



BÁO CÁO THÁNG 12

**LẶNG GIÓ
CHỜ
SÓNG**

FIDT

FOCUS ON PERFORMANCE

*Phòng Nghiên cứu và Phân tích
Công ty CP FIDT*

Website: Fidt.vn

Email: support@fidt.vn

Mục lục

A. TRIỂN VỌNG KINH TẾ – VAI TRÒ CỦA CHÍNH SÁCH GIÚP KINH TẾ TẠO ĐÁY 3

THẾ GIỚI THÁNG 11: LÃI SUẤT FED TẠO ĐỈNH - TỶ GIÁ NGỪNG ÁP LỰC 3

VIỆT NAM: NỀN CHÍNH SÁCH HỖ TRỢ MẠNH TAY – KINH TẾ “HẠ CÁNH MỀM” 4

CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA - TIỀN TỆ NƠI LÒNG TỐI ĐA, HỖ TRỢ KINH TẾ SUY YẾU 4

ĐIỂM CHÍNH KINH TẾ VIỆT NAM: TĂNG TRƯỞNG CHỜ ĐỢI FDI VÀ ĐẦU TƯ CÔNG 6

FDI TĂNG TỐC CUỐI NĂM, TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC 2024 VỚI VỊ THẾ NGOẠI GIAO NÂNG CAO 6

ĐẦU TƯ CÔNG TĂNG TỐC 2 THÁNG CUỐI NĂM 7

SẢN XUẤT – XUẤT KHẨU HỒI PHỤC KHÔNG RÕ RÀNG, CHỜ ĐỢI TÍN HIỆU MỚI TOÀN CẦU 7

HOẠT ĐỘNG BÁN LẺ TIẾP ĐÀ TĂNG TRƯỞNG, TUY NHIÊN TRIỂN VỌNG KHÔNG CHẮC CHẮN 8

LUẬT BẤT ĐỘNG SẢN 9

LUẬT NHÀ Ở (SỬA ĐỔI) 9

LUẬT KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN (SỬA ĐỔI) 10

C. TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG 12

DATA THỊ TRƯỜNG 12

CHỈ SỐ VÀ THANH KHOẢN 12

HIỆU SUẤT NGÀNH VÀ CỔ PHIẾU 12

DIỄN BIẾN GIAO DỊCH CÁC KHỐI NHÀ ĐẦU TƯ 14

GIAO DỊCH KHỐI NGOẠI 15

DÒNG VỐN QUỐC TẾ 17

ĐỊNH GIÁ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 19

TRIỂN VỌNG LỢI NHUẬN 20

DỰ ĐẠ TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN TỪ NỀN THẤP Q4/2022 20

ĐỊNH GIÁ THỊ TRƯỜNG TƯƠNG ĐỐI RẺ 23

NHÓM NGÀNH ĐÁNG CHÚ Ý 23

THAM KHẢO ĐỊNH GIÁ P/B CÁC NHÓM NGÀNH 25

BẤT ĐỘNG SẢN 25

NGÂN HÀNG 26

CHỨNG KHOÁN 26

D. CÂU CHUYỆN ĐẦU TƯ 27

RỦI RO THỊ TRƯỜNG	27
CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ	28
HIỆU SUẤT CỦA DANH MỤC BÁO CÁO	29

D. CƠ HỘI ĐẦU TƯ **31**

NGÀNH ĐẦU TƯ CÔNG - CTCP ĐẦU TƯ HẠ TẦNG GIAO THÔNG ĐÈO CẢ - (HSX: HHV)	31
NGÀNH NGÂN HÀNG – NGÂN HÀNG TMCP KỸ THƯƠNG (HSX: TCB)	34
NGÀNH THỰC PHẨM VÀ ĐỒ UỐNG – CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (HSX: VNM)	38
NGÀNH XÂY LẮP ĐIỆN - CTCP TƯ VẤN XÂY DỰNG ĐIỆN 2 (HSX: TV2)	42

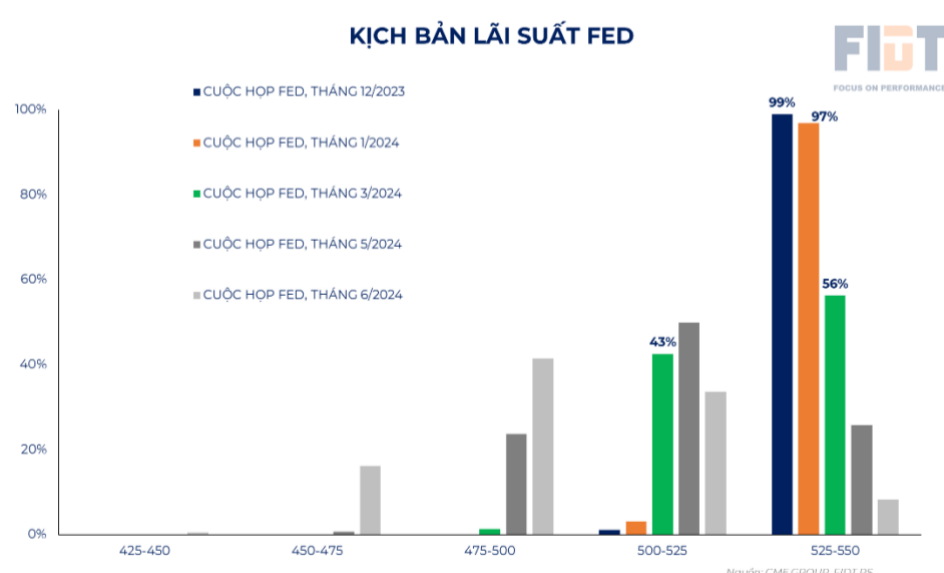
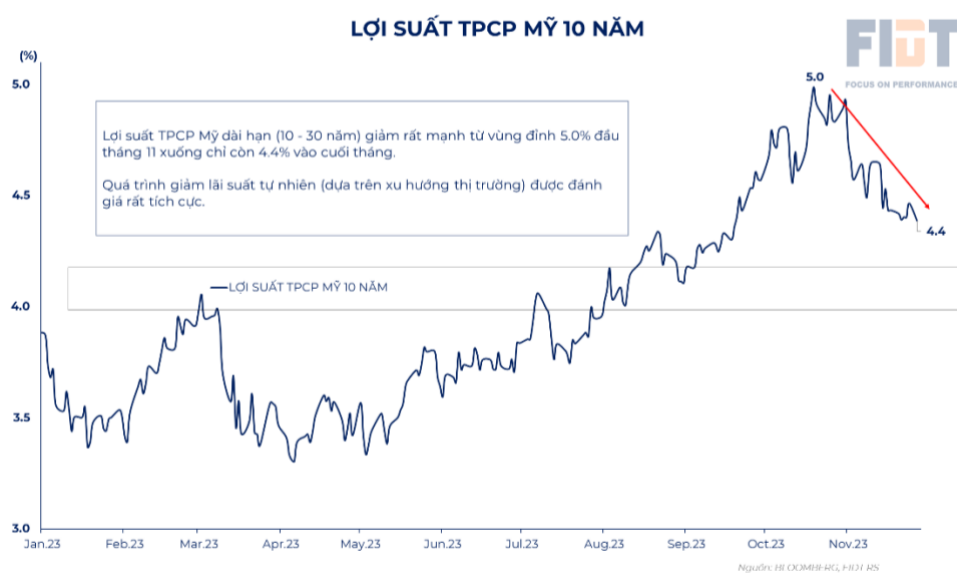
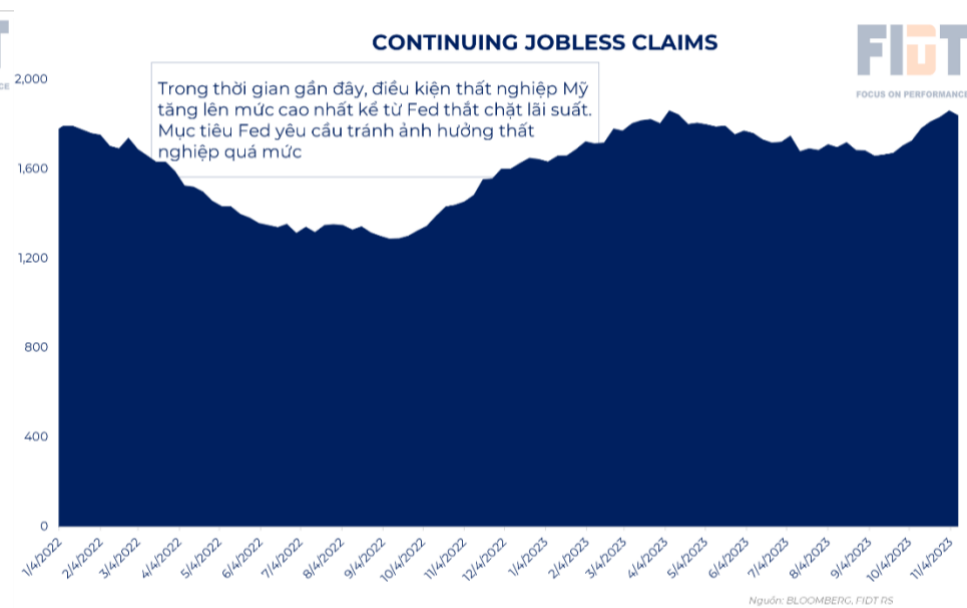
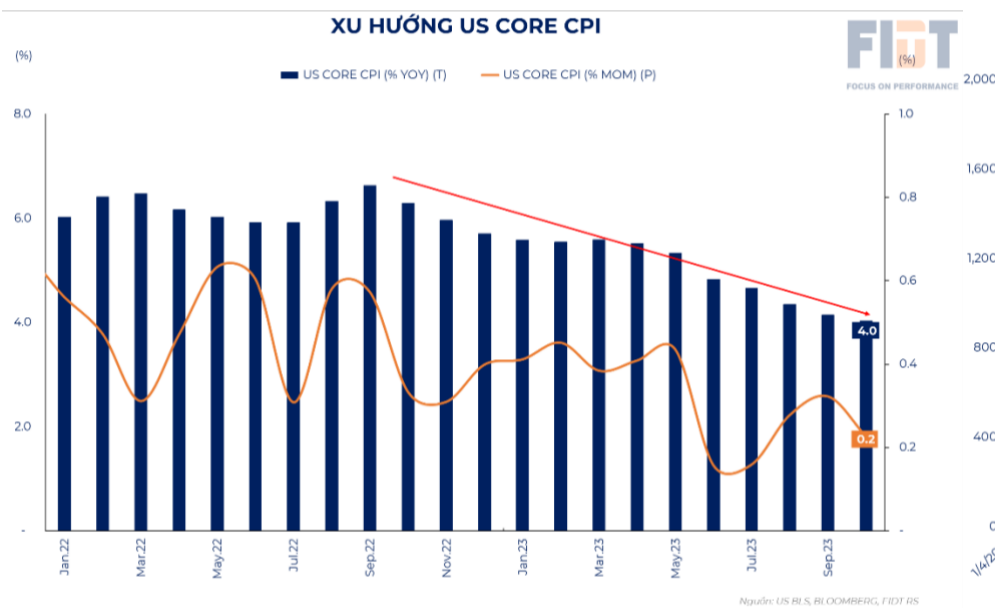
A. TRIỂN VỌNG KINH TẾ – VAI TRÒ CỦA CHÍNH SÁCH GIÚP KINH TẾ TẠO ĐÁY

THẾ GIỚI THÁNG 11: LÃI SUẤT FED TẠO ĐỈNH - TỶ GIÁ NGỪNG ÁP LỰC

Với những sự kiện kinh tế toàn cầu quan trọng đều có kết quả rất tích cực trong tháng 11, có thể thấy thị trường tài chính đánh giá cao kịch bản kinh tế “hạ cánh mềm” đối với Mỹ, đồng nghĩa lãi suất Fed được đánh giá đạt đỉnh, và có thể chờ đợi sớm lần cắt lãi suất Fed đầu tiên.

Bên cạnh đó, xu hướng lạm phát giảm nhanh hơn kỳ vọng và sự suy yếu nhẹ từ điều kiện lao động khiến thị trường đánh giá Chính sách lãi suất Fed sẽ đảo chiều giảm sớm trong tương lai, sớm nhất có thể từ cuộc họp tháng 3 hoặc tháng 5 năm sau.

- **Bộ Tài chính Mỹ hạn chế phát hành trái phiếu chính phủ dài hạn (01/11)**: Thay đổi của Bộ TC Mỹ trong việc hạn chế phát hành TPCP kỳ hạn 10 năm và 30 năm. Hành động của BTC Mỹ góp phần quan trọng chấm dứt đà bán tháo TPCP Mỹ dài hạn.
- **Cuộc họp Fed tháng 11 ngừng tăng lãi suất, bảo vệ an toàn tài chính toàn cầu (02/11)**: Kết quả cuộc họp Fed đầu tháng 11 khẳng định quan điểm của Fed về việc tạm ngừng tăng lãi suất, đảm bảo an toàn tài chính khi lãi suất TPCP dài hạn vượt mức 5%. Fed chờ đợi tín hiệu tiếp theo từ sức khỏe kinh tế toàn cầu - xu hướng lãi suất.
- **CPI Mỹ tháng 10 quay trở lại xu hướng giảm (14/11)**: Việc lạm phát bất ngờ quay trở lại xu hướng giảm giúp kích bản lạm phát ngắn hạn thay đổi, rủi ro lạm phát giảm mạnh, xu hướng lạm phát Mỹ trung hạn và dài hạn neo ổn định vùng thấp.
- **Xu hướng thất nghiệp Mỹ tăng tháng 11 (17/11)**: Thất nghiệp Mỹ có dấu hiệu tăng trở lại trong tháng 11 cho thấy dấu hiệu tăng trưởng kinh tế Mỹ bớt nóng, áp lực lạm phát lương lao động giảm khá, thị trường lao động cân bằng, cùng một xu hướng lạm phát giảm. Số liệu tương đồng với các đánh giá kinh tế Mỹ “hạ cánh mềm”.



Thông tin từ 4 biểu đồ trên cho thấy 1 điều kiện tiền tệ toàn cầu hoàn toàn khác trong tháng 11 so với những rủi ro lớn từ tháng 10. FIDT đánh giá điều kiện tiền tệ toàn cầu cải thiện rất lớn trong tháng 11:

- **Lạm phát:** Lạm phát hàng hóa – dịch vụ - chi phí nhà ở - năng lượng - lương nhân công, 5 khu vực lạm phát chính trong rổ CPI Mỹ, đều có xu hướng giảm tích cực gần đây. Xu hướng CPI Mỹ cải thiện là điều kiện quan trọng giúp triển vọng lãi suất toàn cầu giảm gần đây.
- **Lãi suất:** Điều kiện lãi suất USD hiện tại đã nới lỏng rất nhiều. Tính đến cuối tháng 11, trung bình lợi suất TPCP ở tất cả các kỳ hạn đã giảm trung bình 50 – 60 điểm cơ bản, tương đương 2 – 3 lần cắt giảm lãi suất của Fed. Áp lực lãi suất vùng đỉnh được giải tỏa lớn.

- **Triển vọng lãi suất Fed:** Thị trường đang đánh giá lãi suất Fed chắc chắn đạt đỉnh mức 5.25% - 5.50% ở thời điểm hiện tại, và sẽ kéo dài đến cuối quý 1 - đầu quý 2/2024. Xác suất cắt giảm lãi suất sẽ có thể bắt đầu từ cuộc họp tháng 3 hoặc tháng 5 của Fed theo dữ liệu hiện tại, sớm hơn 4 – 6 tháng so với kế hoạch của Fed.

Ảnh hưởng đến thị trường Việt Nam:

Diễn biến tiền tệ toàn cầu rất thuận lợi như trên đã giúp giải tỏa các áp lực trong tháng 9 – 10 mà NHNN Việt Nam và thị trường tài chính Việt Nam phải chịu đựng.

- **Áp lực tỷ giá gần như được xóa bỏ**, xu hướng tỷ giá rời khỏi vùng đỉnh trung hạn (24,700 – 25,000) 1 cách rõ ràng.
- **Áp lực thắt chặt tiền tệ từ NHNN được loại bỏ hoàn toàn.** Cụ thể, hành động hút ròng hơn 250,000 tỷ trên OMO trong giai đoạn 21.09 – 16.10 đã được đảo chiều rất nhanh chóng kể từ thời điểm cuối tháng 10, khi điều kiện tiền tệ toàn cầu cho phép. Tính đến hết tháng 11, ước tính gần như 100% lượng VND hút ròng đã được trả về hệ thống ngân hàng.
- Trong điều kiện khoảng chênh lệch lãi suất giữa USD – VND không còn ảnh hưởng mạnh đến tỷ giá, **NHNN đã chủ động cho phép lãi suất rất ngắn hạn (kỳ hạn dưới 1 tháng) về mức dưới 0.5%, được xem là điều kiện nới lỏng thanh khoản tối đa trong ngắn hạn.**
- Điều kiện đầu tư FDI + FII toàn cầu dự kiến sẽ cải thiện. Việt Nam với triển vọng đón nhận dòng vốn FDI rất lớn dự kiến sẽ hưởng lợi lớn từ xu hướng thay đổi trên toàn cầu này

VIỆT NAM: NỀN CHÍNH SÁCH HỖ TRỢ MẠNH TAY – KINH TẾ “HẠ CÁNH MỀM”

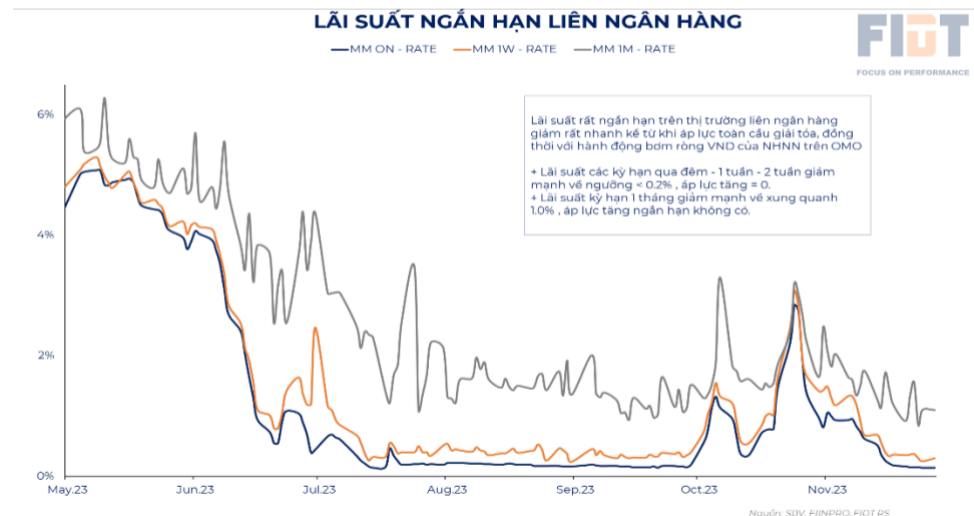
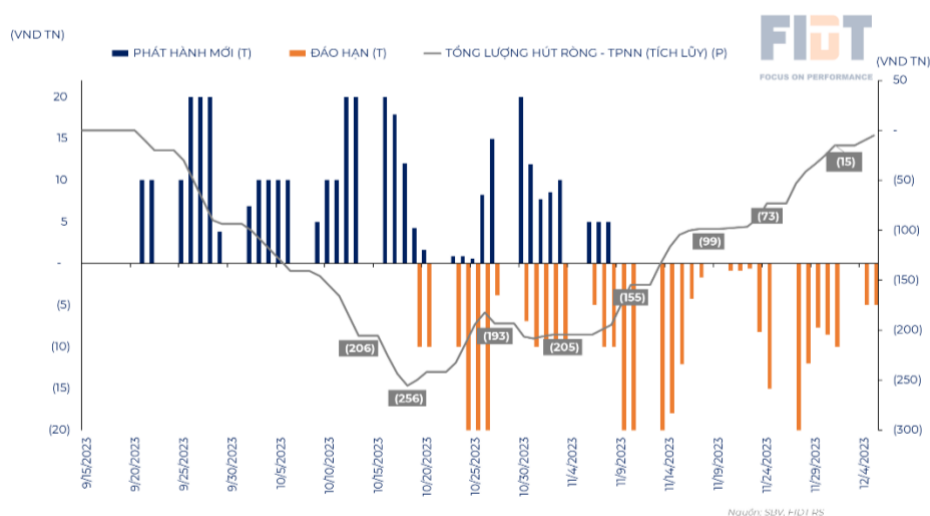
CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA - TIỀN TỆ NƠI LỎNG TỐI ĐA, HỖ TRỢ KINH TẾ SUY YẾU

Quay trở lại nền kinh tế Việt Nam, trong điều kiện kinh tế vĩ mô về tổng thể vẫn còn yếu, Chính phủ quyết tâm thực hiện các Chính sách tài khóa – tiền tệ theo hướng nới lỏng mạnh, hỗ trợ nền kinh tế tạo đà tăng trưởng cần thiết, đặc biệt trong giai đoạn bản lề 4Q2023 – 1H2024. Bên cạnh nền chính sách tiền tệ - tài khóa hỗ trợ, Chính phủ liên tục có những văn bản điều hành gỡ rối các vấn đề gây tắc nghẽn các khu vực kinh tế đang suy yếu, cụ thể thị trường Bất động sản, thị trường TPDN, và thị trường tiêu dùng dân cư.

Đối với Chính sách tiền tệ:

Trong bối cảnh điều kiện tiền tệ toàn cầu dễ thở, NHNN đã tranh thủ đảo ngược động thái phòng thủ tỷ giá sang nới lỏng thanh khoản – hỗ trợ kinh tế. Lượng hút TBILL trong tháng 9 – tháng 10 đã được trả lại hệ thống ngân hàng hoàn toàn (ước tính 250,000 tỷ, thông qua OMO). Các chỉ số về thanh khoản – lãi suất – tỷ giá đều rơi về vùng nới lỏng tối đa trong ngắn hạn. Xu hướng tiền tệ - lãi suất bên dưới cho thấy điều kiện “tiền rẻ” quay trở lại thị trường tài chính Việt Nam.

- Lượng thanh khoản dư thừa trên hệ thống ngân hàng: Ước tính trên 250,000 nghìn tỷ
- Lãi suất liên ngân hàng ngắn hạn: giảm mạnh về vùng < 0.5% đối với các kỳ hạn rất ngắn (dưới 1 tháng)
- Lợi suất TPCP dài hạn 10 năm: giảm rất mạnh về vùng 2.30% - 2.40%.
- Tỷ giá giảm mạnh về vùng cân bằng 24,200 – 24,300 (mức cân bằng -3% YTD, theo NHNN).



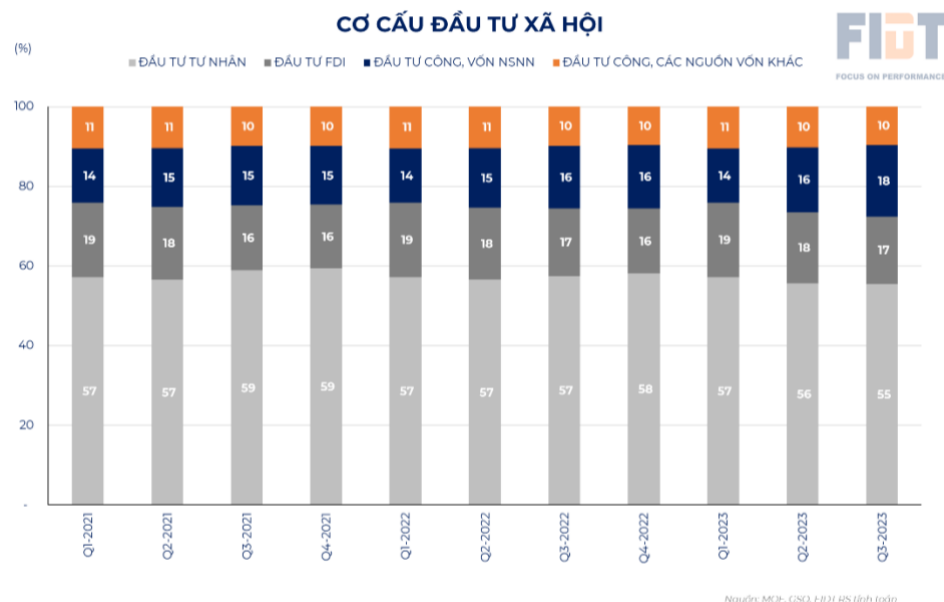
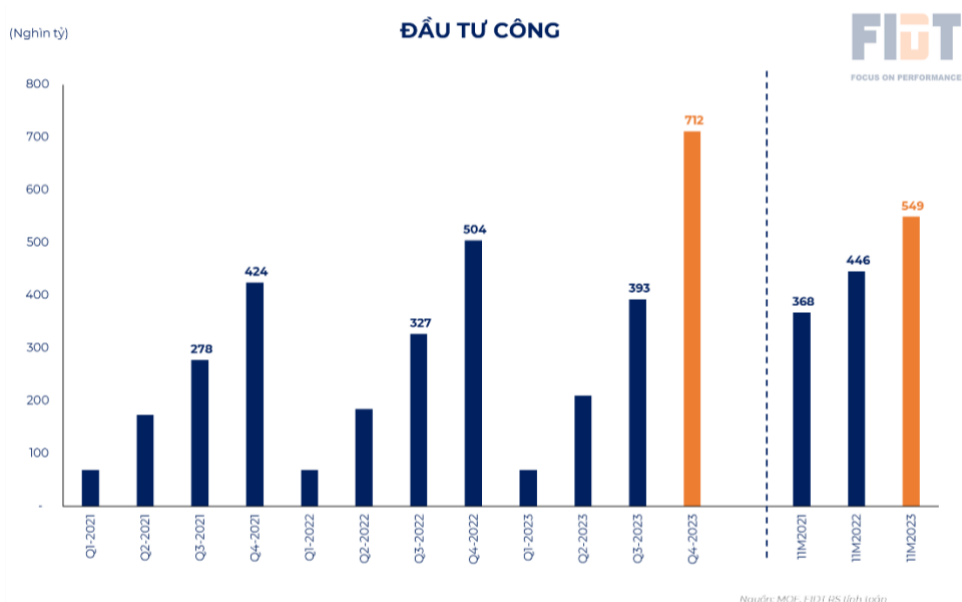


Đối với chính sách tài khóa:

Thông tin chỉ đạo từ Chính phủ cũng cho thấy việc Chính phủ quyết tâm thúc đẩy Đầu tư công trong giai đoạn cao điểm cuối quý 4, với lượng vốn đầu tư công ước tính chỉ ra khung trong giai đoạn ngắn.

- Ước tính lượng vốn Đầu tư công dự chi: 320,000 tỷ trong quý 4; Lượng ĐTC đã chi tính đến hết tháng 11: 540,000 tỷ; Lượng ĐTC dự chi trong tháng 12: 163,000 tỷ.
- Trong trường hợp vốn Đầu tư công tồn đọng, FIDT ước tính sẽ được chi sớm theo tiến độ dự án trong quý 1/2024.
- ĐTC trong 2023 có những tín hiệu rất sáng tính đến thời điểm cuối năm: (1) Lượng chi ĐTC năm nay là lớn nhất trong mọi năm (ước tính 712,000 tỷ), bao gồm những tồn đọng ĐTC chậm từ các năm trước; (2) Lượng chi ĐTC thực tế tính đến tháng 11 là rất lớn (550,000 tỷ, 75% kế hoạch năm), chênh lệch hẳn so với cùng kỳ các năm trước, cùng với tốc độ giải ngân thực có cải thiện.

Vai trò của ĐTC trong Vốn đầu tư toàn xã hội ngày càng cao, đóng vai trò kích thích đầu tư tổng thể khi khu vực đầu tư tư nhân mất dần động lực, trong chu kỳ kinh tế tư nhân suy thoái.



Đối với các chính sách hỗ trợ khác, đặc biệt chính sách hỗ trợ BĐS:

Dựa trên thông tin từ các Chỉ đạo gần đây, Chính phủ cũng có động thái sẵn sàng nới lỏng 1 số chính sách quan trọng nhằm hỗ trợ kinh tế:

- **Chỉ đạo NHNN thúc đẩy tín dụng mạnh mẽ vào kinh tế thực** trong giai đoạn quan trọng cuối năm. Giải quyết vấn đề tăng trưởng tín dụng trì trệ được xem là chìa khóa hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn.
- **Tiếp tục đẩy mạnh gỡ rối pháp lý BĐS trên toàn quốc**, theo Công điện 1177 CĐ-TTg.
- **Triển vọng các chính sách hỗ trợ kích hoạt lại thị trường TPDN**, theo Công điện 1177 CĐ-TTg. Theo thông tin bên lề, các chính sách hỗ trợ thị trường TPDN sẽ xoay quanh các trọng tâm về quy định về chào bán & giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế trong thời gian tới, hướng tới sửa đổi Nghị định số 08/2023/NĐ-CP đối với thị trường TPDN.
- **Luật Nhà ở sửa đổi** vừa được thông qua (28/11), có hiệu lực từ 1/1/2025, cũng hướng tới việc xóa bỏ các quy định về (1) thuế phí sử dụng đất và thuê đất đối với phần đất phân bổ cho NOXH; (2) Xóa bỏ yêu cầu về việc ưu tiên phân bổ 20% diện tích đất ở các dự án BĐS thương mại cho NOXH, như quy định trong Nghị định 49/2021. Đặc biệt, việc xóa bỏ yêu cầu (2) sẽ là cải thiện đáng kể trong quá trình gỡ rối pháp lý các dự án BĐS thương mại hiện tại.
- **Chính sách giảm 2% thuế VAT** tiếp tục được gia hạn trong 1H2024 trong nỗ lực hỗ trợ tiêu dùng nội địa.

NHẬN XÉT:

Có thể thấy, càng về cuối năm khi trách nhiệm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế càng lớn, Chính phủ đã có những Chính sách nhanh và cụ thể nhằm gỡ rối cho các vấn đề kinh tế quan trọng, bao gồm hỗ trợ khu vực bất động sản suy yếu, làm nóng thị trường TPDN, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng mới, và kết hợp với các chính sách đẩy mạnh Đầu tư công – giảm thuế phí kích thích tiêu dùng trong nước.

