

TRIỂN VỌNG 2024:
BÓNG TỐI TAN
DẦN, BÌNH MINH
LÓ DẠNG

MỤC LỤC

I

TIÊU ĐIỂM NĂM 2023

1. Tình hình vĩ mô 2023
2. Diễn biến dòng tiền 2023

II

DỰ BÁO NĂM 2024

1. Dự báo vĩ mô 2024
2. Dự báo dòng tiền 2024
3. Rủi ro tiềm ẩn

III

CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ 2024

1. Đẩy mạnh đầu tư công
2. Chuyển dịch chuỗi cung ứng
3. Phát triển TTCK hướng đến nâng hạng
4. Nhu cầu năng lượng hồi phục
5. Tín dụng cải thiện

IV

NGÀNH & CỔ PHIẾU

1. Xây dựng
2. Thép
3. Đá xây dựng
4. Bất động sản KCN
5. Dầu khí
6. Chứng khoán
7. Bán lẻ
8. Ngân hàng
9. Logistic

I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG 2023

I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

1. TÌNH HÌNH VĨ MÔ 2023

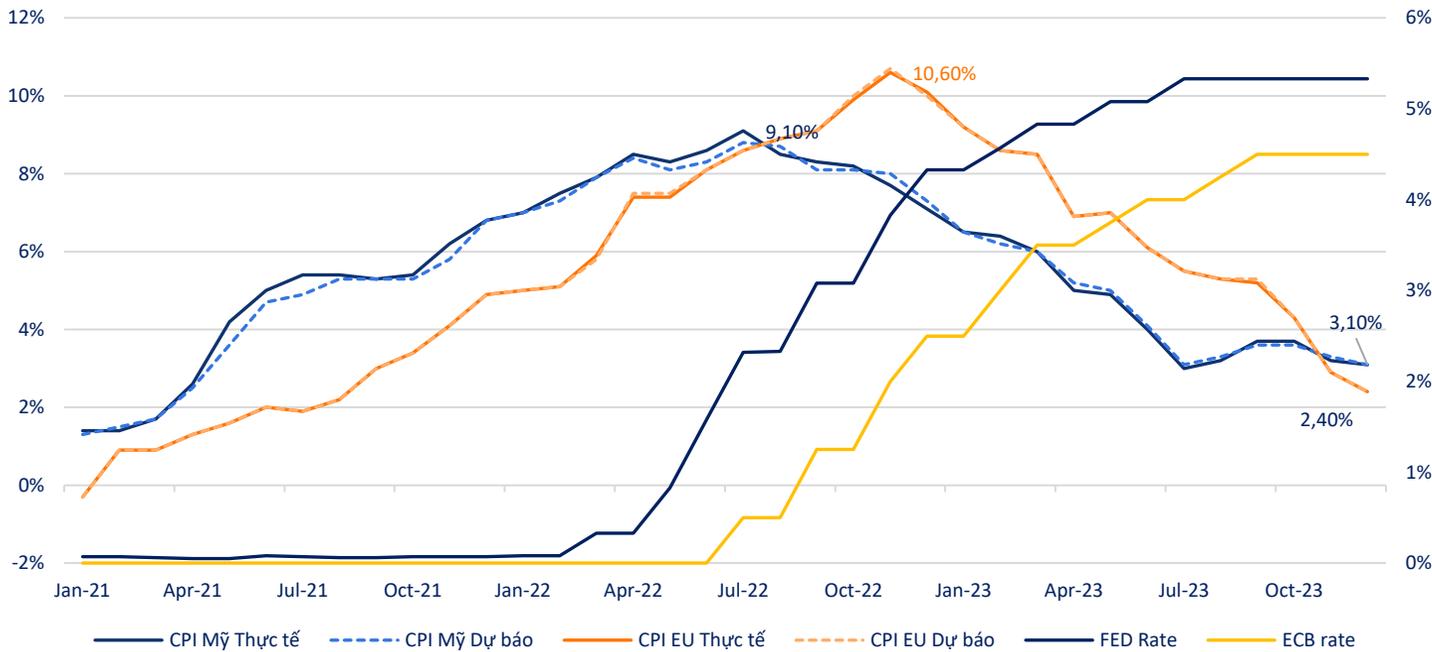
a. Vĩ mô thế giới đối mặt với nhiều bất ổn

Các nước phương Tây, tiêu biểu là Mỹ duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt để kiểm soát lạm phát

Năm 2023, FED và ECB tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt để hướng đến kiểm soát hoàn toàn lạm phát với 3 lần nâng lãi suất và tổng mức tăng lần lượt là 1% và 2%. Việc tăng lãi suất đã có hiệu quả trong việc kiểm soát lạm phát khi CPI so với cùng kỳ của Mỹ và EU lần lượt giảm mạnh từ mức đỉnh 9,1% và 10,6% xuống chỉ còn 3,1% và 2,4% vào cuối năm 2023.

Tuy nhiên, việc liên tục thắt chặt chính sách tiền tệ của Mỹ và ECB lại tạo ra tác động không tốt lên tăng trưởng kinh tế toàn cầu khi hoạt động sản xuất kinh doanh dần thu hẹp do giá vốn vay cao, góp phần làm suy giảm tổng cầu thế giới.

CPI yoy và lãi suất điều hành tại Mỹ và Châu Âu



Chỉ số Dollar index



Sản xuất công nghiệp thu hẹp tại Mỹ và Châu Âu



Nguồn: VFS tổng hợp; Tradingeconomy

I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

1. TÌNH HÌNH VĨ MÔ 2023

a. Vĩ mô thế giới đối mặt với nhiều bất ổn

Kinh tế Trung Quốc trì trệ hậu Covid-19

Năm 2023, nền kinh tế Trung Quốc hồi phục chậm với tăng trưởng GDP 2023 ước đạt 5,20% yoy khi phải đối mặt với nhiều vấn đề lớn như cuộc khủng hoảng thị trường bất động sản, suy giảm tiêu dùng. Đây là mức tăng trưởng thấp hơn mức trung bình 6% trong vòng 10 năm trở lại đây và thấp hơn nhiều mức tăng trưởng khoảng 10% giai đoạn đầu những năm 2000.

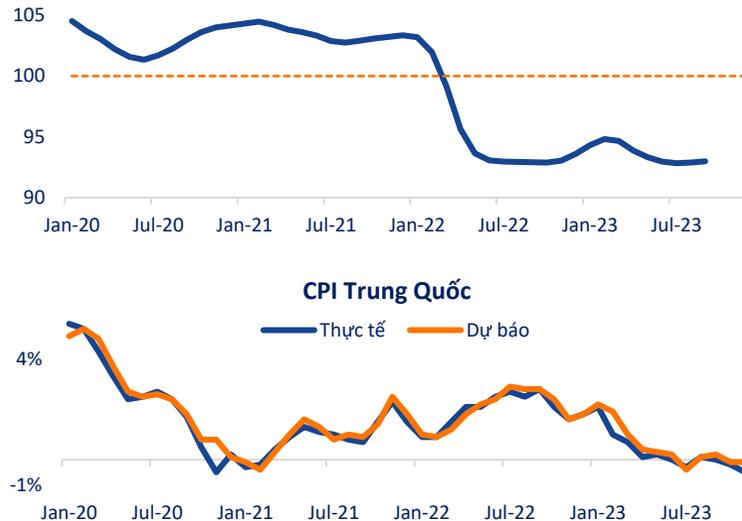
Ngành bất động sản, một trong những đầu tàu kinh tế của Trung Quốc, suy yếu nghiêm trọng. Việc vay vốn bị siết chặt trong khi thanh khoản thị trường thấp khiến các doanh nghiệp trong ngành chịu áp lực tài chính, thậm chí là vỡ nợ, phá sản tiêu biểu như trường hợp của Evergrande hay Country Garden. Điều này khiến dòng vốn bị tắc nghẽn, ảnh hưởng nặng nề đến nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới.

Chỉ số CCI Trung Quốc duy trì biến động dưới ngưỡng 100 thể hiện việc tiêu dùng nội địa, hồi phục yếu hơn kỳ vọng sau đại dịch Covid-19, tiếp tục chịu ảnh hưởng bởi khủng hoảng bất động sản khi 70% tài sản của người dân đều gắn với bất động sản.

Giao dịch BĐS nhà ở tại Trung Quốc sụt giảm mạnh từ cuối quý 1/2023



Chỉ số niềm tin người tiêu dùng (CCI) Trung Quốc

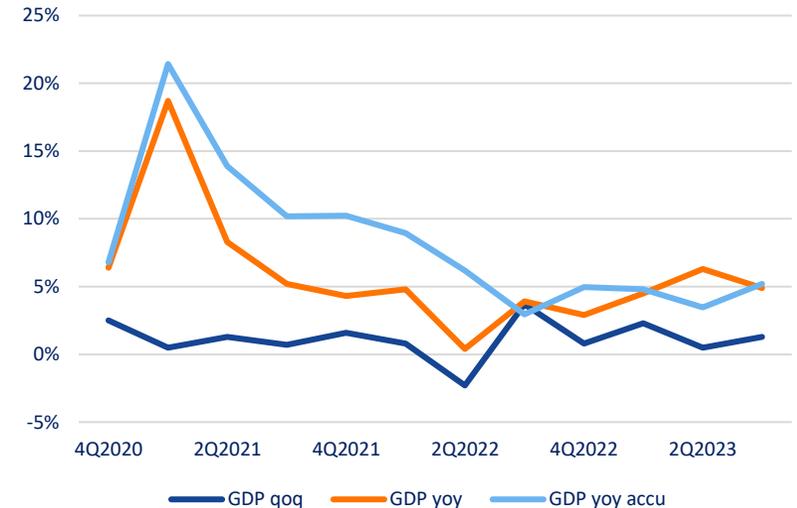


CPI Trung Quốc

— Thực tế — Dự báo



Tăng trưởng GDP Trung Quốc



Nguồn: VFS tổng hợp; Tradingeconomy

I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

1. TÌNH HÌNH VĨ MÔ 2023

a. Vĩ mô thế giới đối mặt với nhiều bất ổn

Xung đột địa chính trị gây ra sự đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu, khiến giá cả hàng hóa leo thang

Năm 2023, xung đột địa chính trị tiếp tục leo thang. Cuộc chiến giữa Nga và Ukraine chưa kịp có dấu hiệu hạ nhiệt thì các xung đột mới đã nảy ra như Israel – Hamas, Mỹ - Phiến quân Houthi tại Biển Đỏ.

Các xung đột địa chính trị diễn ra khiến chuỗi cung ứng toàn cầu bị ảnh hưởng khi các biện pháp trừng phạt kinh tế được áp đặt và chiến tranh xảy ra liên miên kìm hãm hoạt động sản xuất, vận chuyển. Đây là lí do khiến giá dầu trở nên bất ổn định, và giá vàng tăng mạnh trong những tháng cuối năm 2023. Trong đó, việc giá dầu neo ở mức cao và vẫn ghi nhận những nhịp tăng mạnh khiến lạm phát trở nên khó kiểm soát hơn tại nhiều quốc gia trên thế giới.

Các xung đột nhỏ lẻ nhưng khiến cục diện thế giới phân mảnh rõ rệt về 2 nhóm là Mỹ - Israel – NATO và Nga – Iran. Sự bất ổn địa chính trị thế giới đã dẫn đến sự mất an ninh lương thực trên khắp Châu Phi và Trung đông, đồng thời làm ảnh hưởng đến an ninh lương thực toàn cầu.

Diễn biến giá dầu và giá vàng



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiiipro

I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

1. TÌNH HÌNH VĨ MÔ 2023

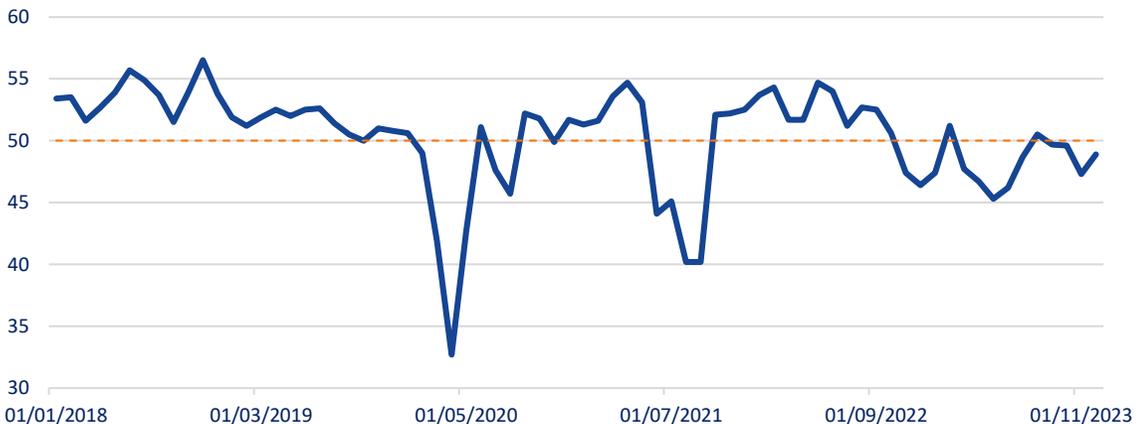
b. Vĩ mô Việt Nam chịu nhiều tác động từ vĩ mô thế giới

Hoạt động sản xuất công nghiệp diễn ra ảm đạm

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) năm 2023 dần cải thiện về cuối năm và tăng 1,5% so với cùng kỳ năm trước, nhưng lại là năm có tốc độ tăng thấp nhất trong 12 năm gần đây. Trong đó, có 2/4 số ngành công nghiệp cấp 1 quan trọng giảm sâu, tăng mức thấp so cùng kỳ năm trước (ngành khai khoáng giảm 3,9%; ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 1,6% so cùng kỳ, cũng là năm có tốc độ tăng thấp nhất trong 12 năm gần đây; ngành sản xuất, phân phối điện tăng 3,5%; ngành cung cấp nước và xử lý nước thải, rác thải tăng 5,8%). Tình hình kinh tế thế giới tiếp tục gặp nhiều khó khăn, biến động khó lường, lạm phát các nước mặc dù hạ nhiệt những vẫn ở mức cao. Trong nước, đơn hàng sản xuất giảm, kim ngạch xuất khẩu giảm. Vì vậy, ngành công nghiệp cũng bị ảnh hưởng theo xu hướng chung, đặc biệt là ngành chế biến chế tạo.

Ngoài ra, chỉ số Nhà Quản trị Mua hàng - (PMI) của Việt Nam kết thúc năm tại giá trị 48,9, đồng thời, ¾ thời gian năm 2023, chỉ số PMI đều biến động thấp hơn hoặc bằng ngưỡng 50. Điều này cho thấy nhu cầu yếu khiến số lượng đơn đặt hàng mới của các nhà sản xuất Việt Nam trong năm 2023 vẫn thấp, từ đó sản lượng đã giảm ở mức đáng kể hơn. Các công ty cũng cắt giảm việc làm và hoạt động mua hàng, đồng thời cũng tỏ ra ngại trong việc tích trữ hàng tồn kho.

Chỉ số nhà quản trị mua hàng PMI



Chỉ số sản xuất công nghiệp IIP so với cùng kỳ



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro

I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

1. TÌNH HÌNH VĨ MÔ 2023

b. Vĩ mô Việt Nam chịu nhiều tác động từ vĩ mô thế giới

Xuất nhập khẩu suy giảm

Hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam năm 2023 không đạt được như kỳ vọng do sự suy giảm của tổng cầu và tác động từ sự bất ổn của vĩ mô thế giới. Cụ thể:

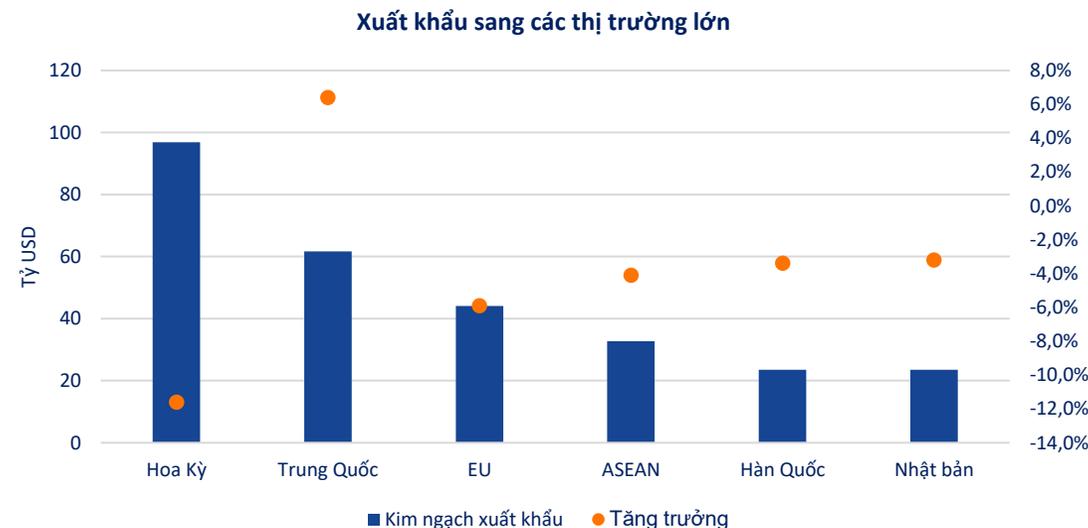
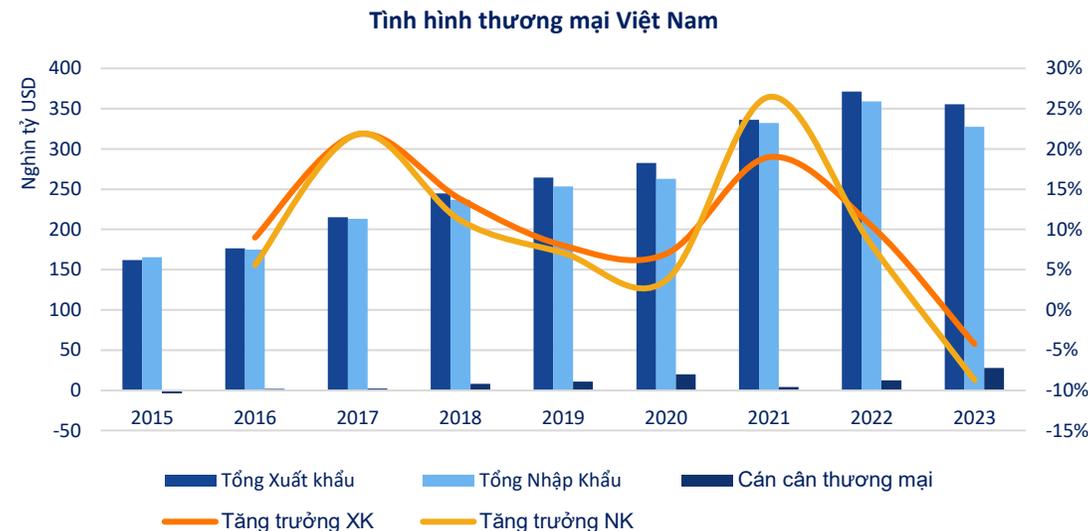
- Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa năm 2023 ước đạt 327,5 tỷ USD, giảm 8,9% so với năm trước, trong đó khu vực kinh tế trong nước đạt 117,29 tỷ USD, giảm 7,2%; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đạt 210,21 tỷ USD, giảm 9,8%.

- Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa năm 2023 ước đạt 355,5 tỷ USD, giảm 4,4% so với năm trước. Trong đó, khu vực kinh tế trong nước đạt 95,55 tỷ USD, giảm 0,3%, chiếm 26,9% tổng kim ngạch xuất khẩu; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (kể cả dầu thô) đạt 259,95 tỷ USD, giảm 5,8%, chiếm 73,1%.

Trong số 4 nhóm hàng xuất khẩu chính, nhóm hàng nông sản, lâm sản là nhóm hàng duy nhất tăng trưởng dương. Tính chung cả năm 2023, tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu nhóm hàng ước đạt 28,15 tỷ USD, tăng 12,9% so với năm 2022.

Trong năm 2023, nhóm hàng điện tử, máy tính và linh kiện gặp nhiều khó khăn trong 9 tháng đầu năm nhưng đã nỗ lực hồi phục trong những tháng cuối năm và kết thúc năm 2023 với mức tăng 3,3% so với năm 2022, chiếm tỷ trọng 16,1% trong tổng kim ngạch xuất khẩu.

Về thị trường xuất khẩu, Trung Quốc là thị trường duy nhất trong số các thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam đạt mức tăng trưởng dương là 6,4% cả năm 2023, trong khi các thị trường lớn khác đều giảm. Tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu của Việt Nam với Trung Quốc trong năm 2023 ước đạt 173,2 tỷ USD, là thị trường có quan hệ thương mại hai chiều lớn nhất với Việt Nam.



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro

I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

1. TÌNH HÌNH VĨ MÔ 2023

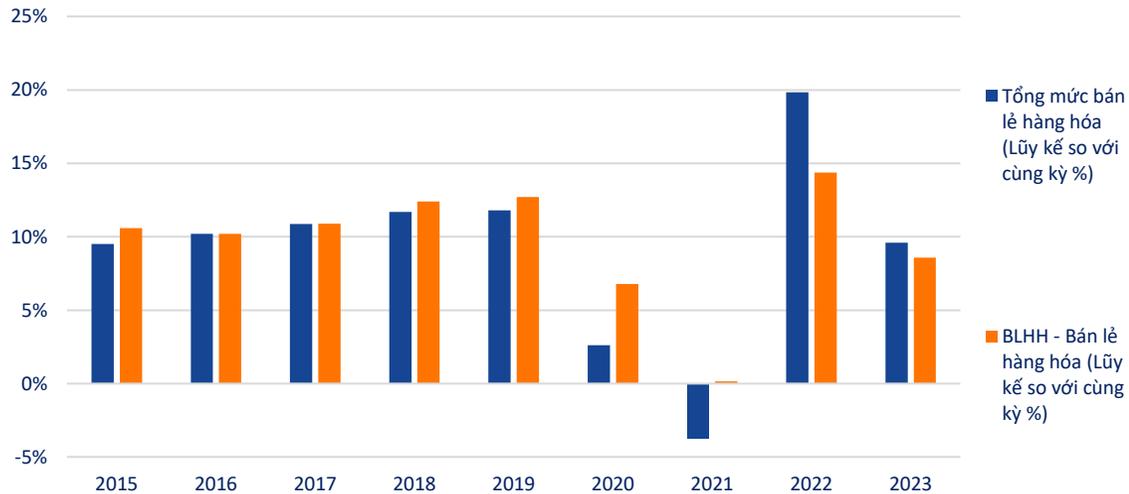
b. Vĩ mô Việt Nam chịu nhiều tác động từ vĩ mô thế giới

Bán lẻ hàng hóa hồi phục chậm, chưa về mức trước dịch

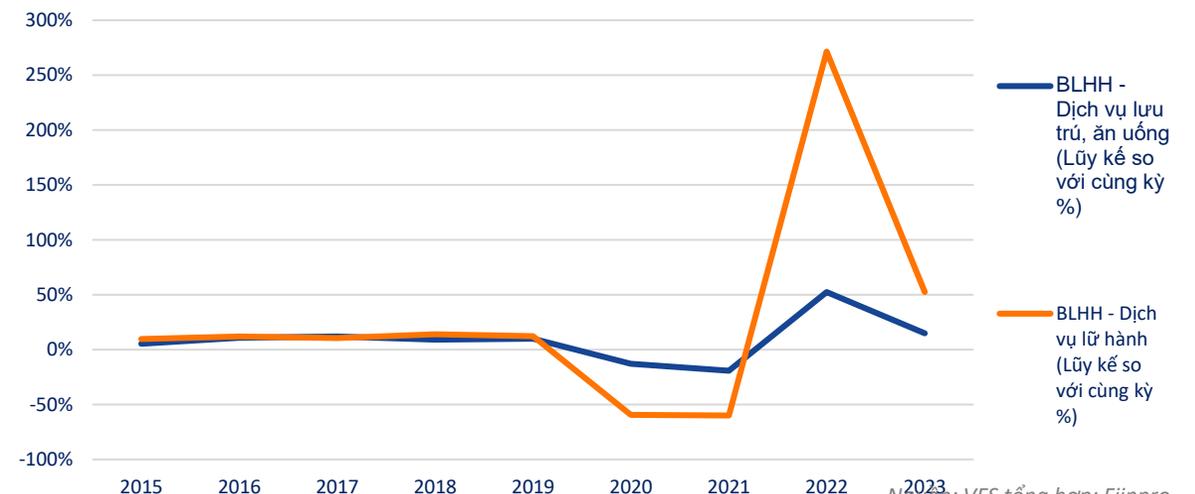
- Doanh thu bán lẻ hàng hóa năm 2023 ước đạt 4.858,6 nghìn tỷ đồng, chiếm 78% tổng mức bán lẻ và tăng 8,6% so với năm trước (loại trừ yếu tố giá tăng 6,9%). Mặc dù duy trì đà tăng nhưng đây cũng là mức tăng trưởng thấp nhất trong 5 năm trở lại đây nếu loại trừ 2 năm 2021 và 2022 bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19. Và đây cũng là mức tăng trưởng thấp hơn mức tăng trưởng trung bình 11,36% trong 5 năm trước dịch. Nhu cầu tiêu dùng nội địa yếu do thu nhập của người dân bị ảnh hưởng tiêu cực bởi tình hình xuất khẩu khó khăn, hoạt động sản xuất kinh doanh trì trệ, cộng hưởng với gánh nặng từ môi trường lãi suất cao và tín dụng thắt chặt bởi các công ty tài chính tiêu dùng.

- Trong khi đó, Dịch vụ lưu trú, ăn uống và Dịch vụ lữ hành lại là điểm sáng với mức tăng trưởng cao, lần lượt là 14,71% và 52,46% so với mức nền cao 2022. Hoạt động du lịch hồi phục tốt hơn với số khách du lịch vượt kế hoạch nhờ phát triển đa dạng hệ thống sản phẩm du lịch, tạo điều kiện thuận lợi cho việc xuất nhập cảnh và chấn hưng văn hóa, đưa các di sản trở thành những sản phẩm du lịch độc đáo, chuyên biệt, hấp dẫn.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa tăng trưởng chậm lại



Dịch vụ lưu trú, ăn uống và Dịch vụ lữ hành tiếp đà hồi phục nhờ du lịch



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro

I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

1. TÌNH HÌNH VĨ MÔ 2023

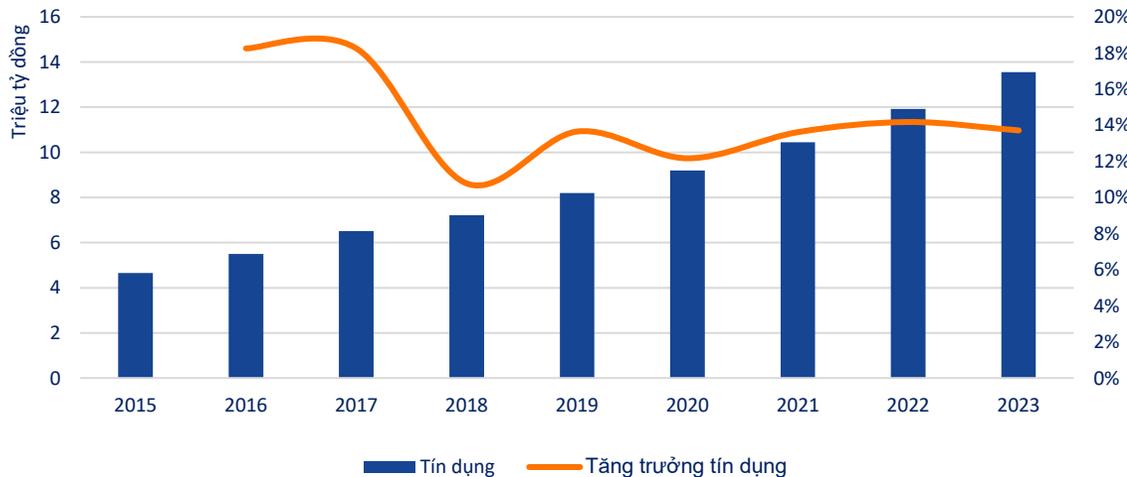
b. Vĩ mô Việt Nam chịu nhiều tác động từ vĩ mô thế giới

Tăng trưởng tín dụng trì trệ trong những tháng đầu năm

Tính chung cả năm 2023, tổng dư nợ tín dụng nền kinh tế đạt khoảng 13,56 triệu tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng tín dụng là 13,71% thấp hơn mức mục tiêu là khoảng 14% - 15% do: (1) Hoạt động đầu tư, sản xuất kinh doanh, tiêu dùng giảm, dẫn tới cầu tín dụng của người dân, doanh nghiệp giảm tương ứng; (2) Một số nhóm khách hàng (chủ yếu là nhóm doanh nghiệp nhỏ và vừa) có nhu cầu nhưng chưa đáp ứng điều kiện vay vốn do tình hình tài chính còn nhiều vấn đề; (3) Thị trường bất động sản khó khăn trong khi tín dụng ngành này lại chiếm tỷ trọng lớn khoảng 21% trong tổng tín dụng chung; (4) Lãi suất cho vay từ hệ thống ngân hàng thương mại vẫn duy trì ở mức cao, có độ trễ so với mức giảm của lãi suất huy động.

Giai đoạn cuối năm tăng trưởng tín dụng có khởi sắc hơn đặc biệt là trong tháng 12/2023 khi tăng tới 4,56% mức tăng mạnh nhất trong 5 năm trở lại đây nhưng cũng không bù đắp được sự chậm chạp trong giai đoạn đầu. Mặt khác, tín dụng tăng mạnh trong tháng cuối năm có thể là tín hiệu khởi đầu cho sự khởi sắc của nền kinh tế cũng như việc giảm lãi suất huy động giai đoạn đầu năm bắt đầu phản ánh rõ nét dần vào cuối năm 2023 và dự báo là cả năm 2024.

Tăng trưởng tín dụng giai đoạn 2015 - 2023



Diễn biến tín dụng trong năm 2023



I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

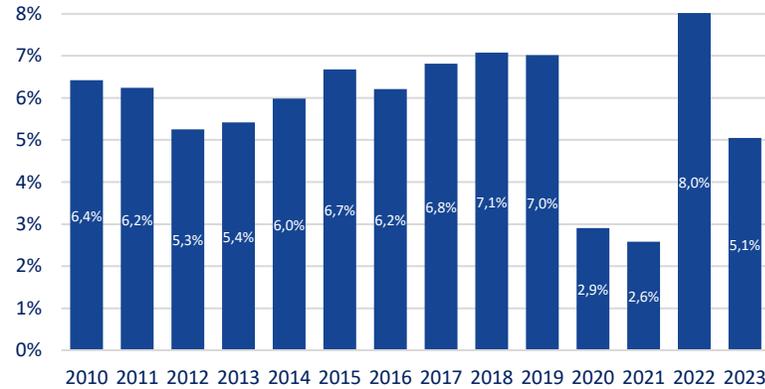
1. TÌNH HÌNH VĨ MÔ 2023

b. Vĩ mô Việt Nam chịu nhiều tác động từ vĩ mô thế giới

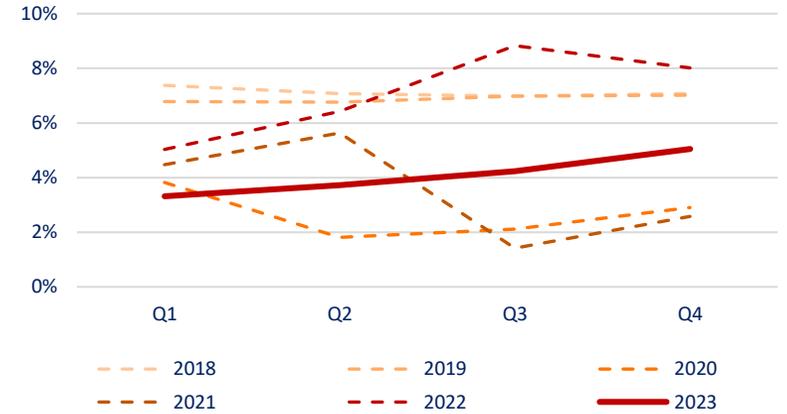
Kinh tế tăng trưởng chậm hơn kỳ vọng

Tăng trưởng GDP Việt Nam 2023 ước đạt 5,05% yoy, mức tăng trưởng thấp thứ 3 trong 10 năm trở lại đây, chỉ cao hơn tăng trưởng GDP 2 năm 2020 và 2021 (2 năm chịu ảnh hưởng của đại dịch Covid-19). Sau năm 2022 hồi phục mạnh từ nền thấp, tăng trưởng GDP chậm lại rõ rệt ngay từ đầu năm nhưng dần ghi nhận sự cải thiện về cuối năm nhờ những điều chỉnh về chính sách kịp thời của Chính phủ.

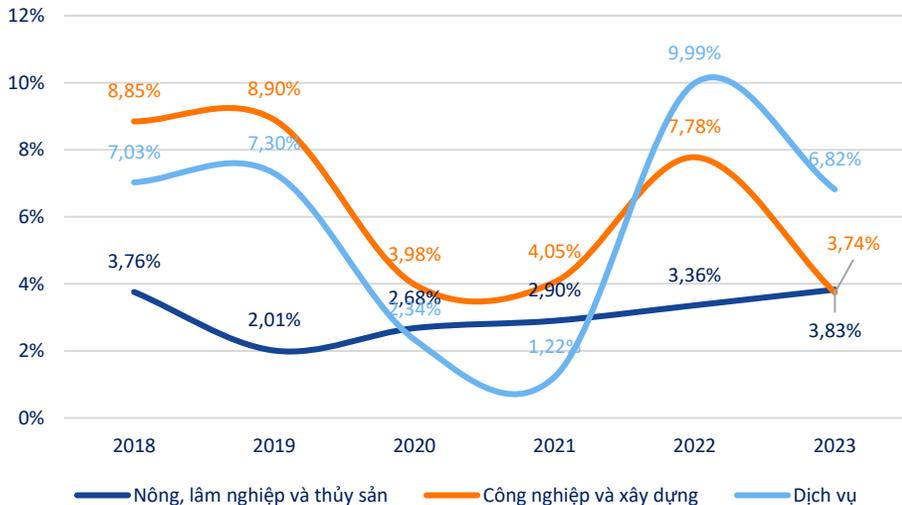
Tăng trưởng GDP



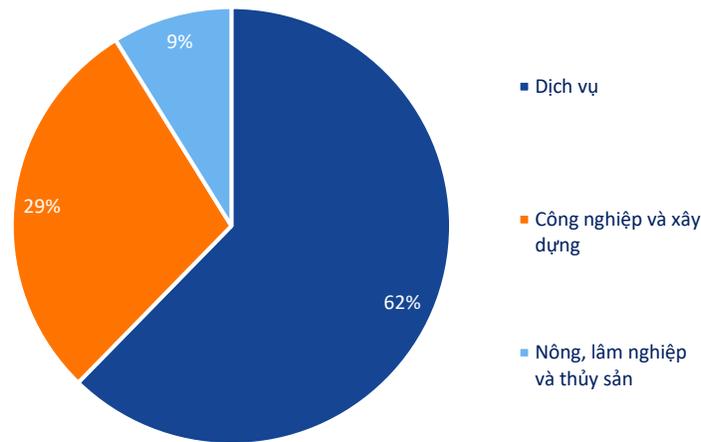
Tăng trưởng yoy GDP lũy kế theo quý 2015 - 2023



Tăng trưởng GDP yoy theo khu vực kinh tế giai đoạn 2018 - 2023



Tỷ trọng trong cơ cấu GDP



Trong đó, sự chậm lại rõ rệt của khu vực kinh tế lớn là Công nghiệp & Xây dựng và Dịch vụ (chiếm hơn 90% tổng GDP Việt Nam) là nguyên nhân dẫn đến việc nền kinh tế tăng trưởng không đạt kỳ vọng.

Cụ thể, khu vực Công nghiệp và Xây dựng tăng 3,74% yoy, mức tăng thấp nhất trong 5 năm gần nhất khi hoạt động sản xuất công nghiệp diễn ra ảm đạm. Đồng thời, khu vực Dịch vụ cũng chỉ tăng 6,82% yoy, thấp hơn mức tăng trưởng trước đại dịch Covid-19 (khoảng 7%) khi nhu cầu tiêu dùng trong nước tăng chậm.

I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

1. TÌNH HÌNH VĨ MÔ 2023

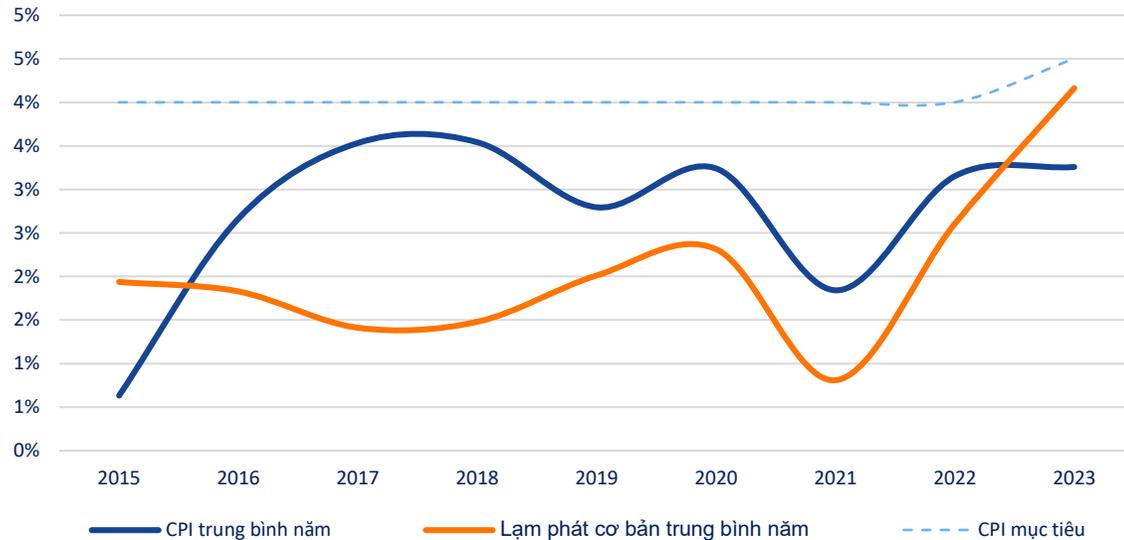
b. Vĩ mô Việt Nam chịu nhiều tác động từ vĩ mô thế giới

Lạm phát ổn định, tỷ giá được kiểm soát chặt chẽ

CPI Việt Nam bình quân năm 2023 tăng 3,26% yoy, được kiểm soát tốt dưới mức mục tiêu 4,5% của Chính phủ đề ra. Giá xăng dầu trong nước năm 2023 giảm 11,02% yoy và giá gas giảm 6,94% yoy là yếu tố kiềm chế tốc độ tăng của CPI.

Một số yếu tố như chỉ số giá nhóm giáo dục tăng 7,44% yoy do một số địa phương tăng học phí theo lộ trình, chỉ số giá nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng tăng 6,58% yoy do giá nguyên vật liệu tăng, hay giá điện và giá dịch vụ y tế tăng đều có tác động mạnh lên chỉ số giá tiêu dùng. Điều này được thể hiện rõ rệt khi lạm phát cơ bản (chỉ số giá loại trừ nhóm năng lượng và lương thực) trung bình cả năm 2023 của Việt Nam tăng 4,16% yoy.

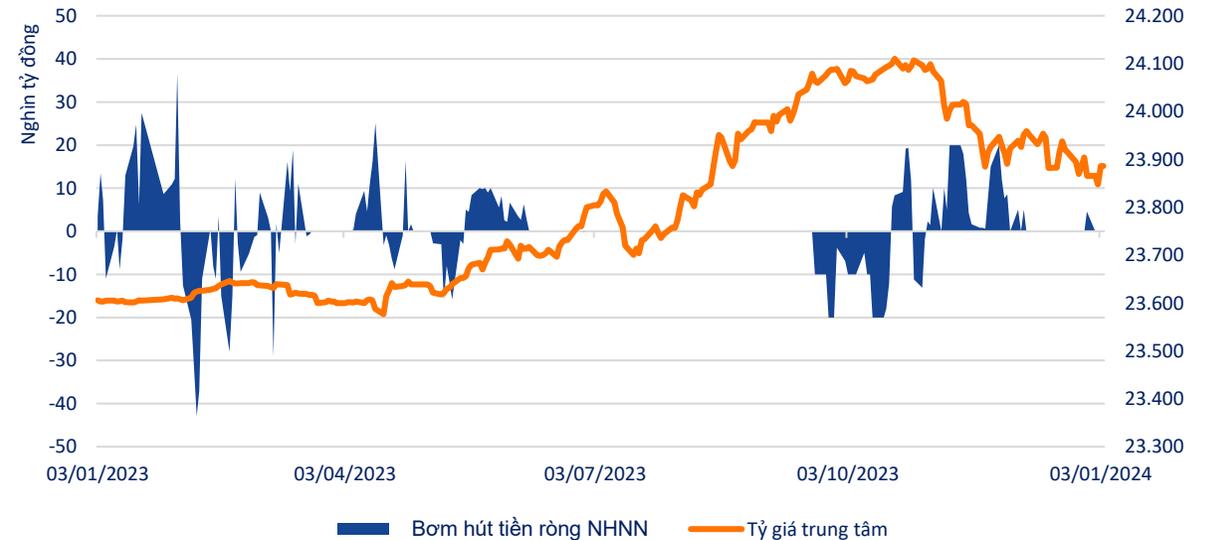
Lạm phát Việt Nam trung bình từng năm giai đoạn 2015 - 2023



Tỷ giá trung tâm năm 2023 được kiểm soát tốt khi không biến động quá mạnh và tính đến cuối năm tăng 4,34% yoy từ 23.775 đồng lên 24.770 đồng bất chấp việc tỷ giá tiền đồng chịu áp lực lớn. Ciệc FED duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt làm gia tăng giá trị đồng USD, chênh lệch lãi suất USD - VND trên thị trường liên ngân hàng, và chênh lệch lãi suất huy động USD trong nước và nước ngoài.

Ngân hàng nhà nước đã thực hiện điều chỉnh chính sách kịp thời sát với biến động thị trường nhằm bình ổn tỷ giá thông qua việc hút tiền bằng tín phiếu như trong giai đoạn giữa tháng 2 – đầu tháng 3 và đợt phát hành tín phiếu mạnh với tổng giá trị 361 nghìn tỷ đồng giai đoạn cuối tháng 9 – đầu tháng 11.

Diễn biến tỷ giá 2023



I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

1. TÌNH HÌNH VĨ MÔ 2023

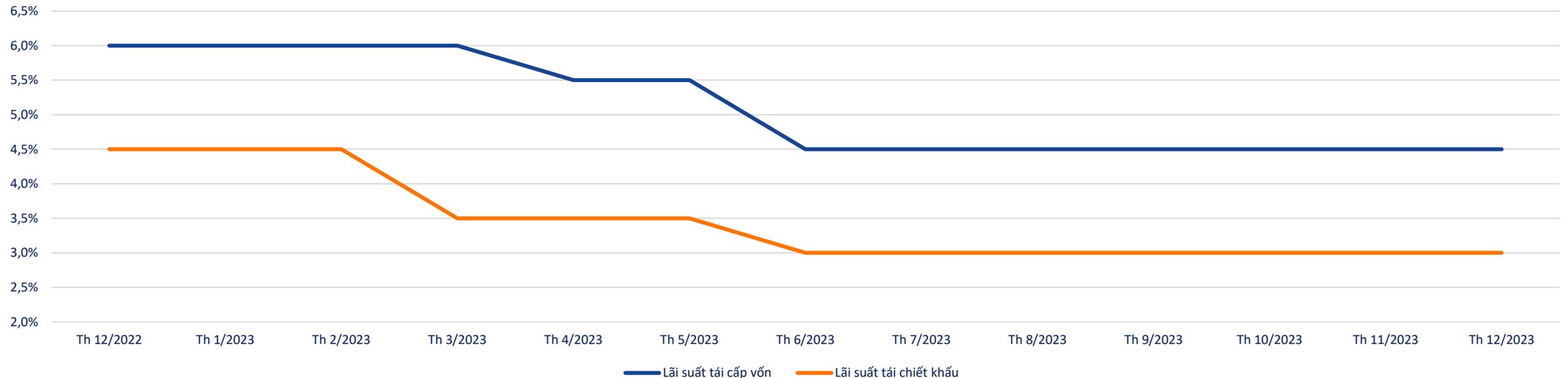
b. Vĩ mô Việt Nam chịu nhiều tác động từ vĩ mô thế giới

Chính sách tiền tệ tiếp tục nới lỏng để hỗ trợ nền kinh tế

Trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế chậm lại trong những tháng đầu năm, NHNN đã 4 lần giảm lãi suất điều hành trong năm 2023 để hỗ trợ nền kinh tế với tiền đề là lạm phát và tỷ giá được kiểm soát chặt chẽ. Cụ thể, lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn đều giảm 1,5% trong năm 2023 từ lần lượt 4,5% và 6% xuống 3% và 4,5%. Trong đó, lãi suất tái chiết khấu giảm 1% vào tháng 2/2023 và giảm thêm 0,5% vào tháng 5/2023. Lãi suất tái cấp vốn giảm 0,5% vào tháng 3/2023 và giảm tiếp 1% vào tháng 5/2023.

Việc giảm lãi suất điều hành xuống mức thấp hơn hướng tới giảm chi phí vay, tăng cơ hội đầu tư cho các doanh nghiệp và cá nhân, từ đó thúc đẩy chi tiêu và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Đồng thời, điều này có thể làm giảm áp lực lãi suất trên thị trường tài chính, giảm giá trị đồng tiền, tạo điều kiện thuận lợi cho xuất khẩu.

Diễn biến lãi suất điều hành



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro

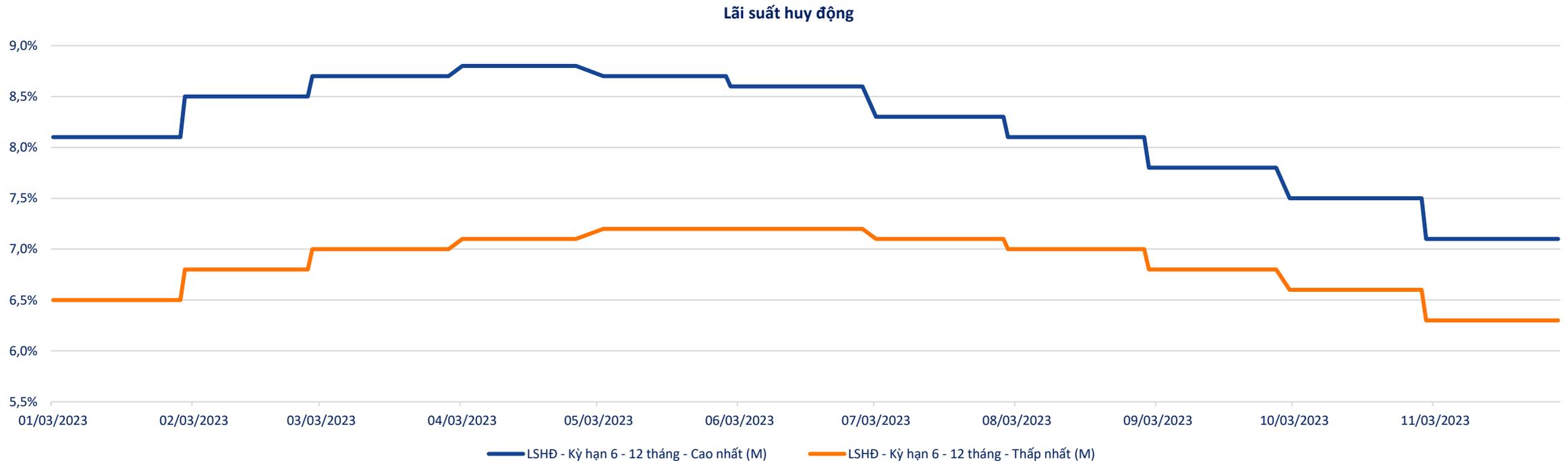
I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

2. DÒNG TIỀN 2023

a. Chính sách tiền tệ nới lỏng tạo ra dòng vốn giá rẻ trong nền kinh tế

Năm 2023 đã chứng kiến đà giảm liên tục của lãi suất huy động giảm xuống mức đáy kể từ đại dịch Covid 19. Khi đến hết tháng 12/2023, Vietcombank có lãi suất huy động thấp nhất thị trường (4,8%/năm). Con số này tại BIDV, VietinBank và Agribank cùng là 5%/năm. Nguyên nhân chính là do nhu cầu vay vốn của cả người dân và doanh nghiệp đều suy giảm nặng nề trong bối cảnh kinh tế khó khăn, dẫn đến dư thừa thanh khoản hệ thống.

=> Mặc dù việc liên tục giảm lãi suất tạo ra nguồn vốn rẻ, theo lý thuyết sẽ tác động tích cực lên thị trường chứng khoán tuy nhiên nguồn vốn rẻ vẫn chưa thấm thía vào thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2023. VFS kỳ vọng nguồn vốn rẻ sẽ bắt đầu thấm dần vào nền kinh tế và các kênh đầu tư trong năm 2024.



Nguồn: FiinPro, VFS tổng hợp

I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

2. DÒNG TIỀN 2023

b. Dòng tiền đầu tư chảy mạnh vào kênh vàng và hờ hững với thị trường Bất động sản trước những bất ổn của bối cảnh vĩ mô

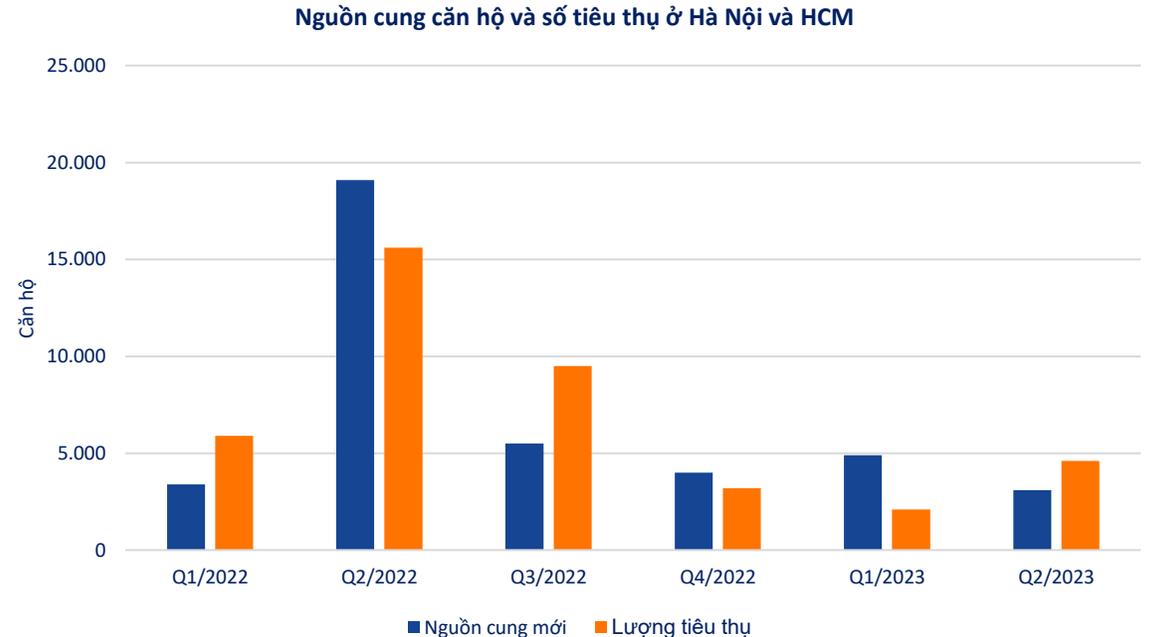
Giá vàng đạt ngưỡng 80 triệu VNĐ/lượng, đạt mức cao nhất chưa từng có trong lịch sử

Trong khi hầu hết các kênh đầu tư khác đều đang gặp khó khăn: môi trường lãi suất thấp, thị trường BĐS ảm đạm, chứng khoán vào nhịp điều chỉnh... Vàng trở thành điểm đến thu hút nhà đầu tư cá nhân trong nước, giá vàng càng lên cao càng trở nên hấp dẫn tạo thành cơn sốt vàng trong cuối 2023.



Thanh khoản bất động sản có sự phục hồi nhẹ nhưng vẫn còn khá ảm đạm

Tổng nguồn cung và số lượng căn hộ hấp thụ ở Hà Nội và TP Hồ Chí Minh đã có sự phục hồi nhẹ trong quý 2/2023 nhưng vẫn ở mức rất thấp so với năm 2021 và đầu năm 2022.



