

Triển vọng TTCK 2H 2024

Chinh phục 1,300

Chúng tôi duy trì dự báo chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2024 ở 1,320 điểm (tương đồng với mức đưa ra trong báo cáo chiến lược 1H) trên cơ sở các dự báo về biến động vĩ mô, lạm phát, tỷ giá, lãi suất và tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết vẫn đang diễn biến sát với kỳ vọng. Cụ thể, chúng tôi chỉ giảm nhẹ dự phóng tăng trưởng EPS của chỉ số VNIndex năm 2024 xuống 13% (từ mức 14% trong báo cáo trước), đồng thời duy trì P/E hợp lý của chỉ số ở 15 lần.

Xu hướng tăng của thị trường trong quý 4 (tập trung vào giai đoạn nửa sau của quý) sẽ có động lực chính đến từ môi trường vĩ mô thuận lợi (áp lực tỷ giá, lạm phát hạ nhiệt, NHNN quay trở lại định hướng nới lỏng chính sách tiền tệ, đầu tư công được đẩy mạnh, nhiều chính sách tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp được ban hành), kết hợp với mùa báo cáo KQKD quý 3 tích cực, cùng với những kỳ vọng cao của quý 4. Giai đoạn nửa đầu quý thị trường sẽ có diễn biến linh xình, giằng co, đặc biệt khi chỉ số VNIndex tiệm cận ngưỡng cản 1,300 trong bối cảnh thị trường thiếu vắng các yếu tố thông tin hỗ trợ. Các yếu tố rủi ro chính của thị trường trong quý 4 là sự suy yếu của nền kinh tế Trung Quốc và kỳ bầu cử Tổng thống Mỹ.

Các chủ đề đầu tư được chúng tôi lựa chọn trong quý 4 bao gồm: kinh tế phục hồi, bước tiến nâng hạng, lanina, đầu tư công và thu hút vốn FDI.

Đối với triển vọng ngành trong nửa cuối năm, bộ phận phân tích doanh nghiệp của chúng tôi đánh giá tích cực với các ngành Ngân hàng, Chứng khoán, Bất động sản, BĐS Khu công nghiệp, Cảng biển, Dầu khí

Trần Đức Anh
Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường
anhdt@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến
Chuyên viên chiến lược đầu tư
tiens@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận
Chuyên viên chiến lược đầu tư
thuannd@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh
Chuyên viên vĩ mô
linhpp@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang
Chuyên viên vĩ mô
trangnt6@kbsec.com.vn

08/10/2024

Nội dung	I. Triển vọng TTCK 4Q2024	3
	II. Hoạt động kinh doanh	6
	III. Các yếu tố định hình xu hướng TTCK 4Q 2024	9
	1. Xu hướng lãi suất và áp lực tỷ giá	9
	2. Chính sách tiền tệ của FED và rủi ro suy thoái Mỹ	12
	3. Bầu cử Tổng thống tại Mỹ	17
	4. Kinh tế Trung Quốc	21
	IV. Chủ đề đầu tư	28
	1. Kinh tế phục hồi	28
	2. Lanina	30
	3. Bước tiến nâng hạng	34
	V. Danh mục đầu tư mẫu	36
	VI. Triển vọng ngành	37
	Ngân hàng	38
	Chứng khoán	40
	Bất động sản	42
	Bất động sản KCN	44
	Cảng biển, Vận tải biển	46
	Thép	48
	Dầu khí	50
	Điện	52
	Bán lẻ	54
	Thủy sản	56
	Xây dựng	57

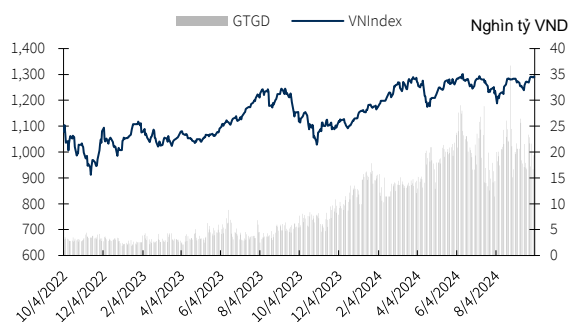
I. Triển vọng TTCK 4Q2024

TTCK Việt Nam có xu hướng hồi phục là chủ đạo trong quý 3

TTCK Việt Nam trong quý 3 có xu hướng hồi phục chủ đạo, sau giai đoạn linh xình điều chỉnh của quý 2, với 3 động lực chính đến từ diễn biến hạ nhiệt của tỷ giá, xu hướng tăng mạnh của TTCK toàn cầu, cùng KQKD khả quan ghi nhận trong mùa báo cáo bán niên.

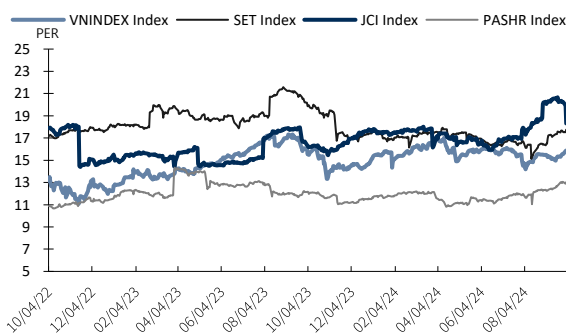
Tính cho cả quý 3, chỉ số VNIndex tăng 3.4% về điểm số, và giảm 21% về tổng giá trị giao dịch.

Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



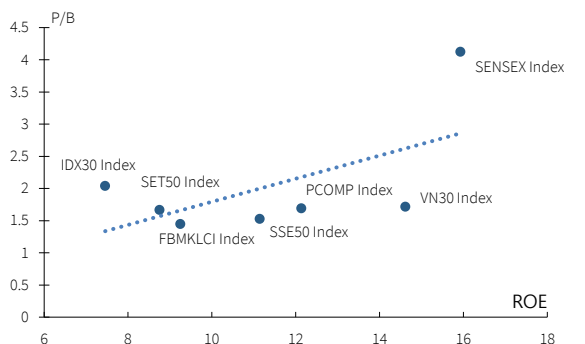
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Biến động P/E nhóm ASEAN4



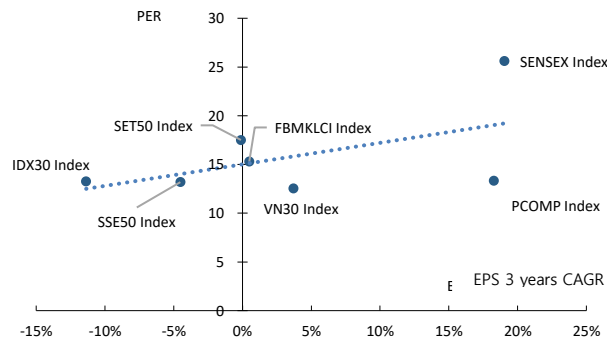
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Tương quan P/B, ROE các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Tương quan P/E, tăng trưởng EPS các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Đối với triển vọng trong nửa cuối 2024, chúng tôi cho rằng sẽ có 5 yếu tố chính định hình xu hướng TTCK Việt Nam, bao gồm (được phân tích kỹ hơn trong các phần sau của báo cáo):

Lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục xu hướng hồi phục

Chúng tôi hạ nhẹ dự báo tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX xuống 13% (từ mức 14% đưa ra trong báo cáo gần nhất – Xem thêm phần II. *Hoạt động sản xuất kinh doanh*) sau khi đánh giá thêm số liệu của mùa báo cáo bán niên với bức tranh sáng tối đan xen. Đây vẫn được đánh giá là mức tăng trưởng cao và tiếp tục là yếu tố hỗ trợ cho xu hướng thị trường chung trong quý 4.

FED hạ lãi suất, động lực thúc đẩy TTCK toàn cầu tăng trưởng

Chu kỳ hạ lãi suất của FED đã được khởi động sau lần hạ 50bps vào kỳ họp tháng 9 vừa qua. Các tác động tích cực đến TTCK Việt Nam có thể thấy rõ ở 3 khía cạnh: i) áp lực tỷ giá hạ nhiệt giúp NHNN quay trở lại chính sách duy trì lãi suất thấp; ii) xu hướng hạ lãi suất đồng loạt ở nhiều NHTW giúp tạo điều kiện cho một lượng vốn rẻ tìm đến các thị trường mới nổi, bao gồm TTCK Việt Nam; iii) nhu cầu tiêu thụ của Mỹ kỳ vọng được thúc đẩy, qua đó giúp lĩnh vực xuất khẩu của Việt Nam khởi sắc, từ đó tác động tích cực lên tăng trưởng kinh tế.

Áp lực tỷ giá được giải toả, mặt bằng lãi suất kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức thấp

Với diễn biến điều chỉnh mạnh của chỉ số DXY trước động thái hạ lãi suất của FED, cùng sự cân bằng trong cung cầu ngoại tệ ở hệ thống ngân hàng, tỷ giá trong nước đã giảm mạnh và cách xa ngưỡng bán can thiệp của NHNN. Theo đó, NHNN được dự báo sẽ dừng can thiệp vào thị trường theo hướng bảo vệ đồng nội tệ như đã làm trong quý 2, đầu quý 3 với các biện pháp như bán dự trữ ngoại hối, hút tín phiếu, nâng lãi suất OMO. Mặt bằng lãi suất trong nền kinh tế từ đó được kỳ vọng sẽ ổn định ở vùng thấp (dù vẫn có thể có sự phân hoá, tăng nhẹ ở 1 số ngân hàng vừa và nhỏ do nhu cầu tín dụng cuối năm).

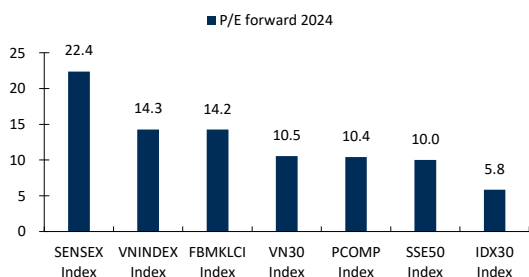
Kỳ bầu cử Tổng thống Mỹ là ẩn số đáng chú ý

Cuộc bầu cử Mỹ giữa 2 ứng viên ông Donald Trump và bà Kamala Harris đang diễn ra gay gắt với xác suất trúng cử đang là 50:50. Kịch bản ông Trump tái đắc cử có thể mang lại nhiều rủi ro với TTCK Việt Nam do các yếu tố như chủ nghĩa bảo hộ thương mại có thể quay trở lại mạnh mẽ và Việt Nam có thể lọt vào tầm ngắm do thặng dư thương mại với Mỹ ở mức cao; các chính sách tài khoá dưới thời ông Trump có thể khiến lạm phát Mỹ khó kiểm soát, từ đó cản trở việc hạ lãi suất của FED; và môi trường chính trị bất ổn dưới thời ông Trump cùng các chính sách khó phán đoán khiến khẩu vị chấp nhận rủi ro xuống mức thấp.

Suy giảm tăng trưởng kinh tế ở Trung Quốc

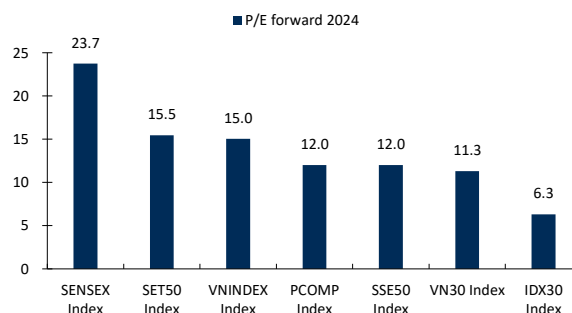
Sự suy yếu của kinh tế Trung Quốc đã ngày càng trở nên rõ ràng trong vài quý gần đây. Các chính sách hỗ trợ đã được đưa ra và kỳ vọng có thể mang lại các tác động tích cực trong ngắn hạn. Dù vậy, các chính sách này được đánh giá là khó đảo chiều xu hướng sụt giảm tăng trưởng của kinh tế Trung Quốc trong trung hạn do các vấn đề của nước này thuộc về yếu tố mang tính cấu trúc như già hoá dân số, dư cung bất động sản vùng ven, nhu cầu tiêu thụ bên ngoài sụt giảm, và nợ doanh nghiệp- chính quyền địa phương ở mức cao. Theo đó, đây cũng là yếu tố tiềm ẩn rủi ro đáng chú ý với TTCK Việt Nam do tính chất gắn kết cao giữa 2 nền kinh tế.

Biểu đồ 5. P/E forward 2024 các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Biến động EPS nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự phóng chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2024 ở 1,320

Đối với triển vọng thị trường trong các tháng cuối năm 2024, với việc các biến động vĩ mô, xu hướng tỷ giá, lãi suất, cũng như tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp vẫn đang tương đồng với đánh giá được đưa ra trong báo cáo gần nhất (*báo cáo chiến lược 2H2024*), theo đó chúng tôi tiếp tục duy trì mức điểm kỳ vọng của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm ở 1,320 điểm, tương ứng với mức P/E thị trường 15 lần và tăng trưởng EPS các doanh nghiệp HSX tăng 13% so với cùng kỳ.

Chúng tôi lưu ý rủi ro liên quan đến chiến tranh Trung Đông bùng phát, hay ông Trump tái đắc cử Tổng thống là 2 yếu tố chưa được đưa vào dự báo này.

II. Hoạt động kinh doanh

Chúng tôi hạ dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX năm 2024 đạt 13% YoY (giảm 1 điểm % so với mức 14% trong báo cáo gần nhất)

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng EPS toàn thị trường từ 14% ở báo cáo chiến lược kỳ trước xuống 13% so với cùng kỳ 2023 (Biểu đồ 7).

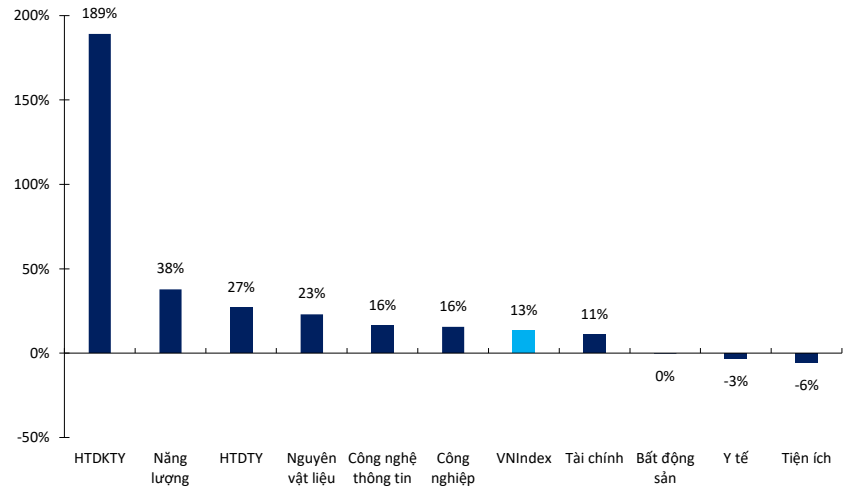
Tuy tăng trưởng được điều chỉnh giảm nhẹ nhưng vẫn phản ánh quan điểm KBSV về việc hoạt động sản xuất kinh doanh của hầu hết doanh nghiệp niêm yết trên HOSE đã tạo đáy trong năm 2023, và sẽ hồi phục trong năm 2024.

Chúng tôi duy trì quan điểm với các yếu tố đóng vai trò cho hỗ trợ sự tăng trưởng trở lại của các doanh nghiệp bao gồm: (1) Chính sách tiền tệ với xu hướng nới lỏng là chủ đạo và mặt bằng lãi suất thấp dự kiến vẫn được duy trì đến hết năm 2024; (2) Chính sách hỗ trợ khác của Chính phủ như thúc đẩy Đầu tư công, miễn giảm thuế, thu hút vốn FDI...; (3) Các đơn hàng xuất nhập khẩu và công suất dây chuyền sản xuất được gia tăng trong bối cảnh các hiệp định ngoại giao, thương mại được ký kết giữa Việt Nam và các quốc gia trên thế giới.

Dù vậy, việc hạ dự phóng tiếp tục phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi về triển vọng sau kết quả kinh doanh 2Q2024. Thay đổi chính đến từ việc điều chỉnh giảm dự phóng 4 ngành bao gồm: Công nghiệp, Nguyên vật liệu, Công nghệ, Tiện ích với mức giảm lần lượt là -34 điểm %, -13 điểm %, -1 điểm %, -4 điểm % so với báo cáo trước do kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp thấp hơn kỳ vọng của thị trường. Ở chiều ngược lại, mức giảm đã được bù đắp bằng việc tăng dự phóng tăng trưởng ở các nhóm ngành như: Hàng tiêu dùng thiết yếu và không thiết yếu, Năng lượng trên cơ sở lợi nhuận các doanh nghiệp thuộc những lĩnh vực trên hồi phục vượt kỳ vọng, đặc biệt là các công ty vốn hóa đầu ngành như MWG, PNJ, VNM, MSN, PLX trong Quý 2 của 2024.

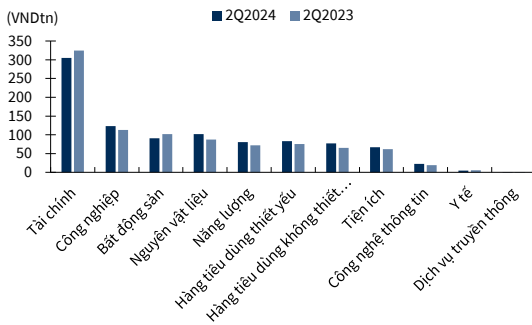
Với 2 ngành Ngân hàng và Bất động sản sau khi số liệu kinh doanh quý 2 được công bố, chúng tôi tăng nhẹ kỳ vọng cùng các diễn biến về lãi suất, tỷ giá. Cụ thể, áp lực tỷ giá hạ nhiệt đáng kể tạo điều kiện cho NHNN duy trì lãi suất thấp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, từ đó tác động tích cực đến NIM của các ngân hàng. Tuy nhiên, vấn đề liên quan đến chất lượng tài sản vẫn cần phải theo dõi thêm. Trong khi đó, doanh nghiệp phát triển Bất động sản có kỳ vọng lạc quan hơn sau Luật kinh doanh Bất động sản mới được ban hành nhưng vẫn còn nhiều thách thức khi nguồn cung còn hạn chế và chi phí lãi vay cao bào mòn lợi nhuận của hầu hết các công ty trên sàn. Tổng hoà các yếu tố sau điều chỉnh, dự phóng của KBSV về tăng trưởng EPS của VNINDEX giảm nhẹ 1 điểm % so với kỳ vọng trong báo cáo trước đó.

Biểu đồ 7. Dự phóng tăng trưởng EPS 2024 so với cùng kỳ



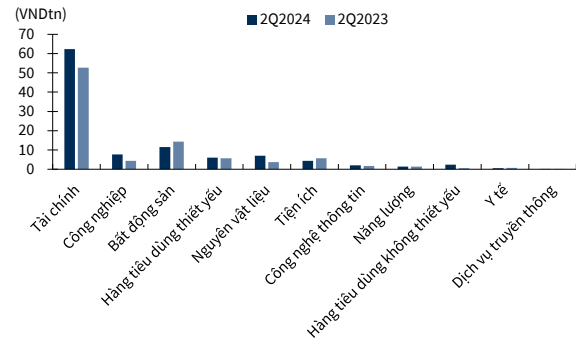
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 8. Doanh thu Q2 2024 so với cùng kỳ



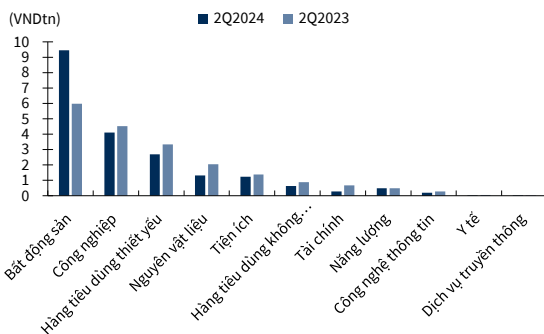
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 9. Lợi nhuận Q2 2024 so với cùng kỳ



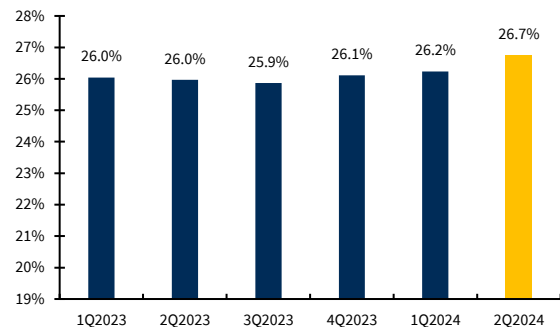
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 10. Chi phí tài chính Q2 2024 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 11. Biên lợi nhuận gộp trung bình trên toàn VNINDEX



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Doanh thu chỉ tăng nhẹ trong Quý 2/2024 so với cùng kỳ, tuy nhiên lợi nhuận cho thấy nhiều gam màu sáng

Về KQKD 2Q/2024, tổng doanh thu của các doanh nghiệp trên sàn HSX tăng nhẹ ở mức 3% YoY. Hầu hết các nhóm ngành đều cho thấy tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ, tiêu biểu là nhóm Nguyên vật liệu (+18% YoY), Công nghệ thông tin (+17%YoY) và Hàng tiêu dùng không thiết yếu (+10% YoY). Các nhóm còn khác hầu hết đều có mức tăng trưởng từ 9-12% YoY.

