



DSC

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

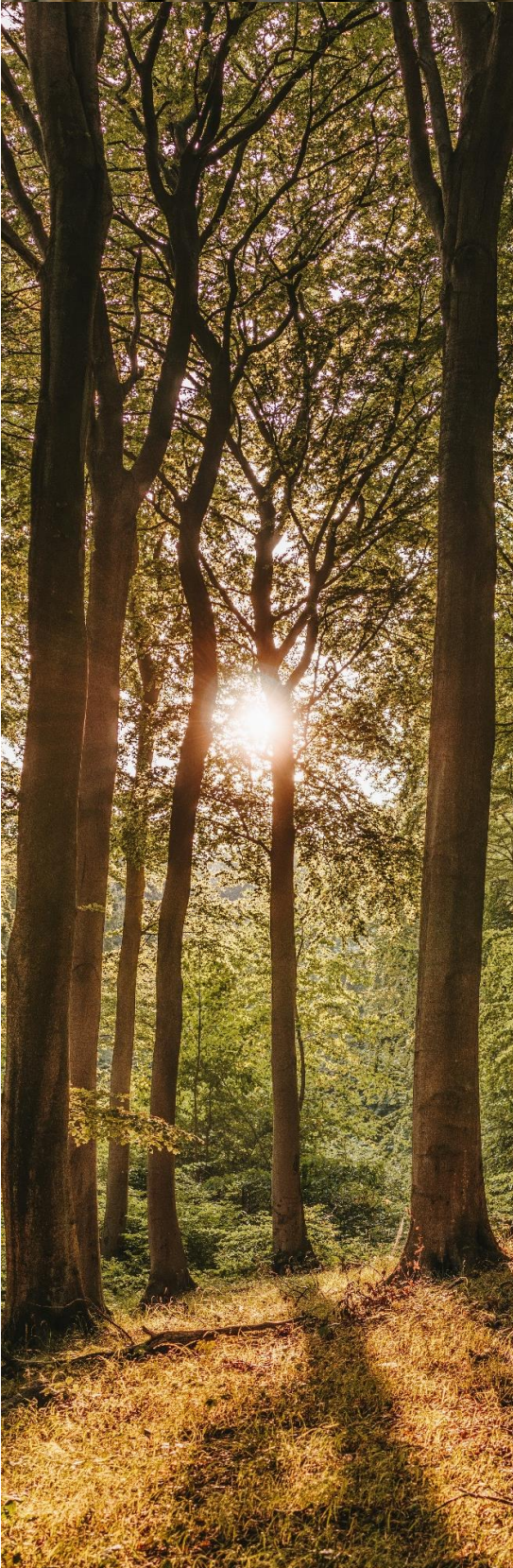
T9/2023

| Thời của cổ cơ bản

Ngày báo cáo: 5/9/2023

MỤC LỤC

Tóm tắt báo cáo	<u>01</u>
Nhận định thị trường	<u>02</u>
Hai mặt của tỷ giá	<u>05</u>
Ấn số từ câu chuyện nợ	<u>07</u>
Cập nhật danh mục	<u>08</u>
Ngành Sữa	<u>09</u>
Tiêu điểm: Cổ phiếu VNM	<u>10</u>
Ngành Dầu Khí	<u>12</u>
Tiêu điểm: Cổ phiếu BSR	<u>13</u>
Phụ lục: Hiệu suất đầu tư BCCL	<u>14</u>



Nhận định thị trường

Trong tháng 8, thị trường xảy ra điều chỉnh mạnh vào phiên 18/8. Tuy nhiên, đà phục hồi sau đó xảy ra rất nhanh, phản ánh dòng tiền rất mạnh.

Với nhịp phục hồi tốt, chúng tôi đánh giá nếu điều chỉnh tiếp tục xảy ra thì thị trường cũng sẽ không giảm sâu.

Hai mặt của tỷ giá

Rủi ro: Trong trường hợp tỷ giá tăng mạnh, đột ngột như giai đoạn T11/2022, NHNN có thể phải thắt chặt tiền tệ trở lại (khả năng xảy ra thấp).

Cơ hội: Tỷ giá giảm nhẹ sẽ là yếu tố tốt hỗ trợ cho đà phục hồi của kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam.

Ẩn số từ câu chuyện nợ

TPDN, nợ tín dụng là các ẩn số khi rủi ro chỉ được đẩy lùi về 2024 - 2025 chứ chưa hoàn toàn được triệt tiêu.

Khuyến nghị chiến lược giao dịch

DSC duy trì khuyến nghị chiến lược giao dịch:

- Đa dạng hoá danh mục, tránh rủi ro tập trung.
- Chỉ mua các cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt.
- Không mua đuổi (FOMO).
- Cầm một lượng tiền mặt nhất định (20%) sẵn sàng tham gia mua khi thị trường điều chỉnh.

Khuyến nghị danh mục

Trong tháng này, chúng tôi khuyến nghị mở vị thế với 2 cổ phiếu VNM và BSR

Danh mục khuyến nghị cụ thể ở trang "Cập nhật danh mục" (trang 8) và các trang tiêu điểm cổ phiếu (trang 8, trang 11)

Nhận định thị trường: Điểm lại tháng 8

Bước lùi, lấy đà cho xu hướng lớn

Biểu đồ 1: Chỉ số VNIndex vận động trong kênh giá tăng



Nguồn: DSC tổng hợp

**Lực cầu hưng hãn,
nhạy chóng lấy
lại xu hướng tăng
điểm trung hạn**

Hỗ trợ trung hạn: 1170 điểm

Kháng cự trung hạn: 1280 điểm

Thị trường chứng khoán tháng 8 xuất hiện áp lực phân phối ngay từ nửa đầu tháng. Tuy nhiên, thị trường sau đó đã có những nỗ lực cân bằng và đạt tốc độ phục hồi không tưởng. (1) Biến động giao dịch lớn và (2) thanh khoản giao dịch cực đại lên tới 471 nghìn tỷ đồng (+ 34% MoM), phản ánh đã có sự "trao tay" các vị thế lớn giữa các nhà đầu tư với quan điểm trái ngược trên thị trường (cuộc chiến bò và gấu).

Tín hiệu phục hồi kỹ thuật thể hiện sức cầu vẫn áp đảo. Xu hướng tái tích lũy vẫn hình thành những cơ hội giao dịch, đặc biệt với nhóm cổ phiếu đang cho tín hiệu vượt đỉnh thời đại. Diễn biến "đào chiều" chóng mặt có thể dẫn đến việc NGĐT đề cao cảnh giác trong giai đoạn tới, nhất là khi thị trường vận động có phần "lông lẻo". **Do đó, DSC đánh giá thị trường có thể có những biến động lớn trong thời gian tới.**

Cập nhật tại ngày 31/08/2023, chỉ số VNIndex đóng cửa tại 1224.05 điểm, lấy lại loạt đường tín hiệu ngắn hạn bị vi phạm trước đó như MA10, MA20. Thanh khoản giao dịch trong xu hướng phục hồi gia tăng dần, nhưng không thể so sánh với quy mô của 1 tháng trước đó. Lý giải cho hiện tượng trên, chúng tôi đánh giá nhiều sự kiện vĩ mô thế giới quan trọng đã diễn ra, ảnh hưởng tới tâm lý giao dịch trước lễ. Về mặt tích cực, nhiều nhóm cổ phiếu thị trường (Chứng khoán, Ngân hàng, Bất động sản,...) đang có xu hướng vượt đỉnh ngắn hạn, và một số cổ phiếu khác (Công nghệ, Logistic) đã chính thức vượt đỉnh thời đại.