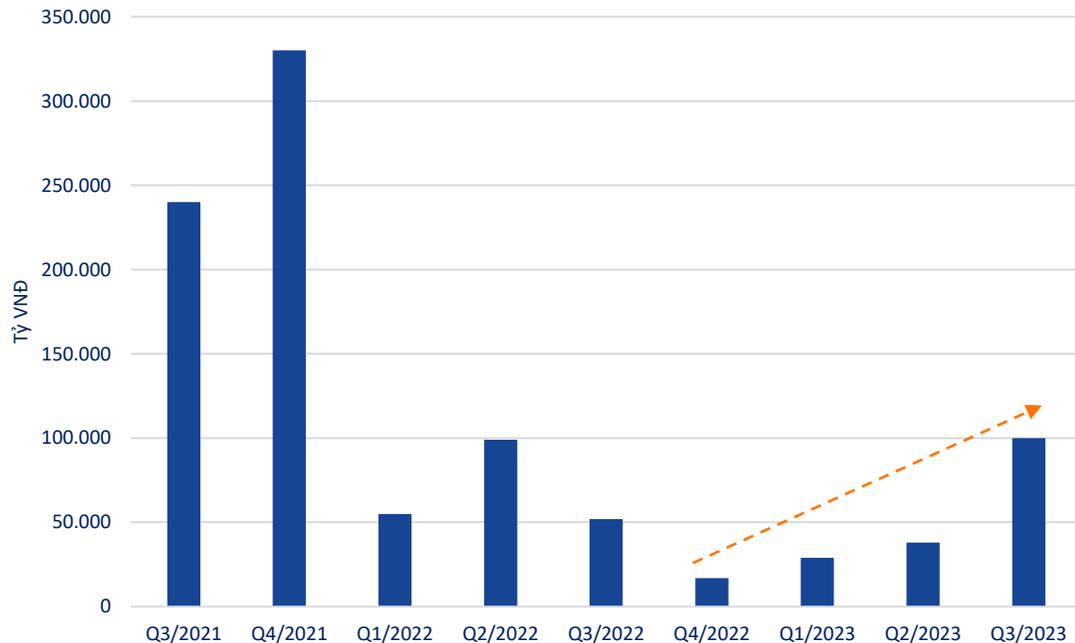
I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

2. DÒNG TIỀN 2023

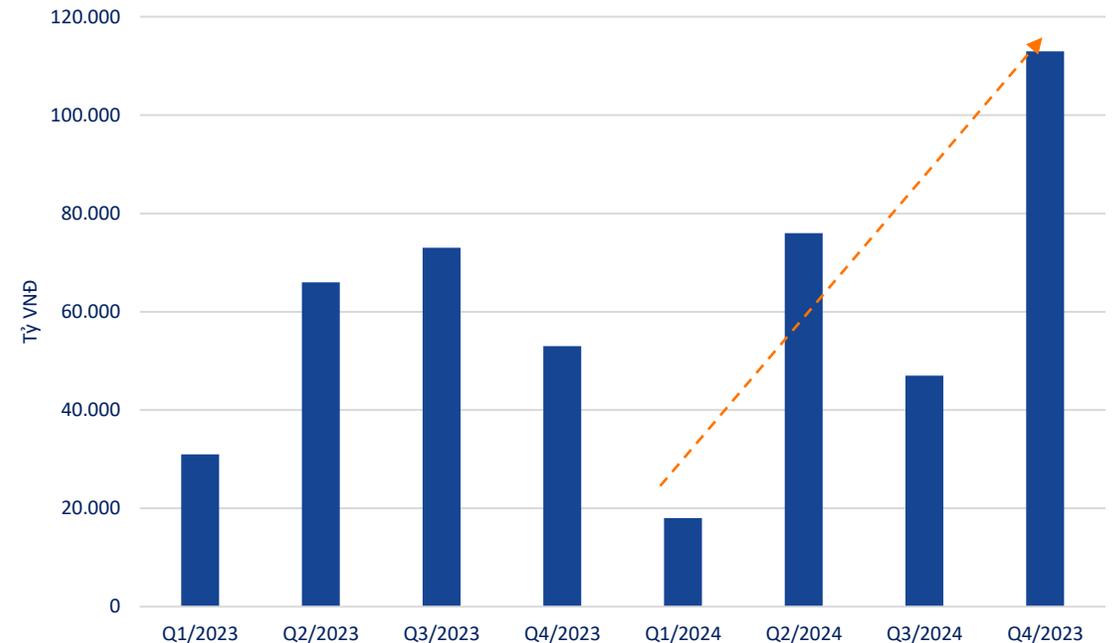
c. Dòng tiền đầu tư dè dặt quay trở lại với thị trường trái phiếu khi tâm lý nhà đầu tư dần ổn định trở lại

Dòng tiền vào thị trường trái phiếu chủ yếu đến từ tổ chức trong khi niềm tin của nhà đầu tư cá nhân vẫn chưa trở lại. Hoạt động phát hành trái phiếu có tín hiệu hồi phục đầu tiên với 88 đợt phát hành TPDN trong nước thành công vào quý 3/2023, tương ứng với tổng giá trị phát hành đạt khoảng 100 nghìn tỷ đồng cao gấp gần 2,6 lần so với Q2/2023, và tăng 50% svck. Tuy nhiên, các đợt phát hành chủ yếu đến từ nhóm ngân hàng với dòng tiền đầu tư hầu hết đến từ các ngân hàng khác, quỹ đầu tư hoặc doanh nghiệp. Trong khi đó, niềm tin nhà đầu tư về TPDN tiếp tục bị lung lay khi tình trạng chậm thanh toán nợ TPDN vẫn gia tăng, đặc biệt là ở nhóm BĐS. Tính đến tháng 10/2023, có khoảng gần 70 DN nằm trong danh sách chậm nghĩa vụ thanh toán lãi hoặc nợ gốc, chiếm khoảng 17,8% dư nợ TPDN toàn thị trường. Phần lớn trong số các TCPH này là các doanh nghiệp thuộc nhóm BĐS.

Giá trị trái phiếu phát hành



Trái phiếu riêng lẻ đáo hạn



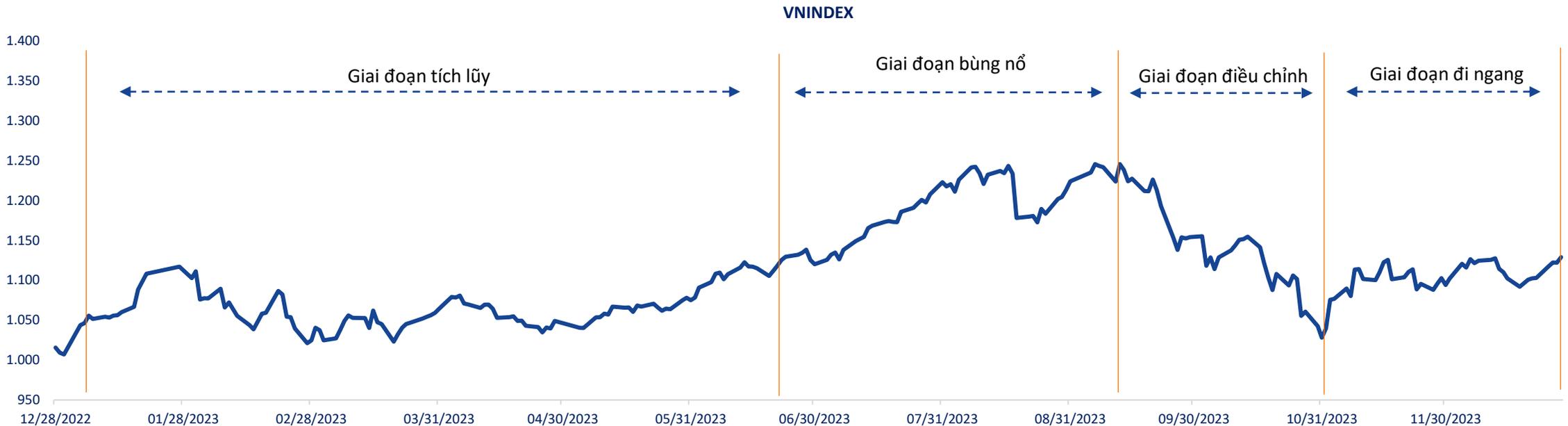
I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

2. DÒNG TIỀN 2023

d. Dòng tiền vào thị trường chứng khoán chưa thể cải thiện sau nhịp sụt giảm mạnh của năm 2022

Năm 2023 là năm thị trường chứng khoán có nhiều sự biến động khi trải qua đủ cung bậc cảm xúc bao gồm cả phục hồi, điều chỉnh, tích lũy.

- Giai đoạn 1 (01/2023 – 05/2023): VNINDEX nằm trong giai đoạn tích lũy biến động quanh biên rộng từ 1.020 – 1.120 điểm khi thị trường trũng thông tin không có quá nhiều tin tức tác động.
- Giai đoạn 2 (06/2023 – 09/2023): VNINDEX nằm trong giai đoạn bùng nổ khi cả chỉ số và thanh khoản đều cải thiện tích cực với động lực đến từ việc NHNN liên tục giảm lãi suất, thúc đẩy đầu tư công kích thích tăng trưởng kinh tế.
- Giai đoạn 3 (09/2023 – 10/2023): VNINDEX điều chỉnh khá mạnh từ 1.250 về 1.050. Sau một thời gian tăng giá, VNINDEX có pha điều chỉnh khi những số liệu kinh tế thấp hơn so với những nỗ lực của chính phủ và kỳ vọng của nhà đầu tư.
- Giai đoạn 4 (11/2023 – 12/2023): VNINDEX đi ngang, tâm lý nhà đầu tư đang dần ổn định sau nhịp điều chỉnh.



I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

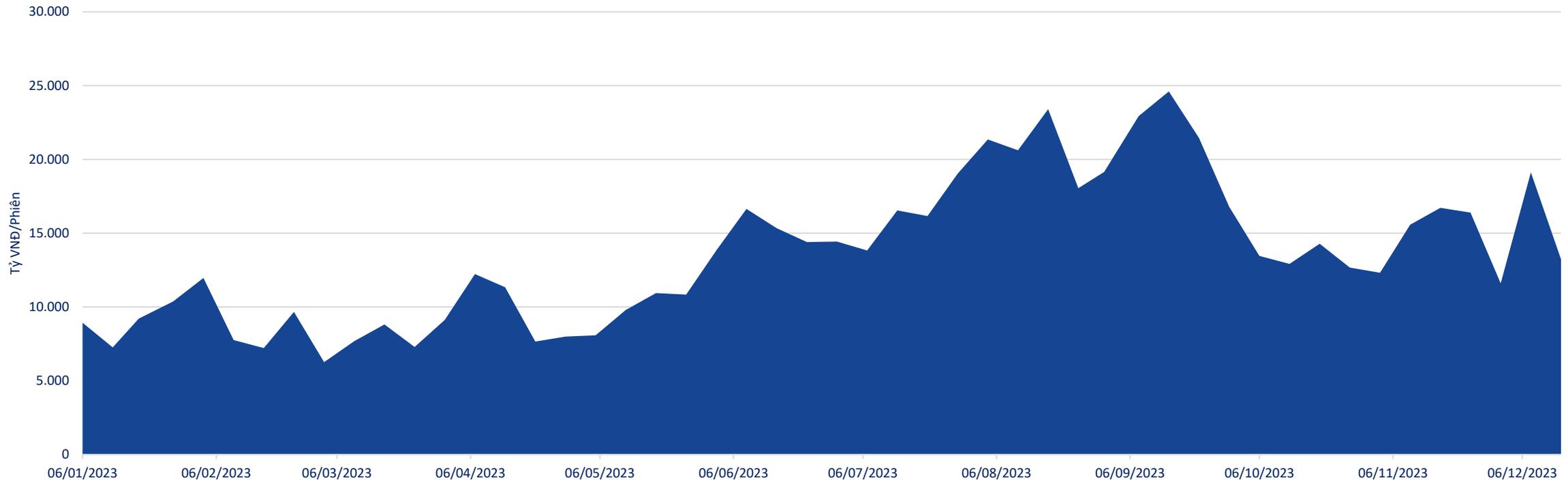
2. DÒNG TIỀN 2023

d. Dòng tiền vào thị trường chứng khoán chưa thể cải thiện sau nhịp giảm mạnh năm 2022

Thanh khoản VNINDEX sụt giảm so với cùng kỳ năm ngoái nhưng bắt đầu có sự cải thiện từ giữa năm. Sau giai đoạn trầm lắng trong những tháng đầu năm, thanh khoản thị trường quý III đã được cải thiện đáng kể với giá trị giao dịch bình quân đạt 24.000 tỷ đồng/phiên, tăng 80% so với mức giao dịch bình quân 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên khi VNINDEX điều chỉnh từ tháng 10 thanh khoản cũng sụt giảm theo.

=> Lũy kế 2023, GTGD trung bình toàn thị trường đạt 17.400 tỷ đồng/phiên (-16% yoy).

Thanh khoản trung bình ngày theo tuần



Nguồn: FiinPro, VFS tổng hợp

I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

2. DÒNG TIỀN 2023

d. Dòng tiền của nhà đầu tư nước ngoài bán ròng mạnh rút tiền khỏi thị trường

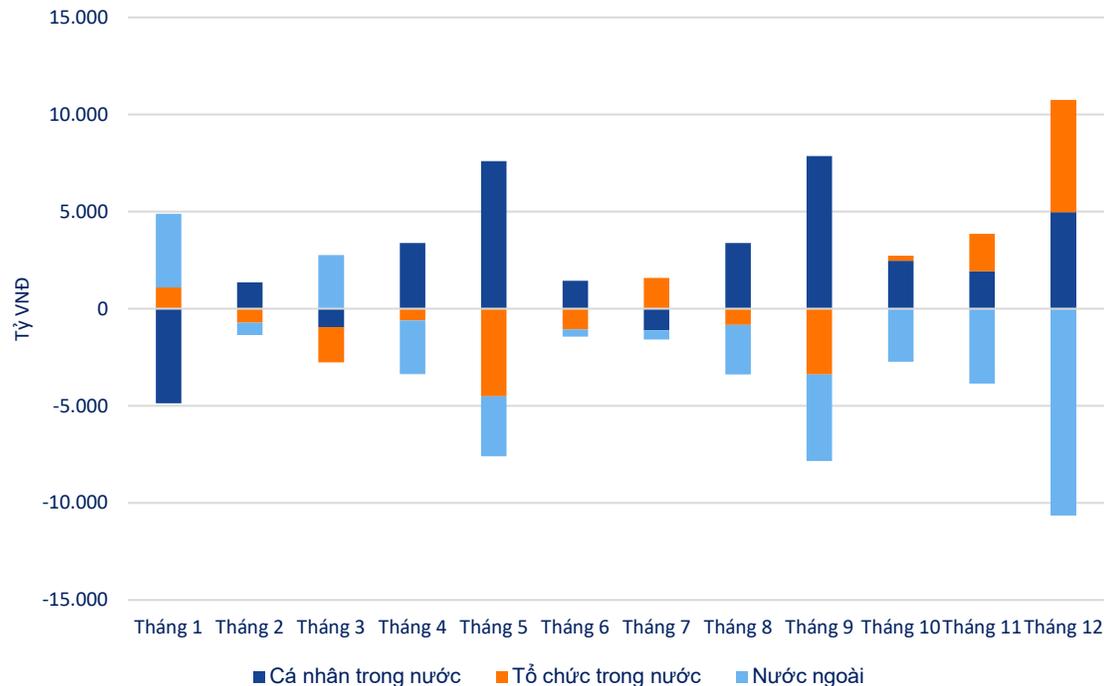
- Năm 2023 chứng kiến nhà đầu tư nước ngoài liên tục bán ròng mạnh trên thị trường chứng khoán Việt Nam, duy trì đà bán ròng hầu hết các tháng trong năm 2023 trong đó có 8 tháng bán ròng liên tiếp từ tháng 4/2023 – 12/2023. Tính riêng tháng 12, khối lượng bán ròng lên đến hơn 10.000 tỷ.

=> Trong cả năm 2023, nước ngoài bán ròng tổng 25.000 tỷ, trong đó nhà đầu tư cá nhân mua ròng 27.000 tỷ, cân lại lực bán của khối ngoại.

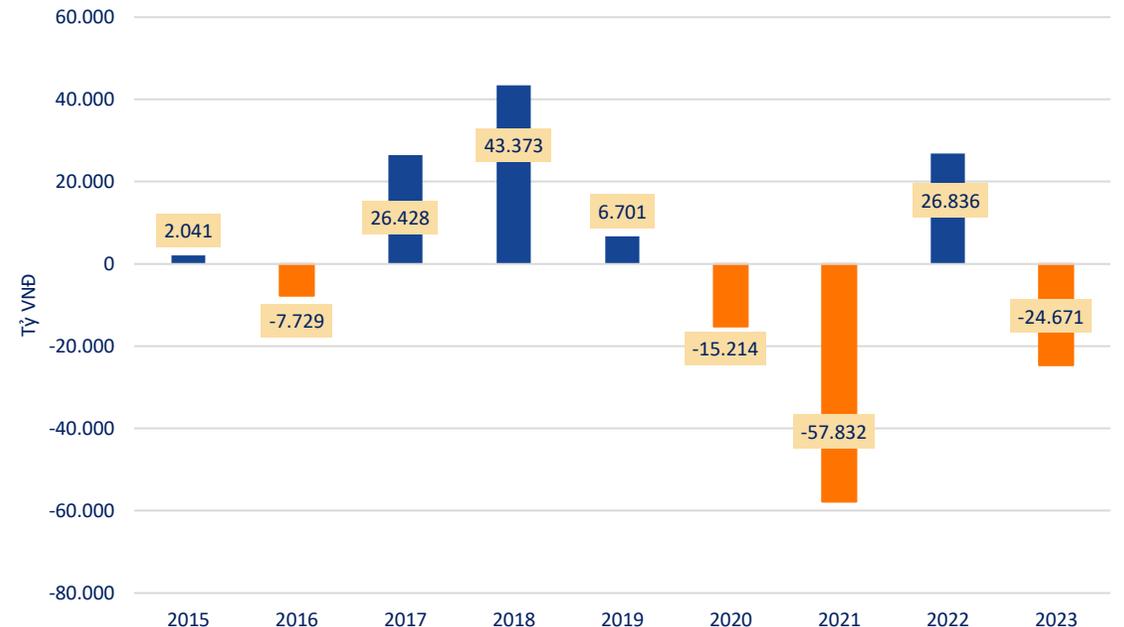
- Từ năm 2015 đến năm 2023, tổng giá trị mua ròng của nước ngoài là 105,3 nghìn tỷ, tổng giá trị bán ròng là 105,4 tỷ.

=> Như vậy, dư địa bán ròng của nước ngoài trong năm 2024 sẽ không còn nhiều.

Mua bán ròng trong 2023



Tổng GT nước ngoài ròng (tỷ VND)



Nguồn: FiinPro, VFS tổng hợp

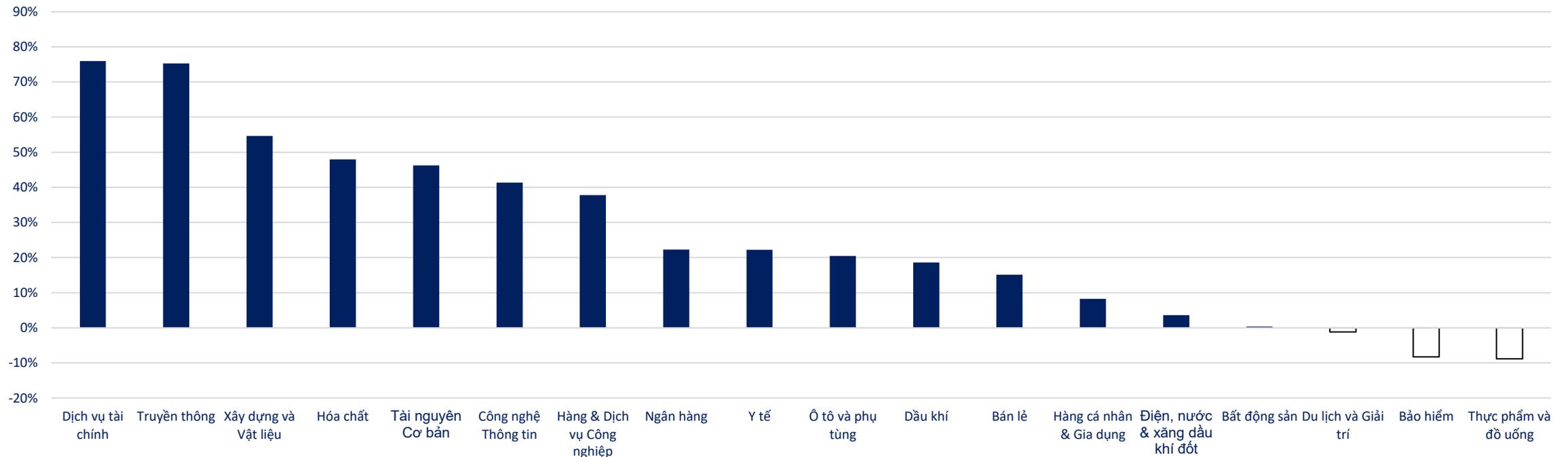
I. TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

2. DÒNG TIỀN 2023

d. Dòng tiền yếu nhưng phân hóa mạnh và tập trung mạnh vào nhóm tài sản tài chính

- Năm 2023 chứng kiến quá trình hồi phục mạnh mẽ của VNINDEX và hầu hết các nhóm ngành. Trong đó nhóm cổ phiếu Dịch vụ tài chính có sự phục hồi mạnh mẽ nhất là 75,95% khi (1) đây là nhóm bị điều chỉnh rất mạnh trong năm 2022 (3) được hưởng lợi trực tiếp từ những chính sách hỗ trợ của Chính phủ đặc biệt là chính sách tiền tệ mở rộng (3) có câu chuyện riêng.
- Nhóm cổ phiếu thực phẩm đồ uống giảm -8,86%. Điều này cũng phản ánh đúng thực tế sức mua yếu do lạm phát và tăng trưởng kinh tế chậm lại.
- Hầu hết các nhóm cổ phiếu đều có đà hồi phục khá mạnh mẽ từ 15 – 50%.

% Thay đổi



II. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG 2024

II. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG NĂM 2024

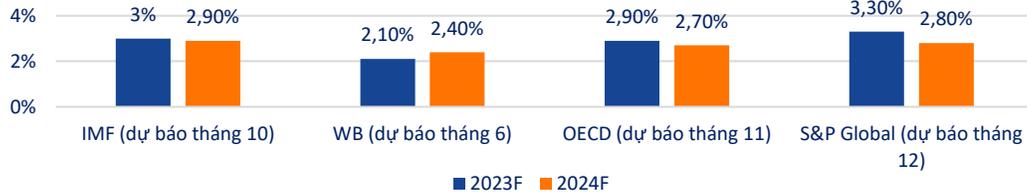
1. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ NĂM 2024

a. Vĩ mô thế giới: Khó khăn tiếp tục bủa vây nền kinh tế toàn cầu, kỳ vọng Chính sách tiền tệ chuẩn bị đảo chiều

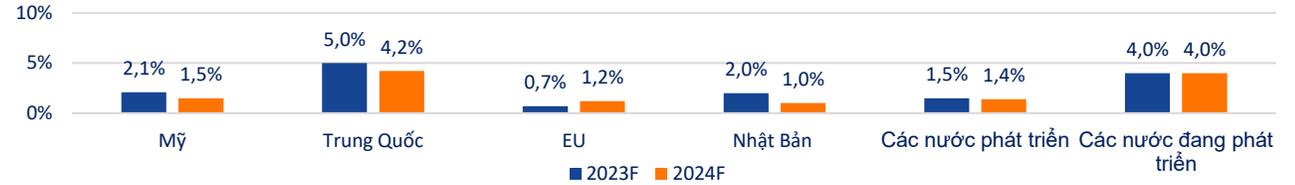
Khó khăn tiếp tục bủa vây nền kinh tế toàn cầu

Một số tổ chức quốc tế lớn đã cập nhật dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu có phần tích cực hơn đối với năm 2023 cho thấy sức chống chọi của các nền kinh tế đang tốt hơn kỳ vọng tuy nhiên trong khi OECD và S&P Global giữ nguyên dự báo cho năm 2024 thì khi IMF lại hạ mức dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu cho năm 2024 xuống 0,1% so với báo cáo hồi tháng 7. **Như vậy các dự báo đều đang cho thấy nền kinh tế toàn cầu sẽ tiếp tục suy yếu trong năm 2024 với phần lớn các nền kinh tế lớn bao gồm Mỹ, Trung Quốc, Nhật Bản đều sẽ giảm mức độ tăng trưởng so với năm 2023, điểm sáng đến từ khu vực châu Âu nhưng mức độ hồi phục còn hạn chế.**

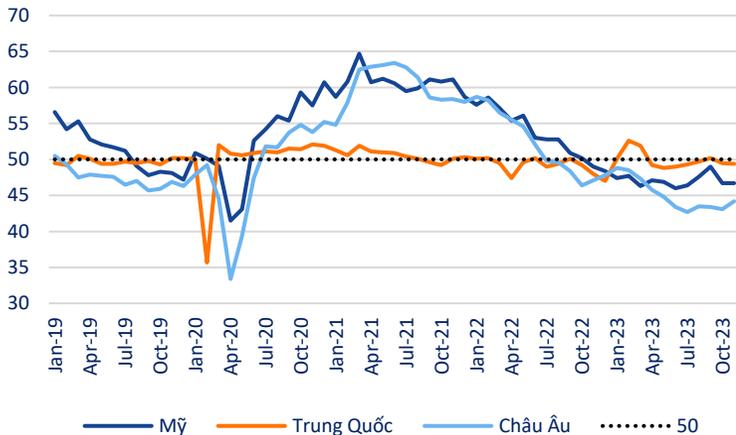
Dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu



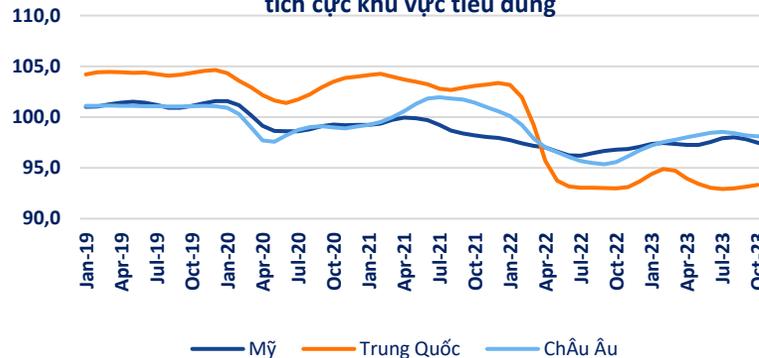
Dự báo tăng trưởng một số nền kinh lớn của IMF



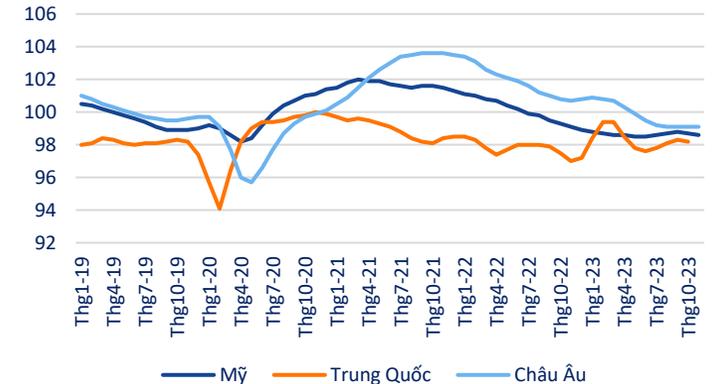
PMI các nền kinh tế lớn tiếp diễn xu hướng thu hẹp



Niềm tin tiêu dùng (CCI) Trung Quốc đang ở mức thấp kỷ lục trong nhiều thập kỷ, trong khi Mỹ và Châu Âu tương đương giai đoạn suy thoái sau cuộc khủng hoảng 2007 - 2008 (trung bình dài hạn = 100) cho thấy triển vọng kém tích cực khu vực tiêu dùng



Niềm tin kinh doanh (BCI) cũng duy trì ở vùng thấp, dưới mức trung bình dài hạn (trung bình dài hạn = 100)



Nguồn: VFS tổng hợp; Tradingeconomy, OECD Data

II. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG NĂM 2024

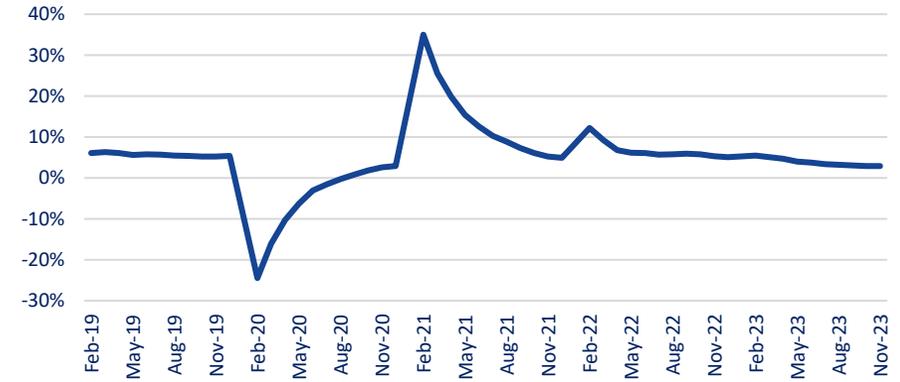
1. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ NĂM 2024

a. Vĩ mô thế giới: Khó khăn tiếp tục bủa vây nền kinh tế toàn cầu, kỳ vọng CSTT chuẩn bị đảo chiều
Trung Quốc hồi phục chậm hơn kỳ vọng, chịu ảnh hưởng nặng nề từ thị trường bất động sản

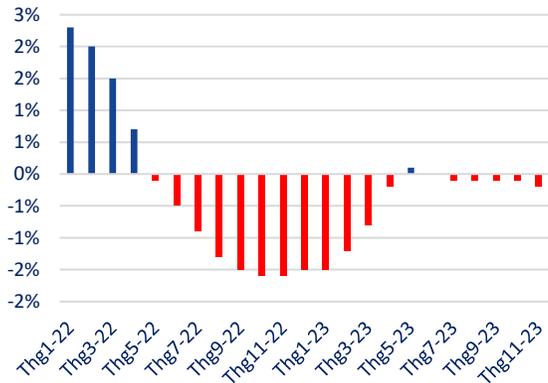
Nhiều tổ chức đã hạ dự báo tăng trưởng đối với nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới, cụ thể IMF dự báo tăng trưởng GDP Trung Quốc đạt 4,2% vào năm 2024 (giảm 0,3% so với báo cáo trước đó và thấp hơn nhiều so với trung bình tăng trưởng 6,8%/năm giai đoạn 2013 - 2019).

Trong đó ngoại trừ khu vực chi tiêu chính phủ khi nước này đang có hàng loạt các chính sách hỗ trợ nền kinh tế thì các khu vực quan trọng còn lại bao gồm đầu tư và tiêu dùng hộ gia đình vẫn đang diễn biến ảm đạm và yếu ớt. Đặc biệt là thị trường bất động sản vốn được coi là “xương sống” của nền kinh tế Trung Quốc (khoảng 30% cơ cấu GDP) đang chứng kiến cuộc khủng hoảng kéo dài bất chấp các chính sách hỗ trợ thị trường này nói riêng và nền kinh tế nói chung.

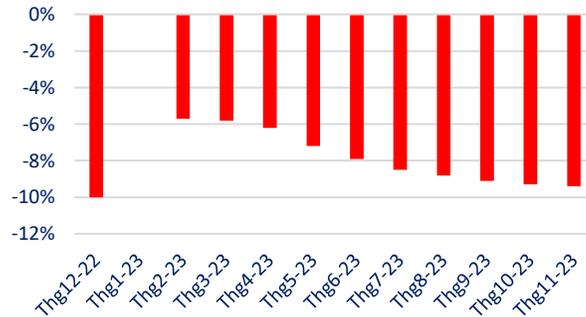
Tăng trưởng đầu tư TSCĐ Trung Quốc yoy ám đạm do chịu ảnh hưởng nặng nề từ ngành bất động sản



Giá nhà Trung Quốc (yoy) vẫn ghi nhận giảm dù Trung Quốc đã có hàng loạt các chính sách hỗ trợ trong suốt một năm qua



Đầu tư bất động sản Trung Quốc (yoy) liên tục giảm sâu kỷ lục trong hơn 2 thập kỷ qua và chưa có dấu hiệu thu hẹp, đây là lần thứ 2 khu vực đầu tư này ghi nhận thu hẹp so với cùng kỳ trong hơn 2 thập kỷ gần nhất (lần trước đó xảy ra khi đại dịch Covid 19)



Cập nhật diễn biến ngành bất động sản Trung Quốc hiện tại:

- Nhu cầu yếu, giá nhà tiếp tục giảm
- Xây dựng bất động sản mới trì trệ
- Đầu tư lĩnh vực bất động sản giảm
- Khả năng thanh khoản yếu kém, vỡ nợ trái phiếu ngay cả với các nhà phát triển lớn cũng bị ảnh hưởng nặng nề
- Chính sách nới lỏng, bơm tiền giải cứu thị trường

=> Chúng tôi đánh giá thị trường bất động sản Trung Quốc hiện đang trong giai đoạn suy thoái bất chấp hàng loạt các nỗ lực từ Chính Phủ trong suốt năm 2023. Với tỷ trọng lớn trong nền kinh tế lên đến trên 20% tương tự như Việt Nam thì kinh tế Trung Quốc sẽ còn đối mặt với nhiều khó khăn và chưa thể kỳ vọng gì nhiều trong năm 2024.

Nguồn: VFS tổng hợp; Tradingeconomy

II. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG NĂM 2024

1. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ NĂM 2024

a. Vĩ mô thế giới: Khó khăn tiếp tục bủa vây nền kinh tế toàn cầu, kỳ vọng Chính sách tiền tệ chuẩn bị đảo chiều

Các động lực của nền kinh tế Mỹ dần lu mờ

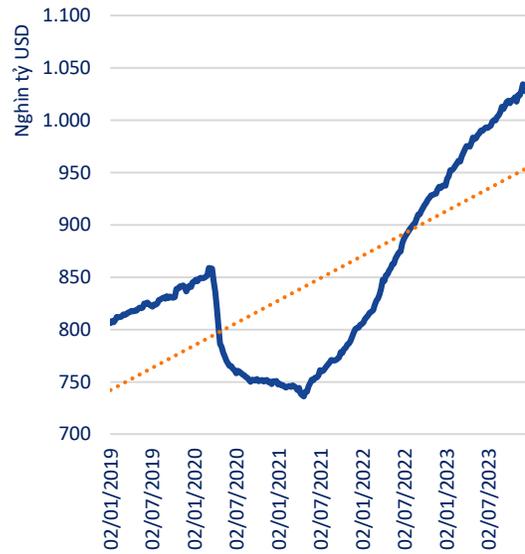
GDP Mỹ ghi nhận tăng trưởng 5,2% QoQ trong quý 3, cao hơn so với dự báo tuy nhiên các động lực được cho là sẽ suy yếu kể từ quý 4:

- *Nguồn tiết kiệm trong giai đoạn dịch Covid 19 suy giảm và duy trì ở mức thấp nhất kể từ cuộc khủng hoảng 2007 – 2008 trong khi nợ tiêu dùng vẫn liên tục tăng trong 2 năm qua.* Như vậy sức tiêu dùng của người dân sẽ chịu sức ép trước môi trường lãi suất cao và tiêu chuẩn tín dụng siết chặt ảnh hưởng trực tiếp đến khu vực tiêu dùng của người dân trong năm 2024. Tuy nhiên mức độ ảnh hưởng còn phụ thuộc vào thời điểm FED bắt đầu giảm lãi suất.
- *Khu vực sản xuất chậm lại một cách bền vững.* Khu vực công nghiệp (chiếm khoảng 18% tỷ trọng GDP) gần như không ghi nhận tăng trưởng kể từ đầu năm trong khi khu vực dịch vụ (chiếm khoảng 80% tỷ trọng GDP) chậm lại kể từ tháng 8. (*Cơ cấu tỷ trọng GDP ước tính dựa trên số liệu năm 2022)

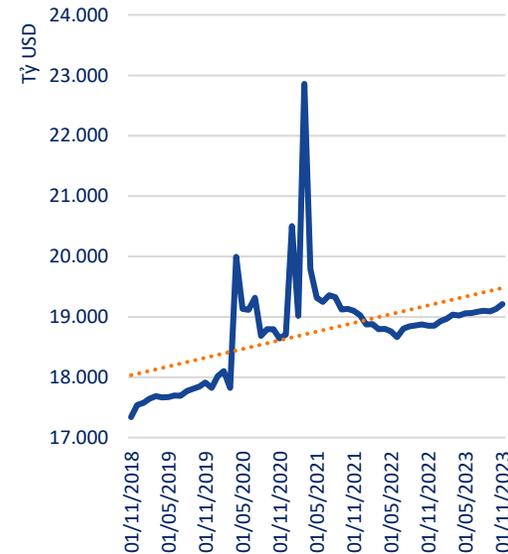
Tỷ lệ tiết kiệm cá nhân suy giảm và duy trì ở mức thấp nhất kể từ cuộc khủng hoảng tài chính 2007 - 2008



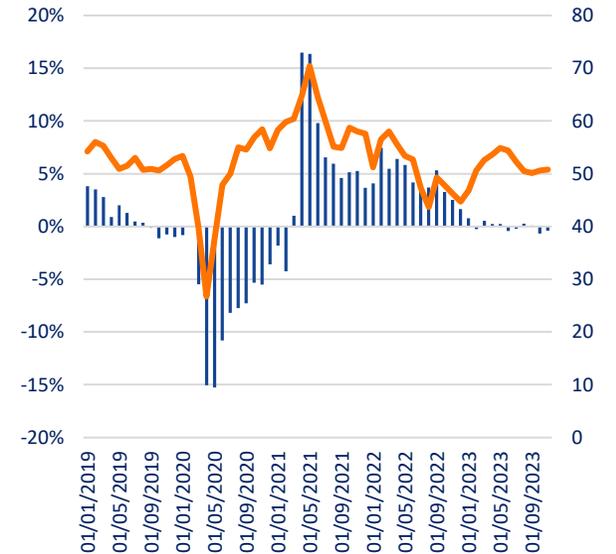
Trong khi nợ tiêu dùng duy trì xu hướng tăng và thiết lập kỷ lục mới với hơn 1 triệu tỷ USD, cao nhất từ trước đến nay trong môi trường lãi suất cao



Thu nhập thực theo tháng của người dân Mỹ: Tốc độ gia tăng thu nhập không theo kịp tốc độ gia tăng chi tiêu



Tăng trưởng sản lượng công nghiệp (yoy) âm đậm kéo dài từ đầu năm trong khi PMI khu vực dịch vụ duy trì quanh mức 50 điểm (trên 50 là mở rộng) kể từ tháng 8



Nguồn: VFS tổng hợp; Tradingeconomy, FRED economic data

II. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG NĂM 2024

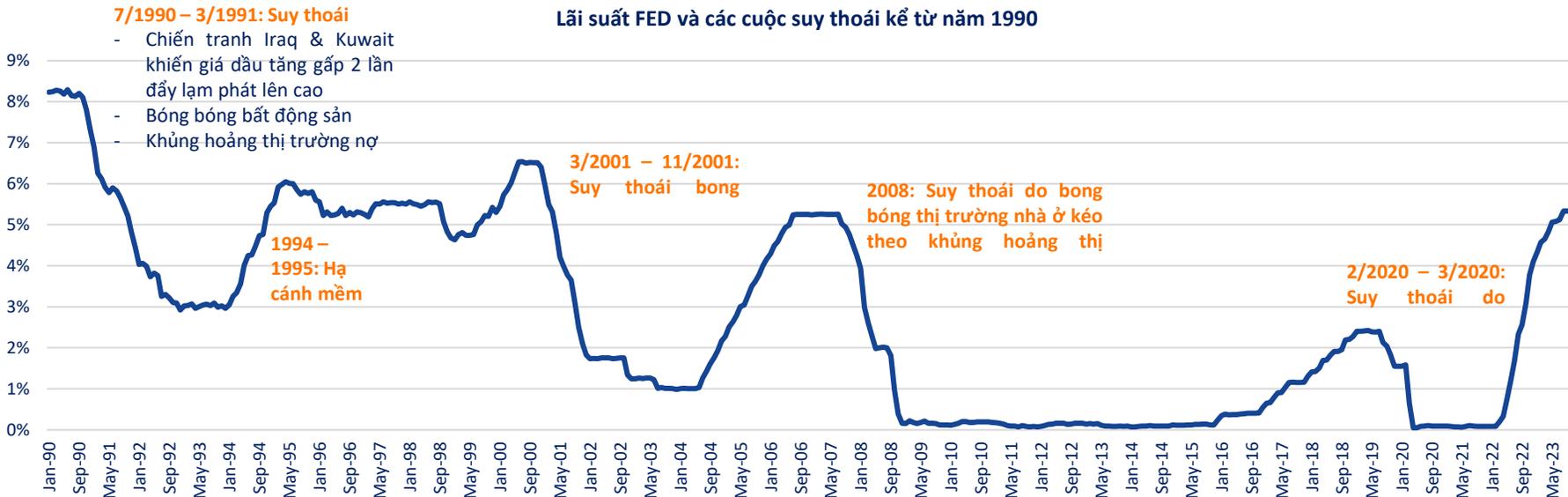
1. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ NĂM 2024

a. Vĩ mô thế giới: Khó khăn tiếp tục bủa vây nền kinh tế toàn cầu, kỳ vọng Chính sách tiền tệ chuẩn bị đảo chiều

Rủi ro kinh tế suy thoái suy giảm dần nhưng vẫn cần theo dõi sát

Các chỉ báo ở thời điểm hiện tại cho thấy triển vọng sức khỏe nền kinh tế Mỹ sẽ tiếp tục suy yếu trong khi các dữ liệu về tăng trưởng kinh tế gần đây tốt hơn dự báo, lạm phát hạ nhiệt và các vấn đề về tài chính (trần nợ công Mỹ, biến động trong ngành ngân hàng do ảnh hưởng từ môi trường lãi suất) được giải quyết nhanh chóng giúp gia tăng kỳ vọng nền kinh tế có thể “hạ cánh mềm”. Các tổ chức lớn trên thế giới cũng hạ tỷ lệ suy thoái xuống trong các báo cáo của mình (IMF hạ từ 25% về 15%, Goldman Sachs hạ từ 20% xuống 15%...)

Theo thống kê, kể từ cuộc suy thoái năm 1990, có đến 4 trong 5 lần nền kinh tế Mỹ rơi vào suy thoái bởi các đợt tăng lãi suất mạnh của Fed. Tuy nhiên điểm chung của 4 lần suy thoái đều xảy ra sau khi FED tăng lãi suất để kiểm soát một cú sốc nào đó (khủng hoảng bất động sản, bong bóng Dotcom hay dịch bệnh...) trong khi giai đoạn hiện tại việc tăng lãi suất chủ yếu để kiềm chế lạm phát do các đợt bơm tiền trước đó thay vì chịu ảnh hưởng từ một cuộc khủng hoảng của thị trường khác hay biến cố bất ngờ từ dịch bệnh. Chúng tôi đánh giá diễn biến nền kinh tế hiện tại có điểm tương đồng với giai đoạn 1994 – 1995 khi FED tăng lãi suất để đề phòng rủi ro bong bóng kinh tế. Bên cạnh đó, năm 2020 đã xảy ra suy thoái ngắn vì vậy quan điểm của các nhà hoạch định khá thận trọng với rủi ro này, tạo tư thế chủ động trong việc điều chỉnh chính sách khi cần thiết, hạn chế rủi ro nền kinh tế rơi vào suy thoái.



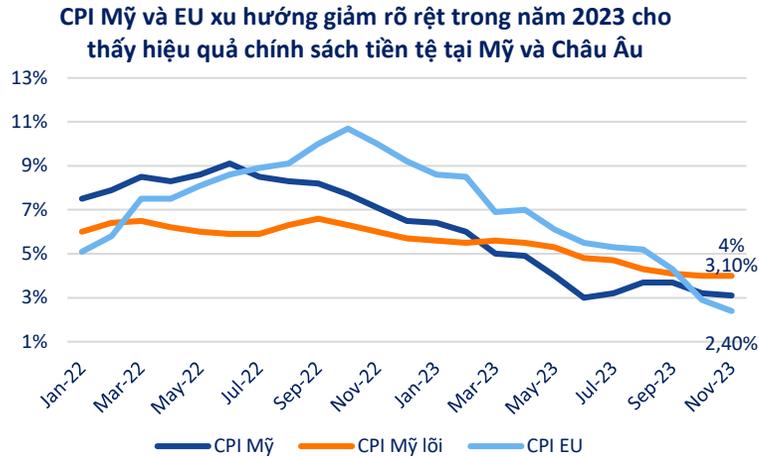
Mặc dù rủi ro suy thoái suy yếu nhưng chúng tôi đánh giá vẫn tồn tại một số rủi ro cần theo dõi:

- **Giá hàng hóa thế giới biến động do ảnh hưởng từ địa chính trị và khí hậu:** Hiện tượng El Nino tiếp diễn và cuộc chiến tranh Ukraine, Isarel có thể gây nên những tác động kém tích cực đối với giá thực phẩm và năng lượng toàn cầu.
- **Lạm phát kéo dài hơn dự kiến**
- **Khủng hoảng thị trường nợ**

II. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG NĂM 2024

1. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ NĂM 2024

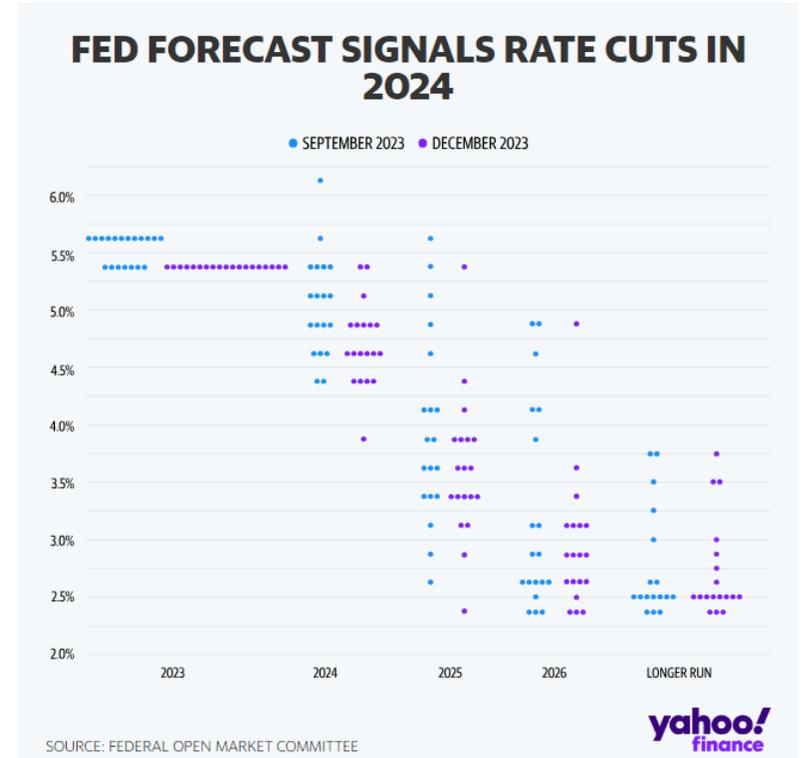
- a. Vĩ mô thế giới: Khó khăn tiếp tục bủa vây nền kinh tế toàn cầu, kỳ vọng Chính sách tiền tệ chuẩn bị đảo chiều
Lạm phát dần tiến đến mục tiêu, chính sách tiền tệ phân hóa và chuẩn bị đảo chiều



Dot plot tháng 12 (mô tả kỳ vọng về lãi suất của các thành viên FOMC) dự báo lãi suất sẽ giảm về 4,6%, thấp hơn mức 5,1% trong tháng 9 trước đó và tương ứng với 3 lần cắt giảm lãi suất trong năm 2024.

Chúng tôi kỳ vọng lạm phát tại Mỹ và Châu Âu sẽ tiếp tục hạ nhiệt trong năm 2024 do môi trường lãi suất cao đang cho thấy hiệu quả và sức khỏe các nền kinh tế này đang chậm lại một cách bền vững. Tuy nhiên, theo IMF lạm phát Mỹ sẽ khó đạt được mục tiêu 2% cho đến năm 2025 do tốc độ CPI lõi đang chậm lại và còn cách xa mục tiêu.

Lạm phát hạ nhiệt và nền kinh tế đang cho thấy các tín hiệu suy yếu rõ rệt là cơ sở cho việc hạ lãi suất của FED và ECB trong năm 2024. Ngược lại 2 nền kinh tế lớn khác là Nhật Bản và Trung Quốc vẫn đang duy trì CSTT nới lỏng để hỗ trợ nền kinh tế tuy nhiên NHTW Nhật Bản có khả năng sẽ tăng lãi suất sau nhiều năm duy trì lãi suất âm, phụ thuộc vào tốc độ tăng trưởng tiền lương của nước này.



II. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG NĂM 2024

1. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ NĂM 2024

b. Vĩ mô Việt Nam: Lạm phát & tỷ giá ổn định, chính sách tài khóa đóng vai trò quan trọng hỗ trợ nền kinh tế phục hồi

Tại kỳ họp thứ 6, Quốc hội đã thông qua mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2024 là 6 – 6,5%, cao hơn so với GDP năm 2023 là 5,05% cùng với tỷ lệ lạm phát trong khoảng 4 – 4,5%. Chúng tôi đánh giá mức tăng trưởng này sẽ đặt ra không ít các thách thức trong bối cảnh các đối tác thương mại lớn của Việt Nam vẫn đang trong pha suy yếu. Tuy nhiên hiện tại Việt Nam cũng đang có những điểm sáng nhất định, là động lực để nền kinh tế

Chính sách tiền tệ duy trì nới lỏng dù không còn nhiều dư địa. Lạm phát và tỷ giá được dự báo sẽ không tạo quá nhiều áp lực cho các nhà hoạch định chính sách và tín hiệu giảm lãi suất từ các NHTW thế giới giúp môi trường lãi suất thấp được duy trì, thấm thấu tốt hơn vào nền kinh tế.

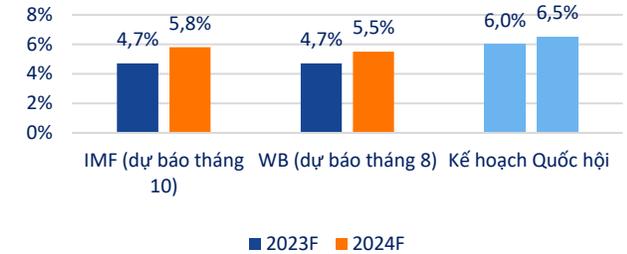
(1) Lạm phát: Chúng tôi đánh giá lạm phát sẽ tiếp tục được kiểm soát tốt trong mục tiêu 4 – 4,5% của Quốc hội nhờ:

- Năm 2024, trong bối cảnh các nền kinh tế lớn đều được đánh giá sẽ tiếp tục suy yếu hoặc hồi phục chậm sẽ giúp cân bằng lại các tác động từ bất ổn chính trị thế giới đến giá năng lượng thế giới.
- Việt Nam có lợi thế trong việc đảm bảo nguồn cung lương thực, vốn chiếm khoảng 1/3 cơ cấu rổ hàng hóa CPI mang đến khả năng chống chọi tốt hơn với ảnh hưởng từ thời tiết (hiện tượng El Nino) tác động đến giá lương thực, thực phẩm thế giới.
- Các nhà hoạch định chính sách Việt Nam có nhiều công cụ hơn thay vì phải tăng lãi suất trong việc kiểm soát lạm phát (giảm giá điện, giảm học phí, giảm thuế xăng dầu...). Mới đây Chính phủ đã ban hành Nghị định 97 quyết định lùi lộ trình tăng học phí 1 năm từ đó giảm áp lực đối với nhóm giáo dục – vốn là nhóm ghi nhận mức tăng mạnh nhất trong năm 2023 với 7,44%, đóng góp 0,46 điểm phần trăm

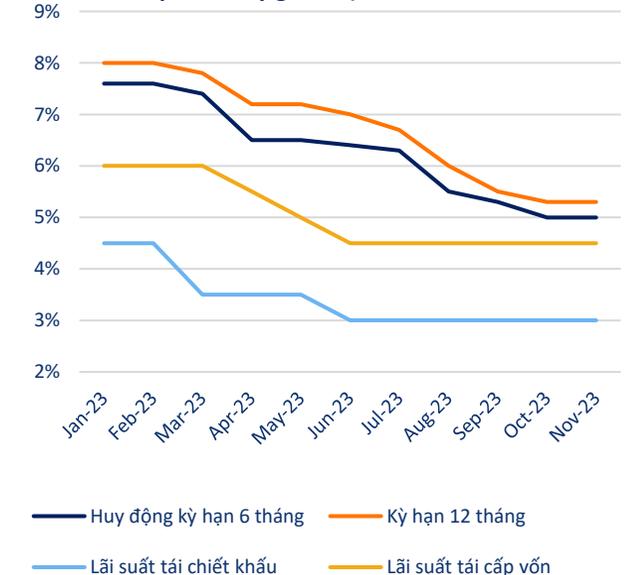
⇒ **Chính phủ đang cho thấy những động thái của mình ngay từ đầu năm 2024 nhằm kiểm soát lạm phát, tạo nền tảng vững chắc cho việc hồi phục kinh tế**

(2) Tỷ giá: Dòng vốn FDI tích cực, thặng dư thương mại, lượng kiều hối cuối năm giúp đỡ trợ ngoại tối hồi phục (IMF dự báo dự trữ ngoại hối tương đương 17 – 18 tuần nhập khẩu, ở mức an toàn) và tín hiệu giảm lãi suất của FED là những động lực giúp cán cân thanh toán của Việt Nam ổn định, tỷ giá được kiểm soát trong năm 2024

Dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam



Duy trì môi trường lãi suất thấp nhờ lạm phát và tỷ giá được kiểm soát



Nguồn: VFS tổng hợp

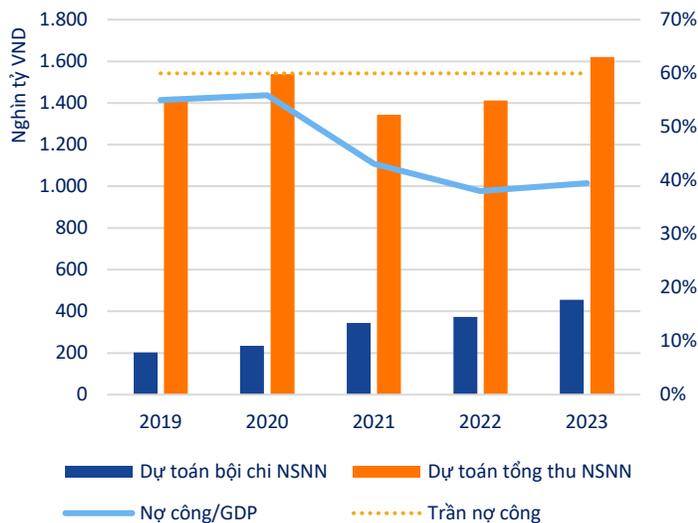
II. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG NĂM 2024

1. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ NĂM 2024

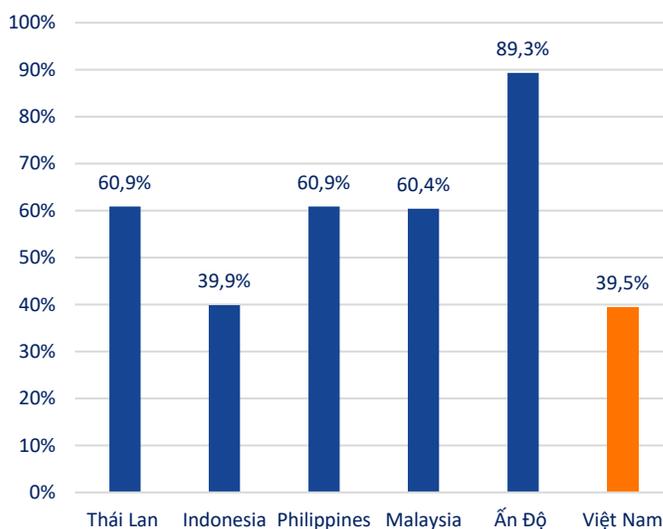
b. Vĩ mô Việt Nam: Lạm phát & tỷ giá ổn định, chính sách tài khóa đóng vai trò quan trọng hỗ trợ nền kinh tế phục hồi

Chính sách tài khóa vẫn còn dư địa, tiêu dùng nội địa và đầu tư công là động lực quan trọng của nền kinh tế

Dư địa chính sách tài khóa vẫn còn nhiều dư địa



Tỷ lệ nợ công/GDP một số quốc gia trong khu vực



Chỉ tiêu	Mục tiêu giai đoạn 2021 - 2025	2023F
Nợ công/GDP	< hoặc = 60% GDP	39,5%
Nợ Chính phủ/GDP	< hoặc = 50% GDP	36,5%
Nợ nước ngoài của quốc gia/GDP	< hoặc = 50% GDP	37,5%
Nghĩa vụ trả nợ trực tiếp của Chính phủ/Thu NSNN	< hoặc = 25%	20,5%
Nghĩa vụ trả nợ nước ngoài của quốc gia/Kim ngạch xuất khẩu	< 25%	7,5%

Trong bối cảnh chính sách tiền tệ không còn nhiều dư địa để nới lỏng, sức khỏe nền kinh tế chịu ảnh hưởng từ các khu vực quốc tế khiến hầu hết các khu vực quan trọng đều suy yếu thì chính sách tài khóa đóng vai trò quan trọng giúp cải thiện khu vực tiêu dùng và đầu tư tư nhân – 2/3 trụ cột quan trọng cho tăng trưởng kinh tế trước khi trụ cột xuất nhập khẩu có thể hồi phục theo tình hình kinh tế thế giới.