Trọng tâm tóm gọn trong các Chính sách trên là định hướng hỗ trợ kinh tế một cách toàn diện, hướng đến việc tạo đà tăng trưởng kinh tế trong 2024, đặc biệt là các khu vực kinh tế nội địa đang suy yếu như thị trường BĐS, thị trường TPDN, thị trường tín dụng, và thị trường bán lẻ tiêu dùng

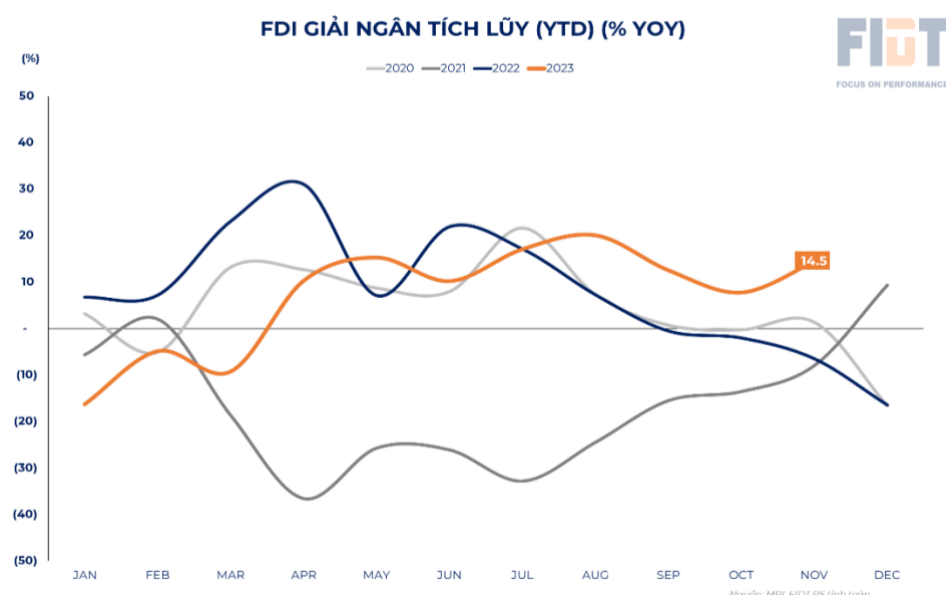
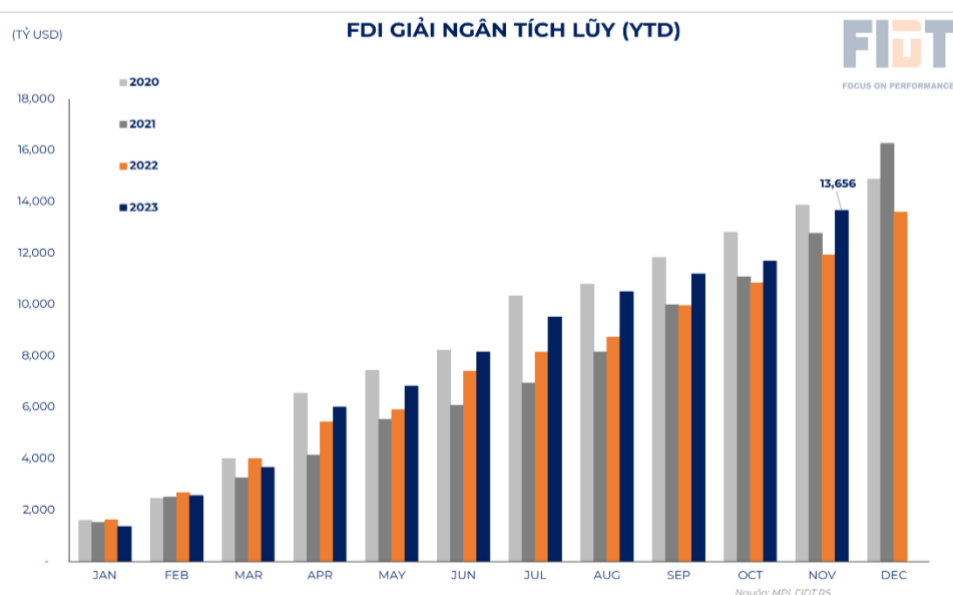
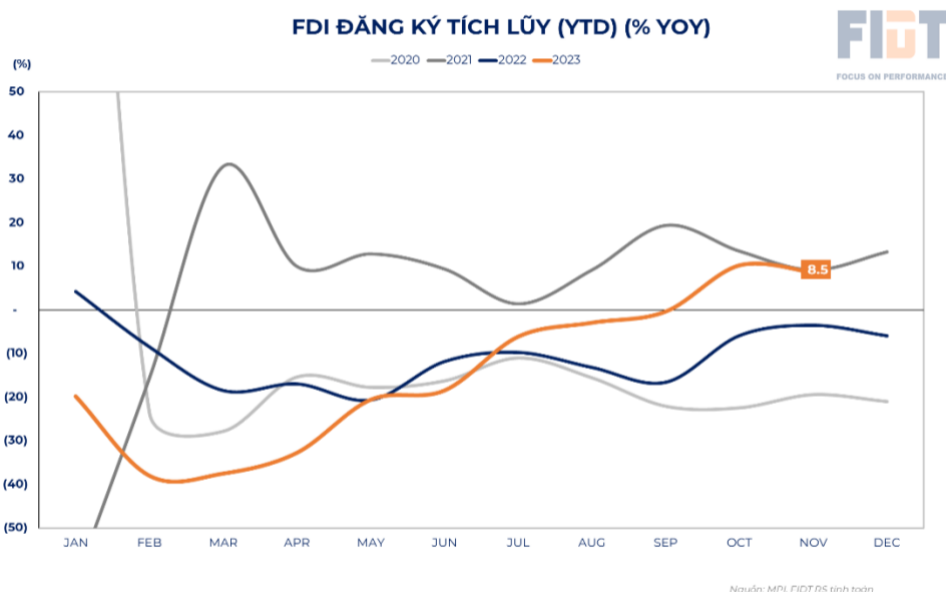
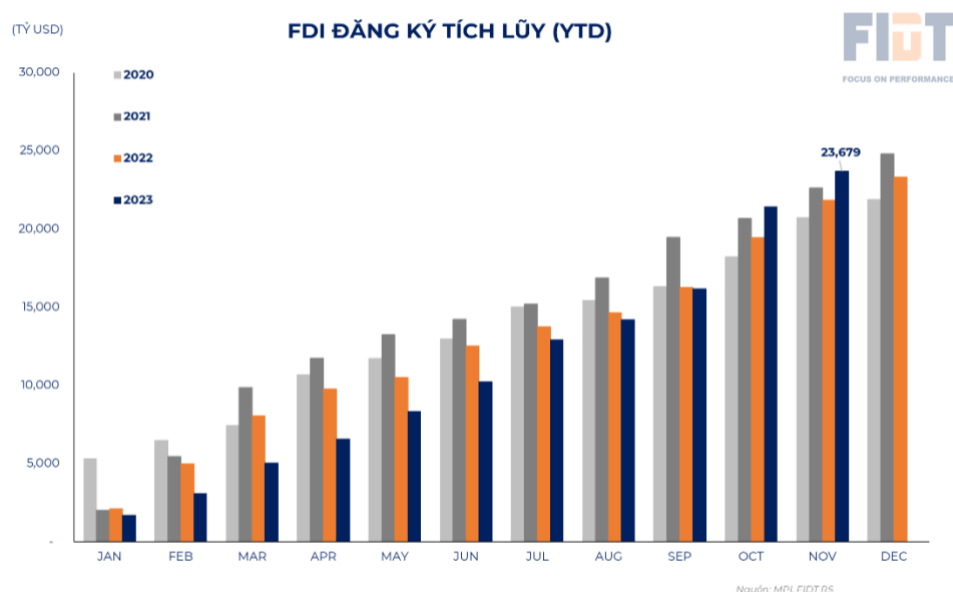
ĐIỂM CHÍNH KINH TẾ VIỆT NAM: TĂNG TRƯỞNG CHỜ ĐỢI FDI VÀ ĐẦU TƯ CÔNG

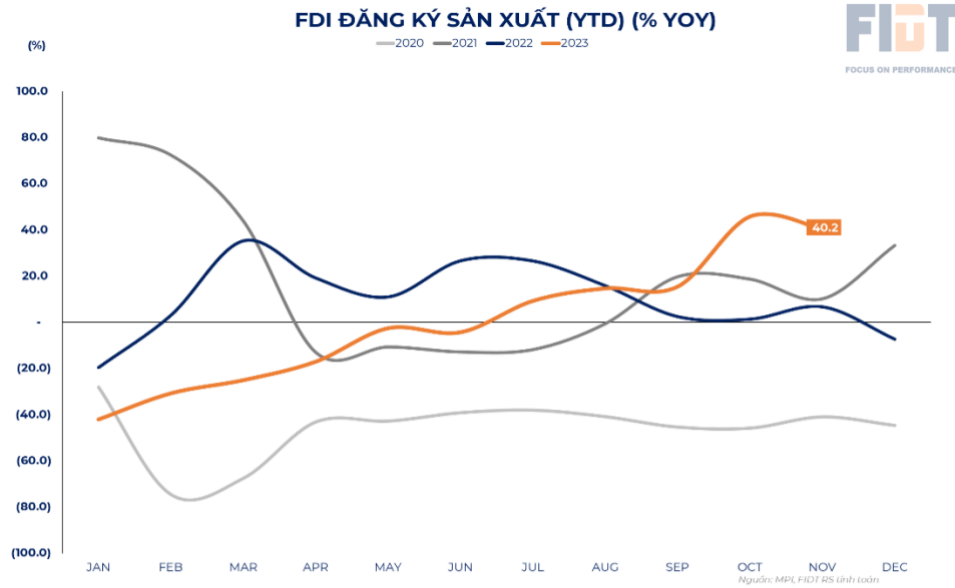
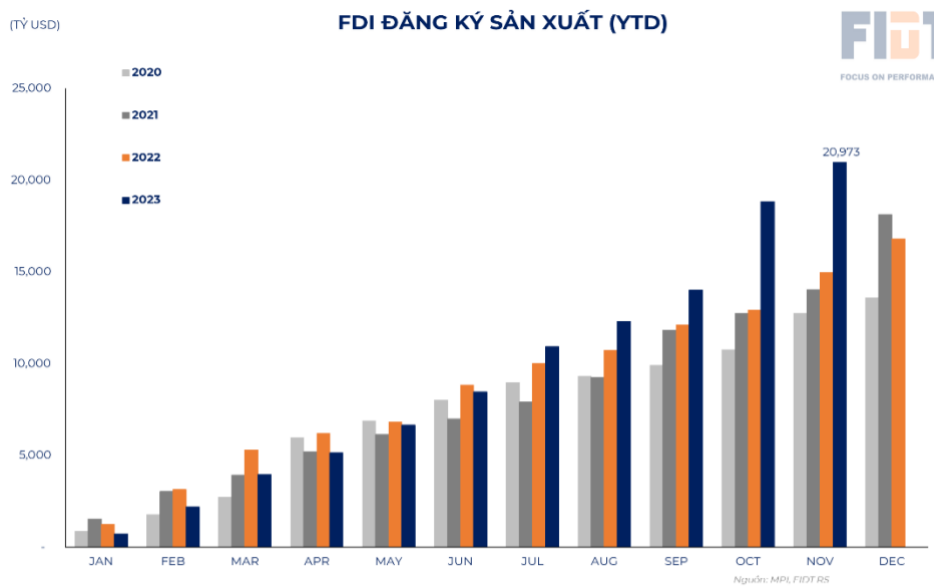
FDI TĂNG TỐC CUỐI NĂM, TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC 2024 VỚI VỊ THẾ NGOẠI GIAO NÂNG CAO

Trong năm bản lề 2023 với điều kiện tăng trưởng kinh tế - tăng trưởng đầu tư toàn cầu bị giới hạn, Việt Nam trở thành điểm sáng về FDI toàn cầu, đặc biệt trong giai đoạn cuối năm. Theo góc nhìn của FIDT, khu vực FDI của Việt Nam được hưởng lợi rất lớn từ các quyết định mở rộng các liên kết ngoại giao cấp độ cao với các quốc gia phát triển, đặc biệt là Mỹ và Nhật, và giai đoạn tiếp theo là các đối tác Singapore và Úc, tất cả đều được nâng cấp lên mối quan hệ ngoại giao cao nhất “Đối tác Chiến lược Toàn diện”, nhấn mạnh tập trung vào việc liên kết và phát triển kinh tế.

Tính đến hết tháng 11:

- Tổng FDI đăng ký đạt mức kỷ lục 23.7 tỷ USD, + 8.5% YoY, bật tăng mạnh kể từ quý 4/2023.
- Theo thông tin mới nhất từ Thủ tướng Phạm Minh Chính (29/11), lượng FDI đăng ký thực tế trong năm nay đã chạm đến gần 30 tỷ USD (có thể 1 số dự án chưa hoàn thành thủ tục đăng ký và chưa công bố), cho thấy 2023 là 1 năm rất sáng đối với thu hút đầu tư FDI, đặc biệt đến từ các nỗ lực ngoại giao của Chính phủ.
- FDI giải ngân cũng tăng rất cao, tích lũy 13.7 tỷ USD, + 14.5% YoY.
- Trong đó, FDI đăng ký sản xuất tăng rất mạnh giai đoạn cuối năm 2023, đạt 21.0 tỷ USD trong 11M2023, + 40.2% YoY, đều là các mức đầu tư và tăng trưởng đầu tư kỷ lục.





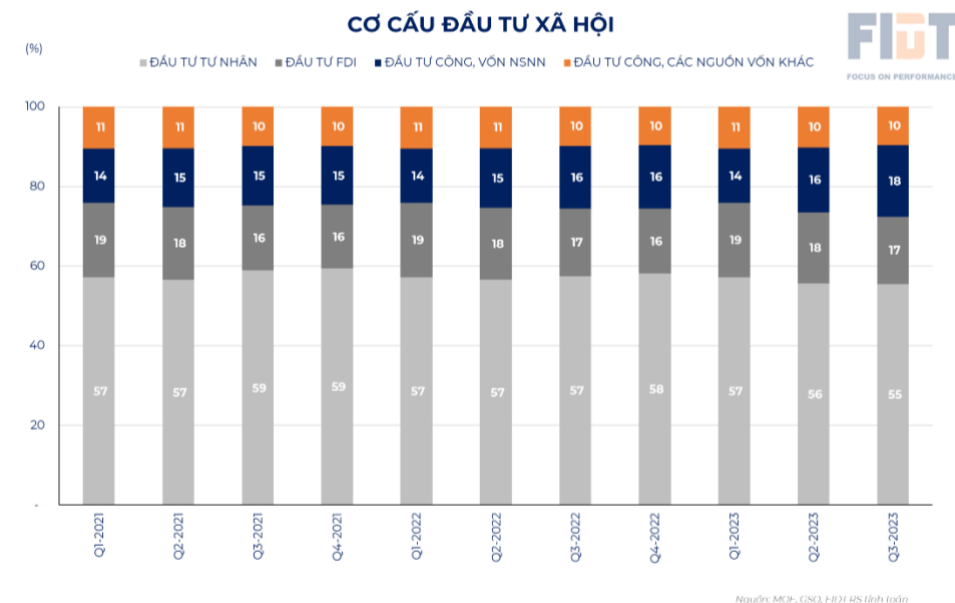
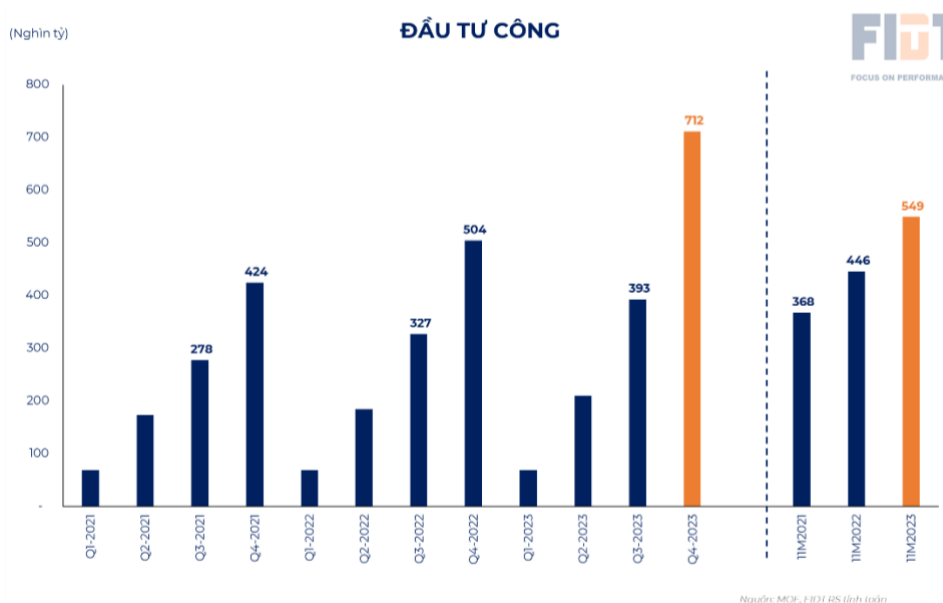
Với số liệu hiện tại, FIDT cho rằng có thể kỳ vọng vào chu kỳ FDI mới 2023 – 2024 đã bắt đầu, với trọng tâm xoay quanh vào các mối quan hệ ngoại giao mới Mỹ - Nhật Bản – Singapore, cũng như Việt Nam đặt thêm 1 chân vào chuỗi sản xuất – gia công điện tử - bán dẫn toàn cầu.

ĐẦU TƯ CÔNG TĂNG TỐC 2 THÁNG CUỐI NĂM

Với sự chỉ đạo nhất quán của Chính phủ về nỗ lực giải ngân Đầu tư công, đặc biệt trong giai đoạn 2 tháng cuối năm 2023 với lượng vốn ĐTC cần giải ngân “khủng”, FIDT cho rằng khu vực ĐTC tiếp tục là nhân tố dẫn dắt tăng trưởng kinh tế quan trọng trong ngắn hạn. Ngoại trừ quan ngại về tiến độ giải ngân vẫn chậm so với mục tiêu (Tính đến tháng 11, tốc độ giải ngân đạt 75%, so với mục tiêu 95% cuối năm 2023), kế hoạch giải ngân các dự án Đầu tư công đã xác định và có nguồn lực sẵn sàng (từ Ngân sách nhà nước), nên triển vọng tăng trưởng của khu vực này và tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế chung có cơ sở cao.

- Đầu tư công giải ngân trong 11M2023 đạt gần 550,000 tỷ đồng, tăng 23.1% YoY, là mức tăng chi đầu tư tài khóa mạnh nhất.
- Với lượng vốn chi đầu tư phát triển dự kiến 2023 đạt 712,000 tỷ đồng, số vốn ĐTC dự kiến giải ngân trong tháng 12 (cũng như tồn đọng 1 phần sang quý 1/2024) tương đương 163,000 tỷ đồng.
- Xét theo hoạt động đầu tư trong 2023, Đầu tư công có mức tăng trưởng cao nhất và đóng vai trò rất quan trọng trong việc kích thích dòng vốn đầu tư trong nước.

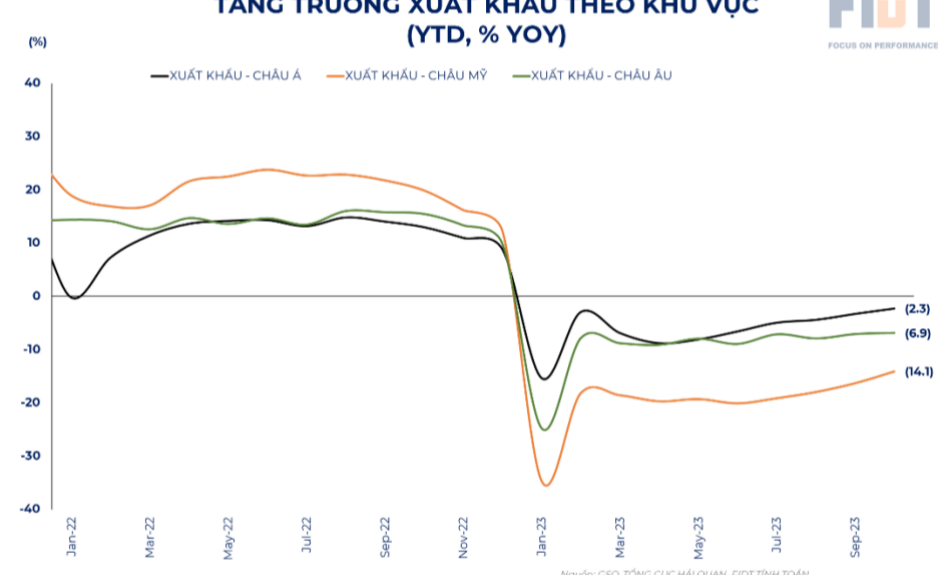
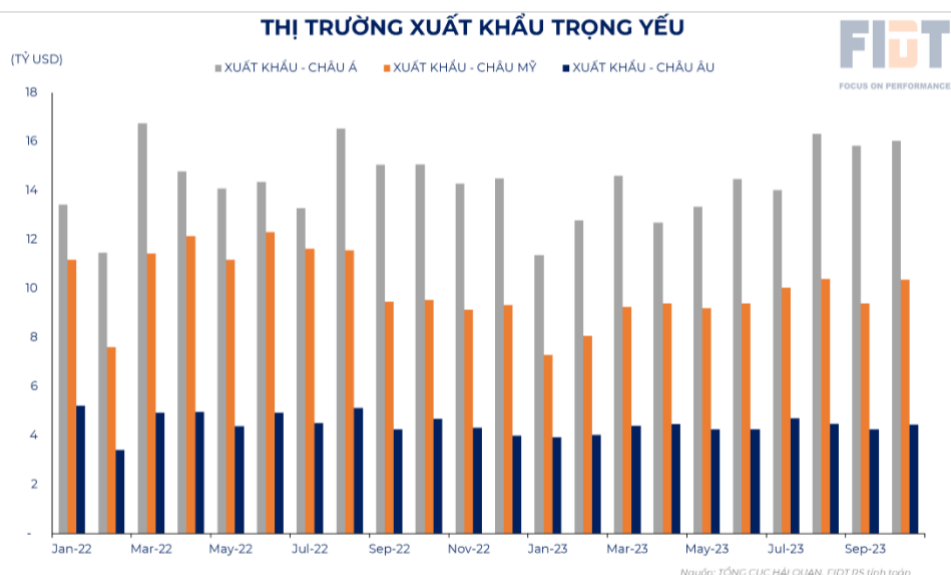
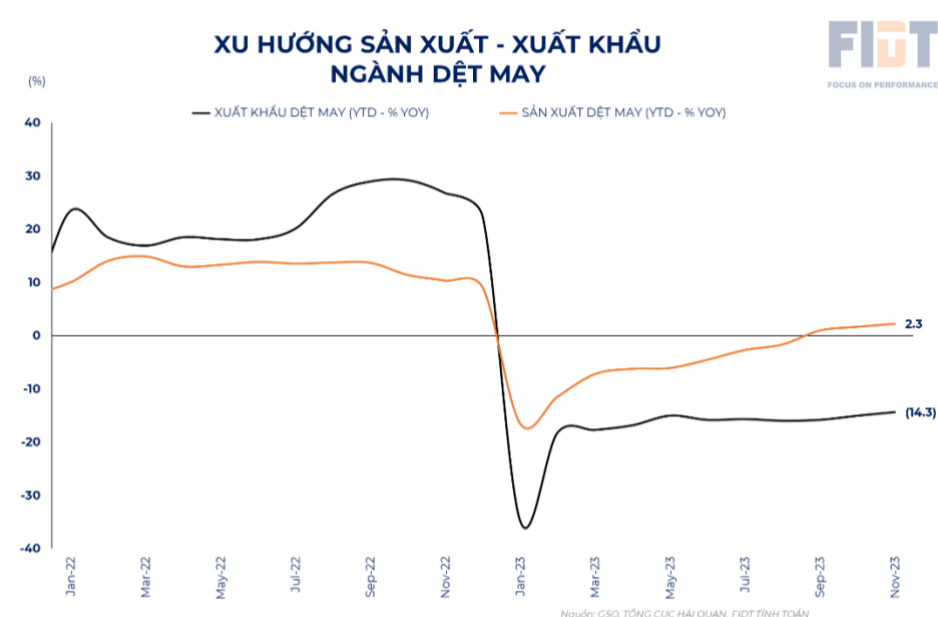
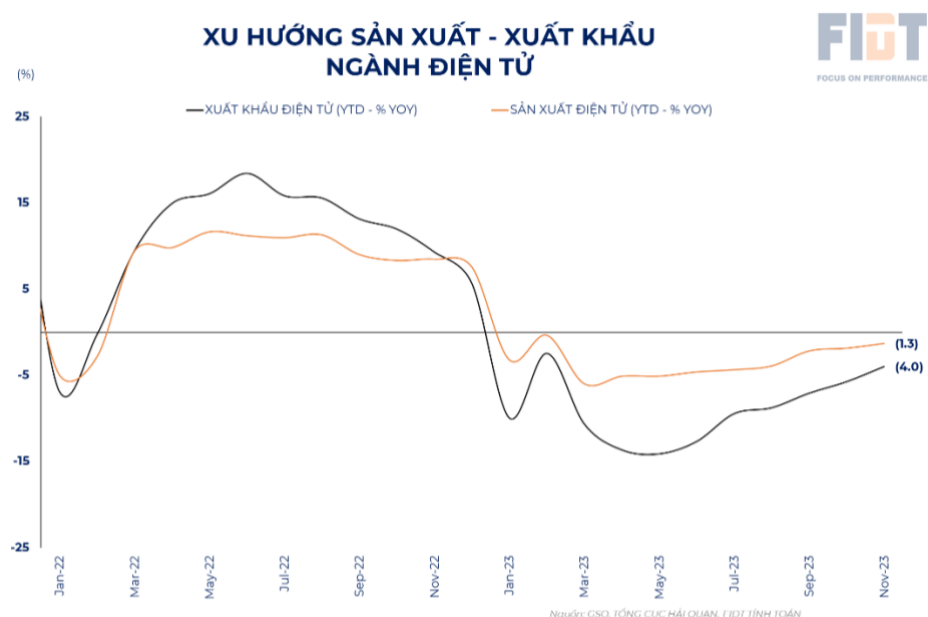
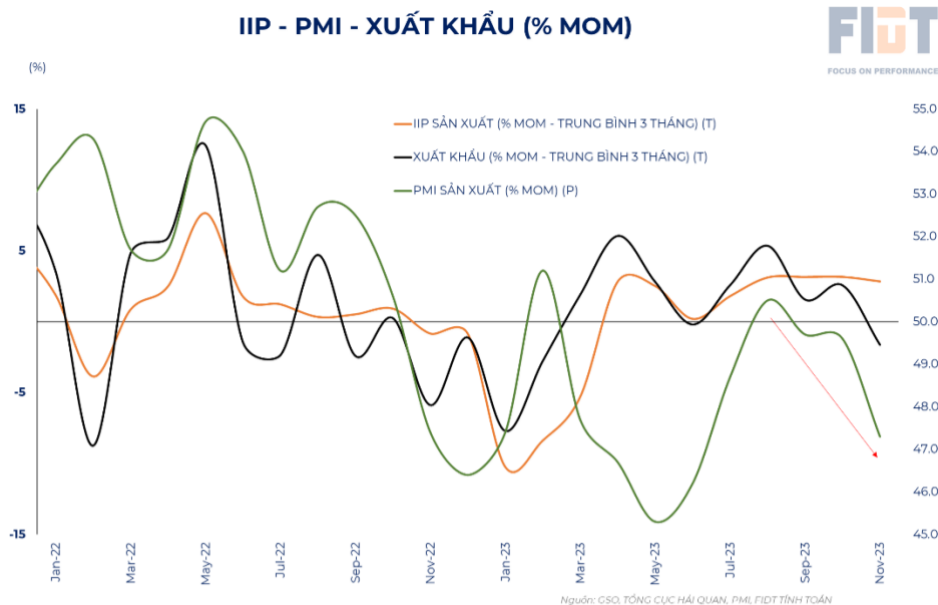
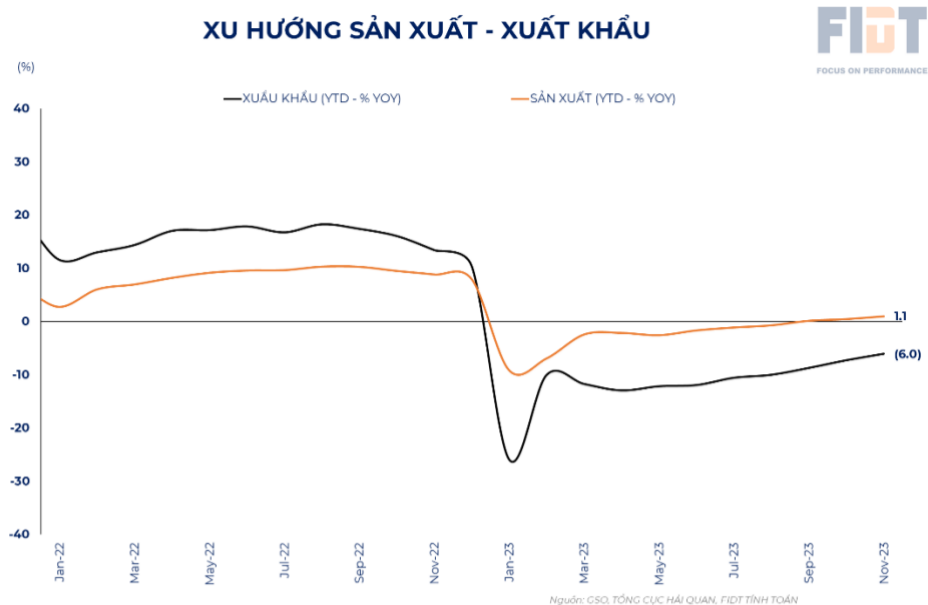
Theo quan điểm của FIDT, dựa trên kế hoạch đầu tư công trung hạn 2023 – 2025 cùng định hướng nhất quán của Chính phủ, FIDT kỳ vọng Đầu tư công sẽ tiếp thúc đẩy tăng trưởng đầu tư – hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong nước trong 4Q2023 – 2024



SẢN XUẤT – XUẤT KHẨU HỒI PHỤC KHÔNG RÕ RÀNG, CHỜ ĐỢI TÍN HIỆU MỚI TOÀN CẦU

Đà hồi phục nhẹ khu vực sản xuất – xuất khẩu kể từ quý 3 đang có những dấu hiệu suy yếu trong tháng 11, cho thấy cần chờ đợi các tín hiệu hồi phục bền vững hơn trong thời gian tới. Theo quan điểm của FIDT về điều kiện sản xuất – xuất khẩu hiện tại:

- **Vấn đề lớn nhất đối với sản xuất – xuất khẩu đang nằm ở nhu cầu tiêu thụ yếu, cả trong nước và toàn cầu.** Với cơ cấu kinh tế VN hướng đến sản xuất – xuất khẩu các mặt hàng cơ bản như điện tử - dệt may – máy móc - vật liệu sản xuất, nhu cầu tiêu thụ suy yếu đang là vấn đề khó có thể giải quyết bằng chính sách – nới lỏng điều kiện sản xuất trong ngắn hạn.
- Theo thông tin từ báo cáo PMI tháng 11, **tâm lý nhà sản xuất đang thận trọng với sức mua trong ngắn hạn, ưu tiên thu hẹp quy mô sản xuất** (giảm sản lượng, nhân công, nguyên vật liệu đầu vào), thay vì các chiến lược mở rộng sản xuất đón đầu.
- **Nhóm sản xuất phục vụ ngành xây dựng – đầu tư công có xu hướng cải thiện ngắn hạn** nhờ vào nhu cầu đầu tư công cao điểm các tháng cuối năm.



NHẬN XÉT:

Có thể thấy, kịch bản khả thi nhất đối với khu vực sản xuất – xuất khẩu là tăng trưởng nhẹ (có thể giảm nhẹ ở một số thời điểm thấp điểm tiêu thụ), dẫn dắt bởi nhu cầu xuất khẩu khu vực FDI (không chắc chắn) và xu hướng đầu tư công – xây dựng mở rộng. Giai đoạn hiện tại chưa phải là thời điểm thích hợp chờ đợi một kịch bản tăng trưởng sáng hơn đối với sản xuất – xuất khẩu.

Để nhìn rõ xu hướng sản xuất – xuất khẩu sắp tới, cần chờ đợi thêm chuỗi dữ liệu về tình hình kinh tế tại các thị trường tiêu thụ, khả năng hấp thụ vốn tín dụng giá rẻ của khu vực sản xuất, niềm tin đầu tư – sản xuất khôi phục trở lại, và kinh tế tiêu dùng trong nước quay trở lại tăng trưởng.

FIDT duy trì góc nhìn thận trọng về tăng trưởng kinh tế 2 khu vực này.

HOẠT ĐỘNG BÁN LẺ TIẾP ĐÀ TĂNG TRƯỞNG, TUY NHIÊN TRIỂN VỌNG KHÔNG CHẮC CHẮN

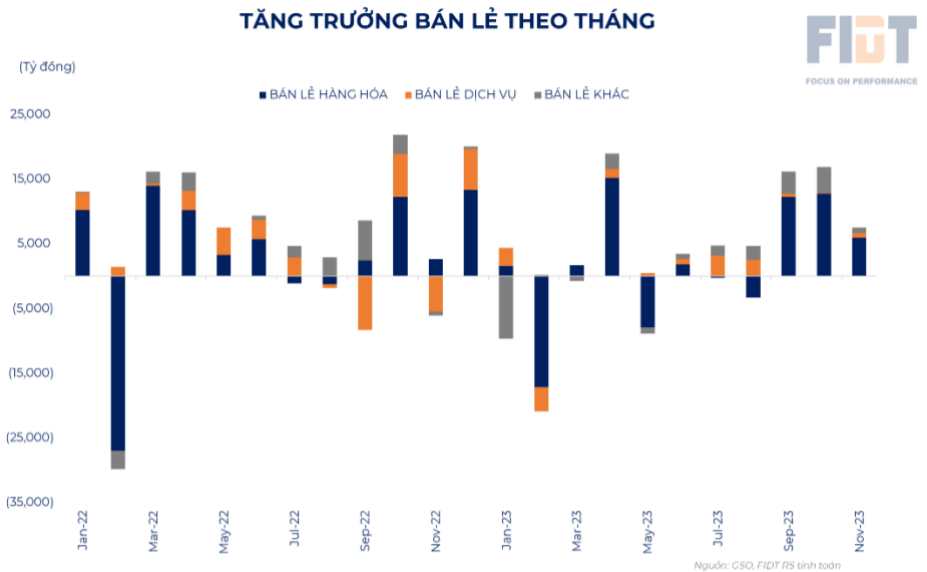
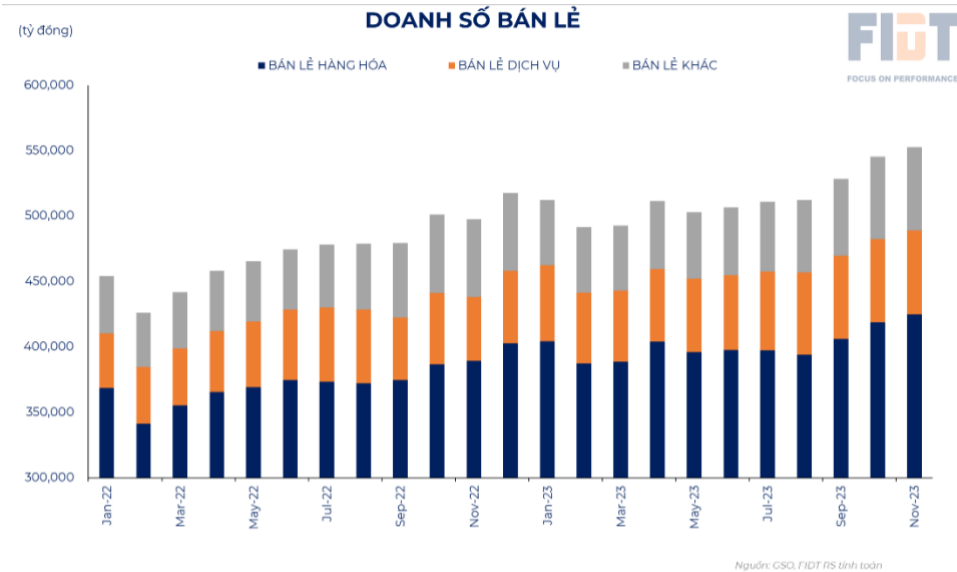
Xét tổng thể kinh tế khu vực tư nhân, với xu hướng kinh tế tư nhân - bất động sản - chứng khoán – tín dụng – lao động đang suy yếu khá rõ theo số liệu gần đây, FIDT quan ngại về tăng trưởng ngành bán lẻ trong 2 tháng cao điểm tiêu dùng trong nước cuối năm. Nhìn từ góc độ thu nhập, có thể thấy nhu cầu tiêu thụ từ tư nhân sẽ khó duy trì tốc độ tăng trưởng bán lẻ cao như các tháng gần đây.