Tuy nhiên, tăng trưởng doanh thu của thị trường đã gặp cản trở bởi sự suy giảm ở 2 nhóm Tài chính (-6% YoY) và Bất động sản (-11% YoY).

Nhóm Tài chính chịu ảnh hưởng chính bởi nhóm Ngân hàng quốc doanh là VCB (-19% YoY), CTG (-11% YoY), BID (-8% YoY). Bên cạnh đó, doanh thu nhóm Bất động sản tiếp tục đi xuống so với cùng kỳ khi KQKD của 2 doanh nghiệp chiếm tỷ trọng lớn là VIC (-11% YoY) và VHM (-13% YoY) kéo theo mức giảm của toàn ngành.

Về lợi nhuận, đóng góp lớn nhất vào mức tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường (+15.7% YoY) tiếp tục là nhóm Tài chính (+18.4% YoY). Xu hướng hồi phục tích cực cũng được thấy rõ ở các lĩnh vực phi tài chính như là Công nghiệp (+76.9% YoY), Hàng tiêu dùng không thiết yếu (+290.8% YoY), Nguyên vật liệu (+85.7% YoY) khi các doanh nghiệp đầu ngành có sự phục hồi về lợi nhuận so với nền thấp cùng kỳ như MSN, MWG, VNM, HPG, GVR.

Ngoại trừ nhóm Bất động sản, việc tập trung cơ cấu các khoản nợ và tiết giảm chi phí lãi vay đã giúp cải thiện đáng kể lợi nhuận của các doanh nghiệp (Biểu đồ 10). Bên cạnh đó, Biên lợi nhuận gộp toàn bộ các doanh nghiệp trên sàn HSX (ngoại trừ các ngành Tài chính) tiếp tục cho thấy đà cải thiện kể từ khi tạo đáy trong Quý 3/2023 (Biểu đồ 11), cho thấy tình hình sản xuất đang dần dần phục hồi trở lại phù hợp với kỳ vọng. Trong bối cảnh vĩ mô ổn định, KBSV cho rằng hoạt động thương mại, sản xuất kinh doanh sẽ tiếp đà cải thiện và chuẩn bị bắt đầu cho chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ trong tương lai.

III. Các yếu tố định hình xu hướng TTCK 4Q 2024

1. Xu hướng lãi suất và áp lực tỷ giá

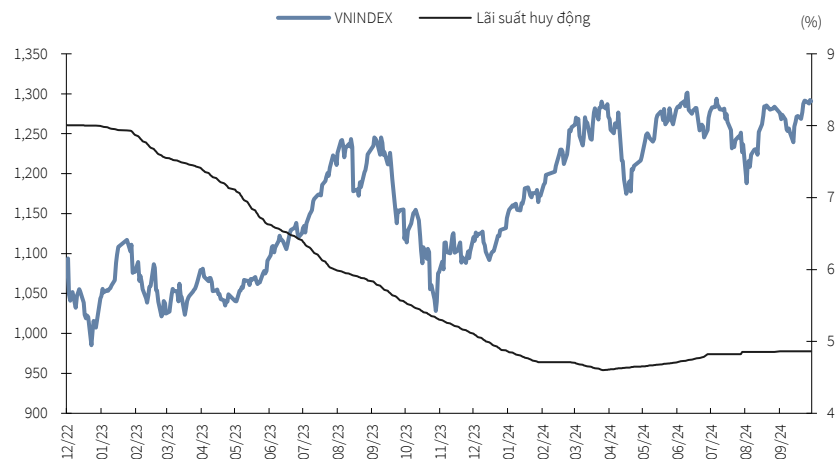
Bức tranh vĩ mô thuận lợi tạo ra những điều kiện hỗ trợ đà tăng của thị trường

Tỷ giá trong tháng 9 giảm mạnh sau động thái hạ lãi suất của FED với mức 50 bps trong kỳ họp chính sách vừa qua. Cụ thể, sau kỳ họp tháng 9, chỉ số DXY đã giảm mạnh xuống quanh ngưỡng 100, cùng với đó là diễn biến cân bằng của cung cầu ngoại tệ đã giúp tỷ giá nhanh chóng hạ nhiệt từ mức nền cao. Trong bối cảnh tỷ giá đã xuống cách xa ngưỡng bán can thiệp của Ngân hàng Nhà nước (NHNN), DXY khó có khả năng bật tăng mạnh, và giai đoạn cao điểm nhu cầu ngoại tệ của doanh nghiệp đã qua, chúng tôi cho rằng rủi ro tỷ giá trong quý 4 đã được hạn chế.

Lạm phát trong nước hiện vẫn đang được giữ ở mức ổn định (bình quân 8 tháng 2024, CPI tăng 4.04% YoY, lạm phát cơ bản tăng 2.71% YoY). Với mức nền so sánh cao cùng kỳ (do ảnh hưởng của giá dầu, cùng các đợt tăng giá y tế, giáo dục của Chính phủ cuối năm 2023), chúng tôi cho rằng CPI bình quân cả năm 2024 sẽ ổn định dưới mức 4% YoY.

Với việc áp lực tỷ giá và lạm phát không còn đáng lo ngại, kết hợp với xu hướng duy trì chính sách nới lỏng của các NHTW trên thế giới, NHNN sẽ có thêm nhiều dư địa để duy trì mặt bằng lãi suất thấp nhằm hỗ trợ kinh tế hồi phục. Diễn biến vĩ mô thuận lợi hơn là yếu tố quan trọng để hỗ trợ cho xu hướng hồi phục chung của thị trường chứng khoán.

Biểu đồ 12. VNINDEX & Lãi suất huy động bình quân 12 tháng



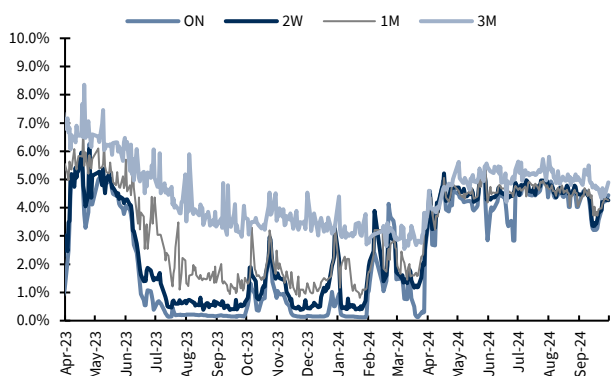
Nguồn: Bloomberg, WiChart, KBSV

Lãi suất thị trường 2 sẽ tái định lại ở mặt bằng mới thấp hơn

Mặt bằng lãi suất liên ngân hàng đã giảm mạnh trong hơn 2 tháng trở lại đây nhờ các động thái hỗ trợ của NHNN bao gồm 2 lần hạ lãi suất OMO và tiếp tục bơm ròng 68 nghìn tỷ qua thị trường mở trong tuần cuối cùng của quý 3. Cụ thể, lãi suất liên ngân hàng đã có thời điểm về mức 3.2-4.6% (tuỳ kỳ hạn – giảm hơn 1% so với cuối tháng 8), trước khi hồi phục nhẹ vài phiên gần đây do nhu cầu cao dịp cuối quý. Điều này là minh chứng rõ nhất phản ánh việc NHNN đã quay trở lại chính sách tiền tệ mang tính chất hỗ trợ nhờ áp lực tỷ giá hạ nhiệt trong khi áp lực lạm phát chưa đáng ngại.

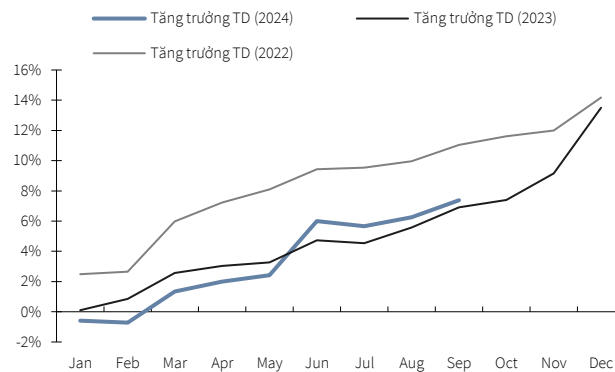
Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất liên ngân hàng sẽ được tái định ở mức thấp hơn nữa trong thời gian tới (dự kiến giảm thêm 0.5-1% đối với lãi suất qua đêm) như 1 biện pháp hỗ trợ duy trì mặt bằng lãi suất trong nền kinh tế ở mức thấp, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng để đạt mục tiêu 15% đề ra (hiện ở mức 7.38% Ytd tính đến 17/09).

Biểu đồ 13. Lãi suất liên ngân hàng



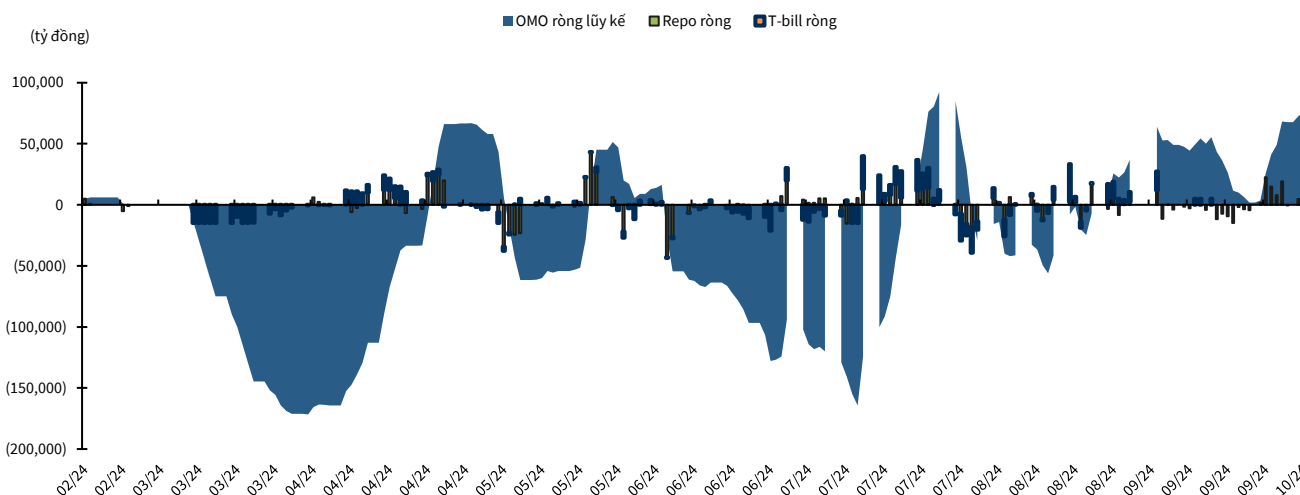
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 14. Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống qua các tháng



Nguồn: SBV, KBSV

Biểu đồ 15. Bơm hút trên thị trường mở và diễn biến lãi suất

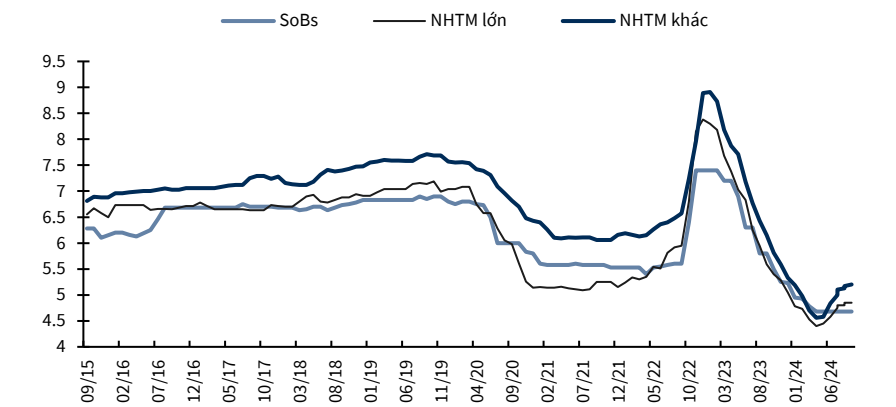


Nguồn: SBV, KBSV

Dự báo lãi suất huy động ổn định ở nhóm NHTM quốc doanh, trong khi tăng nhẹ ở nhóm NHTM tư nhân

Mặt bằng lãi suất huy động dự báo sẽ ổn định ở vùng thấp nhờ việc NHNN quay trở lại định hướng nới lỏng chính sách tiền tệ khi áp lực tỷ giá hạ nhiệt thông qua các biện pháp tăng thanh khoản, giảm mặt bằng lãi suất OMO. Cụ thể, chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất huy động trong quý 4 sẽ ổn định ở nhóm NHTM quốc doanh, trong khi chỉ tăng nhẹ bình quân 30bps ở nhóm NHTM tư nhân (mức tăng cao tập trung ở các ngân hàng có quy mô nhỏ để cân đối nguồn vốn đáp ứng nhu cầu tín dụng cuối năm, cũng như giảm bớt áp lực tỷ lệ LDR)

Biểu đồ 16. Lãi suất huy động các nhóm ngân hàng (%)



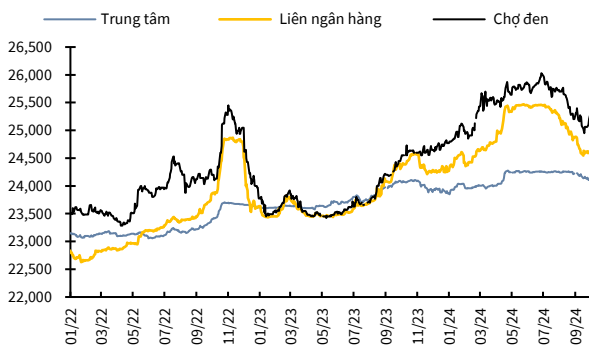
Nguồn: WiChart, KBSV

Lãi suất thấp là động lực quan trọng hỗ trợ VNIndex hồi phục

TTCK Việt Nam bước vào giai đoạn linh xình, điều chỉnh trong quý 2 và nửa đầu quý 3 có nguyên nhân chính đến từ lo ngại áp lực tỷ giá tăng mạnh, kéo theo áp lực thắt chặt chính sách tiền tệ của NHNN khiến mặt bằng lãi suất tăng phi mã (tương tự giai đoạn cuối 2022).

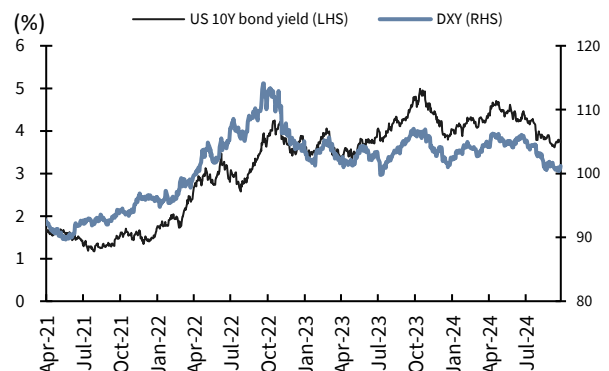
Việc rủi ro này được loại bỏ sẽ là động lực quan trọng hỗ trợ thị trường quay trở lại xu hướng tăng giá trong quý 4. Cụ thể, dù đã tăng nhẹ từ đáy cuối tháng 3, mặt bằng lãi suất vẫn vẫn đang giao động quanh mức thấp lịch sử và được dự báo sẽ chỉ tăng nhẹ trong 3 tháng cuối năm, từ đó hỗ trợ kích cầu tăng trưởng kinh tế, giảm chi phí vốn của doanh nghiệp và thúc đẩy dòng tiền đầu tư chảy vào kênh chứng khoán.

Biểu đồ 17. Tỷ giá USD/VND



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 18. Mỹ - 10Y bond yield và DXY



Nguồn: Bloomberg, KBSV

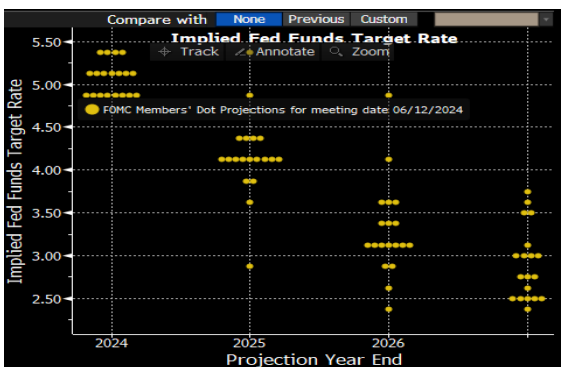
2. Chính sách tiền tệ của FED và rủi ro suy thoái Mỹ

FED đã có lần hạ lãi suất đầu tiên và thông điệp sau cuộc họp tháng 9

Sau cuộc họp cuối tháng 9, FED đã có động thái hạ lãi suất lần đầu tiên với 50 bps. Điều này phù hợp với nhận định của KBSV về thời điểm hạ nhưng mức giảm này vượt kỳ vọng của chúng tôi đề cập trong Báo cáo [Triển vọng TTCK 2H2024](#). Việc FED mạnh tay với mức giảm 50bps ngay lần đầu tiên có thể làm tăng lo ngại về diễn biến nền kinh tế đang xấu đi. Nhưng những thông điệp sau đó của ông Powell đã xoa dịu tâm lý thị trường và phản ứng chung trên toàn cầu là tương đối tích cực. Powell đề cập rằng FED sẽ điều chỉnh dần chính sách về mức trung tính và có niềm tin thị trường lao động vẫn giữ vững. Ngoài ra, ông cũng cho rằng không có dấu hiệu của suy thoái nhưng mức cắt giảm 50bps không phải giữ nguyên và chính sách sẽ phụ thuộc vào dữ liệu, triển vọng cùng rủi ro sắp tới.

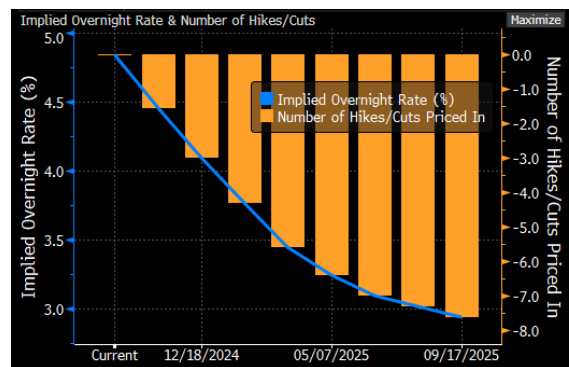
Biểu đồ Dotplot (Biểu đồ 19) thể hiện khả năng sẽ có thêm 2 lần hạ lãi suất trong năm nay với mỗi lần kỳ vọng mức giảm 25 bps. Tại thời điểm đầu tháng 10, công cụ theo dõi lãi suất CME FedWatch thể hiện nhà đầu tư đang đặt cược khả năng Fed giảm 25bps trong tháng 11 (cao nhất) là hơn 90%.

Biểu đồ 19. FED Dot Plot



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 20. Lãi suất ngụ ý thời điểm hiện tại



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Nền kinh tế Mỹ đặt nhiều kỳ vọng để “hạ cánh mềm” và FED sẽ tiếp tục hạ lãi suất trong những lần họp sắp tới trong 2024 để đưa lãi suất về mức trung tính

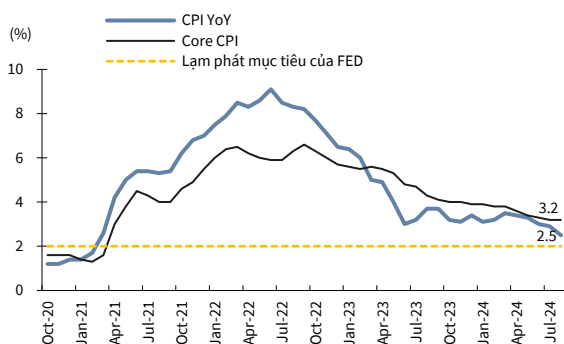
Chúng tôi cho rằng hoàn toàn có cơ sở cho việc nền kinh tế Mỹ sẽ “hạ cánh mềm” và FED tiếp tục hạ lãi suất trong những lần họp sắp tới trong 2024 để đưa lãi suất về mức trung tính (như trong thông điệp đề cập sau cuộc họp tháng 9) nhờ:

- (i) **Lạm phát đã cho thấy xu hướng hạ nhiệt tích cực về mức mục tiêu 2%.** Số liệu CPI (Biểu đồ 21) của Mỹ đã giảm liên tiếp về còn 2.5% YoY trong tháng 8/2024 và CPI lõi đã giảm về mức 3.2% YoY (Biểu đồ 21). Lạm phát có thể tiếp tục hạ nhiệt nhờ:
 - 1) Giá dầu giữ ở mức hiện tại do nhu cầu tiêu thụ chậm lại và dự báo của OPEC về nhu cầu dầu toàn cầu giảm. (Biểu đồ 23). Hơn nữa, nhu cầu cuối năm thường thấp hơn (tính chu kỳ) nên giá dầu nhiều sẽ khó tăng mạnh và là yếu tố tích cực ảnh hưởng lên lạm phát.
 - 2) Chi phí nhà ở, lưu trú sẽ tiếp tục chậm lại như dự báo trước đó, số liệu phản ánh sự ảm đạm của thị trường BĐS (Biểu đồ 24). Chúng tôi duy trì quan điểm cấu phần này sẽ tiếp tục đi xuống do số liệu thị trường BĐS tại Mỹ chưa có nhiều cải thiện so với

tình hình trong Báo cáo [Triển vọng TTCK 2H2024](#) (Biểu đồ 29-30). Theo nghiên cứu của chi nhánh Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) tại San Francisco, lạm phát giá nhà ở tại Mỹ có thể sẽ giảm trong năm 2025, khi khoảng cách giữa cung và cầu nhà ở được thu hẹp.