Chúng tôi đã đề cập trong BCCL T7 về rủi ro biến động giảm giá khi chuỗi phiên phân phối xuất hiện dày đặc hơn. Do đó, phiên phân phối kỹ lục trong T8 diễn ra như một hệ quả tất yếu, với sự đề phòng trong chiến lược giao dịch.

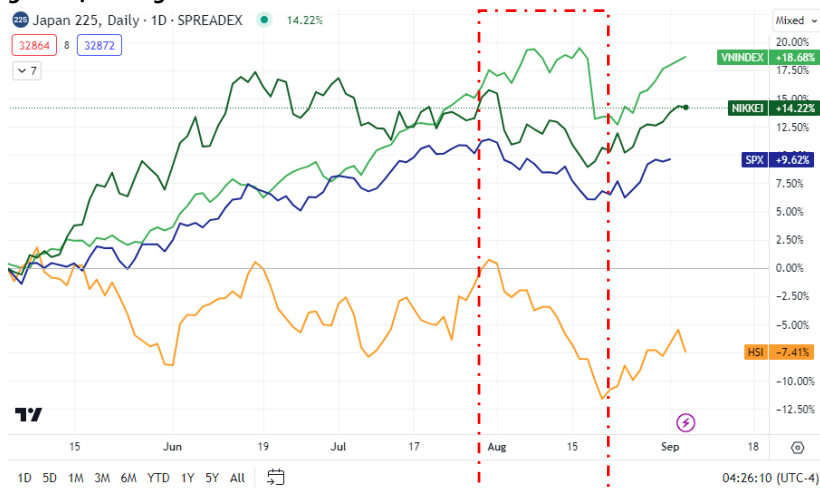
Từ vận động tháng 8, DSC đánh giá xu hướng trung hạn tích cực đã có phần suy yếu, và nhiều khả năng sẽ chuyển dịch từ quán tính tăng điểm bền bỉ sang xu hướng tái tích lũy - tìm điểm cân bằng.

Với chuỗi phiên phục hồi liên tiếp cùng với độ rộng nhóm ngành lan tỏa gần đây, **cấu trúc "sóng giảm mở rộng" đã bị phá vỡ**; tức có nghĩa: xác suất thị trường mở ra quá trình giảm điểm sâu, kéo dài - thủng đáy ngắn hạn (1150 điểm) khó có thể xảy ra. Chúng tôi dự báo **thị trường vận động trong giai đoạn tích lũy phía trên vùng điểm cân bằng quanh 1170 điểm.**

Nhận định thị trường: Nỗ lực phục hồi trong tháng 9

Mẫu hình chung đáng chú ý

Biểu đồ 2: Hầu hết các thị trường đang có dấu hiệu phục hồi sau pha điều chỉnh giai đoạn tháng 8



Nguồn: TradingView, DSC tổng hợp

Các thị trường đang nỗ lực phục hồi sau khi tạo đỉnh ngắn hạn trong tháng 8...

Một đặc điểm chung của các thị trường chứng khoán toàn cầu là tạo đỉnh ngắn hạn trong tháng 7 hoặc tháng 8 và đã bắt đầu phục hồi. Dù bối cảnh của mỗi thị trường khác nhau nhưng có thể nói **chứng khoán toàn cầu đang ở trong một mẫu hình chung đó là phục hồi sau cú rơi ngắn hạn.**

Đối với thị trường Mỹ, các kịch bản thị trường đã trở nên khó đoán hơn khi các kỳ vọng gần như đã được phản ánh hết vào giá. Nhà đầu tư đã dần bớt lo ngại với kịch bản "hạ cánh cứng" (hard landing) khi những số liệu kinh tế ngày càng được cải thiện. Trong khi đó, một số nguy cơ tiềm tàng vẫn tồn tại như lợi suất trái phiếu tiếp tục neo cao. Với bối cảnh đề ra, cần một yếu tố mới xuất hiện để định hướng và dẫn dắt thị trường Mỹ trong tháng 9.

Một thị trường nổi bật khác với những chuyển biến thú vị là thị trường Trung Quốc. Từ những ngày đầu tháng 9, thị trường Trung Quốc cũng đã phục hồi sau những biện pháp can thiệp hành chính của Chính phủ TQ. Quá khứ cho thấy, sau những biện pháp can thiệp, thị trường có thể hãm đà rơi trong ngắn hạn, nhưng đà tăng trung hạn phải đến từ những câu chuyện xa, bền vững hơn. Thị trường chứng khoán TQ 2015-2016 là một ví dụ tham khảo, dù không hoàn toàn tương đồng với tình hình hiện tại.

Các thị trường chứng khoán khác từ châu Âu đến châu Á nhìn chung cũng đang vận động theo mẫu hình phục hồi. Tuy nhiên, hiện chưa có thị trường chính nào vượt qua vùng đỉnh kháng cự hồi tháng 7-8. Thị trường chứng khoán Việt Nam đang khá khỏe với chính sách tiền tệ ngược chiều & tâm lý lạc quan, bất chấp những áp lực nhất định lên tỷ giá. Theo DSC đánh giá, **vận động giá và các yếu tố mới của các thị trường CK trên thế giới có thể là thông tin tham khảo hữu ích cho TTCK Việt Nam vào thời điểm hiện tại do chúng ta đang ở trong giai đoạn rỗng thông tin.**

Nhận định thị trường: Kịch bản thị trường tháng 9

Đánh giá các kịch bản trong tháng 9

Con sóng “hạ lãi suất” bị áp lực bởi biến số tỷ giá thời gian gần đây. Những phiên thanh khoản tỷ đô xuất hiện hiếm hoi hơn. Kịch bản thị trường ngay lập tức quay lại xu hướng tăng nóng không được đánh giá cao.

Áp lực cung chực chờ cùng với biến động tăng/giảm lớn, xác định đây là vùng trading chủ động tại vùng đỉnh ngắn hạn. Chiến lược giao dịch ưu tiên ở tỷ trọng phòng thủ, bảo vệ thành quả giao dịch trước đó; tìm cơ hội giải ngân khi thị trường điều chỉnh.

Kịch bản 1: Đà hưng phấn tiếp diễn (50%)

Biểu đồ 3: Thị trường vượt qua vùng phân phối 1245 điểm



Dòng tiền tiếp tục mua lên theo quán tính do vượt đỉnh ngắn hạn 1.145 điểm. Trong kịch bản này, DSC đặt kỳ vọng sự trở lại của nhóm ngành Ngân hàng. Trước đó, thị trường đã ghi nhận tín hiệu vượt đỉnh của nhóm ngành chứng khoán, là kim chỉ nam cho tâm lý giao dịch tích cực trong giai đoạn hiện tại.

Tín hiệu bùng nổ theo đà, kèm sự xác nhận của GTGD gia tăng. Diễn biến mở xu hướng tăng quyết liệt vượt qua đỉnh cũ, hướng tới mục tiếp theo vùng 1280 điểm (đỉnh T9.2022). Mục tiêu được nâng lên trong trường hợp FED không nâng lãi suất điều hành trong kỳ họp cuối tháng này.