Theo chuỗi số liệu bán lẻ tính đến tháng 11:

- Hoạt động bán lẻ hàng hóa tiếp tục tăng trưởng liên tục 3 tháng, tuy nhiên sức khỏe tăng trưởng khu vực này trong tương lai cần phải quan sát thêm, vì diễn biến kinh tế tổng thể khu vực tư nhân có dấu hiệu suy yếu ngày càng rõ.
- Bán lẻ dịch vụ (bao gồm khu vực nhà hàng – khách sạn – du lịch) đang mất dần động lực tăng trưởng kể từ quý 3, thể hiện điều kiện chi tiêu yếu khu vực tư nhân, như đã phân tích.

Nhận xét:

Với số liệu thời điểm hiện tại, FIDT đánh giá ngành bán lẻ xu hướng hồi phục nhẹ, triển vọng đối mặt với nhiều yếu tố không chắc chắn. Tương tự với khu vực sản xuất – xuất khẩu, FIDT cũng sẽ theo dõi chặt chẽ sức khỏe khu vực bán lẻ trong các tháng tiếp theo, đặc biệt là các yếu tố quan trọng đối với sức khỏe thu nhập – sức khỏe tiêu thụ từ khu vực tư nhân



LUẬT BẤT ĐỘNG SẢN

Luật Nhà ở (sửa đổi)

Luật Nhà ở năm 2023 đã được Quốc hội chính thức thông qua sáng ngày 27/11/2023 với không ít quy định mới có lợi cho người mua. Một số điều luật thay đổi nổi bật được FIDT tóm tắt trong bảng sau đây.

Tóm tắt một số điểm mới của Luật Nhà ở (sửa đổi) Quốc hội đã biểu quyết thông qua ngày 27/11/2023

Các vấn đề được luật điều chỉnh	Tóm tắt nội dung	Tác động
Nhóm vấn đề về chung cư và chung cư mini	Không quy định thời hạn sở hữu , mà chỉ quy định thời hạn sử dụng nhà chung cư trên cơ sở kế thừa Luật Nhà ở hiện hành.	Đảm bảo an toàn cho người mua chung cư, tác động tích cực đến tâm lý người mua nhà chung cư.
	Cá nhân muốn xây chung cư mini để bán, cho thuê sẽ phải đáp ứng điều kiện làm chủ đầu tư dự án xây dựng nhà ở .	Khắc phục được các hạn chế trong phát triển, quản lý, sử dụng loại hình nhà ở này thời gian qua, đồng thời bảo đảm hài hòa giữa yêu cầu quản lý và nhu cầu phát triển, đáp ứng nguồn cung nhà ở cho một bộ phận người dân ở đô thị.
	Căn hộ đủ điều kiện được cấp giấy chứng nhận theo pháp luật đất đai (sổ hồng), được bán, cho thuê, thuê mua theo quy định của Luật này, pháp luật về kinh doanh bất động sản.	
Nhóm vấn đề về Nhà ở xã hội (NƠXH)	Quy định cụ thể hơn, rõ hơn các điều kiện, các quy chuẩn xây dựng, phòng cháy chữa cháy, đường giao thông, quản lý vận hành đối với loại hình căn hộ này	
	Luật mới chỉ quy định lợi nhuận tối đa 10% đối với phần diện tích xây dựng NƠXH , với các phần đầu tư khác của dự án thì không giới hạn lợi nhuận của doanh nghiệp.	Không khống chế lợi nhuận cho toàn bộ dự án để đảm bảo doanh nghiệp có động lực tham gia vào các dự án phát triển NƠXH.
	Chủ đầu tư được dành tỷ lệ tối đa 20% tổng diện tích đất ở trong phạm vi dự án đã đầu tư để xây dựng công trình kinh doanh dịch vụ, thương mại, nhà ở thương mại .	
	Chính quyền địa phương sẽ chịu trách nhiệm bố trí quỹ đất cho nhà ở xã hội.	Các chủ đầu tư giờ đây linh hoạt hơn trong việc thực hiện nghĩa vụ phát triển nhà ở xã hội
	Đối với các đô thị loại đặc biệt, loại I, II, III, chủ đầu tư phải bố trí đất làm NƠXH trong dự án thương mại hoặc giao đất đã có hạ tầng kỹ thuật hoàn chỉnh ngoài dự án làm NƠXH. Nếu chủ đầu tư không xây dựng NƠXH trong dự án thương mại của mình thì sẽ nộp số tiền tương đương với giá trị đất đã hoàn thiện hạ tầng kỹ thuật để xây dựng NƠXH .	

Nguồn: Luật Nhà ở (sửa đổi), FIDT tổng hợp

FIDT nhận định:

FIDT Research

Phòng Nghiên cứu và Phân tích - Công ty CP FIDT

- Bộ luật gồm 13 Chương, 198 Điều sẽ thay thế cho Luật Nhà ở 2014 kỳ vọng khắc phục những vướng mắc, bất cập hiện nay đặc biệt liên quan đến loại hình nhà chung cư và chung cư mini.
- Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá cao về việc luật đã quy định rõ ràng hơn và linh hoạt hơn cho các nhà phát triển NƠXH. Điều này sẽ giúp thúc đẩy nguồn cung của NƠXH trong dài hạn.
- Tính đồng bộ giữa các bộ luật khác được nâng cao khắc phục được tính chồng chéo trước đây. Điều này sẽ giúp các bên tham gia thị trường cũng như cơ quan chức năng tăng tính chủ động, đảm bảo luật được vận hành hài hòa trên thực tế.

Luật Kinh doanh Bất động sản (sửa đổi)

Luật Kinh doanh bất động sản (sửa đổi) có hiệu lực từ ngày 1/1/2025 đã được Quốc hội thông qua sáng 28/11 với nhiều quy định mới đáng chú ý. Một số điều luật thay đổi nổi bật được FIDT tóm tắt trong bảng sau đây.

Tóm tắt một số điểm mới của Luật Kinh doanh bất động sản (sửa đổi) Quốc hội đã biểu quyết thông qua ngày 28/11/2023

Nhóm vấn đề tác động	Vấn đề & Điều luật	Tóm tắt nội dung	Tác động
Bổ sung nhiều nguyên tắc trong kinh doanh bất động sản	Quyền của người Việt Nam định cư ở nước ngoài (Điều 10,15)	Người Việt Nam định cư ở nước ngoài là công dân Việt Nam (còn giữ quốc tịch VN) có quyền và nghĩa vụ liên quan đến đất đai như công dân Việt Nam trong nước; giữ chính sách hiện hành để áp dụng cho người gốc Việt định cư ở nước ngoài (không còn quốc tịch VN).	Thu hút dòng tiền tiềm năng vào thị trường BĐS trong nước.
	Trách nhiệm cấp GCN cho khách hàng của chủ đầu tư dự án BĐS (Điều 17)	Trong thời hạn 50 ngày kể từ ngày bàn giao nhà ở cho bên mua hoặc kể từ thời điểm bên thuê mua nhà ở đã thanh toán đủ tiền thì phải nộp hồ sơ để nghị CQNN cấp Giấy chứng nhận cho bên mua, bên thuê mua.	<ul style="list-style-type: none"> - Quy định nghiêm ngặt hơn về các nguyên tắc trong kinh doanh BĐS. Nâng cao sự minh bạch trên thị trường. - Có sự đồng bộ cao với Luật Nhà ở được thông qua ngày 27/11 và Luật Đất đai (Dự thảo). - Thiên về bảo vệ quyền lợi của người mua nhà. - Các chủ đầu tư sẽ cần nhiều thời gian pháp lý cần thiết trước khi triển khai bán hàng. Điều này tác động đáng kể đến những doanh nghiệp nhỏ.
	Sử dụng hợp đồng mẫu kinh doanh BĐS (Điều 19,45)	Chủ đầu tư dự án bất động sản, doanh nghiệp kinh doanh BĐS sử dụng hợp đồng mẫu do Chính phủ ban hành, hợp đồng mẫu chỉ bao gồm các nội dung chính, nội dung khác theo sự thỏa thuận của các bên.	
	Đặt cọc trong kinh doanh nhà ở, công trình XD hình thành trong tương lai (Điều 23)	Chủ đầu tư dự án chỉ được thu tiền đặt cọc không quá 5% giá bán , cho thuê mua nhà ở, công trình xây dựng từ khách hàng khi đã có đủ các điều kiện đưa vào kinh doanh theo quy định của Luật này. Thỏa thuận đặt cọc phải ghi rõ giá bán, cho thuê mua nhà ở, công trình xây dựng.	
	Bảo lãnh trong bán, cho thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai (Điều 26)	Khi ký kết hợp đồng mua bán, thuê mua, cho phép khách hàng được lựa chọn việc có hoặc không có bảo lãnh cho nghĩa vụ tài chính của chủ đầu tư với mình.	
	Điều kiện được phân lô, bán nền (Điều 31)	- Điều kiện đối với đất được chuyển nhượng cho cá nhân tự xây dựng nhà ở (phân lô, bán nền): Không thuộc khu vực phường, quận, thành phố của đô thị loại đặc biệt, đô thị loại I, đô thị loại II và đô thị loại III; không thuộc trường hợp đấu giá quyền sử dụng đất để đầu tư dự án xây dựng nhà ở. Đối với các khu vực còn lại, UBND cấp tỉnh tự quyết các KV chủ đầu tư dự án được PLBN. - Trước khi chuyển nhượng QSDĐ trong dự án, chủ đầu tư dự án phải có VB thông báo gửi cho Sở XD; Trong thời hạn 15 ngày, SXD kiểm tra điều kiện của QSDĐ đưa vào kinh doanh và trả lời bằng VB cho chủ đầu tư về việc đủ/không đủ điều kiện được chuyển nhượng.	
Điều kiện chuyển nhượng toàn bộ/một phần dự án BĐS (Điều 40)	Chủ đầu tư chuyển nhượng phải hoàn thành nghĩa vụ tài chính về đất đai của dự án gồm tiền sử dụng đất, tiền thuê đất và các loại thuế, phí, lệ phí liên quan đến đất đai của dự án, phần dự án chuyển nhượng	Siết chặt điều kiện chuyển nhượng dự án BĐS. Hạn chế hiện tượng các chủ đầu tư đầu cơ dự án.	
Sửa đổi, bổ sung các quy định liên quan đến chuyển nhượng dự án bất động sản	Thẩm quyền cho phép chuyển nhượng toàn bộ/một phần dự án BĐS (Điều 41)	Cơ bản giữ nguyên như luật hiện hành, chỉ ghi nhận việc TTgCP ủy quyền cho UBND cấp tỉnh quyết định chuyển nhượng một phần dự án.	Khắc phục nhược điểm của Luật KD BĐS 2014 là bên chuyển nhượng phải trả lại đất cho Nhà nước để Nhà nước giao đất cho bên nhận chuyển nhượng giúp giảm bớt các thủ tục chuyển nhượng.
	Thủ tục đất đai nếu bên nhận chuyển nhượng dự án BĐS là TCKT có vốn đầu tư nước ngoài (Điều 42)	Trường hợp bên nhận chuyển nhượng toàn bộ hoặc một phần dự án là TCKT có vốn đầu tư nước ngoài, sau khi có quyết định cho phép chuyển nhượng và các bên đã ký hợp đồng chuyển nhượng thì thực hiện thủ tục về đất đai theo quy định của pháp luật về đất đai.	

Nguồn: Luật Kinh doanh bất động sản, LS Nguyễn Văn Đình, FIDT tổng hợp

FIDT nhận định:

- Bộ luật gồm 10 chương, 83 điều, có nhiều quy định chặt chẽ hơn trong kinh doanh bất động sản để bảo vệ người mua nhà, đất.
- Việc các quy định được siết chặt cũng sẽ nâng cao tính minh bạch của thị trường và hạn chế được tình trạng đầu cơ BĐS, bỏ hoang các dự án, gây lãng phí nguồn lực.
- Tính đồng bộ giữa các bộ luật khác được nâng cao khắc phục được tính chồng chéo trước đây. Điều này sẽ giúp các bên tham gia thị trường cũng như cơ quan chức năng tăng tính chủ động, đảm bảo luật được vận hành hài hòa trên thực tế.

Kết luận:

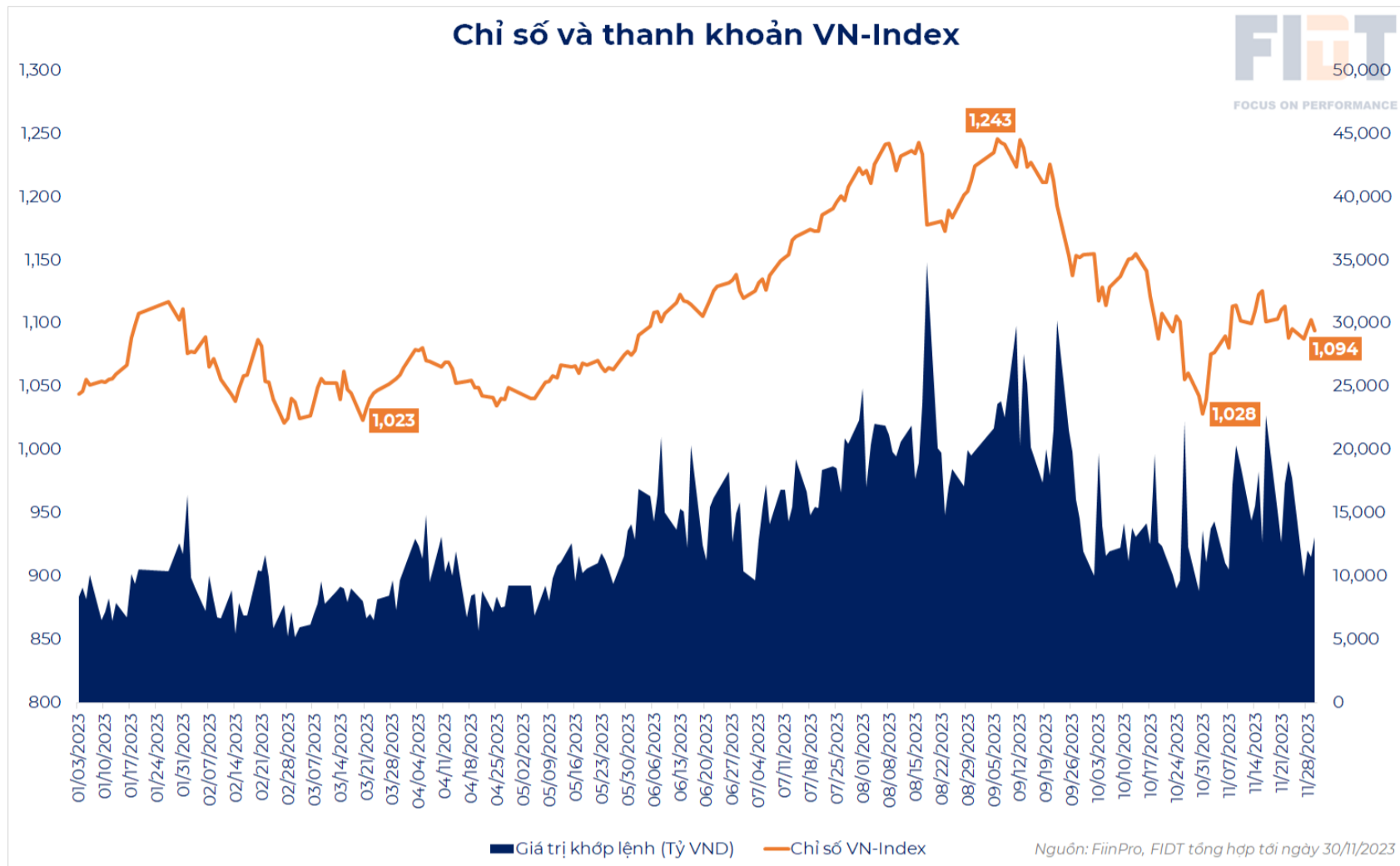
- Các bộ luật mới đã có nhiều sự thay đổi giúp **giải quyết những vấn đề tồn đọng trên thực tế**. Tuy nhiên **bộ luật cần thời gian để phát huy tác dụng** nhất là khi các luật này chỉ chính thức được áp dụng từ đầu 2025.

- Việc các bộ luật sửa đổi có sự tương thích với nhau cao sẽ **tạo nên những cú hích mạnh mẽ cho thị trường bất động sản**, cho việc phát triển và đảm bảo nhu cầu về nhà ở của người dân, đặc biệt là nhu cầu nhà ở tại các đô thị lớn trong thời gian tới.
- Ngoài ra, FIDT lưu ý Quốc **hội dời lịch biểu quyết dự thảo Luật Đất đai sửa đổi sang kỳ họp tiếp theo** (tức tháng 5-6/2024 hoặc kỳ họp bất thường) vì cần thêm thời gian để xem xét kỹ lưỡng dự thảo. Trong dự thảo trình kỳ họp Quốc hội lần này vẫn còn 14 nhóm nội dung chưa được thống nhất bao gồm những nội dung quan trọng như thu hồi đất và xác định giá đất.
- **Sự chậm trễ này sẽ ảnh hưởng đến dự án tồn đọng vì sẽ tiếp tục kéo dài thời gian giải quyết các vấn đề pháp lý và việc khởi động các dự án mới.** Đồng thời có một số điều luật từ Luật Nhà ở và Luật KDBĐS cần tham chiếu với Luật Đất đai cũng sẽ bị cản trở.

C. TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

DATA THỊ TRƯỜNG

CHỈ SỐ VÀ THANH KHOẢN

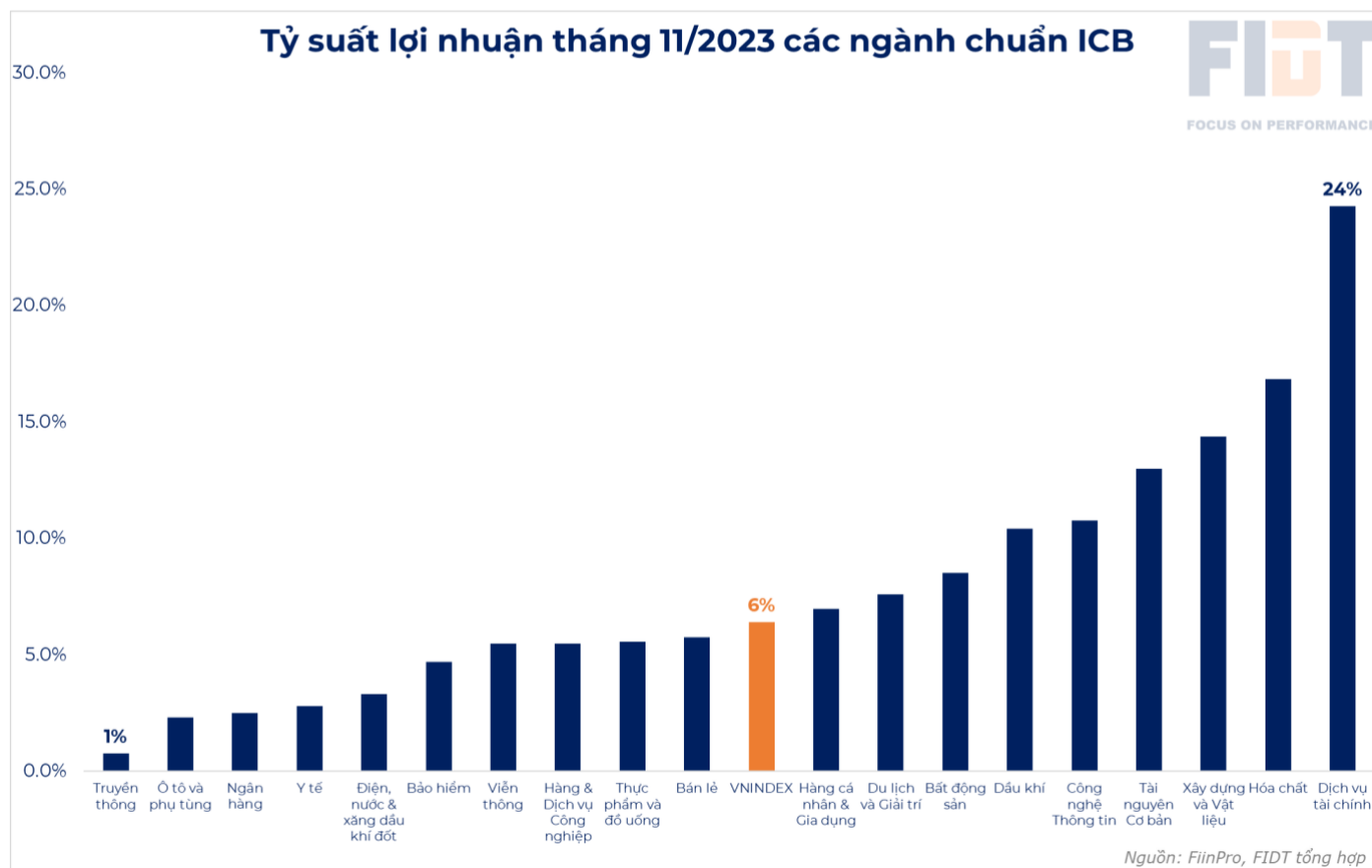


Thị trường chứng khoán tháng 11 ghi nhận đà phục hồi sau 2 tháng 9 và 10 suy giảm liên tiếp. Chỉ số VN-Index quay đầu bật tăng mạnh trở lại trong tuần đầu tiên của tháng 11, sau đó có nhịp đi ngang trong các tuần còn lại. Kết tháng, VN-Index tăng 5.24% so với tháng 10 và tăng 8.64% so với đầu năm 2023.

Tháng 11 cũng ghi nhận đà phục hồi thanh khoản của thị trường so với tháng 10 trước đó, giá trị đạt được quanh ngưỡng 15,000-20,000 tỷ đồng/phiên, có những phiên thanh khoản bật tăng tốt trên 20,000 tỷ đồng.

Mặc dù vẫn xảy ra sự giằng co quyết liệt ở vùng giá hiện tại với mức thanh khoản tương đối, FIDT đánh giá thị trường đã trở nên tích cực hơn và niềm tin nhà đầu tư lạc quan hơn cho giai đoạn cuối năm 2023, đầu năm 2024 với triển vọng **(1)** Chính sách hỗ trợ nền kinh tế của Chính phủ **(2)** Nền lãi suất rẻ **(3)** Phục hồi kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp.

HIỆU SUẤT NGÀNH VÀ CỔ PHIẾU

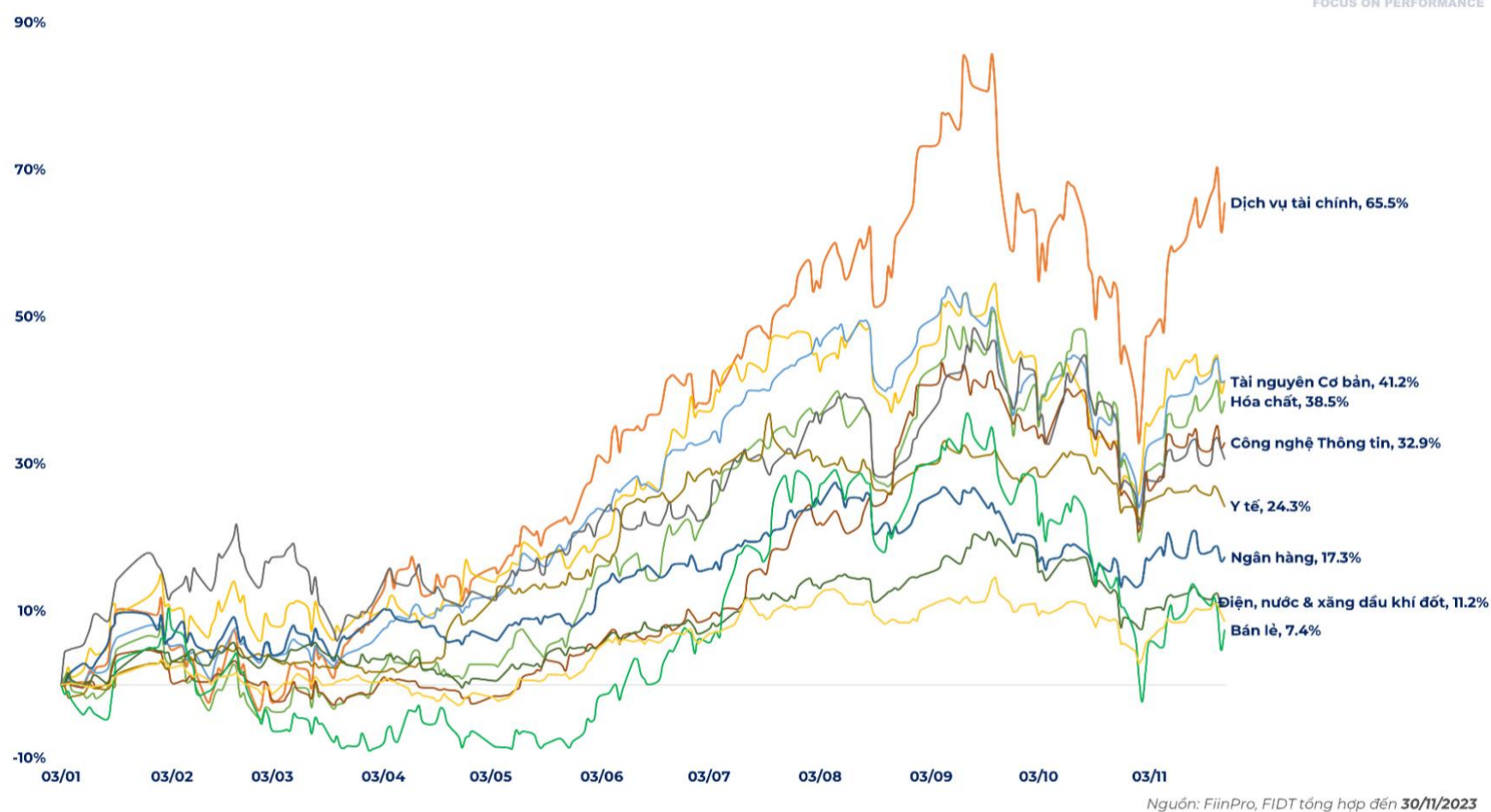


Trong tháng 11, các ngành trên thị trường đều ghi nhận sự tăng trưởng tỷ suất lợi nhuận. Truyền thông là ngành duy nhất ghi nhận tăng trưởng thấp dưới 1% trong tháng qua, ngược lại các ngành đều ghi nhận tăng trưởng hiệu suất khá tốt, trong đó có 9 ngành có tăng trưởng tốt hơn VN-Index (6.4%).

Dịch vụ tài chính là ngành có nhịp tăng tốt nhất trong tháng. Mối tương quan lớn với thị trường đã giúp cho ngành này hưởng lợi, nhịp giảm mạnh trong tháng 10 là động lực cho đà bật tăng mạnh trở lại của VN-Index nói chung và Dịch vụ tài chính nói riêng trong tháng 11 này.

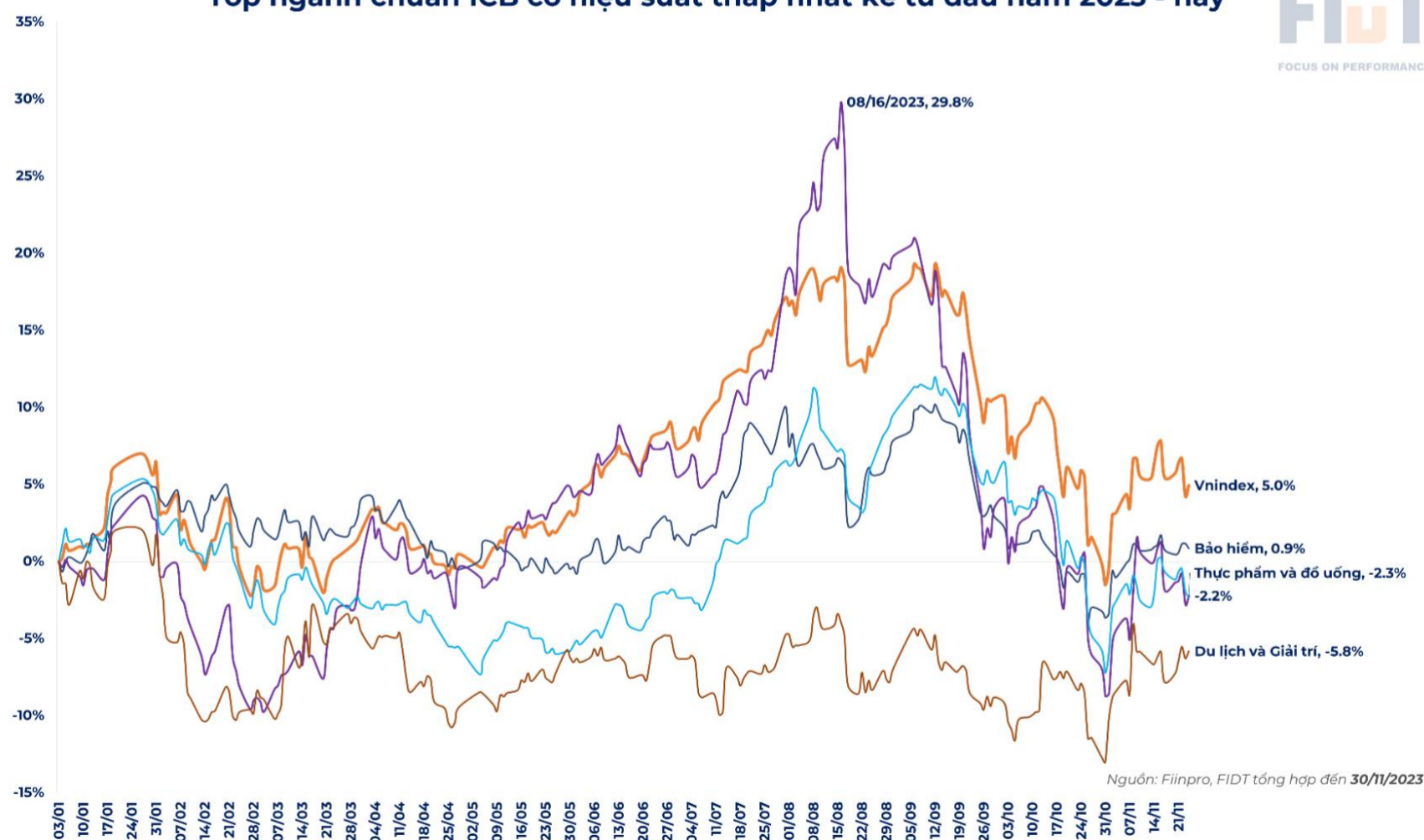
Các ngành khác như Hóa chất, Xây dựng và Vật liệu, Tài nguyên cơ bản, Công nghệ thông tin và Dầu khí cũng là những ngành có hiệu suất tốt > 10% trong tháng 11 vừa qua.

Top ngành chuẩn ICB có hiệu suất cao nhất kể từ đầu năm 2023 - nay



Tính từ đầu năm, Dịch vụ Tài chính, Tài nguyên cơ bản và Hóa chất vẫn là những ngành có hiệu suất tốt nhất. Đáng chú ý, ngành Ngân hàng mặc dù không có đà tăng mạnh vượt trội và đột biến, tuy nhiên đã phục hồi bền bỉ từ đầu năm cũng giúp ngành đạt hiệu suất 17.3% thời điểm hiện tại, gấp hơn 3 lần so với chỉ số VN-Index.