Trong đó, chúng tôi kỳ vọng thị trường tiêu dùng nội địa và đầu tư công sẽ trở thành bệ đỡ cho nền kinh tế trong năm 2024:

- (1) **Các biện pháp kích thích tiêu dùng trong nước đang cho thấy hiệu quả:** Tổng mức bán lẻ hàng hóa năm 2023 tăng 9,6% trong đó sản lượng nội địa tăng từ 40% năm 2022 lên 70% năm 2023 cho thấy các chính sách kích cầu tiêu dùng, đặc biệt là chính sách giảm thuế VAT 2% từ đó tạo dư địa cho doanh nghiệp giảm giá bán, kích thích người tiêu dùng mua hàng đang phát huy tác dụng. Mới đây, Quốc hội đã quyết định kéo chính sách này đến hết tháng 6/2024, tiếp tục hỗ trợ hoạt động tiêu dùng trong nước.

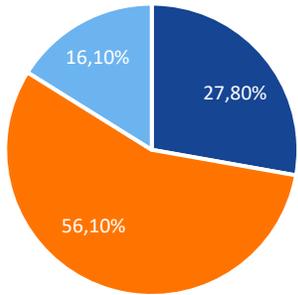
II. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG NĂM 2024

1. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ NĂM 2024

b. Vĩ mô Việt Nam: Lạm phát & tỷ giá ổn định, chính sách tài khóa đóng vai trò quan trọng hỗ trợ nền kinh tế phục hồi

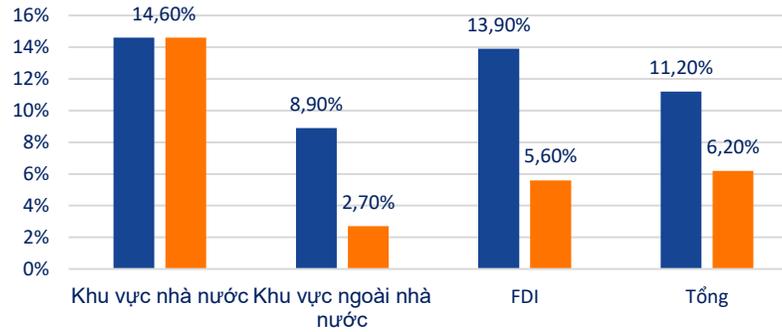
Chính sách tài khóa vẫn còn dư địa, tiêu dùng nội địa và đầu tư công là động lực quan trọng của nền kinh tế

Cơ cấu tổng vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội 2023



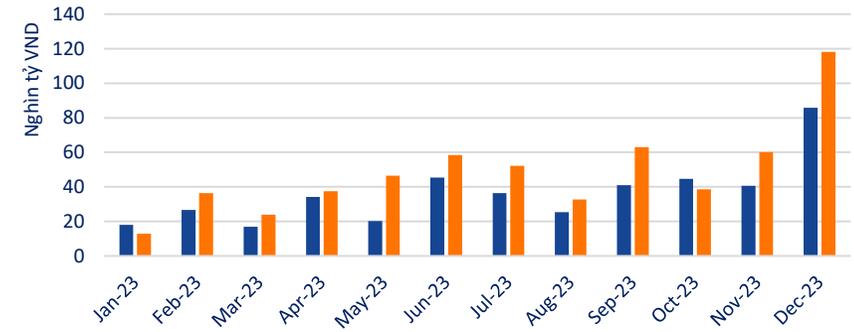
■ Khu vực nhà nước ■ Khu vực ngoài nhà nước ■ FDI

Tăng trưởng thành phần vốn đầu tư toàn xã hội 2023



■ 2022 ■ 2023

Giải ngân đầu tư công từng tháng



■ 2022 ■ 2023

(2) Kỳ vọng đầu tư công tiếp tục trở thành động lực, là “vốn mồi” cho nền kinh tế:

- Đầu tư công vốn là động lực quan trọng: Đối với các quốc gia đang phát triển khi năng lực lao động chưa cao, vốn đầu tư đóng vai trò rất lớn để kích thích tăng trưởng nền kinh tế. Tổng vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội năm 2023 ước đạt 3.423,5 nghìn tỷ, tăng 6,2% so với năm trước. Trong đó nguồn vốn từ khu vực nhà nước ghi nhận tăng 14,6%, duy trì ổn định và phần nào hỗ trợ cho sự suy yếu từ khu vực FDI và khu vực ngoài nhà nước. Trong cơ cấu nguồn vốn từ khu vực nhà nước, đầu tư công lại đóng vai trò quan trọng hơn cả khi chiếm hơn 60%. Theo nghiên cứu của WorldBank, kinh nghiệm từ các quốc gia tăng trưởng cao có đặc trưng là đầu tư công cao, ở mức trên 7% GDP. **Việc đẩy mạnh đầu tư công sẽ có tác động lan tỏa đến các khu vực khác vì vậy tốc độ giải ngân trong năm 2024 sẽ đóng vai trò trọng tâm để kéo theo vốn đầu tư từ khu vực ngoài nhà nước đồng thời cải thiện niềm tin của người tiêu dùng vào nền kinh tế, từ đó hỗ trợ gián tiếp cho khu vực tiêu dùng trong nước.**
- Năm 2024 là năm chuẩn bị về đích của kế hoạch đầu tư công trung hạn 2021 – 2025, tập trung vào các dự án quan trọng như 12 dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam, cảng hàng không Long Thành...
- Về tiến độ, đến hết tháng 12/2023, giải ngân vốn đầu tư công ước đạt 81,87% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ (cao hơn cùng kỳ 75,11%) trong khi áp lực vốn năm 2023 cao hơn nhiều so với năm 2022 cho thấy nỗ lực từ các cấp, bộ ngành. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ giải ngân sẽ đạt trên 90% và duy trì tốc độ này trong năm 2024.

Nguồn: VFS tổng hợp, GSO, Bộ tài chính

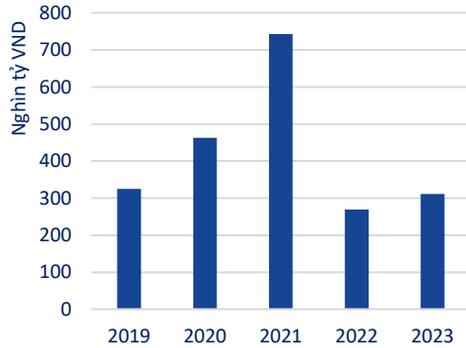
II. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG NĂM 2024

1. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ NĂM 2024

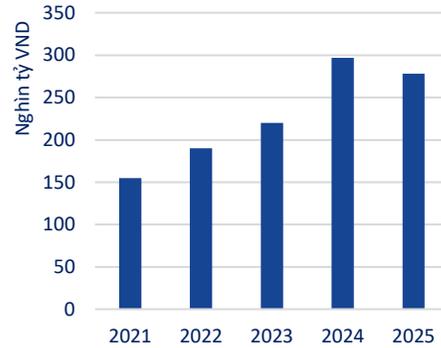
b. Vĩ mô Việt Nam: Lạm phát & tỷ giá ổn định, chính sách tài khóa đóng vai trò quan trọng hỗ trợ nền kinh tế phục hồi

Rủi ro cần theo dõi từ thị trường vốn khi áp lực trái phiếu đáo hạn vẫn còn rất lớn

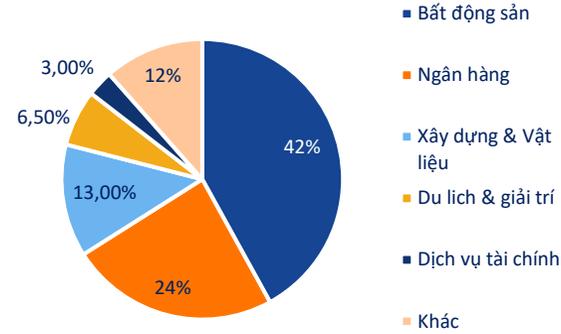
Giá trị phát hành TPDN năm 2023 cải thiện so với năm trước



Giá trị đáo hạn TPDN (nghìn tỷ) cao kỷ lục trong năm 2024



Trái phiếu đáo hạn theo ngành



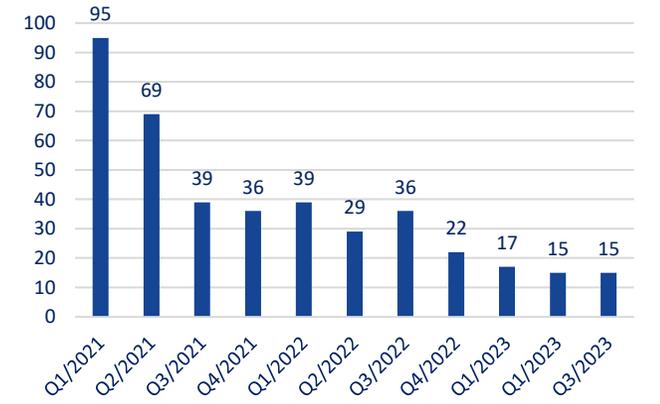
Khả năng thanh khoản suy yếu (các doanh nghiệp BĐS niêm yết)



Năm 2023, giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp đạt 311.240 tỷ đồng, tăng 15,5% so với năm 2022 cho thấy thị trường đã phần nào ấm lên. Tuy nhiên, lãi suất phát hành bình quân có xu hướng tăng và tập trung vào các kỳ hạn ngắn bởi thị trường vẫn chưa thực sự phục hồi. Chúng tôi đánh giá rủi ro từ thị trường vốn bao gồm TPDN và hệ thống ngân hàng cần được theo dõi do:

- **Áp lực TPDN đáo hạn trong năm 2024 vẫn ở mức cao kỷ lục** với hơn 297 nghìn tỷ trong đó trái phiếu bất động sản chiếm hơn 40% trong bối cảnh chất lượng tín dụng và khả năng thanh khoản các doanh nghiệp BĐS vẫn đang ở mức thấp.
- **Nợ xấu hệ thống ngân hàng ở mức cao:** Nợ xấu nhiều ngân hàng niêm yết tính đến Q3/2023 đang thiết lập mức đỉnh 5 năm qua hoặc chỉ thấp hơn giai đoạn dịch Covid 19.
- **Trong khi đó, một số chính sách hỗ trợ dần đến hạn:** Nghị định 08 cho phép tổ chức phát hành đàm phán lại việc trả gốc, lãi và ngưng hiệu lực một số quy định tại Nghị định 65 đã hết hạn cuối năm 2023 và Nghị định 02 cho phép hệ thống ngân hàng cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ sẽ hết hạn vào giữa năm 2024.

Số dự án BĐS dân cư cấp phép mới vẫn ở mức thấp



Nguồn: VFS tổng hợp, VBMA

II. DỰ BÁO 2024

2. DỰ BÁO DÒNG TIỀN 2024

a. Dòng tiền nhàn rỗi luân chuyển từ kênh tiết kiệm sang kênh đầu tư khác

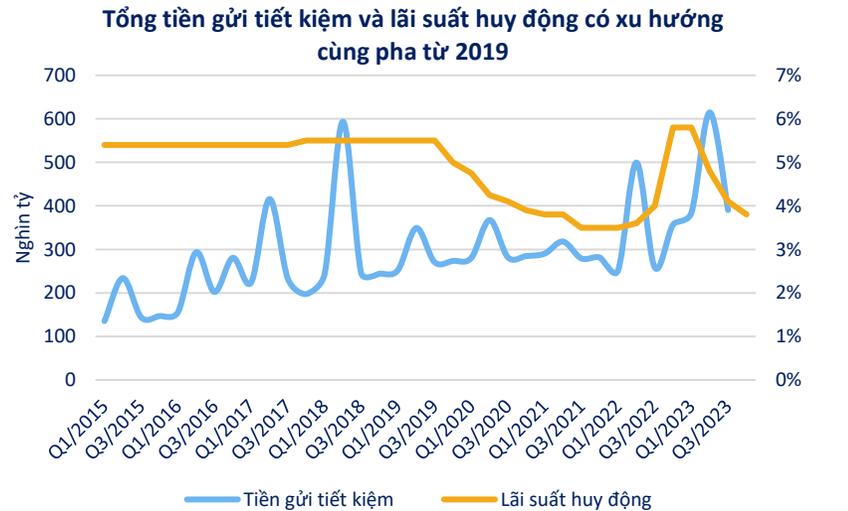
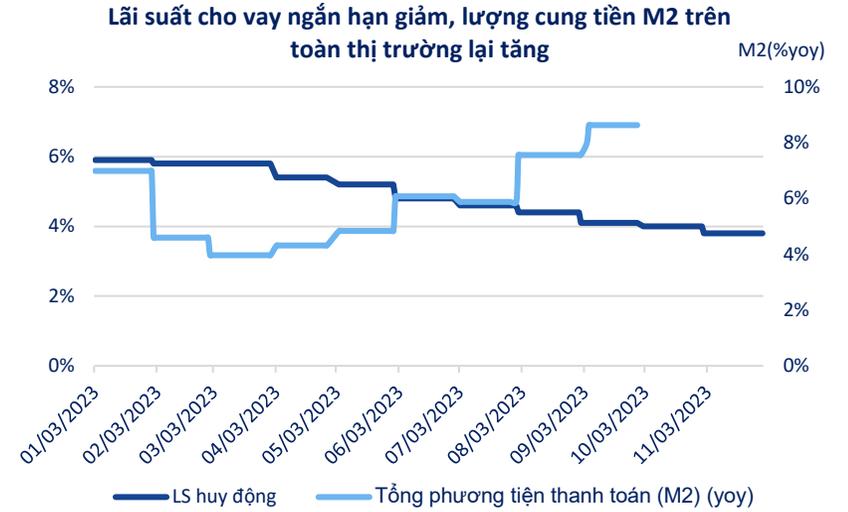
Lãi suất tiết kiệm thấp, dòng tiền nhàn rỗi có khả năng tìm kiếm cơ hội ở kênh đầu tư khác

Lãi suất vẫn còn dư địa giảm trong năm 2024 mặc dù không nhiều. Trong năm 2023, lãi suất gửi tiết kiệm giảm tới hơn một nửa với chính sách tài khóa nới lỏng. Lượng tiền gửi vào hệ thống ngân hàng của cư dân và các tổ chức kinh tế năm 2023 vẫn đạt hơn 13,7 triệu tỷ đồng, tăng hơn 12% so với đầu năm. Mức tăng này gần gấp đôi so với cùng kỳ năm trước và cũng là mức tiền gửi cao nhất trong lịch sử ngành ngân hàng. Đồng thời, việc tín dụng tăng trưởng chậm đã khiến cho lượng tiền thừa trong hệ thống rất nhiều. Chúng tôi cho rằng, trong năm 2024, với việc lãi suất điều hành của Mỹ sẽ được giảm dần, Việt Nam sẽ vẫn có dư địa để tiếp tục giữ nguyên mức lãi suất thấp hoặc giảm hơn nữa.

Dòng tiền nhàn rỗi có xu hướng tìm kiếm cơ hội ở kênh khác ngoài tiết kiệm. Lượng tiền “rẻ” trong hệ thống rất nhiều khi tổng phương tiện thanh toán M2 tăng mạnh nhưng tiền gửi tiết kiệm lại có xu hướng giảm ngược lại. Các thị trường đầu tư như một bình thông nhau, khi kênh đầu tư tiết kiệm không còn được như kỳ vọng, nhà đầu tư sẵn sàng tìm kiếm một kênh đầu tư có tỷ suất sinh lời cao hơn như hàng hóa, bất động sản, chứng khoán,...

* *Mối tương quan giữa tổng tiền gửi tiết kiệm và lãi suất huy động:*

- **Trước 2019:** Lãi suất điều hành giảm nhẹ và duy trì ổn định trong phần lớn thời gian. Lượng tiền gửi tiết kiệm tăng giảm chủ yếu chịu sự tác động của tốc độ tăng trưởng nền kinh tế, thu nhập quốc dân, tỉ lệ lạm phát. Làm giảm tính tương quan giữa lãi suất và lượng tiền gửi tiết kiệm.
- **2019-2021:** Tác động từ lãi suất lên tổng tiền gửi được thể hiện rất rõ nét. Việc Ngân hàng Nhà nước liên tục giảm lãi suất và bơm tiền dẫn tới mặt bằng lãi suất thương mại giảm mạnh và duy trì ở mức thấp. Lãi suất thấp là nguyên nhân chính dẫn tới dòng tiền dịch chuyển sang các kênh đầu tư khác thay vì gửi tiết kiệm.
- **Từ 2022 đến nay:** Thị trường đã chứng kiến sự biến động của lãi suất khi tăng và đạt đỉnh vào cuối 2022 - đầu 2023 sau đó giảm mạnh. Tổng tiền gửi tiết kiệm theo đó cũng biến thiên theo nhưng có xu hướng chậm pha hơn 1 quý.



II. DỰ BÁO 2024

2. DỰ BÁO DÒNG TIỀN 2024

a. Dòng tiền nhà rời luân chuyển từ kênh tiết kiệm sang kênh đầu tư khác

BDS chưa ghi nhận sự khởi sắc rõ rệt, khó thu hút dòng tiền, gây áp lực lên thị trường trái phiếu

Thị trường BDS vẫn chưa được cải thiện trong những quý cuối năm khi mà lượng tiền người mua trả tiền trước trên tổng tài sản đang giảm đi rõ rệt từ năm 2022. Nguyên nhân chủ yếu do:

- Cầu: NĐT vẫn lo ngại về tính pháp lý, tính đầu tư của dự án và giá bán chưa phù hợp.
- Cung: Dự án bị log để chờ đợi thị trường khởi sắc, cơ sở pháp lý vẫn chưa đủ để mở bán, không đủ vốn để tiếp tục triển khai dự án
- Khác: Khó vay tín dụng để giao dịch các sản phẩm như đất nền, yếu tố pháp lý vẫn chưa hoàn thiện (luật đất đai, Thuế BDS mới,...)

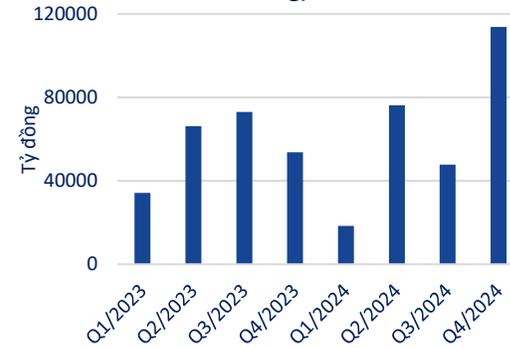
➤ **Mặc dù vẫn còn tồn đọng nhiều vấn đề, chúng tôi đánh giá những thay đổi về pháp lý sẽ đem lại những tín hiệu khởi sắc cho thị trường bất động sản và dòng tiền có thể sẽ dành sự quan tâm đến thị trường này hơn so với năm 2023.**

Thị trường trái phiếu vẫn gặp nhiều khó khăn

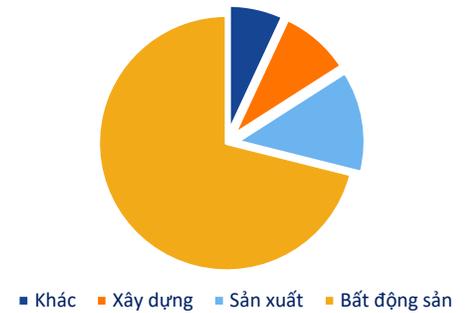
- Thị trường TPDN có dấu hiệu phục hồi nhẹ nhưng chủ yếu đến từ TP nhóm ngân hàng với việc gia tăng hoạt động phát hành và gia hạn kỳ hạn trái phiếu.
- Đối với trái phiếu nhóm BDS thì khó khăn hơn, đặc biệt khi thị trường BDS vẫn đang trầm lắng, nhiều DN vẫn gặp khó về vấn đề dòng tiền và hạn chế khả năng tiếp cận vốn. Danh sách các DN chậm thanh toán các nghĩa vụ nợ trái phiếu vẫn tiếp tục tăng.
- Tính đến 22/12, đã có khoảng 103 doanh nghiệp thông báo về việc chậm/hoãn thanh toán gốc, lãi trái phiếu. chiếm gần 19% dư nợ TPDN của toàn thị trường, trong đó nhóm ngành bất động sản tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất khoảng 70% giá trị chậm trả.

➤ **Thị trường BDS vẫn còn khó khăn đã gây áp lực cho phần lớn thị trường trái phiếu. Vẫn còn giai đoạn tái cơ cấu gian nan khi lượng trái phiếu đáo hạn trong năm 2024 còn nhiều.**

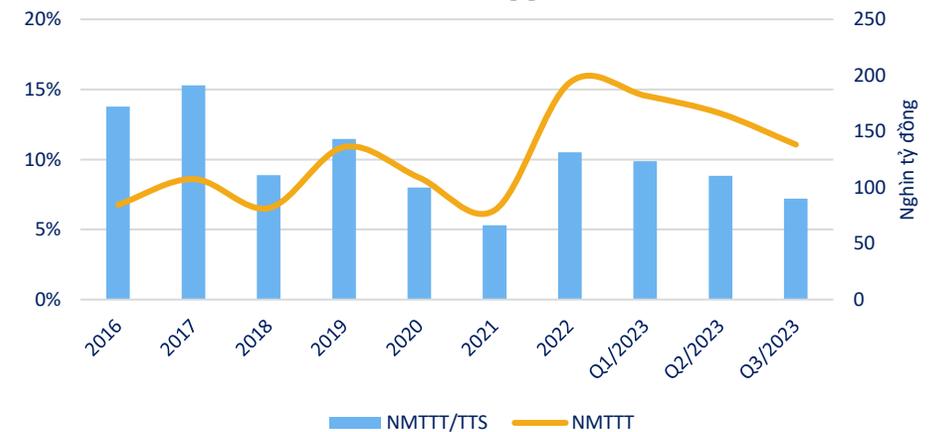
Ước tính giá trị TPDN riêng lẻ đáo hạn theo quý năm 2023-2024 (tỷ đồng)



Cơ cấu TPDN chậm nghĩa vụ thanh toán



Lượng tiền người mua trả tiền trước cho các doanh nghiệp BDS có xu hướng giảm



II. DỰ BÁO 2024

2. DỰ BÁO DÒNG TIỀN 2024

a. Dòng tiền nhàn rỗi luân chuyển từ kênh tiết kiệm sang kênh đầu tư khác

Vàng là tài sản trú ẩn hiệu quả trong bối cảnh địa chính trị vẫn còn bất ổn và đồng USD dự báo sẽ mất giá

Trong năm 2023, giá vàng tương lai đã đạt kỷ lục 2.152 USD/oz vào ngày 04/12/2023, nhưng sau đó đã giảm. Tăng trưởng tổng cộng của vàng trên thị trường thế giới trong năm 2023 là 13,45%. Nguyên nhân chủ yếu của sự tăng giá là do tình hình căng thẳng địa chính trị leo thang, xung đột Nga - Ukraine và xung đột giữa Israel và Hamas. Mặc dù có những dấu hiệu giảm căng thẳng và lệnh ngừng chiến, nhưng vàng vẫn được coi là một kênh trú ẩn an toàn.

Tuy nhiên, **vàng chỉ là một phần của việc đa dạng hóa danh mục đầu tư**, với ưu tiên vẫn là cổ phiếu, trái phiếu và tài sản đối với hầu hết các nhà đầu tư Mỹ.

- Thị trường vàng có thể không phù hợp để dồn tiền lướt sóng, trừ khi có các công cụ phái sinh để hạn chế rủi ro.
- Mua vàng cần có dự phòng, và việc dịch chuyển từ tiền gửi tiết kiệm sang vàng có thể được thực hiện để đa dạng hóa tài sản, mặc dù không nhiều. Bằng chứng là nhu cầu về vàng không tăng mạnh và chủ yếu đến từ thị trường OTC.

→ **Chúng tôi cho rằng, năm 2024 vàng có điều kiện thuận lợi để tiếp tục tăng giá, với giả định về lãi suất đi ngang và giảm, đồng USD giảm giá và lạm phát giảm trên khắp thế giới.**

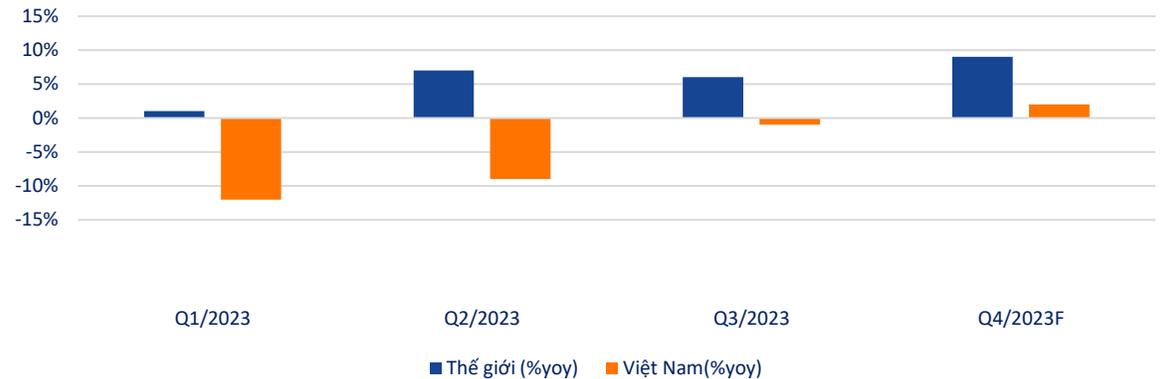
Goldman Sachs dự báo giá vàng có thể tiếp tục tăng và đạt mức giá trung bình 2.175 USD/ounce trong năm 2024, sau đó giảm về 2.087 USD/ounce trong năm 2025 và 2.000 USD/ounce trong năm 2026.

Tuy nhiên, tại Việt Nam cùng với nghị định Nghị định 24/2012/NĐ-CP, giá vàng sẽ bị can thiệp qua Ngân hàng Nhà nước giúp ổn định thị trường vàng. **Với xu hướng này có thể khiến cho dòng tiền chuyển sang mua vàng để tiết kiệm tăng nhẹ nhưng không đáng kể.**

Giá vàng giao ngay tăng mạnh 13% trong năm 2023 – Giá vàng Việt Nam duy trì ổn định



Nhu cầu về vàng có xu hướng tăng nhẹ trong quý 4 do bất ổn chính trị



II. DỰ BÁO 2024

2. DỰ BÁO DÒNG TIỀN 2024

a. Dòng tiền nhàn rỗi luân chuyển từ kênh tiết kiệm sang kênh đầu tư khác

Chứng khoán vẫn là một trong những điểm đến tiềm năng của dòng tiền

Số lượng tài khoản chứng khoán cá nhân trong nước có xu hướng hồi phục theo nhu cầu thực

- Sau khi đạt đỉnh số tài khoản mở mới vào tháng 7/2023. Số tài khoản chứng khoán đã bị đóng, phần lớn do không có nhu cầu khi mở chung cùng tài khoản ngân hàng.
- Tuy nhiên, thị trường chứng khoán vẫn là kênh đầu tư an toàn về tính pháp lý và đang được phát triển để nâng hạng lên thị trường mới nổi. Kỳ vọng quy mô vốn hóa thị trường sẽ đạt 100% GDP vào năm 2025 khiến cho đây vẫn là điểm đến lý tưởng của dòng tiền.

→ Điều này thúc đẩy dòng tiền đầu cơ và đầu tư của thị trường. Giúp thị trường nâng cao thanh khoản

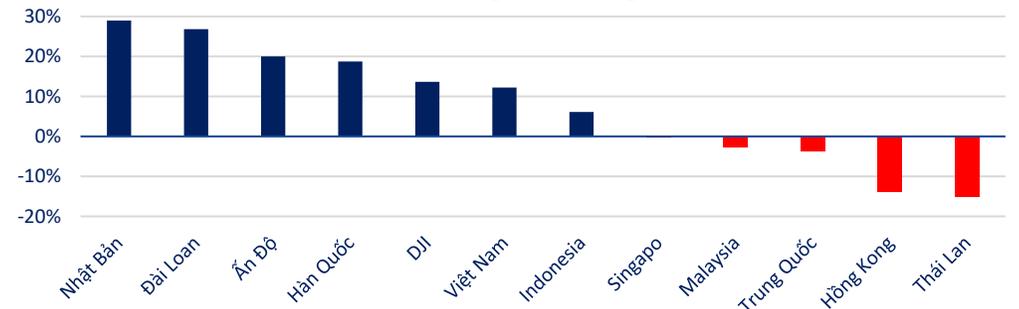
Dòng tiền khối ngoại được kích thích bởi sự ổn định của vĩ mô trong nước

- Trong năm 2023, các thị trường đang phát triển như Việt Nam, Indonesia, Malaysia, Philippines, và Thái Lan đối mặt với xu hướng bán ròng mạnh từ khối ngoại. Nguyên nhân chủ yếu là do sự chênh lệch lớn về lãi suất và swap âm giữa tỷ giá VND-USD, khiến dòng tiền chuyển hướng sang các nước phát triển như Đài Loan và Ấn Độ.
- Trong năm 2024, Việt Nam được kỳ vọng có lợi thế mạnh hơn. Với vĩ mô ổn định, tỉ giá không còn căng thẳng và hiệu suất đầu tư tốt hơn so với các nước trong khu vực, dòng tiền khối ngoại được kỳ vọng sẽ quay trở lại sớm.

Số lượng TK chứng khoán cá nhân trong nước hồi phục theo nhu cầu thực – dòng tiền đầu cơ tăng



Thị trường VN có hiệu suất đầu tư tốt hơn các nước trong khu vực – kích thích dòng tiền khối ngoại



II. DỰ BÁO 2024

2. DỰ BÁO DÒNG TIỀN 2024

a. Dòng tiền nhàn rỗi luân chuyển từ kênh tiết kiệm sang kênh đầu tư khác

Chứng khoán vẫn là một trong những điểm đến tiềm năng của dòng tiền

Lãi suất tiếp tục duy trì ở mức thấp là động lực cho dòng tiền chứng khoán

- Dòng tiền tiết kiệm sẽ có xu hướng đổ một phần vào thị trường chứng khoán với kỳ vọng tỷ suất sinh lời cao hơn ngân hàng nhưng vẫn an toàn về mặt pháp lý và tính thanh khoản cao.
- Lãi suất thấp cũng ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời kỳ vọng của nhà đầu tư về doanh nghiệp. Nhà đầu tư sẽ có xu hướng “dễ tính hơn” trong việc lựa chọn cổ phiếu trong hoạt động đầu cơ và đầu tư.

→ Lãi suất thấp kích thích dòng tiền đầu tư chảy vào thị trường chứng khoán

Hệ thống KRX được kỳ vọng sẽ giúp thị trường chứng khoán Việt Nam nâng cao năng lực với thanh khoản cao hơn:

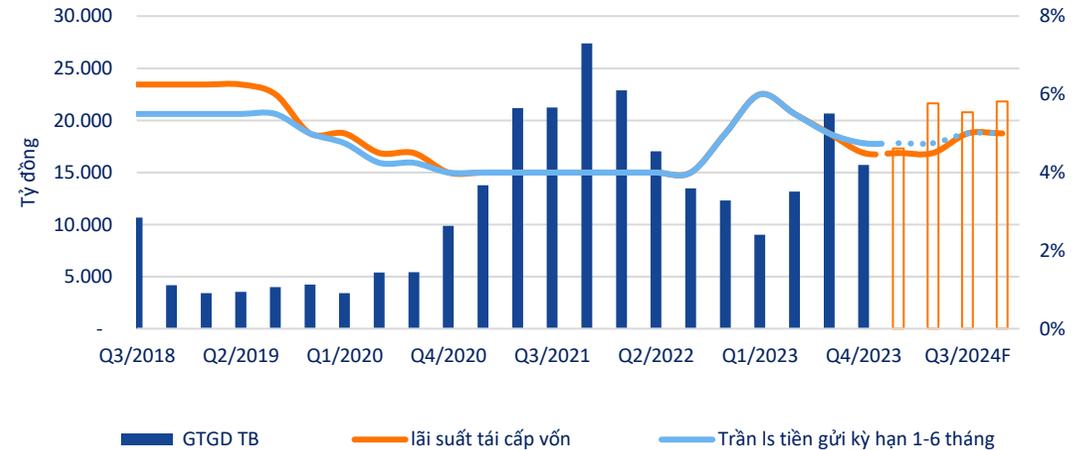
- Tăng lên đến hơn 1 tỷ USD mỗi phiên
- Giảm thời gian thanh toán từ T+2,5 hiện nay sang T+0 → Thúc đẩy tỷ lệ quay vòng vốn
- Giải quyết các vấn đề cần thiết để được nâng cấp lên thị trường mới nổi.

Định giá của thị trường đang về mức hợp lý

- Định giá của thị trường đang ở mức hợp lý so với năm 2023.
- So với lãi suất huy động thì P/E đang ở mức định giá hấp dẫn

→ Chúng tôi cho rằng, với mức định giá này có thể kích thích cả dòng tiền đầu tư và đầu cơ tham gia vào thị trường, tạo ra cơ hội đầu tư với mức sinh lời cao.

Lãi suất tiếp tục duy trì ở mức thấp, KRX đi vào hoạt động - nâng thanh khoản VN-Index tăng 20-25% so với 2023



PE trở về vùng hấp dẫn sau nhịp điều chỉnh cuối năm 2023 – kích thích dòng tiền đầu tư và đầu cơ



II. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG NĂM 2024

2. DỰ BÁO DÒNG TIỀN 2024

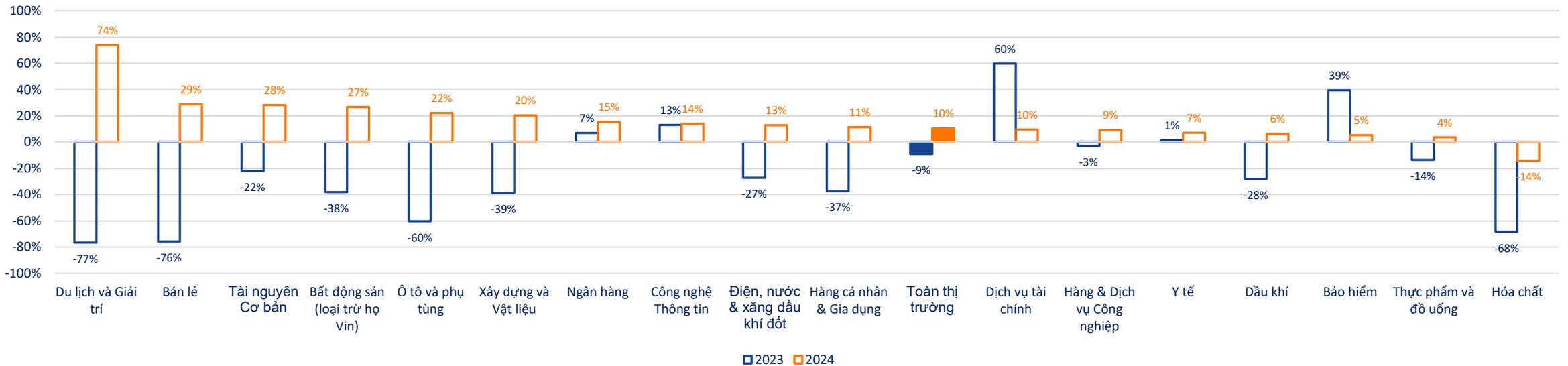
b. Dự báo TTCK

Không đạt kỳ vọng trong năm 2023, dự phóng Kết quả kinh doanh các ngành năm 2024 sẽ khởi sắc hơn

Trong năm 2023, chịu ảnh hưởng bởi nhiều sự bất ổn về vĩ mô, hoạt động kinh doanh của nhiều ngành nghề kém khả quan và không đạt kỳ vọng với mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (LNST) của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán là -9% yoy, thấp hơn nhiều mức dự báo của VFS là 6% trong Báo cáo chiến lược nửa cuối năm 2023. Trong đó, chỉ có 5/18 ngành ghi nhận được mức tăng trưởng dương về LNST. Trong khi đó, có tới 7 ngành ghi nhận sự sụt giảm trên 30% về LNST. Tuy nhiên, điều này đã tạo ra một mức nền thấp cho năm 2024.

Dự phóng cả năm 2024, tăng trưởng LNST của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán đạt 10% yoy. Trong đó, Ngành Du lịch và Giải trí được kỳ vọng sẽ tiếp tục hồi phục với mức tăng trưởng LNST mạnh nhất là 74%. Ngoài ra, các ngành như Bán lẻ, tài nguyên cơ bản,... được kỳ vọng sẽ hồi phục sau khi ghi nhận mức sụt giảm mạnh về kết quả kinh doanh trong năm 2023. Ngoài ra, những nhóm ngành cơ bản như Ngân hàng, Công nghệ thông tin và Y tế được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng ổn định với mức tăng trưởng lần lượt là 15%, 14% và 7%.

Dự phóng tăng trưởng LNST các ngành L2 2023 - 2024



II. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG NĂM 2024

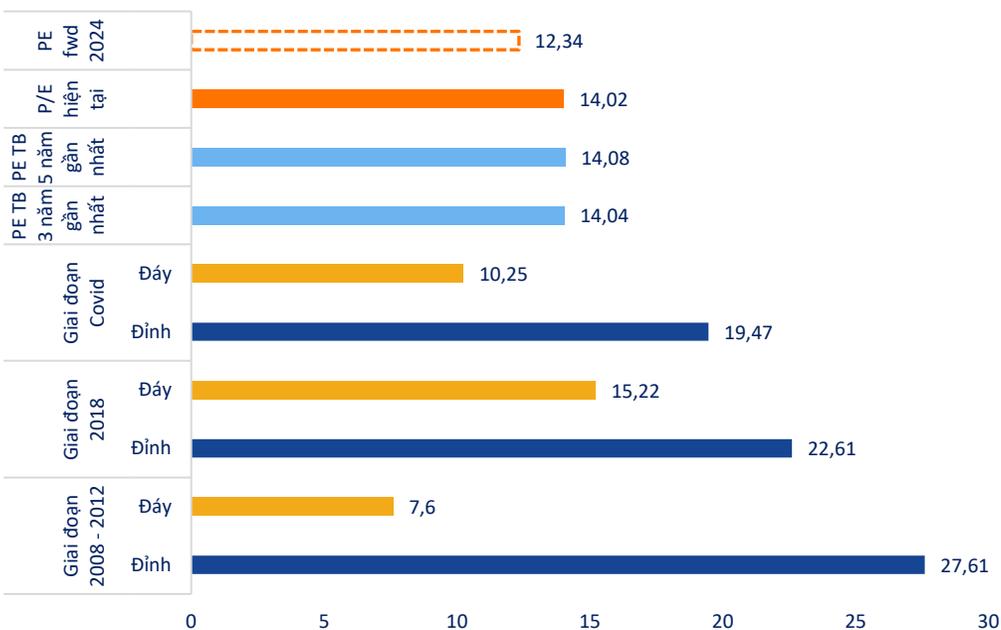
2. DỰ BÁO DÒNG TIỀN 2024

b. Dự báo TTCK

Định giá thị trường vẫn trong vùng tương đối thấp so với quá khứ

Với mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế toàn thị trường là 10% trong năm 2024, mức định giá PE forward 2024 của VN-Index ước tính là 12,x, thấp hơn nhiều mức PE trung bình của VN-Index trong 3 năm gần nhất và 5 năm gần nhất. Đồng thời, so sánh với PE các giai đoạn biến động trong quá khứ (những pha biến động tạo đỉnh – đáy dài hạn của thị trường), mức PE forward 2024 của VN-Index vẫn còn khá hấp dẫn.

So sánh PE hiện tại và PE forward 2024 của VN-Index với các thời điểm quá khứ



Diễn biến PE của VN-Index giai đoạn từ 2010 đến nay



Tăng trưởng LNST của các DN trên sàn ước đạt 10% yoy
PE fw 2023 của VN-Index là 12,34 lần
VN-Index sẽ dao động trong vùng 1.080 – 1.300 điểm

II. DỰ BÁO 2024

2. DỰ BÁO DÒNG TIỀN 2024

b. Báo thị trường chứng khoán

Dự báo xu hướng dòng tiền trên thị trường chứng khoán

Nhóm ngành hưởng lợi từ yếu tố vĩ mô

Đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh

- Năm 2024 được coi là một điểm quan trọng để hoàn thành Kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-2025 và khởi đầu Kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2026-2030.
- Rắc rối đầu tư từ những năm trước đã được giải quyết, đặc biệt là trong các quá trình giao thầu và khai thác nguyên vật liệu. Hầu hết các dự án đã hoàn thiện thủ tục đầu tư, năm nay trở thành thời kỳ đẩy nhanh tiến độ.

→ Chúng tôi cho rằng, giải ngân đầu tư công thực tế năm 2024 có thể đạt khoảng 85-90% kế hoạch, tương đương với mức tăng trưởng 38%-45% so với năm 2023. **Với quan điểm này thì nhóm các ngành hưởng lợi được kỳ vọng sẽ là xây dựng hạ tầng (CTR, VCG, HHV), nguyên vật liệu xây dựng (KSB, HPG)**

Xu hướng chuyển dịch chuỗi cung ứng

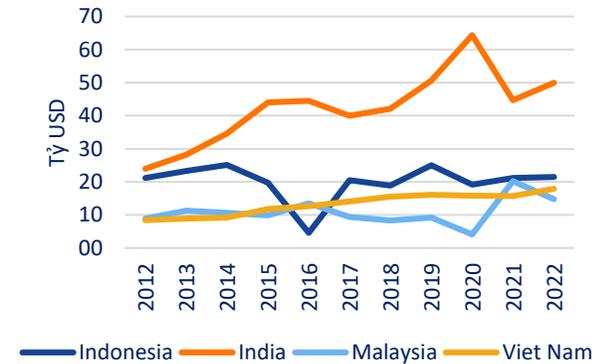
- Mỹ, quốc gia đứng đầu thế giới về công nghệ, đã nâng cao quan hệ ngoại giao đối tác chiến lược với Việt Nam - kích thích vốn FDI vào lĩnh vực công nghệ cao.
- Việt Nam tiếp tục là điểm đến ưa thích của dòng vốn sản xuất với chiến lược Trung Quốc +1

→ **Nhóm cổ phiếu hưởng lợi: BĐS KCN (KBC, IDC, SZC)**

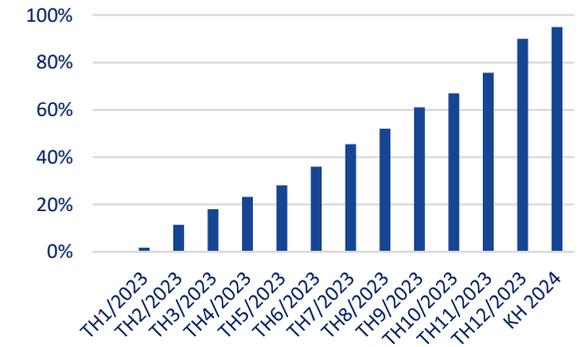
Các dự án dầu khí trọng điểm quốc gia tiếp tục được đẩy mạnh triển khai trong năm 2024: Chuỗi dự án khí – điện lô B, chuỗi dự án khí - điện Cá Voi Xanh, chuỗi dự án khí - điện LNG Sơn Mỹ, chuỗi dự án LNG Thị Vải, dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất và dự án khai thác nâng cấp dầu nặng Junin 2.

→ **Với quan điểm trên, chúng tôi kỳ vọng nhóm dầu khí (PVS, PVD, PVT) sẽ là nhóm cổ phiếu được hưởng lợi đầu tiên với các dự án thượng nguồn được đẩy mạnh trong năm 2024**

Dòng vốn FDI vào Ấn Độ và 1 số nước Asean



Lũy kế giải ngân vốn đầu tư công của bộ GTVT



Nguồn: FiinPro, VFS tổng hợp

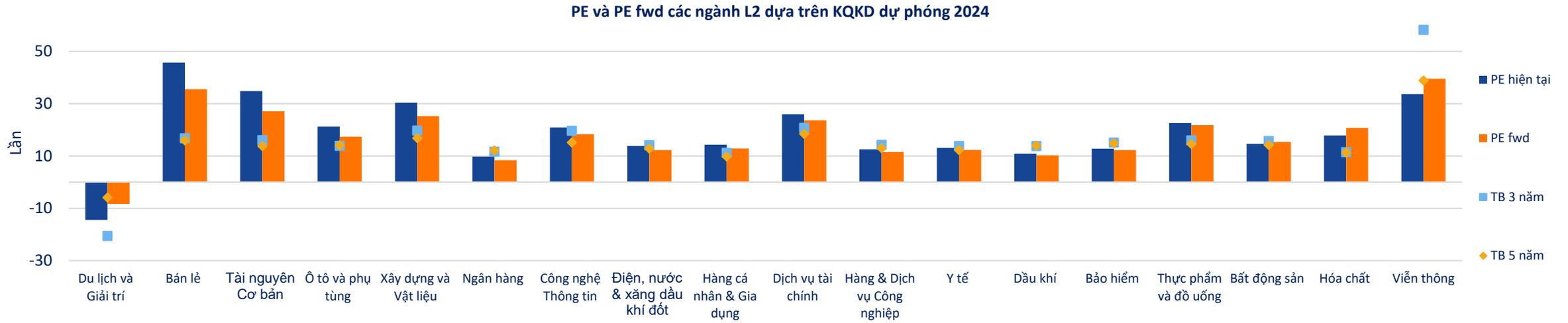
II. DỰ BÁO 2024

2. DỰ BÁO DÒNG TIỀN 2024

b. Dự báo thị trường chứng khoán

Dự báo xu hướng dòng tiền trên thị trường chứng khoán

Nhóm ngành định giá rẻ



Nhóm ngành có định giá rẻ luôn được các nhà đầu tư tìm kiếm với mong muốn đầu tư giá trị. Sau nhịp điều chỉnh cuối năm 2023, nhiều nhóm ngành đã trở về vùng định giá hấp dẫn, tuy nhiên không phải nhóm nào cũng mang tới những cơ hội để đầu tư.

- **Nhóm các cổ phiếu thực phẩm đồ uống, du lịch và bảo hiểm, viễn thông:** Nhóm ngành khá kén dòng tiền khi thiếu các cổ phiếu vốn hóa lớn cũng như lượng cổ phiếu cô đặc thường cao. Đây cũng là nguyên nhân khiến cho mặc dù định giá P/E duy trì thấp và âm từ sau đại dịch covid nhưng nhóm các cổ phiếu này vẫn chưa thể vực dậy lại được.
- **Bất động sản** - nhóm ngành thu hút dòng tiền đầu cơ, sau khi giảm mạnh trong năm 2022 thì năm 2023 có vẻ vẫn chưa phải là năm phục hồi của nhóm các cổ phiếu BĐS. Định giá P/E của các cổ phiếu BĐS đạt 14,56 lần, thấp hơn so với trung bình 3-5 năm và cũng thấp hơn so với bực báo của chúng tôi là 15,41 lần. Kỳ vọng năm 2024, nhóm BĐS không chỉ thu hút dòng tiền đầu cơ mà còn cả dòng tiền đầu tư.

II. DỰ BÁO 2024

2. DỰ BÁO DÒNG TIỀN 2024

b. Dự báo thị trường chứng khoán

Dự báo xu hướng dòng tiền trên thị trường chứng khoán

Nhóm ngành kỳ vọng KQKD hồi phục

Tác động từ Trung Quốc ảnh hưởng tích cực đến KQKD ngành thép

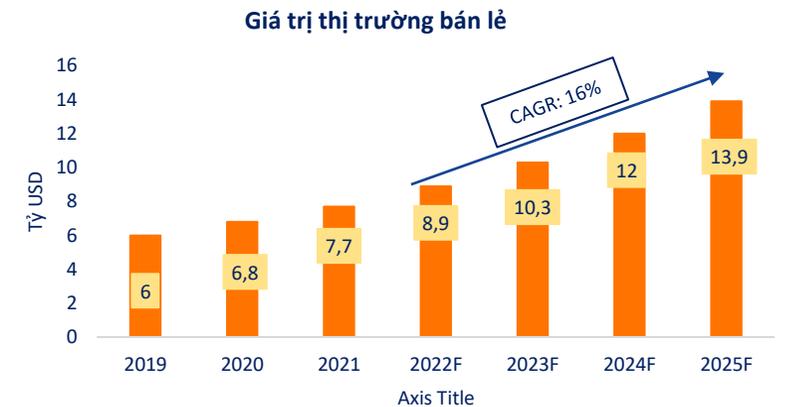
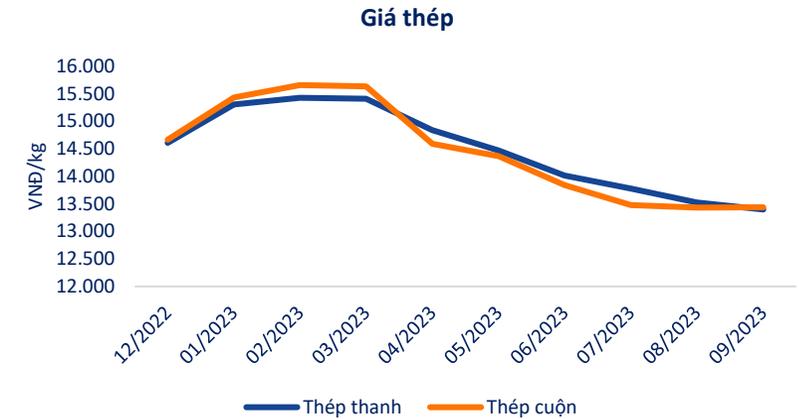
- **TQ có thể nới lỏng điều kiện hoạt động của các ngành công nghiệp nặng.** Điều này có thể dẫn đến giá cả các nguyên vật liệu cơ bản phục vụ cho sản xuất công nghiệp tạo đáy và đi lên.
- **Nhu cầu trong nước sẽ hồi phục chậm** khi ngành bất động sản chiếm 50 – 60% sản lượng tiêu thụ thép. Mặc dù Chính phủ đang nỗ lực đưa ra các biện pháp tháo gỡ cho ngành bất động sản nhưng VFS dự báo sẽ cần thời gian để phục hồi 1 cách mạnh mẽ, có thể đến cuối năm 2024 và đầu năm 2025.

Bán lẻ

- **Sức mua được kỳ vọng sẽ cải thiện** kể từ giữa năm 2024 nhờ vào sự phục hồi của sản xuất và xuất khẩu cũng như lãi suất tiếp tục được duy trì ở mức thấp, kích thích tín dụng chi tiêu thường ngày.
- **Các sản phẩm điện tử:** xu hướng sử dụng các sản phẩm CE (consumer electronic) với ứng dụng IoT (internet on thing), thị trường và tiềm năng vẫn còn rất lớn. Lượng điện thoại di động sản xuất ở Việt Nam có dấu hiệu phục hồi. Chu kỳ thay thế điện thoại ở Việt Nam trung bình là 2,5 năm, với 2021 là giai đoạn bùng nổ thì chúng tôi kỳ vọng 2024 sẽ là 1 năm phục hồi.