Kịch bản 2: Tìm điểm cân bằng (50%)

Biểu đồ 4: Hỗ trợ ngắn hạn 1200, hỗ trợ trung hạn 1170



Trong kịch bản 2, thị trường chịu áp lực cản tại vùng 1245 điểm (đỉnh ngắn hạn). Với việc thị trường vượt đỉnh trong nghi ngờ (thanh khoản thấp), thì rủi ro xuất hiện những nhịp điều chỉnh ngắn là hoàn toàn có thể xảy ra.

Nếu xét trên con sóng tăng điểm từ T5/2023, nhịp điều chỉnh vừa qua khá “chóng vánh” với (1) biên độ giảm chỉ 7% từ đỉnh ngắn hạn (thông thường giảm từ 10-12%); (2) thời gian tái tích lũy vòn vẹn 1 tuần.

Với độ rộng thị trường vượt trội tại nhiều nhóm ngành cổ phiếu, DSC đánh giá thị trường đã tìm ra điểm cân bằng trong trung hạn. **Do đó, chúng tôi đánh giá nhà đầu tư có thể vận dụng chiến lược giải ngân sớm khi xuất hiện điều chỉnh quanh vùng 1200 (+/- 10 điểm).**

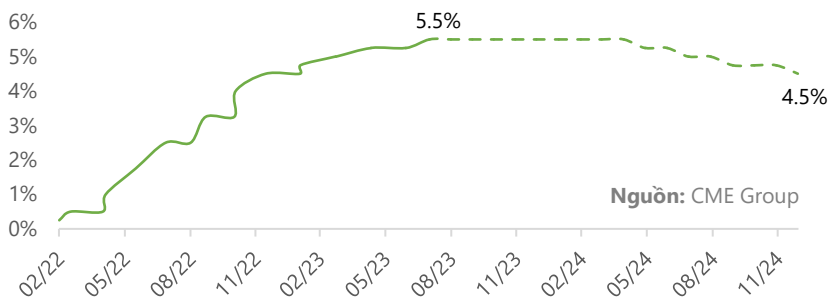
Kịch bản 1: Tăng điểm theo quán tính

Kịch bản 2: Điều chỉnh – kiểm chứng lực cầu

Hai mặt của tỷ giá: Rủi ro

FED được đánh giá sẽ giữ lãi suất neo cao đến hết năm 2024

Biểu đồ 5: Lãi suất điều hành Mỹ 2022 - 2024 (dự phóng)



Xuyên suốt năm 2023, FED đã rất cứng rắn trong công tác điều hành chính sách tiền tệ của mình. Ông Jerome Powell đã duy trì quan điểm rằng "FED sẽ giữ lãi suất neo cao cho tới khi lạm phát hoàn toàn được dập tắt". Theo đó, FED nhận định LSDH Mỹ có khả năng cao sẽ kết năm 2024 ở mức cao 4.25% - 4.5%.

Tuy nhiên, vào giai đoạn Q1 - Q2/2023, thị trường Mỹ không đặt quá nhiều niềm tin vào dự phóng của FED. Theo dữ liệu giao dịch từ thị trường tín phiếu Mỹ (tổng hợp bởi CME Group), ở giai đoạn T4-T5/2023, khi lạm phát giảm rất nhanh, các nhà đầu tư dự phóng lãi suất điều hành có thể giảm ngay từ Q4/2023, kết năm 2023 tại mức LSDH 4.5%, kết năm 2024 tại mức LSDH 3.5%.

Đến nay, câu chuyện LSDH đã trở lại làm một mối lo cho nhà đầu tư. Với (1) giá dầu tăng cao trở lại, (2) nền kinh tế Mỹ trụ vững hơn kì vọng, và (3) hiệu ứng nền cao kết thúc khiến tốc độ giảm lạm phát chậm lại, thị trường đã có thêm niềm tin vào nhận định của FED. Theo dữ liệu mới nhất của CME, hiện mức LSDH Mỹ được thị trường dự phóng kết năm 2024 ở mức 4.5%, tương đương mức dự phóng của FED.

Áp lực tỷ giá kéo dài có thể khiến NHNN đảo chiều chính sách, thắt chặt tiền tệ trở lại

Biểu đồ 6: USD/VND giai đoạn 2021 - 2023



Năm 2023, Việt Nam có rất nhiều yếu tố hỗ trợ tỷ giá. 8 tháng đầu năm, Việt Nam đạt xuất siêu 20 tỷ USD. FDI thực hiện đạt 13 tỷ USD. Nguồn tiền kiều hối cả năm (không có dữ liệu 8 tháng) ước đạt 14 tỷ USD.

Tuy nhiên, dù có nguồn cung USD rất dồi dào, với chính sách tiền tệ đi ngược thế giới, tỷ giá USD/VND vẫn chịu áp lực đáng kể. Kết phiên 30/8/2023, USD/VND đạt 24.100, đã tăng 3% từ đáy tháng 4 (giai đoạn NHNN bắt đầu nới lỏng tiền tệ).

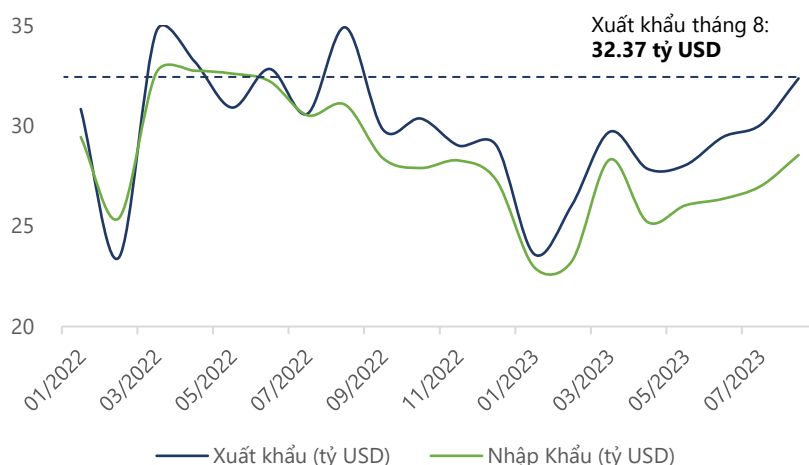
Với FED được dự phóng sẽ giữ lãi suất ở mức rất cao đến hết năm 2024, USD/VND chắc chắn sẽ chịu áp lực. Trong kịch bản cơ sở, DSC dự phóng USD/VND sẽ trượt giá từ từ và NHNN sẽ có thể duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng. Tuy nhiên, trong kịch bản xấu, nếu tỷ giá tăng sốc như giai đoạn T11/2022, nhiều khả năng NHNN sẽ một lần nữa cần phải thắt chặt tiền tệ để ổn định tỷ giá.

Dù khả năng xảy ra thấp, nhưng tồn tại rủi ro chính sách tiền tệ thắt chặt trở lại...

Hai mặt của tỷ giá: Cơ hội

Kim ngạch xuất nhập khẩu phục hồi tốt

Biểu đồ 7: Giá trị kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam 2022 - 2023



Tỷ giá suy yếu nhẹ là cơ hội để tăng trưởng xuất khẩu...

Trong nửa đầu năm 2023, nền kinh tế vĩ mô của Việt Nam cho thấy các tín hiệu khả tiêu cực như (1) kim ngạch xuất nhập khẩu giảm mạnh, (2) doanh thu bán lẻ suy yếu, (3) tăng trưởng tín dụng thấp, (4) tăng trưởng phương tiện thanh toán M2 thấp, v.v.

