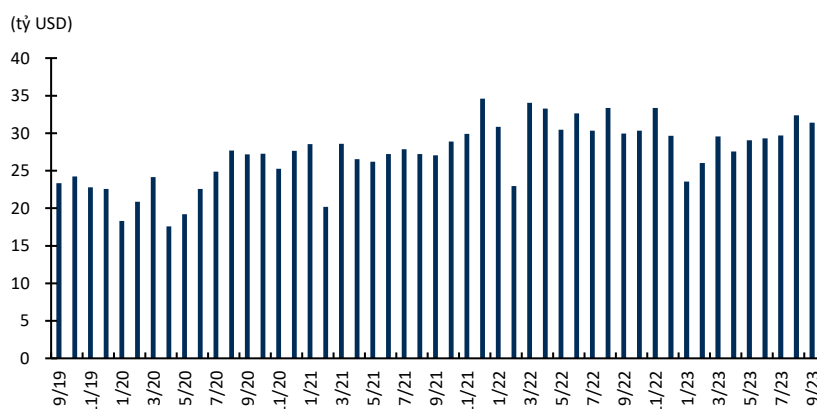
Nguồn: KBSV Tổng hợp

2. Xuất khẩu hồi phục

Hoạt động xuất khẩu kỳ vọng sẽ phục hồi

Hoạt động xuất khẩu là một trong những yếu tố quan trọng thúc đẩy tăng trưởng GDP Việt Nam. Tuy nhiên, năm 2023 chứng kiến sự suy giảm trong lĩnh vực này kéo theo hoạt động sản xuất trong nước bị trì trệ, chủ yếu do nhu cầu suy yếu tại các nền kinh tế lớn như Mỹ, EU và Trung Quốc. Cụ thể, kim ngạch xuất khẩu 9T2023 đạt 259.7 tỷ USD, giảm 8.2% YoY. Dù vậy chúng tôi cho rằng sự suy giảm này một phần do mức nền xuất khẩu cao trong năm ngoái khi các nước mở cửa trở lại sau dịch Covid-19. Nhìn chung, xuất khẩu vẫn đang trong xu hướng tăng, tháng 9 đạt 31.4 tỷ USD – cao hơn đáng kể so với mức 23.56 tỷ USD trong tháng 1. Cùng với đó, hoạt động sản xuất công nghiệp (IIP) quý 3 đạt 3.5% YoY sau 2 quý tăng trưởng âm, chỉ số PMI tuy giảm nhẹ trong tháng 9 nhưng số đơn đặt hàng mới tăng. Đây đều là những dấu hiệu rõ ràng cho thấy triển vọng tích cực của xuất khẩu trong những tháng tới.

Biểu đồ 54. Kim ngạch xuất khẩu Việt Nam



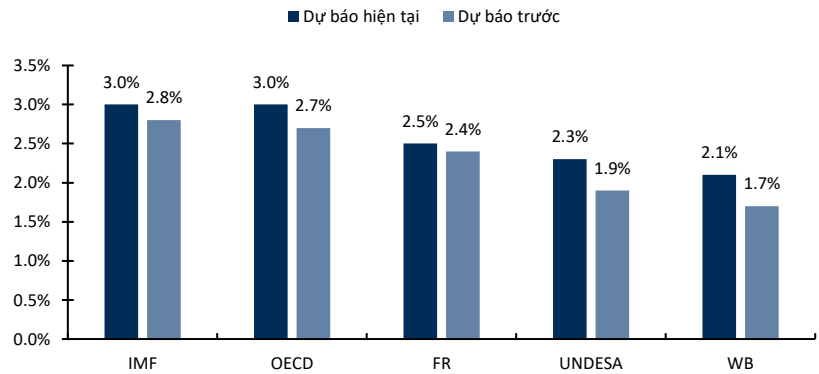
Nguồn: TCTK, KBSV

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu của Việt Nam sẽ phục hồi trở lại trong quý 4 và tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong năm 2024 nhờ các yếu tố hỗ trợ cả trong và ngoài nước, bao gồm:

Kinh tế toàn cầu tăng trưởng khả quan hơn dự báo kéo theo nhu cầu hồi phục nhẹ tại các nước đối tác lớn

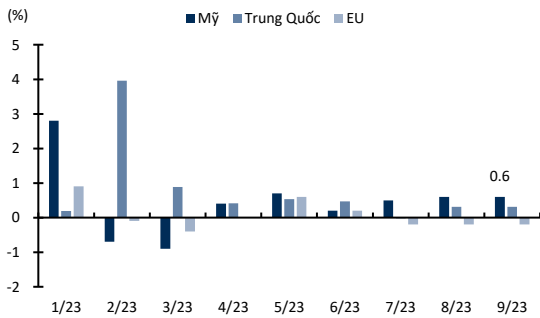
- Đa số các tổ chức quốc tế dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2023 tốt hơn so với dự báo từ đầu năm (tăng 0.1-0.4 điểm %) nhờ những tín hiệu khả quan tại các quốc gia lớn. Cụ thể, Mỹ được cho là đã hạ cánh mềm khi các số liệu kinh tế vĩ mô khá tốt, đặc biệt là doanh số bán lẻ và chỉ số PPI tiếp tục tăng vượt kỳ vọng (lần lượt +0.6% MoM và +0.7% MoM); khu vực đồng Euro tăng trưởng mạnh hơn dự báo trong quý 2. Theo đó, hoạt động sản xuất và nhu cầu tiêu thụ tại các quốc gia này cũng được cải thiện, ảnh hưởng tích cực đến triển vọng xuất khẩu của Việt Nam. Trong 8 tháng đầu năm, thị trường Mỹ chiếm tỷ trọng cao nhất với 27% kim ngạch xuất khẩu, tiếp theo là Trung Quốc (16%) và khối EU (13%).

Biểu đồ 55. Dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2023 của các tổ chức quốc tế



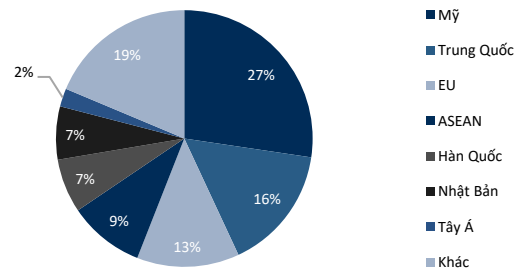
Nguồn: IMF, OECD, FR, UNDESA, WB, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 56. Tăng trưởng doanh thu bán lẻ (%MoM)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 57. Tỷ trọng xuất khẩu theo quốc gia 8T2023



Nguồn: Bộ Công Thương, KBSV

Tăng trưởng hàng tồn kho Mỹ chậm đáy sau 1 khoảng thời gian cắt giảm đơn đặt hàng

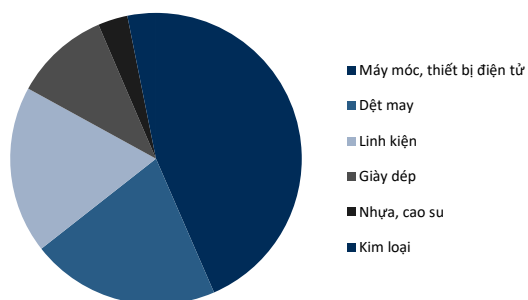
(ii) Xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ chủ yếu là hàng tiêu dùng, các mặt hàng tiêu biểu bao gồm dệt may, máy móc và điện tử, điện thoại. Trong khi đó, tăng trưởng hàng tồn kho bán lẻ tại Mỹ đang chậm lại rõ rệt, từ mức đỉnh 23% YoY vào năm ngoái xuống còn ~5% vào tháng 7/2023. Nguyên nhân chủ yếu là do các nhà bán lẻ tại Mỹ đã cắt giảm đơn đặt hàng, trong đó có các đơn hàng từ Việt Nam, để giải quyết vấn đề dư thừa hàng tồn kho do sức mua không hồi phục như kỳ vọng sau đại dịch. Điển hình như Walmart và Target, lượng tồn kho thậm chí còn giảm lần lượt 5% và 17% YoY trong quý 2. Chúng tôi nhận định mức tăng trưởng hàng tồn kho nhiều khả năng sẽ chạm đáy vào cuối năm 2023 và cải thiện trở lại từ nửa đầu năm 2024 nhờ nhu cầu tiêu dùng phục hồi. Theo đó, hoạt động xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường Mỹ sẽ ấm dần trở lại.

Tỷ giá tăng hỗ trợ xuất khẩu

(iii) Như dự báo ở trên, chúng tôi cho rằng VND sẽ tiếp tục mất giá khoảng 3.5% so với đầu năm. Điều này tuy gây áp lực lên nhiều khía cạnh của nền kinh tế nhưng lại hỗ trợ cho hoạt động xuất khẩu vì tỷ giá tăng sẽ khiến giá hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam rẻ hơn. Tuy nhiên trên thực tế, VND là một trong những đồng tiền giảm ít nhất so với USD cho nên chúng tôi chỉ đánh giá tác động ở mức trung bình. Mặt khác, các doanh

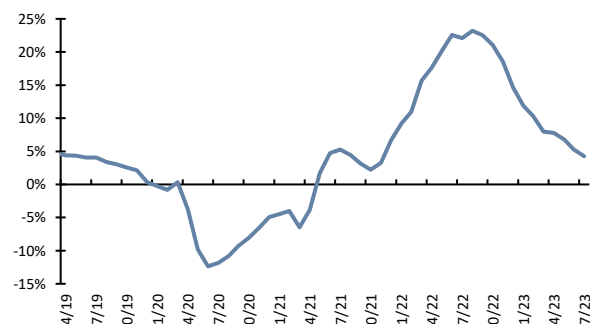
ngành xuất khẩu có nguồn thu USD được hưởng lợi từ khía cạnh ghi nhận doanh thu, lợi nhuận bằng VND nhờ chênh lệch tỷ giá.