Top ngành chuẩn ICB có hiệu suất thấp nhất kể từ đầu năm 2023 - nay



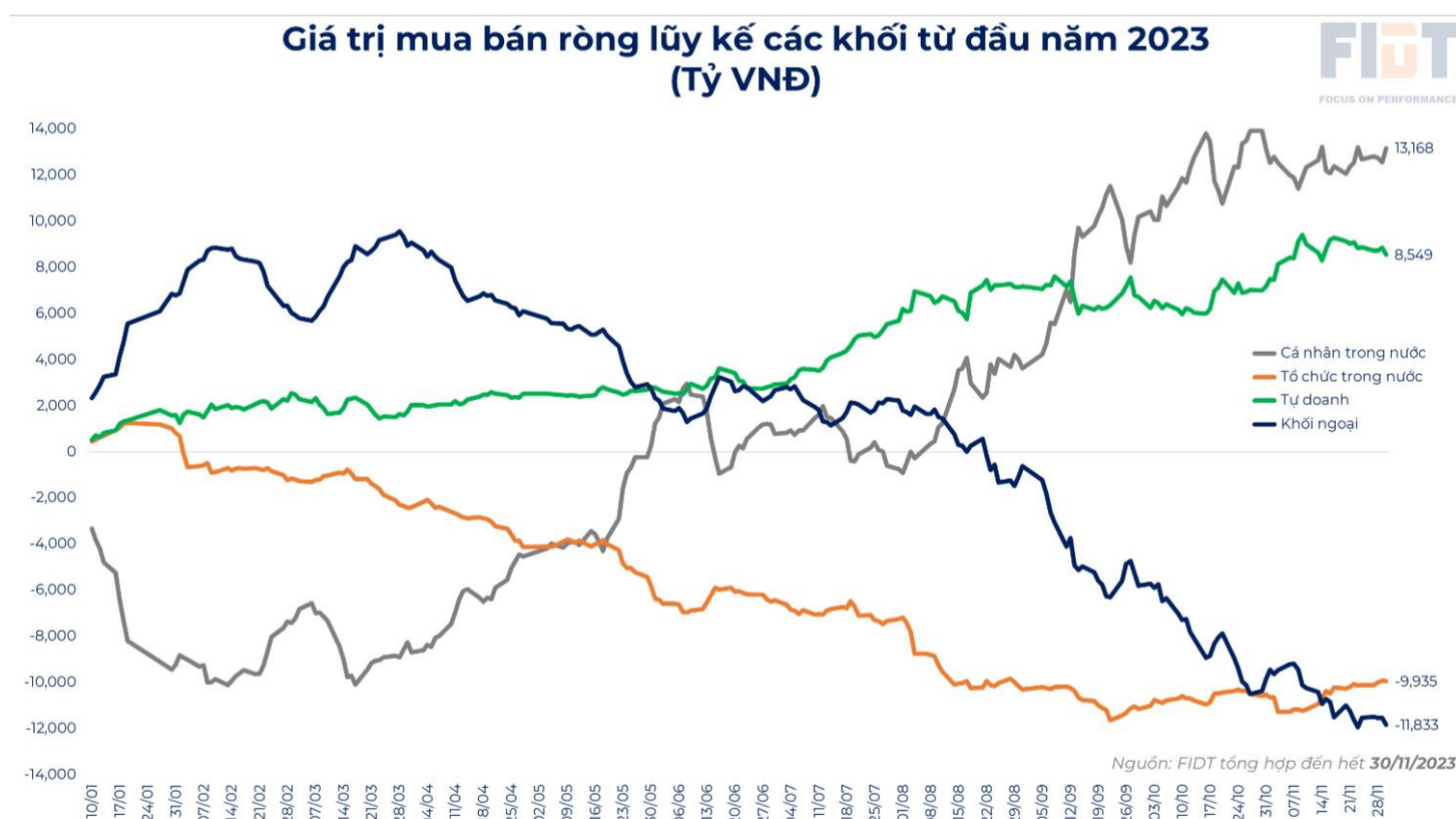
Với các nhóm ngành có hiệu suất thấp hơn VN-Index, đáng chú ý là nhóm Bất động sản. Từng có thời điểm tăng trưởng tốt với hiệu suất 29.8% so với đầu năm 2023 (trong tháng 8), tuy nhiên việc thị trường đi xuống và sức nặng của nhóm VIN (vốn hóa lớn, đà giảm mạnh) đã kéo nhóm này đi xuống, tựu chung nhóm Bất động sản đạt hiệu suất hiện tại là -2.2%.

Diễn biến giao dịch 20 cổ phiếu vốn hóa lớn nhất ngành Bất động sản			
Mã	Hiệu suất từ đầu năm tới ngày 16/08	Hiệu suất từ đầu năm tới ngày 30/11	Vốn hóa thị trường 30/11/2023 (tỷ đồng)
VHM	31.0%	-14.0%	179,835
VIC	40.5%	-22.4%	159,232
BCM	-9.6%	-26.8%	60,237
VRE	19.8%	-16.0%	50,218
NVL	47.5%	26.4%	34,517
KDH	34.2%	29.5%	24,939
KBC	33.7%	28.5%	23,873
PDR	67.6%	100.0%	20,096
IDC	60.5%	69.6%	16,170
DIG	99.3%	72.7%	15,063
NLG	25.1%	20.1%	14,237
DXG	62.7%	56.9%	12,201
CEO	90.1%	62.3%	11,117
SIP	94.8%	79.9%	10,745
HDG	22.4%	9.9%	8,439
TCH	93.7%	90.2%	8,319
SJS	34.7%	58.9%	8,235
ITA	60.5%	52.1%	5,780
SZC	71.3%	97.4%	5,172
HDC	61.3%	40.8%	4,398
Toàn ngành	29.8%	-2.2%	836,555

* Loại 1 số cổ phiếu FIDT cho rằng giá không phản ánh tính thị trường (thanh khoản rất thấp) Nguồn: FiiPro, FIDT tổng hợp

Bên cạnh đó, nhóm Thực phẩm và đồ uống gặp nhiều khó khăn khi nhu cầu người tiêu dùng trong nước và thế giới đi xuống, điều này kéo hiệu suất của ngành trên thị trường duy trì thấp trong cả năm 2023.

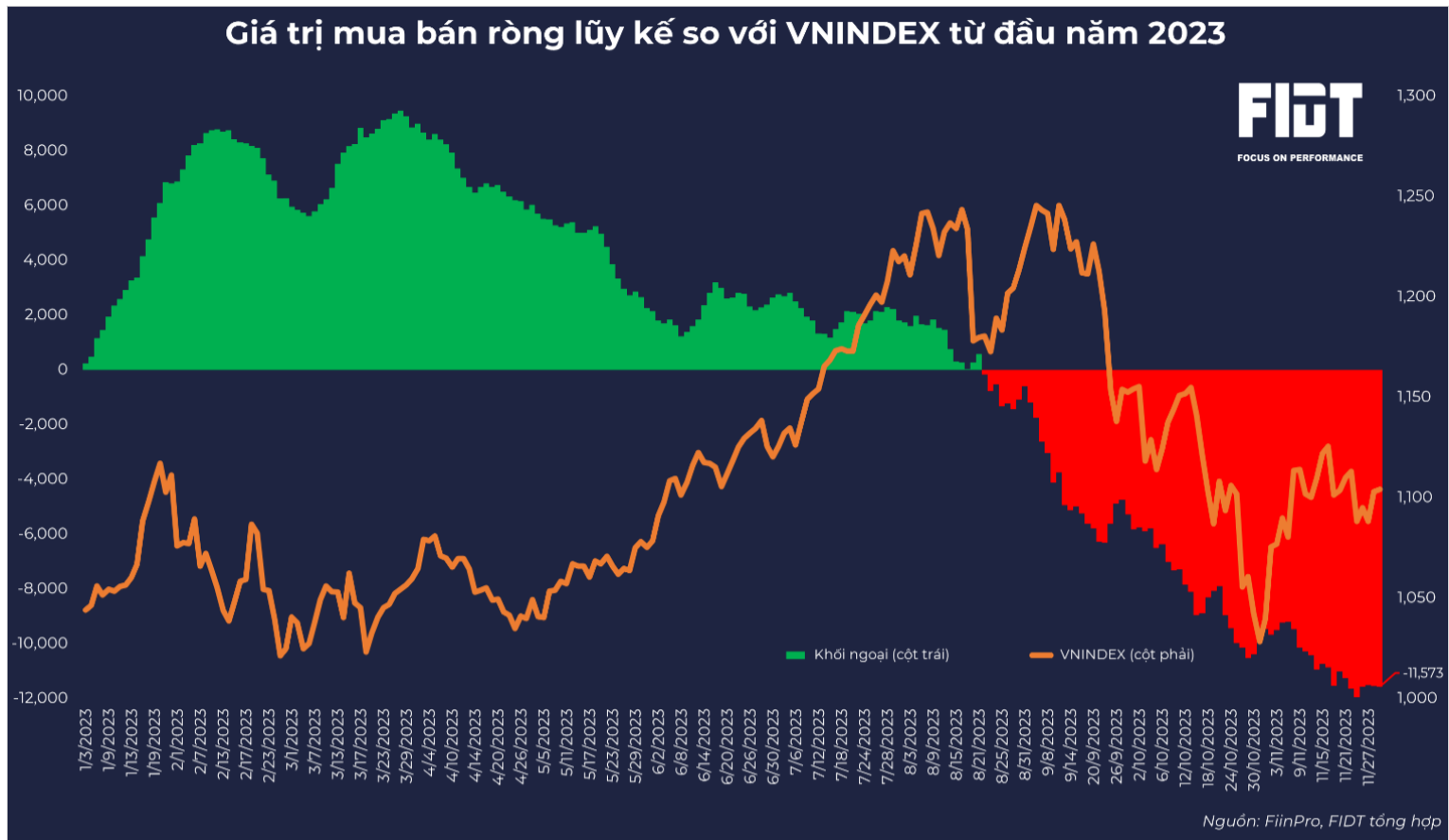
DIỄN BIẾN GIAO DỊCH CÁC KHỐI NHÀ ĐẦU TƯ



Tháng 11 ghi nhận quá trình giao dịch ngược chiều nhau của 2 nhóm: Tổ chức trong nước và Khối ngoại. 2 nhóm này đã có chung xu hướng từ đầu năm 2023 tới nay và ghi nhận lũy kế bán ròng so với 2 nhóm còn lại, tuy nhiên tháng qua đã chứng kiến sự khác biệt khi nhóm Tổ chức trong nước quay đầu mua ròng, còn nhóm Khối ngoại vẫn miệt mài bán ròng trong tháng. Với 2 nhóm còn lại là Nhà đầu tư cá nhân và Tự doanh, xu hướng giao dịch của 2 nhóm này vẫn giằng co và nhịp tăng giảm xen kẽ không đều trong tháng.

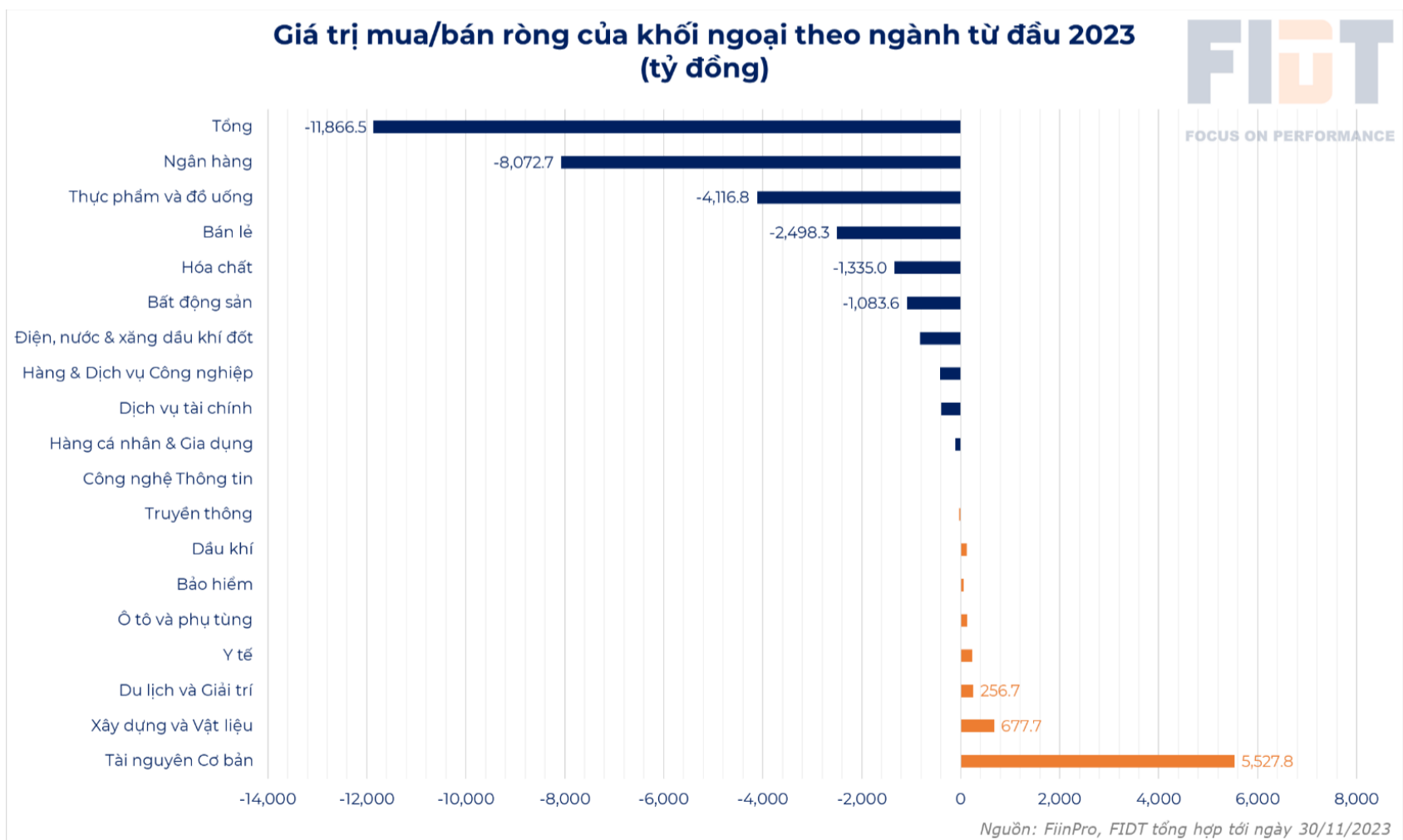
Chúng tôi kỳ vọng triển vọng nền kinh tế phục hồi tốt trong những tháng cuối năm 2023, đầu năm 2024 sẽ kéo các nhóm Nhà đầu tư giao dịch mạnh mẽ hơn trong thời gian tới.

GIAO DỊCH KHỐI NGOẠI



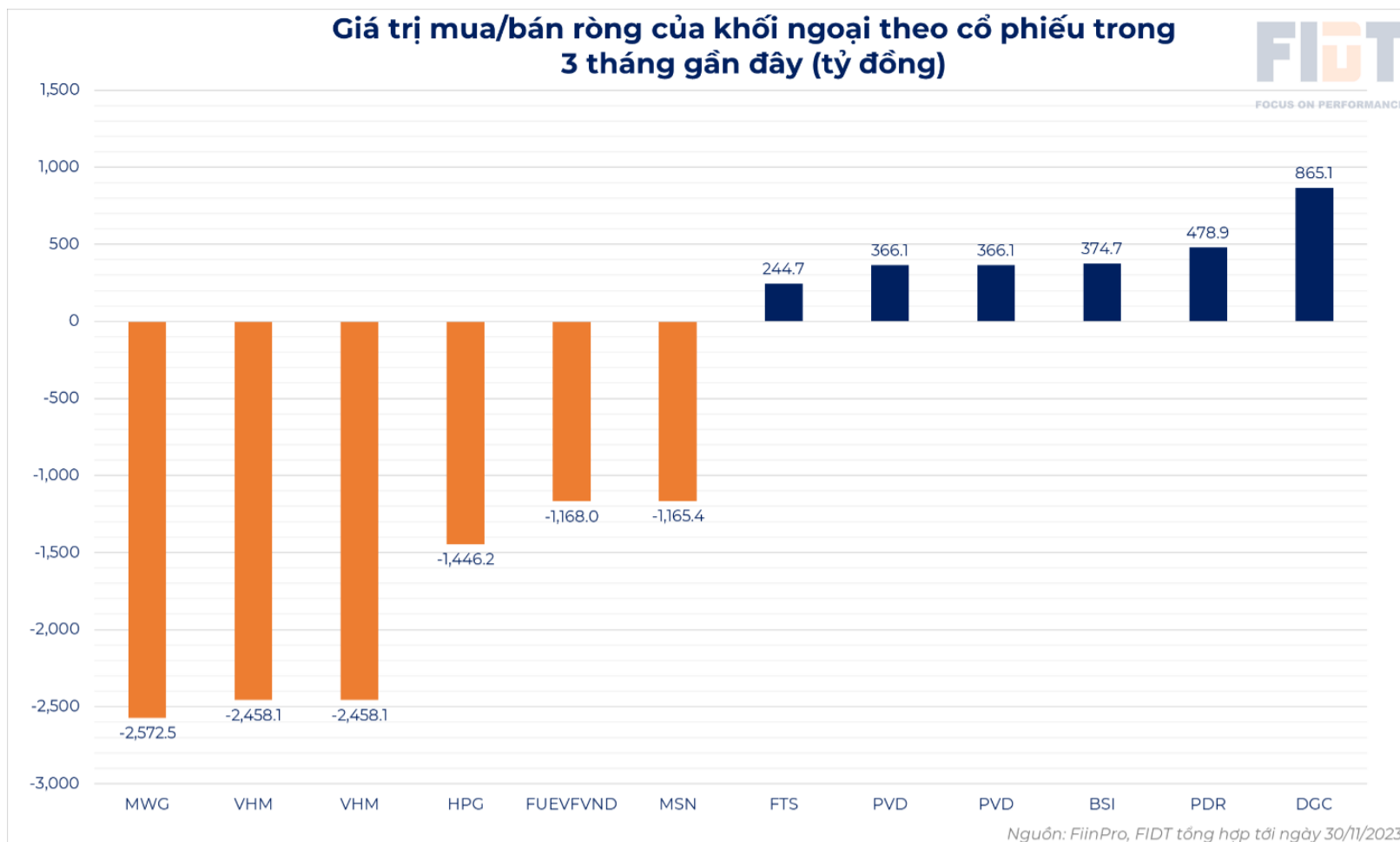
Tính tới ngày 30/11/2023, khối ngoại đã bán ròng **-1,987.5 tỷ đồng** trong tháng 11/2023, tiếp diễn đà bán ròng duy trì trong các tháng vừa qua. Xu hướng chung của khối ngoại vẫn là bán ròng kể từ đầu Q2 trở lại đây, lực bán mạnh hơn sau khi thị trường đạt đỉnh vào cuối tháng 8 và vẫn chưa có dấu hiệu dừng lại. Tính đến 30/11, khối ngoại đã bán ròng khoảng **-11,573 tỷ**. Nhìn vào dữ liệu có thể thấy, sau khi kết thúc chuỗi mua ròng vào tháng 8, **hành động của khối ngoại chủ yếu là mua ròng mỗi khi thị trường sụt giảm với biên độ lớn và bán ròng khi thị trường hồi phục**, điển hình là khi thị trường chạm đáy vào cuối tháng 10, khối ngoại đã có 6 phiên mua ròng với khối lượng lớn.

Diễn biến theo ngành



Tính từ đầu năm, nhóm Ngân hàng là nhóm bị nhà đầu tư nước ngoài bán mạnh nhất. Đà bán đã chậm lại trong những tháng gần đây, trong đó tháng 11 nhà đầu tư nước ngoài đã quay đầu mua ròng nhóm này, việc triển vọng bất động sản sắp tới còn mơ hồ và rủi ro tới từ nhóm Vin đã kéo nhóm trở nên tiêu cực trong góc nhìn của nhà đầu tư nước ngoài. Trong khi thực phẩm và đồ uống cùng với bán lẻ vẫn duy trì nhịp bán xuyên suốt từ đầu năm, triển vọng nhóm này chưa thực sự rõ ràng và khó đạt kỳ vọng của nhà đầu tư về nhịp phục hồi mạnh cho những tháng cuối năm và dịp gần tết, nhìn chung mức tiêu thụ vẫn duy trì thấp của người lao động, đặc biệt là nhóm lao động đang gặp khó khăn với việc làm bởi các doanh nghiệp bị hạn chế đơn hàng.

Ngược xu hướng, nhóm Tài nguyên cơ bản đạt được niềm tin của nhóm nhà đầu tư ngoại và liên tục được nhóm này mua ròng từ đầu năm tới nay.



Diễn biến giao dịch khối ngoại trong 3 tháng qua (thời gian thị trường chuyển xu hướng giảm điểm) nghiêng về xu hướng bán.

Chiều bán mạnh với nhiều mã cổ phiếu vốn hóa lớn và ảnh hưởng sâu sắc tới thị trường. 3 tháng gần nhất ghi nhận bán ròng mạnh của Khối ngoại với nhóm cổ phiếu Vingroup (VHM, VIC, VRE), cùng với MWG, MSN, HPG và VNM. Với nhóm Vingroup, nhóm này đã bị rút ròng liên tục trong thời gian qua khi triển vọng của VinFast không được đánh giá cao đã kéo xuống niềm tin của Khối ngoại vào các cổ phiếu trong hệ sinh thái. Trong khi các mã bluechip còn lại đã từng được đánh giá cao trong quá khứ, tuy nhiên hiện tại lại gặp nhiều vấn đề về mặt tăng trưởng, dẫn đến liên tục là lựa chọn cơ cấu trong danh mục của Khối ngoại. Tỷ trọng vốn hóa lớn của nhóm này đã ảnh hưởng tới tâm lý và niềm tin của nhóm nhà đầu tư khác trên thị trường, góp phần tạo ra nhịp giảm sâu của VN-Index trong 3 tháng vừa qua.

Chiều ngược lại, DGC là mã cổ phiếu được khối ngoại quan tâm và mua vào mạnh nhất với nhiều triển vọng sắp tới của ngành Hóa chất và đầu vào cho sản xuất chất bán dẫn.

Dòng vốn quốc tế

Với tình hình thanh khoản và tỷ giá toàn cầu hạ nhiệt, dòng USD chảy vào Equity toàn cầu đã bắt đầu diễn biến tích cực hơn. Tháng qua các quỹ ETF đến từ Mỹ và EU vẫn hút ròng mạnh nhưng đà tăng đã chững lại trong nửa sau tháng 11, dòng vốn dần dịch chuyển sang khu vực các nước Châu Á. Với Trung Quốc, thị trường nước này bị bán ròng mạnh mẽ trong tháng, tuy nhiên đà bán đã chững lại trong tuần cuối cùng, dòng vốn ETF quay đầu mua ròng nhẹ với giá trị 234 triệu USD.

Trong khu vực ASEAN, ngoại trừ Thái Lan và Indonesia bị bán ròng, hầu hết các quốc gia trong khu vực đều ghi nhận mua ròng của các quỹ ETF.

FLOW CÁC QUỸ ETF TRÊN THẾ GIỚI VÀ TRONG KHU VỰC (Triệu USD)							
Quốc gia	1D	1W	1M	3M	YTD	IYI	3Y
US	7,257	9,078	100,684	201,379	439,334	466,915	1,772,750
Europe	157	995	3,498	5,134	34,681	33,121	71,674
China	290	234	-4,185	-1,529	44,283	50,092	121,672
India	65	39	659	1,877	4,872	5,237	6,588
Taiwan	38	154	856	2,883	3,268	4,345	21,244
Indonesia	-5	-5	-16	-45	32	17	28
Thailand	0	6	1	-15	46	23	22
Malaysia	0	0	8	2	40	35	-20
Pakistan	0	0	1	4	18	18	6
Philippines	0	0	0	-2	-30	-33	-3
Vietnam	1	-1	5	-75	-3	347	1,263

MUA BÁN RÒNG KHỐI NGOẠI SO VỚI CÁC NƯỚC TRONG KHU VỰC (TRIỆU USD)							
Quốc gia	Cập nhật tới	Daily	WTD	MTD	QTD	YTD	12M
India	28/11/2023	214.20	214.20	614.20	-2,042.50	12,716.10	13,641.30
Indonesia	29/11/2023	-3.20	42.00	-12.90	-509.20	-818.90	-2,162.80
Japan	24/11/2023	0.00	28.80	6,600.70	26,116.50	37,284.40	39,384.90
Malaysia	28/11/2023	24.50	9.60	312.90	-147.70	-589.20	-915.40
Philippines	29/11/2023	3.60	15.70	24.30	-146.50	-875.60	-984.30
S. Korea	29/11/2023	176.40	176.80	3,059.10	561.60	6,870.00	5,564.50
Sri Lanka	29/11/2023	-0.10	-0.20	1.50	3.00	13.10	48.60
Taiwan	29/11/2023	449.00	1,028.50	8,163.80	3,206.90	1,374.60	-1,510.00
Thailand	29/11/2023	-95.40	-55.70	-443.00	-873.80	-5,400.40	-5,031.70
Vietnam	29/11/2023	0.60	5.90	-103.30	-168.70	-434.20	63.00

Tại thị trường chứng khoán Việt Nam chứng kiến sự rút ròng của dòng vốn ngoại thêm -103 triệu USD trong tháng, nâng giá trị rút ròng tích lũy tính từ đầu năm đến nay lên đến -434 triệu USD.

Trong đó, dòng tiền đầu tư nước ngoài thông qua các quỹ ETF lớn tại Việt Nam mua ròng nhẹ trong tháng, tổng cộng khoảng 5 triệu USD, kéo số liệu mua ròng các quỹ ETF lên 347 triệu USD trong năm 2023. Có thể thấy, nhịp mua ròng trở lại này thể hiện niềm tin vững chắc hơn của nhà đầu tư với những kỳ vọng của thị trường khi mà các yếu tố vĩ mô đang được đánh giá dần tích cực lên trong cuối năm 2023 và năm 2024.

FLOW CÁC QUỸ ETF TẠI VIỆT NAM (Triệu USD)						
ETFs	Tổng tài sản	1 Day	1 Week	1 Month	YTD	1 Year
VanEck Vietnam ETF	468	0.00	0.00	-5.39	76.69	143.01
Xtrackers FTSE Vietnam	.	0.00	0.00	2.45	66.83	88.72
Fubon FTSE Vietnam ETF	.	0.74	1.11	25.43	49.50	170.37
KIM Growth VNFINSELECT ETF	.	0.00	0.00	0.00	8.75	8.75
Global X MSCI Vietnam ETF	.	0.00	0.00	0.00	6.12	6.94
KIM Growth VN30 ETF	.	0.00	0.00	-2.41	4.70	6.70
DCVFMVN Mid Cap ETF	.	0.00	0.00	1.37	3.28	3.28
SSIAM VNX30 ETF	.	0.00	0.06	0.27	1.89	1.89
IPAAM VN100 ETF	.	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
SSIAM VNX50 ETF	.	0.00	0.00	0.06	-0.12	-2.65
KIM KINDEX Vietnam VN30	.	0.00	0.00	0.00	-0.41	-0.41
Premia MSCI Vietnam ETF	.	0.00	0.00	-0.30	-0.89	-0.89
Premia MSCI Vietnam ETF	.	0.00	0.00	-0.30	-0.89	-0.89
CGS Fullgoal Vietnam 30 Sector Cap ETF	.	0.00	0.00	0.00	-2.36	-2.36
CSOP FTSE Vietnam 30 ETF	.	0.00	0.00	0.00	-2.38	-2.38
KIM KINDEX Vietnam VN30	.	0.00	3.94	3.94	-19.91	54.40
DCVFMVN30 ETF Fund	.	0.00	0.08	14.57	-42.90	-42.78
SSIAM VNFIN LEAD ETF	.	0.00	-5.27	-34.90	-62.64	-55.41
DCVFMVN Diamond ETF	.	0.00	-1.23	0.54	-88.61	-28.84
Tổng		0.74	-1.31	5.33	-3.35	347.45

Giá trị bán ròng giảm mạnh chủ yếu do đà bán từ quỹ nội SSIAM VNFIN Lead đã chứng lại trong các tuần sau của tháng 11, đạt -5.27 triệu USD ở tuần cuối tháng 11 so với -18 triệu USD ở tuần thứ 2. Lũy kế trong tháng, ETF quỹ này bán ròng -34.9 triệu USD. Ở chiều ngược lại, lực mua chủ yếu đến từ Fubon FTSE Vietnam và DCVFMVN Diamond với giá trị lần lượt đạt 25 và 15 triệu USD trong tháng 11.

FIDT nhận định Xu hướng dòng vốn khối ngoại trong thời gian sắp tới sẽ còn phức tạp, hành vi mua bán sẽ còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác bên cạnh biến động của USD như: **(1)** hành động cơ cấu danh mục các quỹ ngoại thời điểm cuối năm **(2)** kỳ vọng của thị trường và tăng trưởng các doanh nghiệp niêm yết **(3)** biến động rủi ro của thị trường quốc tế và trong nước, FIDT quan điểm xu hướng giao dịch của khối ngoại sẽ khó thay đổi trong tháng 12 này, tuy nhiên nhờ điều kiện vĩ mô tích cực hơn chúng tôi cho rằng dòng vốn sẽ có sự khởi sắc trong nửa đầu năm 2024.

ĐỊNH GIÁ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN



P/E thị trường đang ở mức 13.50, với xu hướng đang hướng về mức định giá trung bình lịch sử 14.77 (giai đoạn 2012-nay). FIDT nhận định P/E hiện tại ở mức tương đối, không thực sự thấp so với lịch sử. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng chỉ số P/E thường bị ảnh hưởng bởi đáy chu kỳ kinh doanh và có thể không phản ánh đầy đủ bối cảnh. Lợi nhuận thấp của hầu hết doanh nghiệp phần nào đã đẩy P/E lên mức tương đối. Để có cái nhìn chính xác hơn về tình hình thị trường, việc tham khảo chỉ số P/B sẽ có góc nhìn chính xác và khách quan hơn.



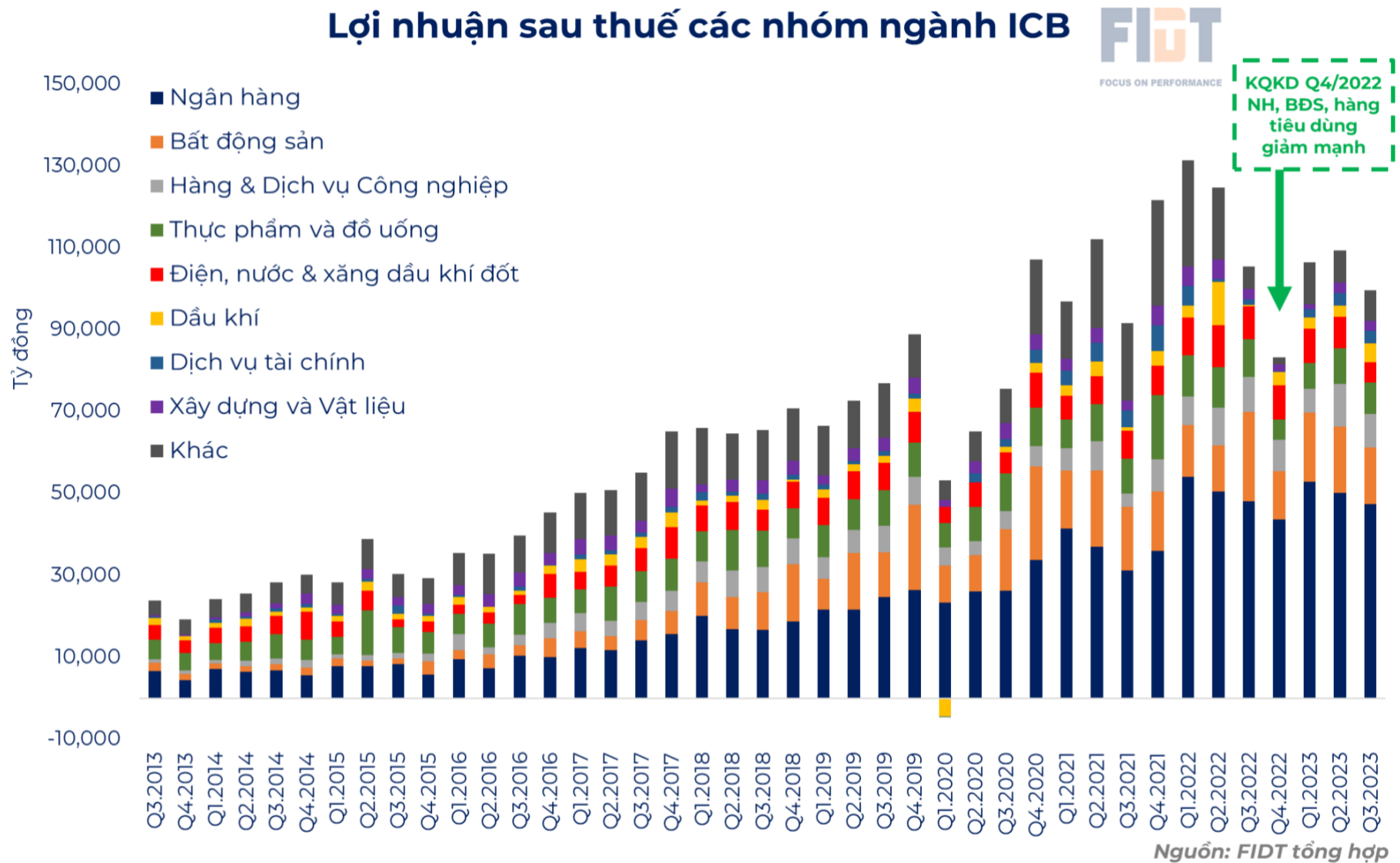
Dựa trên P/B, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể bắt đầu giải ngân, tích lũy cho vị thế trung và dài hạn (năm 2024 và các năm sau) vì P/B thị trường hiện tại ghi nhận mức 1.62, thấp hơn -1 độ lệch chuẩn và rất gần với mức 2 giai đoạn đáy của thị trường (Hoàng loạn do Covid và Trái phiếu doanh nghiệp). Với mức P/B, có thể đánh giá thị trường đã đạt mức rẻ trong lịch sử và dự kiến sẽ có đà bật tăng trở lại trong năm 2024.