Tuy nhiên, từ tháng 8, nền kinh tế đã cho thấy những dấu hiệu phục hồi rõ ràng đầu tiên. Trong đó, một điểm sáng nổi bật đến từ kim ngạch xuất nhập khẩu. Cụ thể, trong tháng 8, kim ngạch xuất khẩu Việt Nam đã đạt 32.37 tỷ USD, chính thức phục hồi về mức ngang trung bình giai đoạn Q2 - Q3/2022. Đây là tín hiệu rất tốt, cho thấy nhu cầu tiêu dùng từ quốc tế đã phần nào phục hồi. Hiện tại, Mỹ vẫn được dự phóng sẽ bước vào suy thoái trong Q1/2024. Tuy nhiên, DSC đánh giá yếu tố này sẽ không còn ảnh hưởng nặng nề tới xuất khẩu của Việt Nam do (1) Việt Nam đã chịu tác động giảm xuất khẩu ngay từ những ngày đầu năm 2023, (2) sau thời gian dài giảm tiêu dùng, hàng tồn kho của doanh nghiệp Mỹ đang ở mức thấp, và (3) dự phóng suy thoái Mỹ năm 2024 sẽ chỉ là suy thoái nhẹ theo chu kỳ.

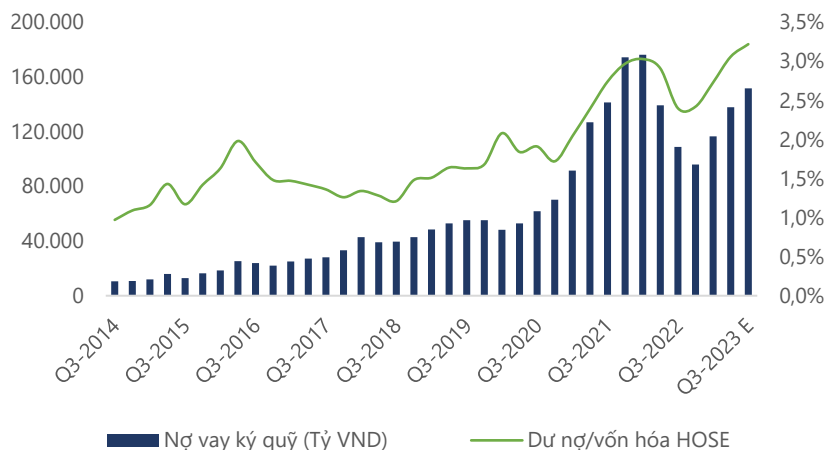
Với việc chính phủ (1) đẩy mạnh các chính sách hỗ trợ, (2) đẩy mạnh giao thương, hợp tác với các đối tác lớn như Hàn Quốc, Mỹ (tổng thống 2 nước kể trên đều sang Việt Nam trong năm 2023 để thúc đẩy đầu tư, thương mại), DSC đánh giá xuất khẩu của Việt Nam có thể tiếp tục phục hồi tốt trong nửa cuối 2023 và trong năm 2024.

Yếu tố hỗ trợ sẽ càng được ủng hộ khi tỷ giá USD/VND suy yếu nhẹ. Tuy rủi ro mất giá tiền tệ đột ngột là một rủi ro lớn, trong năm 2023, tỷ giá USD/VND có thể được nhận định là giảm khá "từ từ". Với tỷ giá chỉ giảm nhẹ, các doanh nghiệp trong nước sẽ không phải chịu áp lực từ giá đầu tăng mạnh, chính phủ sẽ không phải chịu áp lực trả nợ nước ngoài tăng mạnh. Trong khi đó, do tỷ giá suy yếu, **giá hàng hóa Việt Nam trên thị trường quốc tế sẽ trở nên rẻ hơn, từ đó tạo thêm động lực cạnh tranh về giá, thúc đẩy tiềm lực xuất khẩu.**

Ấn số từ câu chuyện nợ (TPDN, tín dụng, margin)

Tỷ lệ dư nợ margin/vốn hóa HOSE cao nhất lịch sử

Biểu đồ 8: Tỷ lệ margin/vốn hóa HOSE giai đoạn 2014 - 2023



Nguồn: HOSE, DSC tổng hợp

Trong năm 2022, có những giai đoạn thị trường âm ảnh hưởng với trạng thái nợ khi thị trường TPDN bị siết chặt và trạng thái "call margin chéo" xảy ra liên tiếp trên thị trường. Ở thời điểm hiện tại, trạng thái margin của thị trường chưa cho thấy sự căng cứng khi các CTCK vẫn còn dư địa cho vay tương đối nhiều. Với Thông tư 02/2023/TT-NHNN và Nghị định 08/2023/NĐ-CP, rủi ro từ nợ xấu ngân hàng và TPDN đã được đẩy lùi về 2024 - 2025. Tuy nhiên, đây vẫn là một biến số cần được theo dõi.

Dư nợ margin toàn thị trường hiện ước đạt 150 ngàn tỷ. Đây không phải là ngưỡng cao nhất từ trước đến nay do margin toàn thị trường đã có thời điểm đạt ngưỡng ~200 ngàn tỷ. Dư địa cho vay, cung ứng margin của các CTCK cũng đã được nâng lên ngưỡng mới sau những đợt tăng vốn và hiện tại còn rất dồi dào. Tuy nhiên, nếu xét trên phương diện tỷ lệ đòn bẩy, tỷ lệ dư nợ margin/vốn hóa HOSE đã vượt 3.2% và ở vùng cao nhất lịch sử. Nếu có một cơn gió ngược nào đó, ngưỡng đòn bẩy cao là rủi ro lớn với thị trường. Không phải ngẫu nhiên mà ở các TT phát triển, ngưỡng dư nợ margin/vốn hóa cũng hiếm khi vượt 3%. Ở Mỹ, đó là giai đoạn 2007-2008 hay Trung Quốc là giai đoạn 2015-2016. Sau các giai đoạn đó, thị trường đều chứng kiến những đợt hạ đòn bẩy (Lưu ý: đòn bẩy cũng có thể được giảm qua việc dư nợ cho vay ổn định trong khi giá cổ phiếu tăng khiến vốn hóa tăng).

Rủi ro từ nợ xấu ngân hàng và TPDN đến hạn tạm thời đã được đẩy về 2024 - 2025 theo sự ban hành của Thông tư 02 và Nghị định 08. Quá trình cơ cấu các khoản nợ của doanh nghiệp, cùng như quá trình trích lập, xử lý nợ xấu của các ngân hàng đang được diễn ra theo hướng tích cực. Tuy nhiên, cần chú ý các rủi ro trên chỉ được đẩy lùi chứ chưa hoàn toàn được triệt tiêu. Khi các quy định hết hiệu lực, các vấn đề nợ xấu có thể sẽ được hé lộ trong tương lai.