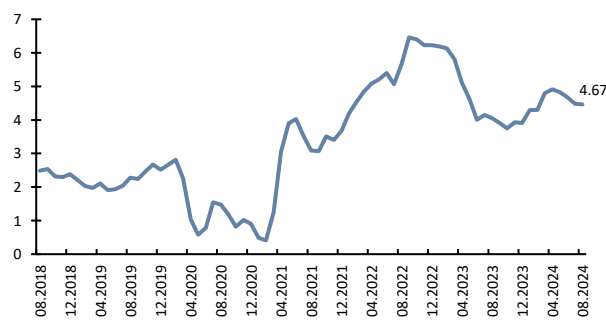
- 3) Tăng trưởng thu nhập khả dụng và tăng trưởng tiền lương của người dân Mỹ đang đi xuống (Biểu đồ 27-33), đi kèm thất nghiệp gia tăng và nợ tín dụng ở mức cao (Biểu đồ 28) dẫn đến suy yếu cầu chi tiêu và hạ nhiệt lạm phát.
- (ii) **Kinh tế Mỹ chậm lại nhưng chưa cho thấy dấu hiệu quá đáng lo ngại.** Nền kinh tế Mỹ đạt mức tăng 2.8% trong Quý 2/2024 (kỳ vọng: 2%), chậm lại nhưng cải thiện tốt hơn so với Quý 1/2024 nhờ động lực chính từ chi tiêu cá nhân. Thông điệp của FED sau kỳ họp tháng 9 cũng cho thấy nhận định chưa có dấu hiệu suy thoái. Thành viên cơ quan này cũng đưa ra kỳ vọng nền kinh tế Mỹ sẽ tăng trưởng với mức 1.8-2.6% trong năm 2024 (Bảng 31). Ngoài ra, đầu tư cho cơ sở hạ tầng đặc biệt là cho công nghệ cao đang được thúc đẩy mạnh mẽ tại Mỹ, điều này giúp hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Trong bối cảnh FED đã hạ lãi suất, chúng tôi cho rằng tăng trưởng GDP của Mỹ có cơ sở duy trì được mức tăng trưởng trung bình 2% như dự báo.
- (iii) **Thị trường lao động Mỹ vẫn đang giữ được sự ổn định.** Tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ sau khi tăng bất ngờ lên 4.3% trong tháng 7 thì đã giảm trở lại 4.2% trong tháng 8 (phù hợp kỳ vọng thị trường). Những lo ngại về tỷ lệ thất nghiệp tăng cao là dấu hiệu cho suy thoái đã được xoa dịu khi nguyên nhân chủ yếu đến từ các yếu tố nhất thời (tham khảo [Triển vọng TTCK Việt Nam tháng 8.2024](#)). Bên cạnh đó, số lượng đơn xin trợ cấp giảm xuống cho thấy khả năng tỷ lệ thất nghiệp sẽ khó có khả năng tăng mạnh. KBSV kỳ vọng tỷ lệ thất nghiệp sẽ được duy trì quanh mức 4.2% trong thời gian tới.

Biểu đồ 21. Chỉ số CPI và CPI lõi của Mỹ (%YoY)



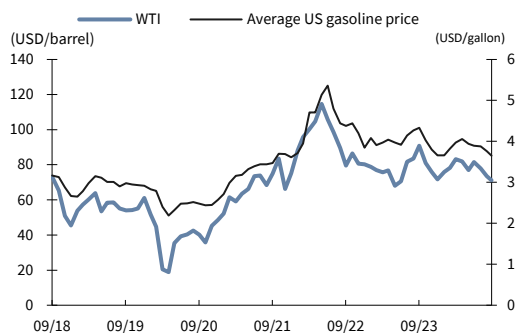
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 22. Lạm phát siêu lõi (%YoY)



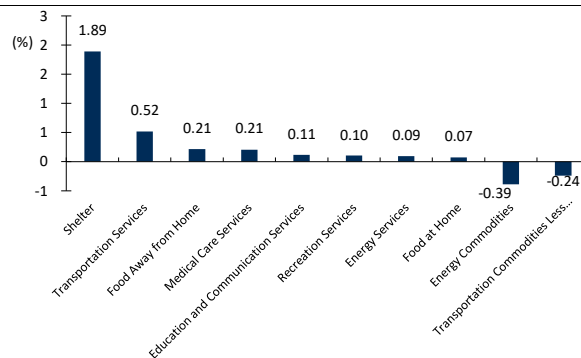
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 23. Giá xăng trung bình tại Mỹ và giá dầu WTI



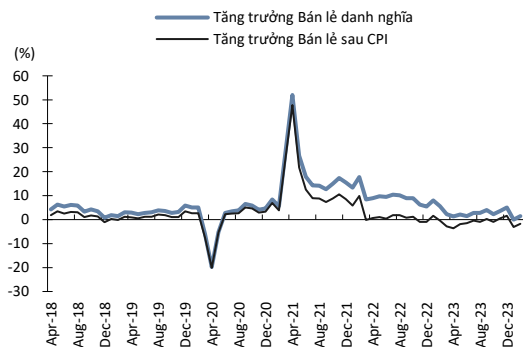
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 24. Đóng góp của một số cấu phần trong rổ lạm phát Mỹ



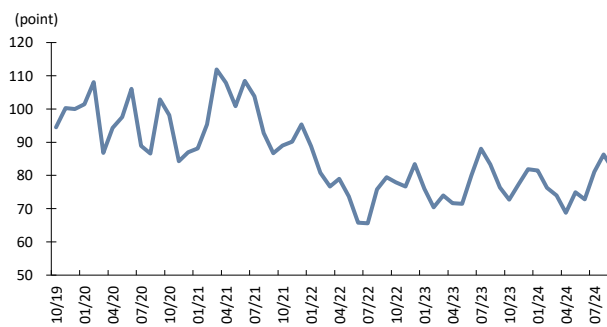
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 25. Tăng trưởng Bán lẻ danh nghĩa



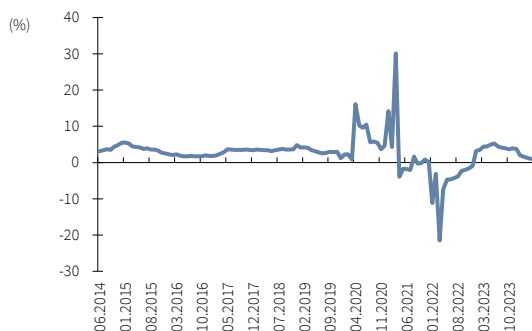
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 26. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng



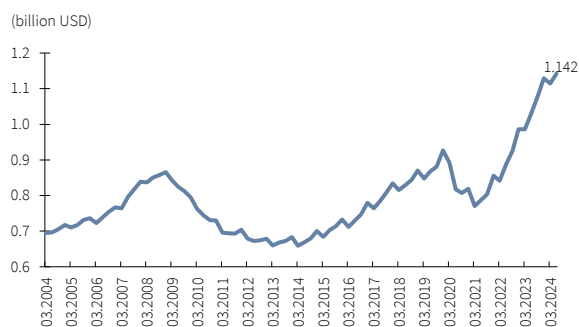
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 27. Tăng trưởng thu nhập khả dụng tại Mỹ (%yoy)



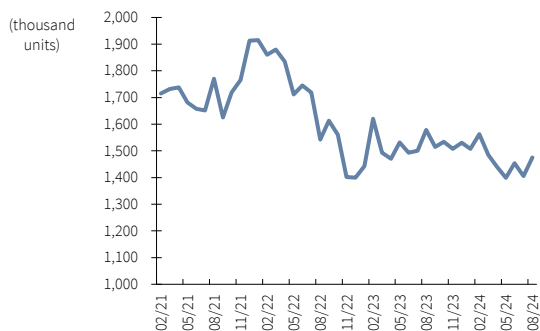
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 28. Dự nợ cho vay tiêu dùng (x)



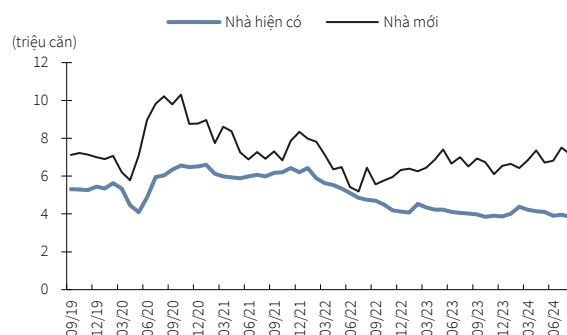
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 29. Số giấy phép xây dựng cấp mới của Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 30. Số liệu bán nhà tại Mỹ



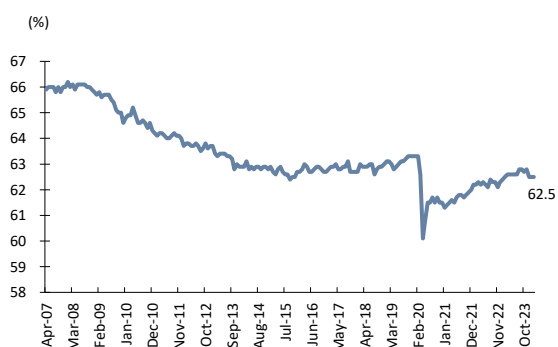
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 31. Dự báo kinh tế của các thành viên FED

Chỉ tiêu (%)	2024	2025	2026	2027	Dài hạn
Thay đổi GDP thực	1.8 - 2.6	1.3 - 2.5	1.7 - 2.5	1.7 - 2.5	1.7 - 2.5
<i>Dự báo tháng 6</i>	1.4 - 2.7	1.5 - 2.5			1.6 - 2.5
Tỷ lệ thất nghiệp	4.2 - 4.5	1.2 - 4.7	3.8 - 4.5	3.8 - 4.5	3.5 - 4.5
<i>Dự báo tháng 6</i>	3.8 - 4.4	3.8 - 4.4			3.5 - 4.5
PCE	2.1 - 2.7	2.1 - 2.4	2.0 - 2.1	2.0 - 2.1	2.0
<i>Dự báo tháng 6</i>	2.5 - 3.0	2.2 - 2.5			2.0
PCE lõi	2.4 - 2.9	2.1 - 2.5	2.0 - 2.2	2.0 - 2.2	
<i>Dự báo tháng 6</i>	2.7 - 3.2	2.2 - 2.6			

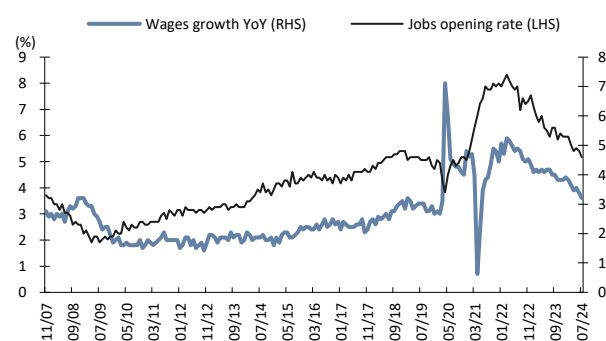
Nguồn: FED, KBSV

Biểu đồ 32. Tỷ lệ tham gia lao động tại Mỹ



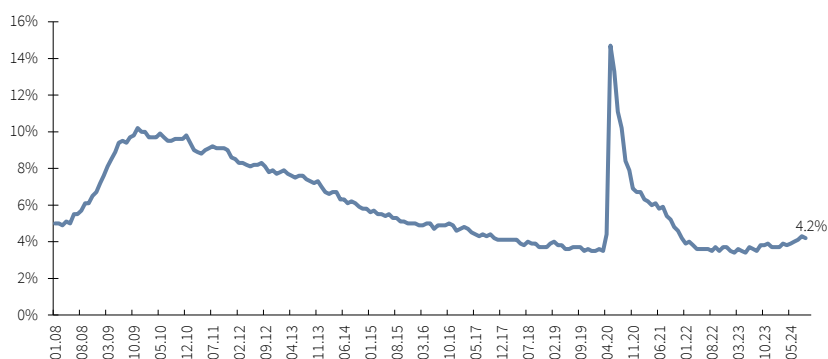
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 33. Tăng trưởng tiền lương và tỷ lệ công việc mở mới tại Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 34. Tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Động thái hạ lãi suất của FED có tác động tích cực lên TTCK Việt Nam

TTCK Việt Nam sẽ hưởng lợi tích cực khi FED hạ lãi suất nhờ **(1)** Tâm lý nhà đầu tư được cải thiện. Trong bối cảnh FED hạ lãi suất và kinh tế Mỹ không lâm vào suy thoái, các chỉ số chứng khoán chính ở nước này đã vượt đỉnh. Những tác động tích cực từ Mỹ có thể lan tỏa đến tâm lý nhà đầu tư tại Việt Nam. **(2)** Dòng vốn ngoại sẽ quay trở lại. Sau hành động của FED, các NHTW trên thế giới có thể bắt đầu có xu hướng hạ lãi suất rõ nét hơn. Chi phí vốn trở nên rẻ đi và sẽ có một phần dòng vốn có xu hướng chảy đến các TTCK mới nổi để được hưởng lợi từ mặt bằng lãi suất cao tương đối và nền kinh tế tăng trưởng nhanh hơn. Nhờ đó, diễn biến giao dịch của khối ngoại mua/bán trên TTCK Việt Nam có thể sẽ tích cực hơn **(3)** Hoạt động xuất khẩu của Việt Nam khởi sắc. Mỹ vốn là thị trường xuất khẩu hàng đầu của Việt Nam (Biểu đồ 39) nên việc FED hạ lãi suất được kỳ vọng sẽ kích thích nhu cầu tiêu dùng trong dài hạn, qua đó hỗ trợ xuất khẩu của Việt Nam và tác động tốt tới tăng trưởng kinh tế trong nước.

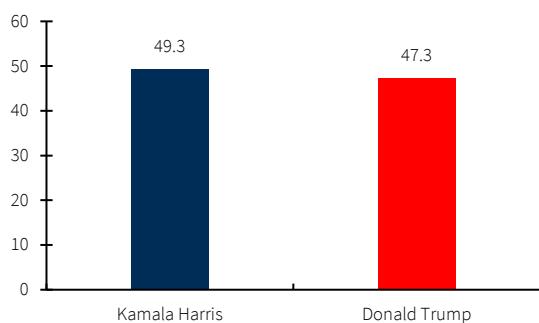
3. Bầu cử Tổng thống tại Mỹ

Tình hình bầu cử tại Mỹ có nhiều biến chuyển so thời điểm trong báo cáo trước

Bầu cử Tổng thống Mỹ đã có nhiều chuyển biến so với nhận định trong báo cáo trước đó. Cụ thể, ông Joe Biden – người được cho là sẽ đại diện Đảng Dân chủ đã từ bỏ ý định tái tranh cử và ứng cử viên thay thế là bà Kamala Harris. Điềm qua về quan điểm chính sách của đại diện mới của Đảng Dân Chủ, chiến dịch của bà Harris tập trung vào việc tiếp tục triển khai những chính sách được Tổng thống Biden giới thiệu, với tầm nhìn cho nước Mỹ gần như không khác gì bức tranh Biden đã vẽ lên trong cuộc tranh cử năm 2020. Do vậy, những kỳ vọng của chúng tôi về kịch bản khi ông Joe Biden đắc cử sẽ chuyển sang bà Harris nhưng nhìn chung không có quá nhiều thay đổi.

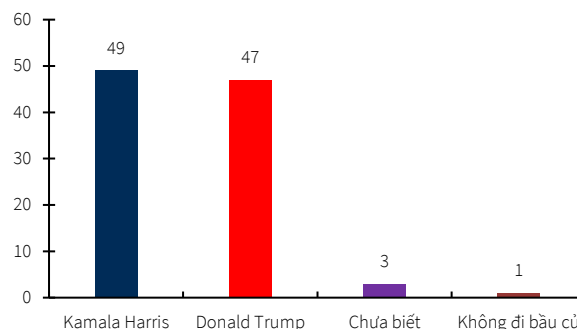
Sau khi bà Harris trở thành ứng cử viên Tổng thống, tỷ lệ ủng hộ của ông Trump đã giảm xuống so với khi tranh cử với ông Biden, khiến cuộc đua vào nhà trắng càng thêm cạnh tranh. Theo khảo sát của RCP, tỷ lệ ủng hộ giữa 2 ứng cử viên hiện tại đang bám tương đối sát nhau (Biểu đồ 35). Yếu tố quyết định sẽ nằm ở những tiểu bang trung lập (swing states) và không thuộc kiểm soát rõ ràng của Đảng nào như Arizona, Georgia, Michigan, Pennsylvania, Wisconsin,... (Biểu đồ 36). Nhìn chung, bối cảnh cuộc đua vào nhà trắng vẫn còn ở thế giằng co và còn tận 2 tháng cho đến thời điểm bầu cử nên còn rất nhiều biến số có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ ủng hộ của cả 2 bên.

Biểu đồ 35. Khảo sát tỷ lệ ủng hộ giữa ông Trump và bà Harris của Real Clear Polling



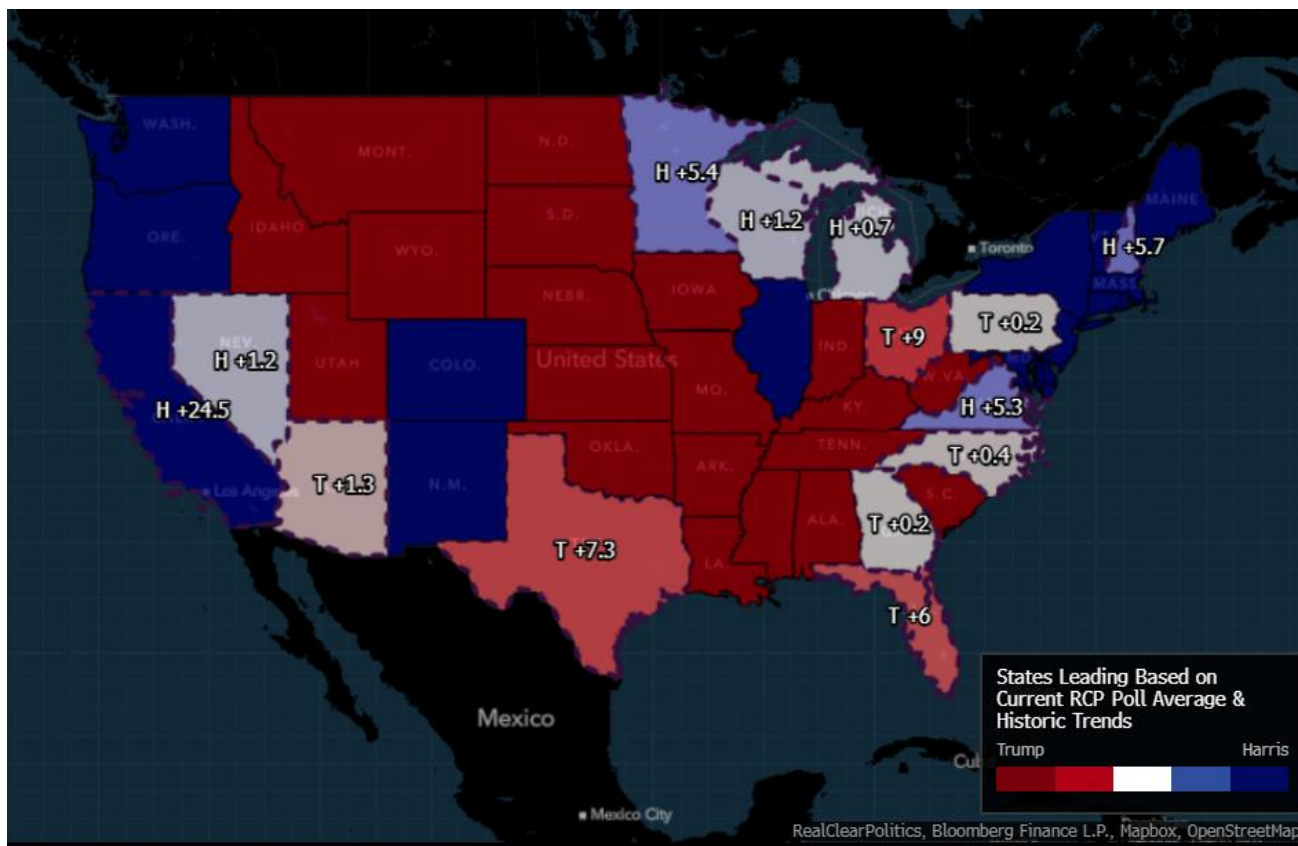
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 36. Khảo sát tỷ lệ ủng hộ ở các bang trung lập (swing states)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 37. Tỷ lệ ủng hộ trung bình của các bang tại Mỹ theo khảo sát của RCP



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chúng tôi duy trì quan điểm với 2 kịch bản đã nêu dựa vào chính sách của từng ứng cử viên Tổng thống

Đứng trên phương diện phân tích tác động đến thị trường chứng khoán, chúng tôi chủ yếu quan tâm đến sự khác biệt giữa chính sách thương mại của 2 ứng cử viên Tổng thống (Bảng 38).

