

Strategic Insight

Chọn lọc kỹ lưỡng mở ra nhiều cơ hội

“Xu hướng tăng mạnh?”

Vào cuối Q3/23 chỉ số VNIndex xác nhận một xu hướng điều chỉnh ngắn hạn với mục tiêu được xác định thông qua mẫu hình 2 đỉnh là vùng 1,050-1,070 điểm. Tuy nhiên, xu hướng tăng trong trung hạn vẫn được giữ nguyên do được hỗ trợ bởi các yếu tố cơ bản như (1) nền kinh tế bắt đầu phục hồi kể từ Q1/23, (2) chính sách tiền tệ mở rộng, (3) thúc đẩy đầu tư công và (4) dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam tăng.

Vietnam's Economy: Tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh giảm áp lực toàn cầu

Chúng tôi dự đoán hoạt động kinh tế sẽ tăng tốc trong Q3/23 với tỷ lệ tăng trưởng 7,5% n/n, dẫn đến mức tăng trưởng 5,18% n/n. Mặt tích cực, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi ấn tượng trong xuất khẩu do nhu cầu gia tăng từ Hoa Kỳ và Trung Quốc, đặc biệt là khi dự trữ của các nhà bán sỉ và nhà bán lẻ tại Hoa Kỳ trở nên hẹp hơn. Bên cạnh đó, việc đầu tư công hứa hẹn sẽ tiếp tục thúc đẩy nhu cầu đầu tư tăng mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán rằng tiêu dùng trong nước có thể tăng trưởng chậm hơn trong Q4/23 do triển vọng thu nhập không mấy tích cực, đặc biệt là trong ngành sản xuất, trong khi lạm phát có thể gia tăng trong thời kỳ tiếp theo liên quan đến biến động toàn cầu về giá thực phẩm và năng lượng. Đáng chú ý, áp lực tăng trên tỷ giá hối đoái có thể tiếp tục do thặng dư thương mại thấp hơn do tính mùa vụ và hoạt động kinh doanh ngoại tệ gia tăng. Tuy nhiên, chúng tôi đặt nhiều kỳ vọng vào những nỗ lực của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) để đảm bảo ổn định tỷ giá hối đoái và dự đoán rằng tỷ giá USDVND sẽ giảm một cách nhẹ trong quý cuối năm.

Chọn lọc và lựa thời sẽ gặt hái được thành công.

Chúng tôi ước tính kết quả Q3/23 có thể phân hóa giữa các ngành, trong đó ngành Chứng khoán có thể gây bất ngờ cho thị trường với mức tăng trưởng n/n vượt bậc vào cuối quý. Lợi nhuận Q3/23 của các ngành bán lẻ, xuất khẩu (hải sản, dệt may, gỗ) có thể giảm nhẹ n/n nhưng đã chạm đáy vào năm 2023 nhờ tín hiệu hồi phục từ các nước nhập khẩu (EU, Mỹ, Trung Quốc) vào đầu tháng 9. IT, Dược phẩm và Vận tải là những lựa chọn yêu thích của chúng tôi. Bất động sản có thể không giữ được đà tăng trưởng mạnh mẽ như Q2/23 do VHM không còn được hỗ trợ bởi doanh thu bán hàng số lượng lớn. Nhu cầu yếu vẫn ảnh hưởng đến các dịch vụ xây dựng và vật liệu xây dựng (Thép, Xi măng). Các nhà đầu tư trung hạn có thể tận dụng đợt thoái lui để bắt đầu lựa chọn các cổ phiếu ngành Dầu khí và Tiện ích tiềm năng dài hạn. Ngành Ngân hàng có thể duy trì được trong Q3/23 nhưng chúng tôi không lạc quan về Q4/23 do tăng trưởng tín dụng chậm chạp và NIM phục hồi chậm hơn dự kiến.

Contents

I. “Xu hướng tăng mạnh?”	1
1. Từ “Lạc quan” đến “Lo sợ”	1
2. Giao dịch từ Khỏi ngoại cải thiện	2
3. “Xu hướng tăng mạnh?”	4
II. Kinh tế Việt Nam: Tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh giảm áp lực toàn cầu	8
4. Hoạt động kinh tế sẽ tăng tốc	8
5. Sự bình ổn của tỷ giá sẽ được đảm bảo	10
6. Bán lẻ giảm tốc nhẹ	10
7. Lạm phát gia tăng	11
8. Nguồn vốn duy trì tích cực	12
Macro scorecard	14
III. Sàn lọc kỹ để mang lại lựa chọn tối ưu	15
1. Nông nghiệp: Quý 4 hạ nhiệt	15
2. Ngân hàng: Nhu cầu tín dụng chậm 2023 và triển vọng cải thiện 2024	16
3. Thép: Mức bán hàng tiếp tục duy trì	18
4. Xây dựng: BLNG dự kiến mở rộng nhờ chi phí đầu vào giảm	19
5. BĐS Nhà ở: Hoạt động bán hàng được hỗ trợ bởi lãi suất thế chấp đang có xu hướng giảm	20

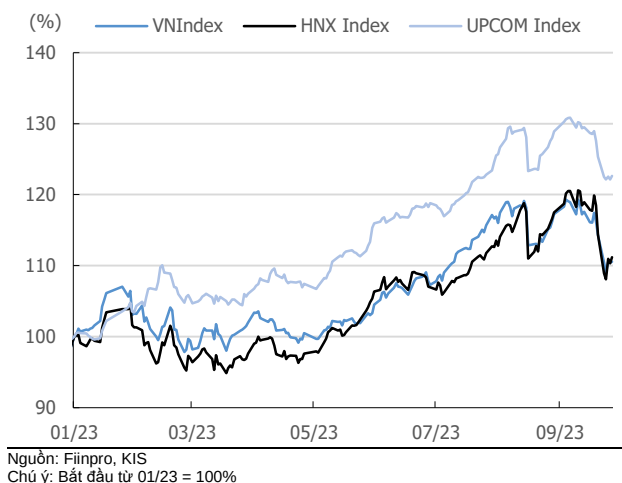
I. “Xu hướng tăng mạnh?”

1. Từ “Lạc quan” đến “Lo sợ”

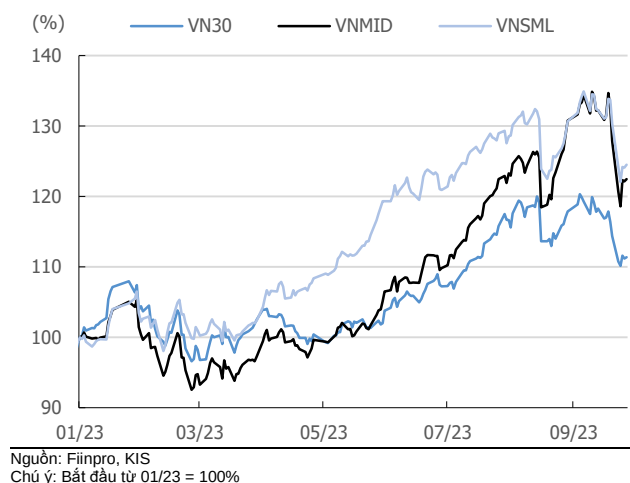
Đối mặt với thử thách lớn. Sau giai đoạn tăng trưởng ổn định trong Q2/23, thị trường chứng khoán có sự biến động mạnh trên hầu hết các chỉ số chính. Theo đó, tiếp đà tăng của tháng 6, chỉ số VNIndex tiếp tục tăng trưởng ấn tượng trong tháng 7 và thành công vượt ngưỡng kháng cự mạnh 1,200 điểm. Tuy nhiên, thị trường lại liên tục đối mặt với những khó khăn khi tiếp cận vùng kháng cự quan trọng 1,240-1,250 điểm. Nhìn chung, chỉ số ghi nhận sự tăng nhẹ 3.03% q/q. Đáng chú ý, tăng trưởng trong Q3/23 thấp hơn so với Q2/23, là 5.22%.

Các yếu tố ảnh hưởng đến thị trường có thể kể đến là quan điểm “điều hâu” của FED với vấn đề lãi suất, rủi ro về tỷ giá, giá xăng dầu bán lẻ trong nước tăng và động thái thắt chặt thanh khoản của SBV thông qua phát hành tín phiếu. Hàng loạt các thông tin bất lợi kể trên được xem là nguyên nhân chính khiến quá trình phục hồi của thị trường liên tục phải đối mặt với những khó khăn trong giai đoạn cuối Q3/23.

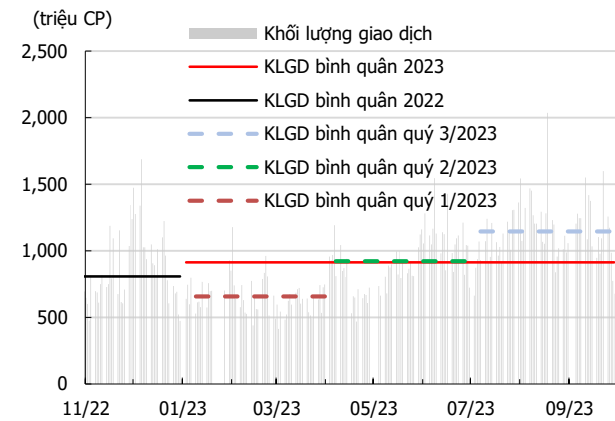
Hình 1. Tăng trưởng của chỉ số VNIndex



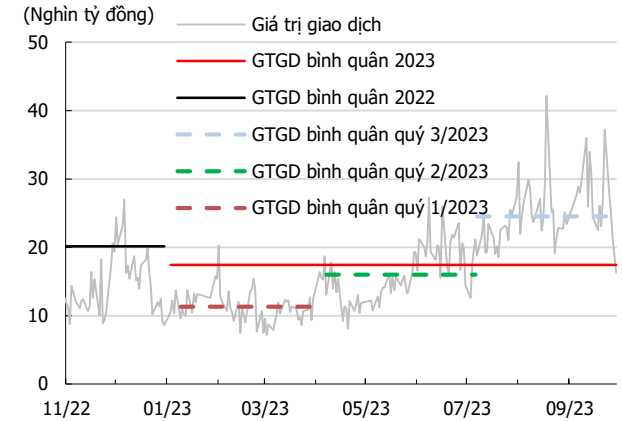
Hình 2. Tăng trưởng của nhóm chỉ số chính trên HOSE



Thanh khoản cao. Thanh khoản trong Q3/23 ghi nhận sự tăng trưởng vượt bậc và là điểm sáng đáng chú ý của thị trường chứng khoán. Cụ thể, khối lượng và giá trị giao dịch trung bình đã tăng lên đến 1,146 triệu cổ phiếu và 24,509 tỷ đồng mỗi phiên, tăng lần lượt 24% và 53% so với quý liền trước. Có thể thấy, thanh khoản đã tạo đáy trong Q1/23 và ghi nhận sự tăng trưởng liên tục trong các quý tiếp theo, tiệm cận vùng đỉnh về thanh khoản của quý 4/2021. Theo đó, xu hướng tăng này có thể đến từ việc chính sách tiền tệ nới lỏng liên tục được thực thi trong thời gian qua. Chính điều này dẫn đến kênh tiền gửi tiết kiệm kém hấp dẫn hơn do lãi suất giảm về mức thấp. Hơn nữa, hầu hết các kênh đầu tư thay thế đều đã phải gặp những thách thức và đưa thị trường chứng khoán trở thành điểm đầu tư hấp dẫn. Mặt khác, sự đột biến thanh khoản trong những phiên điều chỉnh cũng đóng góp vào sự tăng trưởng kể trên.

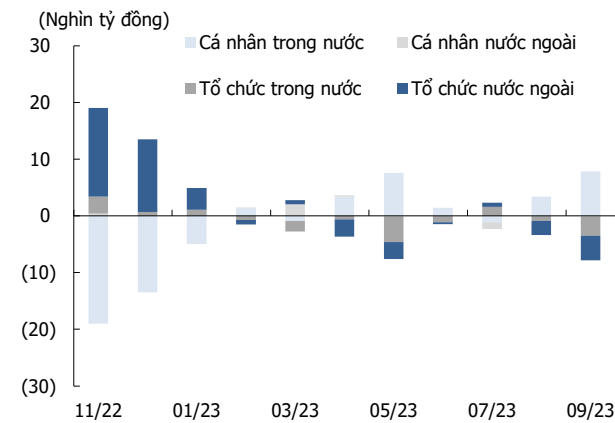
Hình 3. Khối lượng giao dịch trong 2023

Nguồn: Fiinpro, KIS

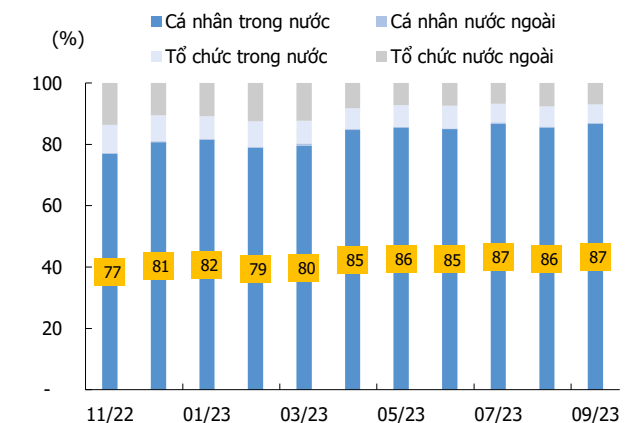
Hình 4. Giá trị giao dịch trong 2023

Nguồn: Fiinpro, KIS

Hoạt động giao dịch vẫn giữ nhịp sôi động. Trong Q3/23, hoạt động giao dịch của nhà đầu tư trong nước tiếp tục giữ được đà sôi động, với tổng giá trị giao dịch đạt 2.5 nghìn tỷ đồng, tăng 60% q/q. Trong đó, giá trị giao dịch của nhà đầu tư cá nhân ghi nhận tăng 61% q/q trong khi giá trị giao dịch của khách hàng tổ chức cũng tăng thêm 40% q/q. Đáng chú ý, các cá nhân trong nước vẫn là nhóm nhà đầu tư mua ròng, với hơn 10.2 tỷ đồng trong Q3/23, giảm 18% so với Q2/23. Ngược lại, áp lực bán từ các tổ chức trong nước vẫn được duy trì nhưng đã giảm đáng kể, ghi nhận chỉ 2.6 tỷ đồng. Điều đáng chú ý nằm ở chỗ đây đã là lần thứ 4 liên tiếp nhà đầu tư tổ chức trong nước bán ròng. Đối với các nhà đầu tư nước ngoài, hoạt động giao dịch của các tổ chức tiếp tục cho thấy sự sôi động với giá trị giao dịch là 192 tỷ đồng, tăng 51% so với quý trước đó.