Câu chuyện nợ sẽ là chủ đề đáng được theo dõi vì tiềm tàng nhiều ấn số

Trong tháng 9, DSC tiếp tục khuyến nghị khách hàng đa dạng hóa danh mục, chỉ mua cổ phiếu có nền tảng cơ bản, và tránh mua đuổi cổ phiếu đã tăng mạnh

Tiêu chí chọn cổ phiếu danh mục báo cáo chiến lược tháng 9

Trong tháng 8, các cổ phiếu cơ bản đã có xu hướng tăng rất tốt. Nhiều cổ phiếu trong danh mục của DSC như PTB, DGC sau khi giảm mạnh trong phiên điều chỉnh 18/8/2023 đã ngay lập tức bật tăng trở lại. Điều này phản ánh khẩu vị rủi ro của nhà đầu tư đã chuyển dịch sang các cổ phiếu có cơ bản tốt. Do đó, trong tháng 9, DSC tiếp tục khuyến nghị chiến lược giao dịch như sau:

1. Đa dạng hóa danh mục, tránh rủi ro tập trung vào 1 nhóm ngành
2. Tập trung vào những cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt. Nếu kịch bản rung lắc xảy ra cũng sẽ có biên an toàn nhất định.
3. Giữ một lượng tiền mặt nhất định (10-20%), sẵn sàng tham gia trung bình giá xuống khi xảy ra rung lắc. Không mua đuổi cổ phiếu.

Cập nhật danh mục tháng 8

Chúng tôi chốt lời IDC để đa dạng hóa danh mục sang các ngành khác.

* Lưu ý: Giá mua mới tối đa được chúng tôi điều chỉnh hàng tháng để phù hợp với tình hình thị trường.

** Với các vị thế "mua mới" trong BCCL tháng 8, giá mua bằng giá đóng cửa ngày ra báo cáo, hoặc bằng giá khuyến nghị tối đa (mua vào khi giá giảm về mức mua tối đa).

Với các vị thế "tiếp tục nắm giữ" trong BCCL tháng 8, giá mua bằng giá đóng cửa ngày ra báo cáo kể cả khi cao hơn giá mua mới tối đa (do đã mua từ các tháng trước).

BCCL tháng 8	Khuyến nghị	Tỷ trọng	Giá mua mới tối đa (T8)*	Giá mua**	Giá đóng cửa (sáng 5/9/2023)	Hiệu suất
ACB	Tiếp tục nắm giữ	15%	23,5	24,4	22,85	-5,7%
IDC	Chốt lời	10%	48	47,8	48,1	0,6%
DGC	Tiếp tục nắm giữ	10%	74	74	86,8	17,3%
STB	Tiếp tục nắm giữ	10%	30	30	32,95	9,8%
KBC	Tiếp tục nắm giữ	10%	33	32,5	34,4	5,8%
PTB	Tiếp tục nắm giữ	15%	54,5	53,9	57,7	7,1%
MWG	Tiếp tục nắm giữ	10%	50	50	53,8	7,6%
Tiền mặt	NA	20%	NA	NA	NA	NA
Hiệu suất đầu tư BCCL tháng 8						4,3%
Hiệu suất đầu tư VNINDEX (để so sánh)						0,7%

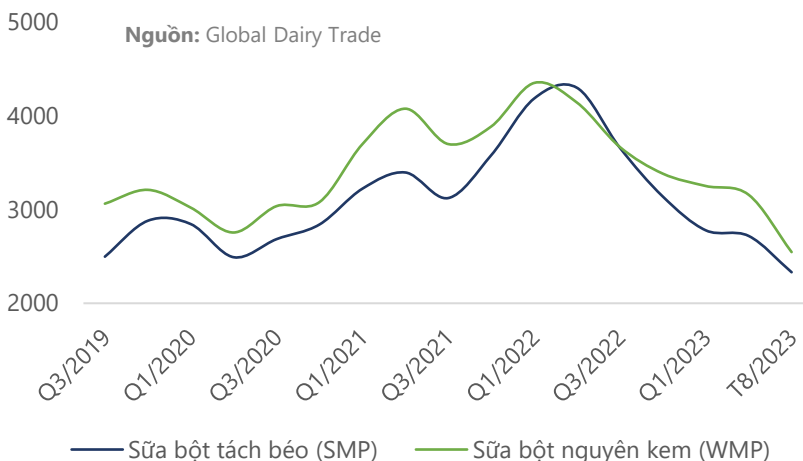
Danh mục khuyến nghị tháng 9

*Lưu ý: Trong trường hợp cổ phiếu luôn giao dịch ở mức giá cao hơn "giá mua mới tối đa", danh mục chiến lược DSC sẽ không mở vị thế (không áp dụng với các cổ phiếu "tiếp tục nắm giữ" do đã mua từ trước).

BCCL tháng 9	Khuyến nghị	Tỷ trọng	Giá mua mới tối đa*
ACB	Tiếp tục nắm giữ	15%	22
STB	Tiếp tục nắm giữ	10%	30
KBC	Tiếp tục nắm giữ	10%	33
DGC	Tiếp tục nắm giữ	10%	74
PTB	Tiếp tục nắm giữ	15%	56,5
MWG	Tiếp tục nắm giữ	10%	52
VNM	Mở vị thế	10%	80
BSR	Mở vị thế	10%	20,5
Tiền mặt	NA	10%	

Giá sữa bột giảm về mức thấp kỷ lục do Trung Quốc dư cung

Biểu đồ 9: Giá sữa bột nguyên kem và sữa bột tách béo (USD/tấn)



Giá nguyên vật liệu đầu vào giảm là động lực tăng trưởng lợi nhuận cho các doanh nghiệp ngành sữa trong 2023-2024...

Ảnh hưởng từ suy thoái kinh tế, lượng tiêu thụ sữa tươi của Trung Quốc giảm mạnh trong năm 2023. Do thiếu nguồn tiêu thụ, các nhà sản xuất Trung Quốc đã bắt buộc phải chuyển đổi sữa tươi thành sữa bột. Vào tháng 2, khi tình trạng dư cung trầm trọng nhất, mỗi ngày Trung Quốc chế biến khoảng 10.000 tấn sữa tươi thành sữa bột. Hiện tại, con số trung bình đã trở về mức 4.000 - 5.000 tấn/ngày.

Hàng năm, Trung Quốc nhập khẩu một lượng sữa bột đáng kể (năm 2022 Trung Quốc nhập 700 nghìn tấn sữa bột). Tuy nhiên, với tình trạng dư cung sữa bột năm 2023, Trung Quốc đã giảm đáng kể lượng nhập khẩu của mình. Từ đó, giá sữa bột giảm về mức thấp kỷ lục. Kết phiên 30/8/2023, **giá sữa bột tách béo đạt 2.333 USD/tấn, giá sữa bột nguyên kem đạt 2.548 USD/tấn, thấp nhất trong 5 năm trở lại.**

Ngoài giá sữa bột, giá thức ăn chăn nuôi, cụ thể hơn là Ngô, cũng đã cho thấy xu hướng giảm. Kết phiên 30/8/2023, giá ngô đạt ~6.300 VND/kg, thấp nhất trong vòng 3 năm trở lại. Với việc chi phí đầu vào giảm mạnh, **biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sữa dự phóng sẽ tăng đáng kể trong vòng 1 năm tới.**

Thách thức & Cơ hội: Mức độ tiêu thụ sữa ở VN còn thấp

Mặc dù với đặc thù là sản phẩm dinh dưỡng thiết yếu tuy nhiên tình hình kinh tế thiếu ổn định vẫn có thể gây ra các tác động bất lợi cho các ngành hàng tiêu dùng nói chung và ngành sữa nói riêng khi làm suy giảm mức độ tiêu thụ của thị trường. Cụ thể GDP bình quân 6 tháng đầu năm ước tính tăng 3,72% so với cùng kì năm trước, thấp hơn khá nhiều so với mục tiêu đề ra. Điều này không chỉ ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng trong nước mà còn ảnh hưởng đến thị trường xuất khẩu nhất là đối với các doanh nghiệp đang muốn mở rộng thị phần sang nước ngoài như VNM.