Chúng tôi duy trì quan điểm cho rằng TTCK Mỹ hoàn toàn có thể biến động mạnh do chịu ảnh hưởng bởi kỳ bầu cử, và điều này phụ thuộc vào việc ai sẽ là ứng viên trúng cử Tổng thống tiếp theo:

- Kịch bản bà Kamala Harris đắc cử Tổng thống được đánh giá là kịch bản tích cực đối với TTCK, khi các lập trường chính sách sẽ không có nhiều sự thay đổi với người tiền nhiệm, đi kèm với đó là sự ổn định về mặt chính trị và tranh chấp thương mại giữa các quốc gia sẽ ít có khả năng bùng phát. Bên cạnh đó, bà Harris cũng tỏ ra thận trọng hơn về thâm hụt ngân sách. Quan chức trong chiến dịch tranh cử của bà cho biết các nguồn thu sẽ tương tự kế hoạch ngân sách 2025 của Tổng thống Joe Biden. Điều này có thể giúp lạm phát dễ kiểm soát và FED tự tin hơn trong các quyết định về lãi suất của mình.
- Ngược lại, kịch bản ông Trump quay trở lại làm Tổng thống là kịch bản có thể khiến TTCK Mỹ lao dốc do: (1) ông Trump đã tuyên bố sẽ gia tăng thuế quan với mức thuế 10% với tất cả hàng nhập khẩu và mức thuế 60% với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc nếu ông thắng cử nhiệm kỳ hai. Chiến tranh thương mại vốn làm TTCK toàn cầu lao đao giai đoạn 2018-2019 hoàn toàn có thể quay trở lại; (2) nhiều khả năng thâm hụt ngân sách của Mỹ sẽ càng thêm trầm trọng nếu ông Trump

trúng cử, chi tiêu công được đẩy mạnh, việc kiểm soát lạm phát sẽ thêm phần khó khăn và ảnh hưởng đến việc FED hạ lãi suất theo lộ trình như thị trường kỳ vọng; **(3)** Chính trị Mỹ sẽ có nhiều biến động, các chính sách mới khó dự đoán hơn và điều này sẽ khiến khẩu vị chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư xuống mức thấp.

Đối với TTCK Việt Nam, bên cạnh mối tương quan cao với TTCK Mỹ và thường có xu hướng điều chỉnh khi S&P500 giảm (Biểu đồ 40), việc ông Trump trúng cử có thể gây ra rủi ro tăng trưởng kinh tế khi hoạt động thương mại giữa 2 nước rơi vào tầm ngắm (Mỹ thường xuyên thâm hụt thương mại với Việt Nam ở mức kỷ lục xếp thứ 3 – Biểu đồ 39). Việt Nam đã gia tăng thặng dư thương mại tương đối đáng kể với Mỹ kể từ năm 2020-2021. Rủi ro bị đánh giá là quốc gia thao túng tiền tệ, cùng những hàng rào thuế quan có thể bị dựng lên sẽ khiến hàng hoá Việt Nam khó khăn hơn để vào Mỹ.

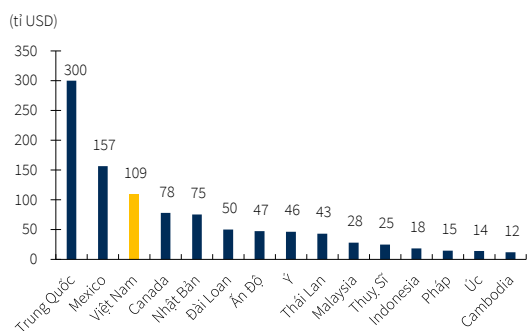
Ngoài ra, sự không chắc chắn về chính sách tài khoá sau cuộc bầu cử tổng thống Mỹ vào tháng 11/2024 khiến các doanh nghiệp Mỹ thận trọng hơn trong việc đặt đơn hàng mới, dẫn đến việc giảm nhu cầu nhập khẩu và làm chậm lại tốc độ tăng trưởng của nhóm các doanh nghiệp Việt Nam xuất khẩu vào Mỹ.

Bảng 38. Chính sách thương mại được đề xuất bởi 2 ứng cử viên Tổng thống Mỹ

	Trump (Đảng Cộng hòa)	Harris (Đảng Dân chủ)
Mục tiêu	Giảm mức thâm hụt thương mại của Mỹ, thúc đẩy doanh nghiệp trong nước	Gia tăng sự cạnh tranh với Trung Quốc
Chính sách liên quan đến thương mại	<ul style="list-style-type: none"> - Tăng thuế hàng hóa nhập khẩu: 10% hàng hóa nhập khẩu từ các quốc gia khác 60% hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc - Tiếp tục mở rộng lĩnh vực AI trong nước và tăng thêm các hạn chế với các quốc gia khác trong lĩnh vực này 	<ul style="list-style-type: none"> - Việc gia tăng mức thuế quan không được đề cập - Điều chỉnh thuế quan phù hợp với mục tiêu về an ninh quốc gia và phát triển công nghiệp. Nhiều khả năng dựa trên các chính sách của chính quyền Biden - Tiếp tục mở rộng lĩnh vực AI trong nước và tăng thêm các hạn chế với các quốc gia khác trong lĩnh vực này
Hợp đồng thương mại đối với các quốc gia khác	Các hợp đồng thương mại sẽ được tái sửa đổi vào năm 2026. Ưu tiên hạn chế hàng hóa từ Trung Quốc đi qua các quốc gia được hưởng lợi từ hợp đồng thương mại như Mexico, Việt Nam.	Kỳ xem xét lại các hợp đồng thương mại sẽ ít có những thay đổi lớn.
Kết luận	Cả hai ứng cử viên Tổng thống Mỹ là Trumps và Harris đều đưa ra những quan điểm ủng hộ cho sự phát triển của ngành công nghiệp trong nước. Tuy nhiên, với Đảng Dân Chủ, Chính sách thương mại được bà Harris đề cập mang tính chất ôn hòa và tích cực hơn đối với các quốc gia xuất khẩu vào Mỹ (trong đó có Việt Nam.)	

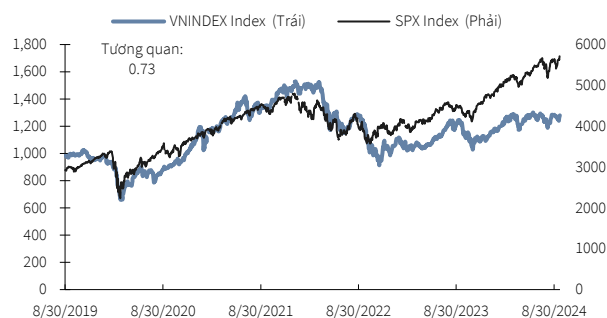
Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 39. Top 15 quốc gia có thặng dư thương mại lớn nhất đối với Mỹ năm 2023



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 40. Tương quan giữa VNINDEX và chỉ số S&P500



Nguồn: Bloomberg, KBSV

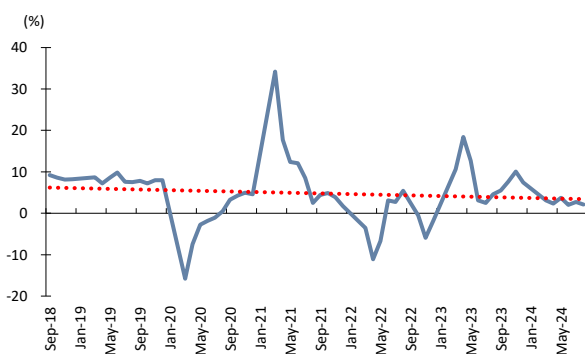
4. Kinh tế Trung Quốc

Sự suy yếu của nền kinh tế Trung Quốc đã được xác nhận với nhiều chỉ báo vĩ mô gây thất vọng

Đồng loạt bị các tổ chức tài chính lớn hạ dự báo tăng trưởng kinh tế, đà sụt giảm ở thị trường bất động sản vẫn đang diễn ra, và rủi ro giảm phát trở nên hiện hữu là 3 yếu tố cho thấy sự sụt giảm tăng trưởng của kinh tế Trung Quốc ngày càng trở nên rõ ràng hơn, cụ thể:

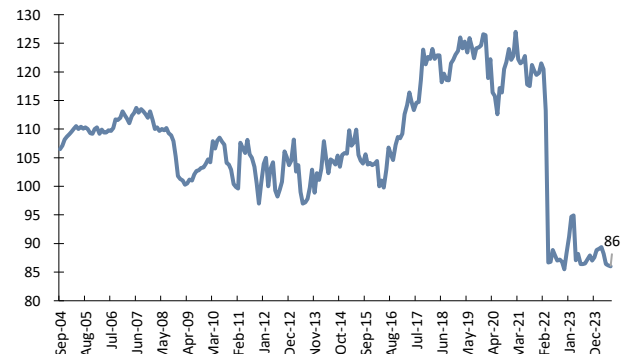
- 1) **Các tổ chức tài chính như Ngân hàng Hoa Kỳ (Bank of America), Citigroup, Goldman Sachs đồng loạt hạ thấp triển vọng tăng trưởng GDP cho cả năm 2024 của quốc gia này, xuống mức thấp nhất là 4.7%, dưới mục tiêu 5% của Chính Phủ. Cơ sở của những lo ngại trên từ 3 nguyên nhân chính:**
 - *Nhu cầu tiêu dùng nội địa yếu đi.* Doanh số bán lẻ tháng 8 chỉ tăng 2.1% so với cùng kỳ, giảm so với mức kỳ vọng của thị trường là 2.5% và cách xa so với mức 2.7% của tháng 7, mặc dù hiện tại đang trong giai đoạn cao điểm du lịch mùa hè. Niềm tin người tiêu dùng cũng đang ở mức thấp nhất trong lịch sử, phản ánh sự kém lạc quan trong việc chi tiêu

Biểu đồ 41. Thay đổi doanh số bán lẻ (%YoY)



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 42. Niềm tin người tiêu dùng Trung Quốc

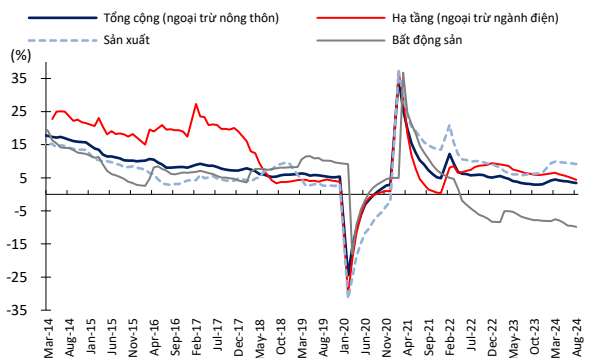


Nguồn: Bloomberg

- *Hoạt động đầu tư chậm lại.* Tỷ lệ đầu tư tài sản cố định (%YoY) trong 8 tháng 2024 giảm xuống còn 3.4%, từ mức 3.6% trong 7 tháng 2024 và dưới mức kỳ vọng của thị trường là 3.5%. Mặc dù Chính Phủ đã tích cực phát hành trái phiếu trong tháng 8, đầu tư cho lĩnh vực được coi là chủ chốt như là hạ tầng, sản xuất, bất động sản để thúc đẩy tăng trưởng GDP, tiếp tục trong xu hướng giảm kể từ khi bắt đầu mở cửa nền kinh tế trở lại.
- *Triển vọng từ xuất khẩu đang bị đe dọa.* Mặc dù số liệu tháng 8 tăng trưởng so với cùng kỳ đạt 8.7% - mức cao nhất kể từ tháng 9/2022, lĩnh vực này đang đặt ra những lo ngại về tính đóng góp bền vững cho GDP khi tăng trưởng xuất khẩu nhờ sản lượng được đẩy mạnh, thay vì giá trị trên hàng hóa được cải thiện. Tình trạng dư thừa công suất trong nước khiến cho các nhà sản xuất phải đẩy hàng tồn với giá rẻ ồ ạt ra khắp thế giới. Điều này làm cho nhiều

quốc gia cảm thấy lo ngại và xem xét áp dụng các biện pháp phòng vệ thương mại cho các mặt hàng đến từ Trung Quốc.

Biểu đồ 43. Thay đổi đầu tư tài sản cố định ở các lĩnh vực



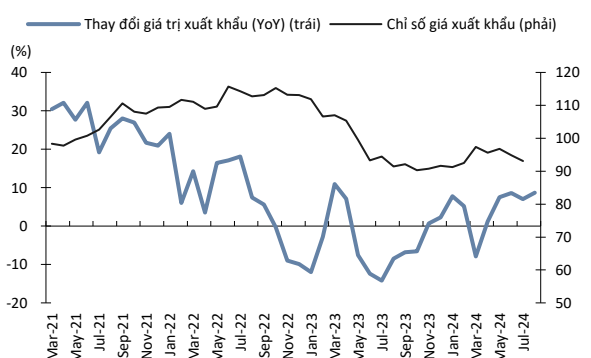
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 44. Chỉ số hoạt động kinh tế của Trung Quốc



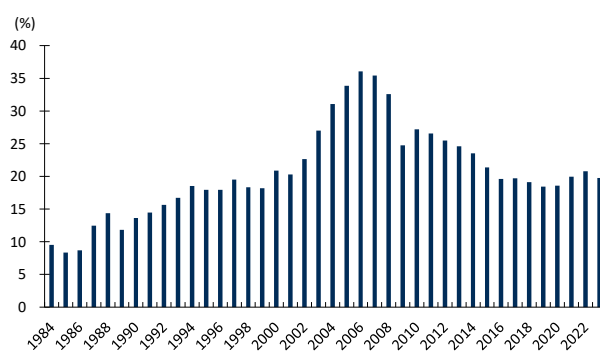
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 45. Tăng trưởng và chỉ số giá xuất khẩu



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 46. Tỷ trọng xuất khẩu/GDP của Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg

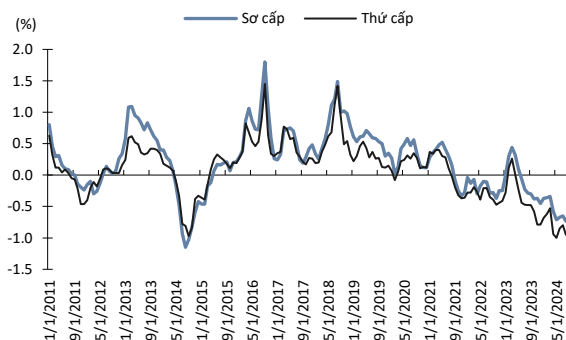
- 2) Chưa thể gỡ rối cho thị trường Bất động sản. Theo dữ liệu tháng 8 mới được công bố, giá nhà bán mới và thứ cấp giảm lần lượt là 5.5% và 8.6% so với cùng kỳ, mức giảm sâu nhất kể từ 2015. Đà sụt giảm có thể tiêu cực hơn khi số liệu giá nhà so với tháng liền kề (MoM) đều đang cho thấy sự lao dốc. Mặc dù Chính phủ Trung Quốc đã tung ra các gói hỗ trợ từ việc hạ lãi suất điều hành, cũng như là cung cấp vốn cho các thành phố để mua lại bất động sản tồn kho, việc giải ngân vốn và sức ảnh hưởng vẫn còn đang rất ỉ ạch. Vấn đề dư cung nhưng thiếu cầu tại các thị trường cấp 3, tuy nhiên ngược lại ở các thị trường cấp 1, lại càng khiến cho chính sách mua lại bất động sản của các địa phương càng khó khăn hơn.

Biểu đồ 47. Thay đổi doanh số bán nhà (YoY)



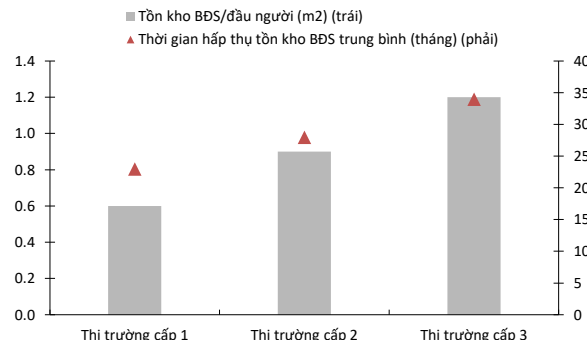
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 48. Thay đổi giá nhà trung bình ở 70 thành phố lớn (MoM)



Nguồn: Bloomberg

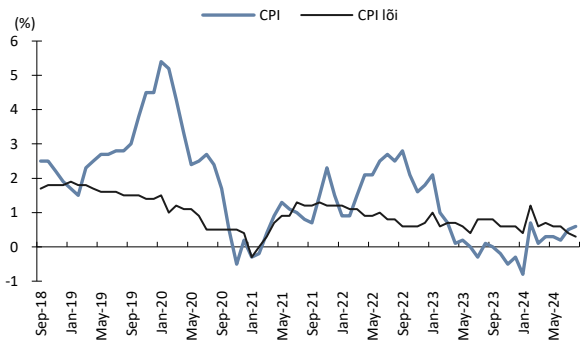
Biểu đồ 49. Cung nhà vẫn vượt quá nhu cầu tại các thị trường cấp 3, trái ngược so với thị trường cấp 1



Nguồn: Bloomberg

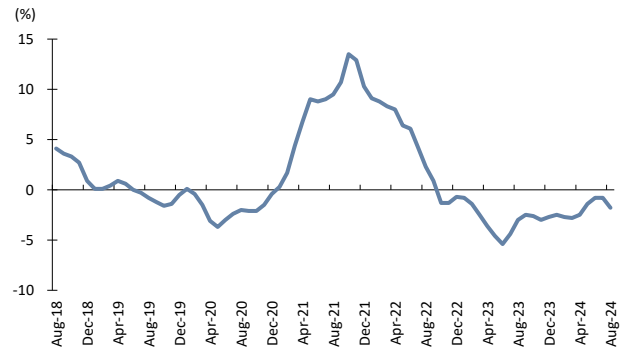
- 3) **Áp lực giảm phát đang dần hình thành.** Theo báo cáo từ NBS, chỉ số giá tiêu dùng CPI tháng 8 của Trung Quốc chỉ tăng 0.6% so với cùng kỳ 2023, đánh dấu tháng thứ 3 tăng yếu hơn dự báo, trong khi giá tiêu dùng gần như không tăng ở các hầu hết các nhóm hàng hóa dịch vụ khác. Chỉ số giá nhà sản xuất (PPI) cũng đã liên tục giảm từ cuối năm 2022, với mức giảm 1.8% YoY trong tháng 8 – mạnh nhất trong 4 tháng trở lại đây. Lo ngại về một vòng xoáy giảm phát là hoàn toàn có cơ sở khi người tiêu dùng trong nước đang ngày càng hạn chế chi tiêu cho những mặt hàng không thiết yếu. Trong khi đó, giá bất động sản vẫn tiếp tục trên đà sụt giảm và tình trạng dư thừa sản xuất tại Trung Quốc nhiều khả năng sẽ tạo áp lực lên giá hàng hóa và nhu cầu tiêu thụ nội địa.

Biểu đồ 50. CPI



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 51. PPI

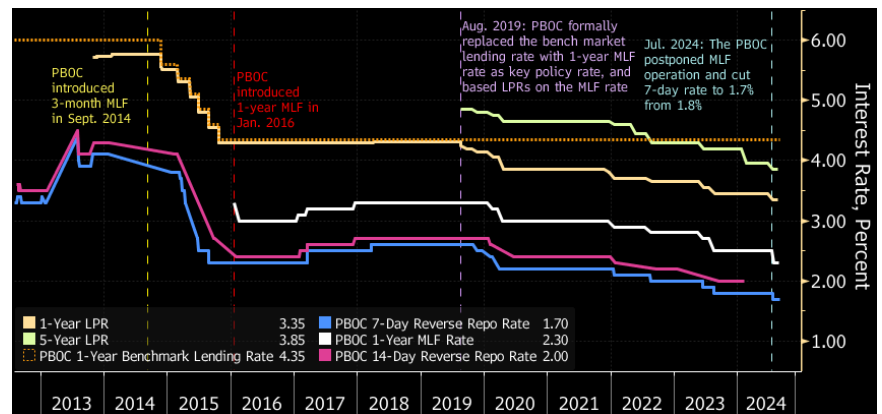


Nguồn: Bloomberg

Những động thái của Chính phủ Trung Quốc dần cho thấy sự quyết liệt hơn

Chính phủ Trung Quốc đã nhanh chóng đưa ra hàng loạt chính sách kích thích, trải rộng từ cắt giảm lãi suất, hỗ trợ thị trường vốn, bất động sản đến thị trường chứng khoán, khi số liệu vĩ mô đang cho những tín hiệu xấu đi. Những động thái thay đổi đồng loạt như vậy của Chính phủ cũng như Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBOC) được coi là chưa từng có. Chỉ một vài lần trong quá khứ PBOC cắt giảm lãi suất điều hành và tỷ lệ dự trữ bắt buộc (RRR) trong cùng 1 tháng, và thời điểm 2008 là một ví dụ. Điều này cho thấy sự cấp bách trong việc ngăn chặn rủi ro giảm phát, cũng như là đưa tăng trưởng đạt mục tiêu 5%.