Hình 5. Hoạt động giao dịch của từng nhóm nhà đầu tư

Source: Fiinpro, KIS

Hình 6. Tỷ trọng từng nhóm nhà đầu tư

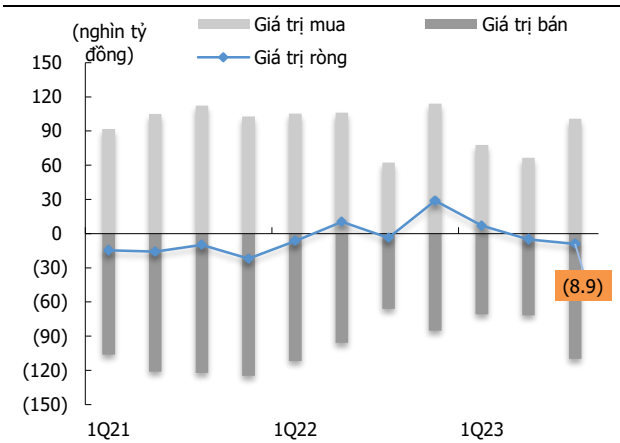
Source: Fiinpro, KIS

2. Giao dịch từ Khối ngoại cải thiện

Hoạt động giao dịch từ khối ngoại tăng trở lại. Trong Q3/23, hoạt động giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài đạt mức cao nhất trong năm. Giá trị mua tăng, cao hơn 22% so với mức trung bình từ đầu năm đến nay. Giá trị bán cũng được cải thiện, cao hơn 31% so với mức trung bình từ đầu năm đến nay. Giá trị bán ròng vẫn ở mức thấp và không có sự thay đổi đột biến, ghi nhận ở mức 9 nghìn tỷ đồng. Khối này bán ròng trong Q3/23 trong khi mua ròng trong quý 3/2022. Tuy nhiên, hoạt động giao dịch từ các nhà đầu tư nước ngoài đã trở nên tích cực hơn. Trong Q3/23, áp lực bán chủ yếu lan rộng trên lĩnh vực Tài chính, Năng lượng và Nguyên vật liệu trong khi Tiêu dùng thiết yếu và Công nghiệp được mua nhiều nhất.

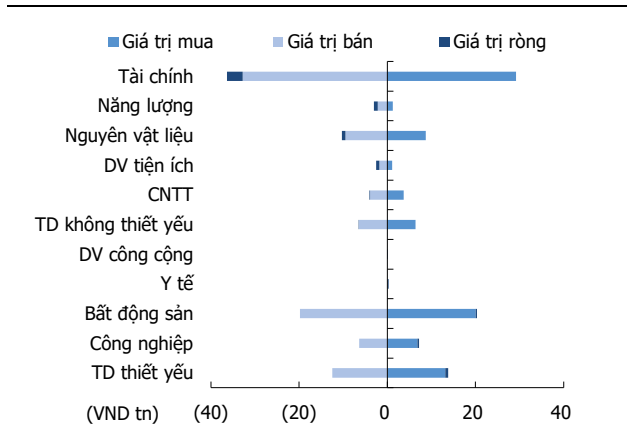
Hoạt động mua từ nhà đầu tư nước ngoài đã bắt đầu giảm sau khi đạt đỉnh cao nhất trong 3 năm vào quý 4/2022, nhưng đã có sự phục hồi trong Q3/23. Từ quý 4/2022 đến Q2/23, giá trị mua giảm 47%. Tuy nhiên, giá trị mua trong Q3/23 chỉ thấp hơn 10% so với mức đỉnh. Cùng với sự gia tăng của hoạt động mua, áp lực bán cũng tăng lên. Giá trị bán trong Q3/23 thấp hơn 12% so với mức đỉnh 3 năm.

Hình 1. Giá trị mua/bán ròng



Nguồn: Fiinpro, KIS

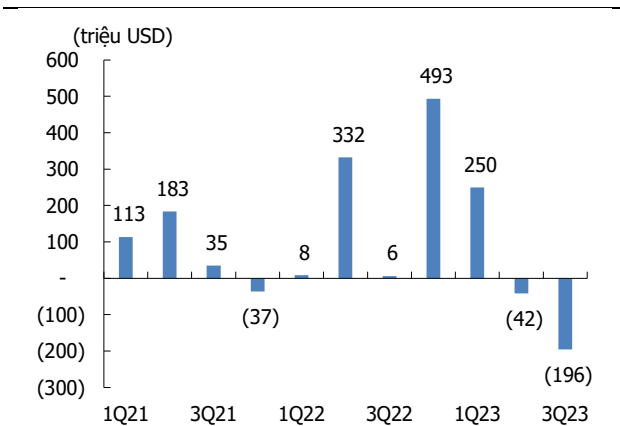
Hình 2. Giá trị mua/bán ròng theo ngành (Q3/23)



Nguồn: Fiinpro, KIS

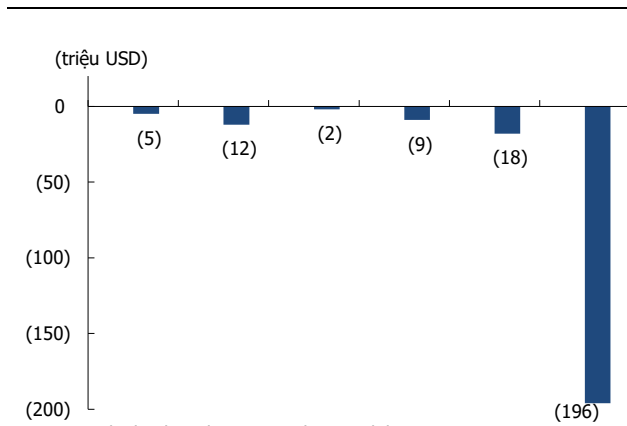
Việt Nam vẫn tiếp tục là quốc gia bị rút vốn nhiều nhất trong khu vực Đông Nam Á. Tương tự như hoạt động giao dịch nước ngoài, lực cầu trên các quỹ ETF của Việt Nam đã bắt đầu giảm sau khi đạt mức cao nhất trong giai đoạn 2021-2023. Trong Q3/23, Việt Nam tiếp tục trải qua áp lực rút vốn, ghi nhận ở mức 196 triệu USD, mức cao nhất trong giai đoạn 2020-2023. Đáng chú ý, Việt Nam là quốc gia bị rút vốn nhiều nhất trong khu vực Đông Nam Á, tiếp theo là Singapore (18 triệu USD), Indonesia (12 triệu USD) và Philippines (9 triệu USD). Thái Lan và Malaysia cũng bị rút vốn nhưng áp lực thấp.

Hình 3. Dòng vốn phân bổ trên các ETF tại Việt Nam



Nguồn: Fiinpro, KIS

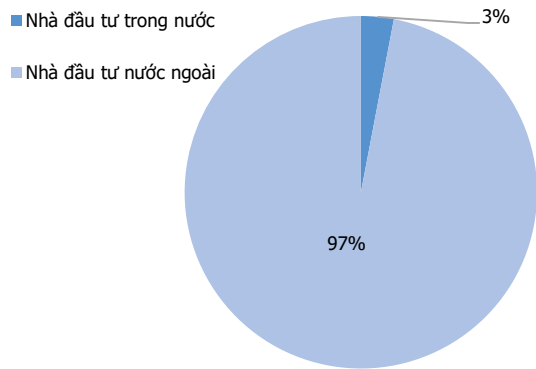
Hình 4. Hoạt động dòng vốn các nước Đông Nam Á



Nguồn: Fiinpro, KIS

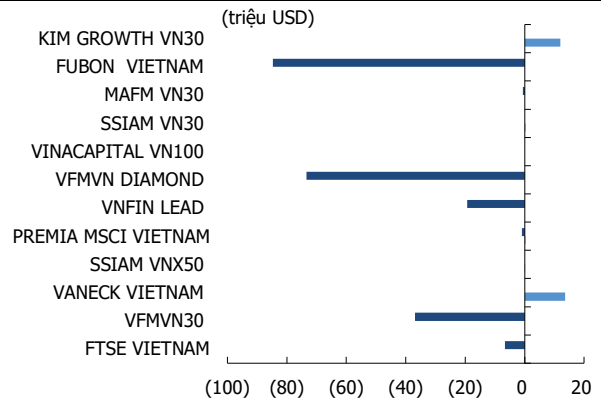
60% tổng số quỹ ETF của Việt Nam bị rút vốn, 30% ghi nhận hoạt động rút vốn cao nhất trong năm. Phân tích theo từng Quỹ ETF, Việt Nam đã ghi nhận quý thứ hai liên tiếp bị rút vốn kể từ quý 1/2022. Đặc biệt, áp lực rút vốn lớn xuất hiện Fubon FTSE Vietnam (85 triệu USD) và VFMVN Diamond ETF (73,4 triệu USD). VFMVN30 ETF cũng ghi nhận quý thứ hai liên tiếp bị bán ròng với áp lực rút vốn đạt mức cao trong năm (37 triệu USD). Ngược lại, VanEck Vietnam thu hút dòng vốn, đạt 14 triệu USD, một phần nào đó làm hạ nhiệt áp lực rút vốn tại Việt Nam.

Hình 5. Tỷ trọng sở hữu trên các quỹ ETFs tại Việt Nam



Nguồn: Fiinpro, KIS

Hình 6. Hoạt động của dòng vốn trên các quỹ ETFs



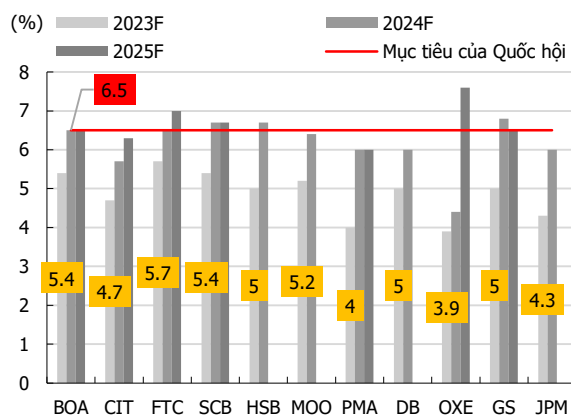
Nguồn: Fiinpro, KIS

3. “Xu hướng tăng mạnh?”

Chuyển động theo làn sóng vĩ mô

Triển vọng tăng trưởng được dự báo đầy hứa hẹn nhờ phục hồi kinh tế. Nền kinh tế đã tạo đáy trong Q1/23, mang đến một cơ hội thúc đẩy tăng trưởng cho thị trường chứng khoán. Kinh tế đã đối mặt với nhiều khó khăn đáng kể, tạo đáy trong 1/2023 với tỷ lệ tăng trưởng GDP chỉ ở mức 3.28%. Tuy nhiên, xu hướng này đã có dấu hiệu cải thiện trong Q2/23 và 3/2023 với tốc độ tăng trưởng lần lượt đạt 4.14% và 5.35%. Thế nhưng, với tốc độ tăng trưởng trong Q3/23, việc đạt được tăng trưởng 6.5% trong năm 2023 theo mục tiêu của chính phủ là việc rất khó khăn. Tuy nhiên, sự phục hồi tích cực từ Q1/23 là một dấu hiệu đáng kỳ vọng, cho thấy tiềm năng tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn 2024-2025. Theo thống kê của Bloomberg, dự báo tỷ lệ tăng trưởng GDP cho năm 2023, 2024 và 2025 lần lượt tương ứng với các mức 5%, 6.4% và 6.7%. Hơn nữa, hầu hết các chỉ báo kinh tế chính cũng đã thể hiện sự cải thiện đáng kể.

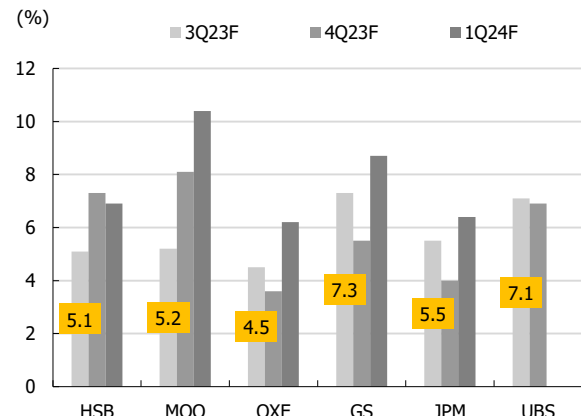
Hình 13. Dự báo GDP Việt Nam theo năm



Nguồn: GSO, Bloomberg, KIS

Ghi chú: BOA: Bank of America Merrill Lynch, CIT: Citigroup, FTC: Fitch Ratings, SCB: Standard Chartered, HSB: HSBC Holdings, MOO: Moody's, PMA: Pantheon Macroeconomic Advisors, DB: Deutsche Bank, OXE: Oxford Economics, GS: Goldman Sachs Group, JPM: JPMorgan Chase

Hình 14. GDP Việt Nam theo quý



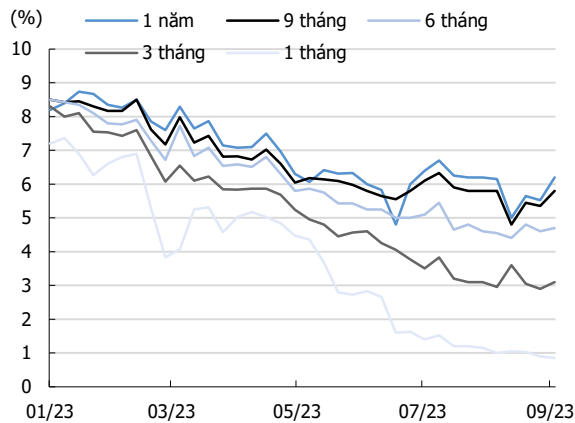
Nguồn: GSO, Bloomberg, KIS

Ghi chú: HSB: HSBC Holdings, MOO: Moody's, OXE: Oxford Economics, GS: Goldman Sachs Group, JPM: JPMorgan Chase, UBS: UBS

Duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ? Kể từ đầu năm 2023, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) đã triển khai chính sách tiền tệ linh hoạt hơn, thể hiện qua việc 3 lần điều chỉnh mức lãi suất huy động. Theo đó, SBV đã giữ lãi suất ở mức thấp để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Hơn thế nữa, lạm phát vẫn được kiểm hãm, với tỷ lệ lạm phát trong tháng 9 ghi nhận ở 3.66% n/n, thấp hơn mục tiêu của chính phủ là 4.5%. Do đó, nhiều khả năng SBV sẽ tiếp tục duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ nhằm tăng cường hỗ trợ kinh tế.