Biểu đồ 58. Các mặt hàng xuất khẩu chính từ Việt Nam sang Mỹ giai đoạn 2018-2021



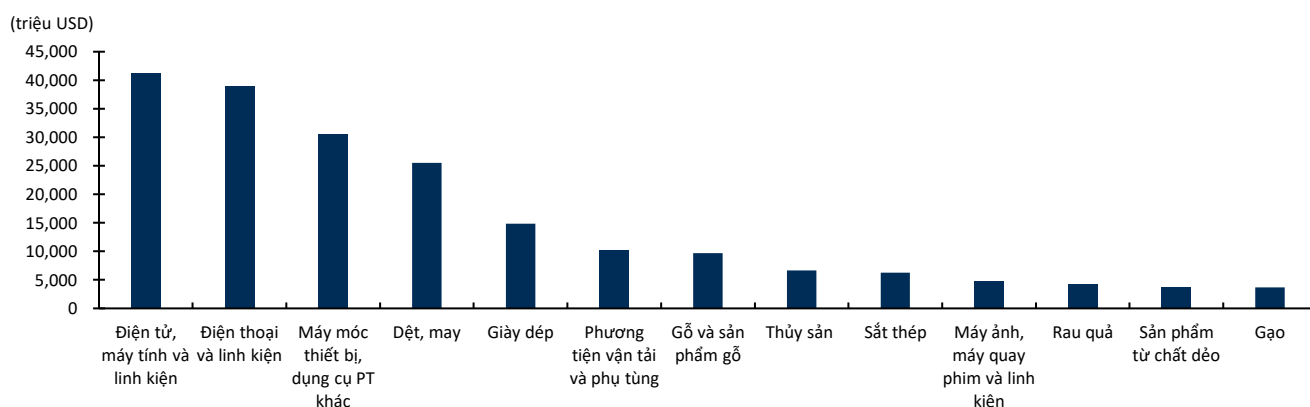
Nguồn: WITS, KBSV

Biểu đồ 59. Tăng trưởng tồn kho bán lẻ tại Mỹ (%YoY)



Nguồn: FRED, KBSV

Biểu đồ 60. Giá trị xuất khẩu theo mặt hàng 9T2023



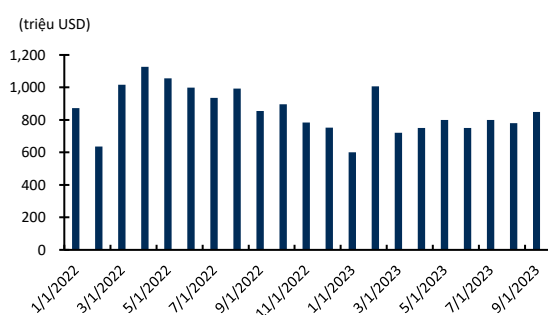
Nguồn: TCTK, KBSV

Nhìn chung, xuất khẩu của Việt Nam chủ yếu đến từ khu vực FDI (chiếm ~70%) với các mặt hàng chủ lực bao gồm điện tử, điện thoại, máy móc... Phần còn lại đến từ khu vực trong nước bao gồm các ngành hàng dệt may, thủy sản, gỗ, thép, gạo... Chúng tôi cho rằng sự phục hồi của xuất khẩu nói chung sẽ tác động trực tiếp lên triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp xuất khẩu thuộc các nhóm ngành sau:

- (i) **Thủy sản, dệt may:** hưởng lợi từ kỳ vọng nhu cầu phục hồi vào mùa lễ hội sắp tới và tăng trưởng tồn kho bán lẻ chậm lại, đặc biệt ở thị trường Mỹ khi lạm phát đang hạ nhiệt. Đối với ngành thủy sản, sản lượng xuất khẩu tuy giảm nhưng đã có dấu hiệu hồi phục: trong tháng 8/2023 đạt 858.8 triệu USD tăng 10.2% MoM - cao nhất từ đầu năm, đặc biệt xuất khẩu qua thị trường Mỹ tăng 4% YoY, là lần đầu tiên tăng trưởng dương sau 11 tháng. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng vụ việc Nhật Bản xả nước thải hạt nhân ít nhiều sẽ làm xáo trộn thương mại thủy sản các quốc gia trong khu vực. Trung Quốc đã cấm nhập khẩu nhiều sản phẩm thủy sản từ Nhật Bản, đây cũng có thể coi là tín hiệu tích cực cho thủy sản Việt

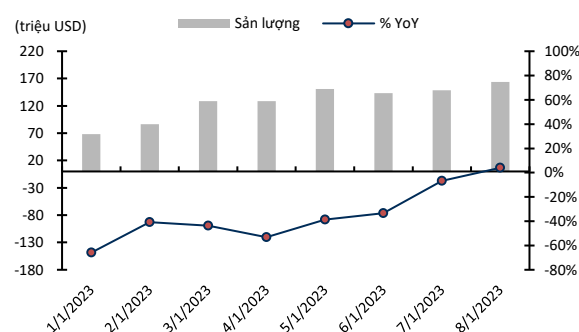
Nam. Như vậy, các doanh nghiệp có nội lực vững chắc và hưởng lợi từ các yếu tố ngoại cảnh như **VHC**, **ANV** có thể cân nhắc giải ngân trong các nhịp điều chỉnh của thị trường. Còn đối với ngành dệt may, sản lượng xuất khẩu đang có xu hướng tăng dần từ đầu năm đến nay, kỳ vọng sẽ tiếp tục phục hồi nhẹ trong những tháng tới. Tuy nhiên, chúng tôi chỉ đánh giá triển vọng ngành này ở mức trung tính do rủi ro suy thoái ảnh hưởng đến sức mua tiêu dùng đối với các loại hàng hóa may mặc không thiết yếu.

Biểu đồ 61. Sản lượng xuất khẩu thủy sản



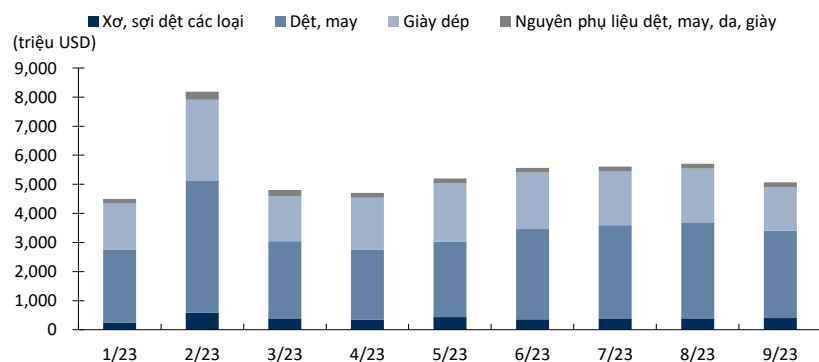
Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 62. Xuất khẩu thủy sản sang Mỹ



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 63. Sản lượng xuất khẩu các mặt hàng dệt may



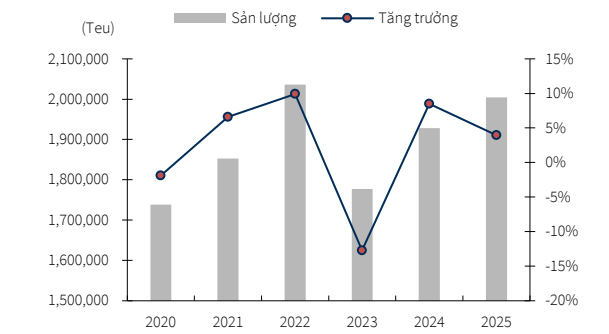
Nguồn: TCTK, KBSV

(ii) **Ngành gỗ & sản phẩm từ gỗ:** Trong ngắn hạn, xuất khẩu gỗ hưởng lợi từ nhu cầu sửa sang nhà cửa, mua sắm nội thất vào mùa cao điểm nhiều dịp lễ tết cuối năm. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản tại Mỹ (thị trường nhập khẩu gỗ lớn nhất của Việt Nam) sẽ tan băng vào thời điểm quý 3/2024 khi nền lãi suất hạ nhiệt, kéo theo sự phục hồi của các đơn hàng gỗ từ Việt Nam.