TRIỂN VỌNG LỢI NHUẬN

Đối với triển vọng thị trường, trong báo cáo lần này, FIDT tiến hành đánh giá dựa trên câu chuyện lợi nhuận các doanh nghiệp trên thị trường. Kết quả kinh doanh của phần lớn các doanh nghiệp đã bước vào chu kỳ giảm cùng với chu kỳ của nền kinh tế trong nửa cuối năm 2022 và nửa đầu năm 2023. Kết quả chạm đáy vào quý 4/2022 và dần phục hồi trong các quý tiếp theo, có thể nhìn nhận thời kỳ khó khăn nhất của các doanh nghiệp đã qua. Quý 4/2023, với nền tảng hỗ trợ từ vĩ mô đã vững chắc hơn, nhu cầu trên toàn cầu cũng như nội địa phục hồi, FIDT đánh giá quý này sẽ có sự phục hồi tốt so với nền so sánh thấp của Q4/2022, từ đó gỡ bỏ thêm nhiều khó khăn cho doanh nghiệp và đồng thời mở ra nhiều động lực thúc đẩy cơ hội đầu tư cho thị trường chứng khoán.

Dư địa tăng trưởng lợi nhuận từ nền thấp Q4/2022

Q4/2022 là thời điểm đánh dấu 2 đáy lớn của thị trường **(1)** Đáy chỉ số VN-Index sau đợt giảm mạnh từ tháng 4/2022 và **(2)** Đáy lợi nhuận toàn thị trường thấp nhất kể từ Q4/2020.



Vào Q4/2022, lợi nhuận sau thuế của toàn thị trường chỉ đạt 85 nghìn tỷ đồng, sụt giảm mạnh 23% QoQ và 42% YoY. Mức sụt giảm này phần lớn đến từ sự suy yếu các ngành lớn như Ngân Hàng, BĐS, Hàng tiêu dùng (F&B và Xuất khẩu thủy sản), NVL cơ bản (Hóa chất và Thép), DV tiêu dùng (Du lịch và Bán lẻ) trong giai đoạn các các yếu tố kinh tế, vĩ mô, chính sách đều không hỗ trợ.

Biên động lợi nhuận sau thuế các nhóm ngành ICB trong Q4/ 2022

Nhóm Ngành	QoQ		YoY	
	(Tỷ VND)	(%)	(VND)	(%)
Bất động sản	(9,888.12)	-45.37%	(2,653.51)	-18.22%
Ngân hàng	(4,498.46)	-9.35%	7,623.14	21.19%
Thực phẩm và đồ uống	(4,302.16)	-46.47%	(10,843.68)	-68.64%
Du lịch và Giải trí	(2,593.79)	117.50%	(3,673.58)	325.77%
Dịch vụ tài chính	(1,200.09)	-93.64%	(6,231.55)	-98.71%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	(992.69)	-11.55%	(167.46)	-2.16%
Xây dựng và Vật liệu	(863.21)	-34.05%	(3,118.14)	-65.10%
Bán lẻ	(327.56)	-24.16%	(1,676.69)	-61.99%
Truyền thông	(281.07)	-216.19%	(633.88)	-131.29%
Hàng cá nhân & Gia dụng	(255.76)	-15.51%	(695.17)	-33.28%
Hóa chất	(220.39)	-4.11%	(1,946.57)	-27.45%
Công nghệ Thông tin	(128.71)	-8.09%	(201.65)	-12.12%
Tài nguyên Cơ bản	(104.40)	2.35%	(15,010.50)	-143.58%
Ô tô và phụ tùng	1.70	0.51%	(148.98)	-30.56%
Y tế	48.01	5.22%	120.19	14.19%
Bảo hiểm	92.76	10.60%	(103.90)	-9.69%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	472.41	5.99%	1,343.06	19.15%
Dầu khí	2,819.17	568.70%	(355.65)	-9.69%



Tuy nhiên, khi đánh giá lại các yếu tố về triển vọng kinh tế, điều kiện vĩ mô, chính sách cũng như áp lực toàn cầu đối với thị trường Q4/2023 so với cùng kỳ năm ngoái. FIDT cho rằng đã có sự đảo chiều ở rõ ràng ở bối cảnh nền kinh tế.

Tiêu chí		Q4/2022	Q4/2023
ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG KINH TẾ	TĂNG TRƯỞNG GDP	THẤP, XU HƯỚNG GIẢM	THẤP, XU HƯỚNG HỒI PHỤC
	TĂNG TRƯỞNG SẢN XUẤT	THẤP, XU HƯỚNG GIẢM	THẤP, XU HƯỚNG HỒI PHỤC
	TĂNG TRƯỞNG DỊCH VỤ	CAO, XU HƯỚNG GIẢM	TRUNG BÌNH, XU HƯỚNG HỒI PHỤC
	TĂNG TRƯỞNG XÂY DỰNG	TRUNG BÌNH, XU HƯỚNG GIẢM	TRUNG BÌNH, XU HƯỚNG HỒI PHỤC
	TĂNG TRƯỞNG NÔNG NGHIỆP	THẤP, TRUNG TÍNH	THẤP, TRUNG TÍNH
	TĂNG TRƯỞNG ĐẦU TƯ TƯ NHÂN	THẤP, XU HƯỚNG GIẢM	THẤP, XU HƯỚNG GIẢM
	TĂNG TRƯỞNG ĐẦU TƯ CÔNG	CAO, XU HƯỚNG TĂNG	CAO, XU HƯỚNG TĂNG
	TĂNG TRƯỞNG FDI	TRUNG BÌNH, XU HƯỚNG TĂNG	CAO, XU HƯỚNG TĂNG
ĐIỀU KIỆN VĨ MÔ	ĐIỀU KIỆN LÃI SUẤT	LÃI SUẤT CAO, ĐẠT ĐỈNH	LÃI SUẤT THẤP, CHẠM ĐÁY
	ĐIỀU KIỆN TỶ GIÁ	RỦI RO CAO	RỦI RO THẤP
	ĐIỀU KIỆN TÀI KHÓA	NỖI LÒNG - HỖ TRỢ KINH TẾ - HIỆU QUẢ KÉM	NỖI LÒNG - HỖ TRỢ KINH TẾ - HIỆU QUẢ CẢI THIỆN
	ĐIỀU KIỆN LẠM PHÁT	RỦI RO CAO	RỦI RO THẤP
ĐỊNH HƯỚNG CHÍNH SÁCH KINH TẾ	MỤC TIÊU CHÍNH PHỦ	ỔN ĐỊNH TỶ GIÁ - VĨ MÔ	HỖ TRỢ KINH TẾ TỐI ĐA
	CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ	THẮT CHẶT TỐI ĐA	NỖI LÒNG TỐI ĐA
	CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA - ĐẦU TƯ CÔNG	NỖI LÒNG	NỖI LÒNG TỐI ĐA
ÁP LỰC TOÀN CẦU	ĐIỀU KIỆN LÃI SUẤT TOÀN CẦU	XU HƯỚNG TĂNG MẠNH	XU HƯỚNG ĐẠT ĐỈNH, GIẢM DẦN
	ĐIỀU KIỆN ĐẦU TƯ TOÀN CẦU	THẤP, XU HƯỚNG GIẢM	THẤP, XU HƯỚNG PHỤC HỒI
	ĐIỀU KIỆN LẠM PHÁT TOÀN CẦU	XU HƯỚNG TĂNG MẠNH, VÙNG ĐỈNH	XU HƯỚNG GIẢM MẠNH TỪ ĐỈNH

Trạng thái đánh giá

Tiêu cực	Trung tính	Tích cực
----------	------------	----------

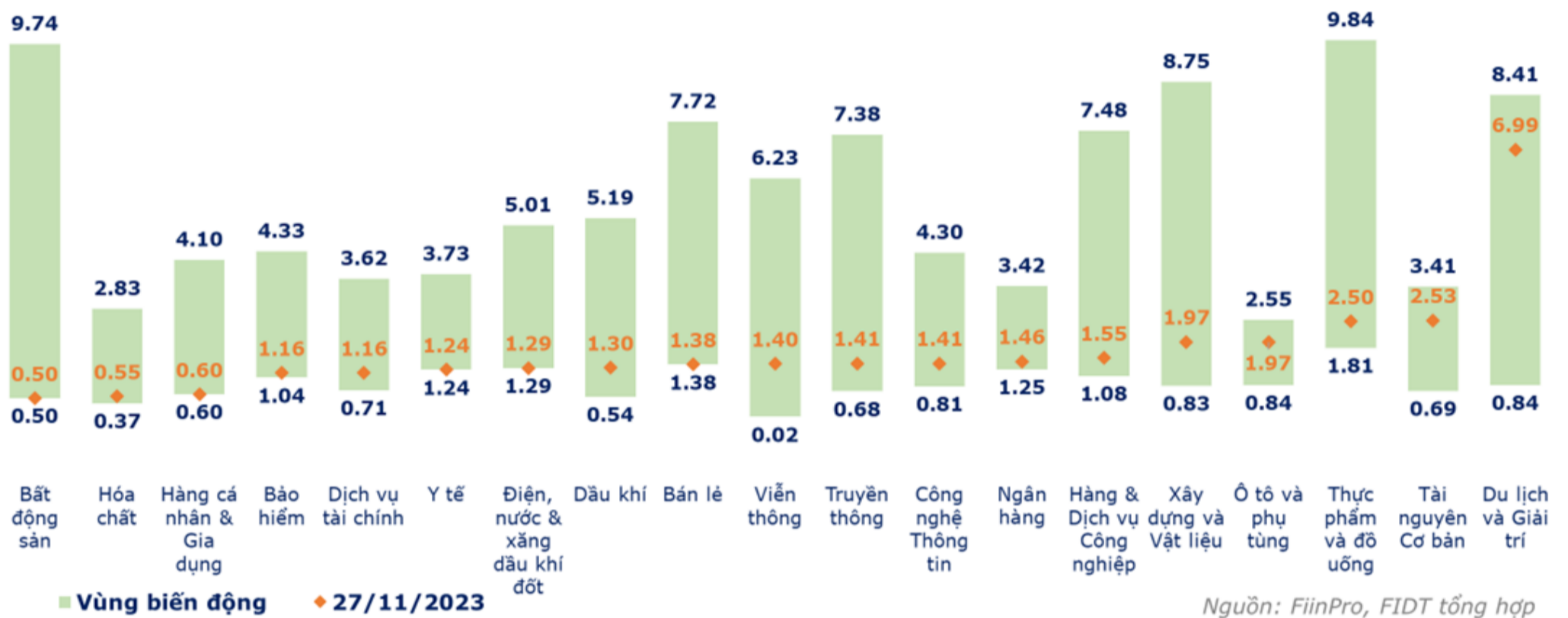
Vì vậy, với (1) Lợi nhuận toàn thị trường tạo đáy trong Q4/2022 và (2) Triển vọng kinh tế Q4 năm nay đã sáng hơn rất nhiều nên chúng tôi đánh giá rằng lợi nhuận chung toàn thị trường trong giai đoạn cuối năm nay đầu năm sau sẽ có tăng trưởng tốt từ mức nền thấp. Đây sẽ là động lực rất lớn chỉ số trong giai đoạn cuối 2023 đầu 2024.

Định giá thị trường tương đối rẻ

Chỉ số giảm mạnh kể từ đầu tháng 9 tới nay, đã đẩy định giá nhiều nhóm ngành/ cổ phiếu vào mức thấp lịch sử (kể từ 2016), đơn cử như Ngân Hàng, BDS, Hóa chất.

Note: Chúng tôi cho rằng định giá P/E có nhiều nhiễu động trong giai đoạn lợi nhuận thị trường biến động mạnh như thời điểm hiện tại, khiến việc đánh giá “đắt” hay “rẻ” dựa trên P/E thiếu tính khách quan. (Đặc biệt với các ngành có tính chu kỳ cao, chiếm đa số trên thị trường). Vì vậy chúng tôi sử dụng định giá P/B để đưa ra nhận định.

P/B các nhóm ngành hiện tại so với quá khứ từ 2016 - nay



Nhìn chung, các ngành trên thị trường hiện tại đang có định giá P/B khá thấp và nằm ở biên dưới của vùng biến động định giá trong lịch sử từ 2016-nay. Trong đó, có những ngành đang nằm ở vùng định giá thấp nhất trong lịch sử như Bất động sản, Hóa chất và Hàng cá nhân & Gia dụng. Chiều ngược lại, Du lịch và giải trí, Tài nguyên cơ bản có định giá đang ở vùng cao trong lịch sử, phản ánh triển vọng tốt của nhóm trong thời gian vừa qua và những quý sắp tới.

Nhóm ngành đáng chú ý

Dựa theo câu chuyện kỳ vọng lợi nhuận phục hồi từ mức nền thấp, cũng như định giá hiện tại của các nhóm ngành trên thị trường. FIDT tiến hành bóc tách câu chuyện riêng, so sánh bối cảnh Q4/2022 và triển vọng Q4/2023 và Q1/2024 đối với các nhóm ngành BĐS, Ngân hàng, Dịch vụ tài chính (Chứng khoán), Thực phẩm và đồ uống với các lý do

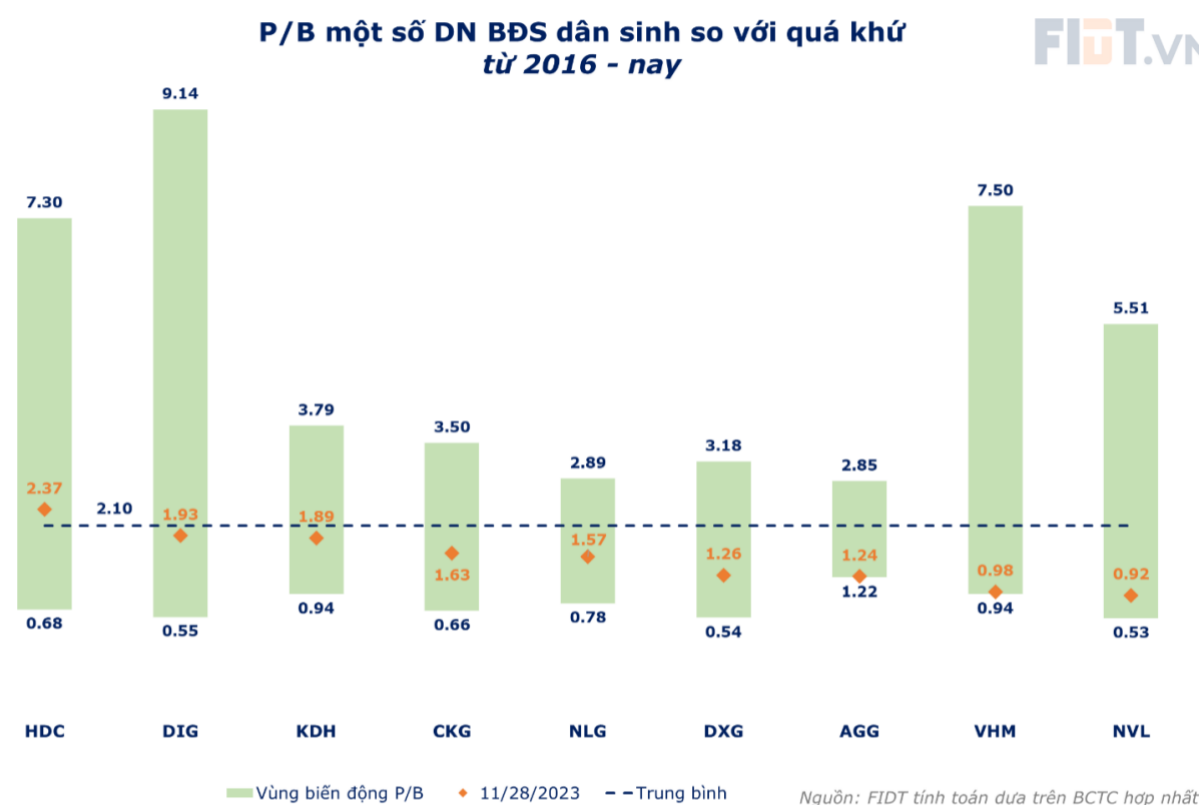
1. Vốn hóa cao, chiếm tỷ trọng lớn trong Index
2. Có mức giảm lợi nhuận lớn trong Q4/2022
3. Mang tính đại diện, giúp phần nào đánh giá được bức tranh tổng thể của nền kinh tế (từ sản xuất, đầu tư, tín dụng)

Ngành	Tình hình KQKD Q4/2022	Triển vọng KQKD Q4/2023
BĐS	<p>BĐS dân sinh</p> <ul style="list-style-type: none"> - Thị trường BĐS âm ảm do chịu ảnh hưởng từ nhiều yếu tố tiêu cực đặc biệt là việc tăng lãi suất, tình trạng tương tự đã từng xảy ra nhiều lần trong quá khứ. - Các nhà phát triển BĐS gặp khó khăn trong việc huy động vốn và tái cơ cấu các khoản nợ khi mà các điều kiện để huy động vốn từ kênh ngân hàng hay trái phiếu đều bị siết chặt. - Các vấn đề về trái phiếu doanh nghiệp thời điểm Q4/2022 ảnh hưởng tới các doanh nghiệp trong ngành. Bất động sản đóng băng trong giai đoạn cuối năm 2022 làm sụt giảm KQKD của mảng BĐS dân sinh. - Về phía người mua cũng gặp nhiều vấn đề trong việc tiếp cận nguồn vốn khi trong bối cảnh lãi suất cao. Điều này dẫn đến thanh khoản thị trường cực kỳ âm ảm. <p>Các cổ phiếu BĐS đều giảm về vùng định giá rẻ lịch sử khi mà triển vọng thị trường khá tiêu cực trong ngắn và trung hạn.</p>	<p>BĐS dân sinh</p> <ul style="list-style-type: none"> - Chính phủ liên tục ban hành các chính sách để “gỡ khó” cho thị trường BĐS. - FIDT nhận thấy các chính sách hỗ trợ đang dần có sự thẩm thấu vào thị trường và đã có sự phục hồi về thanh khoản trên thị trường BĐS kể từ thời điểm cuối Q2.2023. - Lãi suất có xu hướng giảm dần sẽ hỗ trợ đáng kể cho các doanh nghiệp BĐS về mặt chi phí vốn trong khi lực cầu của thị trường cũng sẽ dần cải thiện nhờ dấu hiệu tích cực này. - Hàng loạt các bộ luật mới trong có nổi bật là Luật đất đai 2023 (sửa đổi) sẽ được Quốc hội thông qua trong kỳ họp lần này và sẽ chính thức áp dụng trong nửa cuối 2024, đánh dấu bước ngoặt lớn đối với lĩnh vực BĐS khi giải quyết được các nút thắt trong việc phê duyệt các dự án. FIDT kỳ vọng việc này sẽ giúp cải thiện nguồn cung BĐS trong dài hạn. <p>Chúng tôi cho rằng chính sách sẽ dần lan tỏa và khiến thị trường BĐS khởi sắc rõ rệt hơn từ cuối 2023. Điều này sẽ giúp KQKD của các DN tiếp tục ghi nhận sự cải thiện.</p>
	<p>BĐS KCN</p> <ul style="list-style-type: none"> - Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn khi vẫn duy trì lợi thế cạnh tranh về giá thuê KCN, giá nhân công... và hưởng lợi từ xu thế chuyển dịch sản xuất khỏi TQ - Dòng vốn đầu tư công nghiệp trên toàn cầu vào VN chịu tác động mạnh bởi rủi ro địa chính trị, lạm phát thế giới cao khiến các NGTW thắt chặt chính sách tiền tệ. 	<p>BĐS KCN</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dòng vốn FDI đã cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ sau 2 quý đầu năm âm ảm - Việt Nam đang sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh và sẽ hưởng lợi từ làn sóng dịch chuyển khỏi Trung Quốc - Việc nâng cấp quan hệ với Mỹ và Nhật sẽ tạo điều kiện để nhiều doanh nghiệp lớn tìm đến VN trong tương lai. <p>Do đặc thù ngành nên ngành này không bị ảnh hưởng nặng bởi các yếu tố trong nước như BĐS dân sinh nên FIDT vẫn đánh giá tích cực về triển vọng của ngành này.</p>
Ngân hàng	<p>Đa số lợi nhuận của các ngân hàng bắt đầu giảm từ Q4/2022 sau khi đạt đỉnh trong Q1 - Q3/2022:</p> <p>Nền kinh tế chịu áp lực thanh khoản và lãi suất tăng</p> <p>Rủi ro từ thị trường BĐS và sự hạ nhiệt của nền kinh tế toàn cầu.</p> <p>Các yếu tố rủi ro này chưa phản ánh hết trong KQKD của các ngân hàng trong quý 4 và sẽ tiếp tục phản ánh vào các quý đầu 2023.</p>	<p>Tăng trưởng tín dụng toàn ngành được kỳ vọng cải thiện trong Q4 sau thời gian dài âm ảm - đối với những ngân hàng có tỷ trọng cho vay bán lẻ lớn. Đối với những ngân hàng có tỷ trọng cho vay BĐS & TPĐN cao sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc cải thiện tốc độ tăng trưởng tín dụng hơn.</p> <p>NIM của các NHTM đã đi vào vùng đáy và bắt đầu có dấu hiệu khả quan do (1) lãi suất huy động hạ nhiệt (2) thanh khoản của các ngân hàng ổn định.</p> <p>Chi phí hoạt động đang có xu hướng ổn định không nhiều sự đột biến, có thể tăng nhẹ trong cuối năm theo các chương trình thúc đẩy tín dụng.</p> <p>Chất lượng tài sản bắt đầu có sự cải thiện khi tỷ lệ nợ nhóm 2 cải thiện, NPLs vẫn tăng tuy nhiên tốc độ tăng đã giảm tốc, các NHTM có LLCR cao sẽ có chi phí DPRR thấp hơn các NHTM có LLCR thấp => Phân hóa về chi phí DPRR tuy nhiên mặt bằng chung sẽ bắt đầu có sự cải thiện trong chi phí DPRR tín dụng.</p> <p>Do đó, FIDT đánh giá ngành Ngân hàng đang dần vượt qua thời điểm khó khăn nhất và sẽ có sự cải thiện trong KQKD tuy nhiên sự phân hóa giữa các ngân hàng sẽ lớn.</p>
Chứng Khoán	<p>Lợi nhuận nhóm chứng khoán bắt đầu giảm dần từ Q2/2022 và tạo đáy trong Q4/2022, phần nhiều vì các lý do:</p> <p>Thanh khoản thị trường cạn kiệt trước áp lực rất lớn đến từ tỷ giá cao, ảnh hưởng tiêu cực vào nguồn lợi nhuận từ mảng môi giới.</p> <p>Chỉ số giảm mạnh do rủi ro trái phiếu, BDS, tâm lý thị trường tiêu cực - lợi nhuận doanh mục tự doanh cũng bị ảnh hưởng.</p>	<p>Đối với Q4/ 2023 - tốt hơn so với Q4/2022, nhưng xấu hơn Q3/2023:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dư địa tăng Dư nợ cho vay ký quỹ tại các CTCK còn nhiều. • Thanh khoản thị trường tuy thấp hơn so với Q3, nhưng vẫn cao hơn so với cùng kỳ. Điều này cũng tương tự với danh mục tự doanh khi chỉ số tuy điều chỉnh trong tháng 11, nhưng vẫn trên vùng đáy. (Kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận cả 2 mảng tự doanh và môi giới đều cao hơn năm ngoái) • Ngoài ra, ngành chứng khoán còn có các triển vọng khác như • Xu hướng hồi phục kinh tế, đẩy mạnh chính sách hỗ trợ. • Kỳ vọng hệ thống KRX tiếp tục cải thiện thanh khoản, tạo điều kiện cho việc nâng hạng (MSCI và Russel), thu hút nguồn vốn nước ngoài vào thị trường.
Thực phẩm và đồ uống	<p>Lợi nhuận nhóm thực phẩm & đồ uống bắt đầu giảm dần từ Q3/2022 và giảm mạnh trong quý 4/2022:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Chu kỳ bổ sung hàng tồn kho của các doanh nghiệp tại các thị trường Mỹ và Châu Âu chững lại khi mức độ tiêu thụ của người dân ở các khu vực này hạ nhiệt do lạm phát cao, trong khi thị trường Trung Quốc vẫn chưa mở cửa hoàn toàn trở lại trong Q4/2022. - Giá nguyên liệu đầu vào của các doanh nghiệp chủ yếu nằm trong vùng cao như giá đường (cho ngành bánh kẹo và đồ uống), giá nguyên liệu thực ăn chăn nuôi (cho ngành thủy sản, chăn nuôi heo). 	<ul style="list-style-type: none"> - Chu kỳ cắt giảm hàng tồn kho kết thúc, nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam như Mỹ hay Trung Quốc bắt đầu ghi nhận sự phục hồi, đặc biệt là thị trường Trung Quốc. Trong nước, mảng bánh kẹo, chăn nuôi đang kỳ vọng nhu cầu sẽ tăng lên trong dịp lễ Tết. Điều này góp phần giúp các các doanh nghiệp tăng trưởng được sản lượng và giá bán, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu. - Giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi liên tục giảm trong năm 2023 và hỗ trợ biên lợi nhuận của các doanh nghiệp chăn nuôi. <p>FIDT đánh giá triển vọng Q4 của các doanh nghiệp trong ngành Thực phẩm và đồ uống sẽ phục hồi so với cùng kỳ</p>

Trong xu hướng lợi nhuận doanh nghiệp phục hồi từ mức nền thấp đặc biệt là được dẫn dắt bởi hai nhóm vốn hoá lớn là ngân hàng và BĐS cùng với việc định giá hiện tại của thị trường vẫn đang ở mức hấp dẫn, FIDT cho rằng thị trường sẽ vẫn duy trì xu hướng tăng trong trung hạn. Tuy nhiên sự phân hoá về lợi nhuận lẫn dòng tiền sẽ được thể hiện rõ, chính vì vậy để tối ưu hoá hiệu suất đầu tư thì nhà đầu tư nên tập trung vào những cổ phiếu có câu chuyện riêng và triển vọng thực sự rõ ràng.

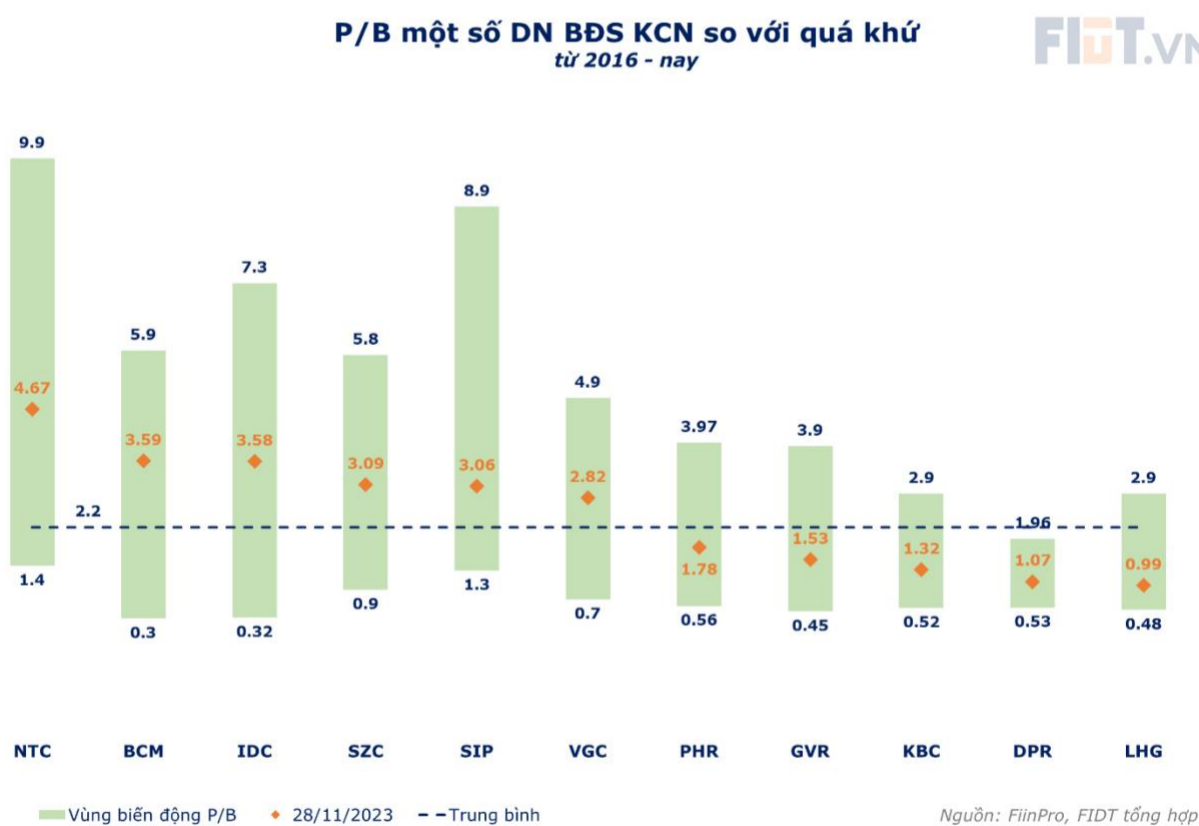
Tham khảo định giá P/B các nhóm ngành

Bất động sản



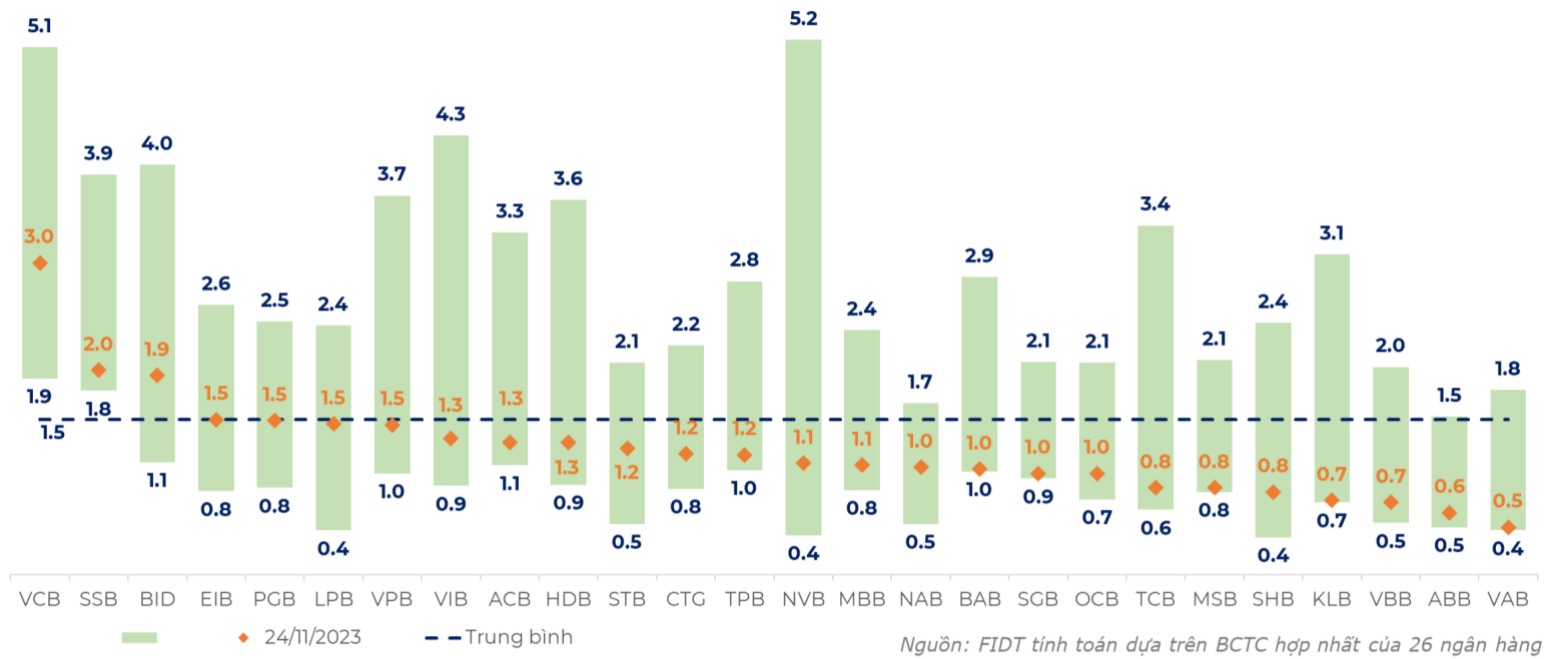
Các cổ phiếu BĐS nhìn chung đã hồi phục khá tốt kể từ vùng đáy Q4.2022 tuy nhiên FIDT thấy rằng vùng giá hiện tại vẫn được xem là vùng rẻ trong quá khứ. Giai đoạn hiện tại các nhóm ngành liên quan đến Bất động sản đang thu hút dòng tiền bởi kỳ vọng về tác động của các đợt hạ lãi suất, các chính sách gỡ nút thắt pháp lý sẽ giúp diễn biến của thị trường BĐS dần có sự hồi phục. FIDT dự phóng KQKD của nhiều doanh nghiệp BĐS đặc biệt là những doanh nghiệp thuộc top vốn hoá lớn sẽ có sự phục hồi rõ rệt trong 2024 tuy nhiên thị trường vẫn cần nhiều thời gian để thực sự quay trở lại như trước thời điểm xảy ra cuộc khủng hoảng.