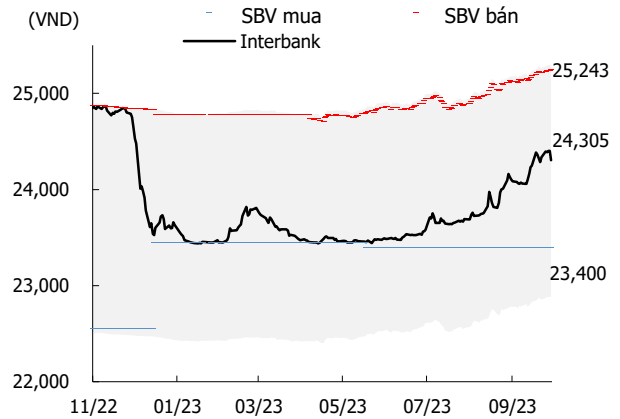
Có khả năng SBV sẽ thực hiện thêm một lần giảm lãi suất nữa trong Q4/23. Tuy nhiên, điều này sẽ phải được cân nhắc cẩn thận trước khi quyết định, đặc biệt là thời điểm giảm lãi suất do sự biến động của thị trường ngoại hối. Kể từ tháng 4/2023, tỷ giá hối đoái (USD/VND) đã thể hiện một xu hướng tăng, tăng khoảng 4% so với mức thấp nhất trong tháng 4. Trong tháng 9 vừa qua, tỷ giá cũng ghi nhận mức đỉnh mới trong năm do hoạt động tăng lãi suất của FED. Ngoài ra, lãi suất trong nước cũng có xu hướng tăng trở lại. Những yếu tố này có thể sẽ ảnh hưởng đến quyết định của SBV trong việc tăng lãi suất.

Hình 15. Lãi suất gửi tiền trong nước



Nguồn: GSO, Bloomberg, KIS

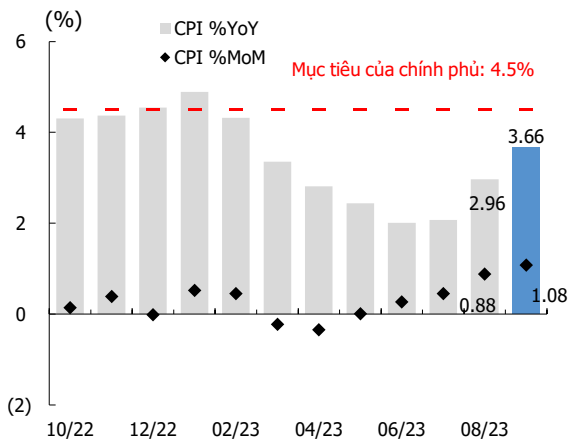
Hình 16. Biến động của tỷ giá



Nguồn: SBV, Bloomberg, Fiiopro, KIS

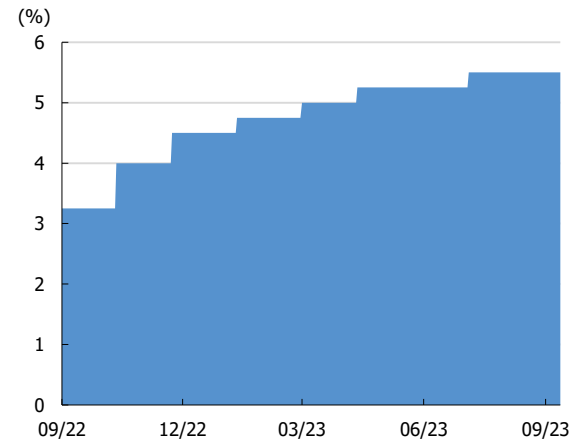
Ghi chú: Vùng đổ bóng là biến độ giao dịch hàng ngày. Biên độ giao dịch hiệu quả là +/- 5% (ngày có hiệu lực là ngày 17/10/2022)

Hình 17. % thay đổi CPI theo tháng



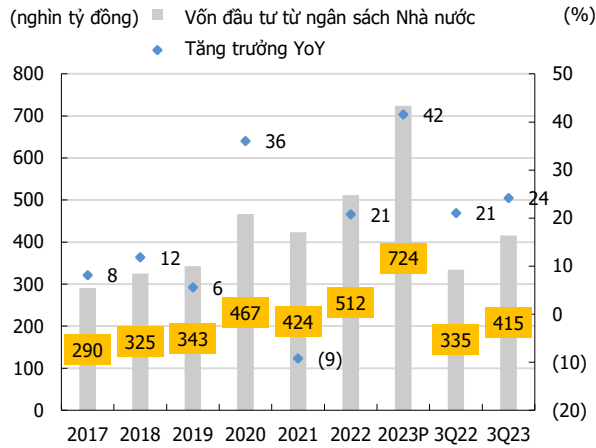
Nguồn: GSO, KIS

Hình 18. Giới hạn trên mức lãi suất mục tiêu của FED

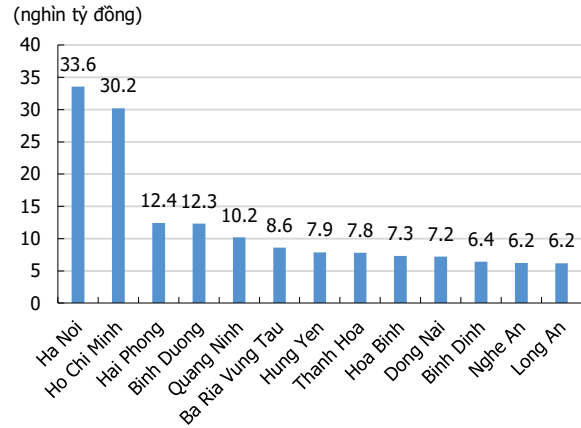


Nguồn: Bloomberg, KIS

Đẩy mạnh đầu tư công. Hoạt động đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh nhằm hỗ trợ nền kinh tế trong năm 2023. Dự kiến, số vốn đầu tư từ ngân sách Nhà nước trong 9 tháng đầu năm ước đạt khoảng 415 ngàn tỷ đồng, tương ứng 57.4% kế hoạch đề ra và tăng 23.5% so với cùng kỳ. Theo đó, các dự án đáng chú ý có thể kể đến như: Cao tốc Bắc - Nam và Sân bay Long Thành cùng nhiều dự án khác.

Hình 7. Vốn đầu tư từ ngân sách Nhà nước

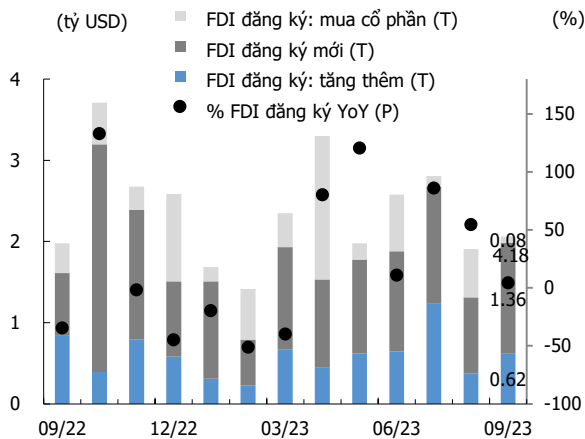
Nguồn: GSO, KIS

Hình 20. Vốn đầu tư từ ngân sách Nhà nước theo tỉnh

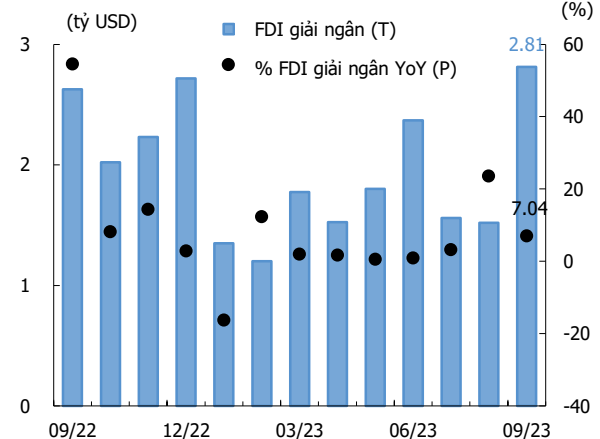
Nguồn: GSO, KIS

Thỏa thuận Mỹ - Việt tạo đà cho tăng trưởng FDI và đầu tư công nghệ.

Trong 9 tháng đầu năm 2023, Việt Nam đã chứng kiến sự gia tăng đáng kể số vốn FDI đăng ký, khi vượt mức 20 tỷ USD. Điều này cũng đại diện cho mức tăng 7,7% so với cùng kỳ năm ngoái. Có thể thấy, dữ liệu trên đã làm nổi bật sự hấp dẫn của thị trường Việt Nam đối với các nhà đầu tư toàn cầu, đặc biệt là sau khi Việt Nam thiết lập Quan hệ Đối tác Chiến lược Toàn diện (CSP) và Mỹ vào tháng 9 vừa qua. Cụ thể, CSP tập trung vào việc tăng cường hợp tác trong công nghệ chính, đặc biệt là lĩnh vực bán dẫn, được dự kiến sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng FDI trong tương lai. Một minh chứng cho dự đoán trên là việc khánh thành cơ sở sản xuất linh kiện bán dẫn hiện đại của Amkor Technology tại Bắc Ninh, với khoản đầu tư lên đến 1,6 tỷ USD. Đáng chú ý, đây cũng là nhà máy lớn và phức tạp nhất của Amkor trên toàn cầu.

Hình 21. FDI đăng ký theo tháng

Nguồn: GSO, Bloomberg, KIS

Hình 22. Giải ngân FDI theo tháng

Nguồn: GSO, Bloomberg, KIS

Đáy chu kỳ 1 năm đầu tiên

Mẫu hình hai đỉnh. Trong khoảng thời gian từ tháng 7 đến tháng 9/2023, chỉ số VNIndex thể hiện mẫu hình hai đỉnh với hai đỉnh nằm trong vùng 1,240-1,250 điểm. Mẫu hình này được xác nhận nhờ phiên phá vỡ vào ngày 25/09/2023, khi chỉ số giảm xuống dưới ngưỡng 1,160 điểm, cận dưới của mẫu hình. Điều quan trọng là sự gia tăng về khối lượng và sự phân kỳ đã củng cố độ tin cậy của mẫu hình này. Mục tiêu giá của mẫu hình được ước tính vào khoảng 1,050-1,070 điểm.

Đáy chu kỳ 1 năm đầu tiên. Như đã đề cập trong các báo cáo trước đây, thị trường chứng khoán Việt Nam chịu chi phối bởi chu kỳ 3 năm, hàm ý về các đáy quan trọng sẽ được hình thành ba năm một lần. Dựa trên xu hướng tăng kể từ tháng 05/2023, chỉ số VNIndex đã vượt qua đường trung bình động 375 kỳ (MA375) trên đồ thị ngày, vốn được sử dụng để xác định đáy 3 năm. Sự tăng trưởng này cho thấy đáy của chu kỳ 3 năm được thiết lập vào tháng 11/2023. Bắt đầu từ đây, đáy chu kỳ 3 năm thứ 8 dự kiến sẽ xuất hiện trong khoảng thời gian từ năm 2025 đến năm 2026.

Hơn nữa, đáy vào tháng 11/2022 cũng báo hiệu sự kết thúc của chu kỳ 1 năm thứ 20 tại thị trường Việt Nam. Đáy của chu kỳ này dự kiến sẽ xuất hiện trong khoảng thời gian từ tháng 09 đến tháng 01/2024. Do đó, thị trường hiện đang bước vào giai đoạn tạo đáy của chu kỳ 1 năm. Để xác nhận đáy này, trước tiên chỉ số phải giảm xuống dưới đường trung bình động 125 kỳ (MA125) và sau đó tăng lên trên đường này. Hiện tại, đường MA125 đang ở quanh mức 1,140 điểm.

Xu hướng tăng dài hạn. Dựa trên những phân tích về chu kỳ 1 năm và mẫu hình hai đỉnh, chúng tôi dự kiến chỉ số có thể nhanh chóng điều chỉnh về vùng 1,050-1,070 điểm. Tuy nhiên, xu hướng trung và dài hạn của thị trường vẫn là tăng trưởng, điều này được hỗ trợ bởi các chỉ số kinh tế vĩ mô tích cực đã thảo luận trước đó.

Bảng 1. Thời gian tạo đáy của chu kỳ 1 năm

Chu kỳ 3 năm	Chu kỳ 1 năm	Ngày bắt đầu	Ngày kết thúc	Thời gian (tháng)
V	13	12/17/2014	01/21/2016	13
	14	01/21/2016	12/06/2016	10
	15	12/06/2016	07/11/2018	19
VI	16	07/11/2018	01/03/2019	5
	17	01/03/2019	03/24/2020	14
VII	18	03/24/2020	07/19/2021	15
	19	07/19/2021	07/06/2022	11
VIII	20	07/06/2022	05-09/2023*	10-14*

*Giai đoạn kì vọng sẽ tạo đáy chu kì 3 năm
Nguồn: KIS

Hình 23. Chuyển động của chu kỳ 1 năm



Nguồn: KIS

Hình 24. Dự báo chỉ số VNIndex



Nguồn: KIS

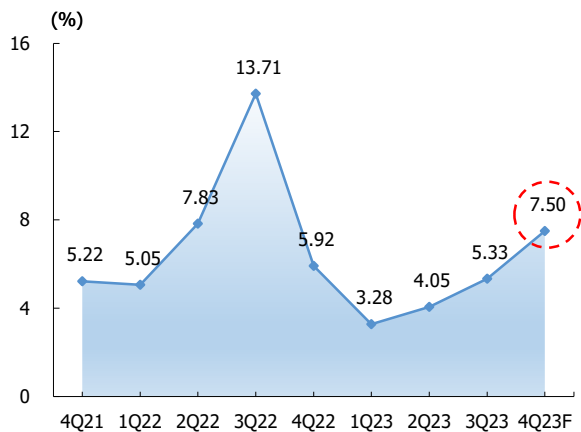
II. Kinh tế Việt Nam: Tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh giảm áp lực toàn cầu

4. Hoạt động kinh tế sẽ tăng tốc

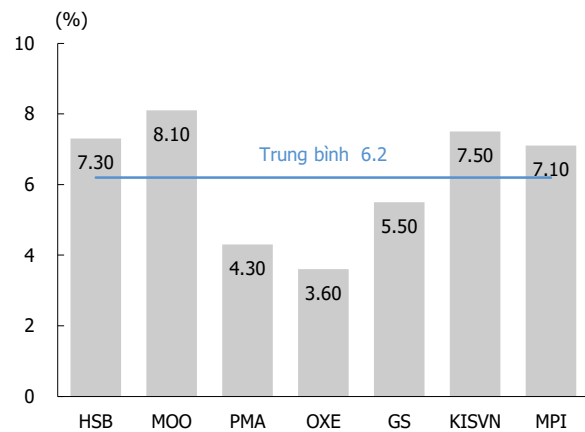
Chúng tôi dự đoán các hoạt động kinh tế sẽ tăng tốc trong Quý 4 năm 23 với tốc độ tăng trưởng 7,5% so với cùng kỳ năm trước, chủ yếu nhờ sự cải thiện trong xuất khẩu và sự tăng trưởng mạnh mẽ trong đầu tư công. Với tốc độ tăng trưởng 7,5% YoY trong giai đoạn tiếp theo, chúng tôi ước tính GDP thực tế của năm 2023 sẽ tăng 5,18% YoY, thấp hơn 1,32 điểm phần trăm so với mục tiêu ban đầu của chính phủ là 6,5% YoY.