Ngân hàng

- Hoạt động cho vay tiêu dùng sẽ được kích thích nhờ môi trường lãi suất thấp
- Luật đất đai sửa đổi được thống nhất, tháo gỡ vướng mắc cho thị trường BĐS, thúc đẩy tín dụng thị trường BĐS
- KQKD kém khả quan trong năm 2023 tạo ra nền so sánh thấp năm 2024



Nguồn: FiinPro, VFS tổng hợp

II. DỰ BÁO 2024

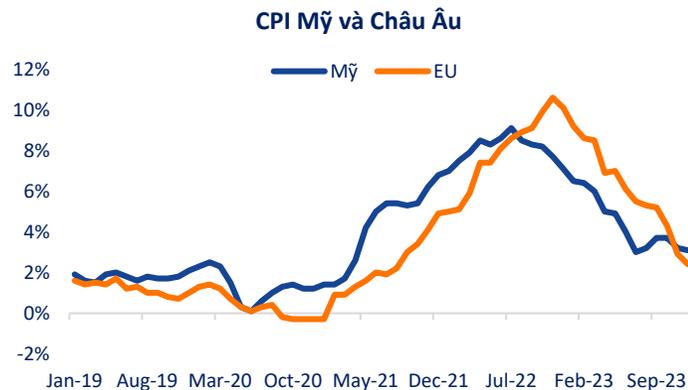
3. RỦI RO

Thế giới

- Nền kinh tế thế giới phục hồi chậm. Hậu quả của đại dịch Covid 19 vẫn còn dai dẳng. Khủng hoảng lạm phát đè nặng các nền kinh tế trong năm 2023 và có thể chưa hẳn đã kết thúc trong năm 2024, nợ công tiếp tục gia tăng; tăng trưởng thương mại toàn cầu tiếp tục xu hướng thấp.
- Bất ổn địa chính trị kéo dài:
 - Cuộc xung đột Nga - Ukraine kéo dài gần 2 năm vẫn tiếp tục
 - Phong trào Hamas, xung đột Israel - Palestine nổ ra tại khu vực Trung Đông có dấu hiệu leo thang, kéo Mỹ và Iran can thiệp mạnh tay hơn.
 - Tình hình tại Biển Đỏ tiếp tục "xấu" khi các vụ vi phạm liên tiếp xảy ra và hành động quân sự trong khu vực ảnh hưởng đến hoạt động đi lại của tàu thuyền.

Trong nước

- Tín dụng tăng trưởng chậm, nguồn vốn không đến tay được các doanh nghiệp cần, ảnh hưởng đến quá trình kinh doanh và sản xuất
- Thị trường bất động sản tiếp tục ảm đạm, ảnh hưởng đến thị trường trái phiếu



III. CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ 2024

III. CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ

1. ĐẦU TƯ CÔNG

Tiếp tục là động lực quan trọng thúc đẩy kinh tế - xã hội trong năm 2024

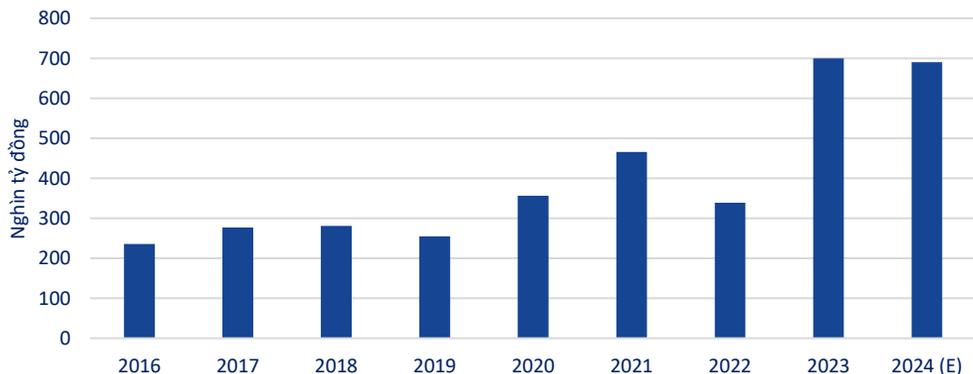


Kế hoạch giải ngân 2024 với số vốn ước tính khoảng 690 nghìn tỷ và chính phủ kỳ vọng giải ngân được 95% kế hoạch được giao.

- Đầu tư công được xác định vẫn là động lực quan trọng giúp phát triển kinh tế khi mà hoạt động tiêu dùng, sản xuất, xuất khẩu và đầu tư trong nước năm 2023 hồi phục còn chậm.
- Trong đó, lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng bao gồm các dự án giao thông trọng điểm như cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, các dự án cao tốc khác, đường vành đai 3 TP. Hồ Chí Minh, đường vành đai 4 TP. Hà Nội, sân bay Long Thành sẽ là những lĩnh vực trọng điểm và được phân bổ tỷ trọng lớn của nguồn vốn đầu tư công trong năm 2024

⇒ **Nỗ lực giải ngân đầu tư công của chính phủ kỳ vọng sẽ tạo ra các tác động tích cực đến nhiều nhóm ngành như vật liệu xây dựng, xây dựng, bất động sản dân cư, bất động sản khu công nghiệp và logistics.**

Giá trị giải ngân vốn đầu tư công



Dự án	Cập nhật tiến độ	Tổng mức đầu tư (nghìn tỷ đồng)	
11 dự án thành phần Cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 1	Cam lộ - La sơn	Hoàn thành	112
	Cao Bồ - Mai Sơn	Hoàn thành	
	Cầu Mỹ Thuận	Hoàn thành	
	Mai Sơn - Quốc lộ 45	Hoàn thành	
	Vĩnh Hảo - Phan Thiết	Hoàn thành	
	Phan Thiết - Dầu Giây	Hoàn thành	
	Nghi Sơn - Diễn Châu	Hoàn thành	
	Diễn Châu - Bãi Vọt	Dự kiến thông xe vào 05/2024	
	Quốc lộ 45 - Nghi Sơn	Hoàn thành	
	Nha Trang - Cam Lâm	Hoàn thành	
	Cam Lâm - Vĩnh Hảo	Dự kiến thông xe vào đầu 01/2024	
12 dự án thành phần Cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2	Dự kiến 2027	147	
Sân bay Long Thành (giai đoạn 1)	Dự kiến 2026	109	
Vành đai 3 - TP. Hồ Chí Minh	Dự kiến 2027	75	
Vành đai 4 - Hà Nội	Dự kiến 2027	86	
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng _ trần đề GD 1	Dự kiến 2027	44,7	
Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Mê Thuột GD 1	Dự kiến 2027	22	
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	Dự kiến 2027	17,8	

III. CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ

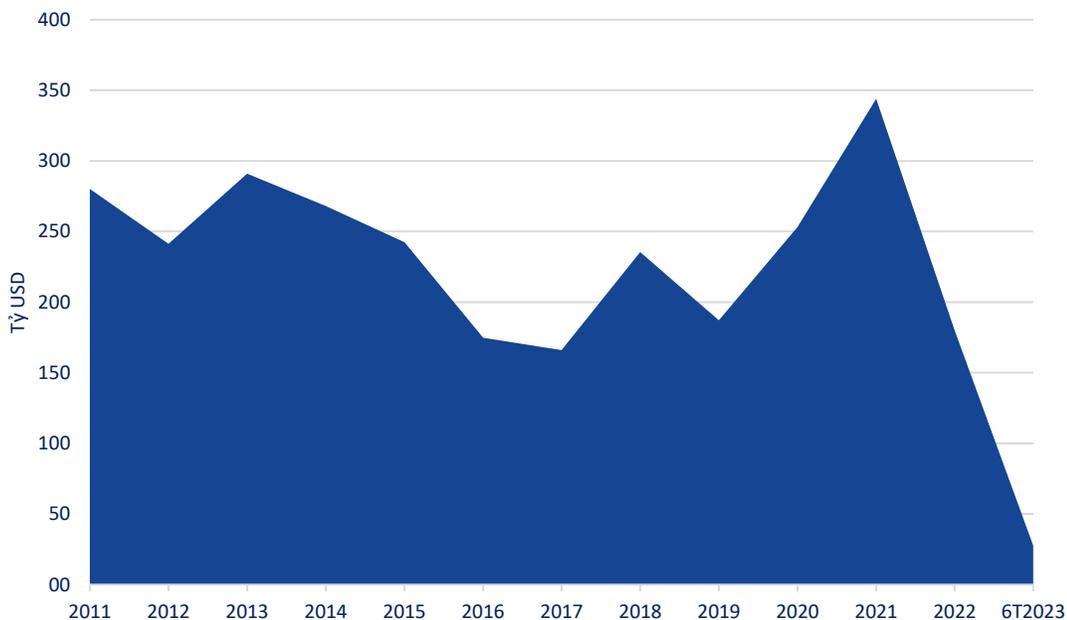
2. CHUYỂN DỊCH CHUỖI CUNG ỨNG

Phương Tây đang dịch chuyển đầu tư ra khỏi Trung Quốc từ cuối 2022 và 2023, Ấn Độ, Asean đang là những điểm đến lý tưởng của dòng vốn FDI nhờ chi phí nhân công rẻ

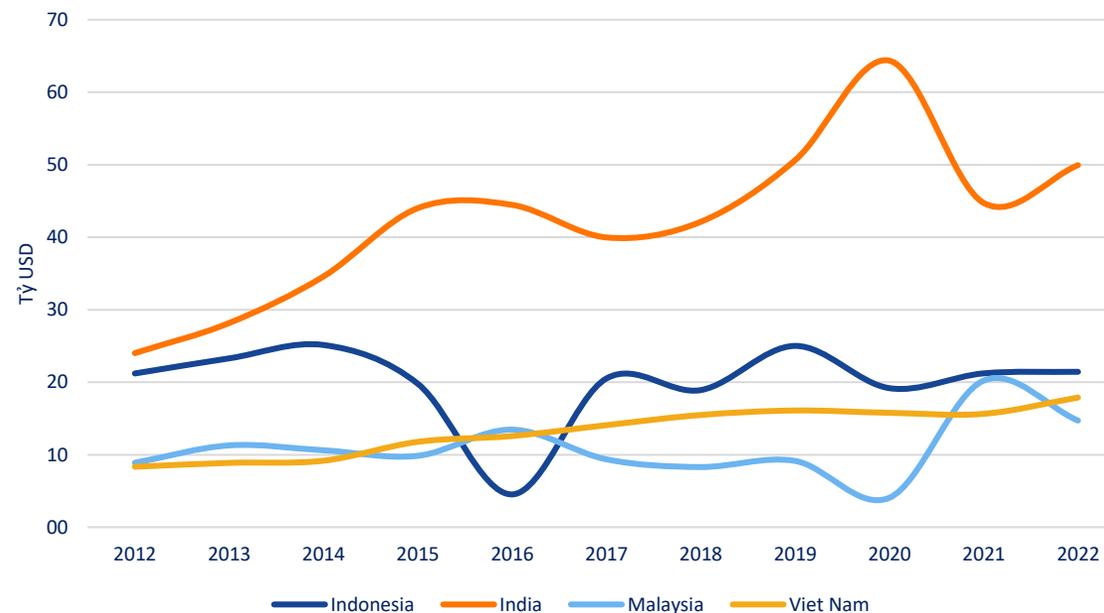
Trung Quốc được coi là công xưởng của thế giới do lợi thế dân số đông, chi phí nhân công rẻ. Sau đại dịch Covid, việc Trung Quốc đóng cửa đã ảnh hưởng nặng nề đến chuỗi cung ứng toàn cầu. Tháng 1/2023, vốn FDI vào Trung Quốc tăng vọt 15% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, kể từ tháng 5/2023, FDI liên tục ghi nhận mức sụt giảm 2 con số trong mỗi tháng. FDI của Trung Quốc trong tháng 9/2023 ghi nhận ở mức 10 tỷ USD, giảm 34% so với cùng kỳ năm trước. Đây là mức giảm lớn nhất kể từ năm 2014.

⇒ Các quốc gia cần phải thúc đẩy chuyển dịch chuỗi sản xuất ra khỏi Trung Quốc, tái cấu trúc lại chuỗi cung ứng để tránh rủi ro, phụ thuộc. Ấn Độ và Asean đang là những điểm đến được lựa chọn.

Vốn đầu tư FDI vào Trung Quốc



Dòng vốn FDI vào Ấn Độ và 1 số nước Asean



III. CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ

2. CHUYỂN DỊCH CHUỖI CUNG ỨNG

Việt Nam sẽ là điểm đến hấp dẫn với nhiều lợi thế

Chính phủ liên tục đẩy mạnh hoạt động ngoại giao thúc đẩy hợp tác phát triển kinh tế

Trong năm 2023, Việt Nam đã tổ chức thành công 22 chuyến thăm của lãnh đạo chủ chốt tới các nước láng giềng, các đối tác quan trọng, bạn bè truyền thống và 28 chuyến thăm của lãnh đạo cấp cao các nước đến Việt Nam trong đó có 2 chuyến thăm của tổng thống Biden và chủ tịch nước Tập Cận Bình.

Kể từ ngày 10/09/2023, Mỹ là quốc gia thứ 5 nâng cấp quan hệ với Việt Nam lên Đối tác toàn diện, sau Trung Quốc (2008), Nga (2012), Ấn Độ (2016) và Hàn Quốc (2022). Theo đó, Việt Nam và Hoa Kỳ sẽ tăng cường hợp tác sâu rộng về mọi mặt từ điện toán đám mây, linh kiện bán dẫn cho đến trí tuệ nhân tạo.

Liên tục đẩy mạnh đầu tư công, nâng cấp hạ tầng

Nhiều dự án hạ tầng quan trọng dự kiến sẽ khởi công trong năm 2024 giúp tăng tính kết nối liên tỉnh như giai đoạn 1 Dự án đường vành đai 4 TP.HCM, đường cao tốc TP.HCM - Mộc Bài...

Địa chính trị ổn định trong bối cảnh trên thế giới nhiều bất ổn

Là một trong những điều kiện quan trọng để một doanh nghiệp FDI quyết định đặt nền móng hoạt động đầu tư lâu dài tại một quốc gia. Do đó, trong bối cảnh chuỗi cung ứng và nền kinh tế toàn cầu đang bộc lộ rõ sự mong manh trước những rủi ro và xung đột thì Việt Nam được coi là điểm sáng trên bản đồ thu hút FDI toàn cầu nhờ môi trường kinh doanh và địa chính trị ổn định.

Việt Nam nằm ở vị trí chiến lược thuận lợi

Việt Nam sở hữu vị trí chiến lược quan trọng trong khu vực châu Á - Thái Bình Dương. Việt Nam nằm giữa Trung Quốc và Ấn Độ với 3.260 km đường bờ biển, tiếp giáp với biển Đông, một trong những khu vực giao thương đường biển trọng yếu của thế giới. Khoảng 40% lượng hàng hóa vận chuyển từ Ấn Độ Dương đến Thái Bình Dương sẽ đi qua khu vực biển Đông này để đến được Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc và Mỹ.

3. PHÁT TRIỂN TTCK HƯỚNG ĐẾN NÂNG HẠNG THỊ TRƯỜNG

Hệ thống KRX là yếu tố quan trọng để nâng hạng thị trường

- Việt Nam tiếp tục nằm trong danh sách xem xét nâng hạng của FTSE Russell, tuy nhiên theo báo cáo từ FTSE, Việt Nam hiện còn 2/9 điều kiện để được nâng hạng bao gồm:
 - Chuyển giao đối ứng thanh toán chấm mức "Hạn chế" do hiện tại, nhà đầu tư cần có tiền khi đặt lệnh giao dịch thay vì chỉ cần có tiền khi thực hiện giao dịch;
 - Tiêu chí Chi phí xử lý giao dịch thất bại không được chấm điểm do nhà đầu tư hiện cần có đủ 100% tiền mặt khi đặt lệnh giao dịch nên không xảy ra giao dịch thất bại.
 - Đối với các tiêu chí nâng hạng của MSCI thì TTCK Việt Nam còn 9 tiêu chí chưa đạt bao gồm:
 - (1) Giới hạn sở hữu nước ngoài; (2) "room" khối ngoại còn lại; (3) Quyền bình đẳng đầu tư nước ngoài; (4) Mức độ tự do hóa thị trường ngoại hối; (5) Luồng thông tin; (6) Thanh toán bù trừ; (7) Khả năng chuyển nhượng không qua sàn; (8) Cho vay chứng khoán; và (9) Bán khống.
 - Đây cũng là 9 tiêu chí đã được đề cập trong báo cáo tháng 6/2021 và tháng 6/2022, cho thấy Việt Nam vẫn chưa hề có sự cải thiện về những yêu cầu của MSCI trong 2 năm vừa qua.
 - VFS cho rằng khi hệ thống KRX được đưa vào vận hành sẽ bước tiến quan trọng cho việc nâng hạng TTCK từ cân biên lên mới nổi. 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).
 - Tuy nhiên, đến nay hệ thống KRX vẫn chưa thể Go-live theo kế đúng kế hoạch của HOSE. HOSE ban đầu đưa ra kế hoạch hệ thống KRX sẽ chính thức được đưa vào vận hành vào ngày 25/12/2023. Tuy nhiên, đến ngày 24/12/2023 các công ty chứng khoán mới hoàn thành kiểm thử đợt cuối FAT và báo cáo lại cho HOSE vào ngày 25/12/2023, theo văn bản hướng dẫn của HOSE. Do đó, VFS đánh giá rằng phải đến hết Q1/2024 mới có thể đưa vào vận hành nhằm đảm bảo hệ thống hoàn thiện và không phát sinh lỗi nghiêm trọng trong quá trình giao dịch.
- ⇒ Khả năng nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam là khả thi trong kỳ xem xét nâng hạng của FTSE vào cuối năm 2024 hoặc đầu năm 2025 khi hệ thống KRX được hoàn thiện, đưa vào vận hành, góp phần hoàn thiện các tiêu chí còn thiếu để xem xét nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam.

3. PHÁT TRIỂN TTCK HƯỚNG ĐẾN NÂNG HẠNG THỊ TRƯỜNG

Tiêu chí đánh giá của MSCI	Mức độ đáp ứng của TTCK Việt Nam
Độ mở với nhà đầu tư nước ngoài	
Yêu cầu về trình độ của nhà đầu tư	++
Giới hạn sở hữu nước ngoài	-
"Room" khối ngoại còn lại	-
Quyền bình đẳng cho nhà đầu tư nước ngoài	-
Sự dễ dàng của dòng vốn vào/ra	
Giới hạn dòng chảy vốn	++
Mức độ tự do của thị trường ngoại hối	-
Hiệu quả của khuôn khổ hoạt động	
Đăng ký nhà đầu tư và thiết lập tài khoản	+
Quy định thị trường	+
Luồng thông tin	-
Thanh toán bù trừ	-
Lưu ký	++
Cơ quan đăng ký/lưu ký	++
Môi giới	++
Khả năng chuyển nhượng không qua sàn	-
Cho vay chứng khoán	-
Bán khống	-
Đa dạng công cụ đầu tư	++
Sự ổn định của khung thể chế	+

"+ +": không có vấn đề; "+": không có vấn đề nghiêm trọng, có thể cải thiện; "-": có vấn đề cần được cải thiện

Tiêu chí đánh giá của FTSE	Mức độ đáp ứng của TTCK Việt Nam
Môi trường pháp lý và thị trường	
Có cơ quan quản lý thị trường chứng khoán chính thức	Đạt
Không phản đối hoặc hạn chế hoặc hình phạt đáng kể áp dụng cho việc đầu tư vốn hoặc chuyển vốn/thu nhập về nước	Đạt
Thị trường ngoại hối phát triển	
Thị trường vốn	
Thị trường môi giới đủ cạnh tranh để đảm bảo chất lượng cao	Đạt
Chi phí giao dịch: chi phí tiềm ẩn và rõ ràng phải hợp lý và cạnh tranh	Đạt
Tính minh bạch: thông tin chuyên sâu về thị trường và quy trình báo cáo giao dịch kịp thời	Đạt
Thanh toán bù trừ, thanh toán và lưu ký	
Thanh toán theo phương thức "Chuyển giao đối ứng và thanh toán-DvP"	Hạn chế
Chi phí xử lý giao dịch thất bại Không chấm điểm	Không chấm điểm
Trung tâm lưu ký chứng khoán	Đạt
Thị trường lưu ký đủ cạnh tranh đủ để đảm bảo dịch vụ chất lượng cao	Đạt

III. CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ

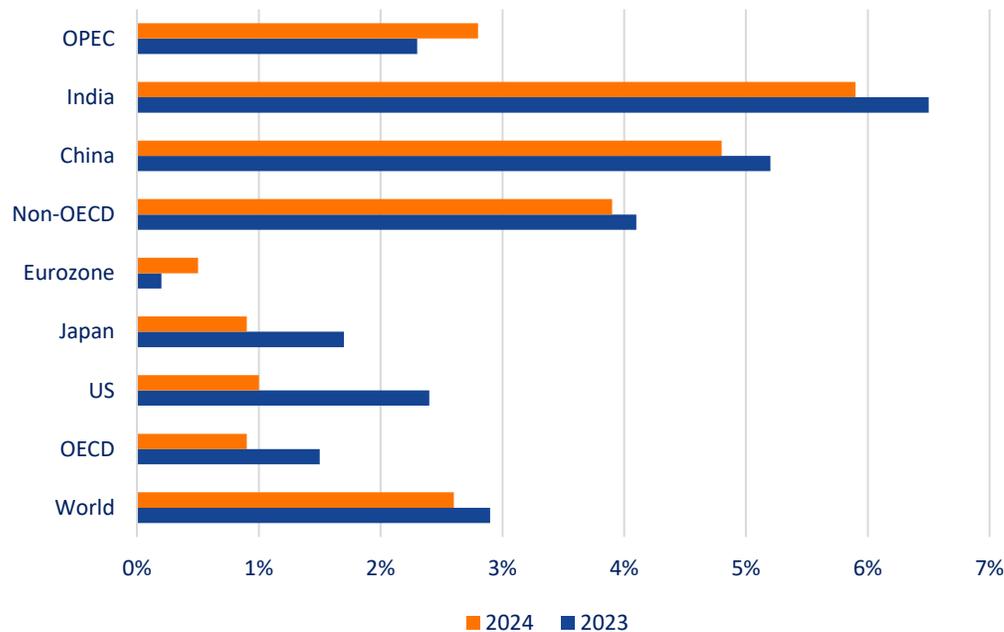
5. NHU CẦU NĂNG LƯỢNG

a. Giá dầu được dự báo sẽ hồi phục nhờ cầu duy trì ổn định – cung khó lường

Động lực tăng trưởng nhu cầu chính đến từ Trung Quốc

Dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2023 đạt 2,9%. Với tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ này thì **tăng trưởng kinh tế toàn cầu sẽ được dự báo ở mức 2,6% trong năm 2024** và chủ yếu đến từ các nước không thuộc OECD như Nga, Brazil, Ấn Độ, đặc biệt là Trung Quốc.

Tăng trưởng GDP thực tế 2023-2024 tại một số quốc gia và khu vực trọng điểm(%)



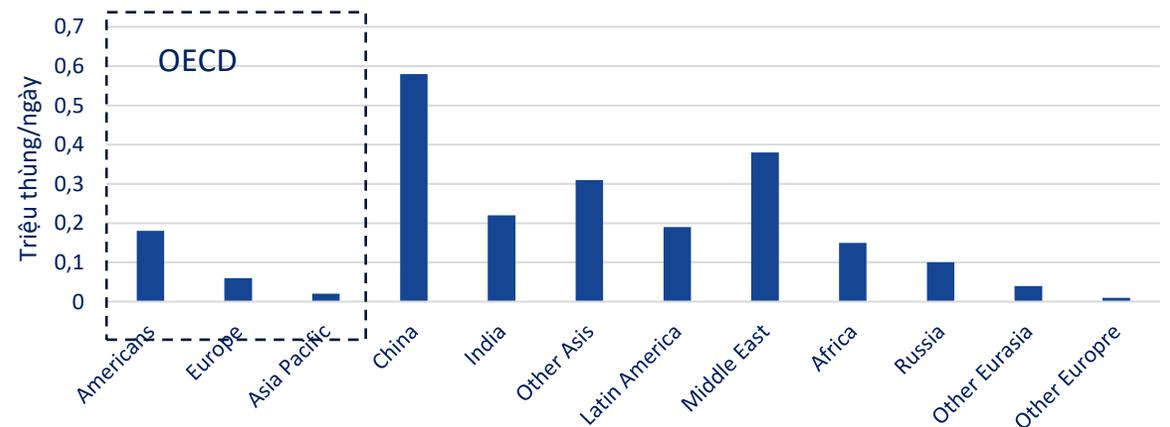
OPEC dự kiến nhu cầu dầu sẽ đạt mức kỷ lục vào năm 2024, đạt 2,2 triệu thùng mỗi ngày (mbd) vào năm tới để ổn định ở mức 104,4 mbd.

Nhu cầu dầu của OECD dự kiến sẽ tăng lên 0,2 triệu thùng/ngày, chủ yếu Châu Mỹ và các khu vực khác cũng có mức tăng trưởng nhất định.

Ở các nước không thuộc OECD, dự kiến sẽ giảm nhẹ xuống 2,0 triệu thùng/ngày so với cùng kỳ năm 2023, trong đó Trung Quốc và Trung Đông dẫn đầu, được hỗ trợ bởi các Châu Á khác và Ấn Độ. Vì chỉ riêng Trung Quốc đã chiếm hơn một nửa mức tăng trưởng về nhu cầu.

Chúng tôi cho rằng, hoạt động kinh tế và hóa dầu bền vững ở các quốc gia tiêu dùng lớn, thúc đẩy nhu cầu về nhiên liệu vận tải và sản phẩm chưng cất vào năm 2024.

Nhu cầu dầu mỏ thế giới 2024F



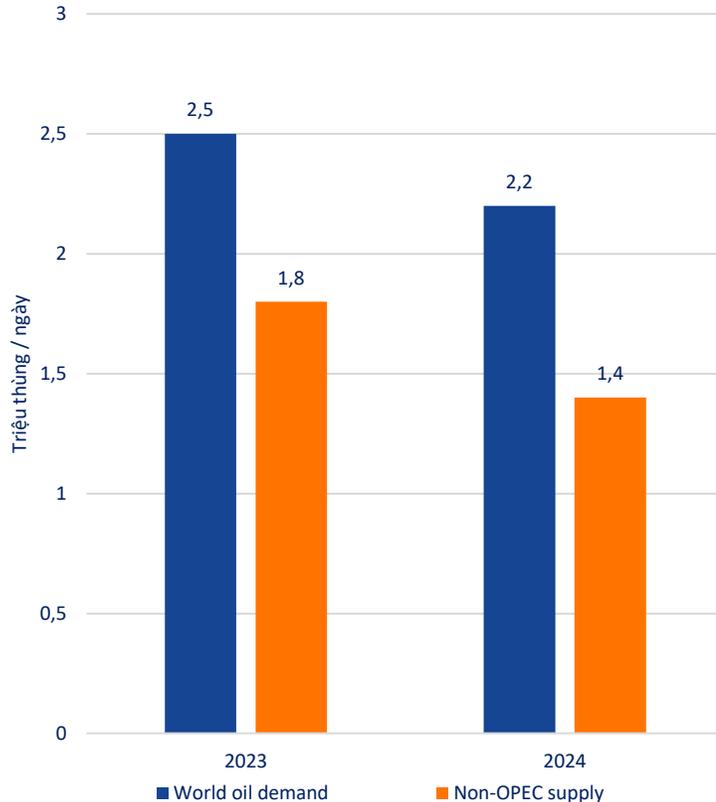
III. CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ

5. NHU CẦU NĂNG LƯỢNG

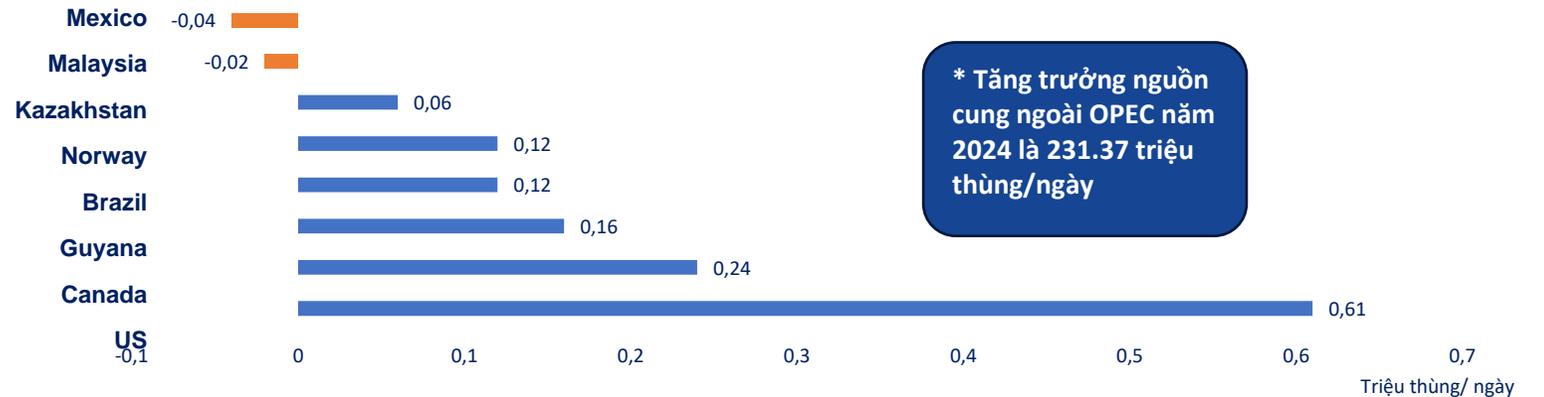
a. Giá dầu được dự báo sẽ hồi phục nhờ cầu duy trì ổn định – cung khó lường

Nguồn cung được dự báo duy trì ổn định nhưng vẫn còn nhiều những biến động khó lường

Nhu cầu dầu thế giới và nguồn cung các nước ngoài OPEC 2023–2024 (mb/d)



Thay đổi sản lượng dầu hàng năm tại một số quốc gia năm 2024F*



* Tăng trưởng nguồn cung ngoài OPEC năm 2024 là 231.37 triệu thùng/ngày

Trong năm 2024, **động lực chính thúc đẩy tăng trưởng nguồn cung ngoài OPEC được dự báo là Mỹ, Canada, Guyana, Brazil, Na Uy và Kazakhstan**, trong khi sản lượng dầu được dự báo sẽ giảm mạnh nhất ở Mexico và Malaysia.

Nguồn cung toàn cầu trong năm 2024 được dự báo có nhiều sự biến động do bất ổn chính trị giữa Israel - Palestine nổ ra tại khu vực Trung Đông. Cuộc xung đột hiện vẫn mang tính cục bộ, nhưng bất cứ dấu hiệu leo thang nào cũng có thể kéo Mỹ và Iran sử dụng quyền lực dầu mỏ của mình. Điều này có thể khiến giá dầu leo thang.

Để ổn định thị trường, các nước trong nhóm OPEC đã tự nguyện cắt giảm 1 triệu thùng/ ngày xuống chỉ còn 9 triệu thùng/ngày. Tuy nhiên, con số giảm này đã được bù đắp bởi nhóm các nước ngoài OPEC đặc biệt là Nga và Canada. Động lực tăng trưởng này đến từ các công ty khởi nghiệp ngoài khơi ở Mỹ Latin và Biển Bắc, cũng như việc mở rộng các dự án cát dầu ở Canada.

III. CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ

5. NHU CẦU NĂNG LƯỢNG

b. Kỳ vọng lô B đạt FID với áp lực về thời gian và tiến độ

Lộ trình triển khai dự án Lô B- Ô Môn

- Lô B - Ô Môn là chuỗi dự án khí, điện trọng điểm của Nhà nước có quy mô lớn tại Việt Nam. Chuỗi dự án bao gồm tổ hợp các dự án thành phần: Dự án phát triển mỏ Lô B (thượng nguồn), dự án đường ống Lô B - Ô Môn (trung nguồn) và 4 nhà máy điện khí Ô Môn (hạ nguồn).
- Với sản lượng khai thác khí dự kiến 5,06 tỷ m³/năm (trong giai đoạn ổn định), cung cấp cho 4 nhà máy nhiệt điện Ô Môn tại Cần Thơ, với tổng công suất lắp đặt gần 4.000 MW. Dự án sẽ đóng góp lớn cho ngân sách Nhà nước (chỉ tính riêng nguồn thu ở khâu thượng nguồn là hơn 20 tỷ USD/23 năm hoạt động).
- Gói thầu EPCI#1 (thiết kế, xây dựng, lắp đặt cụm giàn công nghệ trung tâm, giàn nhà ở cho dự án phát triển mỏ Lô B) trị giá xấp xỉ 1,1 tỷ USD đã được trao cho Liên danh McDermott và PTSC vào tháng 10/2023
- T12/2023, hợp đồng EPCI#2 (thiết kế, mua sắm, chế tạo, lắp đặt giàn thu gom/giàn đầu giếng, hệ thống đường ống nội mỏ) của dự án phát triển mỏ khí Lô B cho Công ty Dịch vụ Cơ khí Hàng hải PTSC (PTSC M&C).

Các áp lực đang đối mặt, thúc đẩy đóng FID

- Áp lực tiến độ:** Tiến độ cả chuỗi dự án đã trượt, nếu không xử lý quyết liệt các vướng mắc còn tồn đọng, sẽ không thể sớm tiếp tục triển khai dự án. Nguyên nhân do điều kiện thi công, lắp đặt giàn khoan, đường ống ngoài khơi rất khó khăn, chỉ thực hiện được theo mùa.
- Áp lực chi phí:** Chậm trễ FID có thể khiến cho các nhà đầu tư đã trúng các dự án EPC sớm sẽ bị gia tăng chi phí.
- Áp lực thời gian:** Chuỗi khí, điện Lô B - Ô Môn phải đáp ứng các cam kết về biến đổi khí hậu, phát thải ròng bằng 0 vào năm 2050 tại COP26 (NET ZERO)
- Áp lực về đối ngoại:** Nhật Bản là nước đứng vị trí thứ 3 trong top nhà đầu tư nước ngoài tại Việt Nam đang tham gia đầu tư vào chuỗi dự án này.

Chỉ tiêu	Thượng nguồn (phát triển mỏ)	Trung nguồn (đường ống)	Hạ nguồn (các dự án điện)
Thời gian	2022-2024	2022-2025	2023-2026
Vốn đầu tư	6,6 tỷ USD	2,7 tỷ USD	> 3 tỷ USD
Hoạt động	Khoan và thi công EPC	Thi công EPC và Bọc ống	Khai thác và Phát triển mở rộng mỏ
Doanh nghiệp hưởng lợi	GĐ khoan: PVD, PVC EPC: PVS, PVX	EPC: PVS, PVX Bọc ống: PVB	Phân phối khí: GAS Dịch vụ thượng nguồn: PVS, PVD

5. NHU CẦU NĂNG LƯỢNG

c. Tác động của nhu cầu năng lượng lên các nhóm ngành

Ngành nghề	Các khía cạnh tác động	DNNY đáng chú ý
Dầu khí	<ul style="list-style-type: none"> - Giá dầu kỳ vọng duy trì ổn định ở mức 85USD/1 thùng - Các dự án năng lượng quan trọng được thúc đẩy triển khai như lô B- Ô Môn, Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng, Nam Du- U Minh - Cầu dầu thành phẩm trong nước vẫn tiếp tục được dự báo tăng trưởng đều: xăng tăng trưởng 5%pa, khí tăng trưởng 7,8% pa 	Các doanh nghiệp dầu khí thượng nguồn: PVS, PVD, PVT
Nhiệt điện, điện khí	<p>Chu kỳ El Nino hoạt động mạnh => Nhiệt điện than, khí tiếp tục được huy động mạnh trong khi thủy điện tiếp tục gặp khó</p> <p>Tăng giá điện bán lẻ sẽ giúp EVN cải thiện tình hình tài chính, cũng như đẩy mạnh việc chi trả cho các doanh nghiệp điện</p> <p>Quy hoạch điện 8, thúc đẩy phát triển nhiệt điện khí và LNG với kỳ vọng sẽ là nhóm thay thế cho nhiệt điện than</p>	POW, QTP, HDN, GAS

III. CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ

5. TÍN DỤNG CẢI THIỆN TRONG MÔI TRƯỜNG LÃI SUẤT THẤP VÀ NHU CẦU TRONG NƯỚC HỒI PHỤC

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ cải thiện trong năm 2024 nhờ:



Môi trường lãi suất thấp thối thu: Mặc dù mặt bằng lãi suất huy động đã giảm một nửa (5-6%) so với giai đoạn đầu năm – về ngang giai đoạn dịch Covid 19 kéo theo hạ nhiệt lãi suất cho vay tuy nhiên tốc độ giảm vẫn khá chậm (2-3%) do đặc tính vốn ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn cơ cấu huy động của hệ thống ngân hàng trong khi tỷ lệ cho vay trung, dài hạn chiếm hơn một nửa cơ cấu cho vay khiến tốc độ giảm lãi suất cho vay không theo kịp lãi suất huy động. Vì vậy ngoài vấn đề nhu cầu yếu thì nhiều doanh nghiệp vẫn trong tình trạng không vay được vốn do lãi suất vẫn cao khiến tăng trưởng tín dụng chậm chạp trong hầu hết năm. **Chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay sẽ trở về mặt bằng giai đoạn dịch Covid 19 trong khoảng quý 2/2024.**



Nhóm tín dụng đối với thị trường bất động sản cải thiện từ mức nền thấp: Tín dụng lĩnh vực bất động sản vốn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tín dụng của nền kinh tế (bao gồm tín dụng cho doanh nghiệp phát triển bất động sản và cho người mua bất động sản) tăng trưởng chậm lại đã gây áp lực lên tăng trưởng tín dụng trong năm 2023. **Vì vậy chúng tôi kỳ vọng khi lãi suất cho vay mua nhà giảm về mức hấp dẫn hơn sẽ tạo động lực cho nhu cầu vay mua nhà quay trở lại kể từ nửa cuối năm 2024, mặc dù khó ghi nhận đột biến do vấn đề từ nguồn cung và niềm tin của người mua nhà đối với chủ đầu tư phụ thuộc vào hiệu quả của các thay đổi pháp lý và hỗ trợ từ các chính sách, vốn mất rất nhiều thời gian.**



Chính sách hỗ trợ từ Chính phủ: Chính phủ tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ & tài khóa mở rộng. Bên cạnh đó, các chính sách liên quan đến thị trường bất động

Q1/2023

Q2/2023

Q3/2023

Q4/2023

Q1/2024

- Nghị định 08
- Nghị định 33
- Gói 120 nghìn tỷ cho NOXH
- Giảm lãi suất điều hành
- Lấy ý kiến về các bộ luật

- Thông tư 02
- Nghị định 35
- Tiếp tục giảm lãi suất điều hành
- Tiếp tục lấy ý kiến dự thảo các bộ luật

- Thông tư 06
- Lãi suất huy động và cho vay vào đà giảm

- Luật kinh doanh và Luật nhà ở thông qua, có hiệu lực từ 2025

- Luật đất đai sửa đổi thông qua
- Thông tư 22 sửa đổi thông tư 41, áp dụng từ 7/2024



Điều kiện kinh doanh khởi sắc: Nhu cầu trong nước hồi phục và nỗ lực thúc đẩy đầu tư công trong môi trường lãi suất thấp giảm áp lực chi phí lãi vay đồng thời kích thích nhu cầu mở rộng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

IV. NGÀNH & CỔ PHIẾU 2024

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

1. XÂY DỰNG HẠ TẦNG

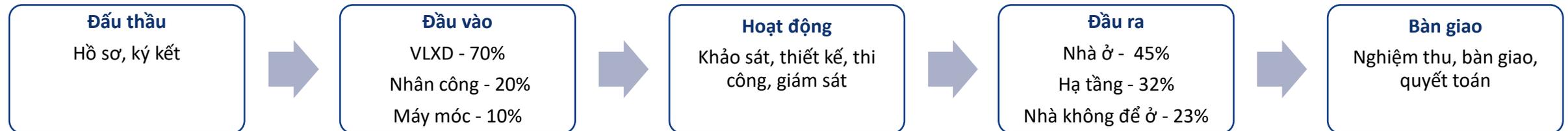
Triển vọng trong năm 2024:

- Các dự án giao thông trọng điểm trong giai đoạn 2021 – 2025 có quy mô và mức đầu tư lớn hơn nhiều so với giai đoạn 2016 – 2020. Từ đó tạo ra nguồn việc lớn cho các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng.
- Chính phủ quyết liệt hơn trong việc chỉ đạo giải ngân vốn đầu tư công theo đúng tiến độ, đồng thời cũng đưa ra nhiều giải pháp nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp ngành xây dựng trong vấn đề thiếu hụt và trượt giá nguyên vật liệu.
- Môi trường lãi suất thấp cũng sẽ giúp giảm gánh nặng lãi vay lên các doanh nghiệp xây dựng – vốn là ngành thường sử dụng đòn bẩy tài chính lớn.

Rủi ro:

- Biến động giá nguyên vật liệu có khả năng tăng cao do chi phí vận chuyển chịu tác động bởi các yếu tố như: khoảng cách giữa các mỏ khai thác nguyên vật liệu với các dự án tương đối xa và chính sách hạn chế tải trọng.
- Nguy cơ thiếu hụt nguồn cung nguyên vật liệu do các dự án có quy mô lớn, tập trung ở vùng ĐBSCL – đây là vùng có lượng cát san lấp đạt chất lượng thị công hạn chế

Chuỗi giá trị ngành xây dựng



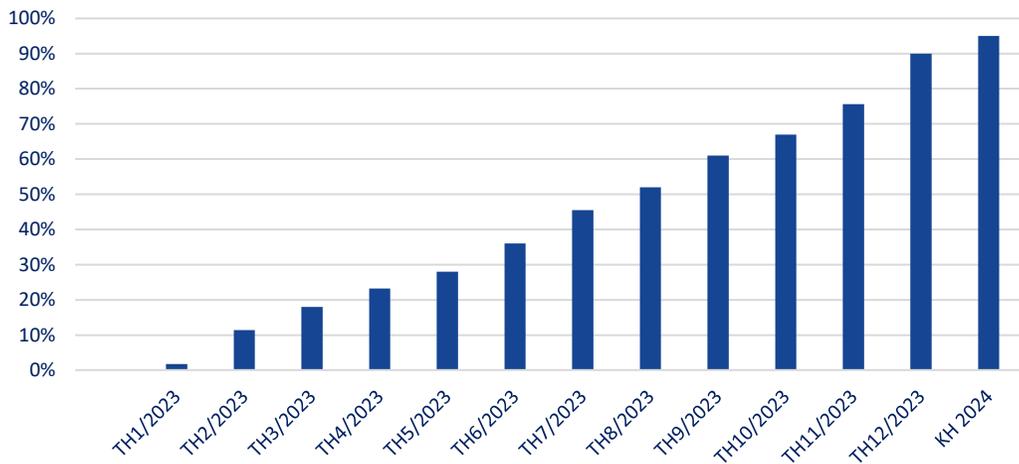
IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

1. XÂY DỰNG HẠ TẦNG

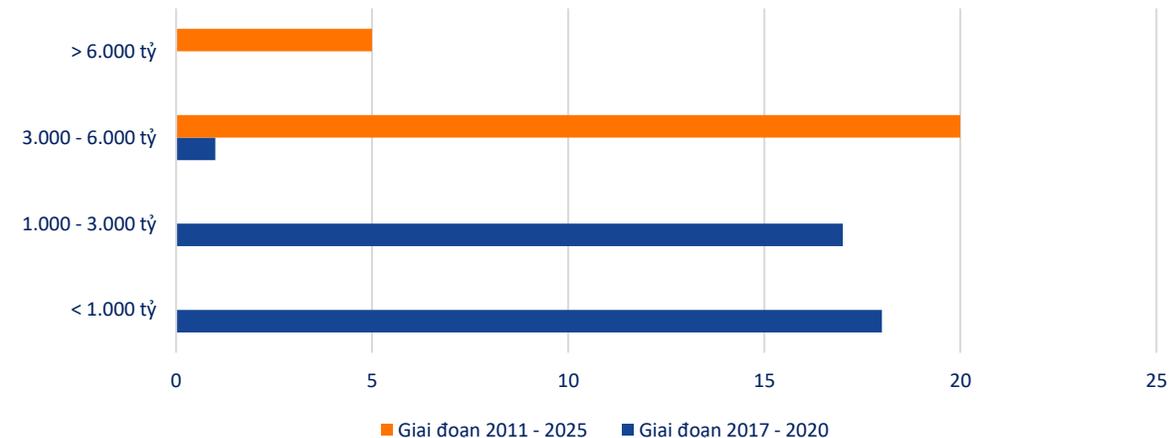
Năm 2024 dự kiến sẽ là năm trọng điểm giải ngân trong giai đoạn từ 2021 - 2025

- Năm 2023, Bộ GTVT được Chính phủ giao giải ngân hơn 94.160 tỷ đồng, gấp 1,7 lần năm 2022, gấp 2,2 lần năm 2021. Hết tháng 11/2023, ước giải ngân của Bộ đạt khoảng 90% kế hoạch và dự kiến hết niên độ đạt trên 95%.
- Năm 2024, Bộ GTVT tiếp tục đặt mục tiêu phấn đấu giải ngân trên 95% kế hoạch năm 2024 được Thủ tướng Chính phủ giao.** Ngoài ra, Bộ cũng đặt mục tiêu năm 2024 hoàn thành thủ tục khởi công 19 gói thầu thuộc các dự án trọng điểm như: cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, sân bay Long Thành, đường vành đai 3 thuộc TP. Hồ Chí Minh, đường vành đai 4 thuộc TP. Hà Nội.
- Dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 có quy mô mỗi gói thầu thành phần cao hơn đáng kể so với dự án thuộc giai đoạn 1.** Từ đó khiến cho khối lượng backlog của các công ty trúng thầu được cải thiện rõ rệt.

Lũy kế giải ngân vốn đầu tư công của bộ GTVT



Quy mô các dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam



Dự án	Cập nhật tiến độ	Tổng mức đầu tư (nghìn tỷ đồng)
12 dự án thành phần Cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2	Dự kiến 2027	147
Sân bay Long Thành (giai đoạn 1)	Dự kiến 2026	109
Vành đai 3 - TP. Hồ Chí Minh	Dự kiến 2027	75
Vành đai 4 - Hà Nội	Dự kiến 2027	86
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng _ tràn đề GP 1	Dự kiến 2027	44,7
Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Mê Thuột GP 1	Dự kiến 2027	22
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	Dự kiến 2027	17,8

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

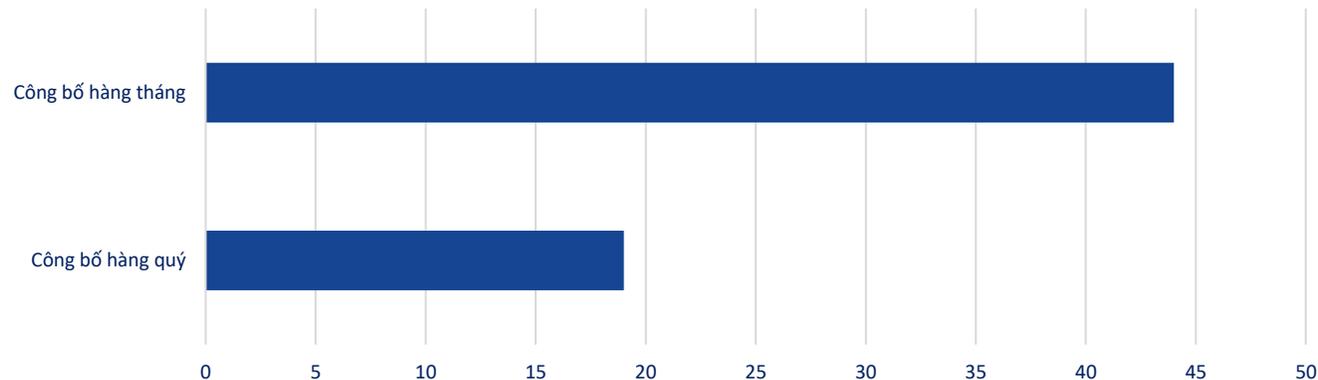
1. XÂY DỰNG HẠ TẦNG

Chính phủ quyết tâm đưa ra những giải pháp quan trọng nhằm bảo đảm tiền độ giải ngân vốn đầu tư công

- Nhiều giải pháp đã được cơ quan nhà nước đưa ra nhằm hỗ trợ cho các nhà thầu, đặc biệt liên quan đến vấn đề thiếu hụt và trượt giá nguyên vật liệu. Cụ thể:
 - Bộ Tài nguyên và Môi trường vừa ban hành văn bản số 4766/BTNMT-KSVN gửi UBND các tỉnh, thành phố về việc hướng dẫn khai thác khoáng sản làm vật liệu xây dựng thông thường, phục vụ các dự án xây dựng công trình đường bộ cao tốc được áp dụng cơ chế đặc thù. **Văn bản này cho phép các nhà thầu thi công trực tiếp khai thác mỏ vật liệu mà không cần thực hiện cấp Giấy phép khai thác mỏ khoáng sản theo Luật Khoáng Sản.**
 - Bộ Xây dựng gửi công văn số 4682/BXD – KTXD về việc công bố giá vật liệu, chỉ số giá xây dựng. Công văn yêu cầu địa phương phối hợp và **yêu cầu chủ đầu tư dự án cung cấp danh sách các loại vật liệu chưa có trong danh sách công bố giá vật liệu của địa phương, hoặc đã công bố giá nhưng chưa đúng với giá thị trường để điều chỉnh, bổ sung kịp thời.**
 - Bộ Giao thông vận tải và Bộ xây dựng yêu cầu hàng loạt địa phương công bố giá vật liệu theo diễn biến thị trường hàng tháng và nhiều địa phương công bố giá vật liệu hàng quý. **Điều này giúp bảo vệ các doanh nghiệp xây dựng khỏi các biến động giá nguyên vật liệu trong quá trình thi công dự án.**

⇒ Những giải pháp trên của Chính phủ là vô cùng quan trọng giúp cho các doanh nghiệp đảm bảo được nguồn vật liệu xây dựng và duy trì được biên lợi nhuận trong bối cảnh giá nguyên vật liệu biến động.

Tần suất công bố chỉ số giá xây dựng theo địa phương



Nguồn: VFS tổng hợp; Bộ GTVT, Bộ Xây dựng

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

1. XÂY DỰNG HẠ TẦNG

Môi trường lãi suất thấp giúp cho các doanh nghiệp cải thiện biên lợi nhuận

- Lãi suất cho vay trung – dài hạn bắt đầu giảm từ T5/2023 và bắt đầu giảm mạnh trong Q4/2024. Thời điểm đầu T1/2024 lãi suất cho vay trung – dài hạn giảm về quanh mức 7%/năm.
- Ngành xây dựng vốn là một những ngành có tỷ lệ nợ vay cao với Chi phí lãi vay trung bình chiếm khoảng 57% tổng các loại chi phí (không kể giá vốn hàng bán). Vì vậy việc lãi suất giảm sẽ là tín hiệu tích cực đối với các doanh nghiệp.

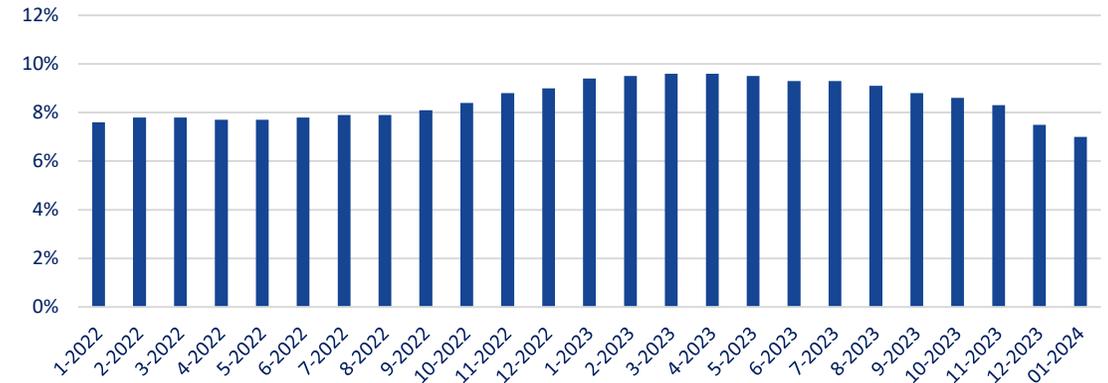
⇒ **Từ đó gánh nặng chi trả nợ vay được giảm thiểu và biên lợi nhuận được cải thiện.**

Giá nguyên vật liệu hạ nhiệt cũng là yếu tố quan trọng giúp cải thiện lợi nhuận

- Vật liệu xây dựng là yếu tố đầu vào quan trọng đối với các doanh nghiệp xây dựng khi loại chi phí này thường chiếm đến 70% tổng chi phí và khó có khả năng kiểm soát nhất. Trong đó thép là vật liệu chiếm tỉ trọng cao nhất, khoảng 45%. Do đó biến động của giá thép sẽ tác động lớn đến lợi nhuận của doanh nghiệp.
- Giá thép xây dựng trong năm 2023 giảm đáng kể từ vùng vùng 17.000 – 18.000 VND/Kg về vùng 14.00 – 15.000 VND/Kg. VFS dự báo giá thép vẫn sẽ duy trì quanh vùng hiện tại trong năm 2024 do lượng hàng tồn kho trong nước vẫn ở mức cao và nhu cầu nhập khẩu thép thấp từ các nước, đặc biệt là từ thị trường Trung Quốc.