(iii) **Ngành cảng biển:** Xuất khẩu phục hồi kéo theo nhu cầu vận tải hàng hóa gia tăng sẽ giúp các doanh nghiệp cảng biển cải thiện sản lượng so với những quý trước. Về trung và dài hạn, ngành cảng biển có tiềm năng tăng trưởng nhờ: (1) Việt Nam sở hữu nhiều lợi thế thu hút đầu tư cũng như ký kết hiệp định FTA; (2) Các dự án nâng cấp cơ sở hệ thống cảng

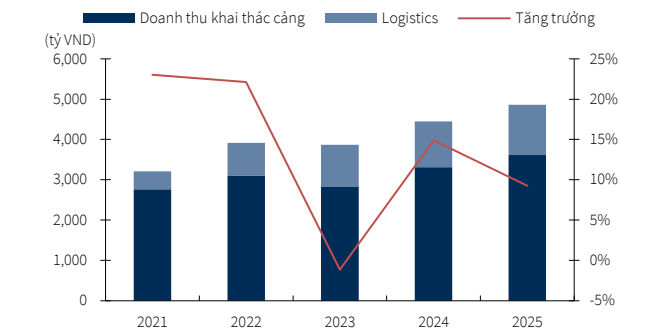
biển của Chính phủ; và (3) Dự thảo thay thế thông tư 54 của bộ GTVT. **HAH** đang có nguồn thu ổn định từ khai thác cảng được hưởng lợi khi giá dịch vụ cảng kỳ vọng sẽ tăng trong 2023 và 2024. **GMD** bên cạnh việc cải thiện chi phí tài chính nhờ tái cơ cấu lãi vay, đang xem xét tiến hành khởi công Nam Đình Vũ 3 cùng với Gemalink 2 sẽ đảm bảo quy mô và vị thế cho khối cảng GMD trong cả trung hạn và dài hạn.

Biểu đồ 64. Dự phóng sản lượng container của GMD



Nguồn: GMD, KBSV

Biểu đồ 65. Dự phóng doanh thu từ các mảng kinh doanh GMD



Nguồn: GMD, KBSV

V. Danh mục đầu tư mẫu

Bảng 4. Danh mục đầu tư mẫu

Mã	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa 30/09/2023	Lợi nhuận kì vọng	PE 2023 Fw	Tăng trưởng LNST 2023 Est	Luận điểm đầu tư	Link báo cáo
TNG	25,000	20,300	23%	N/A	5%	- Hàng tồn kho của các hãng thời trang là đối tác của TNG có dấu hiệu giảm rõ nét, xuất khẩu dệt may đã có dấu hiệu hồi phục - BLNG của TNG được cải thiện vào 4 tháng cuối năm - Doanh thu xuất khẩu được hưởng lợi từ tỷ giá	TNG
MSB	17,700	13,750	29%	6.00	16%	- Biên lãi ròng NIM lũy kế 4 quý ổn định ở mức cao trên thị trường - Tổng tín dụng tăng trưởng 13.2% so với đầu năm, outperform so với mức tăng trưởng của ngành là 2.06% - Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của MSB trong giai đoạn tới ở khoảng 17-20%	MSB
KBC	39,500	32,100	23%	9.50	91%	- Kì vọng ghi nhận doanh số cho hơn 160ha đất KCN trong năm nay - Tràng Duệ 3 dự kiến hoàn thành pháp lý trong năm nay và ghi nhận doanh thu cho thuê bắt đầu từ 2024	KBC
VHM	80,200	45,500	76%	8.04	4%	- Tiếp tục mở rộng quỹ đất tại các dự án ở Hải Phòng, Long An, Khánh Hòa - Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ - Tiến độ mở bán các dự án quy mô nhỏ tiến triển tốt	VHM
CTD	58,400	47,800	22%	13.50	N/A	- Hạch toán doanh thu, lợi nhuận từ dự án LEGO vào cuối Quý 4/2023 - Lượng tiền mặt lớn so với các đối thủ khác - Nguồn backlog đảm bảo doanh thu	CTD
PVS	45,700	38,600	18%	22.90	8%	- Kỳ vọng mảng M&C dầu khí nội địa sôi động hơn từ 2024 - Lợi thế cạnh tranh trong mảng M&C năng lượng tái tạo	PVS
PVD	30,200	25,800	17%	40.60	N/A	- PVD dự kiến đạt lợi nhuận công ty mẹ dương 443 tỷ sau khi lỗ 103 tỷ trong năm 2022 và lãi chỉ 20 tỷ trong năm 2021 - Nhu cầu thuê giàn tăng mạnh trong khi nguồn cung thắt chặt giúp giá cước và hiệu suất hoạt động tăng cao - Kỳ vọng giàn JU sẽ tăng hiệu suất trung bình từ 82.5% trong năm 2022 lên 92.1% năm 2023	PVD
POW	15,400	11,600	33%	23.10	-13%	- Các nhà máy của POW hoàn thành sửa chữa và đại tu trong 2023 - Giá cổ phiếu chiết khấu sâu so với mức định giá	POW
HAH	48,600	38,800	25%	12.40	-60%	- Đà giảm giá cước vận tải kì vọng sẽ chậm lại và đi ngang, các hợp đồng cho thuê tàu ngắn hạn góp phần duy trì doanh thu từ đội tàu - Dự thảo đề xuất điều chỉnh giá sàn dịch vụ bốc dỡ tại cảng tăng 10% kì vọng cải thiện lợi nhuận từ mảng khai thác cảng - HAH đang đầu tư đóng mới 3 tàu với tổng vốn đầu tư dự kiến lên đến 2,000 tỷ VND	HAH
DBC	27,400	21,900	25%	80.40	1540%	- Kỳ vọng giá lợn tiếp tục duy trì mức cao - Giá cổ phiếu chiết khấu sâu so với mức định giá	DBC

VI. Triển vọng ngành

Bất động sản

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

Nguồn cung căn hộ tại hai thị trường HN và TP HCM tiếp tục ở mức thấp, tuy nhiên số lượng căn hộ bán có sự phục hồi so với quý trước. Nguồn cung căn hộ trong quý 2/2023 tại TP HCM đạt 1,254 căn (-57%QoQ, ~85%YoY) do các CĐT lo ngại trước tốc độ hấp thụ kém của thị trường. Số căn hộ bán đạt 1,500 căn (+56%QoQ, -87%YoY). Giá sơ cấp trong quý giảm 4,8%QoQ, ghi nhận mức giảm lần đầu tiên trong 5 năm qua kể từ năm 2018 do các CĐT áp dụng các chính sách bán hàng ưu đãi. Trong khi đó tại thị trường HN, số lượng căn mở bán đạt 1,820 căn (-10%QoQ, -62%YoY). Số lượng căn hộ bán được cho thấy tín hiệu tích cực đạt gần 2,280 căn (+14%QoQ, -62%YoY). Giá bán sơ cấp tại thị trường Hà Nội tăng 1%QoQ và 10%YoY so với cùng kỳ năm ngoái do tỷ trọng cao của sản phẩm cao cấp tăng lên.

Phân khúc nhà phố/biệt thự tiếp tục trầm lắng. Thị trường ghi nhận duy nhất 1 dự án mở bán với 15 căn, ghi nhận nguồn cung thấp nhất trong vòng 10 năm. Số căn bán được đạt 30 căn, giảm ~85%YoY. Giá bán sơ cấp trung bình không có sự thay đổi đáng kể do nguồn cung hạn chế. Tại thị trường Hà Nội, số căn mở bán là 152 căn tại 2 dự án được mở bán (-97%YoY), số căn bán được đạt 541 căn (-90%YoY), đều giảm mạnh so với mức nền cao cùng kỳ. Giá bán sơ cấp trung bình tại thị trường HN tăng ~11%YoY.

Thị trường BĐS tiếp tục phải đối diện với những khó khăn liên quan đến (1) Lãi suất cho vay mua nhà mặc dù giảm nhưng nhìn chung tiếp tục duy trì ở mức cao; (2) Các chủ đầu tư cũng gặp khó khăn hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn khi tín dụng vào lĩnh vực BĐS bị các Ngân hàng hạn chế và hoạt động phát hành trái phiếu bị giám sát chặt chẽ và (3) Các điểm nghẽn về mặt pháp lý ảnh hưởng tới tiến độ triển khai dự án của doanh nghiệp

- Một số thông tin tích cực trong ngắn hạn tác động đến ngành BĐS (1) Nghị định 08 và Nghị quyết 33 đã cho thấy động thái của Chính phủ trong việc tháo gỡ những khó khăn của thị trường TPDN và thị trường BĐS; (2) Các sửa đổi và bổ sung cho Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh bất động sản có thể được thông qua vào tháng 10/2023 và (3) Đẩy mạnh đầu tư công với 1 số dự án lớn như cao tốc Bắc – Nam, sân bay Long Thành, các trục giao thông nổi trung tâm Hà Nội và TP HCM với các khu vực, tỉnh thành lân cận thúc đẩy giá nhà đất qua đó kích thích nhu cầu đầu tư BĐS.

- Giá cổ phiếu ngành Bất động sản đã hồi phục 20-30% trong quý 3/2023 và đã phản ánh những thông tin tích cực trong ngắn hạn. KBSV cho rằng các nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư các cổ phiếu ngành BĐS chỉ khi giá cổ phiếu có sự điều chỉnh sâu hơn và lựa chọn những doanh nghiệp triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn, đầy đủ pháp lý, có các dự án đang triển khai và mở bán và cơ cấu tài chính an toàn. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý là các cổ phiếu VHM, KDH, NLG.