Mặt khác, lộ trình tăng lãi suất của Fed gần đây trở nên không chắc chắn hơn khi các quan chức của Fed tiết lộ lập trường “cao hơn trong thời gian dài hơn” thông qua cuộc họp FOMC tháng 9 và các bài phát biểu sau đó. Diễn biến này có thể làm giảm mức tiêu thụ trong nước và làm chậm quá trình giải quyết hàng tồn kho quá mức của Mỹ so với kỳ vọng trước đó. Các nhà sản xuất tại Việt Nam sẽ cần sự cải thiện đáng kể về mức tiêu thụ của các đối tác thương mại lớn của chúng ta, như Mỹ, EU và Trung Quốc, để nhận được số lượng đơn đặt hàng mới tăng đáng kể.

Hình 25. Dự báo tăng trưởng GDP cho Q4/23



Hình 26. Dự báo tăng trưởng Q4/23 theo các tổ chức



Nguồn: KIS, GSO

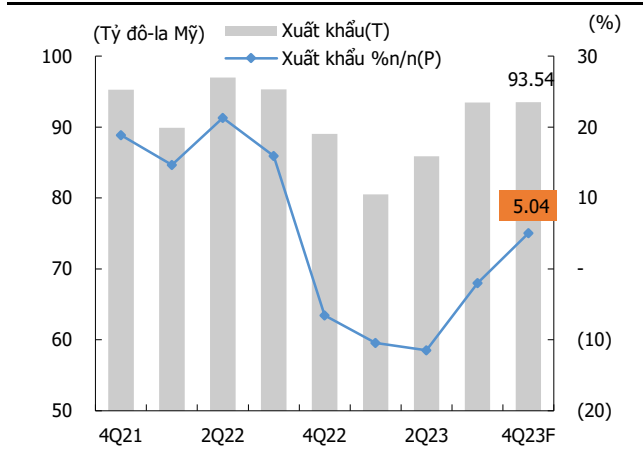
Ghi chú: GS= Goldman Sachs; HSB= HSBC Holdings; MOO= Moody's; OXE= Oxford Economics; PMA= Pantheon Macroeconomic Advisors; MPI= Bộ Kế Hoạch Và Đầu Tư.

Tuy nhiên, một số công ty Mỹ có nhà cung cấp hợp đồng đặt cơ sở sản xuất chủ yếu ở Việt Nam bắt đầu ghi nhận mức tồn kho thấp hơn sau một loạt nỗ lực đẩy sản phẩm ra khỏi kệ. Nike, một công ty may mặc và giày dép với 28% sản lượng thương hiệu của mình tại Việt Nam, trong báo cáo thu nhập mới nhất, cho thấy mức tồn kho giảm 9,98% so với cùng kỳ năm trước. Kết quả này phản ánh nỗ lực của công ty trong việc giải quyết hàng tồn kho dư thừa bằng cách sử dụng mức chiết khấu cao để đánh đổi giữa tỷ suất lợi nhuận gộp và gánh nặng tài chính do chi phí kho bãi tồn kém. Hơn nữa, chúng tôi dự đoán rằng mức tiêu thụ cao theo mùa ở Trung Quốc trong quý 4 năm 2023 sẽ góp phần đáng kể vào tăng trưởng doanh số bán hàng của Nike. Dựa trên lượng hàng tồn kho ít hơn vào cuối tháng 8, chúng tôi kỳ vọng rằng Nike và các công ty cùng ngành khác của Hoa Kỳ sẽ tạo ra một lượng đơn đặt hàng mới đáng kể cho các khu vực sản xuất, bao gồm cả Việt Nam, khiến hoạt động sản xuất tăng tốc trong quý cuối cùng của năm nay.

Chuyển sang các sản phẩm điện tử, chiếm khoảng 30% giá trị xuất khẩu của Việt Nam vào năm ngoái, Samsung Electronics, gã khổng lồ công nghệ Hàn

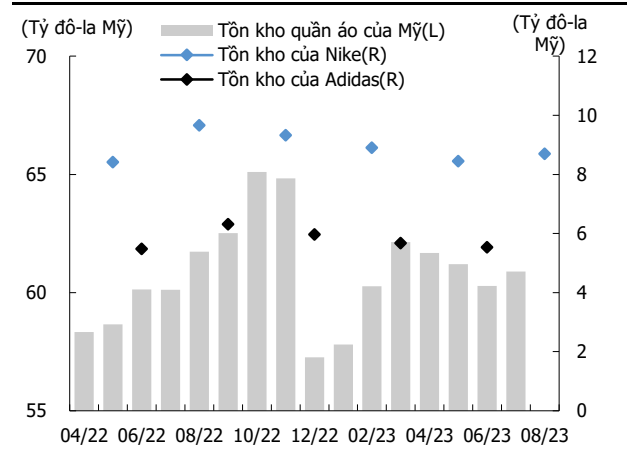
Quốc và là công ty chủ chốt trong lĩnh vực này, dự kiến sẽ tăng lượng xuất xưởng điện thoại thông minh của mình trong quý tới lên khoảng 64 triệu chiếc, tăng 11,09 % so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi kỳ vọng lượng xuất xưởng điện thoại thông minh tăng cao sẽ làm tăng khối lượng công việc cho các nhà máy tại Việt Nam, nơi hoạt động sản xuất điện thoại thông minh vừa ghi nhận sự thay đổi trong quý gần nhất với tốc độ tăng trưởng khiêm tốn 2,42% so với cùng kỳ sau khi sụt giảm trong hai quý liên tiếp.

Hình 27. Dự báo xuất khẩu Q4/23



Nguồn: KIS, GSO

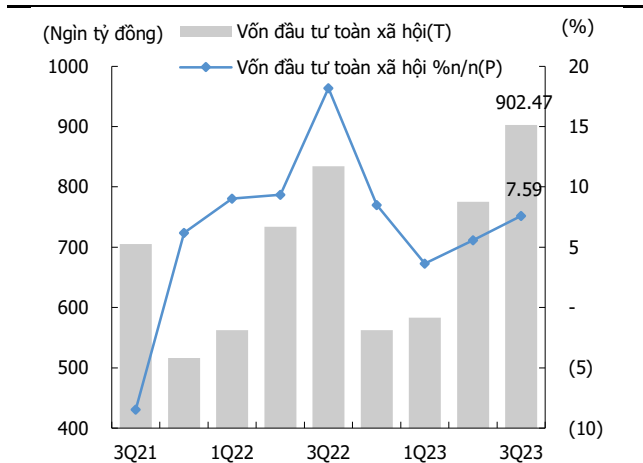
Hình 28. Tồn kho Mỹ theo các tháng trong năm



Nguồn: GSO, Bloomberg, KIS

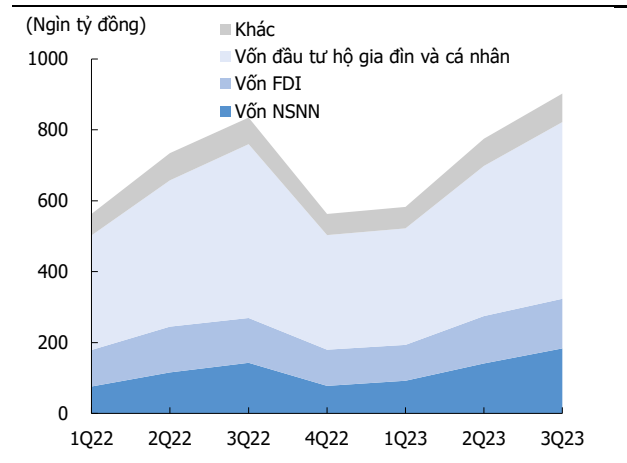
Về nhu cầu đầu tư, có thể dự đoán rằng nguồn vốn từ ngân sách nhà nước sẽ chủ yếu thúc đẩy tăng trưởng vốn đầu tư toàn xã hội (TSF) khi các cơ quan chức năng có vẻ quyết liệt hơn trong việc giải ngân các dự án công. Với dự báo thận trọng của chúng tôi về tỷ lệ hoàn thành 85% cho năm 2023 trong điều kiện lạm phát thuận lợi, chi tiêu từ ngân sách nhà nước sẽ tăng 12,74% so với cùng kỳ năm ngoái trong quý 4 năm 2023. Mặt khác, chúng tôi dự báo đóng góp từ khu vực tư nhân sẽ không đáng kể khi những khó khăn liên quan đến lãi suất cho vay cao và phát hành trái phiếu doanh nghiệp cần thêm thời gian giải quyết.

Hình 29. Vốn đầu tư toàn xã hội theo tháng



Nguồn: KIS, GSO

Hình 30. Các thành phần của vốn đầu tư toàn xã hội



Nguồn: GSO, Bloomberg, KIS

Chuyển sang nhu cầu tiêu dùng, chúng tôi sử dụng doanh số bán lẻ là chỉ số kịp thời hơn để thể hiện xu hướng chi tiêu của người tiêu dùng trong nước. Chúng tôi dự đoán người mua trong nước vẫn bị quan do triển vọng thu nhập kém, đặc biệt là trong lĩnh vực sản xuất. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tình trạng thiếu đơn hàng sẽ được cải thiện dần dần, dẫn đến nhu cầu việc làm ngày càng tăng và giảm bớt khó khăn. Vì vậy, chúng tôi dự báo tiêu dùng trong nước sẽ chậm lại trong quý cuối năm nay.

Chúng tôi dự đoán Tỷ giá USDVND cuối năm sẽ hạ nhiệt xuống VND24,210, tức giảm 0.35% so với thời điểm cuối quý 3.

5. Sự bình ổn của tỷ giá sẽ được đảm bảo

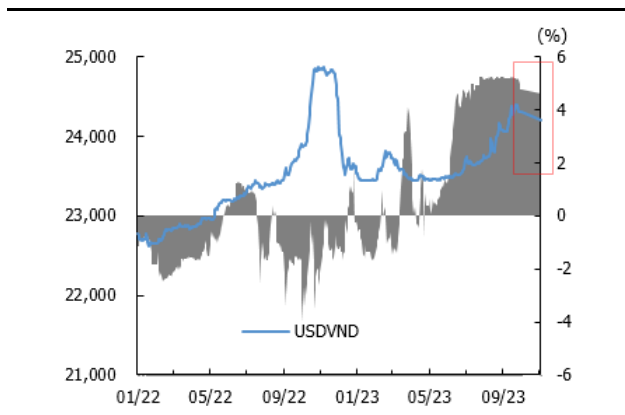
Bảng 2. Sự thay đổi của tỷ giá USD theo quý qua các năm

Quý	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	0.42	0.06	2.00	-0.10	0.05	-0.69
2	0.63	0.48	-1.82	-0.25	1.95	0.48
3	1.64	-0.42	-0.09	-1.12	2.49	3.18
4	-0.60	-0.13	-0.37	0.29	-0.96	-0.35

Nguồn: Bloomberg, KIS

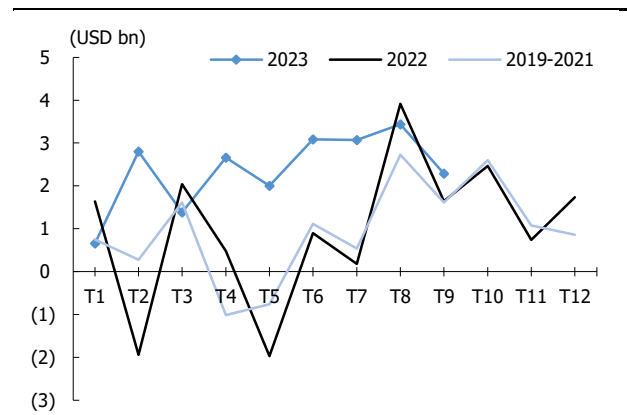
Áp lực tăng giá trên cặp tiền tệ USDVND có thể tăng đáng kể trong quý IV năm nay do lãi suất âm giữa USD và VND đặc biệt sau cuộc họp của Ủy ban Thị trường Mở Liên bang Mỹ (FOMC) vào tháng Chín đã nhấn mạnh khả năng "lãi suất cao hơn trong thời gian dài". Chính vì vậy, hoạt động giao dịch mang tính chất "carry trade" có thể mang lại lợi nhuận, gây áp lực lên tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) gần đây đã tiết lộ ý định giữ tỷ giá ổn định bằng cách phát hành tín phiếu để cân bằng chênh lệch giữa đồng Việt Nam và đô la Mỹ. Kết hợp với những dữ liệu trong quá khứ trong vòng năm năm gần đây, chúng tôi tin tưởng hơn vào nỗ lực của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong việc đảm bảo tỷ giá hối đoái ổn định. Do đó, chúng tôi dự đoán rằng tỷ giá USDVND sẽ giảm 0,35% so với cuối tháng Chín để đạt mức VND24.210 vào ngày giao dịch cuối cùng của tháng Mười hai.

Hình 31. Chênh lệch lãi suất USD-VND



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 32. Cán cân thương mại theo tháng

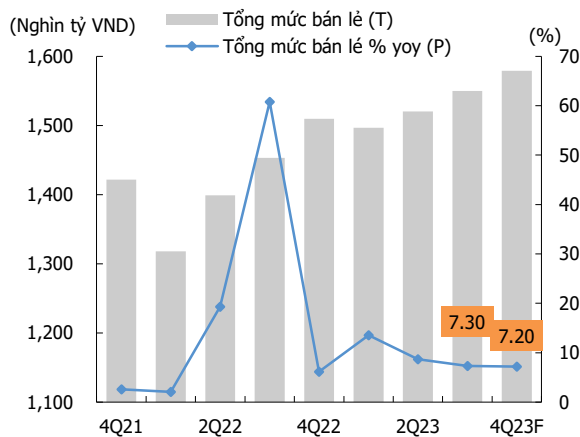


Nguồn: MPI, KIS

6. Bán lẻ giảm tốc nhẹ

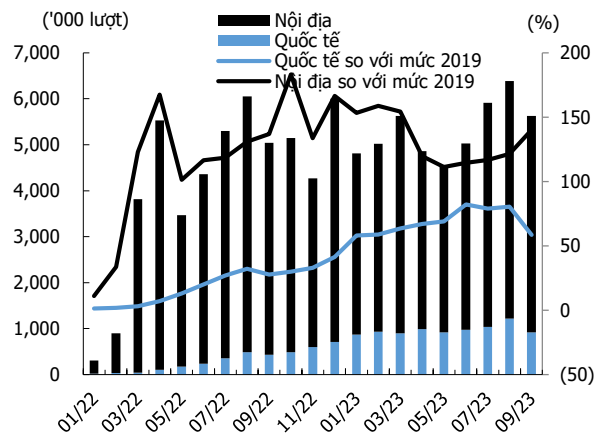
Tổng doanh số bán lẻ giảm tốc từ 8.66% svck trong Q2/23 xuống còn 7.30% svck trong quý hiện tại, thấp hơn dự đoán của chúng tôi 50 điểm cơ bản. Điều này cho thấy tâm lý tiêu thụ nội địa cần trọng, sự hồi phục chậm chạp của du lịch nước ngoài và tác động giới hạn từ các biện pháp kích thích của chính phủ như giảm VAT và tăng lương cơ bản. Tuy nhiên, triển vọng tích cực bắt nguồn từ sự cải thiện dự kiến trong đơn đặt hàng xuất khẩu, có thể thúc đẩy việc sử dụng lao động trong ngành công nghiệp và chi tiêu của người tiêu dùng. Tổng cộng, trong khi doanh số bán lẻ đang dường như chậm dần chúng tôi dự đoán một sự giảm tốc nhẹ hơn xuống còn 7.20% svck trong Q4/23.