Trong nhóm BĐS dân sinh, VHM đang có đóng góp lớn với vị thế vốn hóa cao nhất của ngành, hiện tại VHM đang có mức định giá rất thấp phản ánh những khó khăn mà doanh nghiệp gặp phải và tâm lý nhà đầu tư bị ảnh hưởng bởi câu chuyện của VinFast (cùng chung hệ sinh thái với VHM). NVL và các doanh nghiệp khác trong ngành với nhiều khó khăn đang hiện hữu chưa giải quyết dứt điểm cũng đang được định giá thấp, dưới mức trung bình lịch sử từ năm 2016-nay.



Riêng về BĐS KCN, đây là nhóm có KQKD ít bị ảnh hưởng trong giai đoạn vừa qua, không chỉ vậy **nhóm BĐS KCN đang cho thấy tiềm năng đầu tư với nhiều câu chuyện trong thời gian sắp tới, song lợi nhuận của nhiều doanh nghiệp trong ngành vẫn sẽ có sự phân hóa mạnh**. Các cổ phiếu tiềm năng phần nào đã thể hiện tiềm năng dài hạn của ngành và đang có mức định giá khá cao, trong khi nhóm Bất động sản KCN – Cao su như GVR, PHR, DPR với triển vọng chuyển mục đích sử dụng đất từ lâm nghiệp thành đất KCN vẫn chưa rõ ràng vì cần chờ đợi thêm các thủ tục pháp lý vẫn đang được định giá khá thấp ở hiện tại.

P/B của ngân hàng so với quá khứ từ 2016 - nay



Khi so sánh định giá P/B hiện tại so với trung bình từ 2016-nay, FIDT RS thấy đa phần cổ phiếu ngành ngân hàng đang nằm gần biên dưới phản ánh những rủi ro ngành đang gặp phải. Chúng tôi cho rằng KQKD của ngành này sẽ có sự cải thiện trong thời gian tới tuy nhiên sẽ có sự phân hoá **và dòng tiền thị trường chưa đủ mạnh để ủng hộ ngành ngân hàng.**

Chứng khoán

P/B một số CTCK so với quá khứ từ 2016 - nay



Định giá P/B của chứng khoán hầu hết đang ở mức cao và cao hơn so với trung bình lịch sử của toàn ngành (từ năm 2016-nay). Tính từ đầu năm 2023, nhóm chứng khoán là một trong những ngành có nhịp tăng mạnh mẽ nhất toàn thị trường dựa trên các kỳ vọng KRX, nâng hạng. Điều này khiến P/B của các ctck tăng nhanh chóng với nhiều doanh nghiệp có P/B đang ở mức cao so với trung bình lịch sử toàn ngành. **FIDT cho rằng giá cổ phiếu nhóm ngành Chứng khoán hiện tại đã phần nào phản ánh hầu hết các kỳ vọng trong tương lai**

D. CÂU CHUYỆN ĐẦU TƯ

RỦI RO THỊ TRƯỜNG

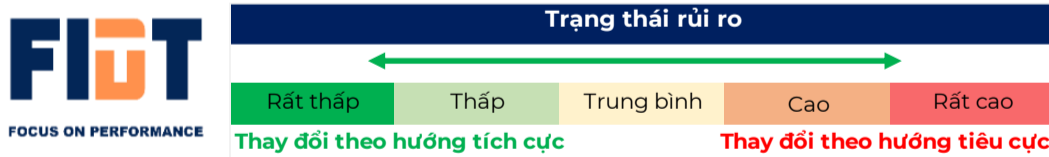
Đối với cơ hội, thị trường thường nhận diện rất rõ và ít những biến động ngoài mong muốn. Nhưng với rủi ro thường sẽ khó khăn hơn, rủi ro liên quan đến việc nhận diện những rủi ro và hậu quả có thể xảy ra mà còn cả khả năng xảy ra của chúng.

Rủi ro thị trường được FIDT phân tích chủ yếu thành 2 nhóm chính gồm: rủi ro bên ngoài (những vấn đề quốc tế) và rủi ro bên trong (vấn đề trong nước), đánh giá tổng quan về 2 nhóm rủi ro so với tháng trước:

- **Rủi ro bên ngoài:** FIDT cho rằng thị trường đã phản ánh những rủi ro chính của vĩ mô quốc tế trong ngắn hạn: áp lực về đồng USD đã suy giảm, xung đột địa chính trị được khoanh vùng, lạm phát có xu hướng được kiểm soát, ...
- **Rủi ro bên trong:** Rủi ro bên trong vẫn tập trung phần lớn vào những vấn đề còn tồn đọng ở các “tập đoàn lớn”. Bên cạnh đó, những chính sách hỗ trợ kích thích chưa thể thẩm thấu đang là thách thức lớn đối với nền kinh tế Việt Nam trong vòn vèn tháng cuối cùng của năm.

Đánh giá rủi ro thị trường

Rủi ro đã nhận diện	Đánh giá rủi ro	Phân loại rủi ro	Rủi ro ở thời điểm hiện tại (Xác suất)	Tác động đến TTCKVN	Đánh giá trạng thái rủi ro
Tỷ giá USD/VND	Rủi ro về tỷ giá đã có sự suy giảm đáng kể, điều kiện tiền tệ toàn cầu nới lỏng hơn cho phép NHNN thực hiện cùng lúc 2 xu hướng: (1) nới lỏng thanh khoản VND ngắn hạn; (2) duy trì tỷ giá cân bằng theo cung cầu ngoại hối. Xu hướng tỷ giá dao động cân bằng vùng 24,000 – 24,300 trong ngắn hạn 1 – 3 tháng, vùng mất giá 3% YTD theo định hướng NHNN.	Hệ thống	Thấp	Thấp	Thấp
Suy thoái kinh tế thế giới và tại Mỹ	Các rủi ro đối với kinh tế thế giới vẫn chưa có sự thay đổi mạnh mẽ gồm: (1) nợ tăng cao, (2) tài chính bị thắt chặt dẫn đến (3) mất động lực tăng trưởng. Rủi ro kinh tế suy thoái ở Châu Âu – Trung Quốc ngày càng rõ ràng với nền kinh tế Mỹ người dân ảnh hưởng tương đối đến nhu cầu đầu tư - xuất khẩu của Việt Nam cũng như tăng trưởng kinh tế chung (chủ yếu do môi trường lãi suất rất cao và suy thoái khu vực BĐS – tài chính đối với Trung Quốc). Tuy nhiên, với việc chu kỳ thắt chặt lãi suất toàn cầu đang dần đi đến hồi kết, có thể kỳ vọng ảnh hưởng từ suy thoái kinh tế toàn cầu đến kinh tế và TTCK Việt Nam được kiểm soát.	Hệ thống	Trung bình	Trung bình	Trung bình
Nền kinh tế Trung Quốc và cuộc khủng hoảng nợ	Nền kinh tế Trung Quốc vẫn cần thời gian hấp thụ các chính sách kích cầu, vì vậy số liệu kinh tế vẫn còn nhiều u ám. Cuộc khủng hoảng ngày càng đi theo chiều hướng khó lường khi nối tiếp Evergrande Group và Country Garden là Zhongzhi Enterprise một trong những “ông lớn” trong hệ thống ngân hàng ngầm (Shadow banking) phải đối mặt với nguy cơ vỡ nợ.	Hệ thống	Trung bình	Cao	Cao
Lạm phát trở lại do căng thẳng địa chính trị	Cập nhật mới nhất về lạm phát Mỹ đều đánh giá cao kịch bản xu hướng lạm phát tiếp tục giảm ở cả 3 khu vực: lạm phát hàng hóa, lạm phát dịch vụ, lạm phát lương nhân công. Thêm vào đó, với giá năng lượng giảm rất mạnh do nhu cầu yếu (giá dầu Brent giảm về xung quanh \$80/thùng), lạm phát năng lượng cũng giảm rất nhanh. Kịch bản về rủi ro lạm phát quay trở lại có thể loại bỏ. Với xu hướng lạm phát hiện tại, xác suất lãi suất Fed đạt đỉnh gần như chắc chắn	Hệ thống	Thấp	Thấp	Thấp
Sự kiện bất ngờ liên quan đến các tập đoàn lớn	Ảnh hưởng bởi các sự kiện xoay quanh các tập đoàn lớn như VTP và SCB đã gây ảnh hưởng lớn đến tâm lý nhà đầu tư, FIDT cho rằng các sự kiện này sẽ còn dư địa và tiếp tục ảnh hưởng đến thị trường trong tháng 12.	Phi hệ thống	Trung bình	Cao	Cao



Về mặt tổng thể, nhìn qua có thể thấy các yếu tố rủi ro đã thay đổi theo chiều hướng tích cực đáng kể so với tháng 11, tuy nhiên chung tôi cho rằng việc nhận diện rủi ro trong tháng 12 đã trở nên khó khăn hơn và thị trường vẫn còn những “yếu tố ẩn khác” tác động mạnh đến thị trường mà chưa có sự thành hình rõ ràng, trong đó phần lớn rủi ro nằm ở **trung hạn** dựa vào một số đặc trưng mà thị trường đang biểu hiện. Chúng tôi rằng tiềm tàng của các rủi ro này trước sự bất định của nền kinh tế thế giới hiện nay vẫn còn hiện hữu.

- **FED cắt giảm lãi suất gây áp lực lên thị chứng khoán (TTCK):** Dữ liệu cho thấy TTCK thường biến động tiêu cực sau khi FED cắt giảm lãi suất. Dù mục đích của việc cắt giảm lãi suất là nhằm tăng cung tiền và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, tuy nhiên một khi chuyển sang cắt giảm lãi suất, nhà đầu tư có thể hiểu rằng FED đang dự báo kinh tế ảm đạm và bắt đầu sự can thiệp.
- **Xu hướng dư thừa nguồn cung:** Vì thị trường có xu hướng nhìn về phía trước từ 6 đến 12 tháng, do đó thị trường có thể đã phản ánh tình trạng thiếu hụt về lương thực, thực phẩm, hàng hóa, ... dẫn đến sự căng thẳng có thể đã giảm bớt và tình trạng dư thừa có thể đã bắt đầu hình thành trong 2024.
- **Đình lạm:** Tác động tổng hợp của nhiều vấn đề mà thế giới đang gặp phải có thể dẫn đến cú sốc lạm phát đình trệ, khiến các NHTW không có lựa chọn tốt nào để kích thích tiền tệ và đẩy nền kinh tế thế giới kéo dài tình trạng suy thoái.

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

Có thể nói, **điều kiện thị trường chứng khoán hiện tại rất khó giao dịch đối với tất cả các vị thế đầu tư ngắn hạn**, kể cả phòng thủ (% tiền mặt cao) hay tấn công (% cổ phiếu cao). Có nhiều yếu tố bất định cản trở xu hướng hồi phục của Vnindex trong ngắn hạn, triển vọng không rõ ràng.

Các yếu tố tiêu cực ảnh hưởng Vnindex trong ngắn hạn:

- Diễn biến cho thấy xu hướng phục hồi yếu hơn so với kỳ vọng, trong bối cảnh áp lực tiền tệ toàn cầu giải tỏa. Có thể thấy, Vnindex gần như lờ nhịp tăng mạnh nếu so sánh với thị trường chứng khoán toàn cầu giai đoạn vừa qua.
- Vnindex tiếp tục dao động dưới vùng MA200 – Daily kể từ giữa tháng 10, điều kiện thanh khoản tổng thể giảm mạnh, mức độ biến động tăng - giảm rất cao trong thời gian ngắn.
- Khối ngoại tiếp tục bán ròng, dù có giảm cường độ so với đầu tháng 11. FIDT cho rằng, xu hướng khối ngoại bán ròng liên quan Trung Quốc đang là cản trở lớn trong xu hướng hồi phục của Vnindex.
- Dòng tiền vào thị trường chứng khoán cũng bị ảnh hưởng bởi nhu cầu thanh khoản dành cho kinh tế thực cuối năm.
- Rủi ro hình sự hóa các lãnh đạo doanh nghiệp niêm yết trên sàn, đặc biệt liên quan đến các ngành nhạy cảm như Bất động sản và ngân hàng.

Tuy nhiên, với tầm nhìn đầu tư xa hơn 3 tháng – 6 tháng, FIDT cho rằng cơ hội đối với Vnindex cũng rất đáng chờ đợi, với các yếu tố dự đoán tích cực với chứng khoán có điểm rơi đầu quý 1/2024:

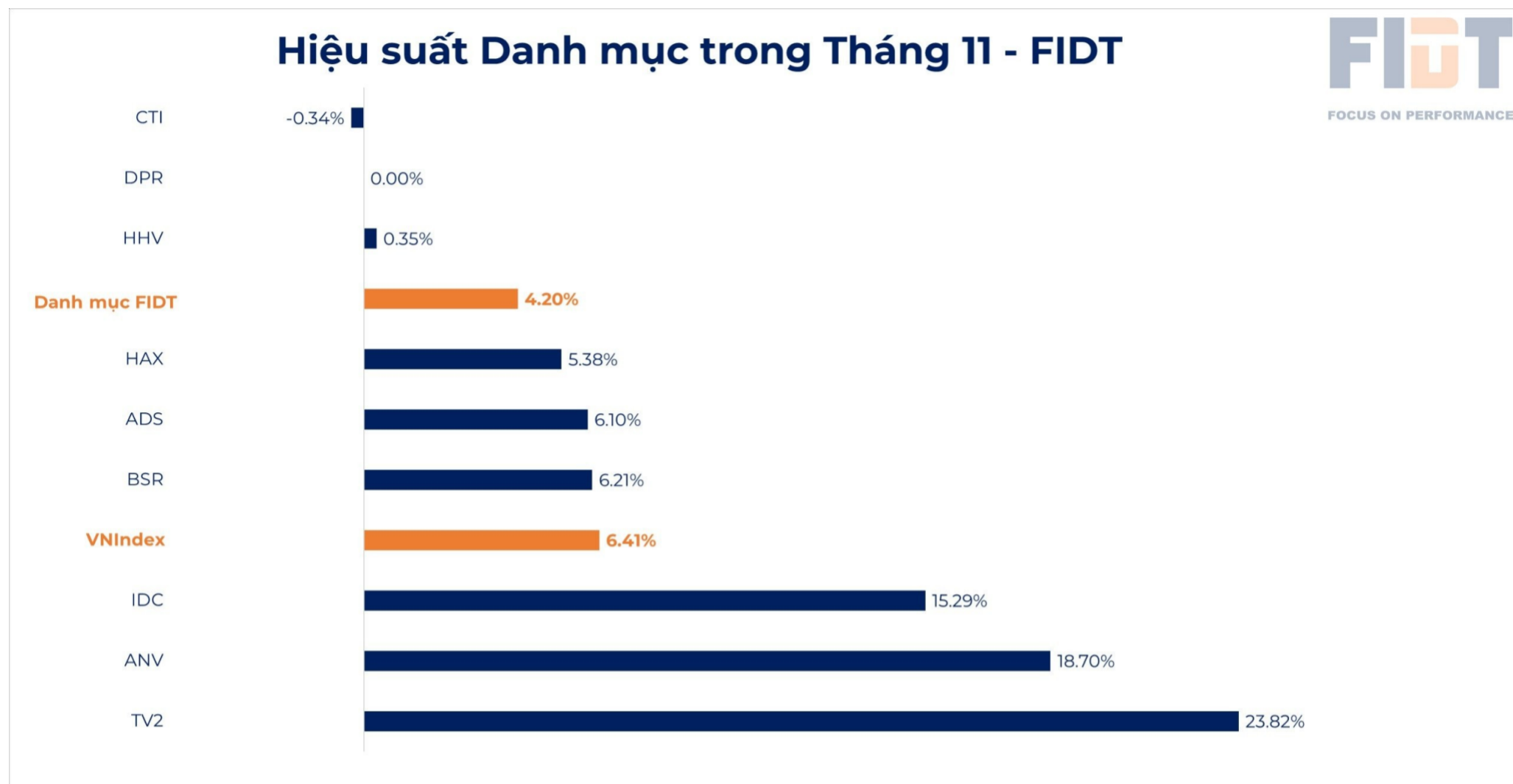
- Chính sách “tiền rẻ” dẫn thâm thấu vào thị trường chứng khoán. Nền lãi suất vùng đáy tiếp tục thâm thấu trên thị trường chứng khoán.
- Định giá P/B của thị trường chứng khoán đang rất rẻ, đặc biệt trong điều kiện lãi suất tiền gửi tạo đáy rất thấp.
- Điều kiện tiền tệ toàn cầu dễ thở, hỗ trợ xu hướng đầu tư FDI và FII vào khu vực Emerging Market Châu Á, đặc biệt Việt Nam.
- Tỷ giá giảm mạnh kể từ tháng 11 cũng hỗ trợ chi phí dự phòng tỷ giá các doanh nghiệp niêm yết.
- Lượng tiền đầu tư công lớn trong quý 4 (dự kiến 250,000 – 300,000 tỷ/kế hoạch 360,000 tỷ, giải ngân quý 4) từ từ thâm thấu vào thị trường tài chính và kinh tế chung.
- Triển vọng về các chính sách hỗ trợ mạnh tay của Chính phủ đối với nền kinh tế, đặc biệt ở 4 khu vực chính: Bất động sản, Tín dụng, Tiêu dùng/Bán lẻ, và Đầu tư công.
- Triển vọng về thị trường chứng khoán hoàn thành chuyển đổi KRX tháng 12 – tháng 1/2024, cùng với triển vọng được vào rổ FTSE Secondary Emerging Market ngày càng đến gần.
- Áp lực TPDN đến hạn rất ít trong giai đoạn quý 1/2024.

FIDT khuyến nghị 1 chiến lược đầu tư tổng thể, mục tiêu có thể “làm quen” với các nhịp biến động mạnh của Vnindex, cũng như có thể tận dụng được cơ hội từ triển vọng TTCK 3 – 6 tháng tới. FIDT cho rằng thời điểm kỳ vọng vào xu hướng tăng trưởng VNIndex sẽ rơi vào giai đoạn quý 1 – đầu quý 2/2024.

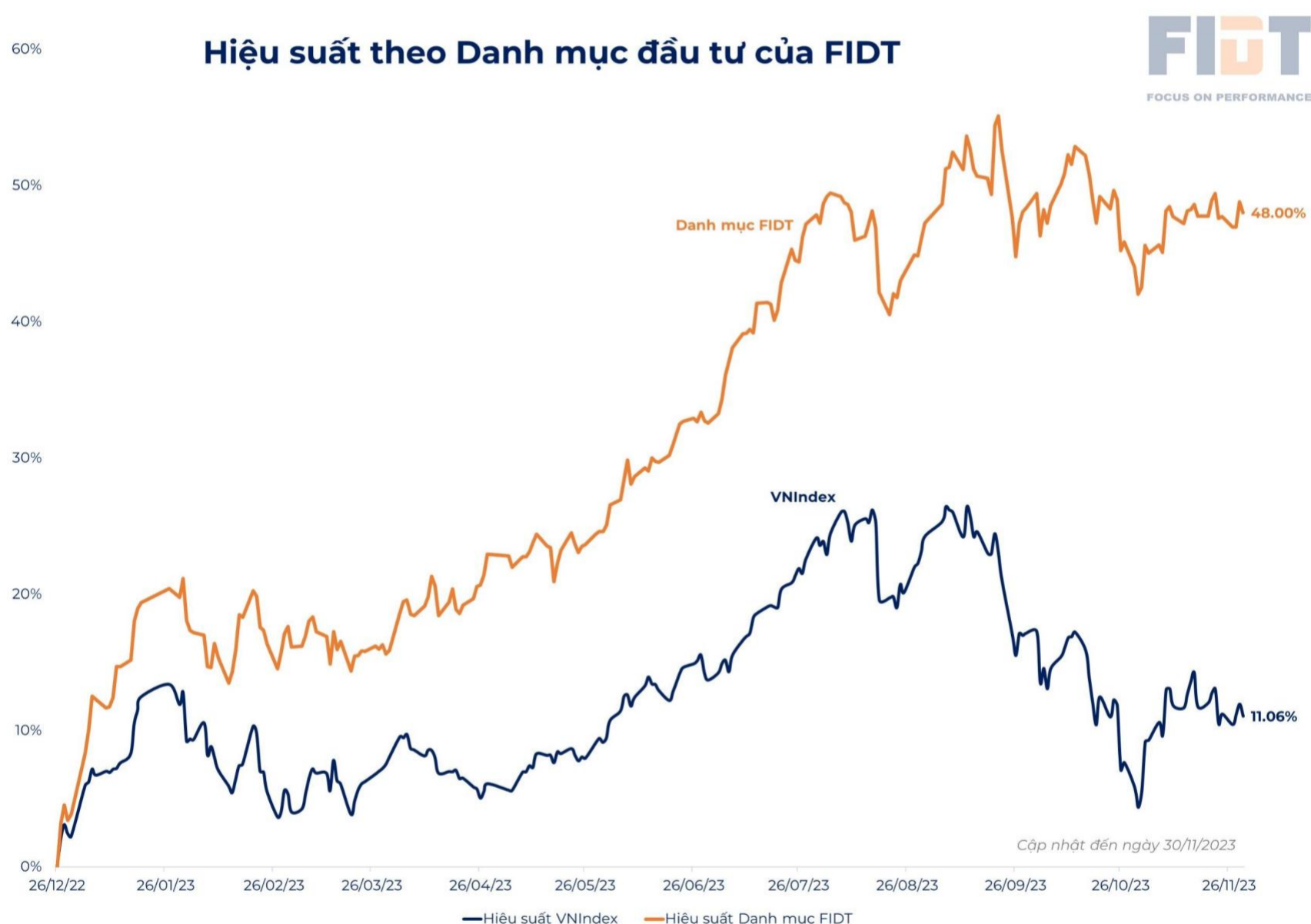
- Tỷ trọng danh mục mục tiêu: 60% - 80% đối với vị thế trung hạn, tỷ trọng cổ phiếu nên phù hợp với khẩu vị rủi ro từng nhà đầu tư.
- Tránh sử dụng margin mạnh khi điều kiện biến động ngắn hạn rất cao, khó đoán định.
- Nên tập trung danh mục đầu tư vào các ngành kinh tế có triển vọng tốt, nội tại doanh nghiệp an toàn và tận dụng được xu hướng ngành. FIDT đề nghị 1 số xu hướng ngành có triển vọng sáng trong 3 – 6 tháng tới: **Đầu tư công; Bất động sản khu công nghiệp; Vật liệu xây dựng phục vụ Đầu tư công; Dầu khí; Xây lắp điện.**
- Trong điều kiện thanh khoản không chắc chắn, FIDT đề nghị danh mục đầu tư nên tóm gọn ở những ngành triển vọng tốt – doanh nghiệp có câu chuyện kinh doanh tốt – dự phóng tăng trưởng doanh thu/lợi nhuận chắc chắn từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

HIỆU SUẤT CỦA DANH MỤC BÁO CÁO

Trong tháng 11 (tính từ 01/11), danh mục theo Báo cáo của FIDT có hiệu suất 4.2% so với mức 6.41% của VN-Index cùng kỳ.



Hiệu suất từ khi FIDT ra danh mục theo Báo cáo chiến lược đạt 48% (vượt trội so với mức tăng của VN-Index cùng thời kỳ ở mức 11.06%).

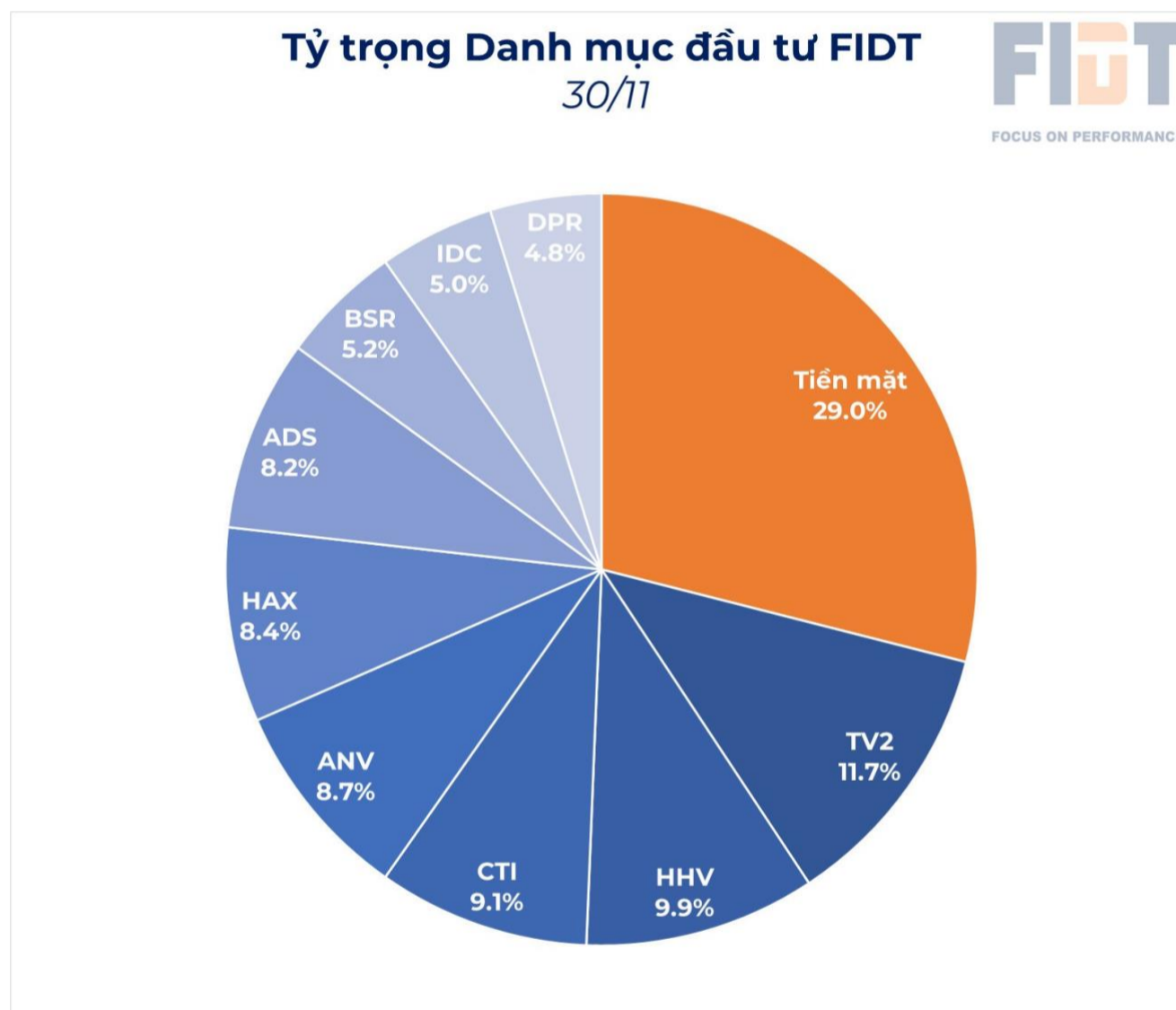


Danh mục hiện tại

- Trong tuần, FIDT đã mua mới cổ phiếu HHV.
- Tỷ trọng tiền mặt của FIDT hiện đang ở mức 29.2%.
- Hiện nay danh mục đầu tư có 9 mã cổ phiếu là IDC, CTI, ADS, HAX, DPR, ANV, TV2, BSR và HHV.

FIDT DANH MỤC NGÀY 30/11/2023

Mã CP	Ngày vào DM	Giá vốn trung bình	Giá cổ phiếu (30/11)	Lãi/lỗ (tính đến 30/11)	Giá mục tiêu	Upside còn lại	Tỷ trọng	Giá trị (Triệu đồng)
CTI	07/07/2023	15,050	14,500	-3.7%	17,900	23.4%	9.1%	134.9
ADS	02/08/2023	16,500	13,050	-20.9%	21,700	66.3%	8.2%	122.0
DPR	03/08/2023	29,750	29,500	-0.8%	35,800	21.4%	4.8%	70.8
HAX	07/08/2023	16,250	13,700	-15.7%	19,900	45.3%	8.4%	123.8
ANV	23/08/2023	31,100	29,200	-6.1%	37,000	26.7%	8.7%	128.5
IDC	25/09/2023	47,300	49,000	3.6%	57,700	17.8%	5.0%	73.5
BSR	26/10/2023	18,800	18,800	0.0%	24,600	30.9%	5.2%	77.1
TV2	06/11/2023	34,125	39,500	15.8%	47,500	20.3%	11.7%	173.8
HHV	28/11/2023	14,100	14,150	0.4%	17,300	22.3%	9.9%	147.2
Tiền mặt							29.0%	428.6



D. CƠ HỘI ĐẦU TƯ

Trong báo cáo tháng cuối năm 2023, FIDT đưa ra nhiều cơ hội cũng như rủi ro của thị trường, từ đó chúng tôi đưa ra một số câu chuyện đáng chú ý mà nhà đầu tư có thể theo dõi và giải ngân trong bối cảnh phù hợp sắp tới.

Mã cổ phiếu	Ngành	Giá hiện tại (01/12/2023) (VNĐ/cp)	Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	% Upside	Vốn hóa (Tỷ VNĐ)
TCB	Ngân hàng	29,750	40,500	36.1%	104,795
TV2	Xây lắp điện	40,100	54,500	35.9%	2,708
HHV	Đầu tư công	14,650	17,300	18.1%	6,031
VNM	Sữa	68,400	75,780	10.8%	142,535

NGÀNH ĐẦU TƯ CÔNG - CTCP Đầu tư Hạ tầng giao thông Đèo Cả - (HSX: HHV)

Như đã đề cập trong Báo cáo tháng 11, FIDT **cho rằng việc sử dụng chính sách tài khóa để kích cầu nền kinh tế là hết sức cấp thiết trước tình hình vĩ mô thế giới hiện tại không mấy khả quan. Bên cạnh đó, các tháng cuối năm sẽ là thời gian cao điểm của việc giải ngân vốn đầu tư công để chạy đua với kế hoạch năm, ước tính đến hết tháng 10, chính phủ đã giải ngân 401,860 tỷ đồng đạt 56.74% kế hoạch. Như vậy, để đạt đúng tiến độ mà chính phủ đề ra (hoàn thành 95% kế hoạch giải ngân trong 2023), chúng tôi ước tính trong 2 tháng cuối năm phải giải ngân tới trên 300,000 tỷ.**

Đối với cổ phiếu HHV, FIDT đã từng đưa vào danh sách theo dõi nhờ những triển vọng tăng trưởng rõ rệt trong thời gian tới nhờ Năng lực thi công vượt trội và Sở hữu hệ thống BOT tuyến quan trọng có lượng xe lưu thông tăng trưởng tốt. Và sau khi tham gia Hội nghị trao đổi thông tin với các nhà đầu tư diễn ra hồi đầu tháng 11 vừa qua do HHV tổ chức, chúng tôi có một số cập nhật về tiềm năng của cổ phiếu này.

1. Ước tính KQKD năm 2023 của HHV

Ước tính KQKD năm 2023 của HHV sẽ vượt kế hoạch về doanh thu và lợi nhuận sau thuế. Theo BLĐ HHV, ước tính doanh thu năm 2023 đạt 2,511 tỷ VND (+19.8% YoY) và LNST đạt 385 tỷ VND (+29.6% YoY). Như vậy, HHV đã duy trì 4 năm liên tiếp tăng trưởng đều đặn kể từ năm 2020 sau khi bắt đầu tái cơ cấu.

Lũy kế 9T2023, HHV đạt 1.82 nghìn tỷ doanh thu (+24% YoY) và 309 tỷ LNST (+29% YoY). Hoàn thành 74% kế hoạch về doanh thu và 91% kế hoạch về LNST. Trong đó mảng thu phí BOT chiếm 65% doanh thu và 75% lợi nhuận gộp của HHV.

Mảng thu phí BOT tăng trưởng 6% so với cùng kỳ năm 2022 do chủ yếu đến từ việc lưu lượng xe qua các trạm thu phí tăng 6% YoY, đặc biệt đối với cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn, lượng xe qua trạm tăng 21% YoY do các cửa khẩu TQ đã mở lại, do đó nhu cầu giao thương hồi phục tác động tích cực đến lưu lượng xe.