Biểu đồ 52. Lãi suất điều hành của PBOC



Nguồn: Bloomberg

Bảng 53. Các chính sách hỗ trợ gần đây của Chính phủ Trung Quốc

Mục đích	Chính sách
Cắt giảm lãi suất chính sách	PBOC cắt giảm 20bps lãi suất repo đảo ngược xuống còn 1.5% Lãi suất cho vay trung hạn (MLF) được cắt giảm 30bps Gợi ý về đợt cắt giảm thêm từ 20-25bps cho lãi suất cho vay cơ bản 1 năm (LPR) và lãi suất tiền gửi
Bơm thanh khoản cho hệ thống ngân hàng	Cắt giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc (RRR) 50bps và gợi ý cắt thêm từ 25-50bps cho đến hết năm
Hỗ trợ thị trường Bất động sản	Một số thành phố lớn đã nới lỏng hoặc bãi bỏ các điều kiện tiêu chuẩn để mua nhà, liên quan đến hộ khẩu và tình trạng hôn nhân Cắt giảm tỷ lệ trả trước cho người mua nhà thứ 2 từ 25% xuống 15% trên toàn quốc. Chính quyền Bắc Kinh còn giảm tỷ lệ này cho căn nhà mua đầu tiên, từ 20% xuống 15%. Dự kiến cắt giảm 50bps cho các khoản vay thế chấp vào tháng 10 PBOC cho phép các NHTM sử dụng tới 100%, nâng lên từ 60% trong gói 300 tỷ NDT tái cấp vốn cho các tổ chức thuộc nhà nước mua lại BĐS tồn kho và chuyển thành nhà ở xã hội
Hỗ trợ thị trường chứng khoán	Cam kết cải thiện quy trình giao dịch và hỗ trợ các nhà đầu tư, quỹ đầu tư ngoại gia nhập thị trường Hỗ trợ cho các quỹ đầu tư vốn nhà nước mở rộng danh mục đầu tư Gói hỗ trợ vốn với 500 tỷ NDT cho các quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm và chứng khoán để mua cổ phiếu. Gói vay lãi suất thấp với 300 tỷ NDT cho các doanh nghiệp mua lại cổ phiếu quỹ
Chính sách khác	Bộ Tài chính dự định huy động 1,000 tỷ NDT để thúc đẩy tiêu dùng, bao gồm trợ cấp 800 NDT/trẻ cho gia đình có từ 2 trẻ em trở lên

Nguồn: KBSV tổng hợp

Tuy nhiên, tiến độ thực hiện các biện pháp hỗ trợ và tác động trên thực tế sẽ cần phải quan sát thêm

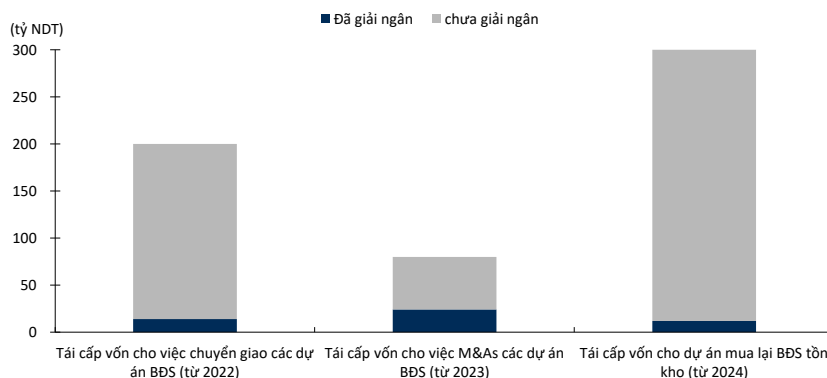
Các chính sách mặc dù hướng tới sự nới lỏng áp lực trên nhiều khía cạnh của nền kinh tế, chúng tôi cho rằng các rủi ro gây ra tình trạng trì trệ hiện nay của Trung Quốc mang tính cấu trúc nhiều hơn, và các gói kích thích của Chính phủ đang chỉ mang đến những hiệu ứng tâm lý tích cực của thị trường trong ngắn hạn. Trong khi đó, các biện pháp vẫn đang đặt ra những câu hỏi về sự ảnh hưởng rõ ràng:

- **Cắt giảm lãi suất điều hành khả năng chứa thể thay đổi được tình hình.** Việc cắt giảm 0.5 điểm % đối với lãi suất thế chấp hiện tại có thể giúp khoảng 50 triệu hộ dân giảm tổng số tiền lãi phải trả hàng năm khoảng 150 tỷ NDT, tương ứng tăng sức mua khoảng 0.1% GDP. Tuy nhiên, nhu cầu tiêu dùng, vay vốn thực tế đang đặt ra thách thức đáng kể cho sự hiệu quả của chính sách, khi tình trạng già hóa dân số ngày càng gia tăng, tỷ lệ thất nghiệp cao dần ở các thành phố lớn, tăng trưởng tiền lương giảm và thị trường bất động sản kém khả quan, đều dẫn đến việc hạn chế chi tiêu của người dân.
- **Chi tiêu công đang chậm hơn so với lộ trình.** Trái ngược với chính sách tiền tệ mạnh tay, đầu tư công đang chậm lại so với kế hoạch ngân sách, chủ yếu là do việc thực hiện ở các chính quyền địa phương. Các gói hỗ trợ cấp vốn cho các thành phố mua lại bất động sản tồn kho để chuyển đổi thành nhà ở xã hội, cũng đang gặp vấn đề về việc giải ngân. KBSV cho rằng điều này đến từ việc mất cân đối giữa rủi ro và lợi suất sau khi chuyển đổi loại hình tài sản này, cộng thêm tình trạng nợ của chính quyền địa phương ở

mức cao khiến cho việc mua lại bất động sản tồn kho, đặc biệt ở các thị trường cấp 3 bị trì hoãn.

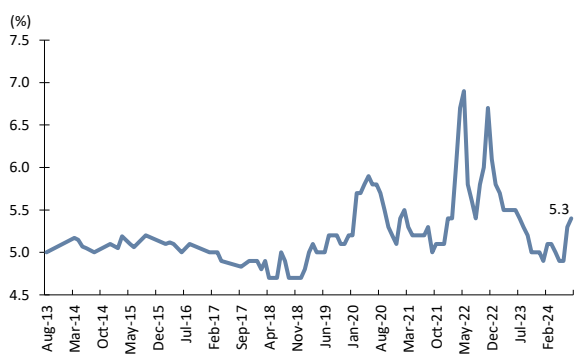
Biểu đồ 54. Chỉ 8% nguồn vốn được giải ngân trong gói mua lại nhà của Chính phủ

V#KBMMainBodyChartSidebar



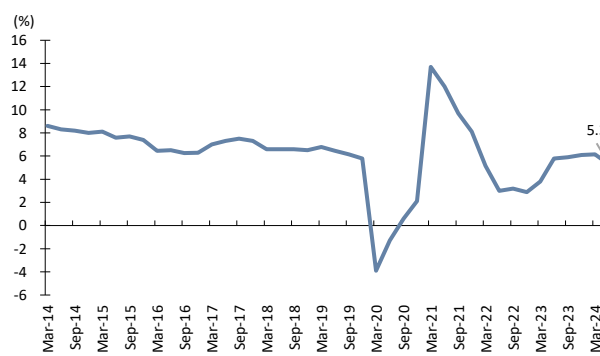
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 55. Tỷ lệ thất nghiệp ở 31 thành phố lớn



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 56. Thay đổi thu nhập sau thuế của hộ gia đình (%YoY)



Nguồn: Bloomberg

Kinh tế Trung Quốc suy yếu là rủi ro vĩ mô đáng chú ý

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng các gói kích thích kinh tế của Chính phủ Trung Quốc sẽ có các tác động tích cực trong ngắn hạn, phần nào cải thiện tâm lý người tiêu dùng và hỗ trợ thị trường bất động sản. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng sự suy giảm tăng trưởng kinh tế Trung Quốc trong trung hạn là không thể đảo chiều do các vấn đề của nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới mang tính chất cấu trúc. Theo đó, đây vẫn là yếu tố rủi ro đáng chú ý đối với TTCK Việt Nam do mức độ liên kết cao giữa 2 nền kinh tế. Các ngành chịu tác động rủi ro chính bao gồm:

- **Ngành hàng không, dịch vụ:** khách Trung Quốc luôn chiếm tỷ trọng lớn và chi tiêu mạnh tay nhất trong lượng khách du lịch tới Việt Nam. Sự sụt giảm về tăng trưởng ảnh hưởng đến thu nhập của người dân, khiến cho người dân Trung Quốc hạn chế chi tiêu ngoài các mặt hàng thiết yếu, tác động tới lượng khách tới Việt Nam giảm mạnh.
- **Hàng hoá xuất khẩu:** Với việc Trung Quốc là quốc gia tiêu thụ hàng hoá Việt Nam xếp thứ 2 toàn cầu (chỉ sau Mỹ), việc kinh tế Trung Quốc suy yếu sẽ làm sụt giảm với nhu cầu các loại hàng hoá của Việt Nam như nông sản, thủy sản, cao su, gỗ...

- **Nguyên vật liệu xây dựng:** sự dư thừa công suất và tồn kho ở mức cao do thị trường bất động sản đóng băng sẽ làm nguyên vật liệu xây dựng Trung Quốc tràn lan trên thị trường với giá rẻ, cộng hưởng với việc các nền kinh tế lớn như Mỹ và Châu Âu đang có xu hướng áp thuế nhập khẩu, áp lực cạnh tranh với các doanh nghiệp vật liệu xây dựng trong nước là rất lớn.

IV. Chủ đề đầu tư

Chủ đề đầu tư	Nhóm ngành hưởng lợi	Cổ phiếu tiêu biểu
Kinh tế phục hồi	Ngân hàng, Bất động sản, Hàng tiêu dùng	VCB, ACB, TCB, MBB, KDH, NLG, MWG, DGW
Áp dụng Pre-funding	Chứng khoán	SSI, HCM, VCI
Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)	BDS khu công nghiệp	GVR, BCM, SIP, KBC, SZC
Lanina	Thủy điện, nông sản	REE, HDG, VSH
Đầu tư công	Xây lắp hạ tầng, Vật liệu xây dựng	PC1, HHV, VCG, LCG, HPG, VLB, HT1

Chúng tôi tiếp tục lựa chọn các chủ đề đầu tư về dòng vốn FDI và đầu tư công như đã đề cập trong các báo cáo trước, vì nhận thấy đây vẫn là những xu hướng chuyển dịch mang tính trung dài hạn và chưa có những diễn biến mới làm thay đổi quan điểm của mình. Bên cạnh đó, trong báo cáo này chúng tôi có nhận diện và cập nhật thêm một số chủ đề đầu tư là Kinh tế phục hồi, áp dụng Pre-funding và Lanina.

1. Kinh tế phục hồi

Các động lực chính duy trì sức mạnh giúp nền kinh tế tăng trưởng ổn định trong Quý 4/2024

Kinh tế Việt Nam kỳ vọng duy trì tăng trưởng tích cực trong Quý 4/2024 nhờ các điều kiện vĩ mô thuận lợi. Các động lực tăng trưởng chính sẽ đến từ: i) hoạt động xuất khẩu tiếp tục xu hướng khởi sắc (dù có thể chậm lại so với mùa cao điểm cuối quý 2- nửa đầu quý 3); ii) dòng vốn giải ngân FDI tích cực; iii) chính sách tiền tệ nới lỏng lãi suất thấp được duy trì khi áp lực lạm phát, tỷ giá vẫn đang được kiểm soát; iv) đẩy nhanh giải ngân vốn đầu tư công giai đoạn cuối năm; v) tiêu dùng cải thiện nhờ các chính sách kích cầu của Chính phủ.

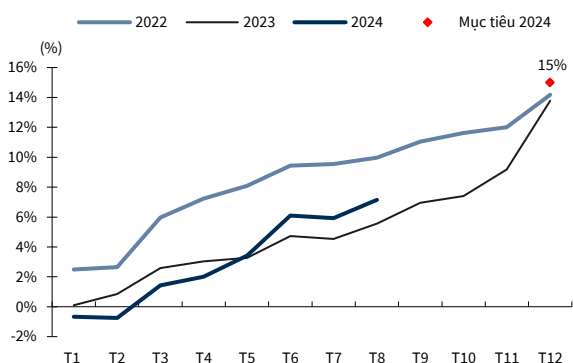
Theo đó, chúng tôi cho rằng các nhóm cổ phiếu mang tính chu kỳ cao, hưởng lợi chung từ sự tăng trưởng kinh tế, và các nhóm ngành hưởng lợi trực tiếp từ các động lực tăng trưởng trên sẽ có cơ hội cải thiện hoạt động kinh doanh, từ đó hỗ trợ xu hướng tăng của mặt bằng giá cổ phiếu trong quý 4, bao gồm:

- **Nhóm ngành ngân hàng:** tăng trưởng tín dụng quý 4 kỳ vọng tăng tốc để đạt mục tiêu cả năm 15%. Trong bối cảnh áp lực tỷ giá đã giảm, mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp, cùng kỳ vọng nhu cầu tín dụng hồi phục giai đoạn cuối năm, chúng tôi cho rằng mục tiêu trên là hoàn toàn khả thi. Thêm vào đó, các hoạt động kinh tế hồi phục, đặc biệt ở lĩnh vực bất động sản và tiêu dùng cũng sẽ giúp các ngân hàng cải

thiện chất lượng tài sản, giảm rủi ro nợ xấu.

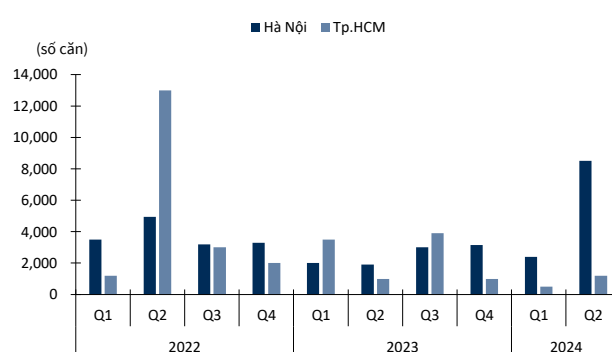
- **Nhóm ngành bất động sản:** bên cạnh việc hưởng lợi từ môi trường lãi suất thấp, kinh tế tăng trưởng cao, ngành bất động sản còn được hỗ trợ bởi việc ban hành luật đất đai sửa đổi, luật nhà ở và kinh doanh bất động sản có hiệu lực từ 1/8/2024 (thay vì 1/1/2025). Kết hợp với việc các rào cản pháp lý của các dự án cũng đang tích cực được khai thông, trong khi nhu cầu của người dân vẫn ở mức cao, chúng tôi kỳ vọng ngành bất động sản sẽ từng bước vượt qua khó khăn và dần ghi nhận những con số báo cáo tích cực trong các mùa báo cáo KQKD tiếp theo.
- **Nhóm ngành hàng tiêu dùng:** tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hoá 9 tháng đầu năm ở mức trung bình thấp so với lịch sử (dưới 10% yoy), phản ánh sức cầu tiêu dùng trong nước chưa thực sự phục hồi như kỳ vọng. Mặc dù vậy, với việc kinh tế đang quay trở lại xu hướng tăng trưởng, thu nhập người dân được cải thiện, cùng các chính sách kích cầu của Chính phủ như tăng lương cơ sở, giảm thuế VAT... chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng sẽ khởi sắc hơn trong quý 4 so với 3 quý đầu năm.
- **Nhóm bất động sản khu công nghiệp:** Tiếp nối đà tăng trưởng ấn tượng trong năm 2023, dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam trong 8 tháng đầu năm 2024 vẫn duy trì được sự ổn định và tích cực. Trong 8T2024, vốn FDI đăng ký vào Việt Nam có 2.247 dự án được cấp phép với số vốn đăng ký mới đạt gần 12 tỷ USD (+27% YoY), vốn giải ngân đạt 14,15 tỷ USD (+8,0% YoY). Xu hướng này kỳ vọng sẽ tiếp diễn trong quý 4 và cả các quý tiếp theo khi mà lợi thế thu hút vốn FDI của Việt Nam vẫn đang được duy trì như: vị trí địa lý thuận lợi, ký kết hàng loạt các hiệp định thương mại tự do FTA, chi phí nhân công rẻ, và hệ thống giao thông, logistic đang từng bước được cải thiện.

Biểu đồ 57. Tăng trưởng tín dụng



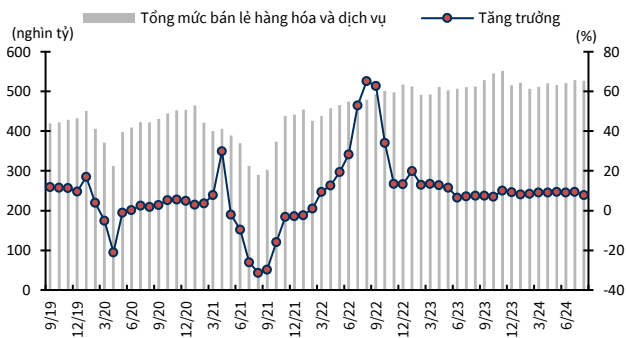
Nguồn: FiinPro, KBSV

Biểu đồ 58. Nguồn cung mới của thị trường BĐS thương mại



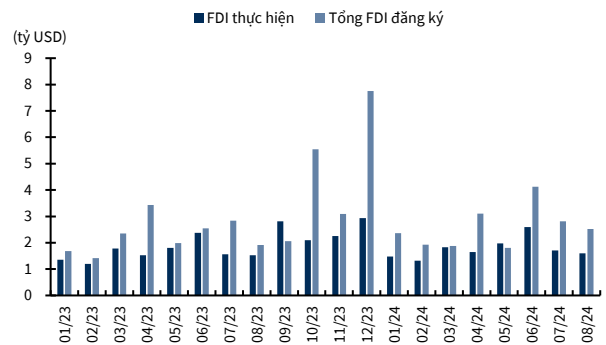
Nguồn: CRBE, KBSV

Biểu đồ 59. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 60. Vốn FDI thực hiện và FDI đăng ký



Nguồn: GSO, KBSV

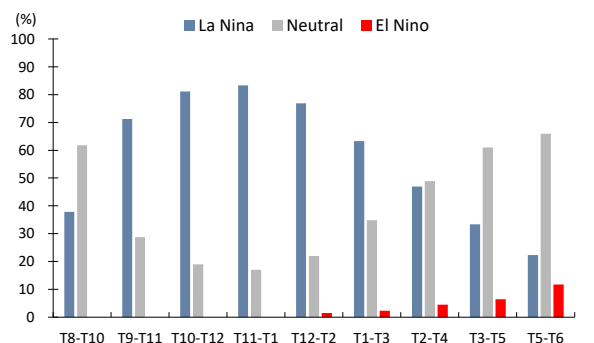
2. Lanina

Hiện tượng La Nina nhiều khả năng sẽ mạnh hơn từ nay đến đầu năm 2025

Trong báo cáo gần nhất của Cơ quan quản lý khí quyển và đại dương quốc gia (NOAA), có khoảng 71% xác suất hiện tượng La Nina sẽ mạnh lên trong giai đoạn từ tháng 9 tới tháng 11/2024 và sẽ dần chuyển sang giai đoạn trung tính vào thời điểm giữa năm 2025. Trong thời gian này, hiện tượng La Nina được dự báo gia tăng lượng mưa và tần suất các cơn bão nhiệt đới ở khu vực Đông Nam Á, đặc biệt là các nước Phillipines, Indonesia, Việt Nam, Malaysia, Thái Lan. Với hiện tượng thời tiết có phần cực đoan như vậy, sẽ có cả mặt tích cực và tiêu cực:

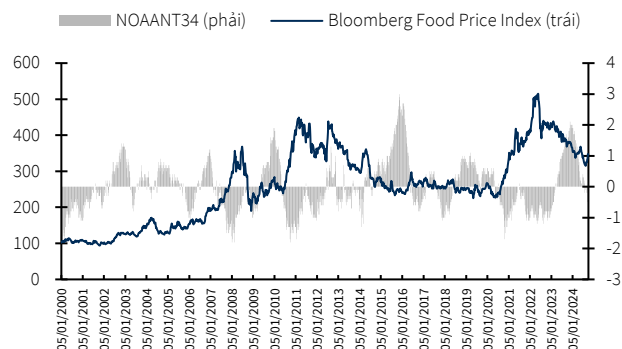
- Về mặt tích cực, nhóm ngành **Thủy điện** được kỳ vọng sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ hiện tượng La Nina khi lượng mưa tăng cao và lượng nước dồn về các hồ thủy điện nhiều hơn. Bên cạnh đó, ảnh hưởng từ việc thay đổi thời tiết, bao gồm khô hạn hơn ở khu vực Nam Mỹ, mưa nhiều và lũ lụt thường xuyên hơn ở Ấn Độ, Đông Nam Á sẽ khiến cho sản lượng thu hoạch mùa màng bị ảnh hưởng, dẫn đến giá một số mặt hàng nông sản có thể tăng cao như **lúa gạo, mía đường, cao su, thức ăn chăn nuôi**.
- Về mặt tiêu cực, việc tần suất mưa bão thường xuyên hơn có thể gây gián đoạn hoạt động sản xuất kinh doanh của nhiều lĩnh vực, bao gồm cả các hộ nông dân. Ngoài ra, giá thức ăn chăn nuôi tăng cao có thể gây sức ép đầu vào lên các doanh nghiệp kinh doanh heo hơi, thủy sản.