Hình 33. Hiệu suất tổng mức bán lẻ theo quý



Nguồn: GSO, KIS

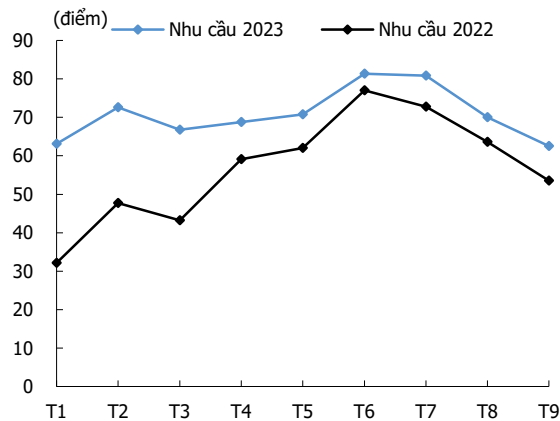
Hình 34. Lượt khách hàng không nội địa và quốc tế



Nguồn: GSO, KIS

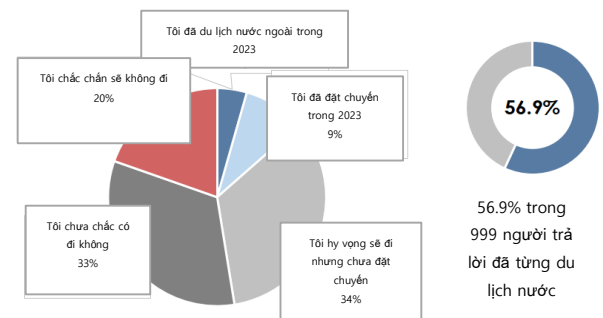
Về mặt tiêu thụ tùy ý nội địa, số lượng khách hàng không nội địa so với mức năm 2019 đã từ từ tăng kể từ tháng 5, gợi ý về việc thoát đáy. Ngược lại, triển vọng du lịch từ khách quốc tế không mấy khả quan, thể hiện qua mức độ hồi phục bị hạn chế ở nhiều quốc gia và khu vực khác nhau vào tháng 9. Ngoài ra, nguồn khách du lịch lớn thứ hai, Hàn Quốc, đang thể hiện xu hướng giảm nhu cầu đến Việt Nam trong Q4/23, trong khi Anh, một nguồn khách nhỏ hơn, đang thấy những cải thiện nhỏ. Đáng chú ý, du khách Trung Quốc không có ý định du lịch nước ngoài trong Q4/23 (xem Hình 36), đặc biệt khi Việt Nam không nằm trong danh sách 10 điểm đến ưa thích của họ. Tóm lại, sự tăng trưởng của doanh số bán lẻ được dự kiến sẽ phụ thuộc vào việc khôi phục hoạt động xuất khẩu, cải thiện ngành sản xuất và sự cải thiện trong tâm lý chi tiêu thận trọng của người tiêu dùng, trong khi du lịch quốc tế đang tăng trưởng rất chậm.

Hình 35. Nhu cầu du lịch nội địa và quốc tế đến Việt Nam



Nguồn: Google Insights, KIS
Ghi chú: dữ liệu cập nhật ngày 30/09/2023

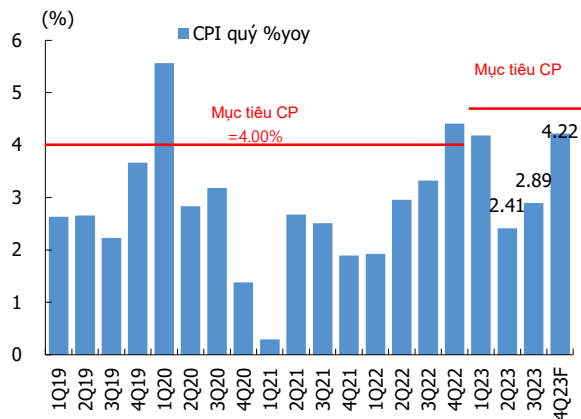
Hình 36. Xu hướng du lịch nước ngoài của du khách Trung Quốc



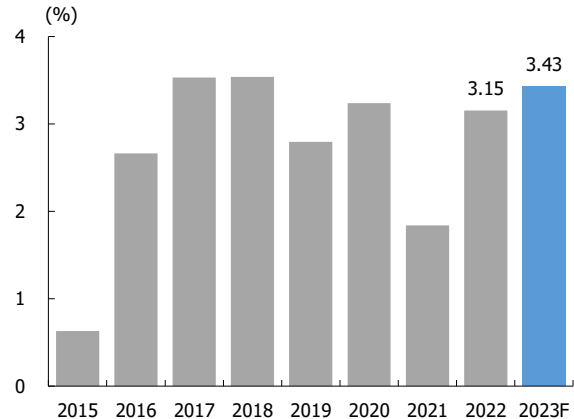
Nguồn: Dragon Trail International, KIS
Ghi chú: dữ liệu cập nhật ngày 09/2023

7. Lạm phát gia tăng

Khi kết thúc Q3/23, tỷ lệ lạm phát trung bình so với cùng kỳ năm trước đạt 2.89%, tăng 58 điểm cơ bản so với 2.41% ghi nhận trong Q2/23. Sự tăng này chủ yếu được thúc đẩy bởi giá cả leo thang trong lĩnh vực nhiên liệu và thực phẩm. Trong Q4/23, chúng tôi dự đoán chỉ số giá tiêu dùng (CPI) sẽ tiếp tục tăng lên 4.22% so với cùng kỳ năm trước. Sự tăng này có thể được quy cho giá dầu, thực phẩm và các mặt hàng liên quan đến thực phẩm duy trì ở mức cao, đặc biệt được ảnh hưởng bởi đồng USD mạnh. Mặc dù lạm phát dự kiến cao trong Q4/23, CPI trung bình hàng năm cho năm 2023 được dự đoán sẽ vẫn đạt mục tiêu của chính phủ là 4.50%, thực hiện ở mức 3.43%.

Hình 37. CPI quý

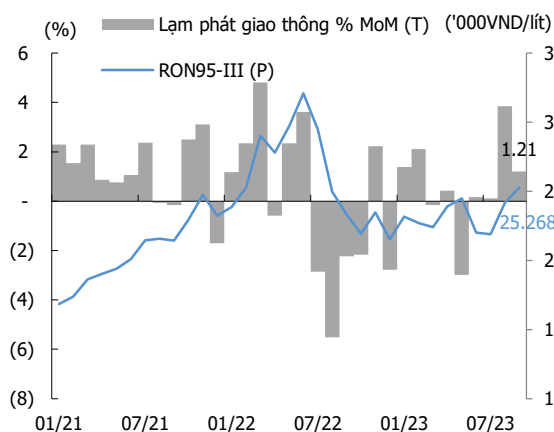
Nguồn: GSO, KIS

Hình 38. CPI bình quân hàng năm

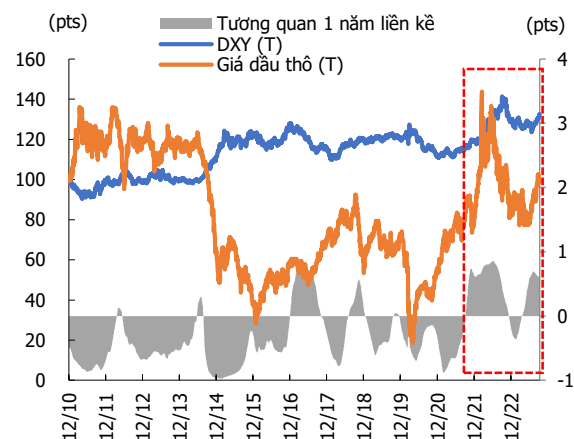
Nguồn: GSO, KIS

Đáng chú ý, theo các nhà nghiên cứu uy tín quốc tế và dựa trên dữ liệu của Bloomberg, đã điều chỉnh tăng dự báo giá dầu thô cho Q4/23 lên mức trung bình 3.80% so với dự báo tháng 7. Những điều chỉnh này đặt giá dự kiến trung bình của dầu vào khoảng 85.89 USD mỗi thùng cho Q4/23, tương tự như dự đoán của chúng tôi về giá dầu duy trì ở mức cao này trong phần còn lại của năm 2023. Ngoài ra, giá gạo dự kiến sẽ kết thúc Q4/23 cao hơn 20.08% so với giá hiện tại là 15.77 USD/quy, có thể đẩy lạm phát tăng cao hơn.

Đáng chú ý, mối tương quan âm giữa USD và giá cả hàng hóa (đặc biệt là dầu thô) đã đảo ngược thành dương từ tháng 10 năm 2021 khi Mỹ trở thành quốc gia xuất khẩu ròng dầu thô, USD và giá hàng hóa tăng cùng chiều do đại dịch Covid và chiến dịch quân sự đặc biệt của Nga tại Ukraine. Do đó, đối với các nền kinh tế khác, sự tăng giá hàng hóa theo đô la Mỹ sẽ trở nên lạm phát hơn. Mối tương quan dương này có thể là tạm thời hoặc lặp lại, vì vậy chúng ta cần theo dõi chặt chẽ để đánh giá các tác động lạm phát tiềm năng đối với CPI của Việt Nam.

Hình 39. Lạm phát nhiên liệu

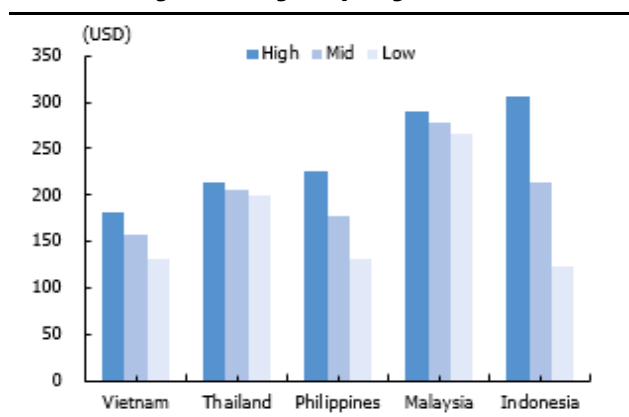
Source: GSO, KIS

Hình 40. Tương quan DXY và giá dầu thô

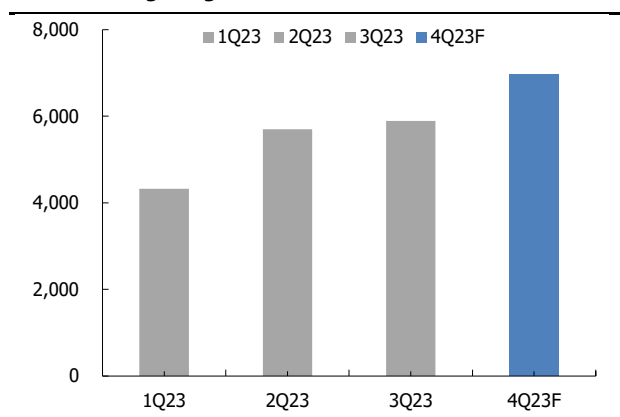
Nguồn: Bloomberg, KIS

8. Nguồn vốn duy trì tích cực

Chúng tôi kỳ vọng nguồn vốn FDI sẽ tiếp tục tăng trưởng tương đương mức 4.0%svck trong quý cuối năm 2023, được hỗ trợ bởi một số yếu tố sau.

Hình 41. Lương theo tháng các quốc gia ASEAN

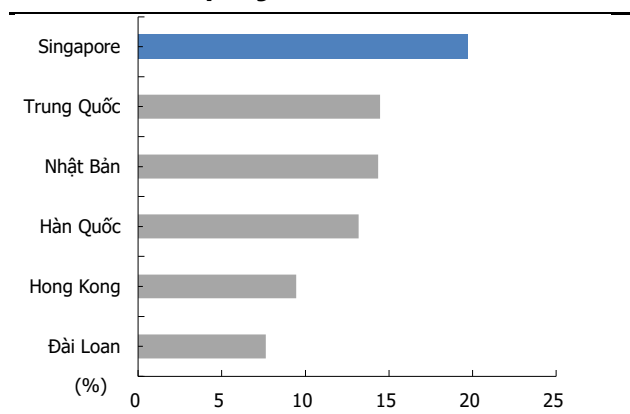
Source: Asia briefing, KIS

Hình 42. FDI giải ngân

Source: KIS

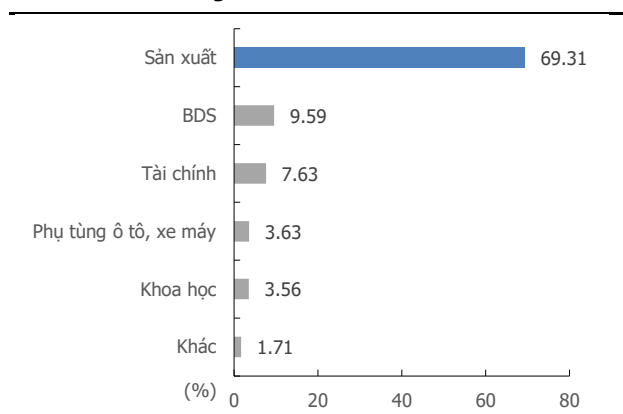
- Đối tác chiến lược toàn diện Mỹ-Việt:** Đối tác Chiến lược Toàn diện giữa Hoa Kỳ và Việt Nam (CSP), được ký kết vào tháng 9 năm 2023, kỳ vọng sẽ thúc đẩy FDI trong tương lai, đặc biệt là trong ngành công nghiệp bán dẫn. Điều này là do CSP bao gồm nhiều sáng kiến nhằm tăng cường hợp tác trong các công nghệ quan trọng và mới nổi, với một sự tập trung cụ thể vào bán dẫn. Do đó, chúng tôi dự đoán sự tăng cường tiếp tục của FDI đăng ký vào tháng 10, do sự khởi đầu của nhà máy bán dẫn tiên tiến của Amkor Technology tại Bắc Ninh, đại diện cho một khoản đầu tư đáng kể là 1,6 tỷ USD. Cần lưu ý rằng cơ sở này đứng là cơ sở lớn và tiên tiến nhất của Amkor trên phạm vi toàn cầu.
- Đầu tư công cho phát triển hạ tầng,** cùng với Kế hoạch Phát triển Năng lượng Quốc gia VIII vừa được phê duyệt, và các chính sách hỗ trợ của Chính phủ cho phục hồi và phát triển kinh tế xã hội, sẽ là những lực đẩy quan trọng để thu hút FDI trong dài hạn.
- Lợi thế chi phí lao động rẻ:** Lao động giá rẻ tại Việt Nam là một nam châm thu hút các nhà sản xuất nước ngoài so với các đối thủ.
- Vị trí chiến lược:** Việt Nam có một vị trí chiến lược tại Đông Nam Á, mang lại cho Việt Nam quyền truy cập vào các tuyến đường chuyển phát chính trên Biển Đông và Ấn Độ Dương, cũng như vào các thị trường lớn của Trung Quốc, Nhật Bản và Hàn Quốc.
- Một danh sách dài các hiệp định thương mại tự do:** Với khoảng 19 hiệp định thương mại tự do, Việt Nam gia nhập Cộng đồng Kinh tế ASEAN (AEC), đây là một cơ hội tốt để kết nối Việt Nam với thị trường thế giới. Hơn nữa, các cơ quan, luật pháp và tính minh bạch tại Việt Nam đã từng bước được cải thiện liên quan đến quá trình hội nhập, không chỉ tạo điều kiện cho các nhà đầu tư hoạt động dài hạn, mà còn giúp các doanh nghiệp tham gia vào chuỗi cung ứng toàn cầu.