Mảng xây lắp có sự tăng trưởng tích cực khi doanh thu xây lắp 9T2023 đạt 600 tỷ VND (+87% YoY) và lợi nhuận gộp mảng xây lắp đạt 80 tỷ (x2 YoY). Doanh thu xây lắp được đóng góp phần lớn bởi các dự án:

Dự án đã công bố trúng thầu	Tổng giá trị gói thầu (Tỷ đồng)	Thời gian dự kiến
Gói thầu XL1: Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	3,682	01/2023-10/2025
Gói thầu XL2: Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	4,129	03/2023-12/2025
Gói thầu XL3: Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	6,686	03/2023-09/2026
Gói thầu số 2: Đường ven biển Bình Định	649	04/2022-12/2024
Cao tốc Cam Lâm - Vĩnh Hảo	219	05/2022-09/2023
Đường ven biển nối cảng Liên Chiểu	958	-
Đèo Prenn	414	02/2023-12/2023
Tổng cộng	16,737	

Biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp ổn định ở mức 13%, HHV có khả năng duy trì biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp ổn định nhờ vào việc (1) doanh nghiệp có năng lực thi công tốt, áp dụng công nghệ giúp tiết kiệm thời gian, chi phí trong quá trình thi công (2) quy trình kiểm soát và phòng ngừa rủi ro giá nguyên vật liệu đầu vào chặt chẽ (3) tối ưu hóa các nguồn nguyên liệu địa phương một cách trực tiếp, không thông qua trung gian mua bán.

2. Triển vọng đầu tư

Mảng xây lắp và mảng thu phí BOT được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng kết quả kinh doanh chính của Giao thông Đèo Cả trong thời gian tới.

Đối với mảng xây lắp

Trong trung hạn, các dự án mà HHV đang thực hiện đặc biệt dự án Cao tốc đoạn Quảng Ngãi - Hoài Nhơn đang được tăng cường giải ngân đẩy nhanh tiến độ. **Ước tính doanh thu mảng xây lắp của HHV trong năm 2024 đạt 1,200 tỷ VND (+37% YoY).**

Bên cạnh đó, HHV và tập đoàn Đèo Cả đang có kế hoạch tham gia vào 3 dự án Hạ tầng giao thông theo hình thức PPP trong năm 2024 - 2025. Với việc HHV khá tự tin khi nói về 3 dự án này, **FIDT RS cho rằng HHV sẽ trúng thầu cả 3 dự án trong giai đoạn 2024 - 2025.**

- Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh: đã hoàn thiện vấn đề pháp lý, chuẩn bị khởi công cuối năm 2023, vốn NSNN tỉnh Cao Bằng dồn toàn lực cho dự án, ước tính NSNN tham gia 4,000 tỷ VND. Tổng mức đầu tư là 14.3 nghìn tỷ VND.
- Cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng: Đã phê duyệt chủ trương đầu tư, đang thẩm định duyệt phương án tài chính. Dự kiến khởi công giữa năm 2024. Tổng mức đầu tư dự án là 10.99 nghìn tỷ VND.
- Cao tốc Tân Phú - Bảo Lộc (dự kiến 2024): Thủ tướng đã phê duyệt chủ trương đầu tư, sẽ được phê duyệt phương án tài chính trong năm 2024, vốn NSNN tham gia ước tính đạt 7,000 tỷ. Tổng mức đầu tư dự án là 17.2 nghìn tỷ VND.

Tổng mức đầu tư 3 dự án ~ 41 nghìn tỷ VND, đặc biệt, với việc luật PPP ngày càng được hoàn thiện, dự án Tân Phú - Bảo Lộc và Đồng Đăng - Trà Lĩnh có sự tham gia của vốn ngân sách (địa phương & trung ương) với tỷ lệ tối đa là 50%, hiện các lãnh đạo tỉnh theo phát biểu đang xin cơ chế nâng lên mức 70%, có thể thấy, HHV được cơ quan chức năng tỉnh tạo mọi điều kiện thuận lợi để tham gia 2 dự án này. Với việc có sự tham gia của vốn NSNN và là dự án trọng điểm được ưu tiên, **HHV sẽ được giảm bớt áp lực vay vốn tín dụng và tiến độ thực hiện dự án sẽ được tập trung đẩy mạnh.**

FIDT RS đánh giá: triển vọng mảng xây lắp của HHV trong giai đoạn 2023 - 2025 là rất tích cực khi backlog lớn và khả năng tiếp tục có thêm dự án để thi công là chắc chắn. Với năng lực thi công hạ tầng giao thông thuộc nhóm tốt nhất Việt Nam, FIDT RS tự tin rằng HHV sẽ hoàn thành các dự án trên đúng tiến độ và đạt hiệu quả cao, không rơi vào tình trạng quá tải do khối lượng công việc lớn.

Đối với mảng quản lý vận hành BOT

Lưu lượng xe qua các trạm đang tăng trưởng đều đặn qua hàng năm, 9T2023 tăng 6.4% so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, lộ trình tăng giá vé theo phương án tài chính của các dự án trong khoảng 5 - 10%/năm đã được nhà nước đảm bảo do đó sẽ không gặp vướng mắc gì trong việc tăng giá vé.

#	Dự án	Loại hình	Giá trị HD (Nghìn tỷ)	Tình trạng
Đường bộ				
1	Cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn (I)	O&M	17.4	Đang thu phí
2	Cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn (II)	O&M	8.6	Đang thu phí
3	Mở rộng Quốc lộ 1A	O&M	6.6	Đang thu phí
4	Đường hầm Hải Vân 2	O&M	4	Đang thu phí
5	Cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận	O&M	25.9	Đang thu phí
6	Mở rộng Quốc lộ 1A đoạn Khánh Hòa	Nâng cấp	51	Đã hoàn thiện
7	Đường hầm Phước Tượng - Phú Gia	Nâng cấp	3.9	Đã hoàn thiện
Hầm				
1	Hầm Hải Vân	O&M	96.9	Đang thu phí
2	Hầm Đèo Cả	O&M	106.8	Đang thu phí
3	Hầm Phước Tượng - Phú Gia	O&M	22	Đang thu phí
4	Hầm Cù Mông	O&M	56.5	Đang thu phí
5	Hầm Mũi Trâu	O&M	14.4	Đang thu phí
Trạm thu phí				
1	Trạm thu phí Hầm Đèo Cả	O&M	9.4	Đang thu phí
2	Trạm thu phí hầm Cù Mông	O&M	5.8	Đang thu phí
3	Trạm thu phí An Dân	O&M	6.7	Đang thu phí
4	Trạm thu phí Ninh An	O&M	11.7	Đang thu phí
5	Trạm thu phí Quốc lộ 1A	O&M	6.4	Đang thu phí
6	Trạm thu phí Cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn	O&M	22.2	Đang thu phí
7	Trạm thu phí Bắc Hải Vân	O&M	5.5	Đang thu phí
8	Trạm thu phí Cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận	O&M	11	Đang thu phí

FIDT lưu ý doanh thu BOT sẽ tăng trưởng ở tốc độ cao hơn khi tuyến cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn được thông toàn tuyến, hiện tại là đường cắt do đó lưu lượng xe vẫn chưa phản ánh đầy đủ tiềm năng của dự án. Ngoài ra, dự án hầm Đèo Cả (3 hầm) được (1) bộ KHĐT báo cáo Chính phủ giải ngân 1.180 tỷ vốn NSNN cho dự án Đèo Cả (2) bổ sung 2.280 tỷ NSNN để đảm bảo phương án tài chính cho dự án do đã bỏ trạm thu phí La Sơn - Túy Loan. Dự kiến việc giải ngân các khoản này trong năm 2024. **Điều này sẽ góp phần củng cố năng lực tài chính của doanh nghiệp.**

FIDT RS đánh giá khả quan với mảng vận hành và thu phí của HHV khi (1) lưu lượng xe tăng trưởng ổn định (2) giá vé được đảm bảo tăng đều đặn hàng năm theo phương án tài chính. Mảng vận hành & thu phí mang về dòng tiền đều đặn cho HHV, tạo cơ sở tham gia đầu tư các dự án BOT khác trên cả nước. Đặc biệt, HHV được nhà nước giải ngân bổ sung cho Dự án Đèo Cả sẽ góp phần nâng cao năng lực tài chính, tạo tiền đề cho HHV tham gia đầu tư các dự án BOT sắp tới.

3. Kế hoạch tăng vốn điều lệ

Phương cách tăng vốn điều lệ của HHV sẽ phụ thuộc vào nhu cầu sử dụng vốn theo từng giai đoạn đầu tư các dự án BOT. Hiện tại, HHV có kế hoạch tăng vốn:

- Chào bán cho cổ đông hiện hữu (2023 - 2024) 82 triệu cổ phiếu, ước tính giá bán là 10,000 VND/cổ phiếu. Mục đích bổ sung vốn lưu động và góp vốn vào DN dự án đang triển khai.
- Chào bán cho cổ đông chiến lược (2024- 2025) 74 triệu cổ phiếu, ước tính giá bán là 10,000 VND/cổ phiếu với mục đích chuẩn bị nguồn lực cho các dự án BOT mà HHV sẽ đầu tư trong tương lai (3 dự án cao tốc trên ngoài ra còn có Sài Gòn - Chợ Thành, ...).

FIDT nhận định:

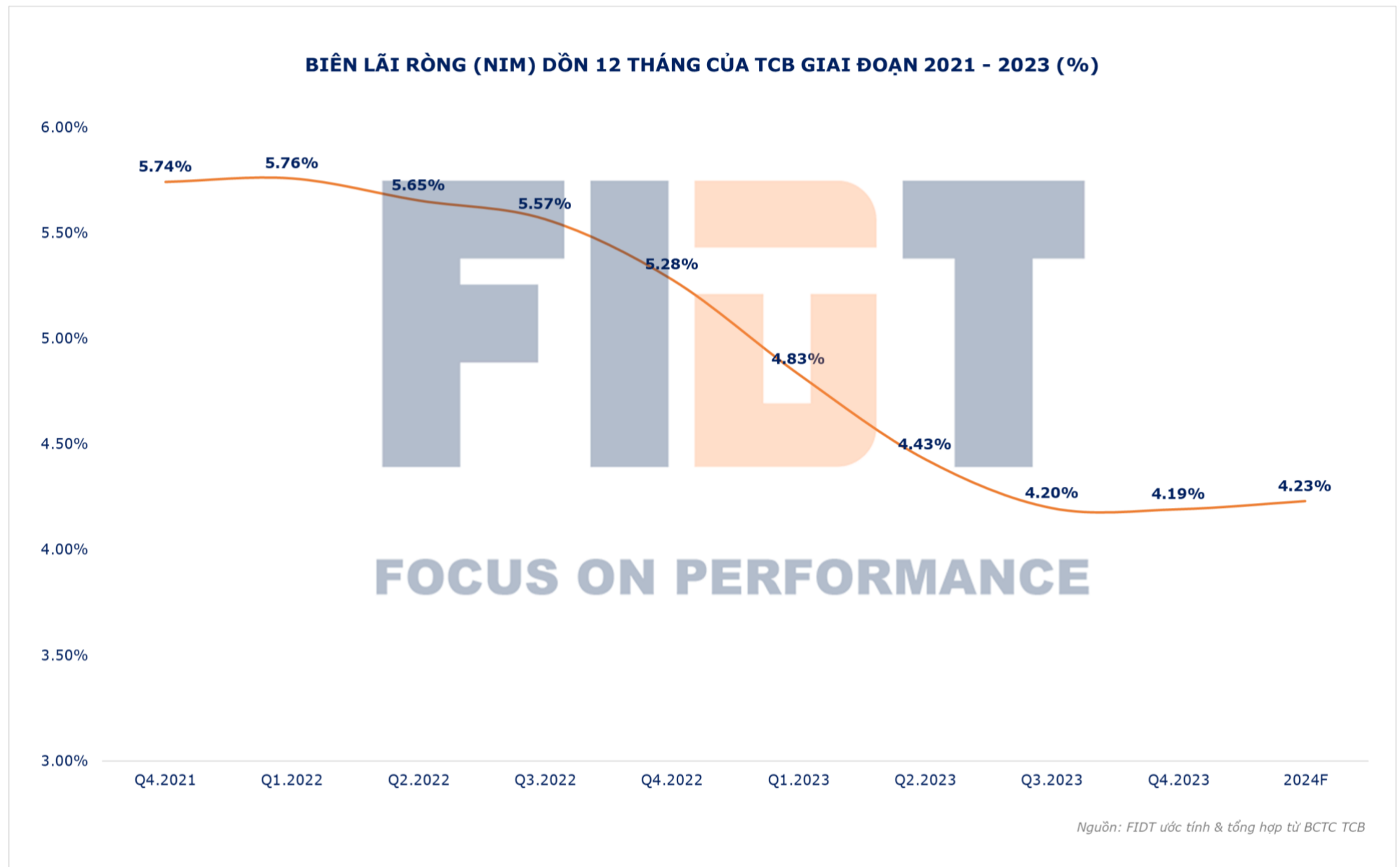
- HHV là doanh nghiệp hạ tầng có tiềm năng tăng trưởng lớn khi tham gia đầu tư vào các dự án hạ tầng trên khắp cả nước với tiềm lực tài chính ổn định đến từ các dự án BOT mà doanh nghiệp đang sở hữu.
- HHV tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2023 - 2025 đến từ (1) mảng xây lắp có backlog lớn và khả năng trung thầu dự án tốt, năng lực thi công vượt trội và hiệu quả cao (2) sở hữu hệ thống BOT, tăng trưởng đều đặn, ổn định và có kế hoạch tiếp tục đầu tư các dự án BOT rõ ràng.
- Tiềm năng tăng trưởng của HHV trong dài hạn rất lớn khi doanh nghiệp đã (1) chuẩn bị kế hoạch đầu tư các dự án cao tốc mới với tổng mức đầu tư 79.3 nghìn tỷ VND (2) tham gia đầu tư hệ thống đường sắt cao tốc với sự chuẩn bị trước về con người, tăng cường năng lực cho các kỹ sư, công nhân thể hiện sự tự tin của HHV trong mảng đường sắt.
- FIDT vẫn giữ nguyên giá mục tiêu của HHV là **17,300 VND/CP**.

Luận điểm đầu tư:

FIDT RS đánh giá rằng, giai đoạn khó khăn của TCB đã dần qua đi và đã có những dấu hiệu hồi phục ban đầu. Kết hợp với định giá ở vùng hấp dẫn sẽ là một mục tiêu đầu tư đáng quan tâm trong trung và dài hạn sắp tới.

1. Biên lãi ròng (NIM) bắt đầu có sự hồi phục:

NIM của TCB đã bắt đầu hồi phục kể từ Q3 2023 như kỳ vọng của FIDT RS đến từ việc chi phí vốn (COF) của TCB giảm mạnh. Chúng tôi đánh giá rằng xu hướng này sẽ tiếp tục duy trì khi **(1)** nhu cầu tín dụng từ phía khách hàng cá nhân dần hồi phục trong quý cuối năm 2023 và năm 2024 **(2)** chi phí huy động vốn hạ nhiệt góp phần giảm chi phí vốn của TCB **(3)** tỷ lệ CASA của TCB dần hồi phục sau những biến động trong 9 tháng đầu năm 2023.



FIDT RS ước tính, NIM của TCB đạt 4.19% trong năm 2023 và phục hồi dần trong năm 2024, đạt 4.23% với kỳ vọng **(1)** nhu cầu tín dụng từ phía khách hàng cá nhân hồi phục theo xu hướng chung của nền kinh tế **(2)** chất lượng tài sản kỳ vọng sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2024 **(3)** khả năng TCB sẽ tái đánh giá lãi suất đối với các khoản vay (repricing) theo chính sách lãi suất linh động trong năm 2024 có thể hỗ trợ NIM của TCB tiếp tục cải thiện.

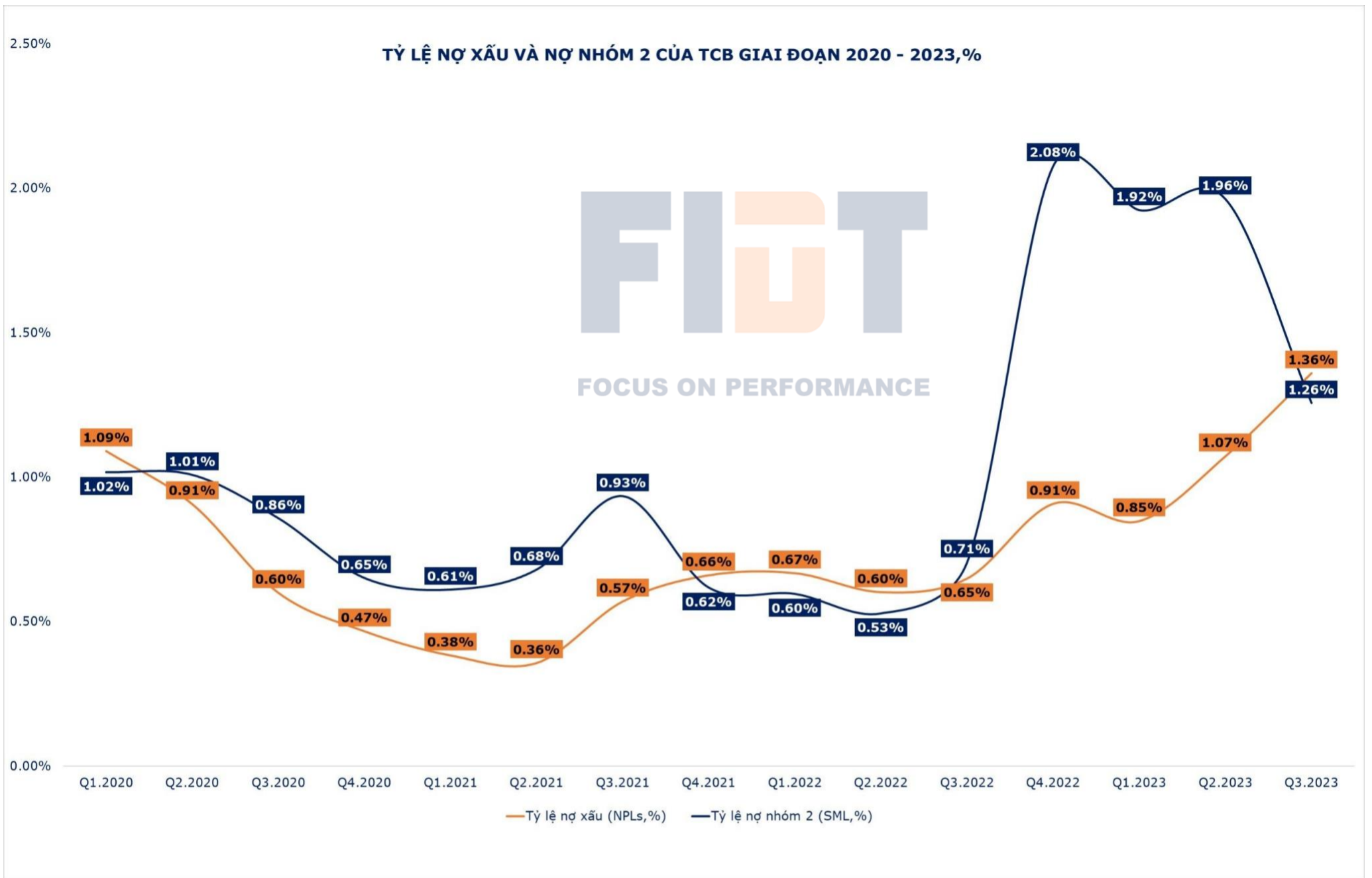
2. Chất lượng tài sản có những chuyển biến tích cực:

FIDT RS đánh giá, chất lượng tài sản và mức độ rủi ro của TCB đã **bước đầu có những chuyển biến tích cực** khi **(1)** chất lượng tài sản mặc dù vẫn suy giảm nhưng đã có điểm sáng ở tỷ lệ nợ nhóm 2 **(2)** chất lượng tài sản kỳ vọng sẽ cải thiện theo đà phục hồi từ thị trường BĐS **(3)** giảm dư nợ liên quan đến nhóm Vin Group tại TCB.

Chất lượng tài sản mặc dù vẫn áp lực nhưng đã có cải thiện và trong khả năng kiểm soát,

Tại thời điểm cuối Q3 2023, dư nợ nhóm 2 của TCB đạt 5,976 tỷ VND (-34.7% QoQ) tương ứng với tỷ lệ 1.26% so với mức 1.96% tại thời điểm cuối Q2 2023.

Nợ xấu tăng lên mức 6,467 tỷ VND (+29.3% QoQ; +113% YTD), tỷ lệ nợ xấu là 1.36% so với mức 1.07% trong Q2 2023 và 0.72% thời điểm đầu năm.



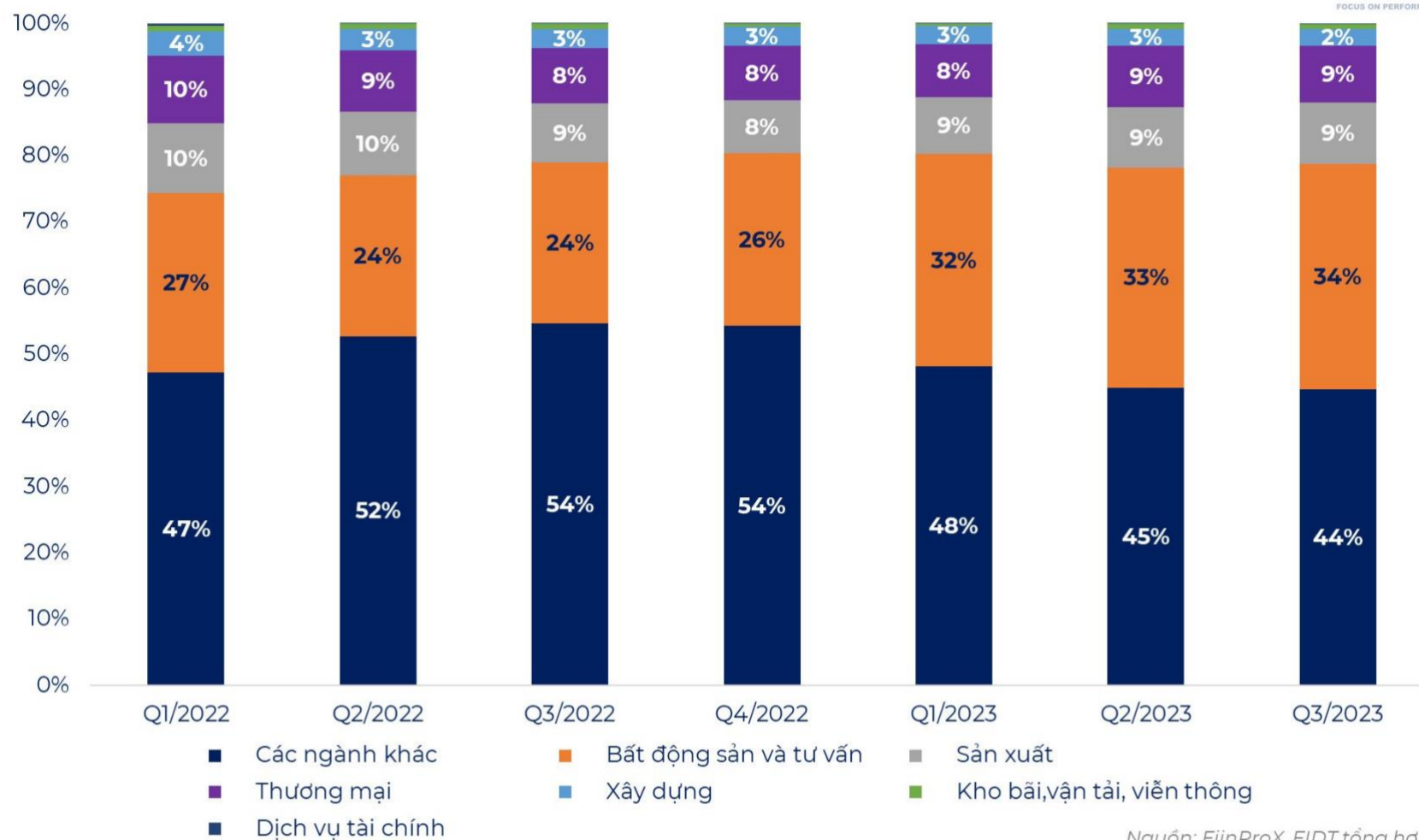
Có thể thấy rằng, tỷ lệ nợ xấu của TCB **có thể đã đi vào vùng đỉnh** khi tỷ lệ nợ nhóm 2 đã bắt đầu có sự cải thiện.

Chúng tôi tin rằng, áp lực nợ xấu đối với TCB trong năm 2024 vẫn sẽ hiện hữu, đặc biệt khi Thông tư 02 hết hạn vào giữa năm 2024, do đó FIDT vẫn đánh giá thận trọng đối với triển vọng chất lượng tài sản của TCB trong năm 2024 **(1)** TCB vẫn sẽ duy trì được tỷ lệ nợ xấu dưới 1.5% tuy nhiên tỷ lệ xóa nợ xấu (write-off) có thể tăng nhẹ lên mức 0.7% **(2)** tỷ lệ nợ nhóm 2 có cải thiện là một dấu hiệu tích cực đối với TCB tuy nhiên cần thêm thời gian để đánh giá.

Tổng kết, FIDT RS cho rằng mặc dù vẫn còn nhiều áp lực về nợ xấu, chúng tôi tin rằng chất lượng tài sản của TCB sẽ dần cải thiện trong năm 2024 theo triển vọng chung hồi phục của nền kinh tế & thị trường BĐS.

Kỳ vọng sự hồi phục của thị trường BĐS sẽ hỗ trợ cải thiện chất lượng tài sản của TCB,

Các khoản cho vay phân theo ngành



TCB là một trong những ngân hàng hưởng lợi chính từ xu hướng phục hồi của thị trường Bất Động Sản khi 34% dư nợ (cuối Q3 2023) của TCB là cho vay BĐS, thuộc nhóm cho vay BĐS lớn nhất trong hệ thống Ngân hàng. FIDT RS kỳ vọng thị trường BĐS sẽ khởi sắc hơn trong năm 2024 nhờ những nỗ lực tháo gỡ vướng mắc từ phía Nhà nước và sự hồi phục của nền kinh tế và TCB sẽ là một trong những ngân hàng được hưởng lợi nhiều nhất từ xu hướng này.

Giảm mức độ liên quan đối với nhóm VinGroup

FIDT RS ước tính, TCB đã rất quyết liệt trong việc hạ tỷ lệ dư nợ đối với nhóm VinGroup trong năm 2023, từ hơn 15% trong năm 2022 hiện chỉ còn khoảng dưới 9% tại thời điểm cuối Q3 2023. FIDT RS đánh giá đây là một dấu hiệu tích cực đối với TCB, việc này sẽ giảm thiểu rủi ro cho ngân hàng và cải thiện quan điểm của các nhà đầu tư đối với các vấn đề liên quan đến TCB trong tình hình hiện nay.

Định giá ở vùng hấp dẫn và kế hoạch đầu tư:

a. Định giá

Định giá P/B của TCB từ 2018 - nay



FIDT RS áp dụng **phương pháp định giá P/B** với mục tiêu cuối năm 2024 là **1.1 lần**. Giá mục tiêu đối với cổ phiếu TCB tương ứng là **40,500 VND/cổ phiếu**, tiềm năng tăng giá là 38.2%.

b. Kế hoạch đầu tư cổ phiếu TCB:

Hiện tại, cổ phiếu TCB đang được giao dịch ở mức định giá P/B ~ 0.85x, một mức rất thấp trong lịch sử 5 năm trở lại đây của TCB. Nhà đầu tư có thể tham gia tích lũy cổ phiếu TCB ở vùng giá hiện tại và chờ đạt giá mục tiêu.

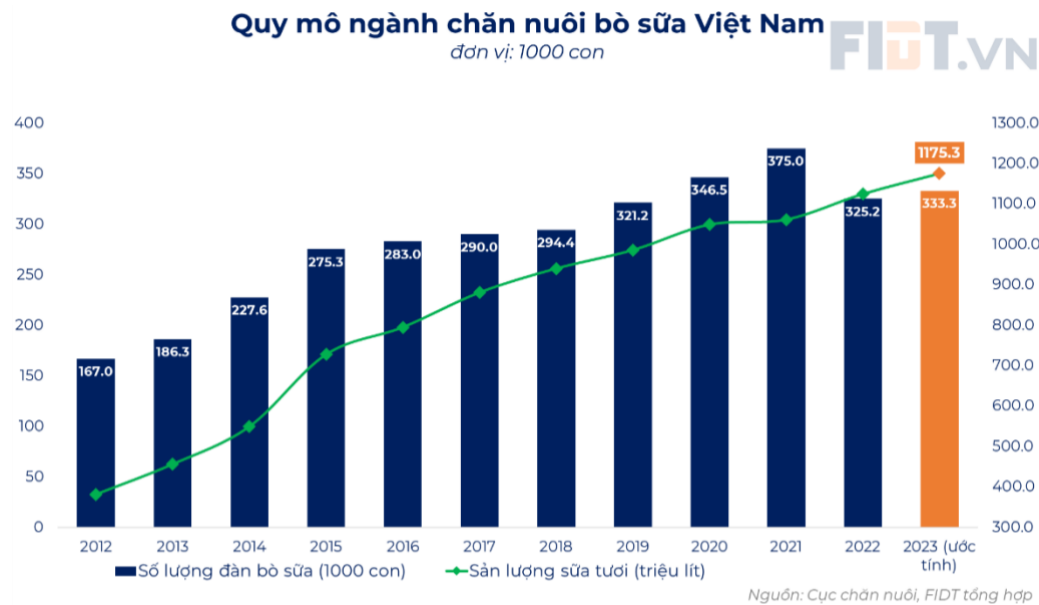
TRIỂN VỌNG NGÀNH SỮA VIỆT NAM

1. Đầu vào

Sản phẩm sữa trong nước được sản xuất từ 2 nguyên liệu chính:

- **Sữa bò tươi** thường được sử dụng để sản xuất những sản phẩm sữa nước (sữa tiệt trùng, sữa bò tươi), phần còn lại được sử dụng để sản xuất sữa chua có nguồn gốc từ sữa tươi và những sản phẩm khác (phô mai, bơ, ...).
- **Sữa bột nhập khẩu** được sử dụng để sản xuất các mặt hàng sữa chính như: sữa bột trẻ em, sữa bột người lớn, sữa đặc, và sữa nước hoàn nguyên (sữa bột pha với nước).

Nguồn cung sữa bò tươi dự kiến sẽ mở rộng



Trong giai đoạn 2012 – 2021, quy mô đàn bò sữa tại Việt Nam đạt mức tăng trưởng 9.6%/năm. Tuy nhiên, tổng đàn bò sữa tăng trưởng chậm lại trong những năm gần đây **và sụt giảm trong năm 2022, đạt 325 nghìn con (-13% YoY)** nguyên nhân chủ yếu đến từ **(1)** Xu hướng giảm đàn ở Đông Nam Bộ - khu vực có đàn bò sữa lớn thứ 2 – do đô thị hóa tại TP.HCM và **(2)** giá thức ăn chăn nuôi tăng cao từ 2021 khiến người chăn nuôi đối diện với nhiều khó khăn buộc các hộ chăn nuôi phải giảm đàn cắt lỗ. **Tính đến cuối 2022, tổng đàn bò sữa tại Việt Nam có 207 nghìn bò cái đang cho sữa, cung ứng 1,1 triệu tấn sữa tươi nguyên liệu, đạt khoảng 45% nhu cầu tiêu thụ sữa trong nước.**

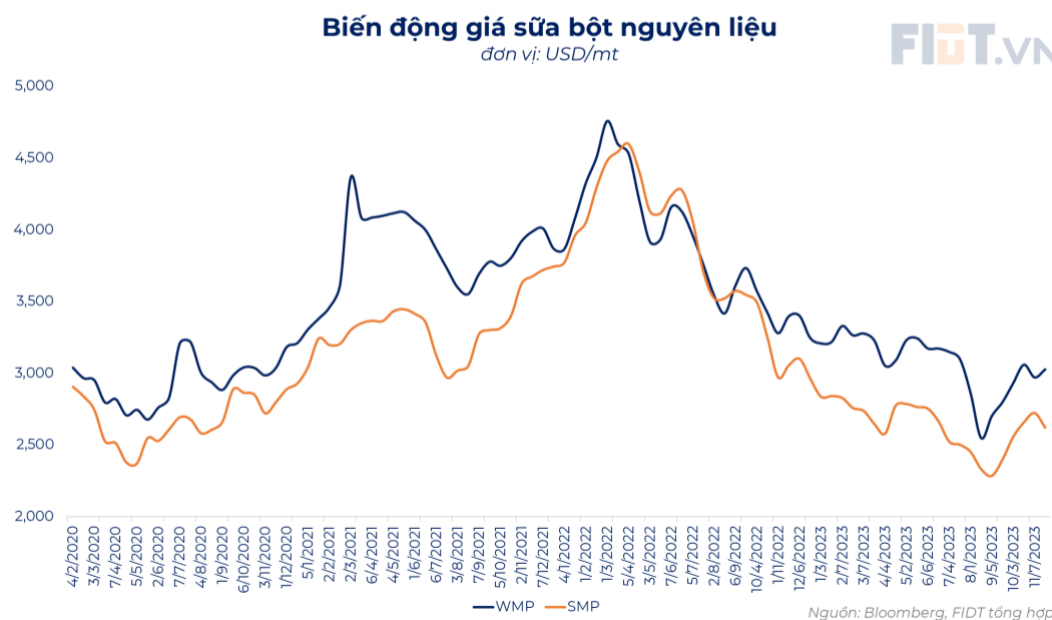


Xu hướng giá thức ăn chăn nuôi đã hạ nhiệt từ tháng 8/2023 với mức giảm từ 13% - 23% YoY và so với mức đỉnh hồi tháng 5/2022. **Kỳ vọng giá thức ăn chăn nuôi sẽ duy trì đà giảm đến Q1 2024.** Theo FAO, lượng tồn kho ngũ cốc cho vụ 2023/2024 được dự báo tăng 2.3% YoY đạt 878 triệu tấn, do đó nguồn cung dự kiến sẽ dồi dào trong năm tới.