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên Phân tích

Bất động sản KCN

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

8 tháng đầu năm 2023, FDI tại Việt Nam tăng cả về tổng vốn đầu tư và tổng số dự án cho thấy tiềm năng tăng trưởng của khối ngành KCN. Cụ thể, tổng vốn đăng ký cấp mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài đạt gần 18.15 tỷ USD (+8.2% yoy). 8 tháng đầu năm có tổng cộng 1,924 dự án mới được cấp GCN đăng ký đầu tư, với tổng vốn đăng ký đạt hơn 8.87 tỷ USD, tăng 70% về số dự án và tăng 40% về số vốn so với 8T2022.

Mặt bằng giá thuê KCN vẫn đang tiếp tục tăng, tỷ lệ hấp thụ ở mức cao hơn nhiều so với cùng kỳ 2022. Diện tích đất hấp thụ trong 6 tháng đầu năm 2023 của các thị trường cấp 1 miền Bắc và miền Nam lần lượt đạt 386 ha và 397 ha, lần lượt cao hơn 60% và 20% so với cùng kỳ 2022. Theo báo cáo 2Q2023 của CBRE, giá cho thuê trung bình thị trường cấp 1 tại miền Bắc và miền Nam lần lượt tăng lên ngưỡng 127 USD (+3.3% QoQ) và 187 USD/m2/kỳ hạn còn lại (+8% QoQ). Trong 4 năm vừa qua, trung bình giá thuê đã tăng 7%/năm ở miền Bắc và 13%/năm ở miền Nam. Chúng tôi kì vọng mức giá cho thuê vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao đến hết năm nay, sau đó sẽ duy trì tốc độ tăng từ 4-8%/năm trong các năm tiếp theo.

Ngành BĐS KCN tại Việt Nam vẫn đang sở hữu tiềm năng tăng trưởng lớn đến từ: (1) làn sóng đầu tư sôi động đang diễn ra cho thấy cầu đất KCN vẫn đang rất mạnh, cụ thể là cầu về lĩnh vực điện tử tại miền Bắc (năm 2023 chứng kiến việc mở rộng từ các NSX lớn như Foxconn, Goertek tại Bắc Giang, Bắc Ninh) và cầu đa dạng hơn (sản xuất ô tô, may mặc và bao bì) tìm kiếm đất KCN ở miền Nam, (2) hưởng lợi từ sự dịch chuyển nguồn vốn FDI ra khỏi Trung Quốc, (3) các dự án xây dựng hạ tầng giao thông như cao tốc Bắc Nam, vành đai 4 cùng các dự án cảng biển sân bay đang được đẩy mạnh triển khai sẽ hỗ trợ trực tiếp cho việc thu hút đầu tư vào các KCN của Việt Nam trong dài hạn và (4) việc nâng cấp quan hệ với Mỹ lên Đối tác Chiến lược Toàn diện trong chuyến thăm mới đây của Tổng thống Mỹ kì vọng sẽ tác động tích cực đến dòng vốn đầu tư từ Mỹ vào Việt Nam trong thời gian tới.

Bên cạnh đó các doanh nghiệp KCN cũng phải đối mặt với nhiều rủi ro đến từ: (1) nguồn cung thiếu hụt hạn chế dư địa tăng trưởng cho nhiều doanh nghiệp khi mà hiện nay thủ tục pháp lý vẫn là khó khăn lớn nhất mà ngành phải đối mặt, quá trình phê duyệt và GPMB kéo dài và (2) thuế tối thiểu toàn cầu dự kiến sẽ bắt đầu được áp dụng từ 2024, ảnh hưởng tới lợi thế về thuế suất ưu đãi của Việt Nam với các doanh nghiệp nước ngoài, dự kiến sẽ ảnh hưởng tới triển vọng thu hút FDI của Việt Nam trong những năm tới

Cổ phiếu BĐS KCN đã có nhịp điều chỉnh đáng kể trong thời gian gần đây, tuy nhiên chúng tôi đánh giá mức giá hiện nay cũng đã phản ánh phần nào các yếu tố tích cực của ngành. Nhà đầu tư ngắn hạn có thể xem xét giải ngân ở các nhịp điều chỉnh sâu hơn. Về dài hạn, nhà đầu tư có thể xem xét các cổ phiếu BĐS KCN có quỹ đất sạch tại các khu vực dự án FDI lớn tiêu biểu như KBC, GVR, PHR, ưu tiên các cổ phiếu không có nhiều lo ngại về dư nợ trái phiếu.

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên Phân tích

Thép

Triển vọng: Trung lập
Mã tiêu biểu: HPG, HSG, NKG

Tiêu thụ HRC cải thiện nhờ chiến lược giá bán cạnh tranh. Lũy kế 7T2023, tiêu thụ thép toàn ngành đạt 13.6 triệu tấn (-9% YoY), tiêu thụ thép xây dựng giảm 12% YoY, trong khi đó, tiêu thụ HRC tăng 12% YoY. Điểm nhấn trong 3Q2023 ghi nhận ở kênh xuất khẩu khi HPG, HSG, NKG đều ghi nhận số lượng đơn hàng HRC, tồn mạ gia tăng tại các thị trường quốc tế, chủ yếu là ở Châu Âu khi các nhà phân phối gia tăng hàng tồn kho do các nhà máy tại EU có lịch bảo trì, bảo dưỡng trong 3Q2023. Tuy nhiên, các doanh nghiệp thép cũng phải đối mặt với sức cạnh tranh về giá từ Trung Quốc, khiến cho giá HRC có xu hướng suy giảm trong trung hạn.

Các chính sách hỗ trợ người mua nhà tại Trung Quốc thúc đẩy kỳ vọng tiêu thụ. Công suất hoạt động của các lò cao tại Trung Quốc có 3 tháng tăng trưởng liên tiếp trong 3Q2023 (đạt 74.4% trong T9/2023) sau khi Chính phủ Trung Quốc thực hiện việc giảm lãi suất cho vay mua nhà, giảm tỉ lệ đặt cọc mua nhà. Điều này đã tạo động lực cho các nhà phân phối gia tăng tích trữ hàng tồn kho, khiến giá quặng sắt tăng 3% QoQ. Chúng tôi ghi nhận một số thông báo tăng giá bán thép xây dựng (100,000/tấn) từ các nhà sản xuất nội địa trong nửa cuối T9/2023. Chúng tôi cho rằng giá thép sẽ có xu hướng tăng nhẹ trong 4Q2023 (sau giai đoạn hàng tồn kho giá rẻ nhập khẩu từ Trung Quốc được tiêu thụ), do đó biên lãi gộp trong 4Q2023 sẽ ít bị ảnh hưởng bởi đà tăng của giá quặng trong thời gian vừa qua. Bên cạnh đó, rủi ro từ việc thi hành chính sách hạn chế sản xuất thép thô trong 4Q2023 của Trung Quốc (nhằm giảm tác hại tới môi trường) cũng sẽ thúc đẩy đà tăng của giá bán trong những tháng cuối của năm (7T2023, trung bình mỗi tháng Trung Quốc sản xuất 8.9 triệu tấn thép, với giả định sản lượng thép thô 2023 đi ngang so với 2022, sản lượng sản xuất trung bình tháng trong giai đoạn cuối năm sẽ giảm 15% so với các tháng trước đó).

Nhu cầu tiêu thụ tới từ kênh xuất khẩu. Đối với HPG, các đơn hàng HRC trong 3Q2023 đạt 100% công suất (tương đương 250,000 tấn/tháng), trong khi đó, HPG cũng đẩy mạnh xuất khẩu thép xây dựng trong bối cảnh tiêu thụ nội địa vẫn duy trì ở mức yếu (xuất khẩu thép xây dựng T8/2023 đạt 98,000 tấn, tăng 1.2x so với trung bình 7T2023). Với HSG, NKG, doanh nghiệp chia sẻ các tín hiệu tích cực từ mảng tồn mạ với số lượng đơn hàng tăng mạnh trong 2H2023, thúc đẩy cho lợi nhuận quay trở lại mức dương trong 2H2023.

Chúng tôi đánh giá TRUNG LẬP đối với ngành thép sau khi giá cổ phiếu đã có mức tăng 50-70% từ đầu năm tới nay, chúng tôi cho rằng kỳ vọng phục hồi KQKD trong ngắn hạn đã phản ánh nhiều vào giá trong thời gian qua. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể xem xét các cổ phiếu thép có sự điều chỉnh về giá và lựa chọn các doanh nghiệp với khả năng cải thiện số lượng đơn hàng

mới, sản lượng tiêu thụ gia tăng trong thời gian tới. Các cơ hội đầu tư đáng chú ý bao gồm HPG, HSG, NKG.