Hình 43. FDI theo quốc gia



Nguồn: MPI, KIS

Hình 44. FDI theo ngành



Nguồn: MPI, KIS

Ngành chế biến và sản xuất sẽ tiếp tục là lĩnh vực thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) hàng đầu. Yếu tố chính khiến lĩnh vực này hấp dẫn đối với vốn đầu tư nước ngoài là vị thế thuận lợi của Việt Nam về nguồn nhân lực, ổn định chính trị và hội nhập kinh tế quốc tế sâu rộng.

Bảng 3. Dự án FDI tiêu biểu trong năm 2023

Dự Án	Quốc gia	Sector	Vốn đăng ký USDbn	Địa điểm
LG Innotek	Hàn Quốc	Điện tử	1.9	Hai Phong
Lego	Đan Mạch	Sản xuất	1.30	Bình Dương
Hyosung	Hàn Quốc	Sản xuất	1	Vung Tau
CapitaLand	Singapore	BDS	0.5	Bình Dương
Foxconn	Đài Loan	Điện tử	0.35	Nghe An
Victoria Giant Tech	Trung Quốc	Điện tử	0.4	Bac Ninh
ECOVANCE	Hàn Quốc	Sinh học	0.5	Hai Phong
Amkor Technology	Mỹ	Semi-conduct	1.6	Bac Ninh

Nguồn: GSO, MPI, KIS

Macro scorecard

	T5-23	T6-23	T7-23	T8-23	T9-23	4Q22	1Q23	Q2/23	Q3/23	2019	2020	2021	2022
Tăng trưởng GDP thực(%)						5.92	3.21	4.14	5.33	7.03	2.91	2.58	8.02
Đăng ký FDI (USD bn)	1.98	2.57	2.81	1.91	2.06	8.96	5.45	7.98	6.78	38.02	28.53	31.15	27.72
GDP đầu người (USD)										3,398	3,521	3,725	4,110
Tỷ lệ thất nghiệp (%)						2.32	2.25	2.25	2.25	2.25	2.48	3.22	2.32
Xuất khẩu (USD bn)	29.05	29.30	29.68	32.37	31.41	89.50	79.17	83.42	94.62	263.6	282.7	335.7	371.85
Nhập khẩu(USD bn)	26.81	26.71	27.53	28.55	29.12	85.07	75.10	76.01	86.02	254.4	263	331.1	360.65
Tăng trưởng xuất khẩu (%)	(5.86)	(11.41)	(3.47)	(7.60)	4.57	(6.07)	(11.90)	(14.16)	(1.25)	8.16	7.02	18.74	10.61
Tăng trưởng nhập khẩu (%)	(18.44)	(16.94)	(9.92)	(8.26)	2.57	(3.90)	(14.67)	(22.30)	(4.50)	7.41	3.81	25.9	8.35
Lạm phát (%)	2.43	2.00	2.06	2.96	3.66	4.41	4.18	2.41	2.89	2.79	3.24	1.84	3.15
USD/VND	23,493	23,583	23,688	24,135	24,300	23,633	23,471	23,583	24,300	23,173	23,126	22,790	23,650
Tăng trưởng tín dụng (%)	3.04	4.73	4.56	4.78	5.56	12.87	1.61	3.36	5.56	13.75	12.17	12.97	12.87
LS TPCP 10 năm (%)	3.28	3.50	2.41	2.58	2.60	5.08	3.54	3.50	2.60	3.37	2.01	2.11	5.08

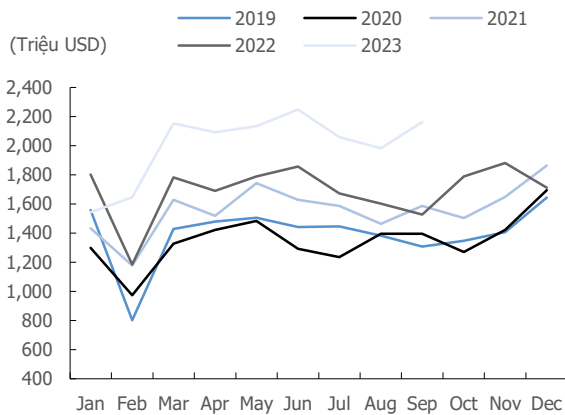
Nguồn: GSO, Bloomberg, FIA, IMF

III. Sàn lọc kỹ để mang lại lựa chọn tối ưu

1. Nông nghiệp: Quý 4 hạ nhiệt

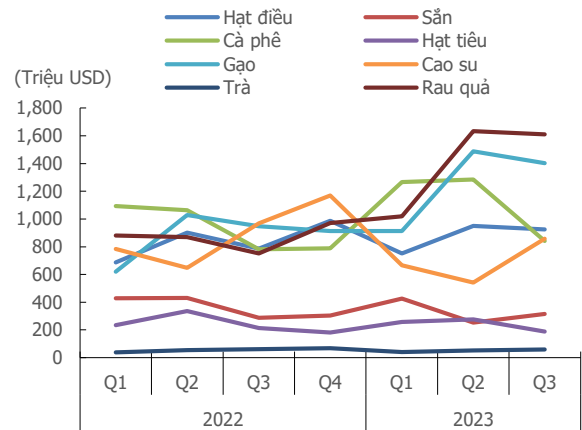
Giá trị xuất khẩu cây trồng Q3/23 tăng 29% n/n và giảm 4% q/q xuống 6,2 tỷ USD, nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của giá trị xuất khẩu rau quả và gạo. Đặc biệt, giá trị xuất khẩu rau quả tăng 114% n/n lên 1,6 tỷ USD trong Q3/23, vẫn chủ yếu do xuất khẩu sang Trung Quốc tăng vọt 87% n/n lên 497 triệu USD. Cao su cũng chứng kiến sự phục hồi 58% q/q, tuy nhiên vẫn giảm 11% n/n.

Hình 45. Giá trị xuất khẩu các loại cây trồng



Nguồn: GSO, KIS

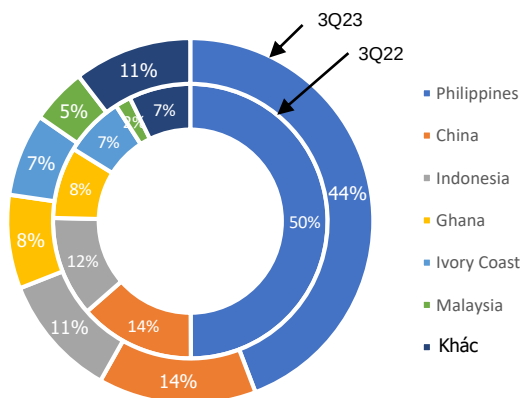
Hình 46. Giá trị xuất khẩu nông sản theo mặt hàng



Nguồn: GSO, KIS

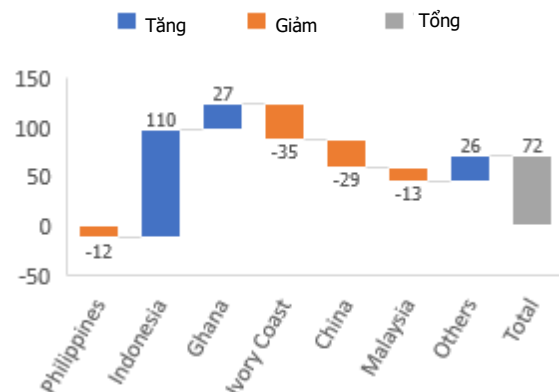
Giá gạo có thể giảm nhẹ trong Q4/23. Gạo 5% tấm Việt Nam đạt 612 USD/tấn, cao hơn một chút so với Thái Lan (608 USD/tấn) và Ấn Độ (511 USD/tấn) trong tháng 9/2023. Việc Nga hủy bỏ thỏa thuận Biển Đen trong giữa quý 3 làm dấy lên lo ngại về tình trạng thiếu ngũ cốc toàn cầu. Ngoài ra, Ấn Độ áp đặt lệnh cấm xuất khẩu gạo non-basmati, đẩy giá gạo thế giới tăng cao. Trong Q3/23, xuất khẩu gạo tăng chủ yếu nhờ lượng gạo nhập mới từ Indonesia do Indonesia là nhập khẩu lúa mì đáng kể của Ukraine trước đó.

Hình 47. Giá trị xuất khẩu gạo theo thị trường



Nguồn: Tổng cục Hải quan, KIS

Hình 48. Giá trị xuất khẩu gạo hàng năm thay đổi theo thị trường trong Q3/2023 (triệu USD)

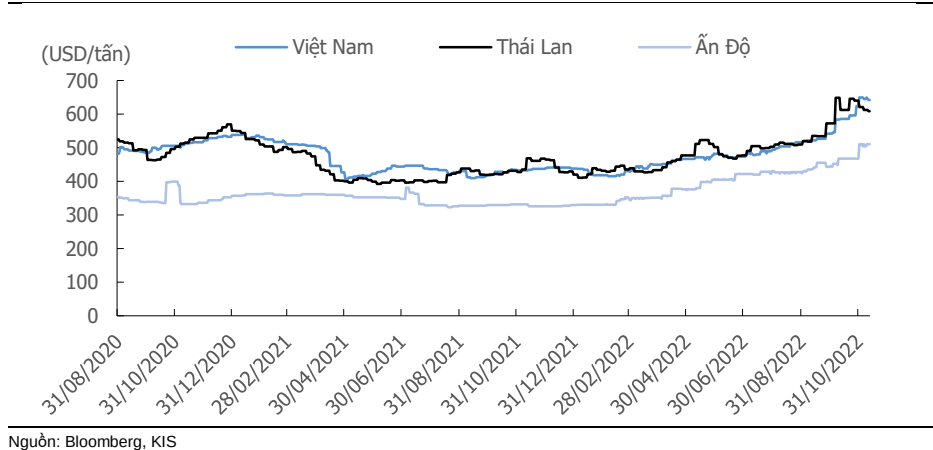


Nguồn: Tổng cục Hải quan, KIS

Việt Nam, Thái Lan và Ấn Độ là những quốc gia thu hoạch gạo chính vào cuối năm. Hệ thống canh tác của Thái Lan đang chịu áp lực nghiêm trọng do biến đổi khí hậu với việc thiếu mưa và nước tưới. Myanmar đang lên kế hoạch hạn chế xuất khẩu gạo trong Q4/23 để kiểm soát gạo nội địa. Mặt khác, USDA dự báo sản lượng gạo Ấn Độ có thể giảm 2 triệu tấn do hạn hán vào ngày 23/8. Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán rằng Ấn Độ có thể nới lỏng lệnh cấm đối với một

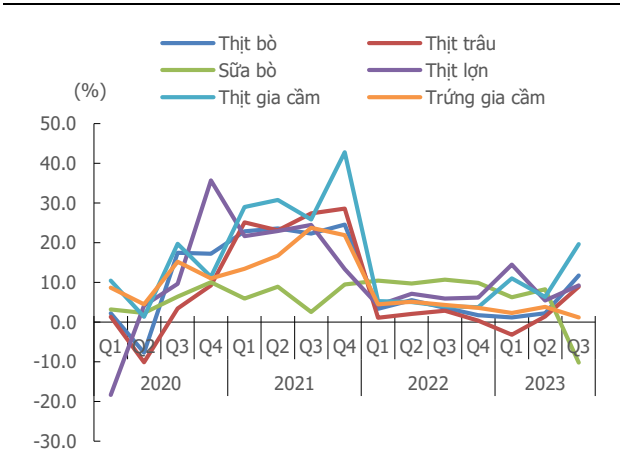
số loại gạo trong Q4/23, sau khi thu hoạch, để tận dụng xuất khẩu lượng gạo dư thừa ở mức giá cao. Ngoài ra, nhu cầu nhập khẩu của Philippines giảm do đã bổ sung đủ kho dự trữ. Trong trường hợp đó, giá gạo xuất khẩu có thể giảm nhẹ nhưng vẫn ở mức cao.

Hình 49. Giá gạo trắng 5% tấm của các nước xuất khẩu lớn

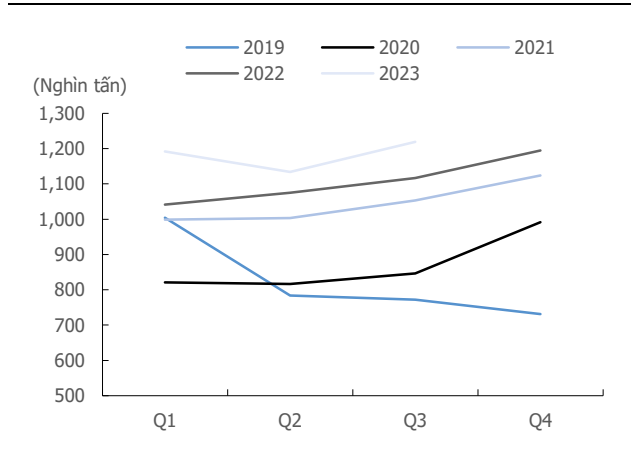


Giá thịt lợn sẽ tiếp tục ở mức thấp trong Q4/23. Sản lượng thịt lợn trong Q3/23 tăng 9% n/n lên 1,2 triệu tấn. Các nông hộ nhỏ lẻ đã bắt đầu tái đàn nhưng vẫn cân nhắc nguy cơ ASF bùng phát cao. Nguồn cung tăng cộng với nhu cầu thấp trong tháng Cô hồn và kỳ nghỉ hè đã khiến giá thịt lợn giảm xuống dưới 60.000 đồng/kg. Mặc dù giá lúa mì hồi phục sau khi Hiệp định Biển Đen bị hủy bỏ nhưng vẫn ở mức hợp lý hơn so với mức kỷ lục của năm 2022, nhờ sự chuẩn bị kỹ hơn của các nước xuất khẩu chính. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung phục hồi dịp Tết sẽ giữ giá thịt lợn ở mức khoảng 60.000 đồng/kg trong Q4/2023 và biên lợi nhuận được cải thiện so với cùng kỳ.