Trong năm 2023, quy mô ngành sữa Việt Nam đã đạt mức 5 tỷ USD và còn nhiều động lực tăng trưởng. Hiện mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người ở Việt Nam chỉ khoảng 27L/người/năm thấp hơn khá nhiều so với các quốc gia trong khu vực như Thái Lan, Singapore. Đặc biệt với nhu cầu ngày càng cao về các sản phẩm có lợi cho sức khỏe thì ngành sữa Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa đặc biệt là các mảng sản phẩm sữa thay thế như sữa chua, sữa ngũ cốc, sữa trái cây và sữa dành cho người lớn tuổi. Theo nhiều dự báo mức tiêu thụ bình quân sữa đầu người tại Việt Nam sẽ đạt 40 lít/người/năm vào 2030, tương đương tốc độ tăng trưởng kép khoảng 4% hàng năm.

Tiêu điểm cổ phiếu: VNM

Khuyến nghị: Mua

Giá mục tiêu: 89.600

Upside: 12%

Luận điểm đầu tư:

Biên lợi nhuận cải thiện do giảm giá nguyên vật liệu đầu vào.

Kỳ vọng tăng trưởng doanh thu do triển khai các dự án mới, thay đổi nhận diện.

Rủi ro đầu tư:

Nhu cầu tiêu thụ sữa tại Việt Nam, quốc tế yếu hơn kỳ vọng.

Giá sữa bột tăng cao trở lại trong năm 2024.

Kỳ vọng biên lợi nhuận mở rộng trong năm 2024

Như đã đề cập ở phần "Ngành Sữa", hiện giá các nguyên vật liệu đầu vào chính của VNM như sữa bột, thức ăn chăn nuôi đang có xu hướng giảm mạnh. Theo ước tính, sữa bột chiếm khoảng 60% giá nguyên liệu đầu vào của VNM. Do đầu năm VNM đã chốt giá sữa bột nhập khẩu cho đến giữa Q3/2023 nên doanh nghiệp chỉ có thể thực sự hưởng lợi từ giá sữa bột giảm kể từ Q4/2023.

Nếu giá sữa bột tiếp tục ổn định, hoặc chỉ tăng nhẹ 5 - 10% so với mức giá hiện tại, **DSC ước tính biên lợi nhuận gộp năm 2024 của VNM có thể sẽ đạt ~46%, tăng 50 điểm cơ bản so với biên lợi nhuận gộp ước tính năm 2023.**

Thay đổi nhận diện thương hiệu, đánh dấu thời kì mới

Biểu đồ 10: Logo cũ (trái) và mới (phải) của VNM



Đầu tháng 7 năm nay, Vinamilk đã công bố logo mới từ dạng phù hiệu (emblem) sang dạng biểu tượng (worldmark) đánh dấu bước đi đầu tiên trong chiến lược tái cấu trúc toàn phần. Chiến dịch thay đổi nhận diện của VNM đã rất thành công khi hình ảnh logo của VNM đã lan rộng khắp mạng xã hội vào thời điểm ra mắt. DSC kỳ vọng với chiến dịch này, VNM sẽ nâng rộng được độ phủ sóng, và thu hút được nhiều khách hàng tiềm năng hơn từ cả trong và ngoài nước, từ đó đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu trong năm 2024.

Đẩy mạnh phát triển sản phẩm mới

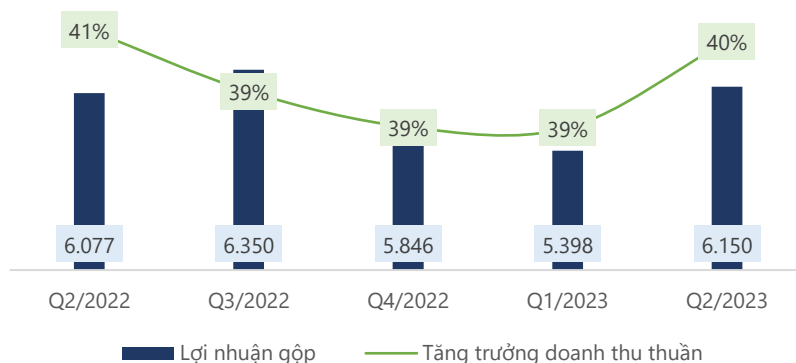
Không chỉ có thay đổi về mặt nhận diện, VNM cũng tích cực đẩy mạnh đầu tư vào các sản phẩm mới để đa dạng hóa mẫu mã sản phẩm của hãng. Cụ thể, trong những năm trở lại, VNM đã đẩy mạnh đầu tư các sản phẩm thay thế sữa như sữa hạt, phô mai, v.v. Trong năm 2023, sản phẩm Super Nut của VNM đã được vinh danh tại giải thưởng ngành sữa toàn cầu về đổi mới.

Trong năm 2024, VNM sẽ đưa vào hoạt động 2 dự án mới là "Tổ hợp chăn nuôi - Chế biến thịt bò Vinabeef" và "Tổ hợp Thiên đường sữa Mộc Châu". Dự án Vinabeef có quy mô ~ 3.000 tỷ sẽ giúp VNM thâm nhập thị trường thịt bò và dự kiến mang lại doanh thu ~2.500 tỷ/năm cho VNM. Dự án "Thiên đường sữa Mộc Châu" có quy mô 3.150 tỷ và dự kiến sẽ cung cấp ~20 triệu lít sữa tươi/năm trong giai đoạn 1 cho VNM. Ngoài cung cấp sữa, dự án này cũng là một điểm đến du lịch nhằm quảng bá thương hiệu của VNM đến với người tiêu dùng.

Với lượng tiền mặt lên tới 20.000 tỷ (tiền mặt & tiền gửi ngân hàng), VNM sẽ không mất thêm chi phí vay khi đầu tư vào các dự án nói trên.

KQKD bắt đầu cải thiện trong Q2/2023

Biểu đồ 11: Lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp VNM 2022 - 2023



(1) Giá nguyên vật liệu giảm và (2) Các dự án mới đi vào hoạt động sẽ là động lực tăng trưởng của Vinamilk trong 2024...

Q2/2023, VNM đạt lợi nhuận gộp ~6.150 tỉ đồng (+1,2%YoY) với mức biên lợi nhuận gộp 40,48%, chấm dứt xu hướng giảm biên lợi nhuận trong 4 quý liên tiếp. Điểm đáng lưu ý là Vinamilk đang chưa hưởng lợi hoàn toàn khi giá nguyên liệu đầu vào giảm khi mà doanh nghiệp vẫn đang sử dụng nguyên liệu được mua từ hồi đầu năm.

Từ Q3/2023, giá nguyên vật liệu đầu vào giảm giá sẽ phản ánh rõ ràng hơn trong KQKD của VNM. DSC dự phóng VNM có thể hưởng lợi từ xu hướng này ít nhất tới hết năm 2024 do (1) VNM tích trữ nguyên liệu cho một khoảng thời gian dài và (2) giá sữa bột dự kiến sẽ hồi phục chậm do nguồn cung dư thừa tại thị trường Trung Quốc.