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên Phân tích

Đầu tư công

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: VCG, HHV, C4G, DHA, VLB

Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công thúc đẩy tăng trưởng lĩnh vực xây dựng hạ tầng. Theo thống kê của chúng tôi, tổng vốn đầu tư cho các dự án thành phần của cao tốc Bắc – Nam được phê duyệt đạt 110,926 tỉ VND, kéo dài từ 2023 – 2025, với tổng chiều dài 729 km. Các dự án này đã lựa chọn được nhà thầu và khởi công từ T1/2023. Bên cạnh đó cũng là dự án Sân bay Long Thành với tổng mức đầu tư 114,450 tỉ VND cho giai đoạn 1. Chúng tôi nhận thấy doanh thu lĩnh vực xây dựng đã có sự gia tăng mạnh mẽ trong giai đoạn 2020 – 2022 nhờ các dự án đầu tư công, và kỳ vọng doanh thu sẽ tiếp tục tăng trong giai đoạn 2023 – 2025 theo chu kỳ ngành. Bên cạnh đó, trong thời gian từ 2-3 năm tới, chúng tôi cho rằng giá nguyên vật liệu đầu vào sẽ có xu hướng suy giảm về mức bình thường (trước COVID), do đó, chúng tôi kỳ vọng biên lãi gộp của các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng sẽ được cải thiện đáng kể trong giai đoạn 2023 – 2025. Một số doanh nghiệp ưa thích của chúng tôi bao gồm VCG, HHV, C4G, thuộc nhóm những doanh nghiệp có backlog lớn nhờ trúng thầu nhiều dự án trọng điểm trong thời gian vừa qua.

Nhu cầu tiêu thụ đá xây dựng gia tăng nhờ các dự án đầu tư công: Chúng tôi ước tính nhu cầu tiêu thụ đá xây dựng trong giai đoạn 2023 – 2025 đạt 21.5 triệu m³, trong đó, sản lượng tiêu thụ tại khu vực miền Nam đạt 13.5 triệu m³, chủ yếu là từ dự án Sân bay Long Thành (7.9 triệu m³). Đối với các dự án cao tốc, hạ tầng, chúng tôi ước tính chi phí đá xây dựng sẽ chiếm 35% chi phí xây dựng (không tính chi phí bồi thường, giải phóng mặt bằng). Trong trung hạn, với giả định sân bay Long Thành giai đoạn 2 và giai đoạn 3 được triển khai theo đúng tiến độ, chúng tôi ước tính SBLT sẽ bổ sung thêm 14 triệu m³ đá xây dựng vào sản lượng tiêu thụ của khu vực miền Nam trong giai đoạn 2024 – 2027, điều này sẽ tạo động lực thúc đẩy tăng trưởng cho các doanh nghiệp đá xây dựng trong tương lai. Chúng tôi cũng cho rằng các doanh nghiệp đá xây dựng tại khu vực Đông Nam Bộ sẽ được hưởng lợi về giá bán nhờ (1) nhu cầu gia tăng đột biến trong khi (2) nguồn cung suy giảm do cụm mỏ Tân Đông Hiệp và Núi Nhỏ đóng cửa (công suất xấp xỉ 5 triệu m³/năm). Chúng tôi ưa thích DHA và VLB do đây là 2/3 doanh nghiệp có trữ lượng đá lớn nhất tại khu vực miền Nam, đồng thời cũng sở hữu mỏ tại cụm mỏ Tân Cang (có lợi thế về giá nhờ khoảng cách địa lý ngắn để vận chuyển tới Sân bay Long Thành).

Mặc dù chúng tôi cho rằng câu chuyện hưởng lợi từ đầu tư công vẫn là một yếu tố hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp thuộc nhóm này trong trung hạn, tuy nhiên, sau nhịp tăng khá mạnh từ đầu năm, các nhà đầu tư được khuyến nghị chờ các nhịp điều chỉnh với mức chiết khấu hợp lý trước khi thực hiện giải ngân.

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên Phân tích

Điện

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: POW, NT2

REE, QTP, HND, GEG, PC1

Tình hình sản xuất điện cải thiện nhẹ so với cùng kỳ. Luỹ kế 8 tháng đầu năm 2023, sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống đạt 186.3 tỷ kWh (+2.7% YoY). Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) ước tính giảm 0.5% so với cùng kỳ, chỉ số sản xuất ngành thép tăng nhẹ (+1.6% YoY) trong khi các ngành thâm dụng năng lượng khác vẫn chưa có nhiều sự cải thiện như xi măng (-4.3% YoY), sản xuất giấy (-4.8% YoY). Về cơ cấu huy động nguồn điện, nhiệt điện than và thủy điện vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất với lần lượt 47.3% và 26% tổng sản lượng.

Giá điện CGM đã hạ nhiệt đáng kể nhờ thủy điện. Giá thị trường điện cạnh tranh (CGM) tháng 8/2023 ghi nhận 783 VNĐ/kWh (-48% YoY). Tuy nhiên, tính chung 8 tháng đầu năm, giá CGM vẫn cao hơn cùng kỳ, đạt trung bình 1,602 VNĐ/kWh (+11% YoY). Trong tháng 8, nhiều trận mưa lớn tại vùng Bắc Bộ và miền Nam đã mang lại lượng nước dồi dào cho các hồ chứa nhà máy thủy điện. Nền nhiệt giảm cũng làm giảm nhu cầu phụ tải, theo đó làm giảm giá điện và huy động của các nhà máy.

Chúng tôi duy trì quan điểm về triển vọng phân hoá giữa các nhóm nguồn phát trong 4Q2023:

- Thủy điện: El Nino dự báo sẽ tiếp diễn đến cuối năm và sang 2024. Điều này đồng nghĩa với việc KQKD của các nhà máy thủy điện sẽ bị ảnh hưởng, nhất là những giai đoạn nắng nóng đỉnh điểm, lượng nước về hồ thấp.
- Nhiệt điện: Dự địa huy động cho nhóm nhiệt điện tăng lên. Đặc biệt các nhà máy tại miền Bắc sẽ hưởng lợi nhiều do huy động phụ thuộc vào 2 nhóm nguồn phát chính mà không có nhiều nguồn thay thế. Bên cạnh đó, giá than và giá khí đầu vào có xu hướng hạ nhiệt cũng là yếu tố tích cực của nhóm này.
- Nhóm cổ phiếu xây lắp điện: Các doanh nghiệp xây lắp sẽ được hưởng lợi từ các gói thầu xây lắp điện, xây lắp đường dây và trạm biến áp được triển khai đầu tư.

Với diễn biến giá của các cổ phiếu hiện tại, đặc biệt là nhóm ngành nhiệt điện tại miền Bắc (HND, QTP), chúng tôi nhận thấy giá các cổ phiếu này đã phản ánh một phần kỳ vọng của thị trường về triển vọng KQKD. Tuy nhiên, một số cổ phiếu điện khác như NT2, POW đã có sự điều chỉnh khá mạnh và xuất hiện cơ hội để đầu tư với kỳ vọng vào sự tích cực của nhiệt điện trong 2024. Mặc dù vẫn có quan điểm tích cực về ngành, KBSV cho rằng các nhà đầu tư chỉ nên tham gia mở vị thế với các cổ phiếu ngành điện khi giá đã điều chỉnh sâu và xuất hiện các mức chiết khấu đủ hấp dẫn so với định giá theo khẩu vị của từng nhà đầu tư.

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên Phân tích

Công nghệ thông tin

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

Doanh thu công nghiệp CNTT tiếp tục tăng trưởng âm so với cùng kỳ do xuất khẩu phần cứng, điện tử sụt giảm. Sau 8 tháng đầu năm, doanh thu công nghiệp CNTT ước đạt 86.8 tỷ USD (- 5% YoY). Kim ngạch xuất khẩu sản phẩm phần cứng, điện tử ước đạt gần 72.8 tỷ USD (-4.7% YoY), do nhu cầu đầu tư suy giảm trong bối cảnh kinh tế toàn cầu chậm lại. Số lượng doanh nghiệp ICT đạt 72,800 doanh nghiệp, tăng 500 doanh nghiệp so với tháng 7/2023.

Hoạt động đầu tư cho CNTT chưa cải thiện tại thị trường Mỹ và Châu Âu. Lãi suất tăng cao khiến các doanh nghiệp tập trung cắt giảm chi phí, qua đó khiến nhu cầu chi tiêu cho công nghệ thông tin giảm. Tại Mỹ, chỉ số lượng đơn hàng mới tháng 6/2023 của lĩnh vực CNTT chỉ đạt mức tăng hơn 1% so với cùng kỳ, thấp nhất kể từ 2022. Khó khăn tại thị trường Mỹ và Châu Âu sẽ ảnh hưởng đến ngành công nghệ thông tin của Việt Nam vốn có giá trị xuất khẩu phần mềm chiếm tỷ trọng lớn qua các khu vực này.

Mảng xuất khẩu phần mềm vẫn tăng trưởng tốt tại thị trường Nhật Bản và APAC. Như trong trường hợp của FPT, dịch vụ CNTT nước ngoài trong 2Q2023 tăng 30.2% YoY và doanh thu hợp đồng ký mới tăng 28.6% YoY. Trong đó, thị trường Nhật Bản và APAC đóng góp tích cực nhất với tăng trưởng lần lượt đạt 39.1% và 42.5%. Xu hướng tăng trưởng xuất khẩu phần mềm tại 2 thị trường này sẽ vẫn được duy trì nhờ (1) chuyển đổi số mạnh mẽ tại APAC (2) Giải pháp CNTT mà FPT cung cấp có mức chi phí cạnh tranh.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng mảng xuất khẩu phần mềm trong trung – dài hạn do (1) Nhu cầu đầu tư cho công nghệ thông tin, đặc biệt là chuyển đổi số trên thế giới sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao. Công ty tư vấn CNTT Gartner của Mỹ điều chỉnh dự báo chi tiêu cho lĩnh vực phần mềm toàn cầu trong năm 2023 và 2024 tăng lần lượt đạt 13.7% và 14.1%. (2) Chi phí lao động của Việt Nam là tương đối thấp so với các nước xuất khẩu phần mềm mạnh khác.