Biểu đồ 61. Dự báo ENSO



Nguồn: NOAA

Biểu đồ 62. Chênh lệch nhiệt độ mặt biển và chỉ số giá hàng hóa Bloomberg

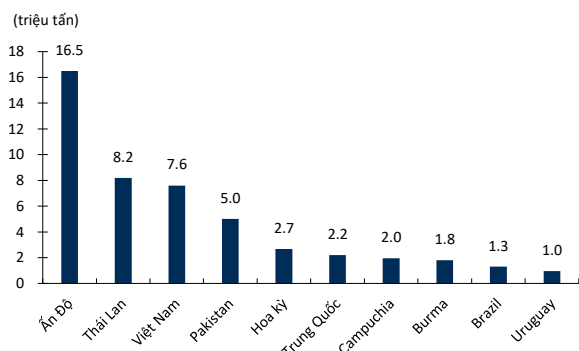


Nguồn: Bloomberg

Các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực lúa gạo, mía đường, cao su được kỳ vọng sẽ có KQKD tích cực hơn nhờ giá bán tăng và nguồn cung toàn cầu thiếu hụt

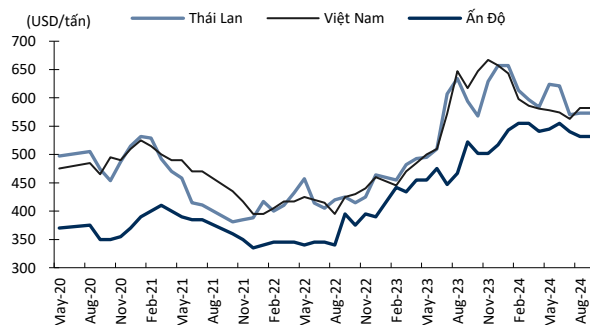
- 1) Lĩnh vực lúa gạo: Về phía nguồn cung, Ấn Độ, Thái Lan, Việt Nam đang là các nhà xuất khẩu lớn nhất trên thế giới, trong đó Ấn Độ chiếm khoảng 32% tổng sản lượng xuất khẩu toàn cầu. Trong trường hợp hiện tượng La Nina xảy ra, lượng mưa được dự báo sẽ gia tăng ở các quốc gia Đông Nam Á và Nam Á, ảnh hưởng tới vụ mùa từ nay đến giữa năm sau ở cả 3 nước xuất khẩu gạo lớn nhất. Bên cạnh đó, thời tiết cực đoan có thể tác động tiêu cực đến mùa màng ở Phillipines, Indonesia và Trung Quốc, khiến cho các quốc gia tăng cường nhập khẩu gạo dự trữ. Do vậy, giá gạo có thể chịu áp lực tăng do các yếu tố trên
- 2) Lĩnh vực mía đường: Hiện tượng La Nina đang đem lại những tác động tiêu cực tới sản lượng thu hoạch đường ở Brazil – nhà sản xuất và xuất khẩu đường lớn nhất trên thế giới với thị phần toàn cầu hơn 40%, do Brazil được dự báo sẽ bước vào một trong những giai đoạn nghỉ giữa vụ dài nhất trong nhiều thập kỷ dưới ảnh hưởng của hạn hán lịch sử và cháy rừng lan rộng. Mặc dù La Nina có thể đem lại lượng mưa tốt hơn ở các thị trường Thái Lan và Ấn độ, tần suất các cơn bão nhiệt đới thường xuyên hơn có thể đem tới rủi ro phá hủy vụ mùa tại đây. Vì vậy, theo Tổ chức Hợp tác và Phát triển kinh tế (OECD), giá đường có thể tăng từ 15-20% trong 2025.
- 3) Lĩnh vực cao su: Giá cao su tiếp tục tăng và lập đỉnh mới trên các sàn giao dịch chủ chốt. Giá HDTL cao su tháng 10 trên sàn giao dịch Osaka tiếp tục hưởng lên mức 401.8 yen/kg, tăng 53.3% so với đầu năm. Sự chuyển pha từ El Nino sang La Nina làm gián đoạn mùa vụ ở các nước sản xuất mù cao su tự nhiên hàng đầu như Thái Lan, Việt Nam, Indonesia, Ấn Độ khiến cho thị trường tiếp tục lo ngại về một đợt gián đoạn nguồn cung nữa, kéo dài cho đến ít nhất 2025.

Biểu đồ 63. Những quốc gia xuất khẩu gạo nhiều nhất 2023



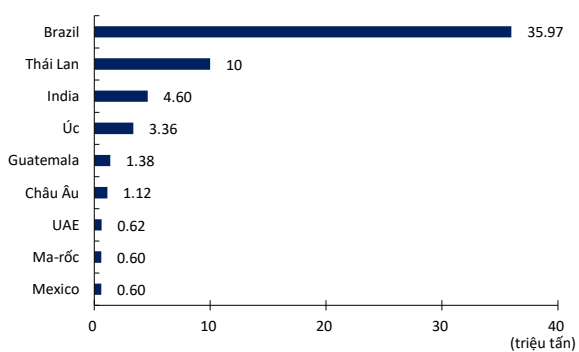
Nguồn: Statista

Biểu đồ 64. Giá gạo tám 5% xuất khẩu



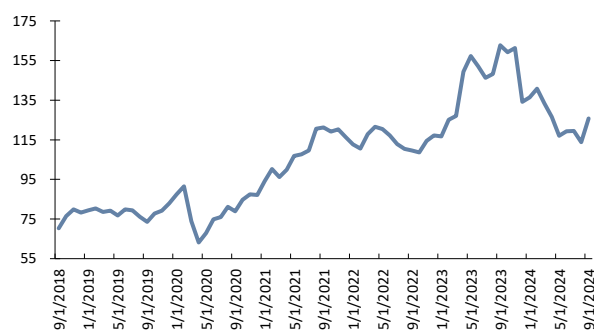
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 65. Những quốc gia xuất khẩu đường 2023



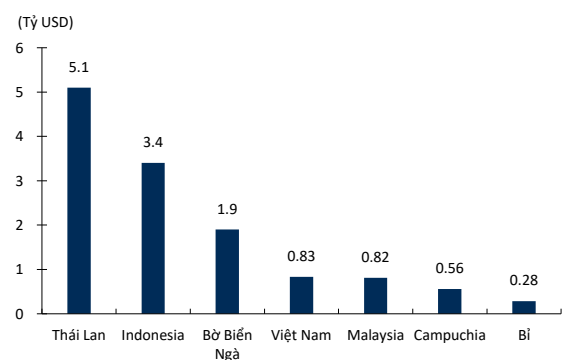
Nguồn: Statista

Biểu đồ 66. Chỉ số giá đường toàn cầu



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 67. Những quốc gia xuất khẩu cao su 2023



Nguồn: Statista

Biểu đồ 68. Giá HDTL cao su RSS3 trên sàn Singapore

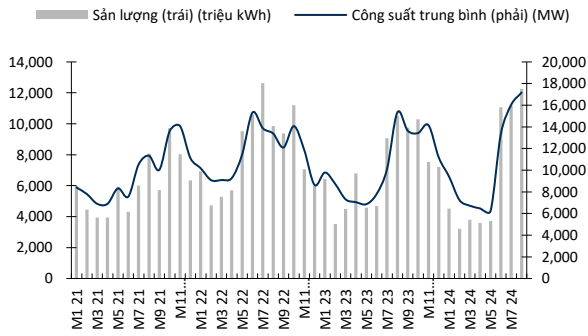


Nguồn: Bloomberg

Ngành Thủy điện được dự báo tăng trưởng lợi nhuận tích cực từ quý 3/2024

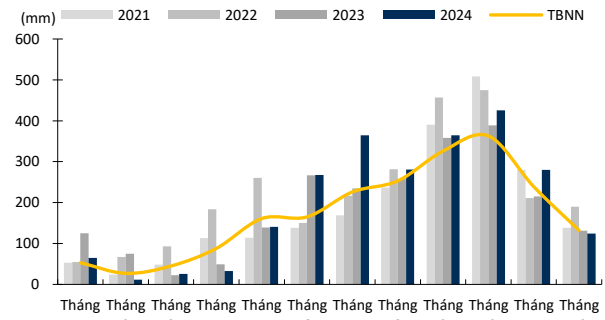
KBSV cho rằng kết quả kinh doanh của lĩnh vực thủy điện sẽ được cải thiện từ nay đến cuối năm 2024 nhờ lượng mưa dự kiến sẽ tăng cường bởi điều kiện thời tiết La Nina. Theo Viện Khoa học Khí tượng thủy văn và Biến đổi khí hậu, lượng nước về các hồ thủy điện có khả năng tập trung vào cuối năm với cường độ lớn, ở khu vực Bắc Bộ, Tây Nguyên, Nam Bộ. Trong mùa 3 tháng 9-11/2024, tổng lượng mưa dự báo xấp xỉ bằng hoặc cao hơn trung bình nhiều năm. Với lượng nước tích trữ dồi dào, các doanh nghiệp thủy điện được ưu tiên huy động nhiều hơn khi đây là nguồn phát điện với chi phí rẻ.

Biểu đồ 69. Tổng sản lượng và công suất trung bình thù điện toàn quốc đến T8/24



Nguồn: NLDC, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 70. Dự báo lượng mưa trên cả nước từ nay đến



Nguồn: IMHEN, KBSV tổng hợp

3. Bước tiến nâng hạng

Tiến độ tích cực trong việc đáp ứng các tiêu chí nâng hạng của FTSE Russell

Ngày 18/09/2024, Bộ Tài chính đã chính thức ban hành thông tư số 68/2024/TT-BTC, trong đó sửa đổi và bổ sung một số điều của thông tư 120/2020/TT-BTC về vấn đề giao dịch chứng khoán. Đây là một bước tiến đáng kể trong quá trình đáp ứng các tiêu chí nâng hạng theo FTSE Russell, khi cho phép các nhà đầu tư nước ngoài mua cổ phiếu không yêu cầu có đủ tiền đặt lệnh, và có thể thanh toán vào các ngày T+1, T+2. Đồng thời, các công ty chứng khoán sẽ phải đảm bảo nghĩa vụ tất toán giao dịch trong trường hợp nhà đầu tư nước ngoài không có đủ tiền trong thời hạn trên. Thông tư 68 còn quy định hạn mức nhận lệnh mua cổ phiếu của nhà đầu tư ngoại, bao gồm:

- Bằng các khoản có thể chuyển đổi thành tiền, nhưng không vượt quá hiệu số giữa 2 lần vốn chủ sở hữu và dư nợ ký quỹ
- Các khoản có khả năng chuyển đổi thành tiền bao gồm tiền mặt tại quỹ, tiền gửi ngân hàng, chứng chỉ tiền gửi chưa sử dụng, hạn mức thấu chi, hạn mức bảo lãnh thanh toán, tiền bán chờ về, phải thu ứng trước tiền bán và tiền của NĐT tổ chức nước ngoài

Tuy nhiên, Việt Nam chỉ có khả năng được nâng hạng sớm nhất vào kỳ tháng 3/2025

Mặc dù thông tư 68/2024/TT-BTC được ban hành vào ngày 18/09/2024, thời gian mới có hiệu lực thi hành vào ngày 02/11/2024, sau ngày công bố kết quả phân loại hàng năm ngày 08/10/2024. Bên cạnh đó, các công ty chứng khoán cần có thời gian để xây dựng quy trình và triển khai sản phẩm, trước khi FTSE có thể khảo sát lấy ý kiến các bên tham gia. Do vậy, chúng tôi cho rằng sớm nhất vào kỳ đánh giá nội bộ của FTSE Russell tháng 03/2025, thị trường Việt Nam mới có thông tin được nâng hạng chính thức và thời điểm hiệu lực sẽ là 1 năm sau đó.

Được nâng hạng đem lại những tiềm năng tích cực cho TTCK

Diễn biến của TTCK thường có xu hướng tích cực khi có thông tin được thêm vào danh sách chờ nâng hạng hoặc được chấp thuận chính thức. Các trường hợp điển hình như của Pakistan, Kuwait, Qatar. Ngoài ra, hầu hết các thị trường trong nhóm Secondary Emerging cũng có mức định giá tích cực hơn, với mức P/E trung bình vào khoảng 16 lần, cao hơn khoảng 18% so với các thị trường cận biên.

Nếu được FTSE Russell chấp thuận vào nhóm Secondary Emerging market, chúng tôi cho rằng tỷ trọng của thị trường Việt nam vào khoảng 0.6-1.1% trong rổ FTSE Emerging Index, từ đó có thể thu hút từ 800 triệu – 1 tỷ USD vốn đầu tư mới từ các quỹ ETF, chưa kể đến dòng vốn trực tiếp và gián tiếp từ nhà đầu tư ngoại và các quỹ tham chiếu chỉ số.

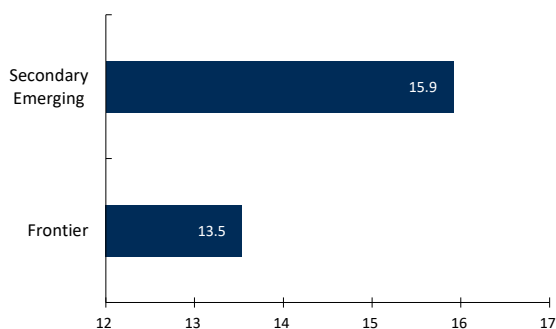
Các cổ phiếu vốn hóa lớn có tiềm năng được thêm vào chỉ số

Một trong các tiêu chí sàng lọc thị trường mới nổi của FTSE là quy mô và thanh khoản, trong đó có tối thiểu 5 cổ phiếu đáp ứng tiêu chí của FTSE Emerging All Cap và ít nhất có 3 cổ phiếu đáp ứng được FTSE Emerging. Ngoài ra, tổng vốn hóa của các cổ phiếu đủ điều kiện phải lớn hơn 0.1% chỉ số FTSE Emerging All Cap (khoảng 8.14 tỷ USD). Do đó chúng tôi ước tính sẽ có VCB, MSN, VNM, HPG, VHM, VIC thỏa mãn tất cả các điều kiện trên với tổng giá trị vốn hóa là 51.6 tỷ

USD.

Bên cạnh các mã cổ phiếu được dự kiến thêm vào bộ chỉ số tham chiếu, tiến trình nâng hạng thành công có thể gia tăng phần nào lợi nhuận và phí giao dịch cho các công ty chứng khoán, đặc biệt là SSI, HCM, VCI có thị phần khách hàng tổ chức nước ngoài tập trung nhiều nhất.

Biểu đồ 71. So sánh P/E trung bình giữa các thị trường



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 72. Ước tính tỷ trọng của Việt nam khi được thêm vào chỉ số FTSE Emerging All Cap

	Phillippines	Kuwait	Qatar	Việt Nam
Tỷ trọng	0.69%	0.75%	0.86%	0.6 - 1%
Vốn hóa (tỷ USD)	351	150	146	210

Nguồn: Bloomberg

V. Danh mục đầu tư mẫu

STT	Mã	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa 30/09/2024	Lợi nhuận kì vọng	PE 2024 Fw	Tăng trưởng LNST 2024 Est	Điểm nhấn đầu tư
1	VCB	105,200	92,000	14%	14.39	5%	<ul style="list-style-type: none"> - Tín dụng kỳ vọng hồi phục trong nửa sau 2024 - NIM kỳ vọng được duy trì ổn định nhờ chi phí vốn cải thiện, áp lực tăng lãi suất huy động thấp nhất hệ thống - Bộ đệm dự phòng vững chắc, tỷ lệ nợ xấu thấp
2	FPT	142,800	134,500	6%	19.10	23%	<ul style="list-style-type: none"> - Mảng CNTT nước ngoài tiếp tục ghi nhận thắng thầu nhiều dự án quy mô lớn, đặc biệt thị trường Nhật - Kết quả kinh doanh tập đoàn tăng trưởng ổn định ở mức cao, động lực dài hạn đến từ mảng AI
3	TCB	29,600	24,200	22%	7.46	27%	<ul style="list-style-type: none"> - Room tín dụng 2024 được nới lên 18.5%, triển vọng tăng trưởng tín dụng tích cực nhờ hưởng lợi từ sự kiện Vin Cổ Loa mở bán - NIM cải thiện tốt so với các NH khác trong năm 2024 do: (1) kiểm soát tốt chi phí vốn; (2) Không áp dụng chiến lược giảm lãi suất cho vay để cạnh tranh - NPL dự kiến vẫn được kiểm soát ở mức thấp <1.4% mặc dù trong trung/dài hạn cần lưu ý rủi ro đối với các khoản tín dụng liên quan đến Vin & Masterise
4	KBC	35,900	28,200	27%	24.96	-57%	<ul style="list-style-type: none"> - Trảng Duệ 3 đã hoàn thành giải phóng mặt bằng hơn 200 ha (trong đó, đã ký hợp đồng ghi nhớ MOU cho hơn 100 ha đất với đối tác) và sẵn sàng cho thuê ngay khi pháp lý hoàn tất (thông tin từ DN cho biết đã trình lên Thủ tướng) - Giá cho thuê đất khu công nghiệp của KBC dự kiến tăng trung bình 5-8%/năm trong 3 năm tới nhờ nhu cầu cao
5	HPG	31,000	26,350	18%	50.00	506%	<ul style="list-style-type: none"> - Giá thép nội địa giảm chậm hơn giá nguyên vật liệu đầu vào hỗ trợ biên lãi gộp trong trung hạn - Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ nội địa tiếp tục cải thiện trong thời gian tới. - Dung Quất 2 đi vào hoạt động, thương mại từ 1Q2025.
6	VNM	76,000	70,100	8%	16.99	5%	<ul style="list-style-type: none"> - Doanh số từ hoạt động kinh doanh ở nước ngoài dự kiến tăng trưởng 2 chữ số 2024 - Mảng nội địa duy trì tăng trưởng ở mức 4-6%
7	SZC	46,000	37,650	22%	18.00	65%	<ul style="list-style-type: none"> - Nguồn cung thắt chặt tại khu vực phía Nam, FDI đăng ký mới vào Bà Rịa – Vũng Tàu dẫn đầu cả nước - Quy đất lớn, vị trí tốt và còn nhiều dư địa phát triển - Kỳ vọng tăng giá cho thuê trong tương lai
8	KDH	41,800	38,900	7%	43.00	11%	<ul style="list-style-type: none"> - Khang Điền sở hữu lợi thế khi sở hữu quỹ đất hơn 600ha tại Tp. HCM, đặc biệt là khi quỹ đất nội đô đang trở nên khan hiếm - Mở bán dự án Clarita và Emeria trong Quý 4/2024 - Bàn giao dự án The Privia đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024



VI. Triển vọng ngành

Ngân hàng

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: VCB, CTG,
ACB, TCB, MBB, VPB

- Kỳ vọng tín dụng tăng tốc trong những tháng cuối năm 2024.** Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống tính đến 17/9/2024 đạt 7.38% YT - tăng tốt hơn 9T2023 (5.92%), trong đó nhóm ngân hàng tư nhân có mức tăng trưởng khả quan (8.6% YTD). Các ngân hàng mà tín dụng có mức tăng trưởng 8T2024 vượt trội bao gồm LPB (15.97% YTD), HDB (15% YTD), ACB (12% YTD), MBB (11.15% YTD) ... Mặc dù tăng trưởng hệ thống vẫn còn cách xa mục tiêu 15% của NHNN, song chúng tôi cho rằng nhiều khả năng sẽ hoàn thành kế hoạch giải ngân năm 2024. Những yếu tố cơ bản hỗ trợ cho tăng trưởng tín dụng trong giai đoạn cuối năm bao gồm: (1) tăng tốc giải ngân đầu tư công cùng với sự hồi phục hoạt động tiêu dùng cá nhân, hoạt động xuất - nhập khẩu của doanh nghiệp; (2) điều kiện vĩ mô thuận lợi với định hướng chính sách nới lỏng duy trì sau khi tỷ giá bình ổn hơn, có thêm dư địa để lãi suất ở mức thấp; (3) NHNN sẽ nới thêm hạn mức tín dụng cho một số TCTD (các ngân hàng chúng tôi kỳ vọng sẽ có thêm room tín dụng bao gồm: TCB, ACB, MBB, VPB, HDB, LPB). Ngoài ra, theo chu kỳ tín dụng thường đẩy mạnh trong những tháng cuối năm (năm 2023 nhiều ngân hàng ghi nhận tăng trưởng trong quý 4 gấp đôi 3 quý trước đó đã bao gồm yếu tố xử lý kỹ thuật).
- NIM 2024F duy trì ổn định ở mức hiện tại.** NIM xuất hiện những tín hiệu tích cực hơn từ quý 2 sau khi ghi nhận tăng trở lại ở một số NH, hoặc giảm chậm hơn quý trước ở các NH khác. Tỷ lệ NIM bình quân của các ngân hàng chúng tôi theo dõi tăng nhẹ 6bps QoQ, lợi suất trên tài sản sinh lời (IEA) và chi phí vốn (COF) đều giảm mạnh. KBSV dự báo tác động tăng lãi suất huy động (LSHĐ) trong quý 1/2024 sẽ dần được phản ánh vào COF trong Q4/2024-Q1/2025. Với xu hướng giảm lãi suất của nhiều NHTW lớn trên Thế giới, NHNN sẽ có điều kiện thuận lợi hơn để duy trì định hướng nới lỏng CSTT. Mặc dù từ nay đến cuối năm sẽ có một số thời điểm lãi suất huy động được điều chỉnh tăng trở lại (nhất là ở các NH quy mô nhỏ) để cân đối nguồn cho tăng trưởng tín dụng cuối năm; nhưng nếu bối cảnh vĩ mô tiếp tục diễn biến thuận lợi thì trong trung hạn NHNN có thể sẽ cân nhắc các biện pháp tăng thanh khoản cho thị trường và mặt bằng LSHĐ nhìn chung sẽ được duy trì ở mức thấp. Trong khi đó, lợi suất IEA sẽ hồi phục nhờ tín dụng bắt đầu chuyển dịch sang nhóm cá nhân, lãi suất cho vay đã tạo đáy và có thể sẽ điều chỉnh tăng lại ở một số ngân hàng tư nhân. Nhìn chung, chúng tôi hạ dự báo NIM 2024 sẽ duy trì ổn định ở mức hiện tại, có sự phân hoá giữa các ngân hàng, nhưng NIM sẽ hồi phục trong trung hạn.