Dự phóng KQKD & Định giá

Bảng 1: Dự phóng KQKD của VNM năm 2023 - 2024

tỷ VND	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	59.636	60.919	59.956	60.689	66.223
Giá vốn hàng bán	31.968	34.641	36.059	35.805	35.561
Lợi nhuận gộp	27.669	26.278	23.897	24.884	30.662
LNTT	13.519	12.922	10.496	11.333	13.904
LNST	11.236	10.633	8.578	9.296	11.401
Biên lãi gộp	46.4%	43.1%	39.9%	41%	46.3%

Với động lực từ (1) nguyên vật liệu giảm giá, (2) thay đổi nhận diện, tăng độ phủ sóng và (3) đẩy mạnh thâm nhập thị trường, DSC dự phóng VNM sẽ có sự cải thiện về mặt KQKD đáng kể trong năm 2024. Cụ thể, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần 2024F VNM đạt 66.223 tỷ, lợi nhuận gộp đạt 30.662 tỷ và LNST đạt 11.401 tỷ.

Dựa vào dự phóng trên, chúng tôi ước VNM sẽ đạt EPS Forward 12M (Q3/2023 - Q3/2024) là 5.200 VNĐ/cp tương ứng với P/E Forward là 15,1. Sử dụng mức P/E hợp lý 17,25 (25th percentile PE của VNM cho 5 năm trở lại), định giá của VNM đạt 89.600 VNĐ/cp, upside 12% so với giá mua tối đa của DSC là 80.000 VNĐ/cp.

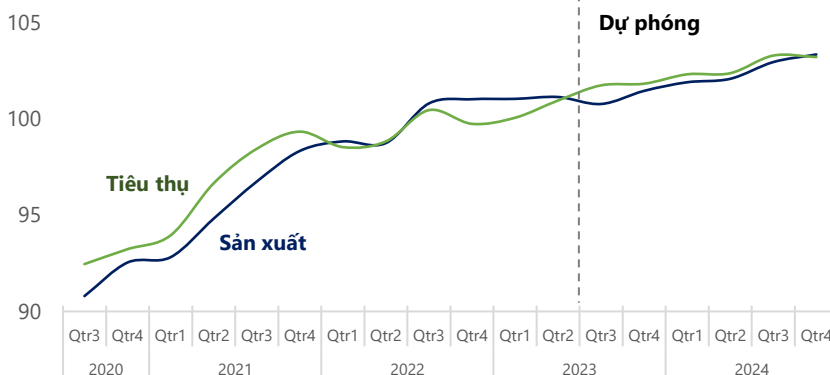
Nguồn cung thắt chặt là động lực chính khiến dầu tăng giá

Vào ngày 09/08/2023, giá dầu đã tăng 6 tuần liên tiếp từ \$72/thùng quay trở lại mốc \$87/thùng, cao nhất trong vòng 6 tháng qua. Nguyên nhân khiến giá dầu tăng mạnh trở lại tới từ 3 yếu tố:

- OPEC và các nước đồng minh (OPEC+) thống nhất về một thỏa thuận nhằm hạn chế nguồn cung năm 2024 trong cuộc họp chính sách tháng 6.
- Ả Rập Xê – Út và Nga, hai quốc gia khai thác dầu lớn thứ 2 và thứ 3 thế giới độc lập cắt giảm sản lượng sản xuất. Ả Rập Xê – Út đã cắt 1 triệu thùng dầu/ngày kể từ 20/7 và sẽ duy trì chính sách ít nhất tới hết tháng 10. Trong khi đó, Nga đã cắt 500.000 thùng/ngày và sẽ cắt thêm 300.000 thùng/ngày trong tháng tới.
- Nhu cầu tiêu thụ dầu tại các thị trường chủ chốt đang được kỳ vọng sẽ sớm khả quan trở lại. Đặc biệt là Mỹ (kinh tế vẫn tiếp tục tăng trưởng) và Trung Quốc (các chính sách kích thích nền kinh tế liên tục được ban hành).

Biểu đồ 12: Cân đối tiêu thụ / sản xuất dầu trên toàn cầu (triệu thùng)

Nguồn: EIA



Theo dự phóng của EIA (Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ), tình trạng thiếu hụt nguồn cung dầu thô sẽ kéo dài từ Q3/2023 tới Q3/2024 khi nguồn cung bị cắt giảm trong khi nhu cầu gia tăng, tạo điều kiện cho giá dầu dao động quanh mốc \$88 USD/thùng trong năm 2024.

Giá dầu dự phóng quay trở lại mốc \$90/thùng trong năm 2023

Bảng 2: Dự phóng giá dầu trung bình năm 2023 của một số tổ chức trên thế giới (USD/thùng)

	Goldman Sachs	EIA	Fitch	ING	ANZ Research	Trung bình
2023	86	83	80	90	90	85,8
2024	93	84	75	89	105	89,2

Với nguồn cung tiếp tục thắt chặt và nhu cầu tiêu thụ toàn cầu đang nhen nhóm các dấu hiệu phục hồi, DSC đánh giá rằng giá dầu thô có thể tiếp tục đà tăng trong nửa cuối năm 2023.

Cụ thể hơn, chúng tôi nhận định giá dầu thô Brent có thể trở lại mốc \$90/thùng vào cuối năm nay. Tuy nhiên, khả năng giá dầu quay lại mốc 100 USD/thùng là rất khó do cung/cầu thị trường hiện tại đã tương đối cân bằng và và rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu vẫn còn hiện hữu (FRED dự báo Mỹ có 70% khả năng bước vào suy thoái kinh tế từ tháng 2 năm 2024).



Do khối OPEC+ cắt giảm sản lượng và nhu cầu sản xuất tiêu dùng hồi phục nhẹ, giá dầu thô đã quay trở lại mốc \$89/thùng...

Tiêu điểm cổ phiếu: BSR

Khuyến nghị: Mua

Giá mục tiêu: 24.300

Upside: 18,5%

Luận điểm đầu tư:

Kinh tế phục hồi tạo điều kiện cho giá dầu tăng khi nguồn cung còn thắt chặt.

Thanh khoản sẽ cải thiện khi niêm yết tại HOSE.

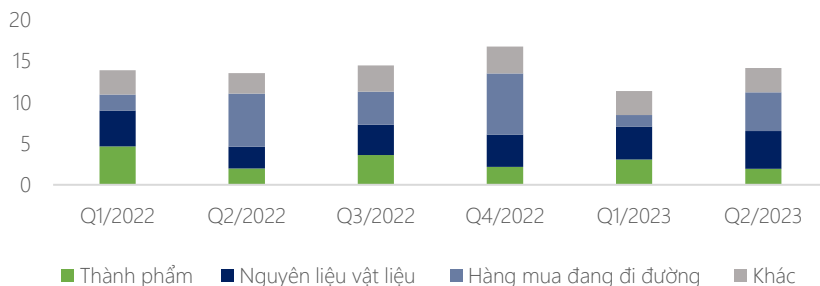
Rủi ro đầu tư:

Nền kinh tế cũng như nhu cầu tiêu thụ dầu phục hồi chậm hơn dự kiến.

BSR sẽ tạm thời ngừng hoạt động vào đầu năm 2024 để bảo dưỡng nhà máy.