Duy trì tăng trưởng tích cực trong năm 2023. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp ngành Công nghệ - Thông tin sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng 2 con số trong năm 2023. Các cơ hội đầu tư có thể xem xét bao gồm nhóm cổ phiếu có hoạt động xuất khẩu phần mềm, chuyển đổi số mạnh mẽ như FPT và CMG. Mỗi nhịp điều chỉnh giá cổ phiếu sẽ là cơ hội thích hợp cho việc đầu tư và nắm giữ cổ phiếu cho triển vọng lạc quan dài hạn trong tương lai.

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên Viên Phân tích

Ngân hàng

Triển vọng: Trung lập

Mã tiêu biểu: VCB, BID, ACB, STB, CTG

Tăng trưởng tín dụng 9T vẫn đảm bảo, cơ cấu cho vay dịch chuyển sang nhóm doanh nghiệp. Theo NHNN, tính đến cuối tháng 9/2023, tăng trưởng tín dụng của toàn nền kinh tế là 6.92% so với đầu năm, phản ánh tăng trưởng tín dụng chậm lại ở hầu hết các lĩnh vực. Nhìn chung nhu cầu tín dụng vẫn tương đối yếu trong bối cảnh kinh doanh khó khăn, thị trường BĐS chưa hồi phục. Trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi đa phần đều ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng 6T2023 tương đối thấp, một vài ngân hàng cho vay lĩnh vực BĐS có mức tăng vượt trội hơn như TCB (+9.7%YTD), HDB (+9.3% YTD), VPB (+10.1% YTD), MBB (+10.6% YTD). Bên cạnh đó, chúng tôi cũng nhận thấy sự dịch chuyển cơ cấu tín dụng của các ngân hàng từ phân khúc KHCN sang KHDN khi KHCN đang gặp nhiều khó khăn trước tác động suy giảm của nền kinh tế.

NIM kỳ vọng phục hồi khi mặt bằng lãi suất huy động hạ nhiệt. Chi phí vốn (CoF) trong quý 1 tăng mạnh 94bps QoQ phản ánh mặt bằng lãi suất cao từ cuối năm 2022, chúng tôi nhận thấy mức tăng này đã chậm lại trong quý 2 (+38 bps QoQ) sau những đợt giảm lãi suất của NHNN. Theo đó, nhóm ngân hàng quốc doanh đã điều chỉnh giảm 1.0-1.6% lãi suất huy động, trong khi nhóm NHTMCP cũng có mức giảm từ 1.3-1.8%. Chúng tôi kỳ vọng CoF của các ngân hàng sẽ bắt đầu có sự cải thiện đáng kể từ quý 3 do phần vốn huy động với chi phí cao chủ yếu có kỳ hạn từ 3-6 tháng; dự kiến mặt bằng lãi suất tiếp tục duy trì trong quý 4. Trong khi đó, lãi suất cho vay cũng đã giảm tương đối so với đầu năm sau chỉ đạo hỗ trợ doanh nghiệp của Chính Phủ. Chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay sẽ tiếp tục xu hướng giảm nhưng với tốc độ chậm hơn và có độ trễ so với lãi suất huy động do lãi suất cho vay thường tái định sau 3-6 tháng. KBSV kỳ vọng NIM sẽ tạo đáy trong quý 3 và bắt đầu hồi phục từ quý 4, nhưng chưa thể về mức nền cao của năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rủi ro đối với sự phục hồi của NIM có thể đến từ (1) Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay dài hạn (SFL) giảm về mức 30% sẽ khiến một số ngân hàng phải điều chỉnh lại danh mục huy động, tăng tỷ trọng các khoản huy động dài hạn dẫn đến tăng CoF; (2) Sự cạnh tranh lãi suất cho vay giữa các ngân hàng khi TT06 được áp dụng (cho phép vay ngân hàng này để trả nợ ngân hàng khác) sẽ tác động tiêu cực đến NIM toàn ngành. Dù vậy, mức độ ảnh hưởng khi xảy ra các rủi ro này có thể không lớn và không tác động lên toàn hệ thống mà chỉ xảy ra ở một vài ngân hàng.

Chất lượng tài sản tiếp tục suy giảm nhưng tỷ lệ hình thành nợ xấu đã có sự cải thiện. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của 27 ngân hàng trong hệ thống đã tăng từ 1.9% trong quý 1 lên 2.1% trong quý 2, mức tăng này đã chậm hơn so với quý 1. Điểm tích cực là tỷ lệ hình thành nợ xấu của các ngân hàng bắt đầu có dấu hiệu suy giảm, nhưng có sự phân hoá. Các ngân hàng chịu ảnh hưởng bởi thị trường BĐS và khó khăn từ phân khúc KHCN như TCB, VPB,... sẽ chịu áp lực nợ xấu lớn hơn nhóm ngân hàng có danh mục an toàn như VCB, ACB. Ngoài ra. Việc ban

hành TT02 của NHNN cũng hỗ trợ các ngân hàng trong việc phân loại nhóm nợ cho khách hàng, hỗ trợ một phần giảm căng thẳng với NPL trong năm nay. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá quy mô của đợt cơ cấu nợ này sẽ nhỏ hơn so với đợt cơ cấu do dịch Covid-19 khi TT02 chỉ cho phép cơ cấu các khoản nợ nhóm 1. KBSV kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu sẽ đạt đỉnh trong quý 3 và được kiểm soát trong giai đoạn cuối năm khi triển vọng nền kinh tế tích cực hơn, tình hình tài chính của khách hàng cũng được cải thiện.

Thách thức còn đó, song vẫn sẽ có những cơ hội hấp dẫn. Trong ngắn hạn, ngành ngân hàng sẽ vẫn phải đối diện với những khó khăn từ làn gió ngược trên thị trường TPDN và Bancassurance khiến nguồn thu từ mảng IB và Bảo hiểm cần thêm thời gian chờ đợi thị trường hồi phục. Dù vậy chúng tôi vẫn nhìn thấy những điểm sáng về triển vọng ngành trong 2H2023. Tăng trưởng tín dụng khó hoàn thành mục tiêu 14% nhưng sẽ vẫn về đích ở mức 10-12% theo dự phóng của KBSV dựa trên kỳ vọng (1) tiêu dùng của phân khúc KHCC cuối năm hồi phục; (2) nhu cầu tín dụng vào các ngành nghề tích cực hơn nhờ hoạt động XNK; (3) lĩnh vực BĐS dần được tháo gỡ những vướng mắc pháp lý, dù sẽ cần thêm thời gian để thị trường khai thông trở lại. Tín dụng hồi phục tốt sẽ là động lực để thúc đẩy thu nhập lãi thuần trong giai đoạn cuối năm. Bên cạnh đó, kỳ vọng diễn biến tích cực hơn của NIM và việc kiểm soát nợ xấu cũng đã được chúng tôi đề cập ở trên. Đi qua giai đoạn khó khăn, chúng tôi vẫn đánh giá cao triển vọng của các ngân hàng trong dài hạn với một số cái tên nổi bật hơn hẳn như VCB, ACB, STB.

Sau nhịp điều chỉnh tương đối của thị trường trong những phiên gần đây, một số cổ phiếu của ngành ngân hàng đã có mức chiết khấu sâu hơn (VCB, ACB, BID, CTG...). Mức P/B toàn ngành hiện chỉ đang tương đương với giai đoạn 2016, khi thị trường BĐS dần có dấu hiệu phục hồi. Chúng tôi cho rằng với những tiềm năng tăng trưởng dài hạn của ngành, cổ phiếu ngân hàng nên được tái định giá ở mặt bằng cao hơn. NGT được khuyến nghị tiếp tục tích lũy dài hạn đối với nhóm cổ phiếu này khi thị trường xuất hiện nhịp điều chỉnh, giúp giá cổ phiếu NH có mức chiết khấu sâu hơn.

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

Phạm Phương Linh – Chuyên viên Phân tích

Bán lẻ

Triển vọng: Trung lập
Mã tiêu biểu: MWG, FRT, PNJ

Tổng mức bán lẻ hàng hoá tiếp tục duy trì tăng trưởng nhưng tốc độ giảm dần. Tính chung 8 tháng năm 2023, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành ước đạt 4,044 nghìn tỷ đồng, tăng 10% yoy. Nếu tính theo tháng, tổng mức bán lẻ tháng 8 đạt 515.4 nghìn tỷ đồng, tăng 7.1% yoy. Tổng mức bán lẻ các tháng gần đây cho thấy sự giảm tốc khá rõ rệt, từ tháng 5 đến tháng 8 tổng mức bán lẻ chỉ tăng lần lượt 5.4%, 7.4%, 5.1%, 7.1% so với các tháng trước đó đều tăng 2 chữ số. Mặc dù doanh thu dịch vụ lưu trú và du lịch đều tăng trưởng tốt do du lịch phục hồi nhưng doanh thu từ bán lẻ hàng hoá giảm tốc cho hầu hết các mặt hàng do sức mua trong nền kinh tế còn khá yếu, người dân thắt chặt chi tiêu.