⇒ **VFS kỳ vọng việc nguyên vật liệu giá rẻ sẽ dần phản ánh vào kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng trong các quý tới.**

Lãi suất cho vay trung - dài hạn



Giá thép xây dựng



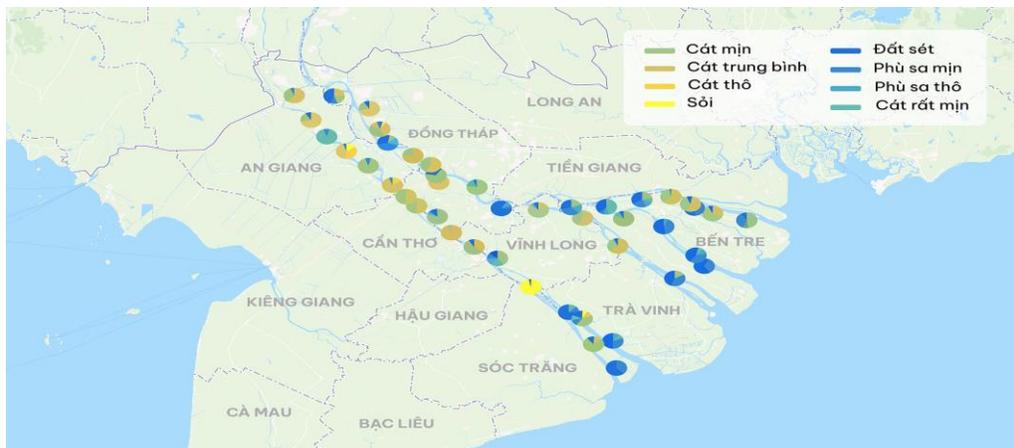
IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

1. XÂY DỰNG HẠ TẦNG

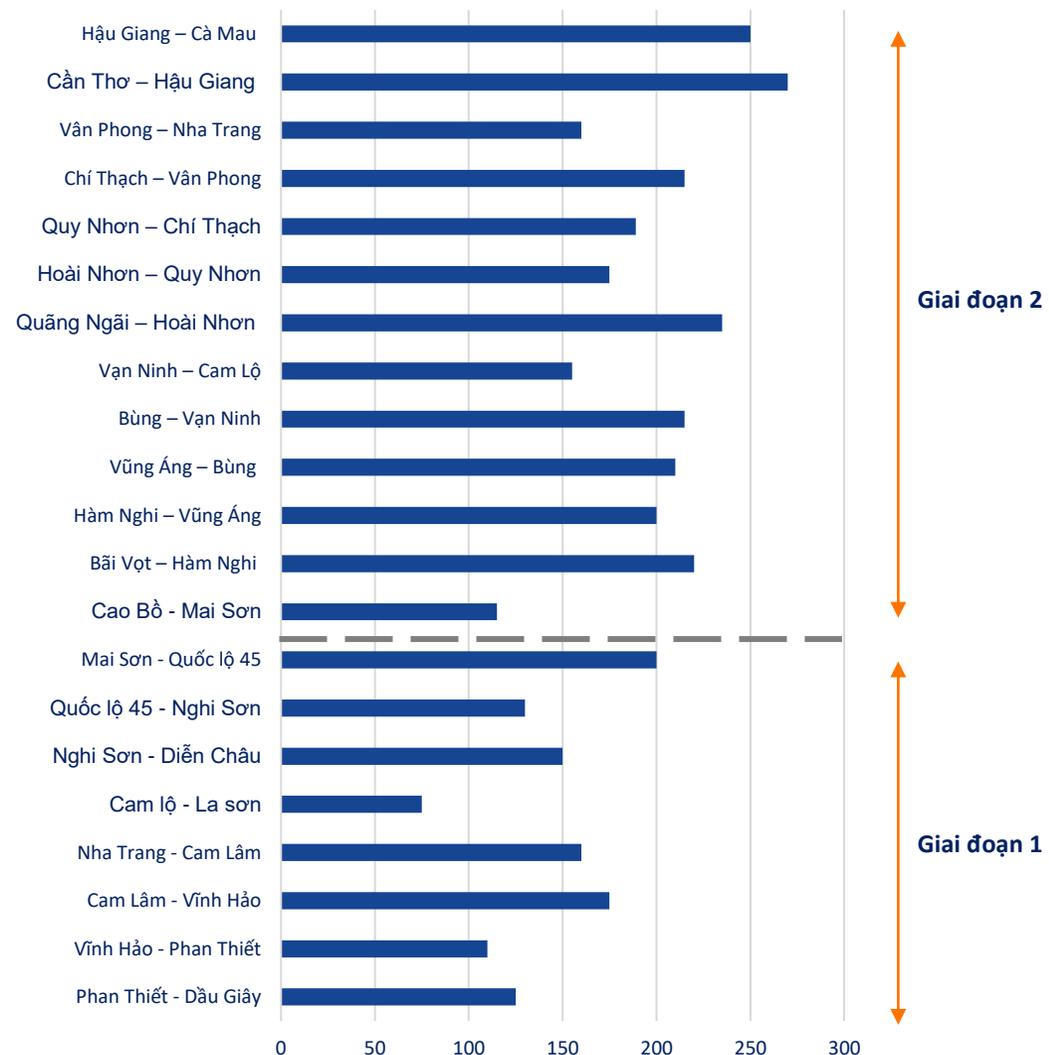
Khả năng gặp phải vấn đề thiếu hụt nguyên vật liệu tại khu vực phía Nam

- Các dự án trọng điểm trong giai đoạn 2021 – 2025 tập trung chủ yếu trong khu vực phía Nam, đặc biệt là vùng Đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL). Tuy nhiên, đặc điểm địa lý tại khu vực ĐBSCL có trữ lượng cát phù hợp cho xây dựng và sân lấp còn hạn chế. Trữ lượng cát đạt tiêu chuẩn chủ yếu tập trung ở khu vực thượng lưu sông, khu vực hạ lưu đổ ra Biển Đông thì phần lớn ở dạng đất sét và đất phù sa.
- Ngoài ra, khu vực hạ lưu sông có đặc điểm nền đất yếu, nhiều phù sa cũng sẽ đòi hỏi lượng cát dùng cho san lấp và đắp nền cho các dự án cao tốc cao hơn so với thông thường.
- Do đó, để có đủ lượng cát san lấp và đắp đất khả năng cao các doanh nghiệp sẽ phải huy động từ các nguồn cung cấp tại các tỉnh xa hơn. Từ đó làm tăng chi phí vận chuyển. Ngoài ra việc chính sách hạn chế tải trọng xe và giá xăng dầu duy trì ở mức cao cũng tạo áp lực lên chi phí vận chuyển

=> Giá nguyên vật liệu phục vụ cho dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 dự báo sẽ cao hơn so với giai đoạn 1



Dự phóng chi phí đầu tư trên 1 km đường tại các dự án thành phần Cao tốc Bắc – Nam



Nguồn: VFS tổng hợp; Bộ GTVT, Bộ Xây dựng, Bộ NN và PTNT, WWF - VN

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: MUA

HHV

CTCP Đầu tư Hạ tầng giao thông Đèo Cả

Thị giá vốn	6.628,18 tỷ
CP lưu hành	411,69 triệu
EPS	281
P/E	41,7

Kết quả kinh doanh



Kết quả kinh doanh

Năm 2023, HHV dự phóng đạt 2.621 tỷ doanh thu (+36,13% yoy) và 419 tỷ LNST (+40,88% yoy). Trong đó, mảng xây lắp được ước tính tăng trưởng tốt nhất, +79% yoy, nhờ ghi nhận doanh thu từ các dự án xây dựng cao tốc, mảng doanh thu chính BOT tăng +7% yoy nhờ lưu lượng se qua các trạm tang trung bình 7% yoy

Điểm nhấn đầu tư

Triển vọng 2024 tập trung vào những yếu tố sau:

- **Mảng xây lắp:** khối lượng backlog có giá trị lớn, ước đạt 3.300 tỷ VNĐ, gấp khoảng 6 lần doanh thu xây lắp trung bình giai đoạn 2021-2022. Như vậy doanh thu mảng xây lắp sẽ được đảm bảo trong giai đoạn 2023-2025.
- **Mảng BOT:** lưu lượng giao thông tại các dự án kỳ vọng tăng trưởng trở lại sau giai đoạn Covid. Các tuyến dọc Quốc lộ tại miền Trung kỳ vọng tăng trưởng 5-7%/năm. Tuyến Bắc Giang – Lạng Sơn kỳ vọng tăng trưởng từ 10-12%/năm nhờ vào việc hoàn thiện đường cao tốc nối biên giới Việt Nam – Trung Quốc và sự tăng lên của nhu cầu giao thương và đi lại giữa Việt Nam và Trung Quốc sau khi nước này mở cửa trở lại.
- **Lãi suất giảm giúp cải thiện dòng tiền và giảm áp lực chi phí lãi vay:** Tổng nợ vay tính đến Q3/2023 của HHV khoảng 21 nghìn tỷ đồng, chiếm 55% tổng tài sản - trong khi 95% nợ là nợ vay dài hạn nhằm tài trợ cho các dự án BOT. Việc môi trường lãi suất duy trì ở mức thấp như hiện sẽ giúp HHV cải thiện thiện được dòng tiền và giảm bớt áp lực chi phí tài chính.

Định giá

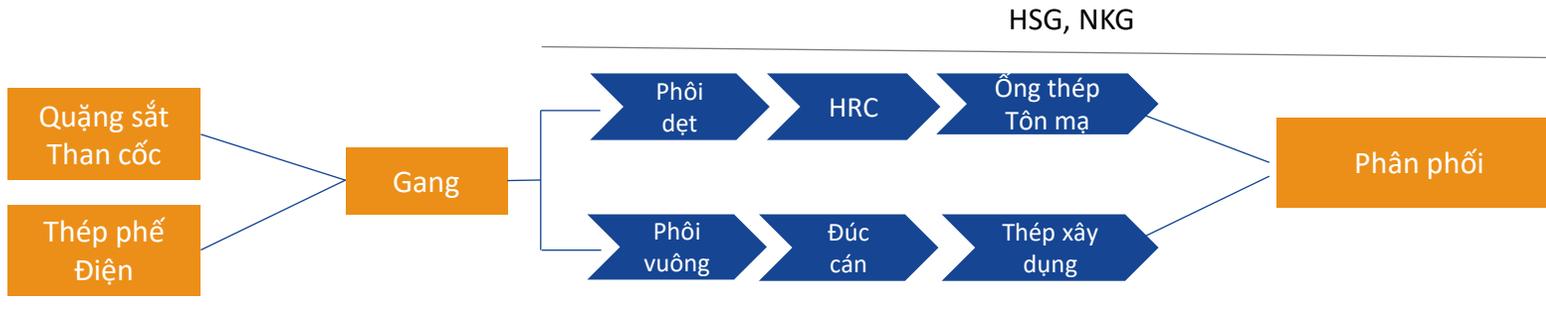
Ước tính năm 2024, HHV sẽ ghi nhận 3.161 tỷ đồng doanh thu (+20,60% yoy) và 551 tỷ đồng LNST (+21,96% yoy) nhờ vào mảng xây lắp hưởng lợi từ việc giải ngân vốn đầu tư công, trạm thu phí BOT quay trở lại hoạt động với hiệu suất như trước khi dịch bùng phát. VFS định giá dựa trên phương pháp P/E, với EPS forward là 1.344 đồng.

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **20.500 VND**.

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

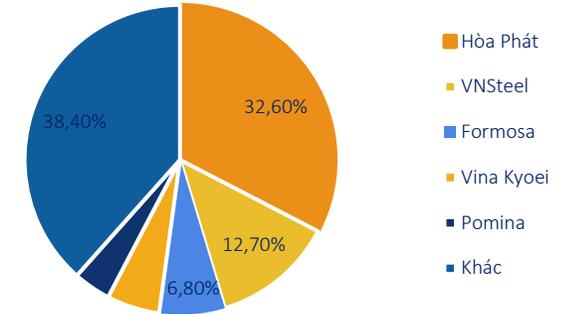
2. NGÀNH THÉP

Chuỗi giá trị



HPG là doanh nghiệp có chuỗi giá trị dài nhất so với NKG, HSG khi sản xuất được HRC

Thị phần tiêu thụ thép xây dựng 2022



Sản lượng bán hàng tiếp tục có dấu hiệu tạo đáy và hồi phục rõ ràng động lực từ xuất khẩu bù đắp thiếu hụt nhu cầu trong nước

Sản lượng bán hàng và sản xuất thép



Tháng 11, sản lượng bán hàng thép thành phẩm cao nhất kể từ tháng 4 năm 2023 tuy nhiên mức hồi phục vẫn khá nhẹ phản ánh rõ như cầu trong nước vẫn còn yếu và chưa thực sự cải thiện. Sản lượng tháng 11 tăng khá tốt so với tháng 10 động lực chính vẫn đến từ xuất khẩu và một phần nhờ các dự án giao thông như cao tốc Bắc – Nam, các dự án sân bay mới được triển khai, đẩy nhanh tiến độ, và một số dự án khác. Cụ thể:

+ Sản xuất thép thành phẩm đạt 2,45 triệu tấn, tăng 2,2% so với tháng 10/2023.

+ Bán hàng thép các loại đạt 2,5 triệu tấn, tăng 13,1% so với tháng trước.

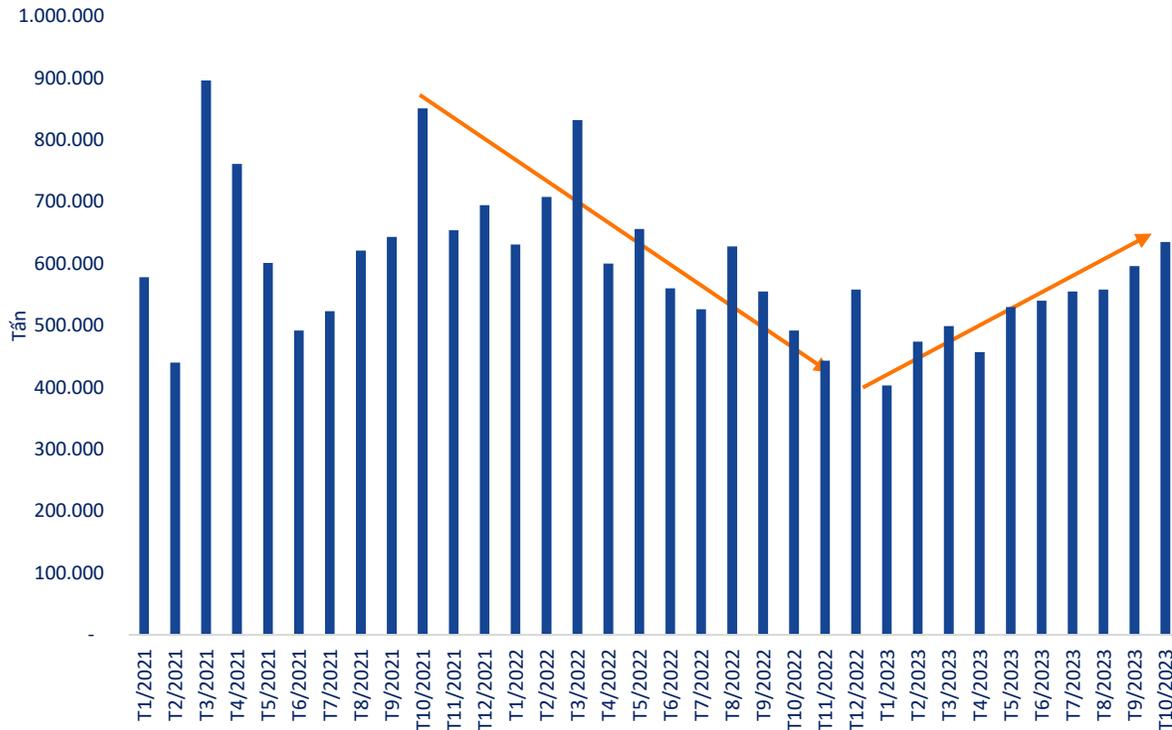
IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

2. NGÀNH THÉP

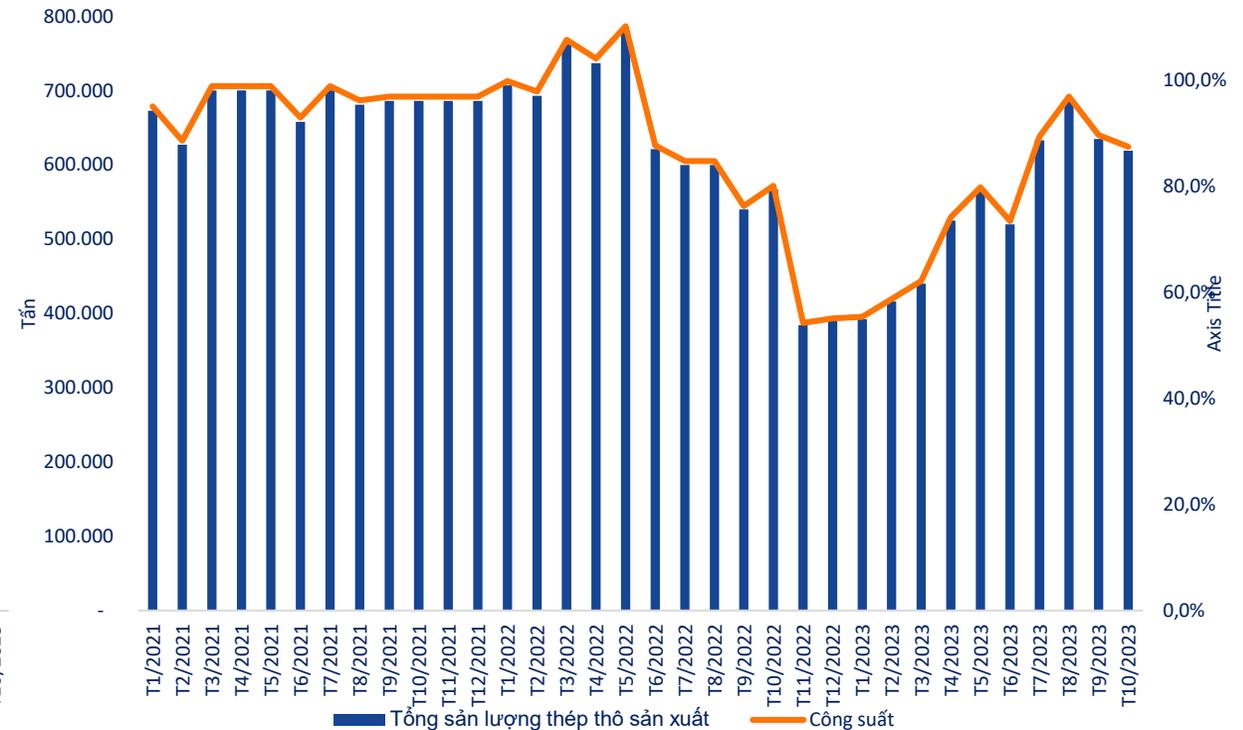
Sản lượng bán hàng của HPG cao nhất kể từ 16 tháng với động lực chính đến từ xuất khẩu

- Sản lượng tiêu thụ tháng 10/2023 của HPG tiếp tục hồi phục, đạt 715.000 tấn sản phẩm thép (tăng 23,7% so với cùng kỳ và tăng 7,4% so với tháng trước), đây là con số cao nhất kể từ tháng 6/2022 cho thấy sự hồi phục rõ ràng trong đó động lực đến từ xuất khẩu. Cụ thể:
 - Sản lượng xuất khẩu đạt 110.000 tấn (tăng 181% so với cùng kỳ và tăng 22,2% so với tháng trước).
 - Sản lượng tiêu thụ trong nước đạt 229.000 tấn (tăng 34,1% so với cùng kỳ nhưng giảm 12,9% so với tháng trước).

Tổng sản lượng tiêu thụ HPG



Tổng sản lượng sản xuất HPG



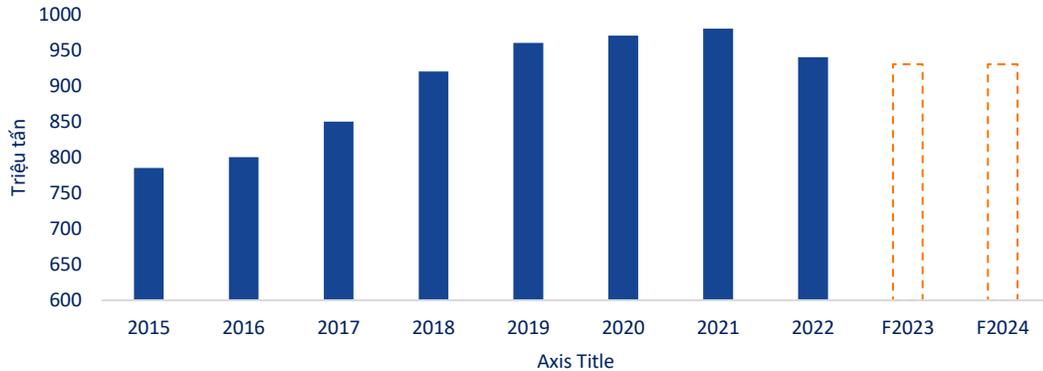
Nguồn: HPG

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

2. NGÀNH THÉP

Giá thép tăng nhẹ được tác động từ Trung Quốc, trong khi đó giá nguyên vật liệu tiếp tục ổn định đi ngang

Dự phóng sản lượng sản xuất thép Trung Quốc (triệu tấn)

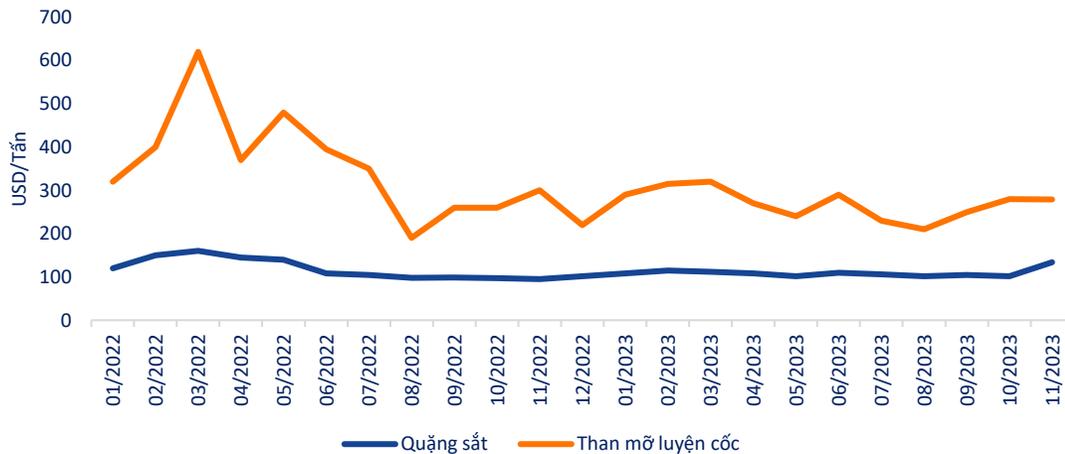


Giá thép trong tháng 11 Trung Quốc tăng mạnh, cùng với đó một số doanh nghiệp như HPG, HSG cũng ra thông báo tăng giá:

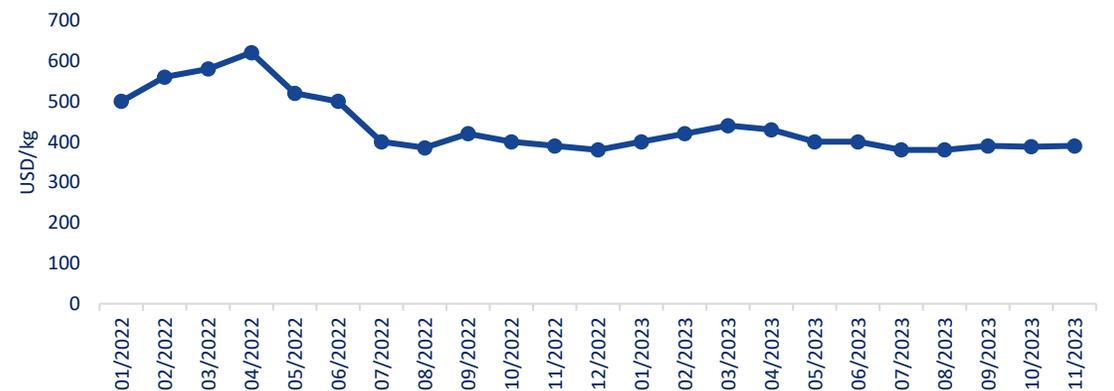
- (1) Tại Trung Quốc, do các nhà máy thép phải cắt giảm sản lượng gây thiếu hụt nguồn cung.
- (2) Giá thép vận chuyển bằng đường biển ở châu Á tăng do giá than luyện cốc tăng.

=> VFS dự báo giá thép giữ ở mức nền và có thể tăng nhẹ trong năm 2024.

Giá nguyên vật liệu



Giá sắt thép vận



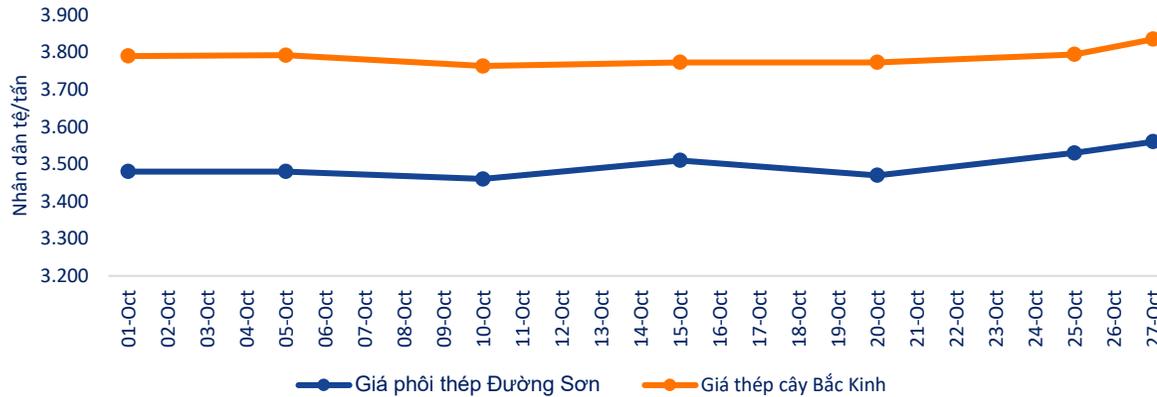
IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

2. NGÀNH THÉP

Triển vọng kinh doanh năm 2024

Ngành thép toàn cầu đang được hỗ trợ nhờ gói kích thích kinh tế và việc hạn chế sản xuất thép của Trung Quốc

Diễn biến giá thép Trung Quốc trong tháng 11/2023



Những động thái mới của Trung Quốc sẽ hỗ trợ cho ngành thép thế giới

- (1) Trung Quốc phát hành 1000 tỷ Trái phiếu chính phủ hỗ trợ nền kinh tế sẽ thúc đẩy giá nguyên vật liệu xây dựng trong ngắn hạn.
 - (2) Trung Quốc sẽ phải giảm sản lượng thép theo Cơ chế điều chỉnh biên giới Cacbon của EU, lộ trình tiếp theo bắt đầu từ tháng 10/2023.
- ⇒ Ngay lập tức giá thép trong tháng 10 của Trung Quốc được cải thiện. Giá phôi thép Đường Sơn tăng lên mốc 3560 nhân dân tệ/tấn, giá thép cây Bắc Kinh tăng lên mốc 3835 nhân dân tệ/tấn.

Giá thép ở mức nền cao giúp cải thiện biên lợi nhuận

- **Nhu cầu trong nước sẽ hồi phục chậm** khi ngành bất động sản chiếm 50 – 60% sản lượng tiêu thụ thép. Mặc dù Chính phủ đang nỗ lực đưa ra các biện pháp tháo gỡ cho ngành bất động sản nhưng VFS dự báo sẽ cần thời gian để phục hồi 1 cách mạnh mẽ, có thể đến cuối năm 2024 và đầu năm 2025.
- **Tuy nhiên, giá bán thép sẽ cải thiện từ đó giúp các doanh nghiệp cải thiện được biên lợi nhuận.**
 - + Giá thép trong nước sẽ tăng khi giá thép Trung Quốc có đà tăng mạnh trong quý 4/2023.
 - + Giá nguyên vật liệu giảm 20 – 30% trong cuối năm 2023 giúp các doanh nghiệp có giá vốn rẻ.

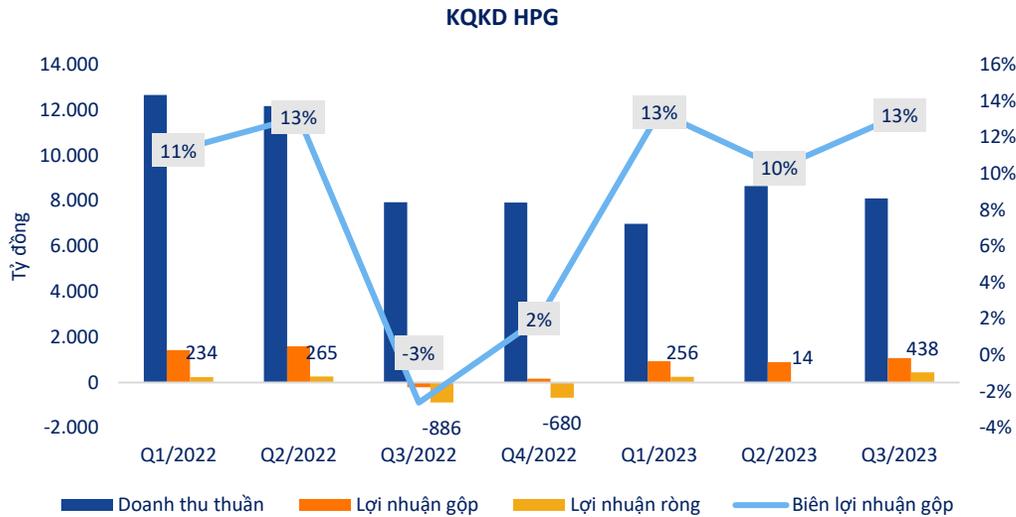
Giá thép



IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

2. NGÀNH THÉP

Kết quả kinh doanh quý 3/2023 tiếp tục có sự hồi phục rõ rệt



- Kết quả kinh doanh HPG

+ Quý 3/2023, HPG đạt 24.484 tỷ doanh thu (-16%yoy) và 2.000 tỷ LNST trong khi cùng kỳ lỗ 1.786 tỷ VNĐ. Doanh thu và lợi nhuận cải thiện nhờ sản lượng bán hàng cải thiện và quản trị tốt hàng tồn kho.

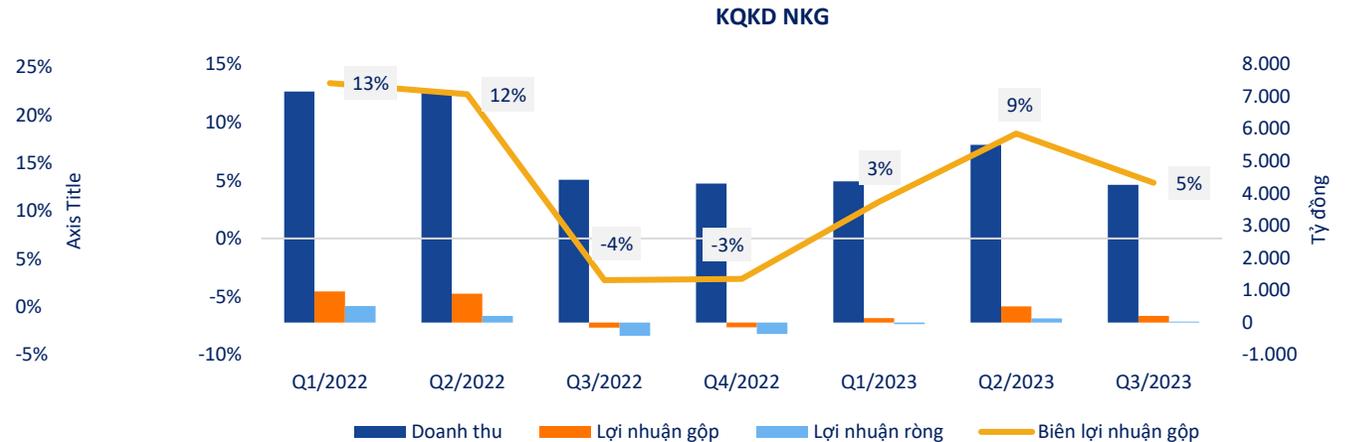
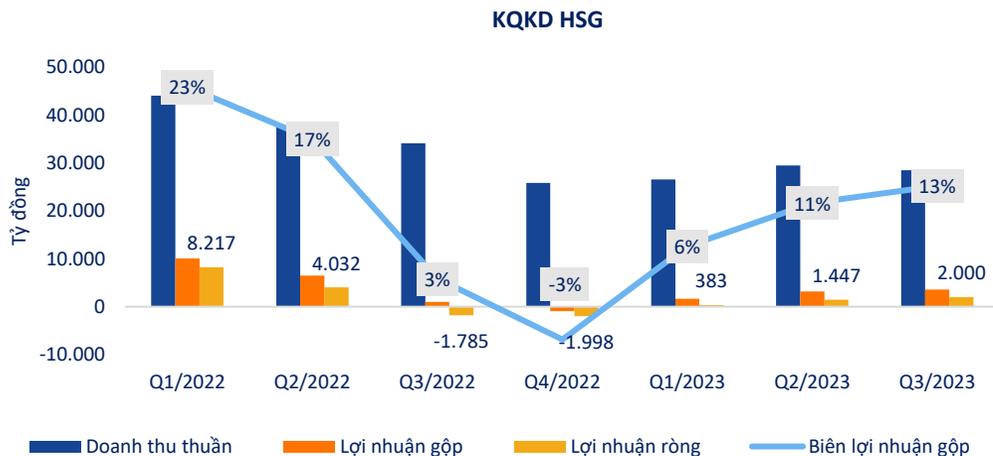
- Kết quả kinh doanh HSG

+ Quý 3/2023, HSG lần lượt đạt 8.106 tỷ doanh thu và 438 tỷ LNST. Doanh thu tăng nhờ xuất khẩu tăng so với cùng kỳ năm ngoái.

- Kết quả kinh doanh quý 3 NKG

+ Quý 3 NKG lần lượt đạt 4.262 tỷ doanh thu và 23 tỷ LNST. NKG là doanh nghiệp có kết quả kém khả thi hơn so với HSG do việc đầu cơ hàng tồn kho chưa hiệu quả.

=> Nhìn chung, kết quả kinh doanh các doanh nghiệp thép tiếp tục xác nhận khó khăn nhất của doanh nghiệp ngành thép đã đi qua. Tuy nhiên, đà hồi phục chậm do tình hình kinh tế khó khăn và nhu cầu thép trong nước vẫn còn yếu.



IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

HPG

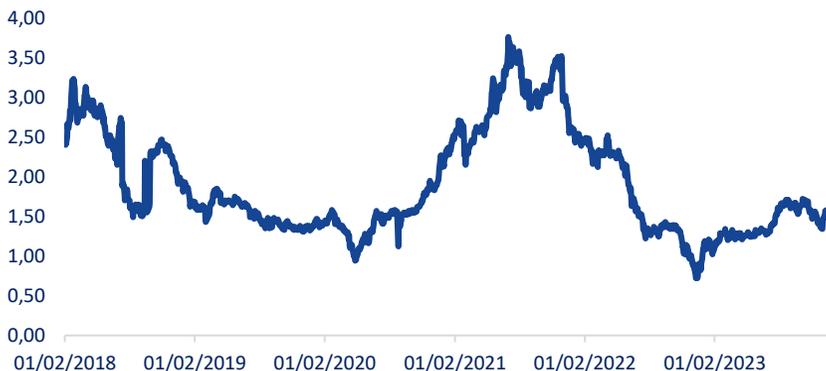
CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT

Giá hiện tại	26.400
Thị giá vốn	150.312 tỷ
CP tự do	5.814 triệu
EPS	321
P/E	80

Kết quả kinh doanh



P/B HPG



Kết quả kinh doanh

9T2023, HPG đạt 28.766 tỷ đồng (-16% YoY), LNST là 2.000 tỷ đồng (so với mức lỗ 1,8 ngàn tỷ cùng kỳ, +60% QoQ). Doanh thu sụt giảm nhẹ khi giá bán thép vẫn duy trì ở mức thấp nhưng lợi nhuận có sự cải thiện rõ rệt khi nhu cầu thép có sự phục hồi và doanh nghiệp đã xử lý xong hàng tồn kho giá cao.

Điểm nhấn đầu tư

- **Sản lượng phục hồi nhẹ trong năm 2024.** Nhu cầu tiêu thụ thép trong nước sẽ được cải thiện nhẹ khi thị trường bất động sản trong nước hồi phục trước những chính sách hỗ trợ của Chính phủ.
- **Giá bán tăng giúp cải thiện biên lợi nhuận.** Với sự phục hồi nhẹ của nhu cầu và việc cắt giảm sản lượng của Trung Quốc, VFS kỳ vọng giá thép sẽ có sự phục hồi giúp cho biên lợi nhuận của HPG được cải thiện.
- **Quản trị tốt chi phí tài chính.** Chi phí lãi vay quý 3/2023 của HPG ghi nhận 856 tỷ (-17% QoQ). Bên cạnh đó, HPG cũng đã giảm dư nợ ngoài tệ từ mức 30,6 tỷ trong 06/2022 xuống 13 tỷ. VFS cho rằng đây là điều hợp lý giúp HPG quản trị được rủi ro trong bối cảnh tỷ giá đang có những biến động mạnh.

Rủi ro

- **Tăng sản lượng nhập khẩu thép của Trung Quốc:** Giá HRC và thép cây trung bình tại Trung Quốc thấp hơn khoảng 6%-10% so với giá trung bình của Việt Nam, đây sẽ là một rủi ro đối với các doanh nghiệp thép của Việt Nam nhưng hiện rủi ro này là chưa đáng kể.

Định giá

Ước tính năm 2024, HPG sẽ ghi nhận **142 nghìn tỷ doanh thu (+18% YoY)** và **10,2 nghìn tỷ LNST (+50% YoY)** khi cả doanh thu và biên lợi nhuận đều hồi phục từ mức nền thấp.

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **32.000 VND/cổ phiếu**.

3. ĐÁ XÂY DỰNG

Chuỗi giá trị ngành đá xây dựng

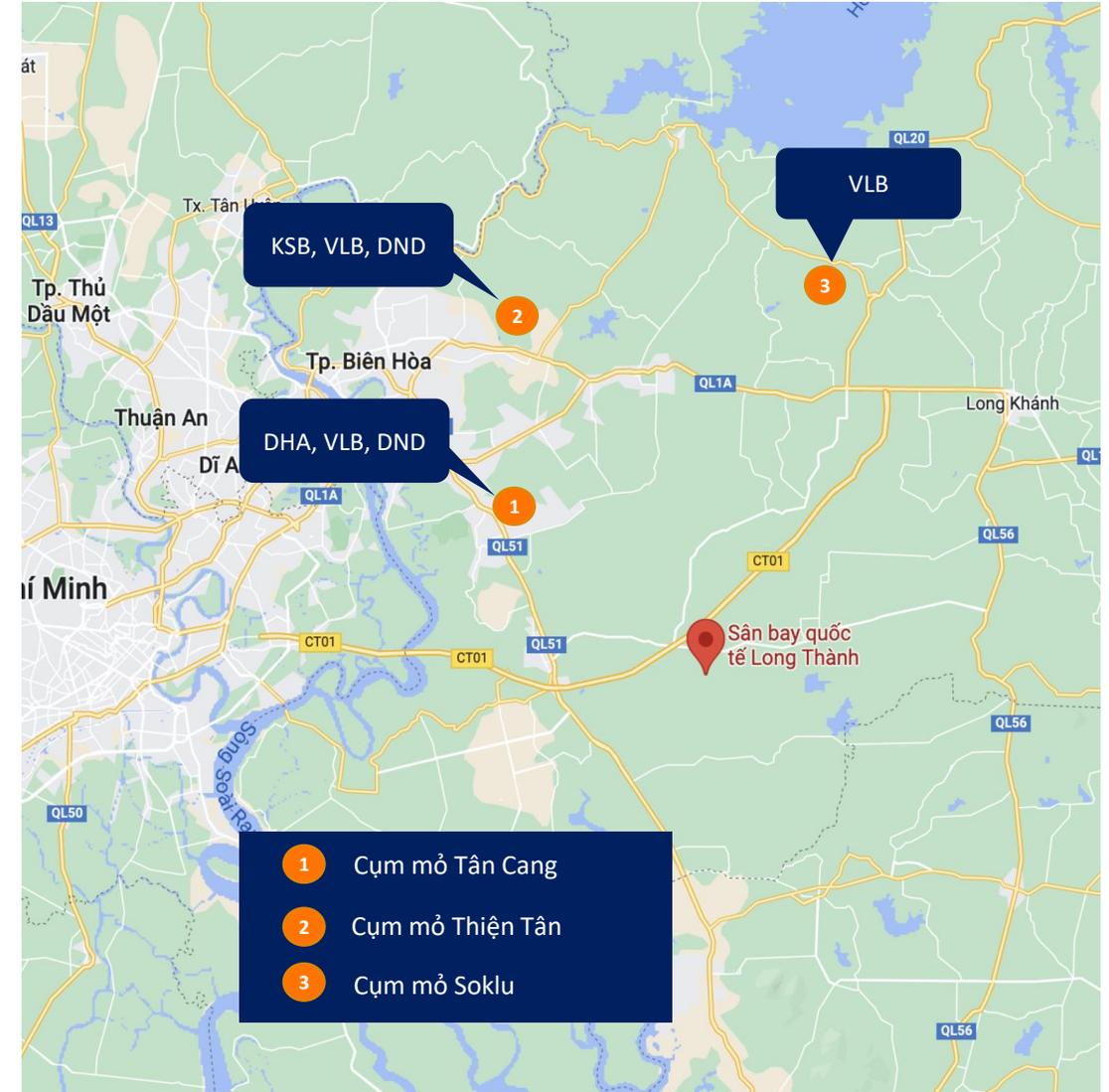


IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

3. ĐÁ XÂY DỰNG

Hưởng lợi từ đầu tư công

- **Ngành đá xây dựng hưởng lợi từ nhu cầu tiêu thụ đá xây dựng lớn từ các dự án xây dựng hạ tầng trọng điểm.** Với các dự án lớn như sân bay Long Thành và các dự án thành phần thuộc cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, với tổng chiều dài khoản khoản 792 km, Bộ GTVT ước tính nhu cầu đá 2023-2025 khoảng 21,5 triệu m³, tăng 38% so với giai đoạn 2016 – 2021. Vì thế, ngành đá hoạt động kinh doanh của ngành đá xây dựng kỳ vọng tăng trưởng trong giai đoạn này.
- **Do chi phí vận chuyển chiếm phần lớn nên những mỏ đá ở gần sẽ có lợi thế lớn.** Có 3 cụm mỏ đá có vị trí thuận lợi với sân bay Long Thành đó là cụm mỏ Tân Cang (cách 20 – 25km), cụm mỏ Thiện Tân (cách 40 – 45km), cụm mỏ Soklu (40 – 45km):
 - Tại cụm mỏ Tân Cang, có 3 doanh nghiệp niêm yết sở hữu là DHA (mỏ Tân Cang 3 công suất 450.000 m³/năm), VLB (mỏ Tân Cang 1 công suất 1,5 triệu m³/năm), DND (mỏ Tân Cang 5 công suất 818.000 m³/năm).
 - Tại cụm mỏ Thiện Tân, có 3 doanh nghiệp sở hữu là KSB, VLB, DND.
 - Tại cụm mỏ Soklu, có VLB là doanh nghiệp hiện đang sở hữu 2 mỏ đá là Soklu 2 và Soklu 5 với tổng công suất là 900.000 m³/năm.



IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

3. ĐÁ XÂY DỰNG

Nguồn cung hạn chế là cơ hội cho các doanh nghiệp cải thiện biên lợi nhuận

- **Hiện tại việc cấp phép khai thác và sử dụng mỏ đá mới và gia hạn mỏ là khá hạn chế** trong bối cảnh chờ chờ đợi Sự đổi Dự thảo Luật Khoáng sản dự kiến được ban hành trong 2024. Do đó nguồn cung có thể bị giảm sút khi một số mỏ đá hết hạn khai thác. Có thể kể đến mỏ Tân Đồng Hiệp và Núi Nhỏ, chiếm khoảng 10% trữ lượng đá Nam bộ, đã chính thức ngừng khai thác từ đầu năm 2020.
- **Giá bán sẽ được cải thiện nhờ nhu cầu tiêu thụ lớn nhưng lại khan hiếm nguồn cung.** Theo thống kê của Bộ Xây dựng, giá đá xây dựng có xu hướng tăng nhẹ, trong quý 1/2023 tăng 2,7% so với cuối năm 2022 và quý 2/2023 tăng 2,7% so với quý 1/2023. Giá đá xây dựng được dự báo là vẫn tiếp tục tăng trong đầu năm 2024, từ mức 210.000đ – 365.000đ/m³ lên mức 305.000đ – 540.000đ/m³.

⇒ **Nhưng doanh nghiệp sở hữu mỏ đá có trữ lượng lớn và còn thời hạn khai thác dài sẽ có lợi thế lớn.**

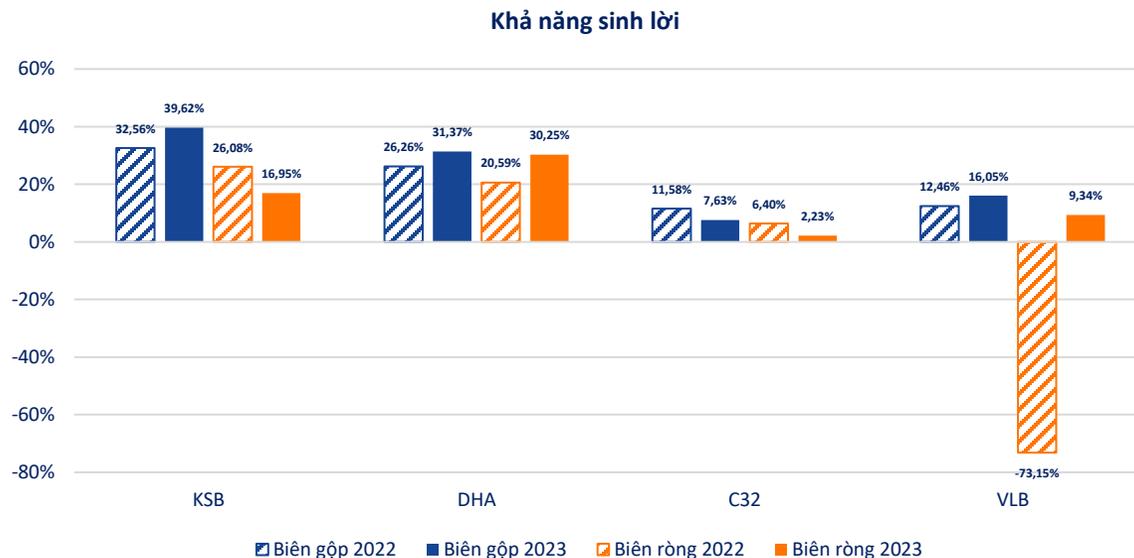
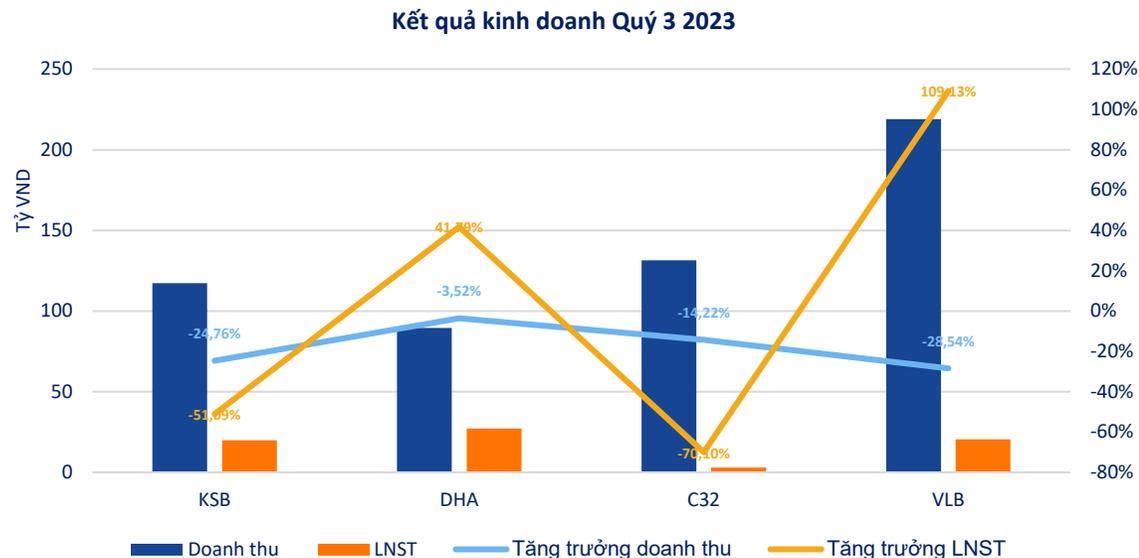
Doanh nghiệp	Mỏ	Tỉnh	Công suất (m ³ /năm)	Năm hết hạn
KSB	Tân Mỹ	Bình Dương	1.500.000	08/2029
	Phước Vĩnh	Bình Dương	1.200.000	01/2023
	Thiện Tân 7	Đồng Nai	280.000	01/2035
	Gò Trường	Thanh Hóa	180.000	01/2045
	Bãi Giang	Nghệ An	150.000	08/2043
			3.310.000	
DHA	Thanh Phú 2	Đồng Nai	818.000	09/2026
	Tân Cang 3	Đồng Nai	490.000	03/2037
	Núi Gió	Bình Phước	300.000	08/2038
			1.608.000	

Doanh nghiệp	Mỏ	Tỉnh	Công suất (m ³ /năm)	Năm hết hạn
VLB	Thanh Phú 1	Bình Phước	1.800.000	07/2042
	Thiện Tân 2	Đồng Nai	1.500.000	06/2038
	Soklu 2	Đồng Nai	400.000	01/2026
	Soklu 5	Đồng Nai	500.000	01/2025
	Tân Cang 1	Đồng Nai	1.500.000	12/2029
			5.700.000	
DND	Tân Cang 5	Đồng Nai	818.000	09/2026
	Thiện Tân	Đồng Nai	490.000	03/2037
			1.308.000	
C32	Tân Mỹ	Bình Dương	1.000.000	12/2025

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

3. ĐÁ XÂY DỰNG

Cập nhật KQKD quý 3 2023



- **Nhìn chung doanh thu các doanh nghiệp đều tăng trưởng âm so với cùng kỳ**, chủ yếu là do sản lượng bán ra không được như kỳ vọng.
- **Tuy nhiên, biên lãi gộp đa phần các doanh nghiệp có sự cải thiện nhờ giá bán tụt nhẹ**. Nguyên nhân là do nguồn cung khan hiếm và nhu cầu tiêu thụ cao cho các dự án giao thông trọng điểm thuộc cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2. Trong đó, KSB và DHA là hai doanh nghiệp có biên gộp cao nhất. Tuy nhiên, riêng KSB có biên gộp cao là nhờ vào việc mở rộng hoạt động kinh doanh sang mảng bất động sản khu công nghiệp
- **VLB ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận cao nhất** là do đã hoàn thành việc nộp bổ chi phí cấp quyền khai thác khoáng sản giai đoạn 2014 – 2021 vào Q3/2022, khoảng 270 tỷ đồng. Do đó quý 3 năm nay không phải ghi nhận thêm chi phí.
- **DHA tiếp tục duy trì đà tăng trưởng của LNST và có biên lãi ròng cao nhất**. Nguyên nhân là do quý 3 năm nay DHA hoàn nhập dự phòng giảm giá chứng khoán khoảng 11,3 tỷ (chủ yếu là mã cổ phiếu HPG)

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: MUA

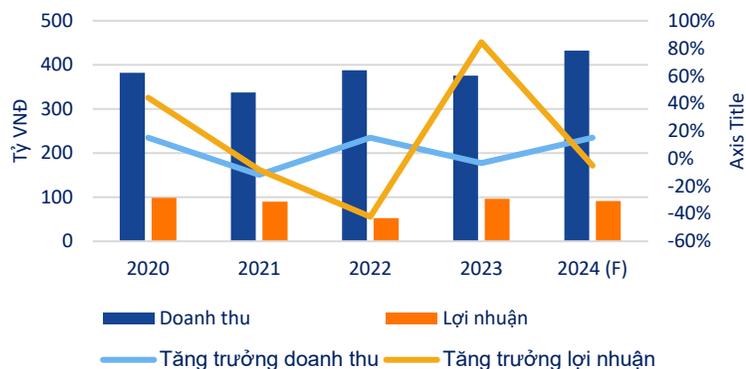
DHA

Thị giá vốn
CP lưu hành
EPS
P/E

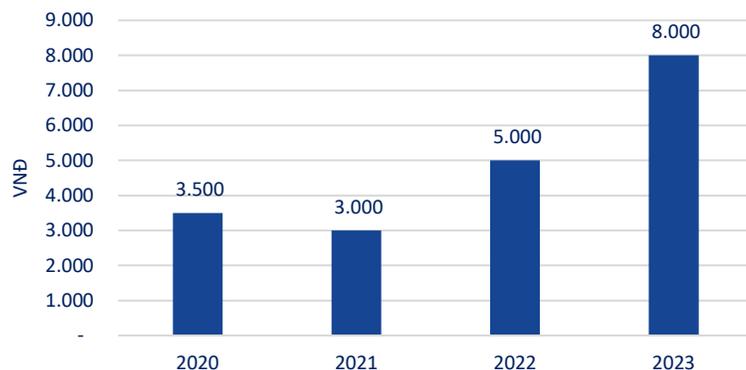
CTCP Hóa An

732,62 tỷ
14,72 nghìn
281
41,7

Kết quả kinh doanh



Cổ tức bằng tiền



Kết quả kinh doanh

Năm 2023, DHA đạt 375,39 tỷ doanh thu (-3,2 % yoy) và 95,94 tỷ LNST (+ 84,5% yoy). Doanh thu giảm do sản lượng bán ra giảm 5,5% svck, trong đó LNST tăng trưởng nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 27% lên 30% và được hoàn nhập dự phòng tài chính 25,26 tỷ đồng.