FIDT kỳ vọng nguồn cung sữa bò tươi dự kiến sẽ mở rộng trong thời gian tới, khi quy mô đàn bò sữa trong nước sẽ quay trở lại đà tăng trong năm nay, dựa vào diễn biến giá thức ăn chăn nuôi hạ nhiệt như đã nêu trên, ước tính tăng 2.5% YoY đạt 333 nghìn con.

Giá sữa bột nhập khẩu hạ nhiệt giảm áp lực chi phí sữa nguyên liệu đầu vào

Như đã đề cập, sản lượng sữa tươi trong nước không đủ đáp ứng nhu cầu tiêu thụ. Vì vậy, Việt Nam phải nhập khẩu sữa bột nguyên liệu để đáp ứng đủ nguyên liệu cho sản xuất thành phẩm, chủ yếu là **sữa bột nguyên kem (WMP), sữa bột tách béo (SMP) và bột béo.**



Giá sữa bột nguyên liệu hiện tại đang trong xu hướng giảm kể từ đỉnh 2022 trong bối cảnh Trung Quốc (quốc gia nhập khẩu sữa bột lớn nhất thế giới) giảm nhu cầu nhập khẩu do sản lượng sữa tươi nội địa Trung Quốc tăng mạnh nhờ tăng cường nhập khẩu bò sữa, với mục tiêu của chính phủ Trung Quốc là tăng khả năng tự cung tự cấp trong sản xuất lương thực. Đồng thời, tỷ lệ sinh tại Trung Quốc rơi xuống mức thấp kỷ lục trong năm 2022, chỉ đạt 1.09% – mức thấp nhất đối với những quốc gia có dân số trên 100 triệu người – khiến nhu cầu tiêu thụ sữa bột giảm.

Tính đến 21/11, giá sữa bột nguyên kem (WMP) và sữa bột gầy (SMP) đã lần lượt giảm 36% và 41% từ đỉnh, hiện đang dao động quanh

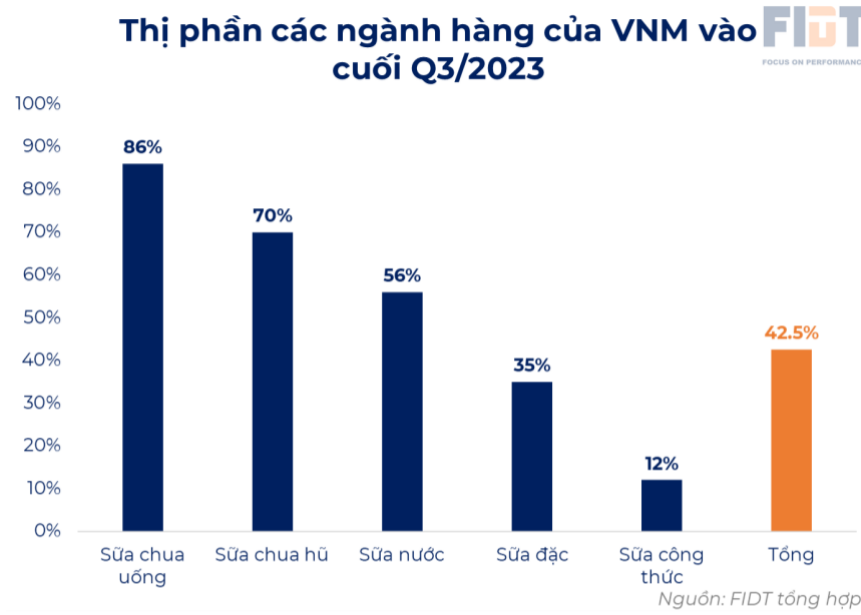
vùng giá 2,500 - 3000 USD/tấn.

Kỳ vọng giá sữa bột nguyên liệu sẽ tiếp tục dao động ở mức thấp khi mà nhu cầu nhập khẩu sữa bột của Trung Quốc dự kiến sẽ tiếp tục giảm trong Q4/2023 và Q1/2024, từ đó giảm bớt áp lực chi phí nguyên liệu đầu vào cho các ngành hàng sữa bột chính.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

1. Thị phần cải thiện từ xu thế chuyển dịch xu hướng tiêu dùng và chiến dịch tái định vị thương hiệu

Trong quý 3, VNM ghi nhận doanh thu 15,681 tỷ đồng, giảm -2.6% YoY trong khi toàn ngành sữa giảm -4% YoY. Xét theo quý, VNM ghi nhận doanh thu quý 3 tăng 3.1% QoQ, đánh dấu quý thứ 3 liên tiếp tăng trưởng doanh thu. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, thị phần của VNM đã cải thiện 2% so với đầu năm, ước đạt 42.5% đến cuối Q3/2023.

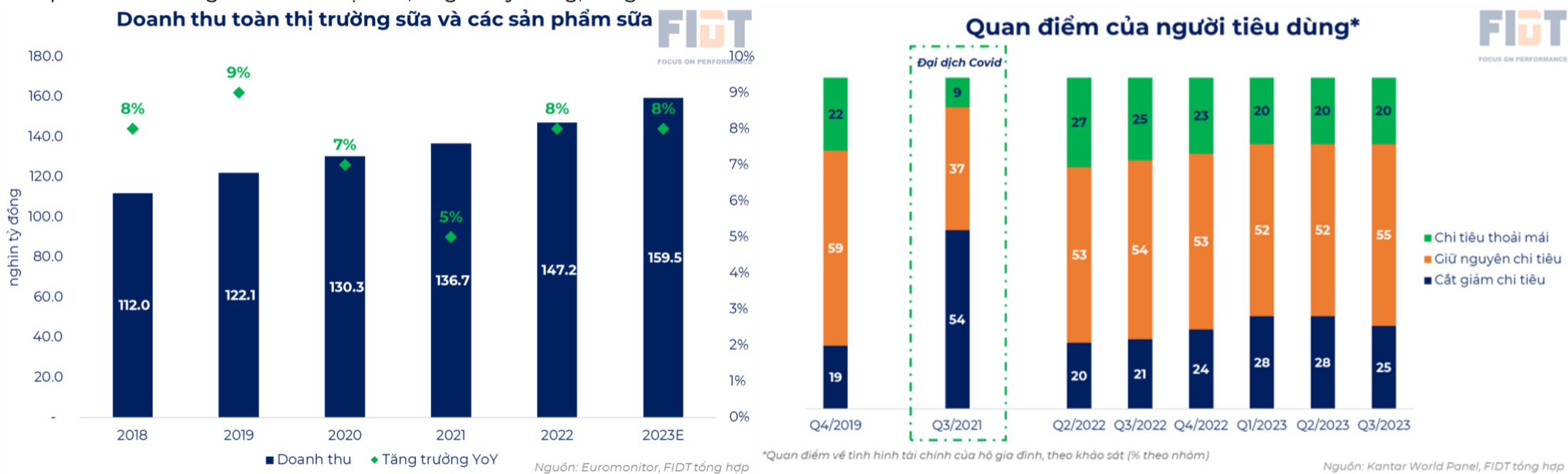


FIDT kỳ vọng VNM sẽ tiếp tục tăng trưởng doanh thu trong Q4 tới, từ đó tiếp đà mở rộng thị phần, dựa vào:

Hưởng lợi từ xu thế chuyển dịch xu hướng tiêu dùng

Tăng trưởng GDP trong quý 3 tăng tốc lên 5.3%, mặc dù đây là tín hiệu tích cực tuy nhiên mục tiêu 6.5% cả năm gần như là bất khả thi. Lạm phát vẫn được kiểm chế dưới mức 4.5% chính sách đặt ra tuy nhiên tỷ trọng của cấu phần lương thực & thực phẩm đóng góp vào lạm phát đã tăng trở lại sau 2 tháng gần đây. Ngoài ra, tiêu dùng nội địa vẫn còn trầm lắng, thể hiện qua doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ trong tháng 10 chỉ tăng 7% YoY so với mức tăng 7.3% trung bình trong quý 3, chủ yếu do tăng trưởng chậm lại của cấu phần thực phẩm.

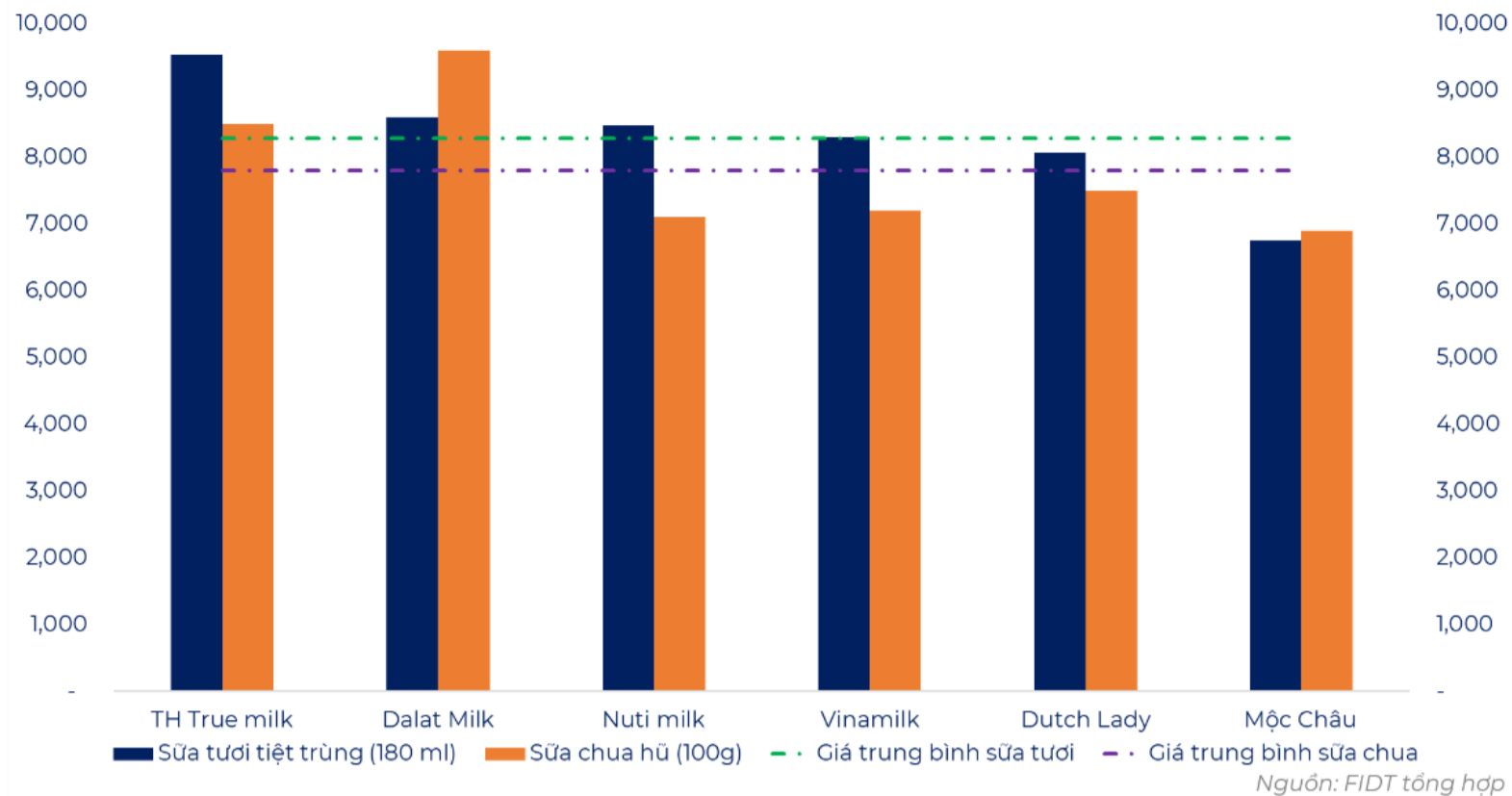
Do là mặt hàng thiết yếu, ngành sữa ít chịu tác động của biến động kinh tế, doanh thu toàn ngành hầu như không bị ảnh hưởng lớn mặc dù lạm phát gia tăng, thu nhập của người dân suy giảm. Theo Euromonitor, bất chấp đại dịch Covid, tổng doanh thu thị trường sữa và các sản phẩm sữa trong năm 2022 đạt 147,2 nghìn tỷ đồng, tăng 8% YoY.



Dưới tác động của nền kinh tế chậm lại, người tiêu dùng có xu hướng thắt chặt chi tiêu hơn. Theo khảo sát của Kantar World Panel, người tiêu dùng vẫn đang rất thận trọng trong chi tiêu, thể hiện qua phần trăm hộ gia đình chi tiêu thoải mái trong quý 3 không tăng, **từ đó hình thành xu hướng chuyển dịch xu thế tiêu dùng sang những mặt hàng có giá cả tầm trung – ngành hàng chính của VNM.**

Giá cả hai ngành hàng chính của một số doanh nghiệp sữa lớn ở thị trường Việt Nam

đơn vị: VND



Kỳ vọng chiến dịch tái định vị thương hiệu mang lại hiệu quả

Trong Q3, VNM ra mắt bộ nhận diện thương hiệu cho ngành hàng sữa nước với thiết kế nổi bật, phù hợp với thế hệ trẻ, đồng thời triển khai chiến dịch marketing tại các điểm bán lẻ, và cho sản phẩm sữa hạt, sữa đặc, và sữa chua uống mới. Những hoạt động tiếp thị và quảng cáo được đón nhận rộng rãi, góp phần tăng trưởng thị phần cho VNM. **FIDT nhận định, việc VNM thực hiện tái định vị thương hiệu phù hợp với bối cảnh ngành sữa hiện nay – đã phát triển đến giai đoạn bão hòa – và doanh nghiệp cần phải liên tục đổi mới sản phẩm để có thể tiếp tục tăng trưởng, mở rộng thị phần.**

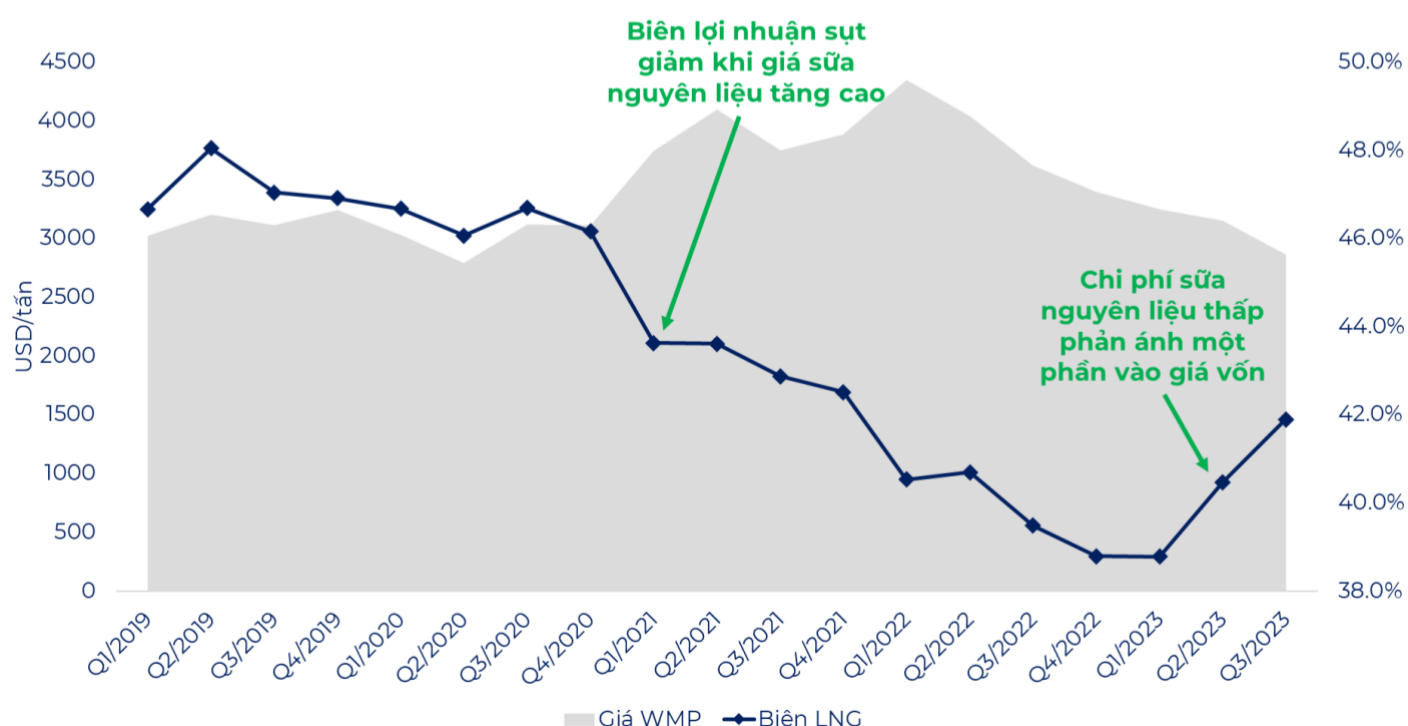
Trong những quý tiếp theo, doanh nghiệp dự kiến sẽ ra mắt bao bì mới cho các ngành hàng còn lại và dự kiến sẽ hoàn thành quá trình chuyển đổi vào 2024. Tiếp theo, VNM sẽ tập trung hệ thống hóa danh mục sản phẩm SKU, thêm giá trị gia tăng cho các dòng sản phẩm chính như sữa đặc vị dâu, và vị socola. Bên cạnh đó, do Q4 hàng năm là mùa kinh doanh thấp điểm nên VNM đã lên kế hoạch triển khai các chương trình khuyến mãi để thúc đẩy doanh số.

FIDT nhận định, doanh thu nội địa Q4 2023 của VNM sẽ ghi nhận một cột mốc mới, tiếp đà cải thiện thị phần trong nước nhờ (1) Xu hướng ưu tiên các sản phẩm mức giá tầm trung của người tiêu dùng (ngành hàng chính của VNM) trong bối cảnh nền kinh tế chững lại và (2) Chiến dịch tái định vị thương hiệu mang lại hiệu quả.

2. Biên lợi nhuận gộp tiếp tục mở rộng nhờ hỗ trợ từ giá sữa bột nguyên kem

Sữa nguyên liệu chiếm 50% trong cơ cấu chi phí sản xuất của VNM, trong đó sữa bột nhập khẩu chiếm khoảng 65% chi phí sữa nguyên liệu đầu vào. Do đó, biến động giá sữa bột thế giới có tác động lớn đến biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

Biến động giá sữa bột nguyên kem và BLNG của VNM

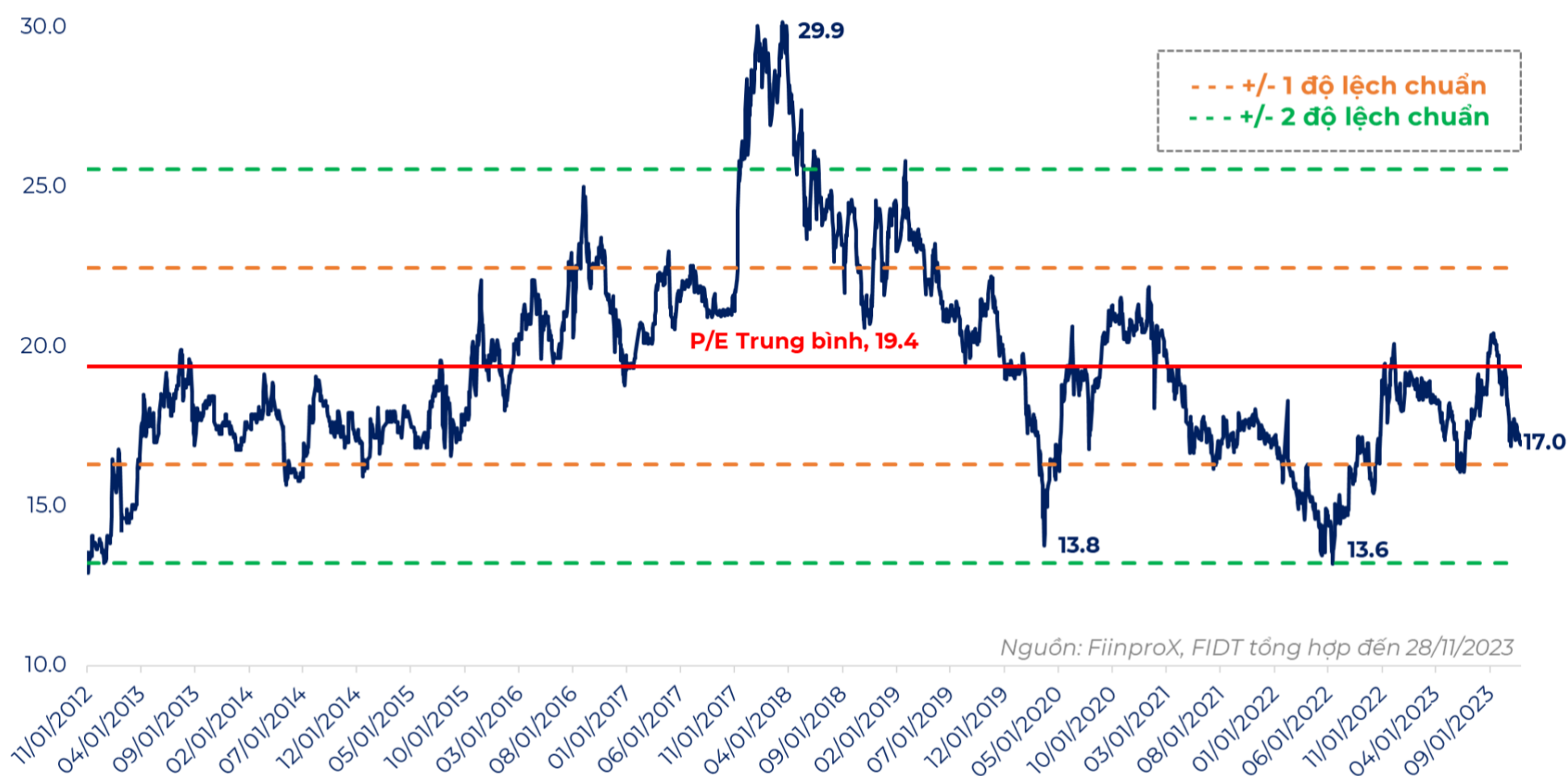


Giá sữa bột nguyên liệu đã về mức nền thấp như đã nêu trên, góp phần khiến biên LNG của VNM tạo đáy vào quý 2 và tiếp tục cải thiện vào Q3, đạt 41.9% (tăng 243 đcb so với cùng kỳ và 144 đcb so với quý trước), đánh dấu mức biên LNG cao nhất kể từ đại dịch COVID. Dự kiến đà tăng biên LNG sẽ tiếp tục kéo dài đến hết Q1/2024 khi VNM đã chốt được giá sữa bột nguyên liệu cho sản xuất đến tháng 3/2024 tại vùng giá cuối tháng 9 – đầu tháng 10/2023. **Doanh nghiệp ước tính LNST 2023 có thể tăng 3% YoY**, khả quan hơn dự báo vào đầu năm (+0.5% YoY)

KHUYẾN NGHỊ

Với những triển vọng trên, FIDT đánh giá cao cơ hội tăng trưởng ngắn hạn của VNM trong giai đoạn cuối năm 2023 và Q1/2024 và đưa ra khuyến nghị MUA. Quý nhà đầu tư có thể mở vị thế quanh vùng giá 65,000/cp, tức P/E = 16.x (vùng -1 độ lệch chuẩn). Dựa trên định giá P/E, với P/E mục tiêu = 18, giá trị hợp lý cho VNM trong 2024 là 75,780 VND/cp.

Định giá P/E trượt của VNM giai đoạn 2012 - nay



NGÀNH XÂY LẮP ĐIỆN - CTCP TƯ VẤN XÂY DỰNG ĐIỆN 2 (HSX: TV2)

Trong báo cáo tháng 11, FIDT đã đưa ra khuyến nghị đầu tư đối với cổ phiếu TV2 với các luận điểm

- Hưởng lợi lớn nhờ QHĐ 8 thông qua, tổng vốn đầu tư tăng gấp 3 lần.
- Kỳ vọng siêu dự án Sông Hậu 2 triển khai vào cuối năm.
- Tăng trưởng lợi nhuận từ mảng đầu tư.

Trong báo cáo tháng 12, chúng tôi tiến hành cập nhật triển vọng lớn nhất của doanh nghiệp trong ngắn hạn – dự án Sông Hậu 2.

Thông tin dự án

Đây là dự án nhiệt điện than có **tổng công suất 2,120 MW** với tổng mức đầu tư gần 72 nghìn tỷ (khoảng 3 tỷ USD) theo hình thức BOT, là một trong những dự án nhiệt điện lớn nhất và đặt tại ĐBSCL.

Về tiến độ dự án:

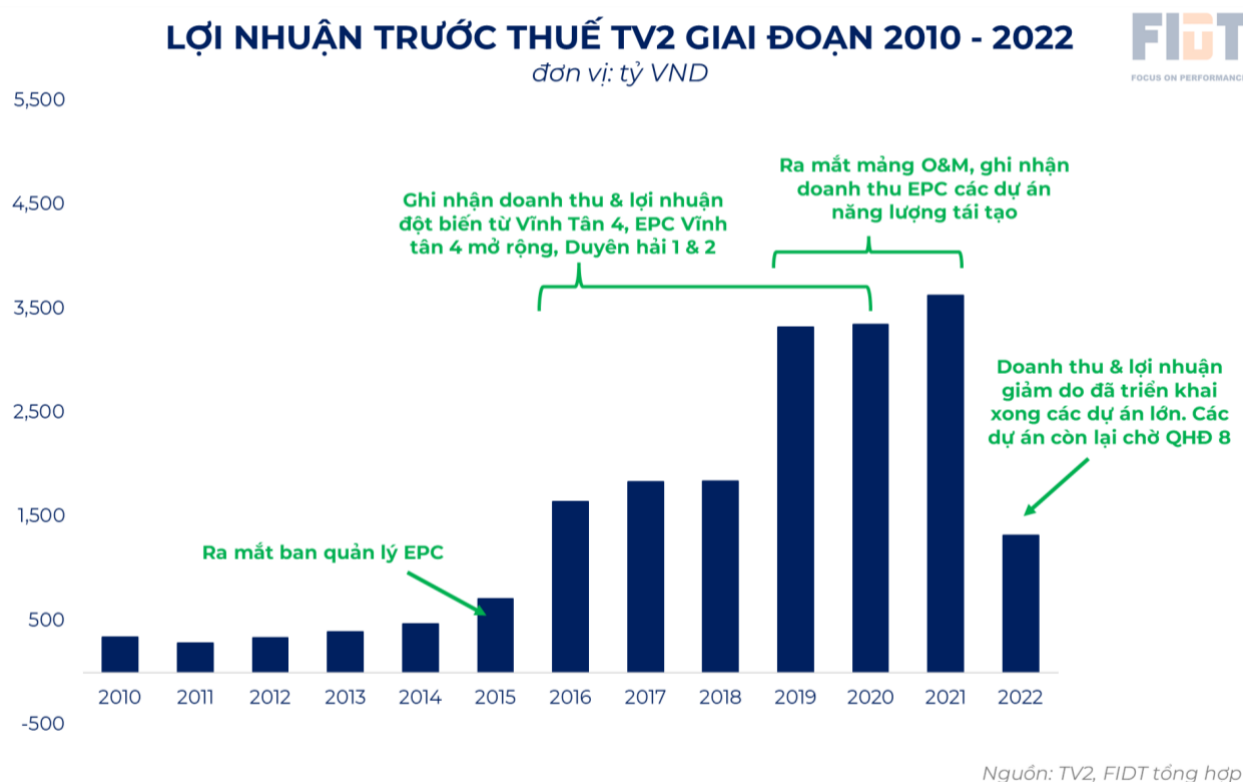
- **Hợp đồng EPC đã ký 01/03/2023:** trị giá gói thầu **2.42 tỷ USD (hơn 58 nghìn tỷ)** - gói thầu do liên doanh TV2-Sunway thực hiện. Trong đó TV2 tham gia **40-45%** gói thầu này, tương đương giá trị backlog của TV2 từ dự án là **0.97-1.09 tỷ USD (23.2-26.1 nghìn tỷ VND)**.
- Vấn đề vướng mắc lớn nhất của dự án là thu xếp nguồn vốn vay khi các dự án điện than đang gặp khó khăn về nguồn vốn. Tuy nhiên hôm qua **28/11, chủ đầu tư đã nhận được thư xác nhận từ Exim Bank Malay về thu xếp vốn cho dự án** (Syndicated Financing Facilities) lên tới 2.42 tỷ USD là bước tiến lớn của dự án này và xác nhận dự án đã có nguồn triển khai.

Lưu ý:

việc các ngân hàng ký lead thu xếp vốn như trên thì thường đã thu xếp được nguồn và tất cả các bên đã xem qua hồ sơ và đồng ý. Câu chuyện sẽ còn là thủ tục vốn thực hiện trong 30 ngày làm việc tới. **Do đó, xem như khó khăn vướng mắc lớn nhất của dự án đã được thông qua.**

Dự án sẽ nâng tầm cao mới cho TV2 trong lĩnh vực EPC và trở lại chu kỳ tăng trưởng dài hạn như thời QHĐ 7 (siêu cổ thời đó).

Nhìn lại lịch sử



Nhìn về chu kỳ thì TV2 bắt đầu tham gia EPC từ 2015 và sự bùng nổ lợi nhuận từ các hợp đồng EPC trong QHĐ 7 cho giai đoạn 2016-2021 và trở thành siêu cổ thời kỳ trước. Các dự án giúp TV2 trở thành siêu cổ là nhiệt điện Vĩnh Tân, Vĩnh Tân 4, Duyên Hải 1 & 2. Tuy nhiên gói thầu của TV2 tại các dự án này là rất bé so với Sông Hậu 2 hiện tại, ví dụ 2 dự án lớn của TV2 giai đoạn đó là Vĩnh Tân 4 (gói của TV2 95 triệu USD), Vĩnh Tân 4 mở rộng (gói của TV2 là 63.8 triệu USD). Tổng cộng 2 dự án lớn khoảng 150 triệu USD.

Do đó phần EPC của TV2 tại Sông Hậu 2 sẽ gấp 6.7 lần tổng 2 gói thầu của TV2 tại 2 dự án lớn thời siêu cổ phiếu QHĐ 7. Ngoài ra, TV2 còn tham vọng tham gia nhiều dự án điện lớn khác khi kế hoạch chi tiết QHĐ 8 được thông qua.

Ngoài ra, cũng trong kỳ phát hành báo cáo tháng 12, FIDT cũng công bố báo cáo phân tích riêng TV2 – Sông Hậu dẫn lối.

Chi tiết báo cáo, nhà đầu tư có thể xem lại: <https://portal.fidt.vn/bao-cao/post/281/tv2songhaudanloi>

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH FIDT

Huỳnh Hoàng Phương – Giám đốc khối

Email: phuong.huynh@fidt.vn

Facebook: <https://www.facebook.com/huynhhoangphuongDFI>

Phạm Hoàng Quang Kiệt – Phó bộ phận

Email: kiet.pham@fidt.vn

Facebook: <https://www.facebook.com/hoangquangkiet>

Số điện thoại: 096.143.4058

Tạ Đoàn Long – Chuyên viên phân tích

Email: long.ta@fidt.vn

Facebook: <https://www.facebook.com/tdlong5112/>

Tiktok: https://www.tiktok.com/@longinvest_otm

Đoàn Tuấn MFin – Chuyên viên phân tích

Email: tuan.doan@fidt.vn

Bùi Văn Hoài Trung – Chuyên viên phân tích

Số điện thoại: 037.833.0670

Nguyễn Kim Dũng – Chuyên viên phân tích

Số điện thoại: 038.991.3349

Đoàn Minh Tuấn – Trưởng phòng Vĩ mô

Số điện thoại: 093.385.7333

LƯU Ý NHÀ ĐẦU TƯ

Quý khách nên đọc kỹ các rủi ro mà chúng tôi có dự phòng và đề cập trong báo cáo cũng như nhận diện về rủi ro thị trường để có lựa chọn đầu tư hiệu quả.

Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này phản ánh đánh giá của FIDT tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi theo tình hình doanh nghiệp và thị trường từng thời kỳ. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt của nhà đầu tư.

Báo cáo này là tài sản và được giữ bản quyền bởi FIDT. Không được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì nếu không có văn bản chấp thuận của FIDT. Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Chúng tôi xin chân thành cảm ơn quý khách hàng!