KQKD các doanh nghiệp bán lẻ không khả quan trong 2Q2023. Các doanh nghiệp bán lẻ trên sàn đều không có kết quả kinh doanh khả quan trong quý 2. Cuộc chiến giá giành giật thị phần vẫn tiếp tục căng thẳng ăn mòn biên lợi nhuận các công ty bán lẻ ICT. MWG chỉ đạt lợi nhuận ròng vón vện 17 tỷ đồng, FRT báo lỗ đến 219 tỷ đồng. Một doanh nghiệp thuộc lĩnh vực bán lẻ - tiêu dùng là MSN cũng chứng kiến lợi nhuận ròng giảm đến 90% so với cùng kỳ do áp lực từ chi phí lãi vay tăng cao. Trong khi đó PNJ là doanh nghiệp hiếm hoi duy trì được lợi nhuận nửa đầu năm gần như tương đương cùng kỳ do mặt hàng đặc thù dành cho người thu nhập cao ít bị ảnh hưởng hơn bởi suy giảm sức mua và không phải tham gia cuộc chiến giá.

Các chính sách kích thích kinh tế cần thêm thời gian để có tác động rõ rệt. Dù mặt bằng lãi suất giảm tuy nhiên tăng trưởng tín dụng vẫn đang ở mức khá thấp, hết tháng 8/2023 tăng trưởng chỉ đạt mức 5.3% so với mức 9.5% cùng kỳ, cho thấy các doanh nghiệp vẫn rất e ngại trong việc mở rộng trong khi các ngân hàng cũng hướng đến mục tiêu an toàn vốn. Lãi suất giảm sẽ phần nào kích thích lĩnh vực cho vay tiêu dùng, vốn là một khoản doanh thu khá lớn đối với các công ty bán lẻ, đỉnh điểm doanh thu từ trả góp của MWG chiếm khoảng 40% doanh thu, FRT khoảng 20%. Chúng tôi đưa ra quan điểm ngành bán lẻ sẽ tiếp tục phục hồi nhờ các chính sách kích thích kinh tế của Chính phủ và NHNN, tuy nhiên tốc độ hồi phục sẽ chậm và sẽ rõ nét hơn kể từ năm 2024.

Tín hiệu hồi phục bắt đầu xuất hiện. Sau khi ban hành nhiều chính sách tiền tệ và tài khoá kích thích nền kinh tế, tín hiệu hồi phục của ngành đã bắt đầu xuất hiện. Chỉ số Nhà Quản trị Mua hàng (PMI) ngành sản xuất Việt Nam trong tháng 8 đã tăng trở lại lên trên ngưỡng 50 điểm lần đầu tiên kể từ tháng 2/2023, đạt mức 50.5 điểm. Sự phục hồi ngành sản xuất mang đến kỳ vọng thu nhập cải thiện, qua đó tác động tích cực đến ngành bán lẻ.

Nhiều cổ phiếu đang được định giá trên mức trung bình. Nhiều cổ phiếu đang ở vùng định giá cao hơn mức trung bình phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư về sự phục hồi trong năm 2024, một vài cổ phiếu đã có mức tăng trên 50% kể từ vùng đáy. KBSV cho rằng vùng giá hiện tại đã phản ánh tương đối sát kỳ vọng tương lai của cổ phiếu bán lẻ, một vài cổ phiếu có câu chuyện riêng biệt như FRT với Long Châu, MWG với Bách Hoá Xanh cần theo dõi sát sao tình hình kinh doanh và đưa ra những điều chỉnh phù hợp trong thời gian tới.

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên Phân tích

Thủy sản

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

Sản lượng xuất khẩu tiếp tục giảm so với cùng kỳ nhưng đã có dấu hiệu hồi phục qua các tháng. Theo Tổng cục Hải quan, kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam trong tháng 8/2023 đạt gần 858,8 triệu USD tăng 10,2% so với tháng trước nhưng vẫn giảm 13% so với cùng kỳ, đây là tháng thứ 9 liên tiếp xuất khẩu thủy sản giảm so với cùng kỳ. Lũy kế tám tháng đầu năm 2023, xuất khẩu thủy sản của Việt Nam đạt 5,79 tỷ USD, giảm 24% so với cùng kỳ năm 2022. Về thị trường, xuất khẩu qua thị trường Mỹ tháng 8 tăng 4% yoy, là lần đầu tiên tăng trưởng dương sau 11 tháng trong khi thị trường Nhật Bản chứng kiến sụt giảm mạnh giảm 21.9% yoy. Các thị trường còn lại như Trung Quốc, Hàn Quốc dù có tín hiệu khả quan hơn tháng trước nhưng cũng đều tăng trưởng âm so với cùng kỳ.

Hồi phục mạnh mẽ vào dịp cuối năm. Chúng tôi cho rằng vụ việc Nhật Bản xả nước thải hạt nhân ít nhiều sẽ làm xáo trộn thương mại thủy sản các quốc gia trong khu vực. Trung Quốc đã cấm nhập khẩu nhiều sản phẩm thủy sản từ Nhật Bản, đây cũng có thể coi là tín hiệu tích cực cho thủy sản Việt Nam. Dự báo xuất khẩu thủy sản sang Trung Quốc sẽ hồi phục tích cực trong phần còn lại của năm 2023 dựa trên (1) đáp ứng nhu cầu nhiều dịp lễ tết tại Trung Quốc vào cuối năm và (2) chiếm phần thị trường bỏ trống do Nhật Bản bị cấm xuất khẩu sang. Các thị trường lớn khác như Mỹ, Hàn Quốc, EU cũng dự báo sẽ gia tăng nhu cầu khi có nhiều dịp lễ lớn vào cuối năm.

Các sự kiện có lợi cho ngành thủy sản. Mới đây nhất, sau chuyển công tác của Bộ trưởng Bộ NN&PTNT Lê Minh Hoan với Ủy ban châu Âu (EC) nhằm nỗ lực vận động EC gỡ thẻ vàng hoạt động đánh bắt cá bất hợp pháp. Đối với thị trường Mỹ, theo kết luận sơ bộ POR19, có hai doanh nghiệp được DOC sơ bộ xác định mức thuế chống bán phá giá là VHC và CCA. Mức thuế sơ bộ POR19 đã giảm đáng kể so với kết quả cuối cùng của đợt rà soát POR18 trước đó. Đây là tín hiệu khá tích cực cho các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang Mỹ trong thời gian tới, cùng với lượng hàng tồn kho đã giảm trong thời gian vừa qua, kỳ vọng đây sẽ là thị trường hồi phục mạnh mẽ trong các tháng cuối năm.

Định giá về mức trung bình, cân nhắc cổ phiếu có câu chuyện riêng. Chúng tôi đưa ra quan điểm tích cực đối với cổ phiếu nhóm thủy sản cho kỳ vọng hồi phục nửa cuối năm 2023 và năm 2024 khi nền kinh tế của các thị trường xuất khẩu có diễn biến khả quan hơn. Nhiều cổ phiếu đang ở mức định giá trung bình lịch sử (trung bình 2 năm, 5 năm). Các doanh nghiệp có nội lực vững chắc và hưởng lợi từ các yếu tố ngoại cảnh như VHC, ANV có thể cân nhắc giải ngân trong các nhịp điều chỉnh của thị trường.

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên Phân tích

Dầu khí

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: GAS, BSR, PVS, PVD, PVT

Giá dầu hồi phục vượt kỳ vọng trong 3Q2023. Giá dầu thô Brent đã bật tăng mạnh từ mức 75 USD/thùng trong tháng 6/2023 lên 92 USD/thùng trong tháng 9/2023. Giá dầu hồi phục chủ yếu do các động thái cắt giảm sản lượng từ OPEC+ đã phát huy tác dụng trong khi nhu cầu tiêu thụ toàn cầu tăng đột biến trong mùa cao điểm.

Kỳ vọng giá dầu vẫn duy trì ở mức cao tới cuối 2023. Cho cả năm 2023, IEA dự báo nhu cầu dầu thô toàn cầu có thể tăng thêm 2.2 triệu thùng/ngày trong khi nguồn cung chỉ tăng 1.5 triệu thùng/ngày. Chúng tôi cho rằng giá dầu thô vẫn sẽ duy trì ở trên mốc 80 USD/thùng tới cuối năm 2023 do tăng trưởng sản xuất tại các khu vực khác không thể bù đắp cho sản lượng cắt giảm từ khối OPEC+. Việc tồn kho dầu thô và dầu thành phẩm xuống thấp kỷ lục tại nhiều thị trường sẽ tiếp tục là một yếu tố hỗ trợ cho giá dầu trong những tháng còn lại.

Chu kỳ tăng trưởng vàng cho mảng dầu khí thượng nguồn toàn cầu. Giá dầu Brent vượt xa mức 70 USD/thùng như hiện nay sẽ khuyến khích hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) trên thế giới. Chúng tôi nhận thấy hoạt động E&P toàn cầu đang rất nóng, đặc biệt tại khu vực Trung Đông khi các quốc gia phải đẩy mạnh hoạt động E&P trong giai đoạn 2023-2030 để sau đó sẽ dần giảm sự lệ thuộc vào nguồn thu từ dầu khí. Chúng tôi cho rằng mảng E&P toàn cầu khả năng cao sẽ bước vào chu kỳ tăng trưởng mới với việc dòng vốn đầu tư quay trở lại ngành sau thập kỷ thiếu hụt đầu tư vì khủng hoảng giá dầu và đại dịch Covid-19.