Điểm nhấn đầu tư

Triển vọng 2024 tập trung vào những yếu tố sau:

- **Hưởng lợi từ các dự án xây dựng hạ tầng trọng điểm.** DHA sở hữu 3 mỏ đá gồm Tân Cang 3, Thạnh Phú 2 và Núi Gió, là các mỏ đá có lợi thế về vị trí, trữ lượng lớn và thời gian khai thác. Đặc biệt là mỏ Tân Cang 3 có trữ lượng khai thác còn lại khoảng 9,6 triệu m³, có vị trí cách sân bay Long Thành chỉ 25km và có chất lượng đá tốt được kỳ vọng sẽ là nhà cung cấp đá cho các dự án cao tốc phía Nam và dự án sân bay Long Thành.
- **Sức khỏe tài chính lành mạnh.** Trong cả năm 2023, DHA duy trì tỷ lệ nợ vay/VCSH bằng 0, như vậy doanh nghiệp này sẽ không gặp áp lực về tài chính, đặc biệt là chi phí lãi vay.
- **Dòng tiền và tỷ lệ trả cổ tức đều đặn.** Do nhu cầu ngành đá tăng theo từng năm, hoạt động kinh doanh sản xuất của DHA có khả năng đem lại dòng tiền tăng trưởng đều. Với dòng tiền ổn định, và không cần phải đầu tư thêm máy móc khiến DHA (capex thấp không đang kể), DHA duy trì tỷ lệ trả cổ tức đều đặn trung bình 3.000 – 8.000 VNĐ/cổ phiếu/năm, hấp dẫn hơn so với lãi suất ngân hàng hiện tại khoảng 10%.

Định giá

Ước tính năm 2024, HHV sẽ ghi nhận 432,28 tỷ đồng doanh thu (+15% yoy) và 95,1 tỷ đồng LNST (-1% yoy). Doanh thu tăng trưởng vào việc giá bán và nhu cầu tiêu thụ được cải thiện, tuy nhiên LNST tăng trưởng âm do không còn khoản hoàn nhập dự phòng tài chính. VFS định giá theo phương pháp P/E, với EPS forward là 6.430 đồng.

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **57.000 VNĐ**.

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

4. NGÀNH BĐS KCN

Tiêu điểm ngành: Nguồn cung tăng chậm, cơ hội cho những doanh nghiệp có lợi thế quỹ đất

- Nhu cầu KCN duy trì ở mức cao nhờ FDI tăng trưởng mạnh
- Dòng vốn FDI có xu hướng dịch chuyển sang các thị trường cấp 2 tại miền Bắc
- Nguồn cung miền Bắc có sự cải thiện, trong khi nguồn cung phía Nam chưa có nhiều tín hiệu khởi sắc
- Giá thuê bất động sản khu công nghiệp (BDS KCN) dự báo tăng trưởng chậm lại khi nguồn cung gia tăng
- Các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng tại các thị trường cấp 2 đang hưởng lợi lớn.

Chuỗi giá trị ngành



Nguồn: VFS tổng hợp

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

4. NGÀNH BĐS KCN

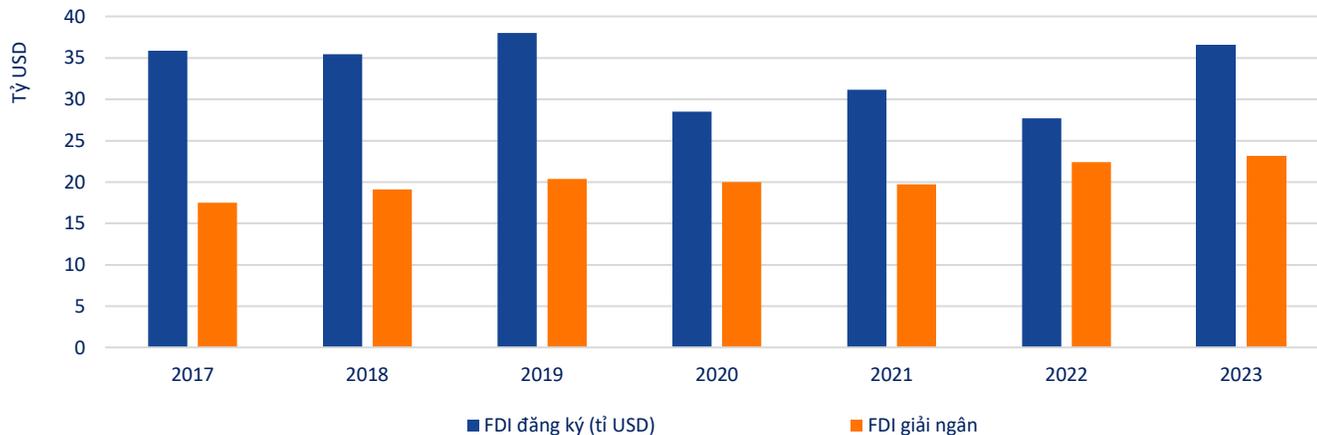
Nhu cầu thuê dự báo duy trì ở mức cao nhờ FDI tăng trưởng mạnh

Năm 2023, FDI đăng ký vào Việt Nam tăng trưởng mạnh 32,1% lên 36,61 tỷ USD, tương đương với mức trung bình 3 năm trước đại dịch Covid-19 là 36,46 tỷ USD. Điều này cho thấy Việt Nam là nơi thu hút FDI hàng đầu thế giới khi FDI toàn cầu, đặc biệt là các nước đang phát triển, vẫn đang loay hoay hồi phục từ mức giảm 40% trong giai đoạn đại dịch Covid-19.

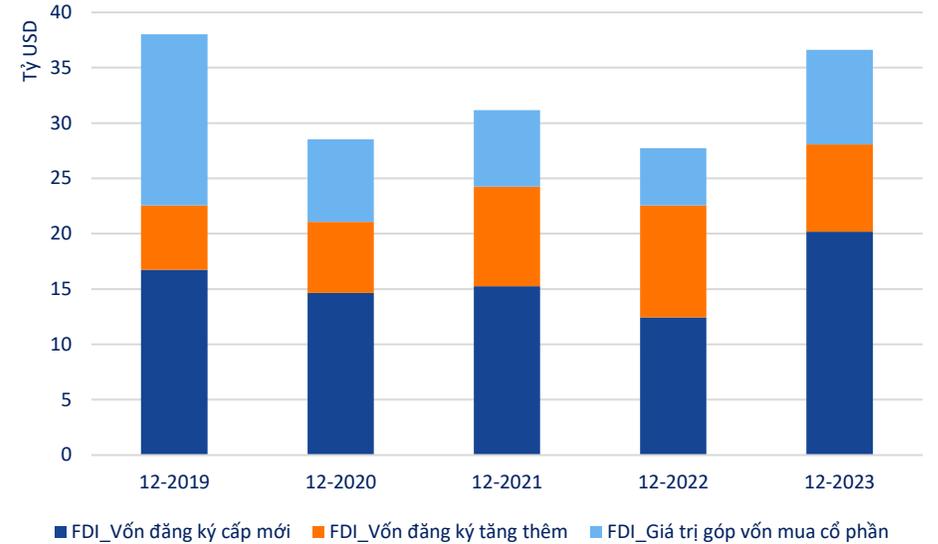
Trong đó, FDI đăng ký cấp mới đạt hơn 20,1 tỷ USD (+62% yoy) chiếm hơn 87% vốn FDI đăng ký, cao nhất trong 5 năm qua. Đồng thời, FDI đăng ký cũng tập trung hơn vào nhóm ngành công nghiệp chế biến, chế tạo. Những số liệu này cho thấy, dòng tiền nước ngoài đang đẩy mạnh đầu tư hơn vào sản xuất, chế biến chế tạo tại Việt Nam theo xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng. Đồng thời, nhờ việc nâng cấp quan hệ với Mỹ lên Đối tác chiến lược, lĩnh vực công nghệ cao (bao gồm điện toán đám mây, linh kiện bán dẫn và AI) tại Việt Nam sẽ được tăng cường và có thể sẽ thu hút nguồn vốn FDI trong thời gian tới.

=> Do đó, nhu cầu thuê khu công nghiệp (KCN), nhà kho (NK), nhà xưởng (NX) tại Việt Nam vẫn sẽ tăng mạnh trong năm 2024.

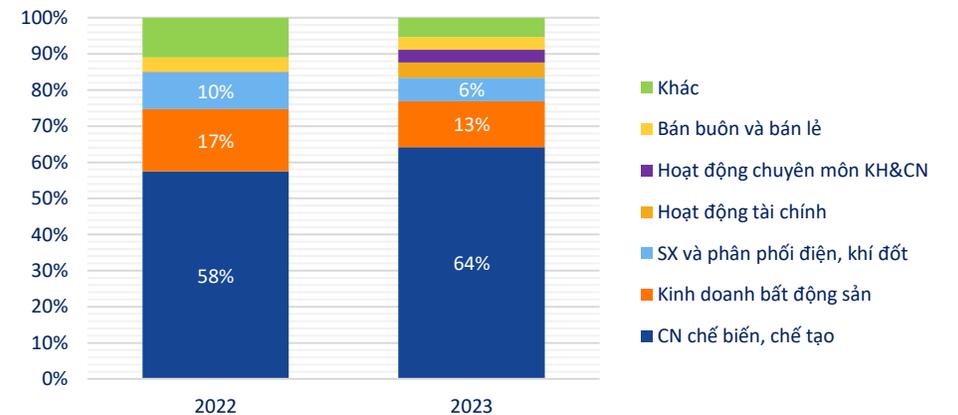
Vốn đầu tư (FDI) vào Việt Nam



Cơ cấu FDI đăng ký



FDI đăng ký theo ngành



Nguồn: VFS tổng hợp; GSO

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

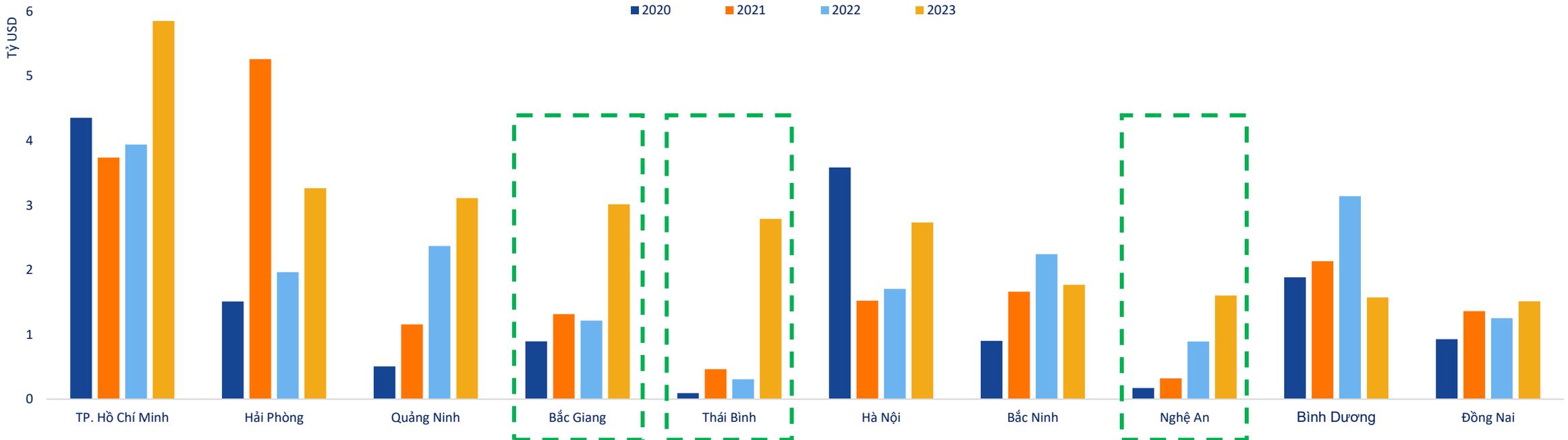
4. NGÀNH BĐS KCN

Dòng vốn FDI có xu hướng dịch chuyển sang các thị trường cấp 2 tại miền Bắc

Thống kê theo địa phương, điểm đáng chú ý là **tổng vốn FDI đăng ký tăng đột biến tại các địa phương là thị trường khu công nghiệp cấp 2 miền Bắc như Bắc Giang, Thái Bình và một số tỉnh miền trung như Nghệ An**. Sự tăng trưởng nguồn vốn FDI đăng ký tại các địa phương này chủ yếu là đăng ký mới và đăng ký tăng thêm tại các dự án sản xuất công nghiệp, chế biến chế tạo lớn. Tiêu biểu là các dự án nhà máy điện khí LNG Thái Bình của liên danh Công ty Tokyo gas - Công ty Điện lực Bắc Kyuden của Nhật Bản - Tập đoàn Trường Thành của Việt Nam với tổng vốn đầu tư gần 2 tỷ USD, Dự án do nhà đầu tư Radiant Opto – Electronics Corporation (Đài Loan) đầu tư xây dựng Nhà máy Radiant Opto – Electronics Việt Nam Nghệ An tại Khu công nghiệp VSIP Nghệ An,...

=> Với việc nguồn cung đất KCN tại các thị trường cấp 1 đều đang phát triển chậm, xu hướng tìm đến các thị trường cấp 2 của dòng vốn FDI sẽ còn tiếp diễn trong năm 2024.

Tổng vốn FDI đăng ký theo địa phương



Nguồn: VFS tổng hợp; GSO

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

4. NGÀNH BĐS KCN

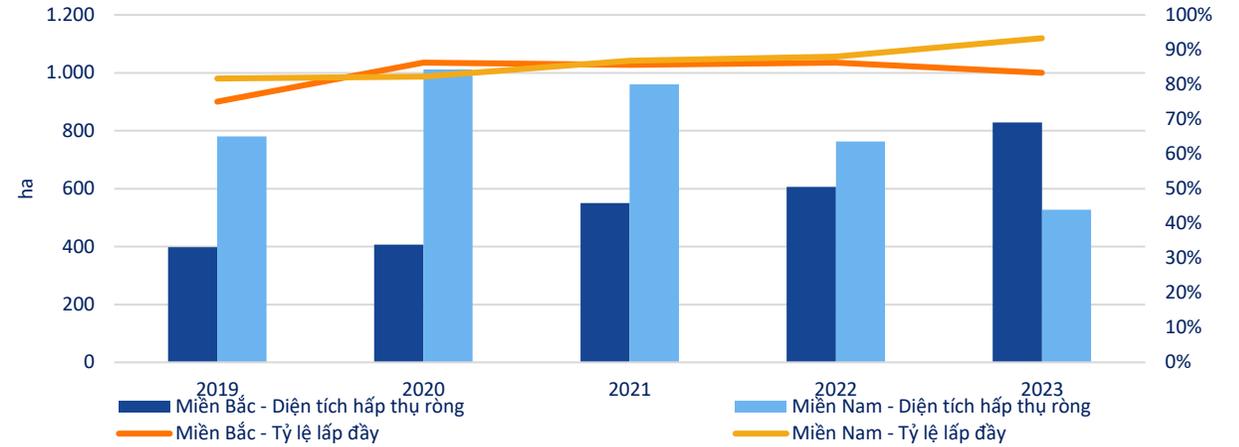
Nguồn cung tại miền Bắc có sự cải thiện, trong khi nguồn cung miền Nam vẫn tăng trưởng chậm

Nguồn cung đất công nghiệp tại thị trường cấp 1 miền Bắc năm 2023 đã ghi nhận sự cải thiện khi tỷ lệ lấp đầy giảm từ 86% (2022) xuống 83% (3Q2023) trong khi nhu cầu thuê duy trì với diện tích đất hấp thụ ròng tăng 37% so với cả năm 2022. Tương tự, nguồn cung nhà kho xây sẵn (NKXS) và nhà xưởng xây sẵn (NXXS) tại miền Bắc cũng gia tăng rõ rệt, khiến tỷ lệ lấp đầy giảm từ trên 90% (năm 2022) xuống lần lượt 77% và 88% bất chấp việc diện tích hấp thụ ròng vẫn tăng trưởng năm thứ 2 liên tiếp, lần lượt là 47% và 48% so với năm 2022.

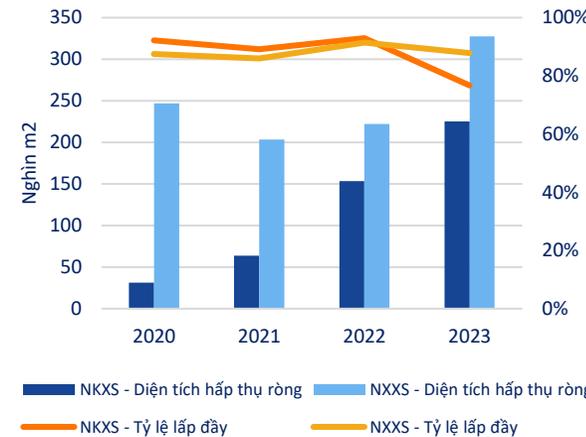
Ngược lại, nguồn cung đất công nghiệp tại thị trường cấp 1 miền Nam tiếp tục tăng chậm, khiến tỷ lệ lấp đầy tăng từ 88% năm 2022 lên 93% vào cuối năm 2023 trong bối cảnh diện tích đất công nghiệp hấp thụ ròng giảm -31% so với năm 2022. Tuy nhiên, thị trường NKXS và NXXS đều ghi nhận những diễn biến khởi sắc hơn. Tỷ lệ lấp đầy NXXS giảm nhẹ từ 88% (2022) xuống 86% mặc dù diện tích hấp thụ ròng tăng khoảng 20% so với năm 2022 cho thấy nguồn cung đã có sự cải thiện. Thị trường NKXS tại miền Nam đã sôi động hơn khi tỷ lệ lấp đầy tăng nhẹ từ 53% lên 55% và diện tích hấp thụ ròng tăng khoảng 9% so với năm 2022.

Dự báo nguồn cung bất động sản KCN sẽ tiếp tục có sự cải thiện trong năm 2024 nhờ những cải cách pháp lý như Nghị quyết 33/NQ-CP ngày 11/03/2023 của Chính phủ và Luật Đất đai sửa đổi. Theo đó, những khó khăn trong giải phóng mặt bằng và chuyển đổi mục đích sử dụng đất khi thành lập KCN mới sẽ dần được tháo gỡ. Với định hướng của Chính phủ theo Quyết định Phân bổ chỉ tiêu Quy hoạch sử dụng đất quốc gia thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050, Kế hoạch sử dụng đất quốc gia 5 năm 2021-2025, tổng diện tích đất khu công nghiệp cả nước sẽ đạt khoảng 152,8 ha đến năm 2025.

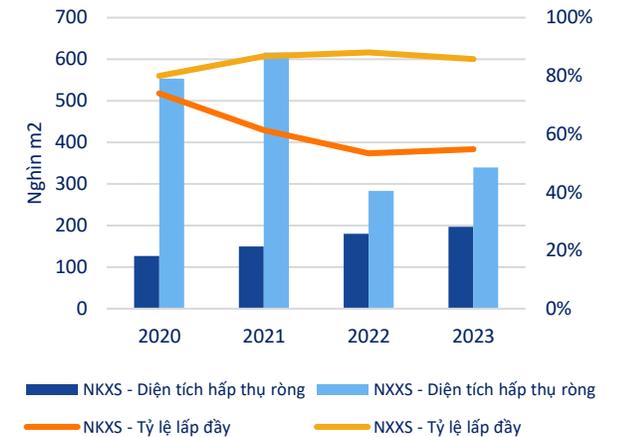
Thị trường đất công nghiệp: Miền Bắc cải thiện, miền Nam tiếp tục tăng chậm



Thị trường nhà kho, nhà xưởng xây sẵn tại miền Bắc



Thị trường nhà kho, nhà xưởng xây sẵn tại miền Nam



IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

4. NGÀNH BĐS KCN

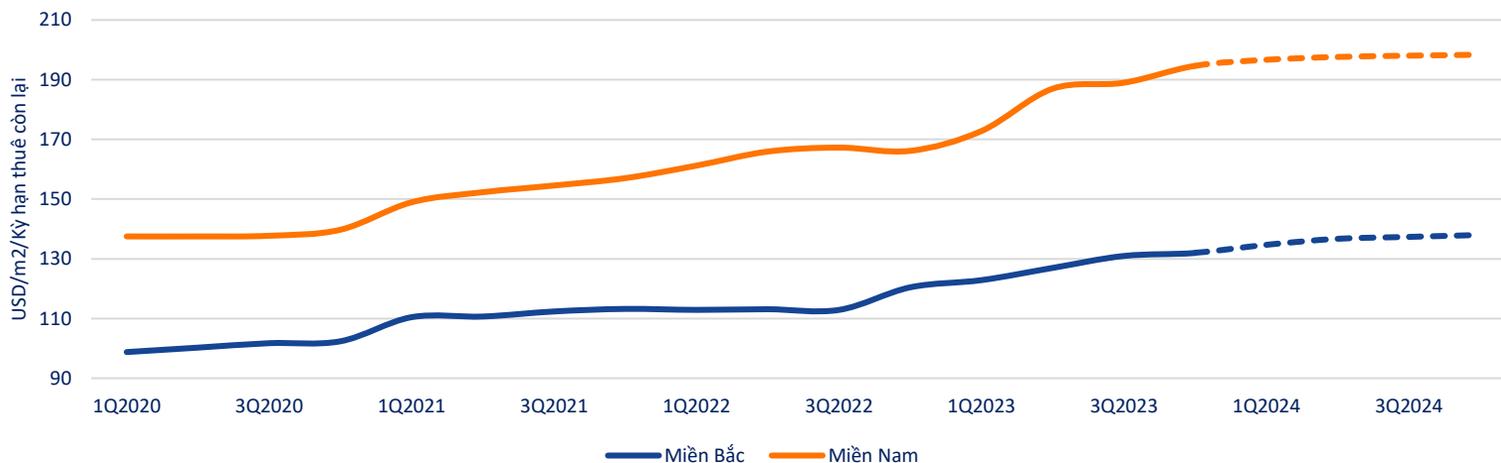
Giá thuê đất dự kiến tăng chậm lại khi thị trường ghi nhận sự bổ sung của nguồn cung mới

Giá thuê bất động sản KCN trung bình tại các thị trường cấp 1 tại Việt Nam đều tiếp diễn đà tăng trong năm 2023. Giá thuê tại miền Bắc tăng ổn định trung bình 2% mỗi quý khi thị trường sôi động, ghi nhận nhiều giao dịch lớn nhờ xu hướng chuyển dịch chuỗi cung ứng. Trong khi đó, sau sự gia tốc trong quý đầu năm, giá thuê tại miền Nam đã giảm tốc khi thị trường hạ nhiệt, thiếu vắng giao dịch lớn bởi sự thiếu hụt nguồn cung.

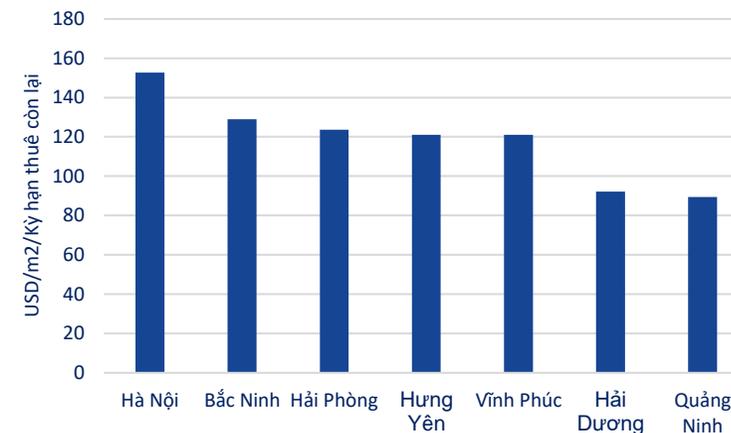
Tính theo địa phương, giá cho thuê trung bình tại miền Nam cao hơn giá thuê tại miền Bắc. Trong đó, TP.Hồ Chí Minh vẫn là địa phương có giá cho thuê cao nhất, khoảng 250 USD/m²/Kỳ hạn thuê còn lại, cao hơn khoảng 100 USD so với thành phố Hà Nội – nơi có giá cho thuê trung bình cao nhất miền Bắc.

Dự báo giá cho thuê trung bình ở cả miền Bắc và miền Nam có khả năng sẽ tiếp tục tăng chậm lại trong năm 2024 khi nguồn cung được kỳ vọng sẽ gia tăng trong năm 2024, lần lượt dao động quanh vùng 135 – 140 USD/m²/Kỳ hạn thuê còn lại tại miền Bắc và 195 – 200 USD/m²/Kỳ hạn thuê còn lại tại miền Nam.

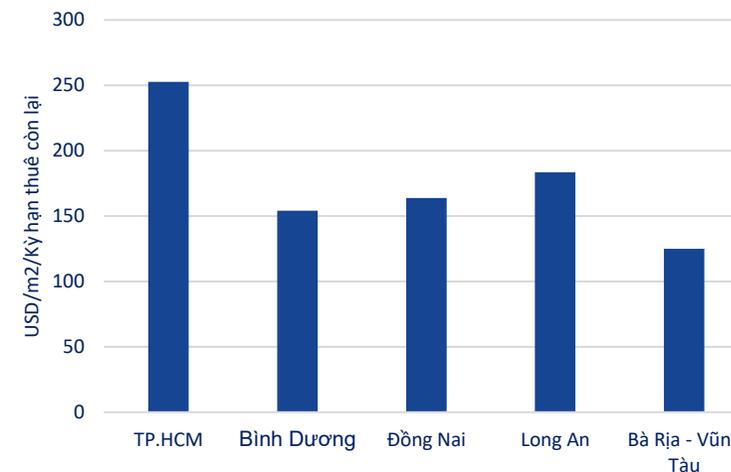
Giá thuê đất công nghiệp trung bình tại các thị trường cấp 1 ở hai miền



Giá thuê trung bình tại một số tỉnh miền Bắc



Giá thuê trung bình tại một số tỉnh miền Nam



Nguồn: VFS tổng hợp; CBRE, Cushman & Wakefield

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

4. NGÀNH BĐS KCN

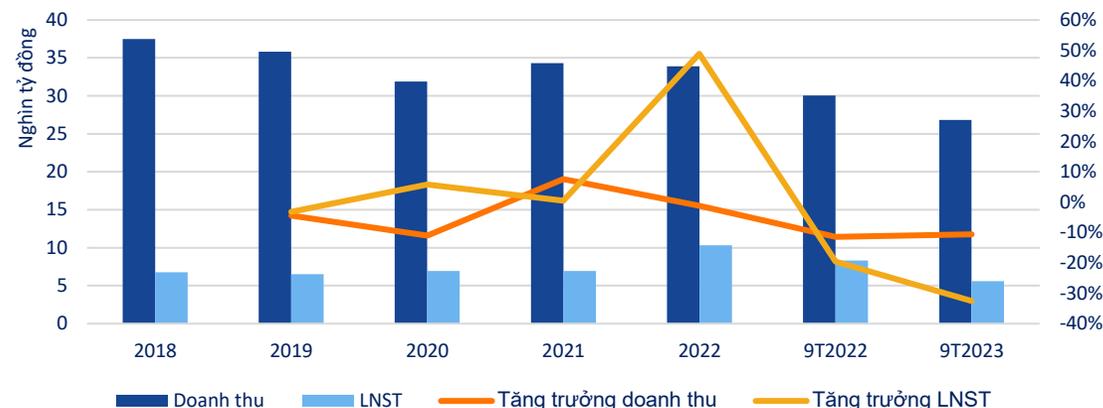
Các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng ở thị trường cấp 2 hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển thị trường

Kết quả kinh doanh 9T2023 toàn ngành (tổng hợp các doanh nghiệp niêm yết) đều tiếp tục sụt giảm. Cụ thể, doanh thu và LNST đều tăng trưởng âm lần lượt là -21% yoy và -54% yoy.

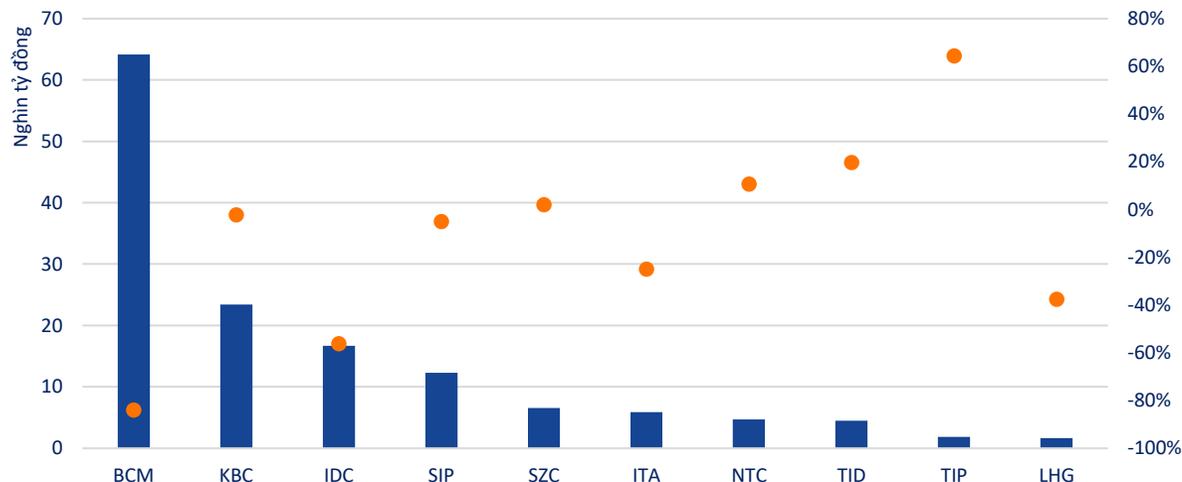
Phần lớn nhóm doanh nghiệp đầu ngành đều tăng trưởng âm khi các dự án các chưa kịp bàn giao đúng tiến độ, các dự án chưa đủ thời hạn ghi nhận doanh thu 1 lần hoặc không phát sinh mới giao dịch cho thuê. Đây đều là các doanh nghiệp có quỹ đất đã cho thuê tại thị trường cấp 1 và đang mở rộng sang các thị trường cấp 2.

Trong khi đó, phần lớn các doanh nghiệp có mức tăng trưởng vượt trội lại là những doanh nghiệp có vốn hóa vừa và nhỏ. Điểm chung của các doanh nghiệp này là có quỹ đất sẵn sàng ở thị trường cấp 2 và đã đón đầu được xu hướng dịch chuyển thị trường.

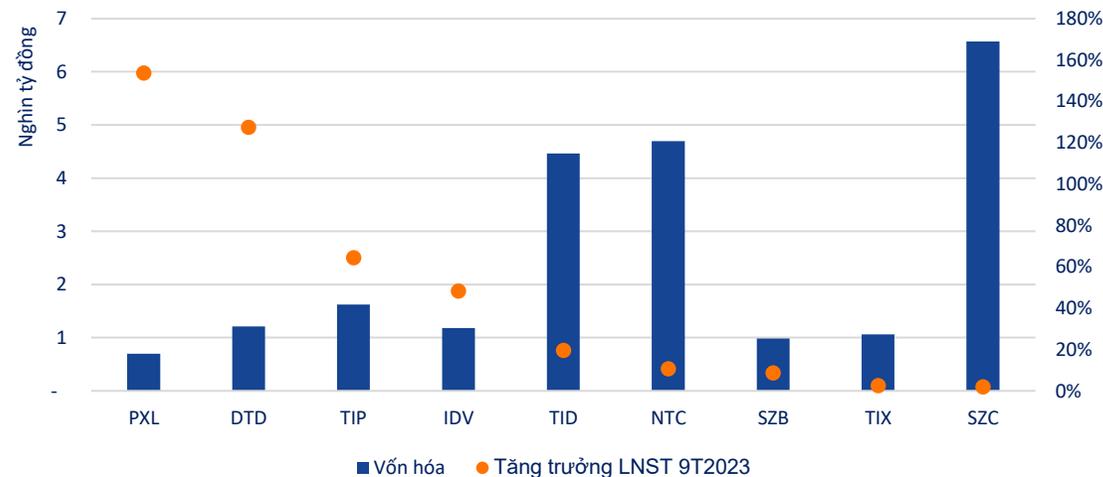
Doanh thu và LNST của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn tiếp tục sụt giảm



Tăng trưởng LNST 9T2023 các doanh nghiệp đầu ngành



Top các doanh nghiệp tăng trưởng mạnh về LNST



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro

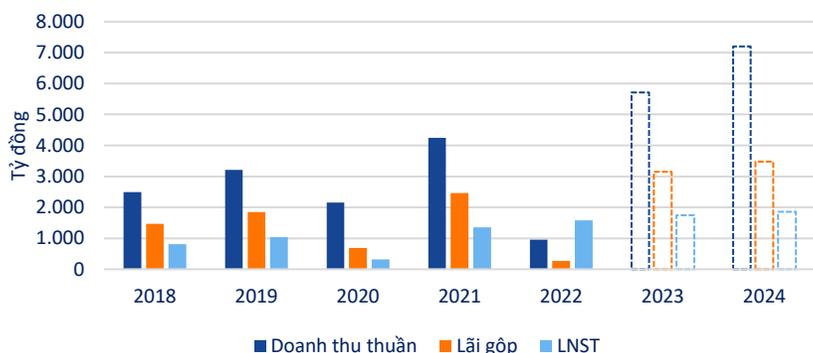
IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: MUA

KBC Tổng công ty phát triển Đô thị Kinh Bắc

Giá hiện tại	30.300 VNĐ
Vốn hóa	23.411 tỷ
KLĐLH	767,60 triệu
EPS fw2024	2.400
P/E fw2024	12,52

Kết quả kinh doanh



P/E cơ bản



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro

Kết quả kinh doanh

Tính đến hết quý 3/2023, KBC ghi nhận 4.797,91 tỷ đồng doanh thu (+272% yoy) và 2.136,51 tỷ đồng LNST (-2% yoy). Doanh thu KBC tăng mạnh đến từ việc cho thuê mặt bằng tại KCN Quang Châu Mở rộng và KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh với các khách hàng FDI lớn. Đồng thời, biên lãi gộp tăng từ 43% (2022) lên 69% nhờ giá cho thuê tại 2 khu công nghiệp trên tăng theo xu hướng thị trường. Tuy nhiên, chi phí bán hàng cũng tăng mạnh 663% yoy là nguyên nhân khiến KBC không thể ghi nhận sự tăng trưởng về LNST.

Điểm nhấn đầu tư

- **KCN Tràng Duệ 3** với 456ha diện tích còn lại sẽ là động lực chính cho tăng trưởng LN giai đoạn 2024-25. Dự kiến dự án này sẽ sớm hoàn thành pháp lý và sẵn sàng cho thuê từ 1Q2024. Trong đó, 115ha đã được ký biên bản ghi nhớ cho thuê. Dự án này kỳ vọng sẽ thu hút nhiều nhà đầu tư lớn từ Hàn Quốc tương tự như Tràng Duệ 1&2 với nhiều điểm hấp dẫn như vị trí địa lý thuận lợi về tham gia chuỗi cung ứng, thuế suất,... Dự kiến sẽ đem về khoảng 2.000 tỷ đồng doanh thu hằng năm.
- **50ha diện tích còn lại từ KCN Quang Châu mở rộng và phần còn lại từ dự án Nam Sơn Hạ Lĩnh** đã hoàn thành GPMB và dự kiến sẽ bàn giao cho khách hàng vào cuối năm 2023 – đầu năm 2024.
- KBC cũng đang **sở hữu nhiều dự án KCN tại Long An với tổng diện tích gần 150ha** đang trong giai đoạn bồi thường giải phóng mặt bằng. Những dự án này dự kiến sẽ dễ dàng được cho thuê khi nhu cầu thuê BĐS KCN tại Long An đang gia tăng.

Rủi ro

- Nhu cầu thuê tăng cao có thể khiến giá đất tăng nóng, làm tăng chi phí giải phóng mặt bằng và làm giảm biên lợi nhuận của KBC.
- Quá trình hoàn tất thủ tục pháp lý kéo dài hơn dự kiến khiến việc bàn giao đất và thương mại chậm kỳ vọng.

Định giá

Ước tính năm 2024, KBC sẽ ghi nhận **7.200 tỷ đồng doanh thu (+26% YoY)** và **1.851 tỷ đồng LNST (+6% yoy)** nhờ bàn giao một phần dự án Tràng Duệ 3 và một phần các dự án ở Long An. Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **41.000 VND/cổ phiếu**.

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. DẦU KHÍ – THƯƠNG NGUỒN ĐƯỢC HƯỞNG LỢI

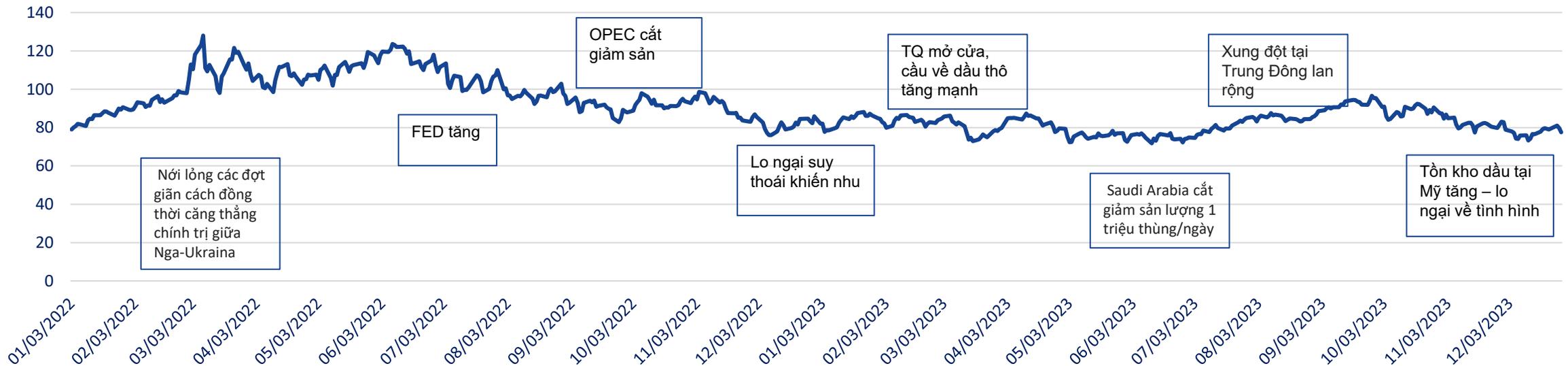
a. Tổng quan ngành dầu khí

Ngành dầu khí được kỳ vọng tăng trưởng trong năm 2024 nhờ:

- **Giá dầu** được dự báo duy trì ở mức 85USD/thùng nhờ Trung Quốc, Ấn Độ vẫn được kỳ vọng tăng trưởng GDP sau dịch. Cung bị hạn chế do Nga cắt giảm sản lượng đồng thời các nước OPEC tự nguyện hạ sản lượng để ổn định thị trường. Rủi ro địa chính trị trong việc xung đột Israel - Palestine nổ ra tại khu vực Trung Đông
- **Cầu dầu thành phẩm** trong nước vẫn tiếp tục được dự báo tăng trưởng đều: xăng tăng trưởng 5%pa, khí tăng trưởng 7.8% pa
- **Dự án Lô B** vẫn được coi là dự án mang lại nhiều kỳ vọng nhất cho các doanh nghiệp thương mại trong năm 2024-2026 với 1 chuỗi sản xuất điện-khí lớn. Cung cấp 5,6 tỷ,3 khí tự nhiên cho 23 năm và ước tính tổng giá trị là 1,1 tỷ USD

Rủi ro

- Áp lực lãi suất và tỷ giá hạ nhiệt
- Cầu về thành phẩm dầu sẽ bị hạ nhiệt do lo ngại về sự phiến triển kinh tế tại các nước OECD
- Lo ngại trước sức khỏe kinh tế của Trung Quốc do sự thu hẹp quy mô liên tục của lĩnh vực bất động sản



IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. DẦU KHÍ – THƯƠNG NGUỒN ĐƯỢC HƯỞNG LỢI

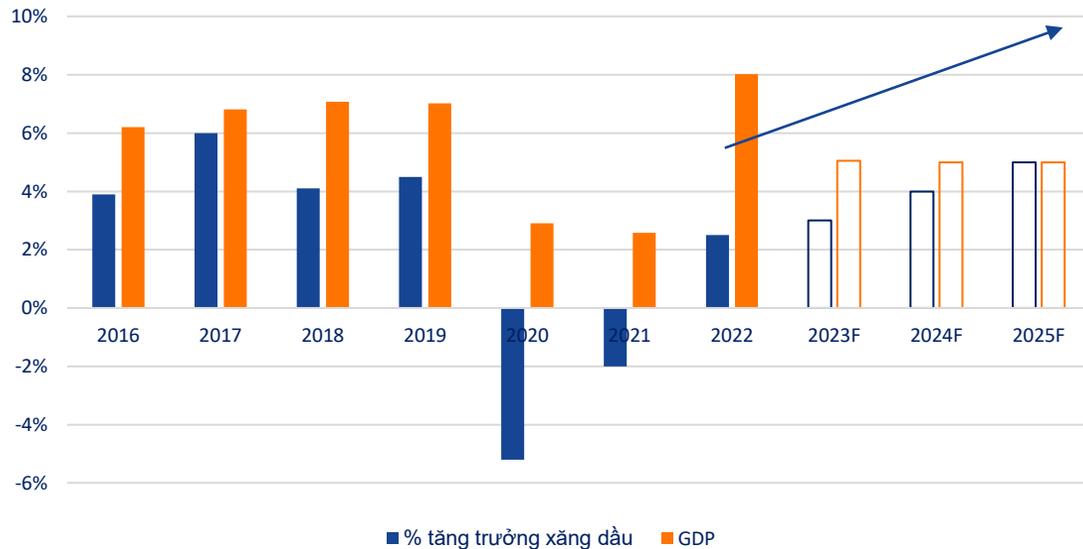
b. Nhu cầu về dầu thành phẩm trong nước

Thị trường phân phối xăng dầu còn nhiều dư địa tăng trưởng

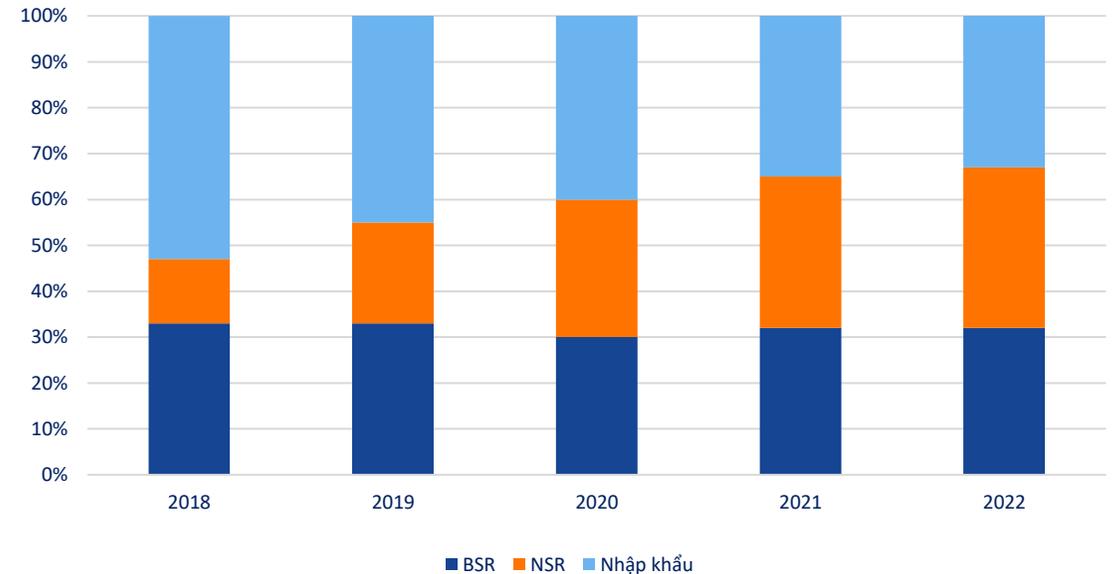
Nguồn cung trong nước vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu toàn thị trường. Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu bình quân mỗi năm khoảng 20,5 – 21 triệu m³ tấn. Nguồn cung từ sản xuất trong nước chủ yếu đến từ 2 nhà máy lọc dầu là Dung Quất và Nghi Sơn mới chỉ đáp ứng được 70% nhu cầu tiêu dùng cả nước (tỷ trọng cung ứng của Nghi Sơn khoảng 35%, có thời điểm lên tới 40%) cầu còn lại vẫn phải nhập khẩu xăng dầu thành phẩm từ các nước như Hàn Quốc, Malaysia, Singapore,...

Nhu cầu về tiêu thụ xăng vẫn còn dư địa tăng trưởng. Cùng với sự tăng trưởng của GDP cũng như thu nhập bình quân đầu người mỗi năm thì tầng lớp trung lưu của Việt Nam được dự báo sẽ tăng mạnh trong 10 năm tới. Đây sẽ là yếu tố thúc đẩy sự gia tăng nhu cầu đối với tất cả các loại hàng hóa cao cấp như xe ô tô cũng như tăng thêm nhu cầu cho ngành sản xuất xăng dầu trong nước

Tương quan giữa tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu và tăng trưởng GDP của Việt Nam



Tỷ trọng nguồn cung xăng dầu trong nước



IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

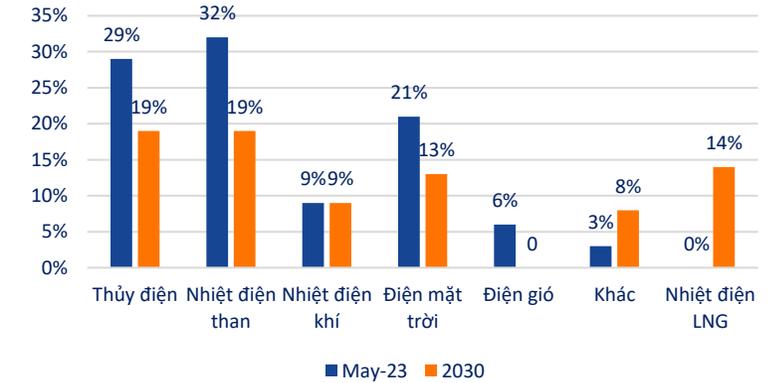
5. DẦU KHÍ – THƯƠNG NGUỒN ĐƯỢC HƯỞNG LỢI

b. Nhu cầu về dầu thành phẩm trong nước

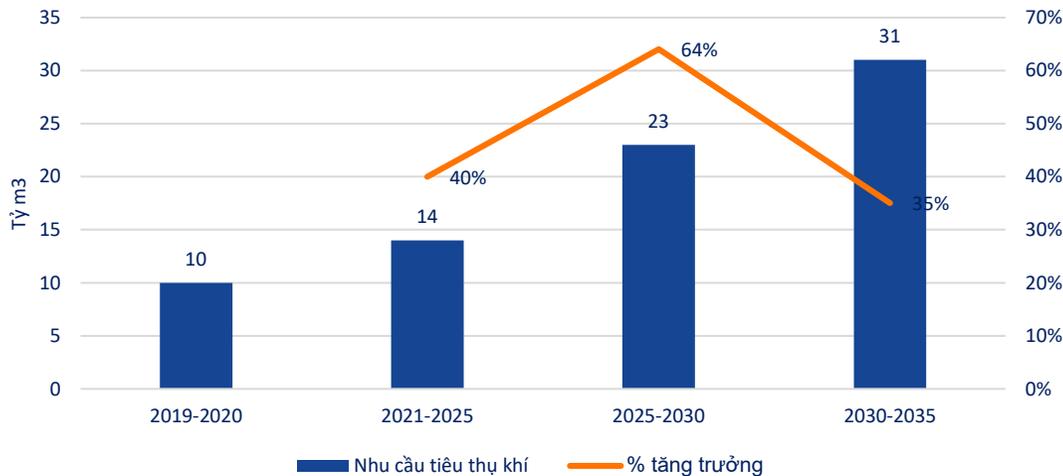
Cầu về khí ngày càng cao – sản lượng khai thác lại thấp qua các năm

- **Nhu cầu tiêu thụ khí tăng trưởng mạnh mẽ trong vòng 15 năm tới**, CAGR đạt 7,8% giai đoạn 2021E – 2035E, trong đó sản xuất điện chiếm tỷ trọng 80-84% tổng quy mô thị trường.
- **Nhu cầu tiêu thụ điện tiêu thụ năm 2024 được EVN kỳ vọng tăng trưởng 8,96% so với năm 2023**. Thêm vào đó, theo Dự thảo Quy hoạch Điện VIII ngày 10.05.2023, giai đoạn 2021 – 2030, hệ số đàn hồi điện/GDP vẫn duy trì ở mức 1,22 – 1,3 lần. Với mục tiêu tăng trưởng GDP bình quân 7%/năm, ước tính, sản lượng tiêu thụ điện của Việt Nam tăng trưởng khoảng 13% - 15% trong giai đoạn 2023 – 2025 và ổn định ở mức 8% - 9% trong giai đoạn 2026 – 2030. Trong đó, nhiệt điện khí và LNG được kỳ vọng sẽ là nhóm thay thế cho nhiệt điện than nhằm tránh sự đánh đổi lợi ích giữa tăng trưởng kinh tế vĩ mô và điều kiện môi trường sống.
- **Sản lượng khai thác dầu thô trong nước liên tục thấp** hơn các năm trước đó, trong khi việc thiếu khí đang trở nên trầm trọng hơn trong 2 năm gần đây và thậm chí không đạt kế hoạch khai thác khí mà PVN đề ra.

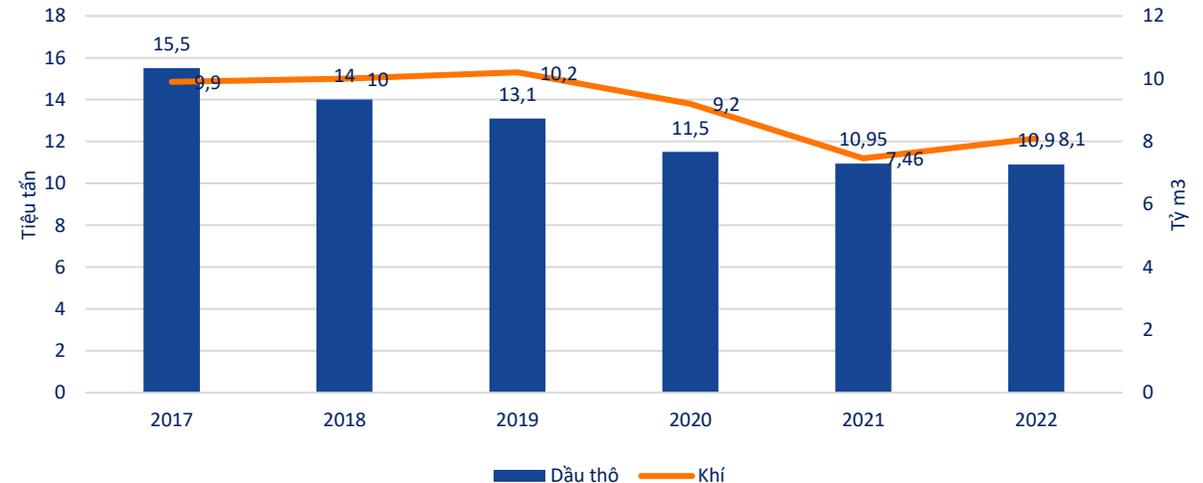
Tỷ trọng công suất nguồn phát theo QHĐ VIII T5/2023 - 2030



Nhu cầu tiêu thụ khí ngày càng cao



Sản lượng khai thác dầu khí trong nước liên tục suy giảm trong những năm gần đây



Nguồn: PLX, FinPro, VFS tổng hợp

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. DẦU KHÍ – THƯƠNG NGUỒN ĐƯỢC HƯỞNG LỢI

c. Các dự án lớn

Các dự án lớn trong nước tác động tích cực đến nhóm doanh nghiệp thượng nguồn – mở rộng nguồn cung, đáp ứng thị trường trong nước và xuất khẩu

Dự án	Vị trí	Vốn ĐT (triệu USD)	Trữ lượng dầu/khí	Thời gian triển khai
Lô B	Bể Malay-Thổ Chu	6.700	107 tỷ m3 khí	2024-2027(first gas)
Sư tử trắng – GD 2B	Bể Cửu Long	1.300	20 tỷ m3 khí	2023-2026 (first gas)
Nam Du- U Minh	Bể Malay-Thổ Chu	n/a	171,3 tỷ m3 khí	2023-2027(first gas)
Lạc Đà Vàng	Bể Cửu Long	693	61 triệu thùng dầu	2023-2027 (first oil)
Kinh Ngư Trắng	Bể Cửu Long	650	6 triệu thùng dầu	2023-2025 ((first oil)
Cá Voi Xanh	Bể Sông Hồng	4.600	150 tỷ m3 khí	2024 (Phát triển)
Báo vàng-Báo đen	Bể Sông Hồng	1.321	58 tỷ m3 khí	2024 (Thăm dò)

→ Chúng tôi mong rằng, các dự án thượng nguồn được triển khai tích cực với thông tin gần nhất đến từ quyết định đầu tư cuối cùng của mỏ Lạc Đà Vàng và gói EPCI#2 của Lô B – Ô Môn hứa hẹn đem lại nguồn công việc dồi dào cho các doanh nghiệp khu vực thượng nguồn dầu khí.