- **Chất lượng tài sản hồi phục nhẹ về cuối năm.** Tỷ lệ nợ xấu (NPL) bình quân của các ngân hàng trong danh mục theo dõi giảm 25bps QoQ, nợ nhóm 2 cũng giảm mạnh 9% QoQ, tỷ lệ nợ xấu hình thành ghi nhận giảm ở nhiều ngân hàng là những dấu hiệu cho thấy chất lượng tài sản toàn ngành có sự cải thiện so với giai đoạn cuối năm 2023 - đầu năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu và nợ xấu hình thành sẽ duy trì xu hướng giảm từ nay đến cuối năm cùng với đà hồi phục của nền kinh tế. Áp lực trích lập dự phòng sẽ vẫn còn hiện hữu sau khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu của toàn ngành đã giảm về 69% từ mức 83% quý 2/2023 trong khi các ngân hàng vẫn có xu hướng đẩy mạnh sử dụng bộ đệm để xử lý nợ xấu.
- **Chúng tôi đánh giá Tích cực triển vọng của ngành ngân hàng.** Gần đây, các cổ phiếu ngân hàng có diễn biến tích cực trở lại sau khi triển vọng vĩ mô (lãi suất, tỷ giá xuất) hiện những yếu tố thuận lợi, trong khi những khó khăn do KQKD chưa khởi sắc, tăng trưởng tín dụng yếu đã được phản ánh trong nhịp đi ngang trước đó. KBSV đánh giá các ngân hàng nằm trong danh mục theo dõi hiện vẫn đang giao dịch ở vùng giá tương đối hấp dẫn (dưới mức P/B trung bình 5 năm) với triển vọng ngắn hạn cũng như dài hạn. Chúng tôi lựa chọn VCB, CTG, ACB, TCB, MBB, VPB; trong đó VCB, CTG và ACB mang tín bền vững; TCB, MBB, VPB vượt trội với lợi nhuận tăng trưởng nhưng sẽ tiềm ẩn rủi ro hơn.

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

Chứng khoán

Triển vọng: Tích cực
Mã tiêu biểu: SSI, HCM,
VCI

- **Thị trường có mức tăng tốt về cả giá và thanh khoản trong 9M2024, tác động tích cực đến kết quả kinh doanh nhóm ngành Chứng khoán.** Tính đến ngày 24/09/2024, VNindex đạt 1,277 điểm, tăng 13.1% YTD. Giá trị giao dịch trung bình đạt 19,942 tỷ VND, tăng 32.9% YoY. Diễn biến thị trường thuận lợi cùng thanh khoản cải thiện là nguyên nhân chính giúp các doanh nghiệp ngành Chứng khoán có kết quả kinh doanh tích cực. Lợi nhuận nhóm 21 công ty chứng khoán có quy mô lớn nhất 6 tháng đầu năm đạt 10,803 tỷ VND, tăng 80% YoY; ROE cải thiện mạnh mẽ, trung bình đạt 9.6%, tăng 3.6ppts so YoY.
- **Tăng trưởng đến từ tất cả các mảng kinh doanh, đặc biệt ở mảng đầu tư.** 1H2024, mảng đầu tư đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong lợi nhuận gộp, đạt 46%. Lợi nhuận gộp mảng đầu tư tăng 32.1% YoY trong 1H2024 nhờ: (1) Các doanh nghiệp đẩy mạnh tăng vốn trong giai đoạn 2022-2023 và phân bổ phần nhiều vào danh mục đầu tư; (2) Diễn biến tích cực của thị trường. Trong khi đó mảng margin và mảng môi giới cũng có mức tăng trưởng ấn tượng, với lợi nhuận gộp lần lượt tăng 50% và 110% YoY nhờ thanh khoản thị trường cải thiện.
- **Kỳ vọng thị trường vẫn duy trì tích cực về giá và thanh khoản trong 4Q2024 và 2025.** KBSV duy trì quan điểm tích cực về giá và thanh khoản thị trường, qua đó tác động tích cực đến KQKD của nhóm ngành chứng khoán trong năm 2024-2025 dựa trên: (1) Định giá thị trường vẫn đang ở mức hợp lý với PE forward 2024 đạt 14.8x, thấp hơn 11% so với mức trung bình PE 10 năm của VN-index là 16.6x; (2) Thanh khoản thị trường dự báo tiếp tục cải thiện trong phần còn lại của năm 2024 và 2025 nhờ nền lãi suất thấp. Các động thái giảm lãi suất toàn cầu giúp áp lực tỷ giá được giải tỏa cùng mục tiêu tăng trưởng tín dụng ở mức cao, hỗ trợ nền kinh tế là động lực để hệ thống ngân hàng Việt Nam tiếp tục duy trì nền lãi suất huy động thấp, qua đó tăng nhu cầu đầu tư chứng khoán khi kênh tiền gửi không đem lại lợi nhuận đủ hấp dẫn.
- **Quy định mới về no-prefunding đối với nhà đầu tư tổ chức nước ngoài trong thông tư 68/2024 sửa đổi có tác động tích cực đến quá trình nâng hạng thị trường.** Theo đánh giá của KBSV, trong ngắn hạn, Việc áp dụng No-prefunding sẽ giúp tăng vòng quay giao dịch và tính linh động trong hoạt động đầu tư của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài. Tuy nhiên, đóng góp phí của giao dịch khối ngoại chỉ hơn 2% vào tổng lợi nhuận của công ty chứng khoán, dẫn tới tác động của no-prefunding đến lợi nhuận các công ty chứng khoán trong ngắn hạn là không đáng kể. Về dài hạn, việc áp dụng No-prefunding giúp chứng khoán Việt Nam tiến thêm 1 bước quan trọng trong việc xem xét

Nâng hạng thị trường của FTSE Russell, thỏa mãn 2 điều kiện còn thiếu là chuyển giao đối ứng thanh toán và xử lý các giao dịch thất bại. Trong trường hợp được nâng hạng trong đợt review tháng 3/2025, thời gian chính thức có hiệu lực khoảng 6-12 tháng từ ngày thông báo thì Việt Nam sẽ chính thức được nâng hạng lên thị trường mới nổi trong giai đoạn tháng 9/2025 – 3/2026. Nâng hạng thị trường sẽ giúp thu hút thêm dòng vốn ngoại đến với thị trường Việt Nam do danh mục của các quỹ đầu tư toàn cầu được tái phân bổ tỷ trọng cao hơn sang Việt Nam sau khi được nâng cấp.

- **Chúng tôi đánh giá Tích cực đối với triển vọng ngành chứng khoán.** Nhà đầu tư có thể xem xét và lựa chọn đầu tư nhóm cổ phiếu chứng khoán đầu ngành như VCI, SSI, HCM là nhóm hưởng lợi vượt trội từ diễn biến tích cực của thị trường và câu chuyện nâng hạng thị trường nhờ nguồn vốn lớn và kinh nghiệm trong mảng khách hàng tổ chức. Cùng với đó, nhóm cổ phiếu này hiện vẫn đang được giao dịch ở vùng giá hợp lý, trong khoảng trung bình P/B 5 năm. Đối với nhóm cổ phiếu của các CTCK cỡ trung đã có nhịp tăng mạnh và đang giao dịch ở vùng trên của std+1 của trung bình P/B 5 năm, nhà đầu tư ưu tiên giải ngân tại các nhịp điều chỉnh sâu và cần theo dõi chặt chẽ hiệu quả danh mục đầu tư của các mã này.

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

Bất động sản

Triển vọng: Tích cực
Mã tiêu biểu: VHM, NLG, KDH, DXG

- Số lượng căn hộ mở bán trong nửa đầu năm 2024 tại thị trường Hà Nội ghi nhận sự hồi phục rõ rệt trong khi thị trường Tp. HCM vẫn tương đối trầm lắng.** Tại thị trường HN, 10,841 căn hộ được mở bán mới (+176%YoY) – ghi nhận nguồn cung cao nhất trong 5 năm qua và 12,208 căn hộ được mở bán thành công (+185%YoY), đóng góp bởi các dự án từ các chủ đầu tư có tiếng như Vinhomes, CapitaLand, MIK, Masterise. Thị trường Tp.HCM tương đối trầm lắng hơn với 1,676 căn mở bán mới (-59%YoY) và 1.741 căn hộ được mở bán thành công (-31%YoY), đóng góp bởi các chủ đầu tư Khang Điền hay Gamuda Land. Các dự án mở bán ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao do (1) nguồn cung mới khan hiếm, các dự án mở bán đến từ các CĐT uy tín (2) các CĐT đưa ra nhiều chính sách bán hàng ưu đãi và chiết khấu cao. Giá bán trung bình tại thị trường HN tăng mạnh 25%YoY lên mức 60 triệu VND/m², tiệm cận với mức giá của thị trường HCM là 63 triệu VND/m² (+6%YoY).
- Phân khúc nhà phố/biệt thự tiếp tục trầm lắng.** Thị trường TP HCM ghi nhận 47 căn mở bán mới trong 6T2024; số căn bán được tiếp tục ở mức thấp đạt 33 căn. Tại thị trường Hà Nội, số căn mở bán là 300 căn (-80%YoY), số căn bán được đạt 370 căn (-61%YoY), đều giảm mạnh so với mức nền cao cùng kỳ.
- Chúng tôi kỳ vọng cả nguồn cung và khả năng hấp thụ tại HN và TP HCM và một số khu vực lân cận sẽ tiếp tục hồi phục** nhờ (1) Lãi suất cho vay mua nhà duy trì ở mức thấp, CĐT đưa ra nhiều chính sách bán hàng mới ưu đãi và linh hoạt hơn; (2) Tâm lý thị trường cải thiện và các CĐT sẽ mạnh dạn mở bán các dự án trong các quý tới khi một số CĐT lớn như KDH, VHM, NLG ... mở bán các dự án mới/giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu, hoạt động môi giới sôi động trở lại; (3) Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh BĐS sửa đổi (có hiệu lực từ ngày 1/8/2024) giúp cải thiện tâm lý của người mua nhà và rút ngắn thời gian hoàn thiện pháp lý của CĐT, giúp cải thiện nguồn cung; và (4) Đẩy mạnh đầu tư công với các dự án lớn, các trục giao thông nối trung tâm Hà Nội và TP HCM với các khu vực, tỉnh thành lân cận thúc đẩy giá nhà đất qua đó kích thích nhu cầu đầu tư BĐS.
- Tuy nhiên, tốc độ hồi phục sẽ tương đối chậm do những khó khăn chưa thực sự được giải quyết** (1) Ngoài phân khúc chung cư có sự hồi phục rõ rệt, các phân khúc còn lại đặc biệt là các phân khúc có tính đầu cơ cao sẽ cần thêm thời gian để phục hồi, (2) Các chủ đầu tư cũng gặp khó khăn hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn khi tín dụng vào lĩnh vực BĐS bị các Ngân hàng hạn chế và hoạt động phát hành trái phiếu bị giám sát chặt chẽ và (3) Cần thêm

thời gian để các chính sách mới phát huy tác động và một số vướng mắc về mặt pháp lý vẫn cần hướng dẫn cụ thể hơn.

- Chúng tôi nhận thấy nhiều cổ phiếu BĐS hiện đang giao dịch ở mức P/B 2024fw thấp hơn so với mức P/B trung bình trong vòng 5 năm qua. Với triển vọng **Tích cực** của ngành BĐS trong ngắn hạn, KBSV cho rằng nhà đầu tư có thể xem xét các cổ phiếu ngành BĐS khi giá cổ phiếu điều chỉnh và lựa chọn những doanh nghiệp có triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn, đầy đủ pháp lý, có các dự án đang triển khai và mở bán và cơ cấu tài chính an toàn. Các cơ hội đầu tư đáng chú ý là các cổ phiếu VHM, KDH, NLG, DXG.

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

Bất động sản KCN

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: KBC, SIP, IDC, GVR, PHR

- **Dòng vốn FDI vẫn đang mạnh mẽ đổ vào Việt Nam cho thấy tiềm năng tích cực của ngành BĐS KCN.** 8 tháng đầu năm 2024, tổng vốn đăng ký cấp mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài đạt hơn 20.5 tỷ USD (+7% yoy). Số dự án mới được cấp Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư là 2,247 dự án (+8.5% yoy) với tổng vốn đăng ký đạt gần 12 tỷ USD (+27% yoy). Các tỉnh dẫn đầu về tổng vốn đầu tư bao gồm Bắc Ninh, Quảng Ninh, TP.HCM, Bà Rịa – Vũng Tàu và Hải Phòng.
- **Giá thuê đất KCN tăng trưởng chậm lại ở cả khu vực phía Bắc và phía Nam, tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao.** Theo báo cáo 2Q2024 của CBRE, giá thuê đất KCN trung bình tại các tỉnh cấp 1 ở miền Bắc tăng nhẹ đạt 134 USD/m²/chu kỳ thuê còn lại (+4.5% yoy), giá tại phía Nam đi ngang so với quý trước, đạt 173 USD/m²/chu kỳ thuê còn lại (+1% yoy). Diện tích đất hấp thụ trong 1H2024 tại các tỉnh cấp 1 phía Bắc và phía Nam lần lượt là 220 ha và 259 ha, tỷ lệ lấp đầy ghi nhận ở mức 83% và 89%. Giá cho thuê KCN ở phía Bắc được dự báo sẽ duy trì đà tăng 4-8%/năm trong 3 năm tới, trong khi giá cho thuê ở khu vực phía Nam sẽ tăng trưởng chậm lại do đã tăng khá cao trong thời gian gần đây, các doanh nghiệp có xu hướng chuyển sang thuê đất tại các tỉnh cấp 2 nơi có nhiều đất cho thuê sẵn sàng với mức giá thấp hơn.
- **Ngành BĐS KCN Việt Nam vẫn đang được hưởng lợi nhờ nhiều yếu tố.** Cụ thể: (1) FDI kì vọng tiếp tục tăng trưởng tích cực khi Việt Nam là đối tượng hưởng lợi trực tiếp của xu hướng chuyển dịch nhà máy từ Trung Quốc sang các nước lân cận với chi phí nhân công cũng như chi phí điện rẻ, nhiều hiệp định FTA đã ký kết, (2) quy hoạch của hầu hết các tỉnh đặc biệt là các tỉnh với quỹ đất KCN lớn như Bình Dương, Bình Phước, Bắc Ninh, Bà Rịa Vũng Tàu được thông qua cũng như quyết định 227/QĐ-TTG về chỉ tiêu sử dụng đất sẽ tác động tích cực đến tiến độ của các dự án KCN, đồng thời cũng cho thấy tiềm năng tăng trưởng lớn của quỹ đất KCN Việt Nam giai đoạn từ nay đến 2030 và (3) dự thảo về Quỹ hỗ trợ đầu tư về các chính sách ưu đãi đầu tư mới đang được hoàn thiện và dự kiến thông qua vào cuối 2024 hoặc đầu 2025 sẽ tăng sức cạnh tranh cho các CĐT KCN tại Việt Nam.
- **Tuy nhiên, các doanh nghiệp BĐS KCN cũng phải đối mặt với nhiều khó khăn đến từ:** (1) Việt Nam còn thiếu nhiều lao động trình độ có thể làm việc tại các tập đoàn lớn công nghệ cao, (2) thủ tục pháp lý cũng như quy trình GPMB còn gặp nhiều khó khăn, làm chậm tiến độ nhiều dự án, ảnh hưởng đến nguồn cung đất KCN, (3) giá thuê KCN tại nước ta dần không còn là lợi thế cạnh tranh thu hút các doanh nghiệp nước ngoài khi mà giá tại các khu

vực tập trung nhiều KCN lớn hiện đang tăng nhanh chóng, thu hẹp khoảng cách với các nước trong khu vực và (4) lo ngại về rủi ro suy thoái kinh tế thế giới khiến nhiều doanh nghiệp có xu hướng thu hẹp hoặc tạm hoãn lại việc mở rộng sản xuất. Những khó khăn này có thể sẽ làm chậm lại đà tăng trưởng của doanh nghiệp BĐS KCN.

- Chúng tôi ưa thích cổ phiếu của các doanh nghiệp có quỹ đất KCN hiện hữu sẵn sàng cho thuê lớn như KBC, IDC, SZC và các doanh nghiệp sở hữu tiềm năng chuyển đổi đất cao su khả quan như GVR, PHR. Hiện nay, giá hầu hết các cổ phiếu BĐS KCN đã tăng từ 30 – 80% so với đầu năm, chúng tôi nhận định mức giá này đã phần nào phản ánh triển vọng tích cực của ngành. NĐT có thể xem xét đầu tư các mã cổ phiếu có câu chuyện hấp dẫn, định giá hấp dẫn như KBC, cũng như các cổ phiếu chúng tôi nhắc đến ở trên khi giá có nhịp điều chỉnh đủ sâu.