Hình 50. Chăn nuôi gia súc, gia cầm tăng trưởng hàng năm



Hình 51. Sản lượng heo xuất chuồng

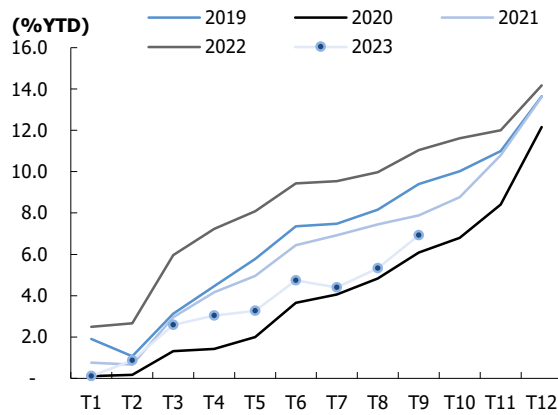


2. Ngân hàng: Nhu cầu tín dụng chậm 2023 và triển vọng cải thiện 2024

Tăng trưởng tín dụng tính đến ngày 29/9/2023 tăng 6,92% so với cuối năm trước, thấp hơn đáng kể so với mục tiêu năm 2023 là 14% và các năm trước do nhu cầu chậm. Tuy nhiên, các Ngân hàng TMCP tư nhân lớn có tăng trưởng tín dụng cao hơn so với các ngân hàng TMCP nhà nước. Tăng trưởng tín dụng Q4/2023 có thể tăng nhanh hơn so với các quý trước do nhu cầu thường tăng cuối năm và môi trường kinh doanh tốt hơn, nhưng vẫn thấp hơn so với các năm trước. Nhu cầu về tín dụng trong năm 2024

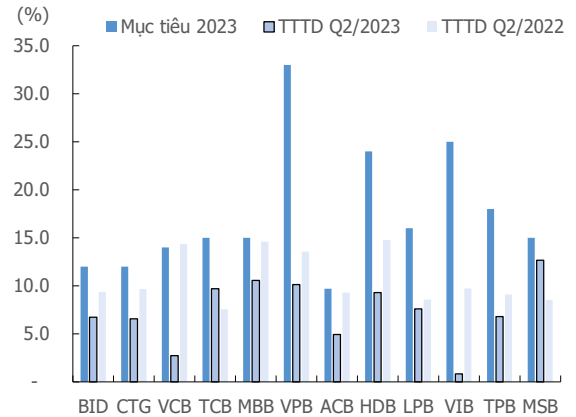
có thể cải thiện trong bối cảnh sự kinh tế dần hồi phục và điều kiện kinh doanh thuận lợi hơn.

Hình 52. Tăng trưởng tín dụng chậm lại



Nguồn: SBV, KISVN

Hình 53. Tăng trưởng tín dụng theo ngân hàng

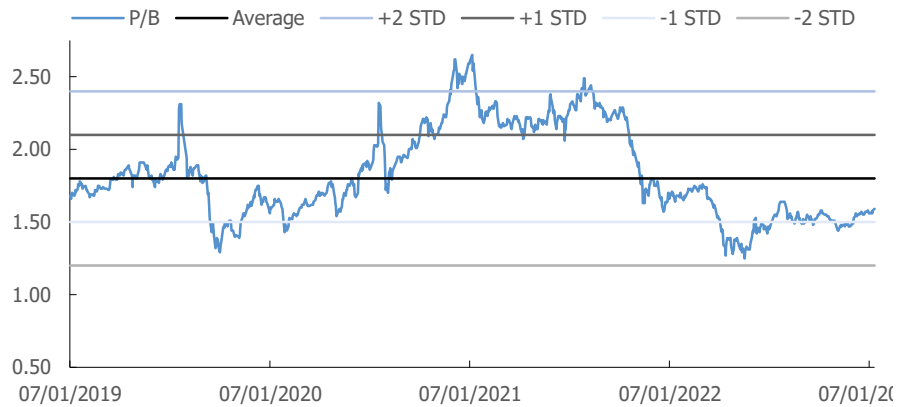


Nguồn: Banks, Finpro, KISVN

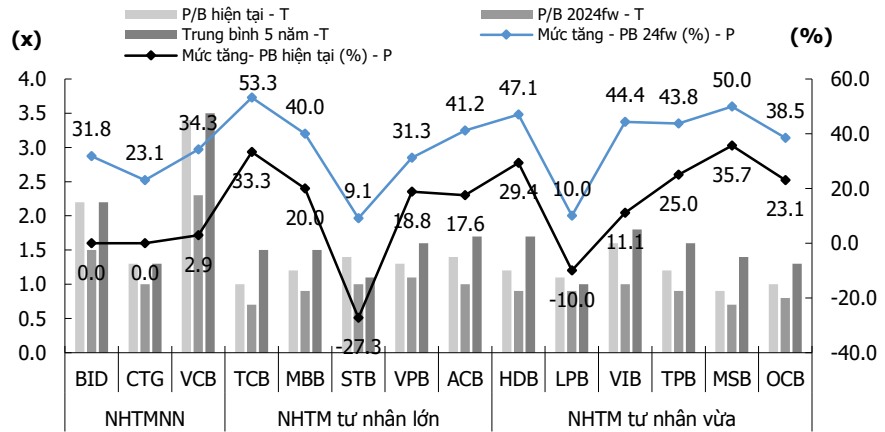
Sự suy giảm lãi suất tiền gửi đã tạo điều kiện thuận lợi cho việc giảm chi phí vốn (COF), cải thiện Tiền gửi không kỳ hạn (CASA) và phục hồi biên lãi ròng (NIM). Lãi suất tiền gửi đã giảm mạnh kể từ Q2/2023, giảm từ 1,5% - 1,9% so với cuối năm trước cho các NHNN và từ 1,24% - 4,3% so với cuối năm trước cho các ngân hàng tư nhân, trong khi lãi suất cho vay giảm ít hơn. Tuy nhiên, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho khoản vay trung dài hạn giảm từ 34% xuống còn 30% từ T10/2023, dẫn đến việc điều chỉnh của các Ngân hàng TMCP tư nhân (32,66% tính đến T7/2023) thay vì điều chỉnh của các Ngân hàng TMCP Nhà nước (24,97% tính đến T7/2023). Ngân hàng có thể huy động vốn với kì hạn dài hơn hoặc cho vay ngắn hạn nhiều hơn, làm thu hẹp nhẹ NIM.

Tỷ lệ nợ xấu trong ngành ngân hàng đã giảm từ 3,65% (nợ xấu bao gồm nợ xấu tiềm ẩn là 5,46%) vào T5/2023 xuống còn 3,56% (nợ xấu bao gồm nợ xấu tiềm ẩn là 5,22%) vào T7/2023. Chúng tôi kỳ vọng rằng nợ xấu trong năm 2023 được kiểm soát nhờ vào Thông tư số 02/2023 và các chính sách hỗ trợ của chính phủ. Đến cuối T8/2023, tổng giá trị lũy kế của các khoản nợ tái cơ cấu (gốc và lãi) gần 121.000 tỷ đồng, tương đương 1% tổng dư nợ tín dụng của hệ thống.

Triển vọng đầu tư trong ngành ngân hàng hấp dẫn nhờ vào (1) định giá thấp (2) những khó khăn dần vượt qua. Đà tăng giá cổ phiếu có thể theo sự tăng trưởng lợi nhuận Q3/2023 và các sự kiện riêng biệt của các ngân hàng, nhưng chúng tôi kỳ vọng triển vọng hứa hẹn về lợi nhuận của ngành ngân hàng.

Hình 54. Định giá P/B của ngành

Nguồn: Fiiipro, KISVN

Hình 55. Định giá P/B theo ngân hàng

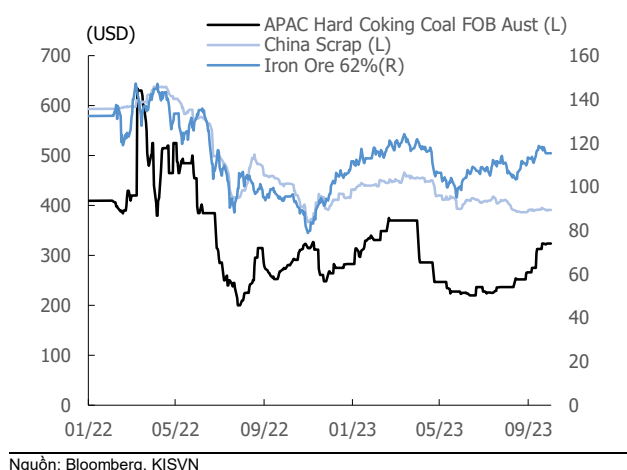
Nguồn: Bloomberg, KISVN

3. Thép: Mức bán hàng tiếp tục duy trì

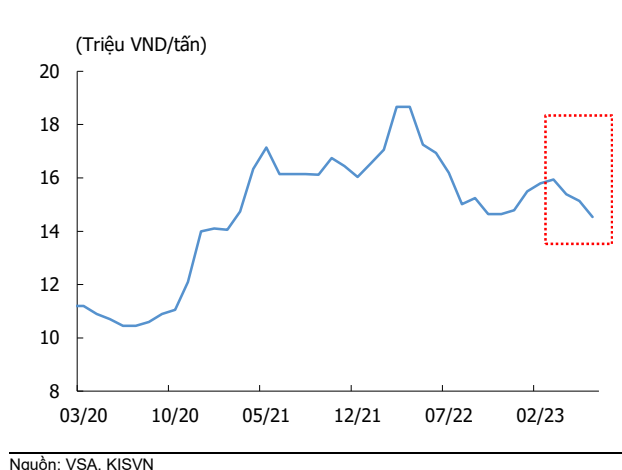
Q3/23 doanh số bán hàng đi ngang. Tổng doanh số bán hàng trong tháng 7 và tháng 8 là 3,9 triệu tấn (+4,8% n/n), đạt 62% dự báo Q3/23 của chúng tôi. Dự kiến doanh số bán hàng trong tháng 9 là khoảng 2,2 triệu tấn (+15% t/t, +21% n/n), nâng tổng doanh số bán hàng Q3/23 lên 6,1 triệu tấn. Sự gia tăng tổng doanh số bán hàng là do khối lượng xuất khẩu mạnh trong khi nhu cầu trong nước không có biến động đáng kể.

Giá tăng do chi phí đầu vào đắt đỏ hơn. Khi giá than cốc Úc tăng vọt lên trên 320 USD/tấn vào cuối tháng 9 và giá quặng sắt tiến gần 120 USD/tấn, chúng tôi dự báo nhu cầu tăng và chi phí đầu vào cao hơn sẽ đẩy giá bán trung bình trong nước (ASP) lên cao. Giá thép cây tháng 8 đã giảm 3,7% so với cuối tháng 6/2023 trong khi giá HRC cũng giảm 4,4% so với cuối tháng 6/2023.

Hình 56. Chi phí đầu được dự kiến duy trì ở mức thấp trong Q3/23

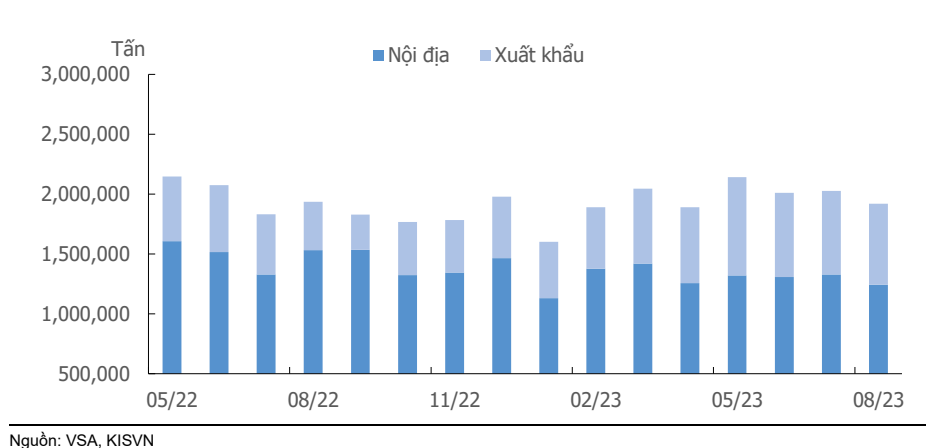


Hình 57. Giá bán giảm nhẹ trong Q3/23



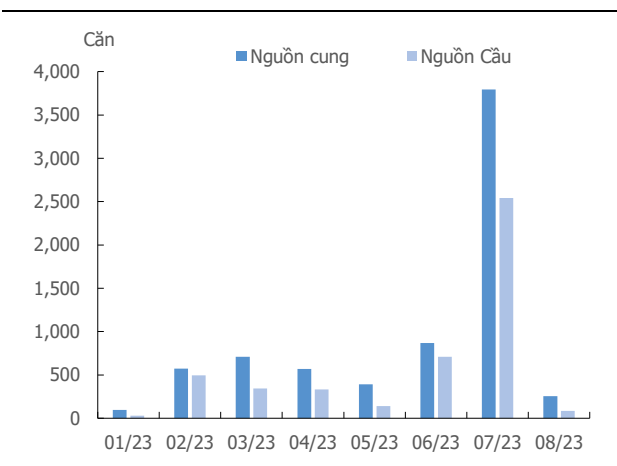
Trở lại vào Q4/23. Tháng 10 đánh dấu sự kết thúc của mùa mưa; chúng tôi dự báo tổng doanh số bán hàng sẽ tăng trong Q4/23. Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán hàng sẽ đạt 6,3 triệu tấn (+13,5% n/n) so với 6,2 triệu tấn trong Q3/23 (dự báo của chúng tôi) nhưng tăng 8% n/n nhờ cơ sở thấp trong năm 2022. Giá đầu vào cao hơn sẽ ảnh hưởng đến GPM của các công ty, tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng sẽ thấy lợi nhuận tích cực nhờ sản lượng tăng. Chúng tôi cũng kỳ vọng sự cải thiện cho ngành thép từ Q4/23 với việc cải thiện ASP và nhu cầu tốt hơn từ 1H24.

Hình 58. Doanh số bán hàng đi ngang ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu trong Q3/23

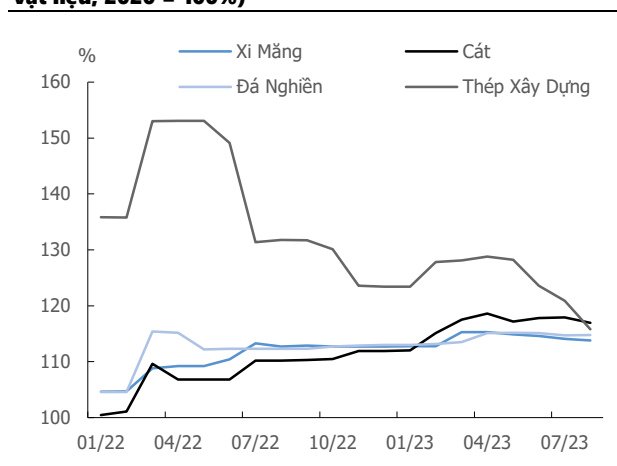


4. Xây dựng: BLNG dự kiến mở rộng nhờ chi phí đầu vào giảm

Nhu cầu xây dựng dân dụng Q3/23 vẫn yếu. Vào tháng 7 và tháng 8, nhu cầu căn hộ mới tại TP.HCM là 2.626 căn (+872% n/n) và 4.048 căn hộ mới (+468% n/n) được đưa ra thị trường, với phần lớn nguồn cung mới đến từ việc mở bán các dự án Glory Height. Chúng tôi coi sự gia tăng đột biến này là một trường hợp ngoại lệ và không phải là dấu hiệu cho thấy thị trường bất động sản nhà ở hồi phục thực sự. Mặc dù lãi suất ngân hàng đã giảm đáng kể trong quý vừa qua, chúng tôi không kỳ vọng hoạt động xây dựng dân dụng sẽ phục hồi mạnh mẽ trong Q4/23.