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. DẦU KHÍ – THƯƠNG NGUỒN ĐƯỢC HƯỞNG LỢI

c. Cập nhật kết quả kinh doanh Q3/2023 của một vài doanh nghiệp tiêu biểu

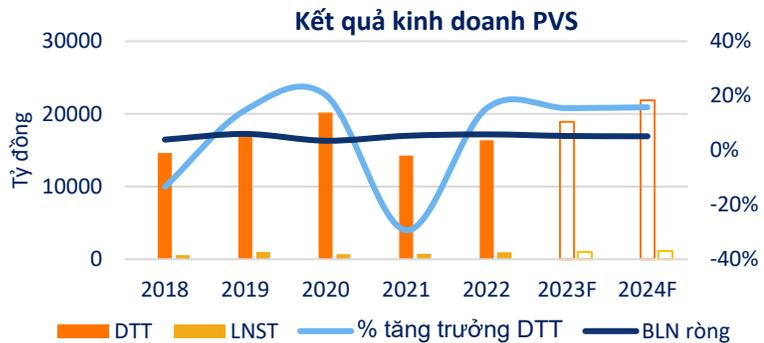
Mã CP	DTT(tỷ VNĐ)	LNST (tỷ VNĐ)	Biên gộp (%)	Biên ròng (%)	Giải trình kết quả kinh doanh	Dự phóng KQKD 2023	Dự phóng KQKD 2024	Định giá 2024
PVD	1.381 (19% yoy)	132 (-26,6%)	21,05	7,23	- Đơn giá cho thuê giàn khoan tự nâng tăng so với cùng kỳ - Ghi nhận khoản thu nhập từ thỏa thuận chấm dứt hợp đồng với khách hàng	DTT: 5.140 tỷ VNĐ LNST: 382 tỷ VNĐ EPS fw: 300 đồng	DT: 5.890 tỷ VNĐ LNST: 871 tỷ VNĐ EPS fw: 685 đồng	34.000 đồng Mục tiêu ngắn hạn: mua Mục tiêu dài hạn: mua
PVS	4.176 (+19,2% yoy)	143 (-26,6% yoy)	5,01	5,2	- Thu nhập tài chính thuần tăng 36,4% yoy chủ yếu nhờ số dư tiền mặt cao - DT mảng M&C tăng nhờ ký kết các hợp đồng EPC mới	DT hợp nhất: 20.224 tỷ VNĐ (+18% yoy) LNST: 1.089 tỷ VNĐ EPS fw: 2.278 đồng	DT: 22.860 tỷ VNĐ LNST: 1.214 tỷ VNĐ EPS fw: 2.539 đồng	46.000 đồng Mục tiêu ngắn hạn: mua Mục tiêu dài hạn: mua
PLX	72.439(-1,7& yoy)	729 (646% yoy)	5,48	1,3	- LNST Q3.2023 tăng mạnh svck do ghi nhận khoản LN hoạt động tài chính từ thoái vốn PGB - Hoạt động của 1 số lĩnh vực kinh doanh khác của TĐ k thuận lợi, LN từ các công ty con kinh doanh nhiên liệu bay, vận tải thủy-lĩnh vực chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu LN ngoài xăng dầu giảm	DTT: 260.125 tỷ VNĐ LNST: 3.250 tỷ VNĐ EPS fw: 2.559 đồng	DT: 265.140 tỷ VNĐ LNST: 3.410 tỷ VNĐ EPS fw: 2.685 đồng	38.000 đồng Mục tiêu ngắn hạn: mua Mục tiêu dài hạn: mua

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: MUA

PVS Tổng CTCP Dịch vụ kỹ thuật dầu khí VN

Thị giá vốn	18.162,72 tỷ đồng
CP tự do	238,95 triệu cổ phiếu
EPS	1.845,67
P/E	20,59



Nguồn: FinPro, VFS tổng hợp

Kết quả kinh doanh

9T.2023 PVS ghi nhận doanh thu đạt 12.591 tỷ đồng, tăng 13,6% yoy chủ yếu nhờ doanh thu mảng M&C tăng cao.

DT mảng M&C tăng trưởng 29,5% yoy, đến từ sự đóng góp của các HĐ EPC mới ký kết trong lĩnh vực điện gió ngoài khơi như dự án điện gió Changhua Đài Loan và dự án điện gió Baltica 2 tại Ba Lan

LN tài chính 9T.2023 tăng 36,4% yoy nhờ thu nhập tiền gửi tăng mạnh lên 111,3% yoy

Điểm nhấn đầu tư

- Doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực EPC
- Giá dầu được dự báo duy trì ở mức 85\$/1 thùng giúp lợi nhuận mảng FSO/FPSO duy trì ổn định
- Dự án Lô B Ô Môn đã trao thầu gói EPCI#1 (1.1 tỷ USD) và EPCI#2 (100 triệu USD) , giúp dự án đi vào hoạt động từ Q4/2023 và kỳ vọng có thể được hoạch toán và book lợi nhuận vào năm 2024
- Ngoài dự án Lô B thì PVS còn các dự án lớn như Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng,... đóng góp vào kết quả kinh doanh 2024-2027
- PVS thêm mới mảng tư vấn xây lắp điện gió ngoài khơi, kỳ vọng sẽ được cải thiện biên lợi nhuận khi đi vào hoạt động 2024 và chi phí kho bãi được tối ưu.

Định giá

Năm 2023, doanh thu hợp nhất ước đạt 20.224 tỷ đồng, đạt 153% kế hoạch năm, tăng 18% yoy. LN hợp nhất trước thuế đạt 1,098 tỷ đồng, vượt 41% mục tiêu 2023, giảm 6% yoy,

Ước tính cả năm 2024, PVS sẽ ghi nhận 21.860 tỷ Doanh thu, DT chủ yếu đến từ các hợp đồng mà PVS có thể ký kết được từ dự án Lô B - Ô Môn từ 1 tỷ USD lên 1,5 tỷ USD. LNST đạt 1.114 tỷ đồng.

Ước tính giá hợp lý cổ phiếu khoảng **46.000 đồng**

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

6. NGÀNH CHỨNG KHOÁN

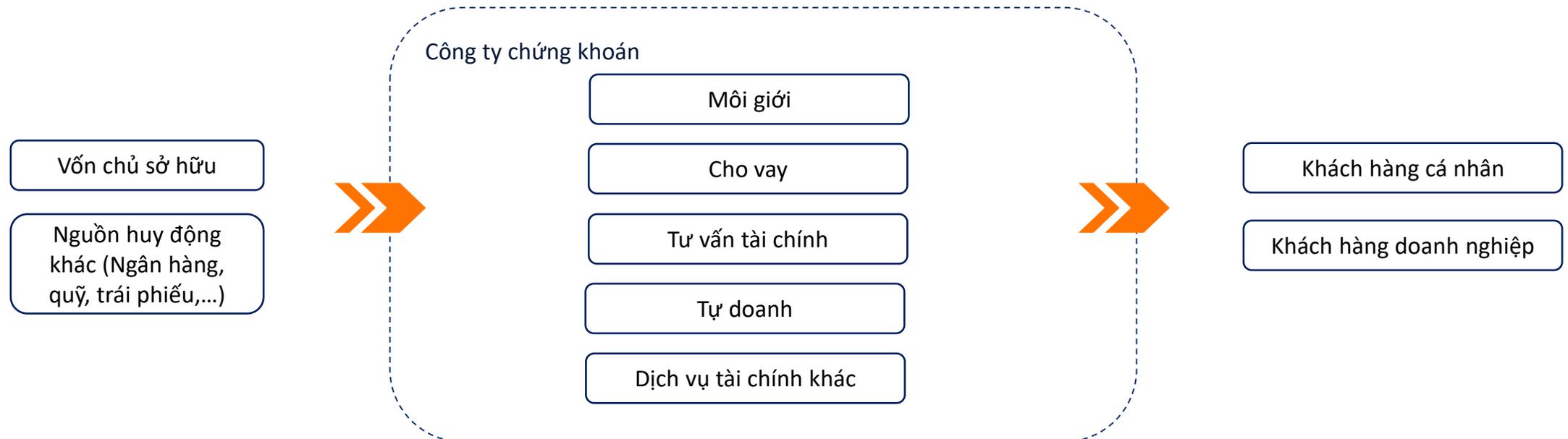
Triển vọng trong năm 2024:

- Hệ thống KRX đi vào vận hành giúp thanh khoản cải thiện và là tiền đề giúp nâng hạng thị trường. Từ đó là động lực tăng trưởng chính cho ngành chứng khoán.
- Kinh tế vi mô ổn định là nền móng cho thị trường chứng khoán tăng trưởng.
- Chuyển đổi số là yếu tố quan giúp các doanh nghiệp cạnh tranh trong ngành.

Rủi ro:

- Cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp trong mảng môi giới và cho vay ký quỹ.

Chuỗi giá trị ngành chứng khoán:



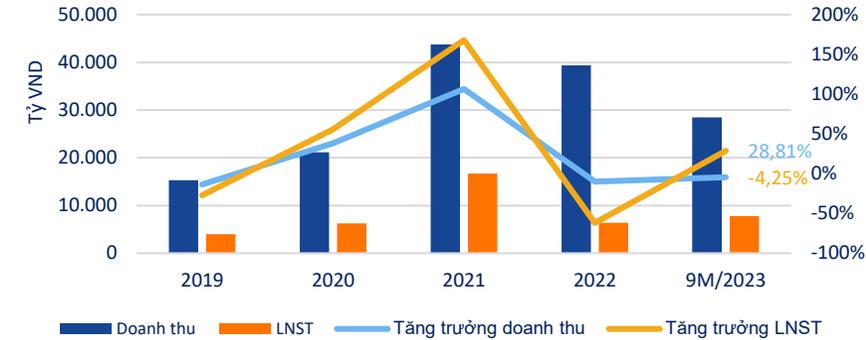
IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

6. NGÀNH CHỨNG KHOÁN

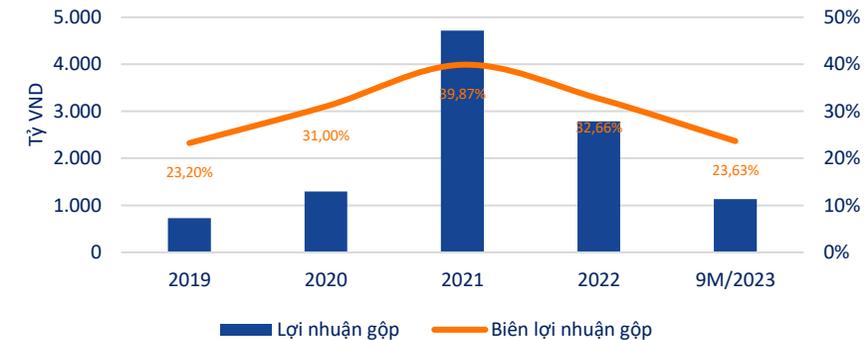
Cập nhật KQKD quý 3 2023

- **Lợi nhuận sau thuế toàn ngành hồi phục tốt.** Trong 9 tháng 2023, doanh thu toàn ngành chứng khoán đạt 28.454 tỷ (-4,25% yoy, LNST đạt 7.793 nghìn tỷ (+28,81% yoy). Lợi nhuận hồi phục tốt phần lớn nhờ vào việc VN-Index có sóng tăng tốt trong giai đoạn Q2-Q3/2023, từ đó giúp cho mảng tự doanh tăng trưởng ấn tượng, ngoài ra mảng môi giới và mảng cho vay margin cũng được hưởng lợi nhờ vào việc thanh khoản cải thiện theo thị trường chung.
 - **Lợi nhuận gộp mảng môi giới tiếp tục sụt giảm do mức độ cạnh tranh cao.** 9M/2023, lợi nhuận gộp mảng môi giới đạt 1.135,37 tỷ, giảm -52,93% yoy; biên lợi nhuận gộp đạt 23,63%, giảm 11,47% so 9M/2022. Có thể thấy rằng, các công ty chứng khoán hiện nay đang chấp nhận hi sinh biên lợi nhuận gộp của mảng môi giới để đổi lấy thị phần khi hiện nay các công ty đều tăng mạnh quy mô nhưng thanh khoản thị trường chưa có nhiều cải thiện rõ rệt. Lợi nhuận gộp 9M/2023 và năm 2020 gần như tương đồng về quy mô, tuy nhiên biên lợi nhuận trong 9M/2023 đã sụt giảm đi đáng kể, từ 31% về còn 23,63%.
 - Cuộc chiến giành thị phần mảng môi giới tập trung vào 2 yếu tố: (1) giảm phí hoặc miễn phí phí giao dịch. Hiện tại, đa phần các công ty đều giảm phí giao dịch về mức 0,13 – 0,15%, thậm chí có công ty áp dụng chính sách miễn phí phí giao dịch. (2) Nâng mức hoa hồng cho nhân viên môi giới nhằm thu hút nguồn nhân lực và phát triển tập khách hàng cá nhân. Mức hoa hồng trung bình cho khối kinh doanh hiện tại giao động từ 40-60% của tổng phí giao dịch mà công ty chứng khoán thu được từ khách hàng, một vài công ty còn đẩy mức hoa hồng lên tới 60-70%.
 - Các công ty có thị phần cao và duy trì đà tăng trưởng tốt như VPBS và SSI đều có biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với trung bình ngành. Duy nhất có TCBS có biên lợi nhuận gộp vượt trội hơn là do công ty này tập trung vào chiến lược số và mô hình hoạt động không môi giới từ đó giúp giảm được các chi phí trung gian.
- ⇒ **VFS đánh giá rằng biên lợi nhuận gộp mảng môi giới sẽ tiếp tục sụt giảm khi mức độ cạnh tranh giữa các công ty ngày càng cao. Các công ty chứng khoán sẽ có xu hướng hi sinh lợi nhuận mảng môi giới để có thể thu hút được nhiều khách hàng, từ đó tạo tiền đề để phát triển mảng cho vay ký quỹ.**

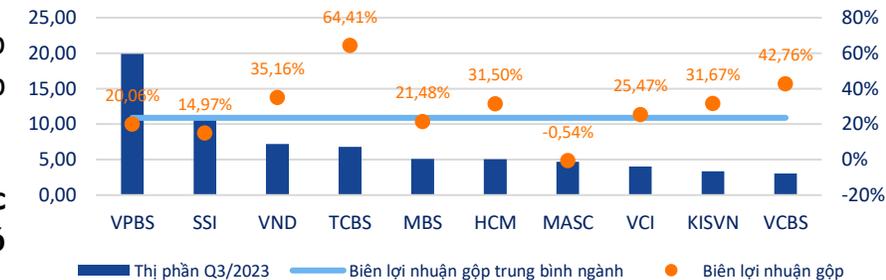
Kết quả kinh doanh ngành chứng khoán 9M/2023



Lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp mảng môi giới



Biên lợi nhuận gộp mảng môi giới của top 10 thị phần môi giới trên sàn HSX Q3/2023

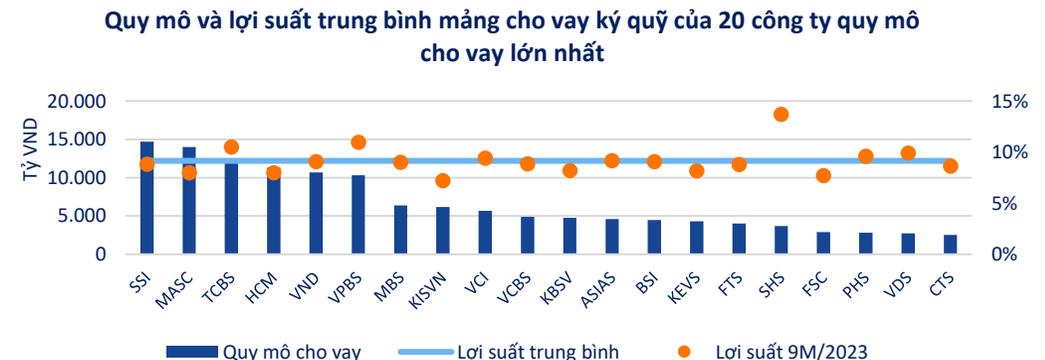
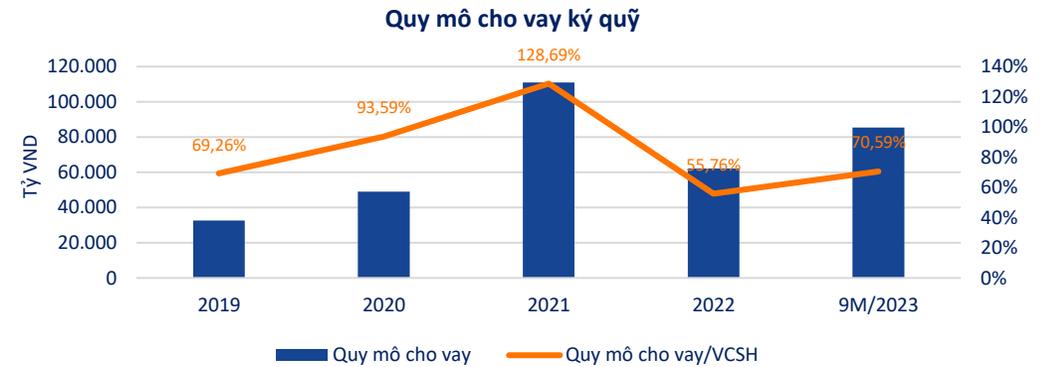
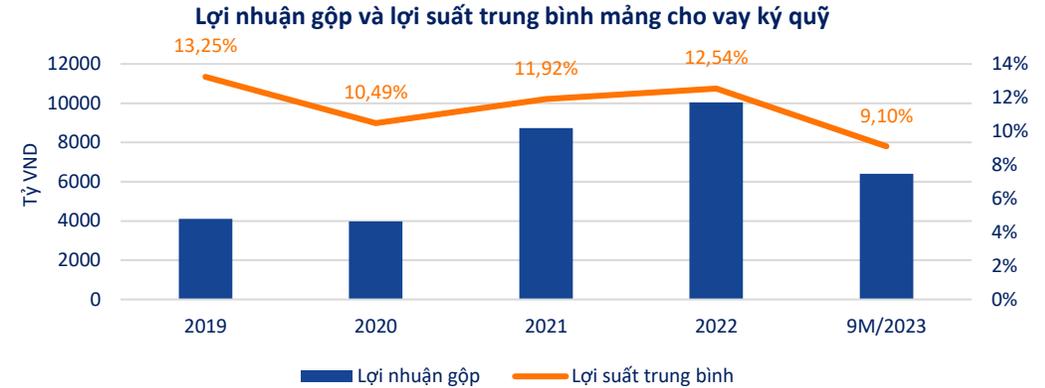


IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

6. NGÀNH CHỨNG KHOÁN

Cập nhật KQKD quý 3 2023

- **Lợi nhuận gộp và lợi suất mảng cho vay ký quỹ sụt giảm trong 9 tháng 2023**, lợi nhuận gộp mảng cho vay ký quỹ đạt 6.304,96 tỷ đồng, giảm 13,5% yoy. Đồng thời lợi suất trung bình toàn ngành cũng ghi nhận sụt giảm, chỉ đạt 9,1%. Nguyên nhân chính là do nhiều công ty thực các chính sách ưu đãi lãi margin như: các gói miễn lãi T+3, T+5 hoặc giảm lãi suất cho vay nhằm thu hút khách hàng và tăng tỷ lệ giả ngân.
- Có thể thấy những CTCK đầu ngành, có lượng khách hàng cá nhân lớn như VPS, SSI, TCBS và VND vẫn duy trì được lợi suất cho vay bằng hoặc cao hơn mức trung bình ngành. Tuy nhiên, một số CTCK có vốn đầu tư nước ngoài như MASC, KISVN, KBSV với lợi thế nguồn vốn huy động giá rẻ nên có thể cho vay với mức lãi suất thấp hơn trung bình ngành.
- **Quy mô cho vay toàn ngành và tỷ lệ cho vay/VCSH có sự cải thiện**, sau 9 tháng 2023 các khoản cho vay toàn ngành đạt 85,32 nghìn tỷ, tăng 35,5% YTD. Cùng với đó tỷ lệ cho vay/VCSH tăng từ 55,76% lên 70,59%. Hoạt động cho vay cải thiện nhờ vào sóng tăng tốt của thị trường từ giai đoạn Q2/2023, cũng với đó là những chính sách ưu đãi đối với khách hàng. Tỷ lệ cho vay hiện tại còn thấp hơn nhiều so với tỷ lệ cho vay tối đa mà cho UBCK quy định (tối đa cho vay bằng 200% VCSH), do đó dư địa tăng trưởng của mảng cho vay còn rất lớn.
- **VFS đánh giá rằng mảng cho vay ký quỹ vẫn tiếp tục là hoạt động kinh doanh chính và bền vững đối với các CTCK** do mảng này luôn đóng góp trên 40% vào tổng doanh thu và không bị ảnh hưởng nhiều bởi biến động của thị trường. Tuy nhiên, xu hướng tăng vốn mạnh mẽ trong giai đoạn gần đây của các CTCK và thanh khoản tăng chưa đủ lớn để có thể hấp thụ hết lượng vốn mới này sẽ tạo áp lực cạnh tranh lớn giữa các công ty trong việc giải ngân.



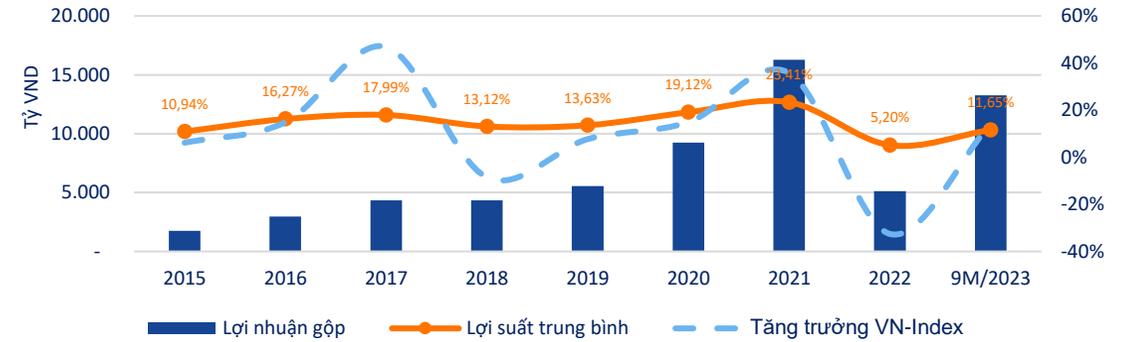
IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

6. NGÀNH CHỨNG KHOÁN

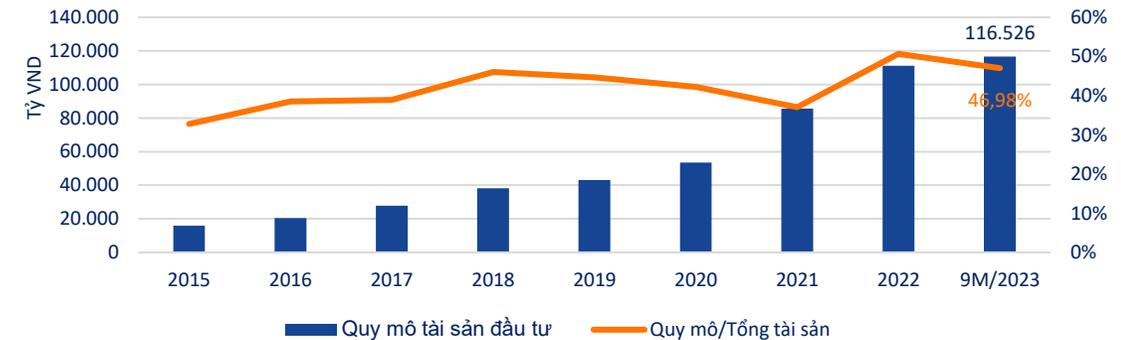
Cập nhật KQKD quý 3 2023

- **Lợi nhuận mảng tự doanh cải thiện ấn tượng và là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính.** 9M/2023 lợi nhuận gộp mảng tự doanh đạt 13.259,87 tỷ, tăng 231,32% svck, nhờ vào mức nền thấp 2022. Tỷ suất sinh lời trung bình 9M/2023 đạt 11,65%, cao hơn gấp đôi so với 9M/2022 chỉ đạt 5,20%. Có thể thấy rằng, lợi suất trung bình ngành thường biến động hẹp và ổn định so với biến động của VN-Index. Điều này cho thấy các CTCK thực hiện việc đa dạng hóa tài sản đầu tư hợp lý qua từng giai đoạn của thị trường.
- **Quy mô tài sản đầu tư tăng cao trong 2 năm trở lại đây.** Tính đến hết Q3/2023, tổng danh mục tự doanh gồm các khoản FVTPL, HTM và AFS đạt 116.526 tỷ, tăng 20,1% so với đầu năm. Cơ cấu danh mục đầu tư chiếm 45,98% tổng tài sản, tỷ lệ tương đối cao trong nhiều năm qua. Tỷ lệ này duy trì ở mức cao là do sau đợt tăng vốn mạnh thì thị trường gặp khó khăn, thanh khoản giảm sút, dẫn tới việc giải ngân cho khoản vay ký quỹ không được thuận lợi. Vì thế các công ty phải cơ cấu tài sản sang các khoản đầu tư. **Do đó, VFS đánh giá mảng tự doanh cũng sẽ là mảng kinh doanh trọng yếu của nhóm chứng khoán trong thời gian tới.**
- **Lợi nhuận mảng tự doanh cải thiện tuy nhiên lợi suất đầu tư vẫn thấp hơn trung bình 5 năm.** Do VN-Index còn biến động bất ổn và mức độ hồi phục là chưa đủ lớn so với mức giảm trước đó trong năm 2022 nên có thể thấy rằng các CTCK có vốn hóa lớn như SSI, VND và VCI có hiệu quả đầu tư không ấn tượng khi lợi suất 9M/2023 thấp hơn so với trung bình 5 năm. Chỉ có một vài CTCK có vốn hóa nhỏ hơn như BSI và FTS có hiệu quả vượt trội hơn so với quá khứ.

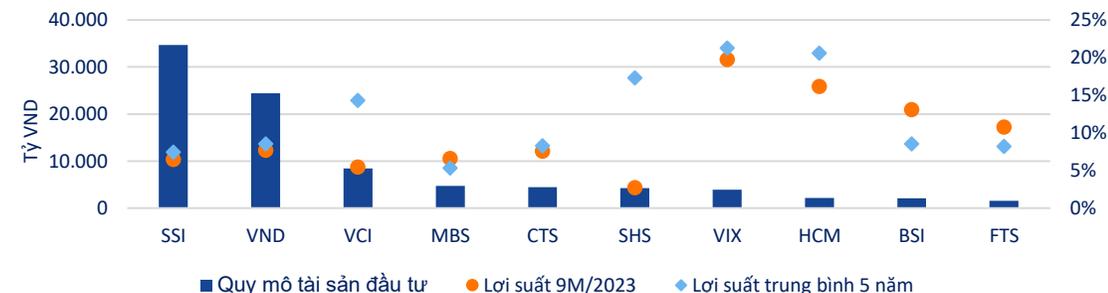
Lợi nhuận và lợi suất mảng tự doanh



Quy mô tài sản đầu tư



Quy mô và lợi suất mảng tự doanh của top 10 công ty niêm yết



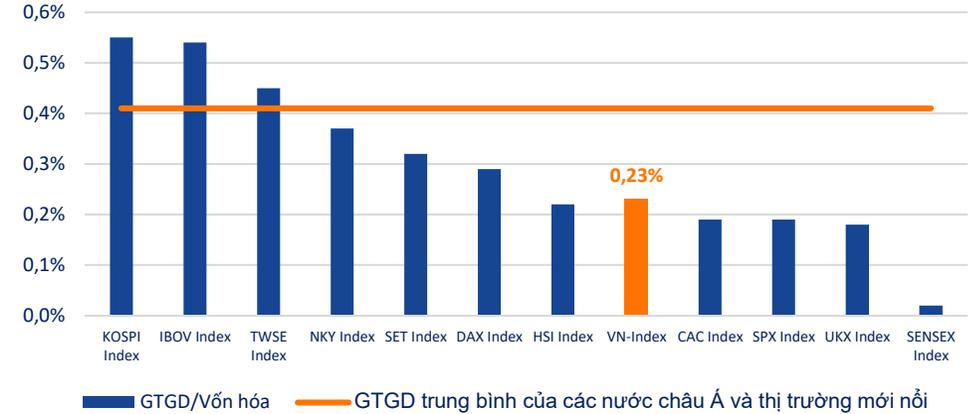
IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

6. NGÀNH CHỨNG KHOÁN

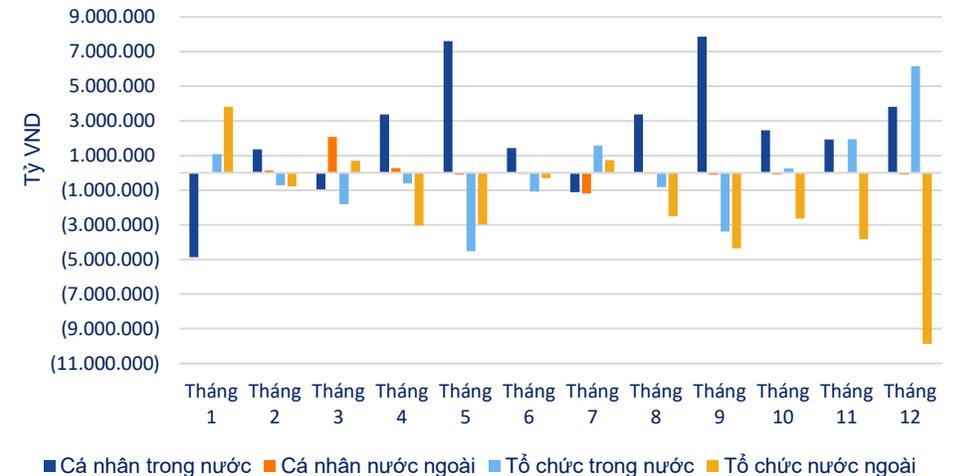
Triển vọng ngành chứng khoán 2024

- **Hệ thống KRX là động lực tăng trưởng chính cho nhóm cổ phiếu chứng khoán trong 2024.** Hệ thống KRX được đưa vào vận hành sẽ mang lại những tác động tích cực đối với ngành chứng khoán như sau:
 - **Thanh khoản thị trường được cải thiện:** KRX cho phép nghiệp vụ bán chứng khoán chờ về (T+1). Điều này giúp đẩy nhanh vòng quay giao dịch của các nhà đầu tư trên thị trường. VFS kì vọng giá trị giao dịch bình quân một phiên trên tổng vốn hóa thị trường sẽ cải thiện từ 0,23% lên mức 0,3% - 0,4% (mức trung bình tại các thị trường cho phép bán chứng khoán chờ về), tương đương với mức tăng 30% - 50% so với khối lượng giao dịch trung bình 5 năm.
 - **Đa dạng hóa sản phẩm và nghiệp vụ:** bán khống, các hợp đồng quyền chọn.
 - **Yếu tố quan trọng giúp thị trường chứng khoán có cơ hội nâng hạng,** qua đó có thể thu hút được nhiều hơn dòng vốn ngoại.
- ⇒ **Những yếu tố trên sẽ giúp các CTCK cải thiện đáng kể mảng môi giới và cho vay ký quỹ.**
- **Kinh tế vĩ mô ổn định là nền móng giúp thị trường chứng khoán tăng trưởng.**
 - **Sức khỏe nền kinh tế ổn định và hồi phục.** GDP Việt Nam 2023 tăng trưởng 5,05%, mặc dù chưa đạt kế hoạch của chính phủ nhưng mức tăng này thuộc nhóm tăng trưởng cao nhất khu vực. Ngoài ra hoạt động sản xuất và xuất khẩu cũng đang cho những tín hiệu hồi phục trở lại. Do đó, lợi nhuận toàn thị trường được kỳ vọng tăng trưởng từ 11% - 14% trong năm 2024.
 - **Chính phủ cũng tích cực hỗ trợ nền kinh tế** thông qua đầu tư công và nới lỏng chính sách tiền tệ. Môi trường lãi suất thấp cũng sẽ giúp kênh đầu tư chứng khoán thu được dòng tiền tốt hơn. Điều này thể hiện qua việc nhà đầu tư cá nhân trong nước hấp thụ tốt áp lực bán ra từ khối ngoại.

Giá trị giao dịch trên vốn hoá trung bình của các thị trường



Giá trị giao dịch ròng theo loại nhà đầu tư



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiipro

KHUYẾN NGHỊ: THEO DÕI

VDS

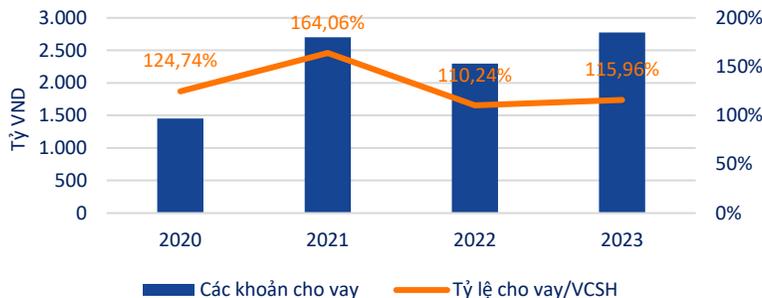
CTCP Chứng khoán Rồng Việt

Thị giá vốn	3.580,50 tỷ
CP lưu hành	210 triệu
EPS	1.228
P/E	14,21

Kết quả kinh doanh



Các khoản cho vay



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro

Kết quả kinh doanh

Năm 2023, VDS đạt 751,73 tỷ doanh thu (-8,64% yoy) và 327,30 tỷ LNST (+384,65% yoy). Doanh thu giảm do mảng môi giới và mảng cho vay ký quỹ sụt giảm trong bối cảnh thanh khoản thị trường hồi phục chưa đủ lớn và môi trường cạnh tranh cao. Tuy nhiên mảng tự doanh đầu tư hiệu quả và động lực tăng trưởng chính cho doanh nghiệp.

Điểm nhấn đầu tư

Triển vọng 2024 tập trung vào những yếu tố sau:

- **Mảng môi giới:** Biên lợi nhuận gộp vượt trội hơn so với trung bình ngành. VDS tập trung vào nâng cao chất lượng dịch vụ thay vì cạnh tranh ưu đãi phí thông qua việc triển khai các sản phẩm công nghệ hỗ trợ nhà đầu tư như cơ sở dữ liệu phân tích, danh mục đầu tư kiểu mẫu theo từng phông cách đầu tư, đào tạo đầu tư chứng khoán. Từ đó giúp cho VDS tự tin áp dụng mức phí môi giới khoảng 0,25% cao hơn nhiều so với các công ty đầu ngành với mức phí khoảng 0,15%. Hiệu quả của chiến lược này được thể hiện qua việc thị phần môi giới của VDS lần đầu lọt vào Top 10 CTCK trong Q4/2023.
- **Mảng cho vay ký quỹ:** Có tỷ lệ giải ngân tốt. Trong 5 năm gần đây tỷ lệ cho vay/VCSH thường trên 100%. Kể cả năm 2022, thị trường biến động tiêu cực nhưng VDS vẫn cho vay bằng 110% VCSH. Do đó mảng này vẫn sẽ là mảng kinh doanh chính và bền vững đối với VDS.
- **Mảng tự doanh:** Danh mục tự doanh lành mạnh với tỷ trọng 64% tài sản có thu nhập cố định và 36% cổ phiếu. Lợi suất đầu tư danh mục của VDS trong 5 năm gần luôn hiệu quả hơn VN-Index

Định giá

VFS định giá cổ phiếu VDS dựa trên phương pháp P/B, với P/B mục tiêu là 1,65 lần (trung vị ngành hiện tại) và BVPS hiện tại của VDS là 11.390. Từ đó giá hợp lý của cổ phiếu VDS là khoảng **18.800 VND**.

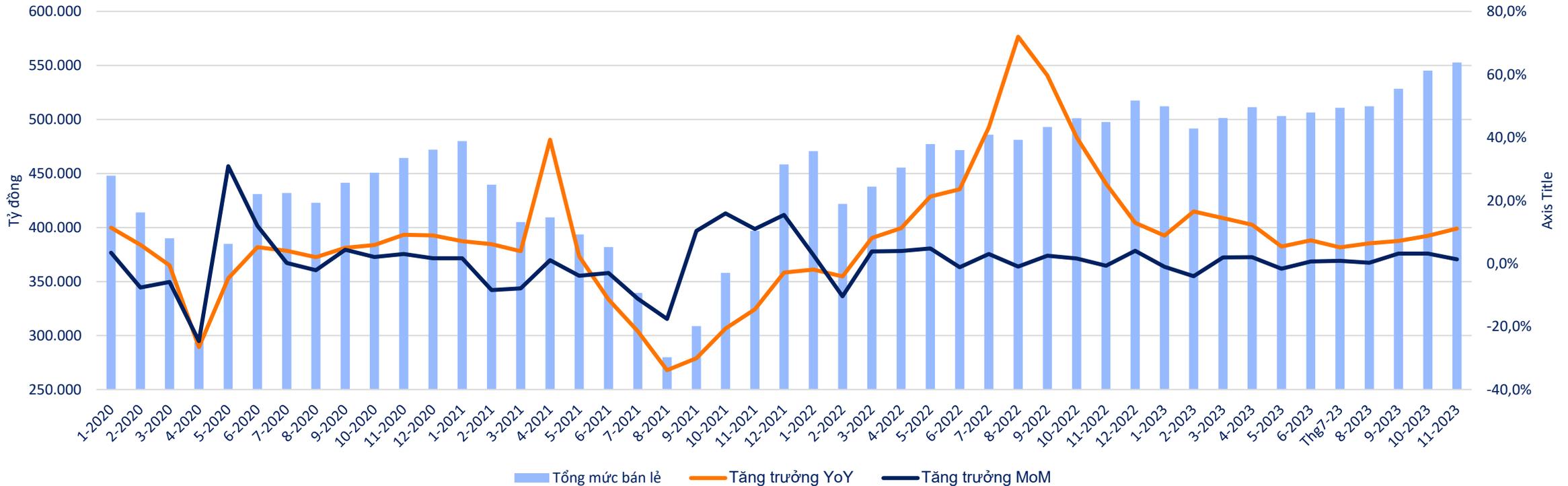
IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

7. NGÀNH BÁN LẺ

Một năm khó khăn với nền kinh tế nói chung và toàn ngành bán lẻ nói riêng

- Tốc độ tăng trưởng của tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng chậm lại đáng kể từ cuối năm 2022 trong bối cảnh các hoạt động sản xuất kinh doanh yếu đi do nhu cầu của thế giới và trong nước suy giảm. Lũy kế 11 tháng năm 2023, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính 7% so với cùng kỳ. Đây là mức tăng thấp nhất trong 8 năm trở lại đây (loại trừ giai đoạn ảnh hưởng do Covid-19).
- Ngành bán lẻ không thiết yếu với các sản phẩm như tivi, điện thoại... cho thấy sự ảnh hưởng nặng nề nhất khi doanh số sụt giảm, một loạt các doanh nghiệp liên tục phải đóng cửa các cửa hàng.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

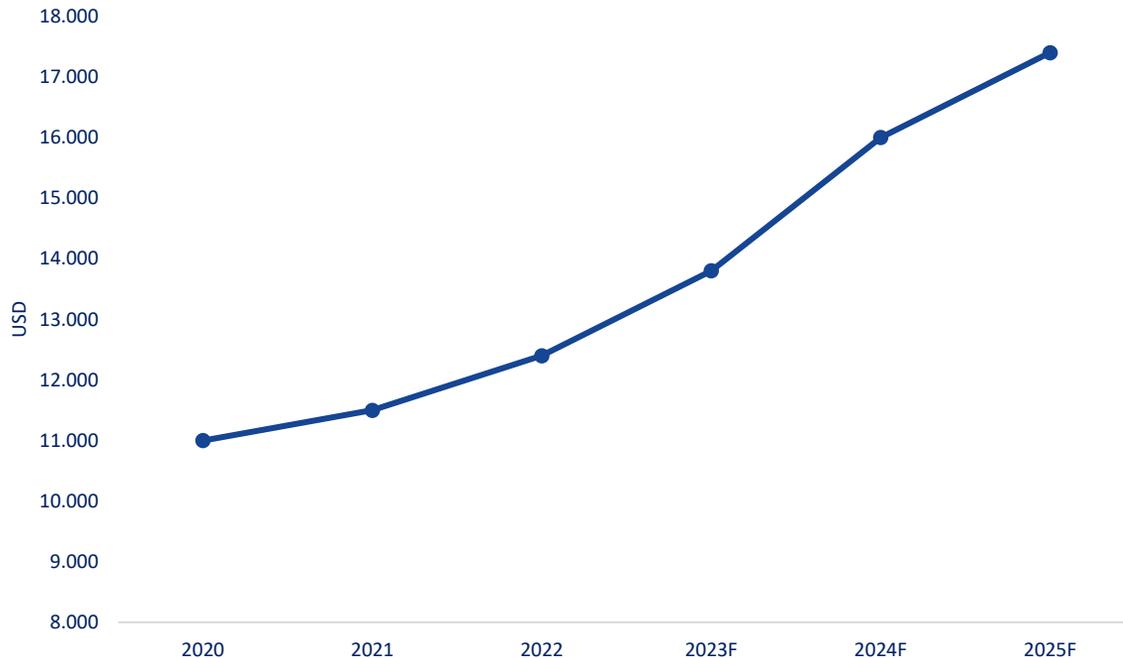
7. NGÀNH BÁN LẺ

Ngành bán lẻ vẫn có tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn

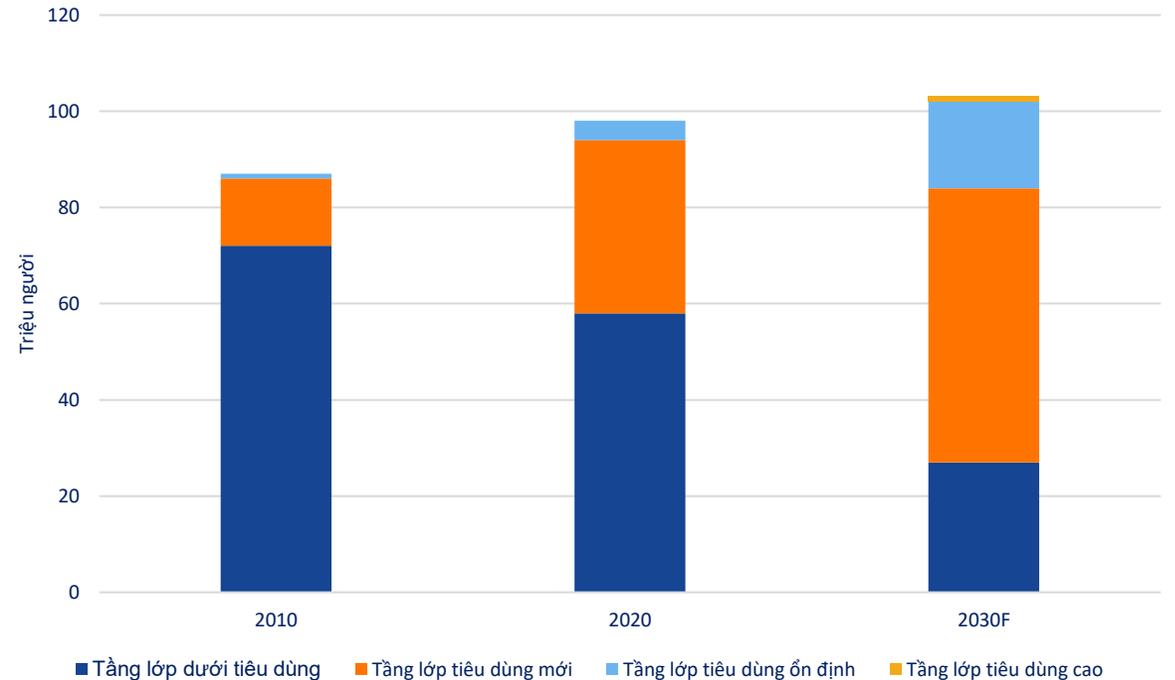
- Cơ cấu dân số vàng với 62% dân số đang trong độ tuổi lao động
- Quá trình đô thị hóa cho thấy những tiến bộ rõ rệt, tỷ lệ đô thị hóa đã tăng từ 30,5% năm 2010 lên 41,7% năm 2022. Dự báo sẽ tăng lên 46% trong năm 2036. Tầng lớp trung lưu đang hình thành ở Việt Nam chiếm 13% dân số năm 2022 và dự kiến sẽ lên đến 26% vào năm 2026.

=> Thúc đẩy tiêu dùng và là động lực cho ngành bán lẻ trong dài hạn. Đặc biệt đẩy mạnh chi tiêu không thiết yếu như hàng hóa xa xỉ phẩm, thiết bị thông minh, chăm sóc sắc đẹp, giải trí, ...

Thu nhập bình quân đầu người



Tầng lớp tiêu dùng Việt Nam



IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

7. NGÀNH BÁN LẺ

Tuy nhiên sẽ có sự phân hóa giữa các mảng khác nhau

Ngành bán lẻ ICT – giai đoạn bão hòa, cần tìm động lực mới

Sau giai đoạn tăng trưởng mạnh trong giai đoạn trước và trong Covid, ngành bán lẻ ICT đang bước vào giai đoạn bão hòa với sức mua thấp. Cuộc chiến về giá trong năm 2023 đã làm hầu hết các doanh nghiệp lớn như FPT shop, Thế giới di động... suy yếu. Chỉ tính riêng trong quý 4/2023, MWG dự kiến đóng gần 200 cửa hàng và tiếp tục tìm lời giải cho bài toán tối ưu chi phí.

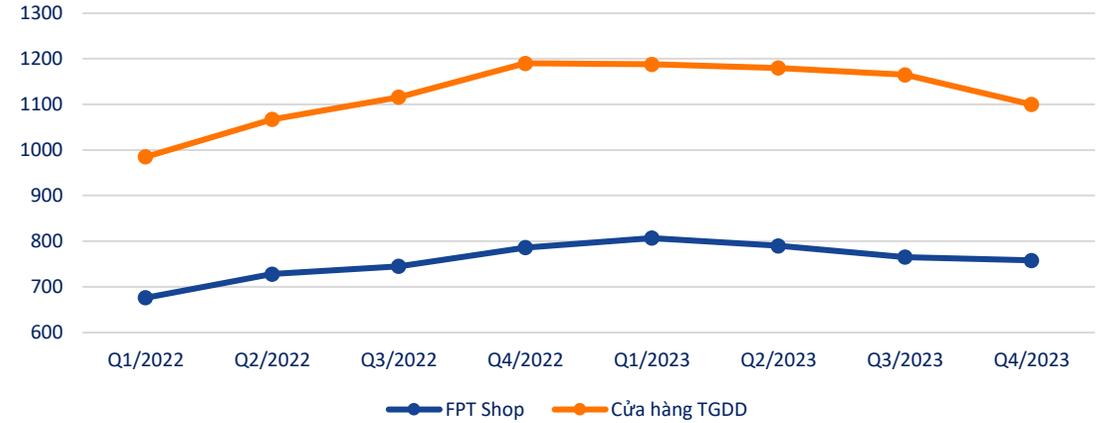
=> VFS cho rằng ngành hàng bán lẻ ICT sẽ còn tiếp tục ảm đạm và chỉ có thể phục hồi nhẹ trong năm 2024. Các doanh nghiệp cần phải tìm một hướng đi mới để duy trì sự tăng trưởng.

Ngành bán lẻ dược phẩm – non trẻ và nhiều tiềm năng

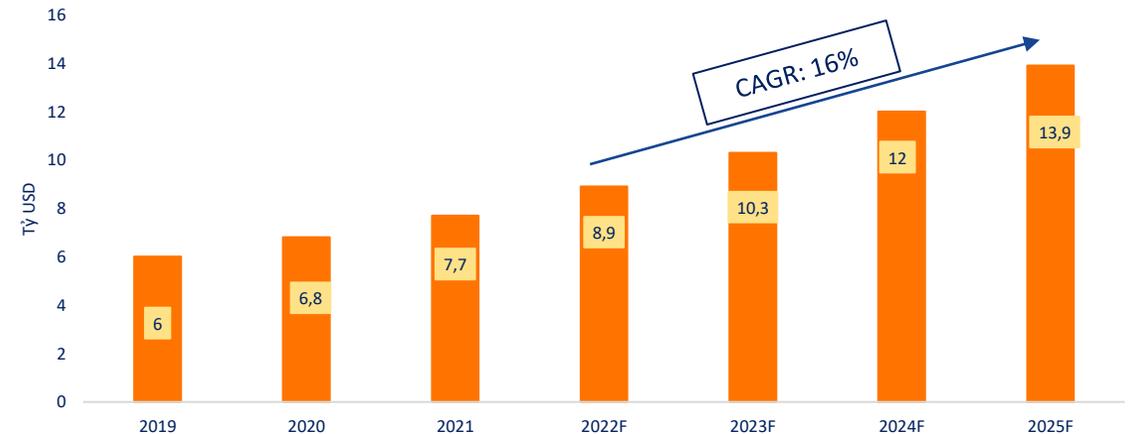
Theo World Bank, quá trình già hóa dân số sẽ diễn ra trong thời gian rất ngắn, dự kiến đang già hóa nhanh chóng và sẽ hoàn tất trước năm 2040 dẫn tới nhu cầu chăm sóc sức khỏe ngày càng tăng. Trung bình mỗi người: Trên 65 tuổi mắc ít nhất 3 bệnh Trên 80 tuổi mắc ít nhất 6.9 bệnh.

=> Nhu cầu chăm sóc sức khỏe sẽ ngày càng tăng khi thu nhập người dân tăng lên và dân số đang già đi, vì thế động lực tăng trưởng LN ngành đến từ khả năng quản trị chất lượng, mở mới cửa hàng và kiểm soát chi phí bán hàng của các chuỗi bán lẻ dược phẩm.

Số cửa hàng FPT shop và TGDD sụt giảm



Giá trị thị trường bán lẻ (tỷ USD)

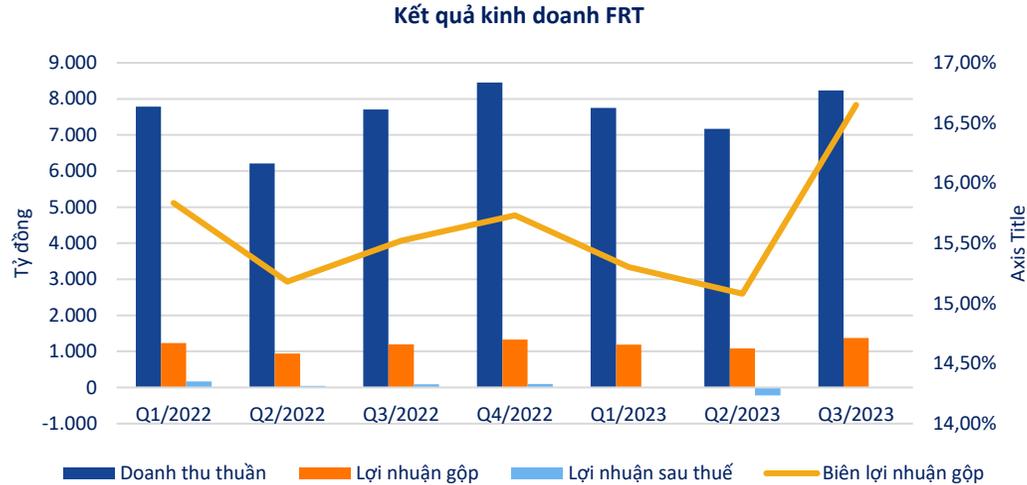


Nguồn: VFS tổng hợp

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

7. NGÀNH BÁN LẺ

Cập nhật kết quả kinh doanh 9T2023



- Kết quả kinh doanh FRT

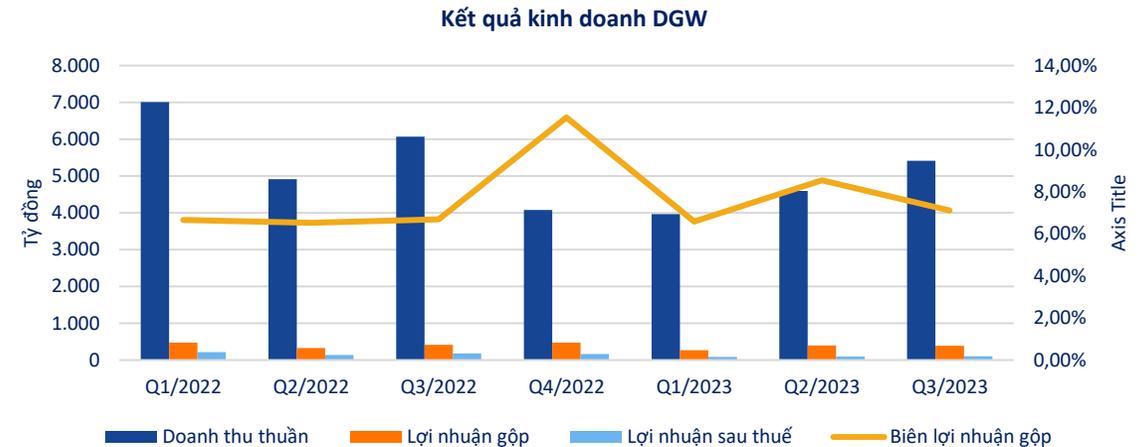
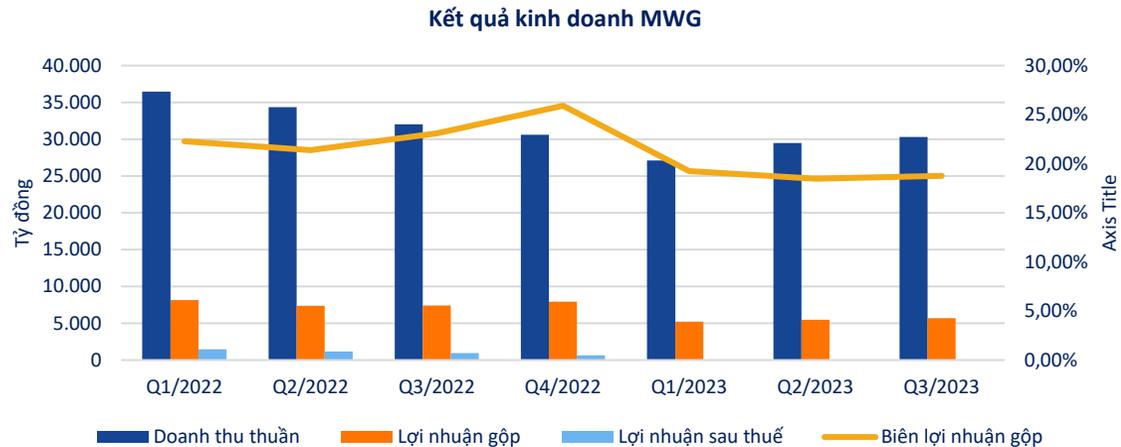
+ Quý 3/2023, FRT lần lượt đạt 8.235 tỷ DT và -21 tỷ LNST (cùng kỳ lãi 84 tỷ). Doanh thu tăng do việc mở rộng nhà thuốc giúp duy trì có lãi, lợi nhuận giảm do những khó khăn đến từ mảng ICT.