Kỳ vọng kết quả kinh doanh nửa cuối 2023 khả quan hơn

Biểu đồ 13: Diễn biến hàng tồn kho đầu thô của BSR (Nguồn: BSR)



Lượng hàng tồn kho trong Q2/2023 đạt 14.106 tỷ, trong đó 14% là thành phẩm, 32% là nguyên vật liệu (đầu thô) và 33% là hàng hóa đã mua đang trên đường về (đầu thô), tăng mạnh so với quý 1 và tăng nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái. Đáng chú ý, BSR chỉ trích lập 79 tỷ dự phòng giảm giá cho hàng tồn kho trong quý 2, khẳng định hàng tồn kho phần lớn là đầu thô giá thấp.

Vì vậy, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của BSR trong Q3/2023 sẽ cải thiện từ 2-3% do (1) giá dầu có một đợt tăng mạnh từ 72 USD/thùng lên gần 90 USD/thùng trong tháng 8 vừa qua và (2) Crack Spread các sản phẩm xăng dầu tại khu vực châu Á đang phục hồi mạnh mẽ từ đáy tháng 5.

Biểu đồ 14: Diễn biến chỉ số Crack Spread xăng Mogas 92 Singapore và Brent

Lưu ý: Crack Spread chỉ giảm trong ngắn hạn do giá dầu thô tăng quá sức khiến giá xăng thành phẩm chưa kịp điều chỉnh.



Câu chuyện niêm yết tại sàn HOSE

Kế hoạch chuyển sàn của BSR đã được thông qua trong kỳ ĐHĐCĐ mới đây, tuy nhiên vẫn còn 1 tiêu chí chưa được đáp ứng trong tổng 9 tiêu chí để được niêm yết trên sàn HOSE, liên quan đến khoản nợ quá hạn gần 1.100 tỷ đồng của công ty con. Hiện BSR đang phối hợp với các cơ quan có thẩm quyền để đánh giá và giải quyết vướng mắc này. Chúng tôi kỳ vọng vấn đề này sẽ được giải quyết và BSR sẽ được chấp thuận niêm yết trên sàn HOSE trong nửa cuối năm 2023, giúp nâng cao tính minh bạch của công ty cũng như cải thiện tính thanh khoản của cổ phiếu.

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính doanh thu và lợi nhuận của BSR trong 2023 là 125.378 tỷ (-25% YoY) và 7.545 tỷ (-48% YoY). EPS 2023F là 2.433 VND/cp với P/E forward là 7,64 lần. Tổng thể vẫn sụt giảm đáng kể so với nền cao là năm ngoái nhưng sẽ tích cực hơn trong giai đoạn nửa cuối năm khi giá dầu tăng. Giá trị hợp lý của BSR trong 2023 là 24.300 VND/cp, **upside 18,5%** so với giá mua tối đa của DSC là 20.500 VND/cp.

Phụ lục: Hiệu suất đầu tư báo cáo chiến lược

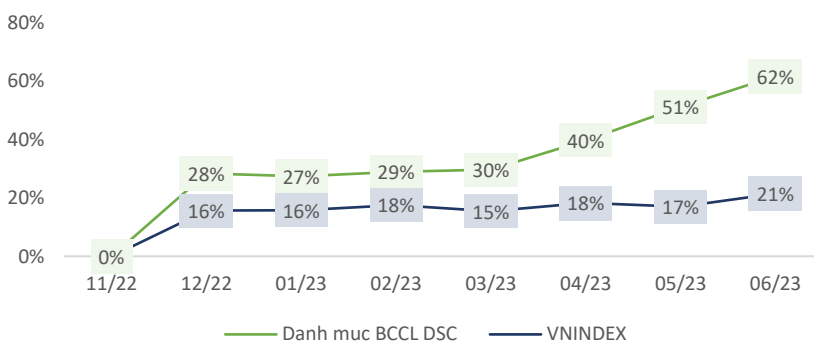
Ghi chú: Số báo cáo chiến lược đầu tiên DSC xuất bản là vào tháng 10/2022. Tuy nhiên, trong số T10/2022, chúng tôi nhận định thị trường xấu, không khuyến nghị đầu tư. Do vậy, hiệu suất sẽ được tính bắt đầu từ số T11/2022.

Phương pháp tính hiệu suất: Trước BCCL T6/2023, DSC không đề cập chi tiết thời gian nắm giữ và tỷ trọng. Do đó, để tính hiệu suất, DSC giả định phân bố tỷ trọng đều với tất cả mã được khuyến nghị.

Thông báo thay đổi cách khuyến nghị: Kể từ báo cáo chiến lược tháng 6, chúng tôi sẽ khuyến nghị rõ ràng hơn điểm mua cao nhất, tỷ trọng, và sẽ cập nhật hành động với các mã được khuyến nghị trong báo cáo cũ. **Để hoàn toàn minh bạch, tính toán hiệu suất đầu tư của chúng tôi sẽ được phân ra 2 thời kì (trước và sau T6/2023).**

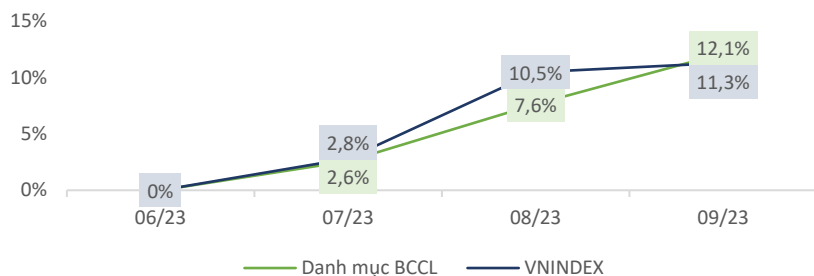
Hiệu suất đầu tư BCCL từ tháng 11/2022 đến tháng 6/2023

Biểu đồ 15: Hiệu suất đầu tư từ BCCL số tháng 11/2022 đến số tháng 6/2023



Hiệu suất đầu tư BCCL từ tháng 6/2023

Biểu đồ 16: Hiệu suất đầu tư danh mục BCCL từ số tháng 6/2023 đến nay



Các ngày được sử dụng để tính hiệu suất là các ngày xuất bản BCCL, không phải ngày đầu tháng

Lịch sử khuyến nghị báo cáo chiến lược

T8/2023	ACB, IDC, DGC, STB, KBC, PTB, MWG
T7/2023	ACB, HHV, IDC, MWG, KDH, SSI, DGC
T6/2023	VPB, POW, QNS, ACB, IDC, HHV, REE
T5/2023	VCI, DBC, IDC, STB, ACB, VPB, SSI, VND, VRE
T4/2023	DGW, IDC, NLG
T3/2023	STB, VIB, VPB, SSI, HPG
T2/2023	LPB, PHR, BMP
Triển vọng đầu tư 2023	VPB, VIB, PVD, PVS, PVT, QTP, POW, HND, PC1
T12/2022	PVT, HPG, NKG, PTB, GVR, BCM, VGC, IDC
T11/2022	BSR, DGC, REE, DCM, DPM, PVT

LỜI KẾT

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

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

Liên hệ

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm Vĩ Mô & Chiến lược
hiiep.nh@dsc.com.vn

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

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

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Nguyễn Quốc Văn,
Chuyên viên phân tích
van.nq@dsc.com.vn

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