Hình 59. Giải ngân đầu tư công lần đầu tiên vượt 50%

Nguồn: DKRA, KIS

Hình 60. Thép là vật liệu duy nhất có giá giảm (Chỉ số giá vật liệu; 2020 = 100%)

Nguồn: FiinPro, KIS

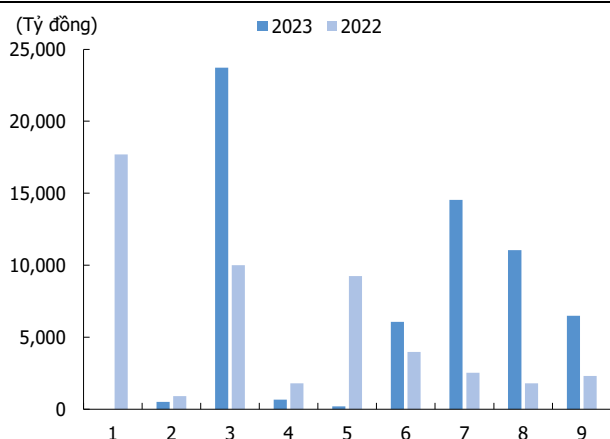
Công trình đầu tư công tiếp tục duy trì đà tăng trưởng. Đến cuối tháng 9, cả nước đã giải ngân 363 nghìn tỷ đồng (+36,9 n/n), đạt 51,4% kế hoạch vốn đầu tư công, vượt 50% kế hoạch năm lần đầu tiên. Nguồn vốn của chính phủ tập trung vào các dự án hỗ trợ các trung tâm kinh tế lớn như Vành đai 3 TP.HCM hay Vành đai 4 Hà Nội. Tốc độ giải ngân là một chỉ báo quan trọng về quá trình triển khai các dự án cơ sở hạ tầng công quy mô lớn, giải ngân hiệu quả đồng nghĩa với luồng doanh thu ổn định cho các nhà thầu xây dựng cơ sở hạ tầng. Dự kiến trong Q4/23, khi sân bay Long Thành bắt đầu khởi công, chính phủ kỳ vọng sẽ giải ngân thêm 360 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 96% kế hoạch vốn đầu tư công

Tăng BLNG cho các nhà thầu xây dựng dân dụng và công nghiệp. Mặc dù khối lượng xây dựng thấp hơn, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của các nhà thầu dân dụng sẽ mở rộng trong 2H23 nhờ giá vật liệu giảm. Giá thép xây dựng giảm xuống 13.480 VND/kg (-13% n/n), trong khi các vật liệu khác như xi măng, đá dăm và cát không có biến động đáng kể. Vật liệu đắt đỏ là yếu tố chính hạn chế biên lợi nhuận gộp của nhà thầu trong năm 2022 và 1H23, với thép xây dựng giá rẻ hơn, chúng tôi có thể thấy biên lợi nhuận gộp được mở rộng đối với các nhà thầu xây dựng dân dụng và công nghiệp trong 2H23.

5. BĐS Nhà ở: Hoạt động bán hàng được hỗ trợ bởi lãi suất thế chấp đang có xu hướng giảm

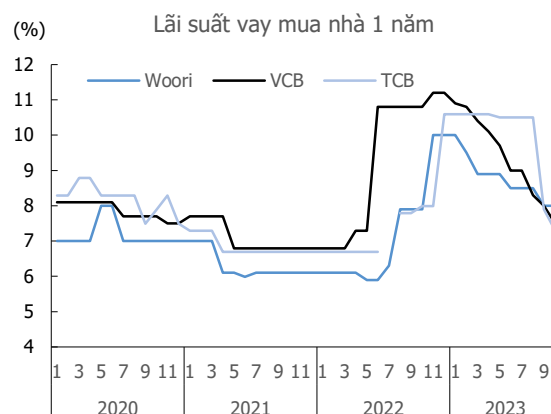
Kỳ vọng lớn trong quý 3 nhưng vẫn hoài nghi trong quý 4. Tổng giá trị phát hành trái phiếu bất động sản đạt 6.5 nghìn tỷ đồng, gấp 2,8 lần n/n, nhưng giảm 42% t/t, nhờ vào một số tập đoàn thuộc tập đoàn Materise, Nam Long và VSIP. Lượng phát hành trái phiếu lũy kế tăng lên 32.1 nghìn tỷ đồng, tăng 4.6 lần q/q, tăng 4.85 lần n/n trong quý 3. 9T2023 cũng khởi sắc với mức tăng 25.8% n/n lên 63.2 nghìn tỷ đồng. Thị trường còn chứng kiến một số tập đoàn lớn (SOVICO) thành công trong việc giãn thời hạn thanh toán trái phiếu, giảm bớt áp lực trả nợ cho thị trường trong quý 3/23.

Hình 63. Trái phiếu BĐS phát hành cải thiện trong quý 3



Nguồn: Fimpro

Hình 64. Yếu tố hỗ trợ lớn nhất là lãi suất mua nhà đang giảm



Nguồn: KIS

KQKD quý 3 dự kiến sẽ âm đạm cho cả toàn ngành. Theo quan điểm của chúng tôi, VHM không thể là vị cứu tinh do quý 3 không có doanh thu từ mảng bán buôn và chúng tôi dự đoán lợi nhuận ròng trong quý 3 có thể giảm 30% q/q, -60% n/n. Sự thua lỗ vẫn tiếp diễn ở một số công ty đang gặp khó khăn như NVL, NRC, DIG, NBB và DXG. VPI và PDR có thể giảm do phần lớn mức tăng trưởng nghiêng về quý 4. Chúng tôi đánh giá NLG, KDH đi ngang tốt hơn n/n do quý 3 năm ngoái kém. Điều chúng tôi cảm thấy thất vọng là hoạt động bán hàng trong quý 3 kém sôi động hơn dự kiến và chúng tôi dành hết mọi hy vọng cuối cùng vào quý 4 nhờ vào lãi suất thế chấp ngày càng giảm.

Tháo gỡ khó khăn của các dự án sẽ tăng tốc trở. Sau khi các tỉnh Bình Thuận, Đồng Nai, Bình Dương, TP.HCM phối hợp với các bộ ngành liên quan tháo gỡ quy hoạch tổng thể các dự án của DIG, NLG, NVL trong quý 2, tốc độ tháo gỡ trong quý 3 đã chậm lại trong đó chỉ có dự án Gem Riverside được đưa vào trong quy hoạch nhà ở. Chúng tôi kỳ vọng các tín hiệu giải cứu có thể lấy lại tốc độ trong quý 4 và NLG, DIG, PDR, NVL có thể được hưởng lợi nhiều nhất.

Canh nhịp và kén chọn cổ phiếu thích hợp. Giá cổ phiếu các cổ phiếu bất động sản đều giảm mạnh vào cuối tháng 9 sau đợt tăng giá trong quý 3 do lo ngại về áp lực đáo hạn trái phiếu. Một số tin đồn đang lan truyền rằng các tổ chức phát hành trái phiếu không thể gia tăng hơn nữa khoản vay trái phiếu không thể trả nợ và họ buộc bán ra cổ phiếu để có dòng tiền trả nợ. Hơn nữa, cuộc điều tra CTCP Nhật Nam, Vạn Thịnh Phát, Tân Hoàng Minh tạo gánh nặng lên trái chủ và càng làm xói mòn lòng tin cho việc mua trái phiếu. Tín hiệu khả quan nhất là việc giảm lãi suất thế chấp là hy vọng cuối cùng của chúng tôi cho hoạt động bán hàng. Đánh giá TRUNG LẬP của chúng tôi vẫn được giữ nguyên.

Global Disclaimer

■ General

This research report and marketing materials for Vietnamese securities are originally prepared and issued by the Research Center of KIS Vietnam Securities Corp., an organization licensed with the State Securities Commission of Vietnam. The analyst(s) who participated in preparing and issuing this research report and marketing materials is/are licensed and regulated by the State Securities Commission of Vietnam in Vietnam only. This report and marketing materials are copyrighted and may not be copied, redistributed, forwarded or altered in any way without the consent of KIS Vietnam Securities Corp..

This research report and marketing materials are for information purposes only. They are not and should not be construed as an offer or solicitation of an offer to purchase or sell any securities or other financial instruments or to participate in any trading strategy. This research report and marketing materials do not provide individually tailored investment advice. This research report and marketing materials do not take into account individual investor circumstances, objectives or needs, and are not intended as recommendations of particular securities, financial instruments or strategies to any particular investor. The securities and other financial instruments discussed in this research report and marketing materials may not be suitable for all investors. The recipient of this research report and marketing materials must make their own independent decisions regarding any securities or financial instruments mentioned herein and investors should seek the advice of a financial adviser. KIS Vietnam Securities Corp. does not undertake that investors will obtain any profits, nor will it share with investors any investment profits. KIS Vietnam Securities Corp., its affiliates, or their affiliates and directors, officers, employees or agents of each of them disclaim any and all responsibility or liability whatsoever for any loss (director consequential) or damage arising out of the use of all or any part of this report or its contents or otherwise arising in connection therewith. Information and opinions contained herein are subject to change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or KIS Vietnam Securities Corp. The final investment decision is based on the client's judgment, and this research report and marketing materials cannot be used as evidence in any legal dispute related to investment decisions.

■ Country-specific disclaimer

United States: This report is distributed in the U.S. by Korea Investment & Securities America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major U.S. institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934. All U.S. persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Korea Investment & Securities, Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Korea Investment & Securities America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the U.S. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. person absent registration or an applicable exemption from the registration requirement.

United Kingdom: This report is not an invitation nor is it intended to be an inducement to engage in investment activity for the purpose of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom ("FSMA"). To the extent that this report does constitute such an invitation or inducement, it is directed only at (i) persons who are investment professionals within the meaning of Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (as amended) of the United Kingdom (the "Financial Promotion Order"); (ii) persons who fall within Articles 49(2)(a) to (d) ("high net worth companies, unincorporated associations etc.") of the Financial Promotion Order; and (iii) any other persons to whom this report can, for the purposes of section 21 of FSMA, otherwise lawfully be made (all such persons together being referred to as "relevant persons"). Any investment or investment activity to which this report relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. Persons who are not relevant persons must not act or rely on this report.

Hong Kong: This research report and marketing materials may be distributed in Hong Kong to institutional clients by Korea Investment & Securities Asia Limited (KISA), a Hong Kong representative subsidiary of Korea Investment & Securities Co., Ltd., and may not otherwise be distributed to any other party. KISA provides equity sales service to institutional clients in Hong Kong for Korean securities under its sole discretion, and is thus solely responsible for provision of the aforementioned equity selling activities in Hong Kong. All requests by and correspondence with Hong Kong investors involving securities discussed in this report and marketing materials must be effected through KISA, which is registered with The Securities & Futures Commission (SFC) of Hong Kong. Korea Investment & Securities Co., Ltd. is not a registered financial institution under Hong Kong's SFC.

Singapore: This report is provided pursuant to the financial advisory licensing exemption under Regulation 27(1)(e) of the Financial Advisers Regulation of Singapore and accordingly may only be provided to persons in Singapore who are "institutional investors" as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore. This report is intended only for the person to whom Korea Investment & Securities Co., Ltd. has provided this report and such person may not send, forward or transmit in any way this report or any copy of this report to any other person. Please contact Korea Investment & Securities Singapore Pte Ltd in respect of any matters arising from, or in connection with, the analysis or report (Contact Number: 65 6501 5600).

Copyright © 2023 KIS Vietnam Securities Corp. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without permission of KIS Vietnam Securities Corp.

VIET NAM

JAE HEUNG LEE, Business Director (jhlee@kisvn.vn +8428 3914 8585 - 1466)
UYEN LAM, Head of Institutional Brokerage (uyen.lh@kisvn.vn +8428 3914 8585 - 1444)
KIS Vietnam Securities Corporation
3rd floor, 180-192 Nguyen Cong Tru, Nguyen Thai Binh Ward, District 1, Ho Chi Minh City.
Fax: 8428 3821-6898

SOUTH KOREA

YEONG KEUN JOO, Managing Director, Head of International Business Division (ykjoo@truefriend.com, +822 3276 5157)
PAUL CHUNG, Sales Trading (pchung@truefriend.com +822 3276 5843)
27-1 Yoido-dong, Youngdeungpo-ku, Seoul 150-745, Korea
Toll free: US 1 866 258 2552 HK 800 964 464 SG 800 8211 320
Fax: 822 3276 5681~3
Telex: K2296

NEW YORK

DONG KIM, Managing Director (dkim@kisamerica.com +1 212 314 0681)
HOON SULL, Head of Sales (hoonsull@kisamerica.com +1 212 314 0686)
Korea Investment & Securities America, Inc.
1350 Avenue of the Americas, Suite 1110
New York, NY 10019
Fax: 1 212 314 0699

HONG KONG

DAN SONG, Managing Director, Head of HK Sales (dan.song@kisasia.com +852 2530 8914)
GREGORY KIM, Sales (greg.kim@kisasia.com, +822 2530 8915)
Korea Investment & Securities Asia, Ltd.
Suite 2220, Jardine House
1 Connaught Place, Central, Hong Kong
Fax: 852-2530-1516

SINGAPORE

ALEX JUN, Managing Director, Head of Singapore Sales (alex@kisasia.com.sg +65 6501 5602)
CHARLES AN, Sales (alex.jun@kisasia.com.sg +65 6501 5601)
Korea Investment & Securities Singapore Pte Ltd
1 Raffles Place, #43-04, One Raffles Place
Singapore 048616
Fax: 65 6501 5617

LONDON

Min Suk Key, Managing Director (peterkey@kiseurope.com +44 207 065 2766)
Korea Investment & Securities Europe, Ltd.
2nd Floor, 35-39 Moorgate
London EC2R 6AR
Fax: 44-207-236-4811

This report has been prepared by KIS Vietnam Securities Corp. and is provided for information purposes only. Under no circumstances is it to be used or considered as an offer to sell, or a solicitation of any offer to buy. While all reasonable care has been taken to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading at the time of publication, we make no representation as to its accuracy or completeness and it should not be relied upon as such. This report is provided solely for the information of professional investors who are expected to make their own investment decisions without undue reliance on this report and the company accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents. This report is not intended for the use of private investors.

Copyright © 2023 KIS Vietnam Securities Corp. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without permission of KIS Vietnam Securities Corp.