- Kết quả kinh doanh MWG

+ Quý 3/2023, MWG lần lượt đạt 30.278 tỷ DT và 38,8 tỷ LNST. Lợi nhuận sau thuế tiếp tục giảm mạnh so với cùng kỳ năm 2022 nhưng đã có sự hồi phục rõ rệt so với các quý trước do cuộc chiến về giá kết thúc giúp biên lợi nhuận hồi phục.

- Kết quả kinh doanh quý 3 DGW

+ Quý 3/2023, DGW lần lượt đạt 5.413 tỷ DT (-11%yoy) và 102 tỷ LNST (-43%yoy). Trong đó, đối với ngành hàng máy tính xách tay có sự khả thi khi mùa quý 3 là mùa cao điểm do học sinh khai giảng trở lại. Trong khi đó, đối với mảng điện thoại lại trầm lắng hơn do nhu cầu sẽ dồn nén cho quý 4 đợi sản phẩm mới.



IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

FRT

CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT

Giá hiện tại	98.100 VNĐ
Thị giá vốn	13.474 tỷ
CP tự do	136,24 triệu
EPS	-1,102
P/E	-89

Kết quả kinh doanh



P/B Đơn vị: Làn



Kết quả kinh doanh

9T2023, doanh thu thuần và lỗ ròng lần lượt là 23,1 nghìn tỷ đồng (tăng 7% svck) và -226 tỷ đồng (so với lợi nhuận ròng là 301 tỷ đồng trong 9T2022). Trong đó, doanh thu mảng ICT giảm 20%yoy do tình hình khó khăn chung, doanh thu mảng dược phẩm tăng nhờ việc liên tục mở mới cửa hàng. Điểm tích cực là doanh thu mảng ICT quý 3 đã có sự cải thiện so với quý 2 cho thấy sự hồi phục.

Điểm nhấn đầu tư

- **Mảng ICT hồi phục nhẹ từ mức nền thấp năm 2023:** mảng ICT là mảng đã bão hòa tuy nhiên từ mức nền thấp trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng sẽ có sự phục hồi nhẹ trong mảng này khi cuộc chiến giá rẻ kết thúc giúp FRT cải thiện được biên lợi nhuận. Bên cạnh đó, FPT Shop đã đưa thêm các sản phẩm gia dụng vào các cửa hàng hiện hữu nhằm tăng số lượng mặt hàng phục vụ khách hàng cũng sẽ giúp tăng doanh thu và cải thiện biên lợi nhuận.
- **Động lực chính đến từ Long Châu – khát vọng dẫn đầu ngành bán lẻ dược phẩm:** FRT vẫn đang liên tục đẩy mạnh việc mở rộng các cửa hàng mới. Với các lợi thế sẵn có, chúng tôi kỳ vọng FRT sẽ tiếp tục dẫn đầu và tiếp tục đứng vị trí số 1 so với các đối thủ trong ngành bán lẻ dược phẩm tại Việt Nam khi tìm ra công thức có lãi.

Rủi ro

- Việc liên tục mở mới các cửa hàng Long Châu có thể gây khó khăn trong việc quản trị, tăng thêm chi phí làm giảm biên lợi nhuận.
- Định giá vẫn đang duy trì ở mức cao khi P/B vẫn đang duy trì ở mức 5 – 7.

Định giá

Ước tính năm 2023, FRT sẽ ghi nhận **38 nghìn tỷ doanh thu (+22% YoY)** và **-180 tỷ LNST** mảng ICT hồi phục và mảng dược phẩm tiếp tục tăng trưởng.

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **130.000 VND/cổ phiếu**.

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

8. NGÀNH NGÂN HÀNG

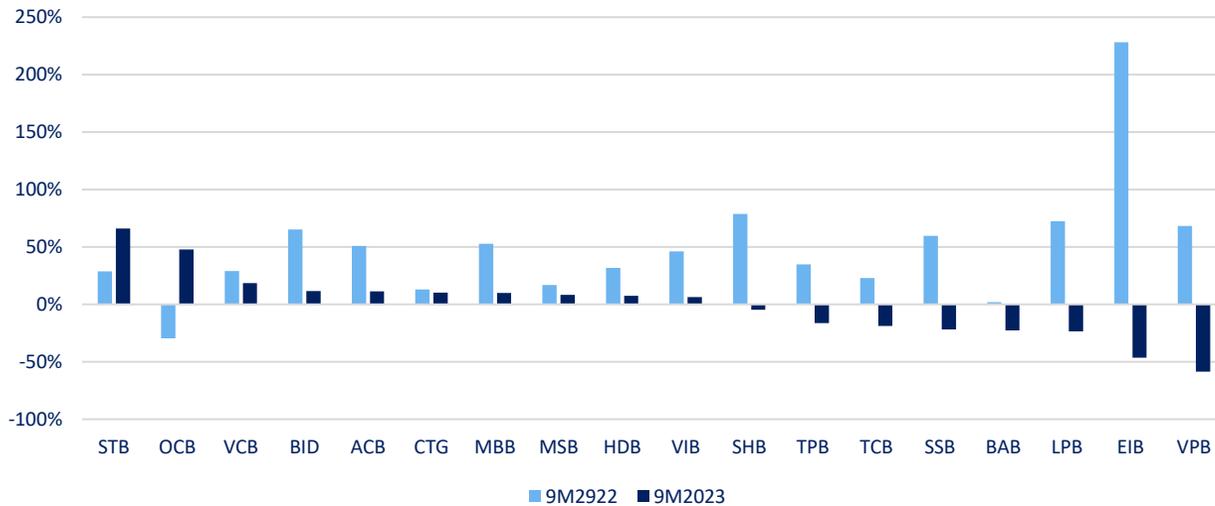
Cập nhật kết quả hoạt động kinh doanh Q3/2023: Tăng trưởng toàn ngành giảm tốc, diễn biến phân hóa giữa các ngân hàng trong hệ thống

Tổng thu nhập hoạt động các ngân hàng niêm yết 9 tháng đầu năm ghi nhận tăng nhẹ 2,1% svck, giảm tốc so với năm 2022 (năm 2022 tăng 22%) nhờ thu nhập từ lãi thuần tăng 3,7% mặc dù NIM thu hẹp trong khi đó lãi thuần từ hoạt động giảm nhẹ 0,8% so với cùng kỳ chủ yếu do hoạt động bảo hiểm gặp nhiều sai phạm và được bù đắp nhờ hoạt động thanh toán vẫn tăng trưởng mạnh mẽ.

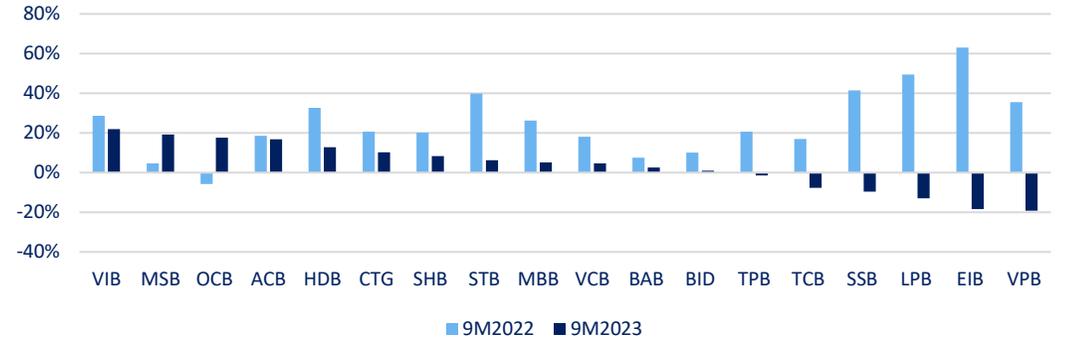
Chi phí hoạt động 9 tháng đầu năm tăng từ 31,6% lên 32,9% do tốc độ tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động suy yếu.

Chi phí hoạt động tăng và chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng tăng trong bối cảnh nợ xấu hệ thống tăng mạnh khiến **lợi nhuận sau thuế 9 tháng đầu năm giảm nhẹ 1,9% svck (năm 2022 tăng 39,9%)**

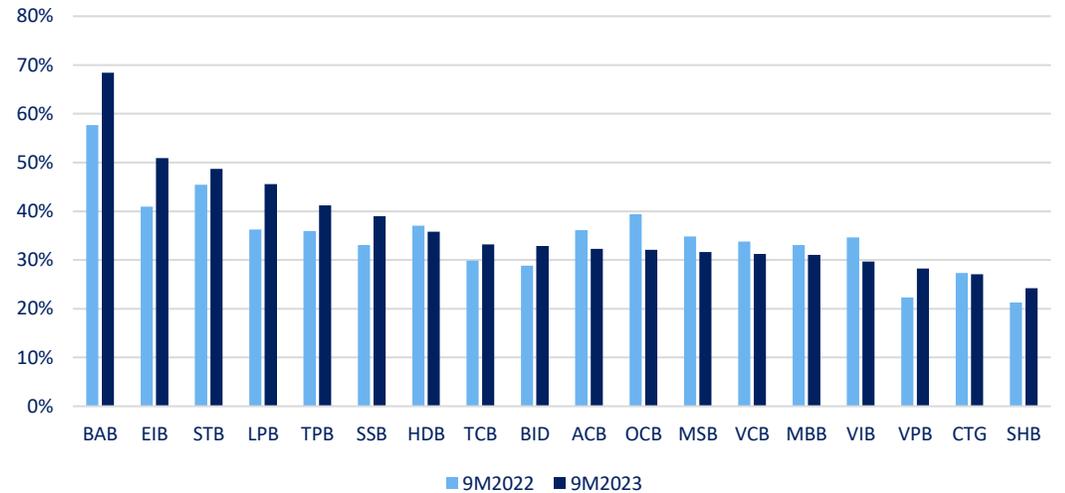
Tăng trưởng LNST 9 tháng đầu năm



Tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động 9 tháng đầu năm svck



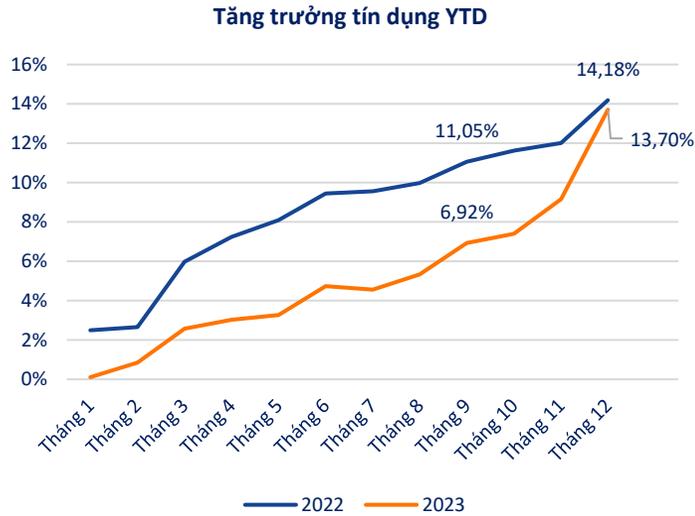
Chi phí hoạt động (CIR) 9 tháng đầu năm



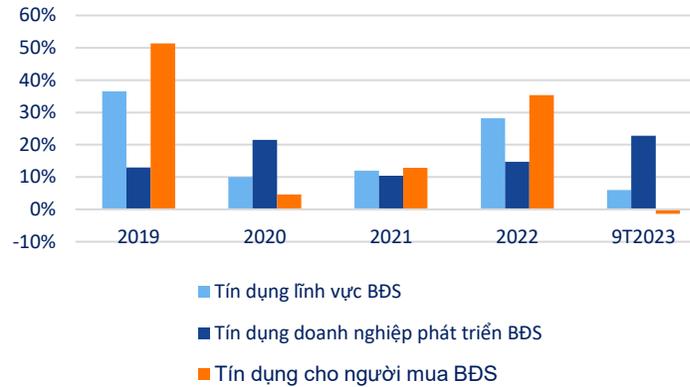
IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

8. NGÀNH NGÂN HÀNG

Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng hồi phục từ mức nền thấp



Tín dụng lĩnh vực BĐS (chiếm hơn 20% tổng dư nợ) tăng trưởng yếu so với các năm trước đó do tín dụng cho người mua BĐS (chiếm khoảng 65% dư nợ lĩnh vực BĐS) tăng trưởng âm 9 tháng đầu năm



Theo NHNN, tăng trưởng tín dụng 9 tháng đầu năm 2023 đạt 6,9% YTD, thấp hơn nhiều so với cùng kỳ năm trước do tăng trưởng kinh tế không như kỳ vọng và môi trường lãi suất cho vay đã giảm nhưng vẫn neo ở vùng cao. Trong đó, động lực tăng trưởng đến từ tín dụng doanh nghiệp trong bối cảnh tín dụng bán lẻ suy yếu do nhu cầu vay tiêu dùng, niềm tin suy giảm, đặc biệt là tín dụng mua nhà giảm sút. Tuy nhiên theo báo cáo tính đến cuối năm 2023, tăng trưởng tín dụng vẫn bật tăng mạnh trong 2 tháng cuối năm, ghi nhận tăng 13,7% cho cả năm 2023. Chúng tôi đánh giá động lực cho tăng trưởng tín dụng 2 tháng đầu năm đến từ (1) Yếu tố mùa vụ, dịp Lễ Tết, (2) Giải ngân đầu tư công về đích và (3) Nỗ lực từ các cơ quan chức năng.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng năm 2024 có thể đạt 14%, cao hơn năm 2023 nhưng thấp hơn mục tiêu của NHNN do sức khỏe nền kinh tế hồi phục chưa quá mạnh. Trong đó các nhóm ngành được ưu tiên như sản xuất, xuất khẩu, nông nghiệp..., xây dựng và VLXD nhờ động lực từ giải ngân đầu tư công sẽ là động lực cho tăng trưởng tín dụng.

Đối với nhóm tín dụng bất động sản, đây vốn chiếm hơn 20% dư nợ toàn nền kinh tế vì vậy tốc độ tăng trưởng của nhóm này giảm tốc trong năm 2023 (chủ yếu là do tín dụng người mua BĐS tăng trưởng âm 9 tháng đầu năm) là một trong những nguyên nhân khiến tăng trưởng tín dụng không đạt được mục tiêu đề ra. **Trong năm 2024, quan điểm của chúng tôi đối với nhóm này không quá tích cực tuy nhiên vẫn kỳ vọng có thể cải thiện so với mức nền thấp 2023 nhờ:**

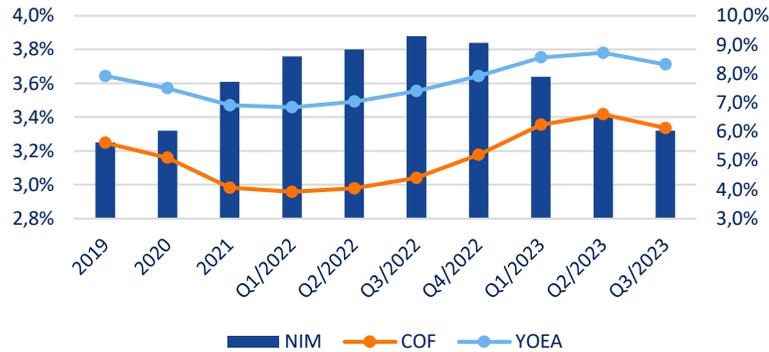
- Mặc dù đang trải qua giai đoạn khủng hoảng nhưng theo khảo sát từ một số website bất động sản cho thấy 65% có dự định mua nhà trong năm tới và 70% khảo sát dự định mua nhà khi lãi suất trở nên dễ chịu hơn. Như vậy thanh khoản thị trường bất động sản ảm đảm chủ yếu do các vấn đề liên quan đến pháp lý và niềm tin đối với chủ đầu tư thay vì nhu cầu mua sụt giảm. **Vì vậy chúng tôi kỳ vọng khi lãi suất cho vay mua nhà giảm về mức hấp dẫn hơn sẽ tạo động lực cho nhu cầu vay mua nhà, mặc dù khó ghi nhận đột biến do thị trường bất động sản vẫn đang trong giai đoạn chưa thoát đáy**
- Lượng trái phiếu doanh nghiệp bất động sản đáo hạn cao kỷ lục vì vậy nhu cầu tái cấp vốn của các doanh nghiệp phát triển bất động sản sẽ tiếp tục gia tăng**

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

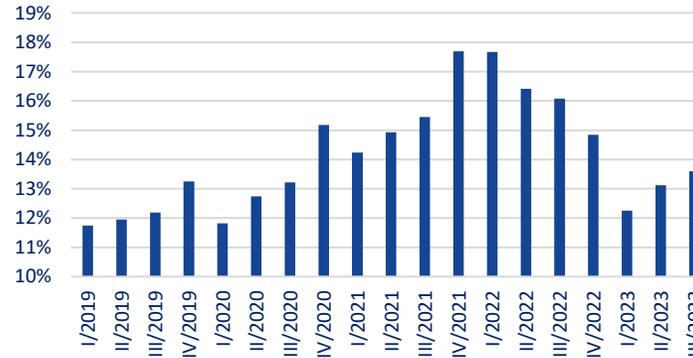
8. NGÀNH NGÂN HÀNG

NIM đang tạo đáy trong quý 3/2023, kỳ vọng bắt đầu cải thiện trong quý 1/2024

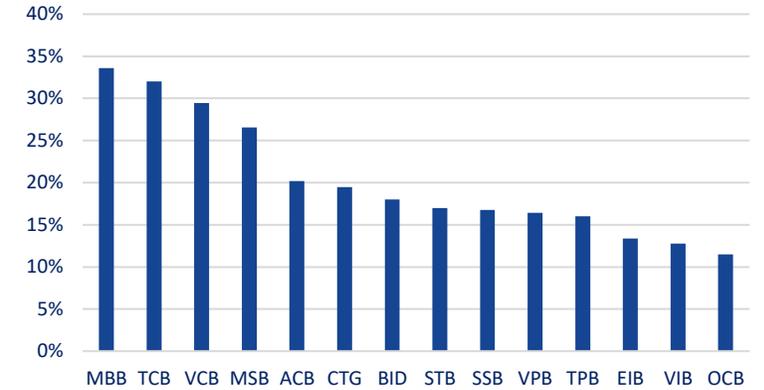
Biên lãi thuần (NIM) đang tạo đáy, chi phí vốn (COF) bắt đầu xu hướng giảm từ quý 3/2023



Tỷ lệ CASA bình quân các ngân hàng niêm yết tạo đáy từ quý 1/2023



Tỷ lệ CASA Q3/2023 một số ngân hàng niêm yết nổi bật

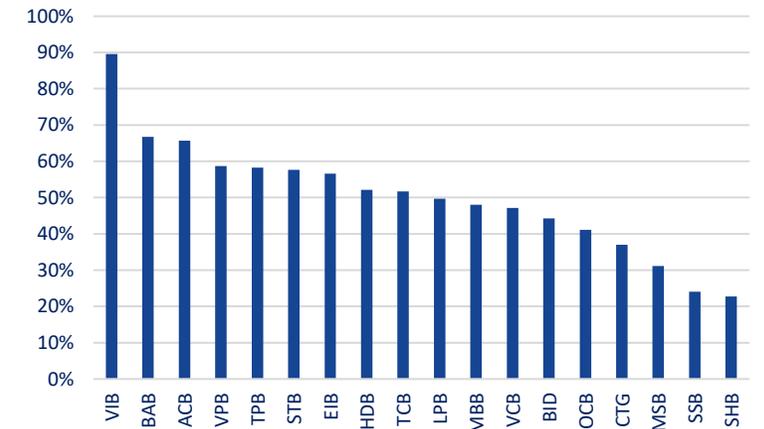


Xu hướng biên lãi thuần NIM thu hẹp kể từ đầu năm 2023 phản ánh đợt tăng lãi suất kéo dài từ cuối tháng 9/2022 đến giữa tháng 3/2023. Mặc dù NIM tiếp tục giảm trong quý 3/2023 nhưng chi phí vốn (COF) và lợi suất tài sản sinh lãi (YOEA) đã có quý đầu tiên giảm nhẹ, bắt đầu phản ánh xu hướng giảm lãi suất của ngân hàng nhà nước kể từ giữa tháng 3. **Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ bắt đầu cải thiện và hồi phục từ quý 1/2024 nhờ:**

- (1) Chênh lệch giữa tốc độ giảm chi phí vốn và lợi suất tài sản sinh lãi (COF giảm nhanh hơn so với YOEA do lãi suất huy động giảm nhanh hơn lãi suất cho vay khoảng 6 – 12 tháng) sẽ giúp NIM mở rộng trong những quý tiếp theo
- (2) Tỷ lệ CASA tạo đáy quý 1/2023 và hồi phục nhẹ 2 quý gần đây. Chúng tôi kỳ vọng môi trường lãi suất tiền gửi có kỳ hạn giảm sức hấp dẫn sẽ hỗ trợ CASA cải thiện trong năm 2024

Tuy nhiên sẽ có sự phân hóa giữa các ngân hàng, chúng tôi đánh giá những ngân hàng có quy mô lớn, tỷ lệ CASA cao (MBB, TCB, VCB, MSB, ACB...) và tỷ lệ tín dụng cá nhân cao (BID, ACB, VPB, TPB, STB...) sẽ là những ngân hàng có lợi thế hồi phục NIM đầu tiên.

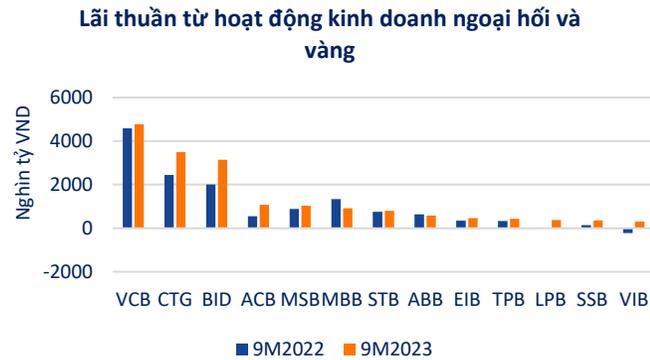
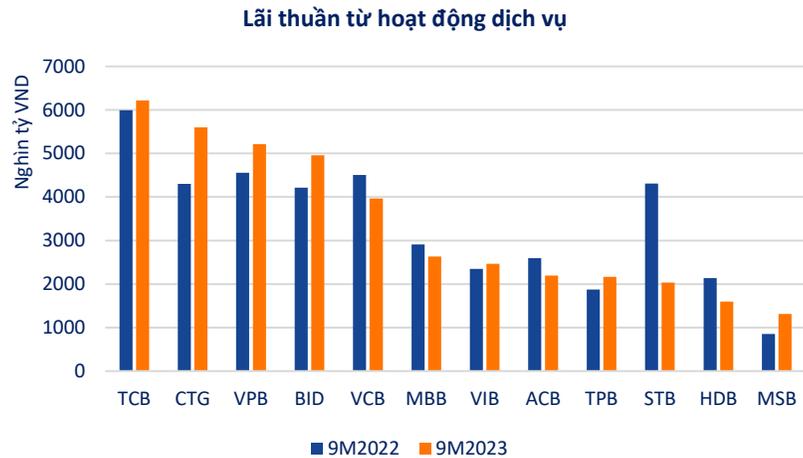
Tỷ lệ tín dụng cá nhân một số ngân hàng niêm yết 2022



IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

8. NGÀNH NGÂN HÀNG

Hoạt động thanh toán, ngân quỹ tiếp tục là động lực cho thu nhập ngoài lãi



Ngành bảo hiểm năm 2023: Lần đầu tiên doanh thu phí sụt giảm trong hàng chục năm

Chuyên mục: [Tài chính](#) | Tạp chí doanh nhân Việt Nam | 27/12 15:02

BHI 0.00% | MIG -1.89% | VNI 0.00% | ...

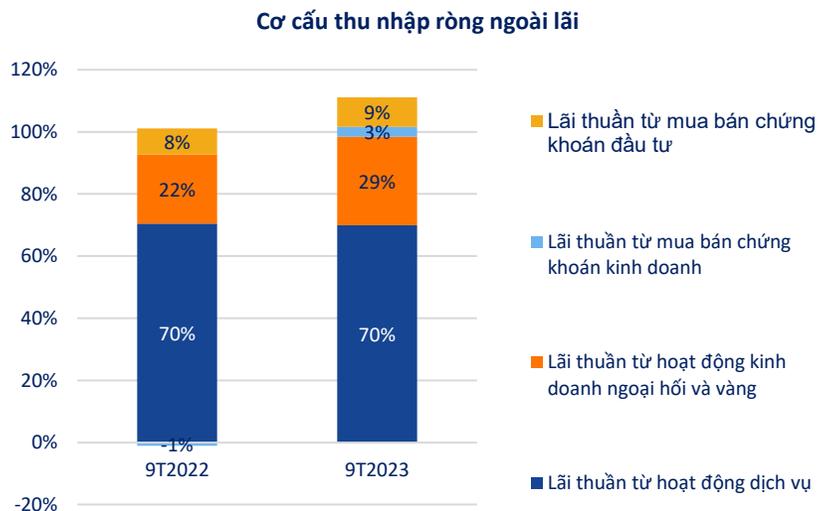
Ngành bảo hiểm, đặc biệt là bảo hiểm nhân thọ, đã trải qua một năm đầy sóng gió sau cuộc khủng hoảng niềm tin. Tuy vậy, tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn của thị trường bảo hiểm Việt Nam vẫn còn rất lớn.

Năm đáng buồn của bảo hiểm nhân thọ

Tác giả: Gia Linh | 08/11/2023 14:23

(ĐTCK) Năm nay có lẽ là một năm buồn của ngành bảo hiểm nhân thọ. Dù rất nỗ lực song doanh thu khai thác mới toàn ngành trong 9 tháng vẫn giảm mạnh so với cùng kỳ.

Số liệu của Tổng cục Thống kê cho thấy, 9 tháng đầu năm 2023, tổng doanh thu phí bảo hiểm ước đạt 165.500 tỷ đồng, giảm gần 7% so với cùng kỳ năm 2022. Trong đó, doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ ước đạt 113.400 tỷ đồng, giảm 10,7% so với cùng kỳ.



Thu nhập ròng ngoài lãi 9 tháng đầu năm 2023 tăng 11,1% so với cùng kỳ trong đó lãi thuần tăng trưởng mạnh mẽ từ dịch vụ thanh toán, ngân quỹ, hoạt động kinh doanh ngoại hối và giao dịch trái phiếu chính phủ bù đắp sự sụt giảm đến từ lĩnh vực bảo hiểm do hàng loạt các bê bối liên quan đến hoạt động bán chéo sản phẩm của nhiều ngân hàng. **Chúng tôi đánh giá triển vọng thu nhập ròng ngoài lãi năm 2024 sẽ không quá năng động do:**

- **Hoạt động kinh doanh ngoại hối trong năm 2024 khó có thể giữ được sức nóng** do FED phát tín hiệu giảm lãi suất trong năm 2024 khiến đồng USD suy yếu và dự báo sẽ ít biến động hơn so với năm 2023.
- Các sai phạm hoạt động bảo hiểm đã ảnh hưởng đến niềm tin của người dân vì vậy **tốc độ hồi phục hoạt động bảo hiểm dự báo ở mức chậm**, phụ thuộc vào nỗ lực từ các cơ quan và hệ thống ngân hàng
- **Động lực sẽ tiếp tục đến từ hoạt động thanh toán, ngân quỹ duy trì tăng trưởng** nhờ xu hướng không dùng tiền mặt và đẩy mạnh chuyển đổi số vẫn còn nhiều dư địa phát triển khi tỷ lệ sử dụng các dịch vụ online ngân hàng vẫn thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực như Malaysia, Thái Lan, Indonesia...

Nguồn: VFS tổng hợp, FiinPro-X

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

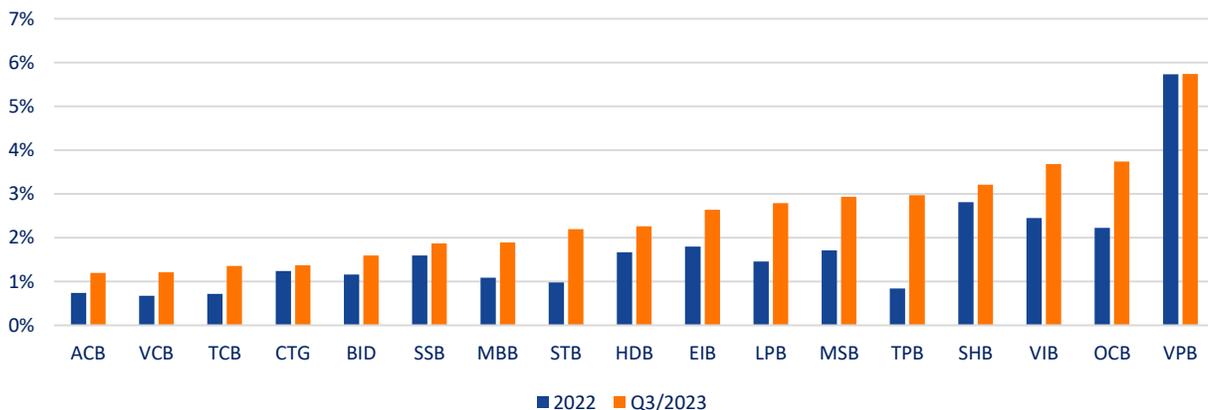
8. NGÀNH NGÂN HÀNG

Chất lượng tài sản là vấn đề trọng tâm

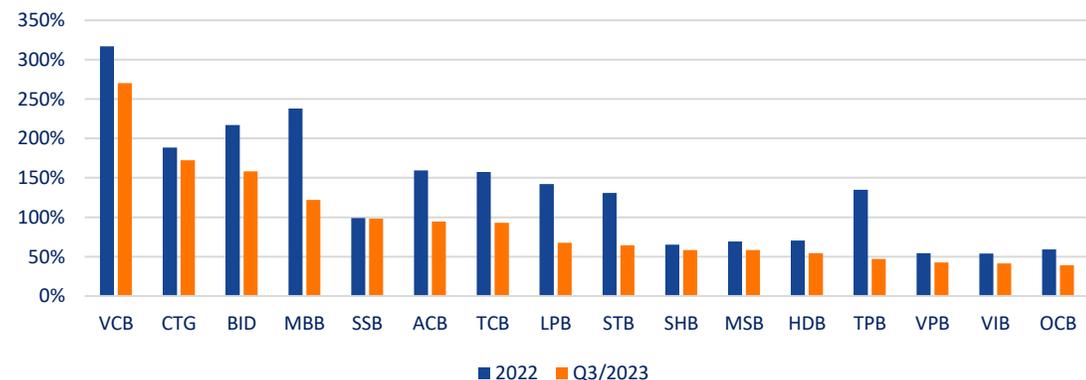
Chất lượng tài sản đang là vấn đề được quan tâm nhất thời điểm hiện tại của hệ thống ngân hàng khi tỷ lệ nợ xấu các ngân hàng niêm yết tăng mạnh từ 1,6% cuối năm 2022 lên 2,24% trong quý 3/2023; tương tự nợ nhóm 2 cũng ghi nhận tăng từ 1,86% lên 2,32%. Dự nợ tái cơ cấu theo thông tư 02 tính đến hết tháng 10/2023 đạt khoảng 159 nghìn tỷ, tương đương hơn 1,1% dự nợ toàn nền kinh tế. Như vậy con số nợ xấu tiềm ẩn thật sự còn có thể cao hơn nhiều. Chúng tôi nhận thấy tỷ lệ nợ xấu của nhiều ngân hàng đang ở mức đỉnh 5 năm gần nhất hoặc chỉ thấp hơn so với giai đoạn dịch Covid 19 căng thẳng. Điểm tích cực là chúng tôi nhận thấy nợ xấu đã có dấu hiệu tạo đáy trong quý 3 theo một số dữ liệu quý 4 công bố sớm của các ngân hàng. Bên cạnh đó nợ nhóm 2 cũng đã bắt đầu giảm trong quý 3 sau khi bật tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm. **Tuy nhiên chúng tôi đánh giá rủi ro nợ xấu có thể tăng trở lại trong năm 2024 và kết thúc năm sẽ không có quá nhiều khác biệt so với năm 2023 do:**

- (1) Tăng trưởng tín dụng khó giữ được tốc độ tăng trưởng như 2 tháng cuối năm** khi hiệu ứng mùa vụ kết thúc và các động lực tăng trưởng kinh tế chưa có nhiều chuyển biến rõ ràng
- (2) Thông tư 02 sẽ hết hạn vào giữa năm sau**, NHNN hiện đang cân nhắc việc kéo dài thông tư này
- (3) Thị trường bất động sản và TPDN hồi phục chậm.** Lượng trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn kỷ lục trong bối cảnh thị trường bất động sản dự báo chưa có nhiều đột phá trong năm sau

Tỷ lệ nợ xấu các ngân hàng niêm yết trên HOSE bật tăng mạnh trong 3 quý đầu năm 2023



Tỷ lệ trích lập dự phòng nợ xấu các ngân hàng niêm yết trên HOSE thu hẹp do chi phí trích lập dự phòng tăng chậm hơn tốc độ tăng của nợ xấu



IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

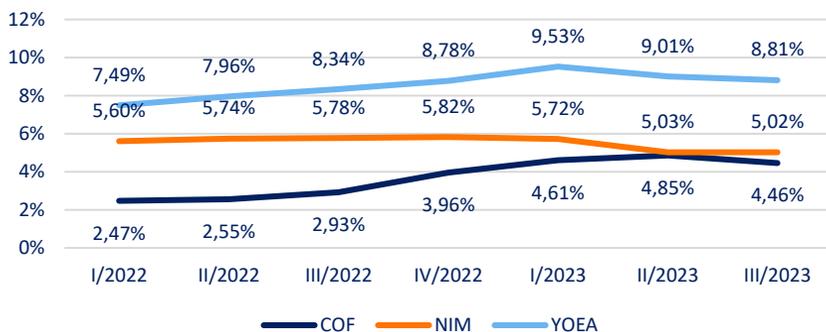
KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

MBB

NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI

Giá hiện tại	22.000
Vốn hóa	114.449 tỷ
CP tự do	55%
ROE	23,4%
P/B	1,3

Biên lãi thuần và chi phí vốn



P/B



Kết quả kinh doanh

Kết thúc quý 3/2023, MBB ghi nhận 12.065 tỷ tổng thu nhập hoạt động (+9,8% yoy) và 5.820 tỷ LNST (+15,6% yoy). Kết quả này cũng ghi nhận tăng trưởng so với quý 2 lần lượt 4,4% và 16,8%. Đây là một kết quả khá tích cực trong bối cảnh ngành ngân hàng (bao gồm các ngân hàng niêm yết) ghi nhận LNST giảm nhẹ 1,4% so với cùng kỳ

Điểm nhấn đầu tư

- **Kết quả hoạt động kinh doanh và tăng trưởng tín dụng khá tích cực so với xu hướng ngành chung.** Trong bối cảnh toàn ngành ghi nhận lợi nhuận sau thuế giảm nhẹ so với cùng kỳ, MBB vẫn ghi nhận tăng trưởng.
- **Chi phí vốn bắt đầu phản ánh xu hướng lãi suất giảm, kỳ vọng NIM tạo đáy.**
- **Chất lượng tài sản cần được theo dõi nhưng vẫn trong top đầu.** Tỷ lệ nợ xấu bật tăng trong quý 3 nhưng nợ nhóm 2 đã bắt đầu giảm và chúng tôi nhận thấy dấu hiệu tăng trưởng tín dụng chậm lại nhằm ưu tiên đảm bảo chất lượng tài sản của ban lãnh đạo khi sức khỏe nền kinh tế hồi phục chậm hơn dự kiến.

Rủi ro

- **Quá trình hồi phục NIM chậm lại do áp lực gia tăng nguồn vốn dài hạn**
- **Nợ xấu tiếp tục tăng mạnh và áp lực đáo hạn trái phiếu** (MBB có tỷ lệ trái phiếu doanh nghiệp cao top đầu hệ thống)

Định giá

Ước tính năm 2024, MBB sẽ ghi nhận 23.000 tỷ LNST

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **27.000 VND/cổ phiếu.**

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

6. CẢNG – VẬN TẢI BIỂN: TRÊN CON ĐƯỜNG PHỤC HỒI

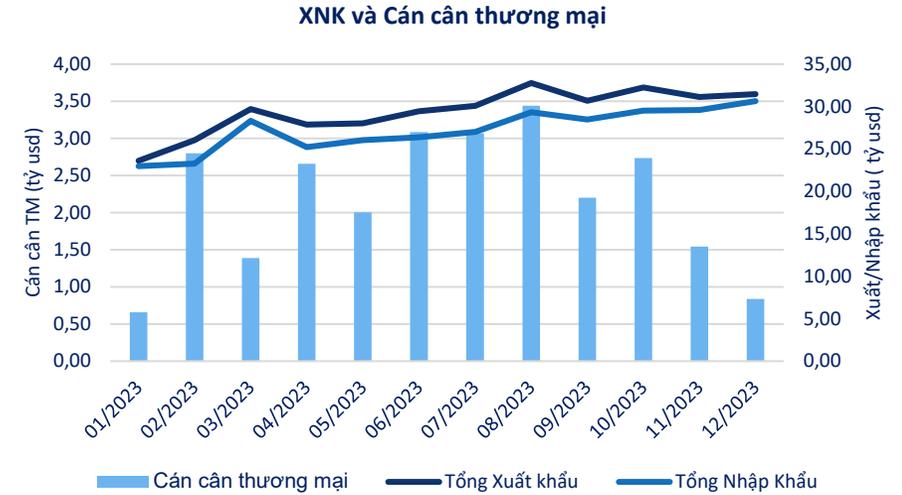
a. Tổng quan ngành cảng – vận tải biển 2023: Từ đáy đi lên

Áp lực đến từ phía cầu đã dần tan ra

- **Xuất nhập khẩu cho thấy dấu hiệu tạo đáy.** Theo khảo sát PMI, lượng đơn đặt hàng mới ở các thị trường xuất khẩu đã tăng trở lại sau 5 tháng đầu năm 2023, dù nhìn chung nhu cầu vẫn còn yếu. Việc xuất khẩu giảm trực tiếp ảnh hưởng tới việc nhập khẩu các nguyên liệu đầu vào, dẫn tới hoạt động nhập khẩu hàng dệt may, thiết bị điện, máy móc cũng giảm. Tuy nhiên, hoạt động xuất nhập khẩu hàng tháng đã được cải thiện liên tục kể từ tháng 5 với 50 tỷ USD lên 60,8 tỷ USD trong tháng 12/2023
 - Đối mặt với sản lượng xuất khẩu giảm từ các ngành, tổng sản lượng container thông quan của Việt Nam cũng giảm 2 quý đầu năm. Tuy nhiên, có dấu hiệu phục hồi nhẹ trong Q3 khi tăng 2.6%. Điều này cũng khiến cho **cả năm 2023, lượng hàng container ước đạt 24,7 triệu TEUs, bằng với cùng kỳ năm trước.**
- **Tín hiệu cải thiện rõ rệt từ giữa năm 2023** do thị trường nội Á như Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản – những đất nước không bị chịu ảnh hưởng quá nặng bởi lạm phát chiếm phần trăm tỷ trọng cao đã đóng góp mạnh mẽ.

Giá cước biến động mạnh do mặc dù cung tăng nhưng căng thẳng địa chính trị lại leo thang

- Theo Alphaliner, số lượng đơn đóng tàu mới tăng mạnh khiến tỷ lệ đặt hàng trên công suất toàn thị trường liên tục tăng trong giai đoạn 2021-2022, từ mức 10.4% lên mức đỉnh 29% vào tháng 3/2023. Điều này khiến cho việc dư cung đã tác động tiêu cực lên giá cước vận tải.
- Bên cạnh đó, tình hình căng thẳng tại Biển Đỏ và Kênh đào Suez vẫn chưa có dấu hiệu lắng dịu. Đối với những biến động này có thể gây ra tình trạng gián đoạn và đình trệ đối với ngành vận tải biển, khiến cho giá cước tăng mạnh đột ngột từ tháng 12/2023. Điều này đối với doanh nghiệp logistics ngành vận tải lại là điều tích cực trong ngắn hạn.



IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

6. CẢNG – VẬN TẢI BIỂN: TRÊN CON ĐƯỜNG PHỤC HỒI

b. Triển vọng năm 2024 – Trên con đường phục hồi

Nhu cầu hàng hóa quay trở lại

- **2 thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam là Mỹ và Châu Âu phục hồi sau cuộc chiến lạm phát.** Lượng hàng tồn kho kinh doanh hàng tháng của 2 khu vực này đã giảm mạnh do người dân thắt chặt chi tiêu khi lạm phát liên tục tạo đỉnh ở Châu Âu. Tuy nhiên, dấu hiệu tích cực đã xuất hiện khi FED đã đưa ra lời hứa hạ lãi suất cũng như tỷ lệ lạm phát của Eurozone tháng 10/2023 giảm xuống mức thấp 2,9% nhất kể từ tháng 7/2021 và có thể xuống mức dưới 2% vào 2025.
- **Mối quan hệ Việt Nam – Hoa Kỳ** được nâng lên đối tác chiến lược toàn diện, tạo điều kiện mở cửa hơn nữa thị trường cho hàng hóa và dịch vụ hai nước, các chính sách kinh tế và thương mại hỗ trợ cũng như các biện pháp quản lý để đạt được mục tiêu này.

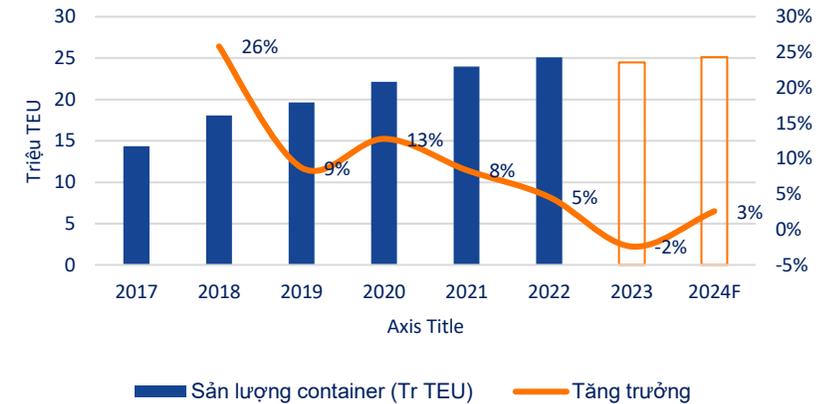
→ Với những tín hiệu tích cực này thì chúng tôi kỳ vọng năm 2023 sản lượng container chỉ giảm 2% svck. Cho năm 2024, lượng hàng hóa phục vụ kinh doanh cho 2 khu vực này sẽ là động lực chính giúp cho sản lượng container có thể phục hồi và đạt mức tăng trưởng 3% svck.

Cước vận tải biển phục hồi và duy trì ổn định

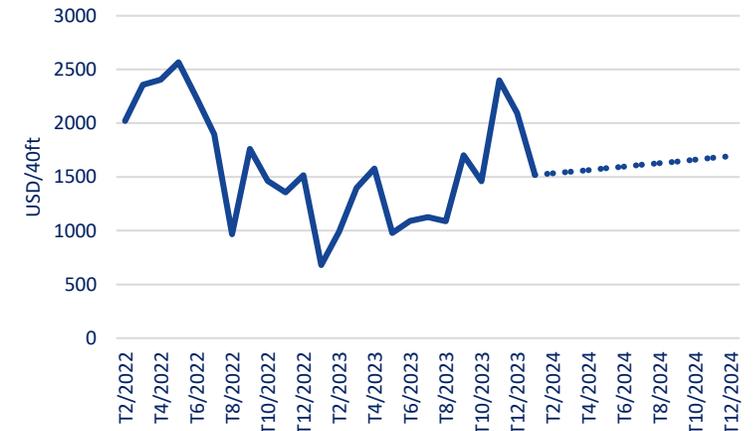
- **Giá cước vận tải thế giới sẽ tiếp tục có thể có những biến động** khi mà tình hình căng thẳng tại các mắt xích quan trọng là Biển Đỏ và Kênh đào Suez vẫn kéo dài.
- Tuy nhiên, **giá cước vận tải tại Việt Nam có thể sẽ phục hồi nhưng không tăng mạnh** khi số lượng tàu container gia nhập thị trường dự kiến sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong năm 2024 (HAH dự kiến sẽ đón 2 tàu trọng tải 1,800 TEU), áp lực cạnh tranh sẽ càng gay gắt.

→ Dự kiến, giá cước container nội địa, sau giảm 35% svck trong năm 2023, có thể phục hồi khoảng 10% svck trong năm 2024. Giá cước tiếp tục ở mức thấp có thể hạn chế đơn đặt hàng mới và giảm tỷ lệ đặt hàng/công suất, giúp giảm tình trạng dư cung trong năm 2024

Sản lượng container qua các cảng biển sẽ phục hồi nhẹ trong năm 2024



Giá cước vận tải biển thế giới



Nguồn: Vinamarine, VFS tổng hợp

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

6. CẢNG – VẬN TẢI BIỂN: TRÊN CON ĐƯỜNG PHỤC HỒI

b. Tiềm năng tăng trưởng vẫn còn – các dự án được mở rộng triển khai

Xu hướng dịch chuyển sang các cảng nước sâu

- Cảng Cái Mép – Thị Vải đang được quy hoạch nhằm phát triển và tiếp cận những tàu có trọng tải lớn từ 80.000 -250.000 DWT. Tiếp tục giữ vị trí cao trên bảng xếp hạng những cảng biển lớn trên thế giới.
- Cảng Gemalink đã thành công đón tàu Tampa Triumph có chiều dài 366m, trọng tải 14.770 TEU của hãng Evergreen, kết nối hàng hóa từ châu Á đến Bờ Đông nước Mỹ.

Các dự án được mở rộng đặc biệt tại khu vực cảng Hải Phòng:

- Cảng Hải Phòng có tiềm năng tăng trưởng cực kỳ lớn khi (1) nhận được lượng vốn FDI dồi dào, cùng với đó là (2) hệ thống KCN lớn và tầm cỡ, tạo dư địa đầu tư và khai thác. Bên cạnh đó, (3) là 1 thành phố lớn với hệ thống giao thông hạ tầng logistics tốt, khả năng kết nối cao đã khiến cho Hải Phòng luôn đi đầu cả nước trong lĩnh vực này.

Các dự án cảng đang được triển khai tại Hải Phòng

Dự án	Công ty triển khai	Vốn đầu tư	Công suất dự kiến	Thời gian đưa vào khai thác
Bến container số 3,4 tại Lạch Huyện	CTCP Cảng Hải Phòng (PHP)	7.000 tỷ đồng	1,1 triệu TEU/năm	Q4/2024
Bến 5,6 Lạch Huyện	CTCP Hateno	8.900 tỷ đồng	N/a (sức tải tàu 18.000 - 20.000 TEUS)	2024
Nam Đình Vũ GĐ2,3	CTCP Gemadept (GMD)	300 triệu USD (GĐ 1) GĐ 2: N.a	1,5 triệu TEU/năm GĐ1 2 triệu TEU/năm GĐ2	05/2023 (GĐ2) 2025 (GDD3)

Công trường xây dựng bến cảng 3,4,5,6 Lạch Huyện cuối năm 2023



KHUYẾN NGHỊ: MUA

GMD

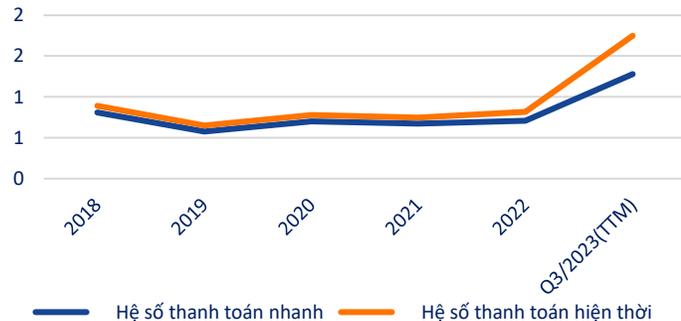
CTCP Gemadept

Thị giá vốn	21.412, 90 tỷ đồng
CP tự do	275,31 triệu cổ phiếu
EPS	7.605
P/E	9,2

Hoạt động kinh doanh GMD



Chỉ số thanh toán của GMD



Nguồn: FinPro, VFS tổng hợp

Kết quả kinh doanh

GMD ghi nhận doanh thu 3Q2023 998 tỷ VND (+1% yoy). Trong đó, hoạt động khai thác cảng vẫn đóng vai trò là mảng kinh doanh cốt lõi với 780 tỷ VND, đóng góp 78% cho tổng doanh thu GMD.

Lũy kế 9 tháng đầu năm, Gemadept ghi nhận doanh thu 2,812 tỷ VND (-1% yoy), LNST ghi nhận 2,310 tỷ VND (+145%yoy). Với doanh thu và lợi nhuận này GMD lần lượt đạt 71,7%, 231,8% kế hoạch đã đưa ra.

Điểm nhấn đầu tư

- Kim ngạch XNK được dự kiến tăng nhờ động lực đến từ thị trường Châu Âu, và Mỹ
- Giá dịch vụ các cảng kỳ vọng sẽ tăng với mức thấp từ 5-7% đặc biệt khi GMD chủ yếu là cảng nước sâu
- Các tuyến tàu mới được mở rộng và khai thác thêm như: tuyến dịch vụ TPA của Evergreen cập cảng Gemalink, tuyến Kaguya của MSC cập cảng Nam Đình Vũ
- Dự án Nam Đình Vũ GĐ 2 và GĐ 3 được kỳ vọng sẽ tăng lên đến công suất 2 triệu TEU/năm và bắt đầu đi vào hoạt động từ 2023 GĐ 1 và GĐ 2 kỳ vọng hoạt động năm 2025
- Dự án Gemalink 2 đang hoàn thành các thủ tục liên quan xin cấp phép mở rộng quy mô, kéo dài cầu tàu lên 1.5km, thu xếp vốn để triển khai xây dựng, sẵn sàng đưa giai đoạn 2 vào khai thác từ 2025.

Định giá

Năm 2023, doanh thu hợp nhất ước đạt 3.920 tỷ đồng, đạt 100% kế hoạch năm, tăng 5% yoy. LN hợp nhất trước thuế đạt 3.450 tỷ đồng, vượt 264% mục tiêu 2023, tăng 185% yoy,

Ước tính cả năm 2024, PVS sẽ ghi nhận 4.530 tỷ Doanh thu, DT chủ yếu đến từ Cảng Nam Đình Vũ 2 đi và hoạt động sẽ nhanh chóng thay thế cho NHĐV. LNST đạt 1.179 tỷ đồng,

Ước tính giá hợp lý cổ phiếu khoảng **84.000 đồng**

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

TỔNG HỢP KHUYẾN NGHỊ

HHV

- Giá hiện tại: 15.4
- Giá mục tiêu: 20.5
- Giá cutloss: 14.5

HPG

- Giá hiện tại: 28
- Giá mục tiêu: 32
- Giá cutloss: 26.5

DHA

- Giá hiện tại: 49.9
- Giá mục tiêu: 57
- Giá cutloss: 47.5

KBC

- Giá hiện tại: 30.4
- Giá mục tiêu: 41
- Giá cutloss: 28

PVS

- Giá hiện tại: 36.9
- Giá mục tiêu: 46
- Giá cutloss: 33

VDS

- Giá hiện tại: 16.9
- Giá mục tiêu: 19
- Giá cutloss: 16

FRT

- Giá hiện tại: 108.5
- Giá mục tiêu: 130
- Giá cutloss: 97.8

MBB

- Giá hiện tại: 22.1
- Giá mục tiêu: 27
- Giá cutloss: 21

GMD

- Giá hiện tại: 70
- Giá mục tiêu: 84
- Giá cutloss: 67

© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Đặng Thu Hiền	Chuyên viên phân tích	hien.dang@vfs.com.vn
Nguyễn Anh Quân	Chuyên viên phân tích	quan.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Mai	Chuyên viên phân tích	mai.nguyen@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.