Thị trường E&P nội địa sẽ sôi động hơn từ 2024 với tiến triển trong đại dự án Lô B – Ô Môn. Chúng tôi vẫn cho rằng tiến độ xin Quyết định đầu tư cuối cùng (FID) cho dự án Lô B Ô Môn có thể chậm trễ đến giữa năm 2024 do các vấn đề cốt lõi về giá bán và vận chuyển khí vẫn chưa được giải quyết. Tuy nhiên, trong tháng 9/2023, PVN đã ban hành nghị quyết nhằm tháo gỡ cho dự án. Theo đó, PVN sẽ được phép thực hiện trao thầu hạn chế (LLOA) cho gói thầu EPCI 1 và một số gói thầu thượng-trung nguồn khác với ngân sách phê duyệt trong 6 tháng tới. Trong trường hợp FID vẫn chậm trễ trong 6 tháng tới, một Thỏa thuận (Side Agreement) sẽ được đàm phán trong lúc thực hiện LLOA, trong đó sẽ cho phép PVN được triển khai tiếp dự án cho tới khi có FID. Điều này có nghĩa là các gói thầu cho dự án có thể sẽ sớm được thực hiện trong 1H2024 mà không còn phụ thuộc hoàn toàn vào tiến độ xin FID như trước đây. Ngoài Lô B Ô Môn, chúng tôi cũng kỳ vọng một số dự án tại thị trường nội địa sẽ sớm đi vào khai thác như: Lạc Đà Vàng A&B, Sư Tử Trắng 2B, xa hơn có thể là dự án Nam Du U Minh.

Triển vọng của cổ phiếu Dầu khí theo nhóm. Nhóm thượng nguồn được hưởng lợi nhờ (1) giá dầu neo ở mức cao khiến thị trường E&P toàn cầu nóng lên và (2)

thị trường E&P nội địa kỳ vọng sôi động hơn từ 2024. Riêng PVD được hưởng lợi nhờ nhu cầu thuê giàn tăng mạnh trong khi nguồn cung thắt chặt khiến giá cước và hiệu suất hoạt động trên thị trường tăng cao. Với PVS, ngoài các mảng liên quan đến dịch vụ dầu khí hưởng lợi từ diễn biến thị trường E&P, công ty sẽ có thêm động lực từ việc cải thiện biên lợi nhuận mảng M&C điện gió sau thời gian đầu gia nhập ngành. Với nhóm trung nguồn, giá dầu thô và dầu FO hồi phục sẽ giúp cải thiện KQKD của GAS trong 2H2023, tuy nhiên mảng LNG sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức do các vấn đề ở khâu trung-hạ nguồn vẫn chưa được giải quyết. PVT sẽ có động lực tăng trưởng từ (1) giá cước vận tải hàng lỏng kỳ vọng thuận lợi do nhu cầu vượt nguồn cung và (2) kế hoạch mở rộng đội tàu tới năm 2025. Đối với nhóm hạ nguồn, chúng tôi kỳ vọng KQKD của BSR sẽ hồi phục trong 2H2023 nhờ triển vọng giá dầu thô và crack spread tích cực.

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm TÍCH CỰC đối với ngành Dầu khí dựa trên kỳ vọng giá dầu sẽ neo ở mức cao và sự ấm lên của thị trường E&P toàn cầu và Việt Nam. PVS, PVD và PVT là những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi. Các cổ phiếu trên đều đã có mức tăng ấn tượng trong 9T2023 nhưng chúng tôi nhận định thị giá hiện tại vẫn chưa phản ánh hết tiềm năng tăng trưởng của các doanh nghiệp, đặc biệt khi chúng tôi cho rằng ngành dầu khí toàn cầu khả năng cao sẽ bước vào chu kỳ tăng trưởng vàng trong thời gian tới.

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên Phân tích

Cảng Biển, Vận tải biển

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

Sản lượng hàng qua cảng có tiến triển tốt hơn nhưng vẫn chưa quay lại được đà tăng trưởng như năm trước. Theo thống kê của Cục Hàng hải Việt Nam, lũy kế 8 tháng đầu 2023, sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam đạt 565 triệu tấn (+3% yoy). Trong đó sản lượng hàng nhập khẩu tăng nhẹ 4% so với cùng kỳ đạt 165 triệu tấn, lượng hàng xuất khẩu giảm nhẹ 1% đạt 133 triệu tấn. Riêng hàng container ghi nhận sản lượng 8 tháng đầu 2023 đạt 18.2 triệu Teu, giảm 3% so với cùng kỳ năm trước – tốc độ giảm đã chậm lại so với 7 tháng đầu năm.

Sự sụt giảm sản lượng hàng container thông qua cảng cũng có sự phân hóa giữa các vùng cảng khác nhau. 1H2023, sản lượng qua cảng khu vực Vũng Tàu có sự sụt giảm đáng kể lên đến 24% so với giảm 5% ở miền Bắc, do (1) lưu thông hàng hóa khu vực nội Á đang có tín hiệu tích cực do Trung Quốc mở cửa lại, (2) cảng khu vực Vũng Tàu sở hữu tệp khách hàng chủ yếu từ thị trường Mỹ và EU, tiêu dùng suy giảm nặng nề do chịu tác động từ lạm phát cao.

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm trung lập với các doanh nghiệp cảng biển vào quý tới. Nửa cuối năm 2023, giá dịch vụ cảng dự kiến sẽ tiếp tục đi ngang. Sản lượng dự kiến tăng trưởng nhẹ so với 1H2023 do kì vọng cầu phục hồi vào quý tới khi mùa lễ hội đến, kéo theo cầu nguyên liệu đầu vào (chủ yếu nhập từ Trung Quốc) tăng, tác động tích cực đến sản lượng hàng xuất nhập khẩu. Tuy nhiên kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cảng sẽ vẫn thấp hơn đáng kể so với 2022 do: (1) cầu tiêu thụ hàng hóa vẫn tiếp tục duy trì ở mức thấp do bất ổn kinh tế thế giới, giao thương hàng hóa suy giảm, (2) cầu thấp tăng cạnh tranh giữa các cảng cùng khu vực, đặt áp lực cạnh tranh lên giá dịch vụ cảng tại Việt Nam, vốn đã ở mức thấp hơn so với nhiều nước trong khu vực. Về trung và dài hạn, ngành cảng biển vẫn có tiềm năng tăng trưởng đáng kể khi mà: (1) giao thương hàng hóa hưởng lợi từ việc Việt Nam là quốc gia sở hữu nhiều lợi thế thu hút đầu tư cũng như kí kết nhiều hiệp định FTA, (2) chính phủ đang tiến hành đầu tư nhiều dự án nâng cấp CSHT cảng biển và (3) tháng 8 vừa qua bộ GTVT đã ban hành dự thảo thay thế thông tư 54, nội dung tăng giá sàn bốc dỡ hàng hóa lên 10%, mức tăng thậm chí còn cao hơn với các cảng nước sâu và cảng xanh, dự kiến áp dụng từ 2024.

Vận tải biển nửa cuối 2023 kém tích cực hơn khối ngành cảng biển. Các hoạt động chính của doanh nghiệp vận tải là tự vận hành tàu và cho thuê tàu dự kiến đều tăng trưởng âm so với 1H2023. Giá cước giao ngay và giá cho thuê tàu định hạn đều đang trong xu hướng lao dốc về vùng đáy 3 năm sau nhịp hồi phục ngắn vào tháng 8 vừa qua, kéo sụt giảm doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp vận tải. Ngành vận tải biển còn phải đối mặt với các khó khăn

đến từ sụt giảm cầu và dư thừa cung, cụ thể: (1) nhu cầu vận tải biển chưa có dấu hiệu khởi sắc khi sức mua tại các thị trường lớn vẫn thấp trong bối cảnh kinh tế nhiều biến động, (2) lo ngại tình trạng dư thừa cung tàu xảy ra khi mà các đơn tàu đóng mới vẫn ngày càng tăng cao và nhanh hơn tốc độ phá bỏ tàu cũ.

Từ đầu năm đến nay, giá hầu hết các cổ phiếu nhóm ngành này đã tăng 30 – 50%, giá cổ phiếu HAH thậm chí đã tăng đến hơn 70%. Chúng tôi đánh giá nhiều doanh nghiệp đã phản ánh khá đủ thông tin tích cực vào mức giá cổ phiếu. Nhà đầu tư có thể lựa chọn các doanh nghiệp cảng và vận tải biển có tiềm năng tăng trưởng tích cực, cơ cấu tài chính lành mạnh như GMD, HAH và xem xét mở vị thế khi giá cổ phiếu có sự điều chỉnh đủ sâu, xuất hiện mức chiết khấu so với định giá hấp dẫn.

Nguyễn Ngọc Anh – Chuyên viên Phân tích

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

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

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

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

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

Công nghệ thông tin & Tiện ích

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

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhdh@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

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

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@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 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

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

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

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

Mua:	Nắm 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.