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

Cảng biển Vận tải biển

Triển vọng: Tích cực &
Trung lập

Mã tiêu biểu: GMD, DVP,
HAH

- **Sản lượng hàng qua cảng vẫn giữ đà tăng trưởng tích cực từ đầu năm đến nay.** Theo thống kê của Cục Hàng hải Việt Nam, lũy kế 7 tháng đầu năm 2024, sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam đạt hơn 501 triệu tấn (+16% yoy). Trong đó, hàng xuất khẩu đạt hơn 118 triệu tấn (+17% yoy), hàng nhập khẩu đạt hơn 155 triệu tấn (+22% yoy). Riêng hàng container ghi nhận sản lượng 7 tháng đầu năm đạt 16.9 triệu Teu (+21% yoy), cao hơn 13% so với cùng kỳ 2021 và 2022.
- **Cảng khu vực phía Nam ghi nhận mức tăng trưởng tích cực hơn khu vực phía Bắc.** Trong khi tại Hải Phòng, tổng khối lượng hàng hóa thông qua cảng 7 tháng đầu năm 2024 ghi nhận mức tăng trưởng 11.3% yoy đạt hơn 92 triệu tấn, sản lượng hàng thông qua các cảng tại Bà Rịa Vũng Tàu đạt mức tăng trưởng tới 28% yoy (53 triệu tấn) do mức nền thấp của 2023 cũng như xu hướng tăng hàng tồn kho tại Mỹ và châu Âu – 2 thị trường đối tác chính của các cảng phía Nam – vẫn đang tiếp tục hồi phục từ đầu năm.
- **KQKD của doanh nghiệp cảng biển dự kiến tiếp tục khả quan về cuối năm nhờ sự tăng trưởng đến từ cả giá và sản lượng.** Cụ thể: (1) Thông tư 12/2024/TT-BGTVT đã tăng giá trần và sàn của nhiều loại dịch vụ cảng biển, nới rộng dư địa tăng giá cho các doanh nghiệp cảng khi mà giá dịch vụ cảng trung bình tại Việt Nam vẫn thấp hơn nhiều nước trong khu vực, (2) triển vọng xuất nhập khẩu tích cực về cuối năm khi số lượng đơn đặt hàng mới vẫn đang ở mức cao và (3) CSHT giao thông và cảng biển được đẩy mạnh đầu tư tăng hiệu suất hoạt động cho hệ thống cảng. Tuy nhiên, ngành cảng biển vẫn phải đối mặt với một số rủi ro nhất định, bao gồm: (1) rủi ro đến từ lo ngại suy thoái, hoạt động thương mại chậm lại kéo theo lượng hàng hóa qua cảng giảm sút và (2) cạnh tranh gay gắt tại khu vực cảng Hải Phòng khi Lạch Huyện 3, 4 bắt đầu đi vào khai thác từ năm sau có nguy cơ ảnh hưởng đến giá dịch vụ cảng tại khu vực này.
- **Vận tải biển hồi phục so với cùng kỳ 2023 nhưng có một số rủi ro cần lưu ý trong trung hạn.** Chúng tôi kì vọng KQKD của các doanh nghiệp vận tải biển sẽ tiếp đà phục hồi do (1) sản lượng vận tải sẽ tăng trưởng tích cực nhờ đà tăng của hoạt động XNK và (2) giá tàu cho thuê vẫn đang duy trì ở mức cao nhất từ 10/2022. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá triển vọng tích cực của ngành vận tải biển chỉ duy trì trong ngắn hạn, do (1) giá cước vận tải biển thế giới đang có xu hướng điều chỉnh giảm, dự kiến sẽ sụt giảm mạnh khi căng thẳng tại biển Đỏ được xoa dịu và (2) lo ngại về tình trạng dư cung tàu trong trung

và dài hạn ngày càng rõ ràng khi lượng đơn đặt tàu đóng mới vẫn tăng nhanh hơn tốc độ phá dỡ tàu cũ.

- Chúng tôi duy trì quan điểm **Tích cực** với ngành cảng biển và **Trung lập** với triển vọng ngành vận tải biển. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá giá hiện tại của các cổ phiếu cảng và vận tải biển đã phản ánh khá đầy đủ tiềm năng tăng trưởng của ngành. Nhà đầu tư có thể lựa chọn các doanh nghiệp cảng và vận tải biển có câu chuyện tăng trưởng rõ rệt, cơ cấu tài chính lành mạnh khi giá cổ phiếu điều chỉnh về mức định giá hấp dẫn như GMD, HAH.

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

Thép

Triển vọng: Trung lập

Mã tiêu biểu: HPG, HSG,
NKG, GDA

- Sản lượng tiêu thụ toàn ngành đạt 8M2024 đạt 17.8 triệu tấn (+14% YoY).**
Trong đó, tiêu thụ thép xây dựng, thép cuộn cán nóng (HRC), tôn mạ tăng 12%/10%/34% so với cùng kỳ. Như đã đề cập trong báo cáo kỳ trước, động lực thúc đẩy tiêu thụ tới từ sự hồi phục về nhu cầu tại thị trường trong nước, với sản lượng tiêu thụ thép trên kênh nội địa, xuất khẩu 8M2024 tăng lần lượt 17%/9% so với cùng kỳ. Đáng chú ý, tiêu thụ HRC nội địa trong 8M2024 tăng 28% YoY.
- Tồn kho thép tại Trung Quốc ở mức cao tạo áp lực lên giá thép.** Giá thép thanh, HRC tại Trung Quốc đã giảm 9%/13% từ đầu 3Q2024. Trong bối cảnh hoạt động công nghiệp suy giảm, thị trường Bất động sản tiếp tục gặp khó khăn, nhu cầu tiêu thụ thép nội địa tại Trung Quốc được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức ảm đạm, khiến giá quặng sắt, than cốc lần lượt 14%/19% trong kỳ. KBSV cho rằng biên lãi gộp của các doanh nghiệp thép sẽ suy giảm trong 3Q2024 do áp lực trích dự phòng hàng tồn kho khi giá thép, giá nguyên liệu đầu vào suy giảm. Tuy nhiên, giá thép nội địa suy giảm chậm hơn chi phí đầu vào (giá thép xây dựng, HRC, tôn mạ giảm trung bình 3%/4%/5% từ đầu 3Q2024 tới nay) sẽ là tiền đề giúp các doanh nghiệp sản xuất thép như HPG, HSG, NKG duy trì biên lãi gộp ở mức ổn định trong trung hạn. Trong ngắn hạn, áp lực giá thép giảm do tồn kho cao tại Trung Quốc sẽ tác động tiêu cực lên doanh thu của ngành thép.
- Triển vọng xuất khẩu kém tích cực trong ngắn hạn do các biện pháp chống bán phá giá thép tại Mỹ, EU.** Tuy nhiên, trong trung và dài hạn, KBSV cho rằng, kênh xuất khẩu thép vẫn sẽ duy trì được lợi thế cạnh tranh tại các thị trường mục tiêu nhờ (1) mức thuế nhập khẩu áp dụng cho thép nhập khẩu từ Việt Nam thấp hơn mức thuế áp dụng cho các doanh nghiệp Trung Quốc, (2) các doanh nghiệp trong nước tiếp tục duy trì khả năng cạnh tranh về giá nhờ chi phí nhân công, điện năng, thuế bảo vệ môi trường thấp hơn so với các quốc gia phát triển.
- Động lực tăng trưởng tiêu thụ trong trung hạn tới từ thị trường nội địa.** Chúng tôi kỳ vọng sự hồi phục về nhu cầu tiêu thụ trong nước sẽ là động lực chính thúc đẩy sản lượng tiêu thụ toàn ngành trong trung hạn, nhờ (1) ngành Bất động sản Dân dụng hồi phục, nguồn cung các dự án mới gia tăng, đồng thời, luật Bất động sản thay đổi được phê duyệt giúp rút ngắn thời gian hoàn thiện pháp lý các dự án, tạo điều kiện cho thị trường Bất động sản phát triển bền vững hơn. Bên cạnh đó, (2) KBSV kỳ vọng thuế chống bán phá giá tôn mạ

được phê duyệt và áp dụng từ cuối 2024 giúp sản lượng cải thiện sản lượng tiêu thụ nội địa từ 2025 trở đi. Đối với thuế chống bán phá giá thép cuộn cán nóng, chúng tôi cho rằng xác suất được phê duyệt ở mức 50-60% do khả năng sản xuất trong nước (tới 2026 ước tính đạt 14 triệu tấn/năm chủ yếu từ HPG và FHS) thấp hơn nhu cầu tiêu thụ nội địa trung bình hàng năm (15-16 triệu tấn/năm, theo VSA).

- **Chính phủ Trung Quốc công bố gói cứu trợ nhằm thúc đẩy sự hồi phục của thị trường Bất động sản.** Một số biện pháp kích cầu bao gồm (1) giảm dự trữ bắt buộc (50bps) cho các ngân hàng, có thể giảm thêm 20-25bps vào cuối năm, (2) giảm lãi suất cho các khoản vay thế chấp hiện có, (3) giảm tỷ lệ thanh toán trước tối thiểu cho ngôi nhà thứ 2 còn 15%. Chúng tôi kỳ vọng việc gói cứu trợ sẽ tạo điều kiện cho thị trường Bất động sản dần hồi phục, kích thích nhu cầu tiêu thụ thép tại Trung Quốc.
- **Chúng tôi đánh giá Trung lập với triển vọng của ngành thép.** Giá cổ phiếu các doanh nghiệp đầu ngành thép giảm trung bình 11% từ đầu 3Q2024 tới nay, đã phần nào phản ánh tác động tiêu cực của giá thép giảm tới doanh thu của các nhà sản xuất thép. Hiện tại, P/B trung bình toàn ngành đạt 1.2x (thấp hơn mức trung bình 5 năm là 1.3x), phù hợp cho việc giải ngân từng phần, đầu tư dài hạn nhờ triển vọng sản lượng tiêu thụ nội địa phục hồi, kỳ vọng giá thép dần hồi phục và bước vào chu kỳ tăng mới sau khi cung-cầu tiêu thụ thép tại Trung Quốc đạt điểm cân bằng. Một số cổ phiếu đáng chú ý bao gồm HPG, HSG, NKG, GDA.

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

Dầu khí

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: GAS, BSR,
PVS, PVD, PVT

- Giá dầu thô biến động mạnh trong 9M2024.** Giá dầu thô Brent đạt mức cao, giao động trong khoảng 80-90 USD/thùng trong 1H2024 nhờ (1) tranh chấp tại khu vực Trung Đông và Biển Đỏ gây gián đoạn chuỗi cung ứng dầu thô toàn cầu; (2) OPEC+ quyết định duy trì cắt giảm sản lượng; và (3) triển vọng kinh tế Mỹ tích cực làm tăng kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ dầu thô. Sang đến 3Q2024, giá dầu Brent sụt giảm mạnh và đã có lúc xuống mốc 70 USD/thùng. Nguyên nhân là bởi (1) số liệu kinh tế ảm đạm của 2 nhà tiêu thụ lớn nhất là Mỹ và Trung Quốc làm tăng xác suất xảy ra suy thoái, ảnh hưởng tiêu cực tới kỳ vọng nhu cầu dầu thô và (2) bất ổn chính trị tại Libya dần được giải quyết khiến nguồn cung dầu thô tại quốc gia này sớm ổn định trở lại.
- Rủi ro giá dầu thô suy yếu trong giai đoạn cuối năm 2024.** Cả 3 tổ chức là OPEC, EIA và IEA đều điều chỉnh giảm dự phóng nhu cầu tiêu thụ dầu thô cho năm 2024 do các dữ liệu kinh tế tương đối kém khả quan từ Mỹ và Trung Quốc. Cuối tháng 9/2024, cả 2 quốc gia trên đều có động thái nới lỏng chính sách tiền tệ hoặc tài khóa để thúc đẩy nền kinh tế. Trong giai đoạn cuối năm 2024, chúng tôi cho rằng giá dầu thô có thể sẽ duy trì quanh mức hiện tại do (1) các số liệu kinh tế từ Mỹ và Trung Quốc có thể sẽ vẫn ảm đạm trước khi các động thái hỗ trợ được phản ánh vào tình hình kinh tế thực tế, trong khi (2) nhóm OPEC+ thể hiện rõ chủ trương thắt chặt sản lượng để hỗ trợ giá dầu. Tới năm 2025, nhu cầu tiêu thụ dầu thô được kỳ vọng sẽ cải thiện nhờ các biện pháp kích thích kinh tế, nhưng nguồn cung dầu thô toàn cầu có thể sẽ đối mặt với áp lực tăng khi OPEC+ bắt đầu nới lỏng sản lượng. Chúng tôi tạm thời duy trì giả định giá dầu Brent bình quân cho năm 2024 và 2025 đạt lần lượt 83 và 80 USD/thùng trong kịch bản cơ sở, nhưng không loại trừ khả năng sẽ phải điều chỉnh giảm nếu tình hình thị trường tiếp tục yếu trong giai đoạn đầu 4Q2024.
- Dự án Lô B Ô Môn đạt được một số tiến triển.** Đầu tháng 9/2024, PVN đã trao gói thầu quốc tế EPCI 1 với đầy đủ điều kiện cho liên danh tổng thầu McDermott và PVS. Cũng trong tháng 9/2024, PVN thông báo đã chính thức khởi công xây dựng dự án Lô B và trao gói thầu EPCI 2 với đầy đủ điều kiện cho PVS. Như vậy các bên đã có thể triển khai 2 gói thầu EPCI 1 và 2 (tổng trị giá khoảng 1.5 tỷ USD) với đầy đủ các hạng mục công việc mà không còn bị giới hạn như hình thức trao thầu hạn chế (LLOA) trước đây. Tuy nhiên, tiến độ cấp FID cho toàn dự án vẫn chưa có nhiều tiến triển kể từ báo cáo gần nhất

của chúng tôi. Vướng mắc cốt yếu vẫn nằm ở việc thương thảo hợp đồng mua bán điện (PPA) với các yếu tố như giá mua điện hay tổng sản lượng mua điện hàng năm (Qc) chưa được thống nhất. Việc FID tiếp tục chậm trễ sẽ là rủi ro cho dự án trong dài hạn.

- **Triển vọng của cổ phiếu Dầu khí theo nhóm.** Các cổ phiếu ngành dầu khí ưa thích của chúng tôi sẽ là PVS và PVD sau khi thị giá cổ phiếu đã điều chỉnh về mức hấp dẫn. Triển vọng của nhóm thượng nguồn (PVD, PVS) là tương đối tươi sáng nhờ tăng trưởng đầu tư vào mảng E&P toàn cầu và khối lượng công việc lớn tạo ra bởi các đại dự án E&P nội địa từ năm 2024. Đối với riêng PVD, gánh nặng tỷ giá được kỳ vọng sẽ giảm đi đáng kể trong 2H2024 nhưng lại xuất hiện rủi ro chậm trễ trong dự án đầu tư giàn khoan mới. Với nhóm trung nguồn, chúng tôi có quan điểm trung lập về triển vọng của PVT do rủi ro điều chỉnh giá cước mảng tàu LPG. Giá dầu thô suy giảm sẽ là rủi ro cho nhóm hạ nguồn trong giai đoạn cuối năm 2024, đầu năm 2025. Chúng tôi cho rằng GAS có thể có tăng trưởng (nhưng chỉ ở mức thấp) trong giai đoạn 2024-2025 nhờ sự bổ sung từ mảng LNG nhưng sẽ khó duy trì mức cổ tức cao do bước vào giai đoạn đầu tư dự án Lô B Ô Môn. Trong khi đó, KQKD năm 2024 của BSR bị ảnh hưởng tiêu cực bởi kỳ bảo dưỡng lớn và biên lợi nhuận suy yếu. Tuy nhiên trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng BSR sẽ có mức tăng trưởng mạnh từ mức nền thấp khi NMLD Dung Quất hoạt động ổn định và giá cổ phiếu cũng sẽ được hỗ trợ trong ngắn hạn nhờ việc chuyển niêm yết từ UPCOM sang HSX.

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

Điện

Triển vọng: Trung lập

Mã tiêu biểu: REE, POW,
NT2, GEG

- **Sản lượng điện tiêu thụ toàn quốc đạt 207.6 tỷ kWh trong 8M/24.** Tăng trưởng tiêu thụ điện đạt 4.7% YoY, trong đó, thủy điện, điện than, điện khí, năng lượng tái tạo đạt lần lượt 53.3 tỷ kWh, 106.8 tỷ kWh, 16.7 tỷ kWh, 25.9 tỷ kWh (thay đổi svck 6.4%/11.6%/-21.2%/-5.1%). Thủy điện trong 6 tháng đầu năm có sản lượng thấp hơn so với cùng kỳ, giảm 2.13% YoY do lượng nước về các hồ thủy điện ít hơn so với cùng kì. Tuy nhiên lượng nước về nhiều tại miền Bắc trong tháng 7 và 8 đã giúp các nhà máy thủy điện tăng công suất, đạt mức trung bình là 83%, so với chỉ 56% của nửa đầu năm. Điện khí ghi nhận mức tăng trưởng âm trong 8 tháng đầu năm, mức sản lượng chỉ hồi phục nhẹ từ tháng 3 – 6 là giai đoạn cao điểm của tiêu thụ điện và nhanh chóng giảm về mức huy động trung bình 1.4 – 1.5 tỷ kWh/tháng.
- **Các hoạt động kinh tế quay trở lại quỹ đạo hồi phục sẽ là động lực chính cho tăng trưởng tiêu thụ điện.** Chiếm tới 60% trong tổng tiêu thụ điện, các hoạt động sản xuất công nghiệp 8M/24 có tốc độ tăng trưởng đạt 15.6% YoY là động lực chính cho tiêu dùng điện cả nước. Với việc các hoạt động sản xuất dần quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng khi mà chỉ số PMI ghi nhận 3 tháng liên tiếp đạt trên 50 điểm, KBSV cho rằng các hoạt động sản xuất công nghiệp diễn ra sôi động hơn vào cuối năm giúp lĩnh vực này sẽ tiếp tục là trụ cột thúc đẩy tiêu dùng điện. Sử dụng điện của hộ gia đình giữ mức tăng trưởng ổn định 11.3% trong 8 tháng đầu năm, tiếp tục đóng góp quan trọng trong tăng trưởng tiêu thụ .
- **Thủy điện bước vào pha thời tiết thuận lợi, đem lại nguồn nước dồi dào cho việc phát điện.** Chúng tôi kỳ vọng tác động tích cực của pha thời tiết La Nina đem lại lượng nước nhiều hơn tại các hồ thủy điện, cải thiện rõ rệt công suất của các nhà máy thủy điện. Trung tâm dự báo khí tượng thủy văn dự báo, diễn biến thiếu hụt nước chảy về sông khu vực miền Trung và Tây Nguyên trong nửa đầu năm sẽ kết thúc khi lượng mưa sẽ tập trung vào cuối năm với cường độ lớn. Từ tháng 9 – 12/2024, tổng lượng mưa (TLM) có khả năng xấp xỉ bằng đến cao hơn TBNN ở Bắc Bộ, Tây Nguyên, Nam Bộ; cao hơn TBNN ở Trung Bộ. Sang năm 2025, thủy điện sẽ trở thành trụ cột đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong tổng công suất phát điện toàn quốc khi đây là nguồn điện có giá huy động thấp nhất và phát thải thấp nhất.
- **Điện khí bị giảm huy động trong ngắn hạn do nhiên liệu nội địa bị thiếu hụt.** Theo đó, nguồn cung khí đốt trong nước dự kiến giảm từ mức khí cung cấp trung bình trong tháng 8/2024 đạt 9 triệu m³/ngày về còn khoảng 7.2

triệu m³/ngày trong năm 2025 (Theo EVN), buộc nguồn khí LNG trở thành giải pháp thay thế trong tương lai. Với việc Nhơn Trạch 2, Phú Mỹ 1 được tiếp tục phân bổ nguồn khí còn lại trong nước, chúng tôi đánh giá đây sẽ là lợi thế giúp các nhà máy này được tăng cường huy động nhờ vào chi phí sản xuất thấp hơn các nhà máy chạy bằng khí LNG, qua đó tiếp tục duy trì hoạt động ổn định trong vòng 1-2 năm tới.

- **Điện năng lượng tái tạo được kì vọng hưởng lợi từ những điều chỉnh bổ sung pháp lý liên quan tới hợp đồng mua bán điện.** Sau giai đoạn 2 năm kéo dài bổ sung các quy định pháp lý dẫn tới công suất năng lượng tái tạo bị đóng băng, Bộ Công thương đã chỉ đạo ban hành những chính sách giúp tháo gỡ vướng mắc trong việc phát triển các dự án trong tương lai. Cụ thể:
 - 1) Thông tư 07/2024 – BCT về việc xác định giá dự án điện tái tạo chuyển tiếp trong hợp đồng mua bán điện: Thông tư tạo hành lang pháp lý cho việc ký kết hợp đồng mua bán điện giữa chủ dự án NLTT chuyển tiếp với EVN, là cơ sở để 2 bên đàm phán giá bán chính thức.
 - 2) Thông tư 11/2023 – BCT về việc xác định khung giá bán điện NLTT cho các dự án phát triển trong tương lai: Thông tư ban hành phương pháp tính và quy định thời gian ban hành khung giá điện tái tạo trong tương lai. Khung giá sẽ giúp chủ đầu tư tính toán được hiệu quả kinh tế của dự án, qua đó xây dựng được phương án triển khai đầu tư.
 - 3) Nghị định 80/2024/NĐ – CP quy định về chế mua bán điện trực tiếp giữa đơn vị sản xuất năng lượng với khách hàng sử dụng điện lớn: Thông tư là cơ sở để các dự án điện NLTT chuyển tiếp tiếp tục triển khai và các dự án NLTT mới tiếp tục đầu tư mà không phụ thuộc hoàn toàn vào việc đàm phán với EVN.
- **Chúng tôi đánh giá Trung lập với triển vọng ngành điện.** Giá cổ phiếu của các doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực năng lượng (REE và POW) đã bước vào giai đoạn suy giảm kể từ tháng 7/2024, sau giai đoạn diễn biến giá bùng nổ để phản ánh triển vọng tích cực toàn ngành và câu chuyện riêng của từng cổ phiếu. Trái lại, các cổ phiếu có vốn hóa vừa và nhỏ tiếp tục đà giảm của mình. Hiện tại, dù P/B trung bình toàn ngành đạt 1.35x đã cao hơn mức trung bình 5 năm là 1.2x, song vẫn phù hợp cho việc theo dõi và giải ngân đầu tư dài hạn nhờ triển vọng sản lượng tiêu thụ điện tăng trưởng khả quan, kỳ vọng vào câu chuyện hồi phục khi bước vào chu kỳ thuận lợi như REE hay các doanh nghiệp có nhà máy mới đi vào hoạt động gồm POW, GEG. Một số cổ phiếu đáng chú ý bao gồm REE, POW, NT2 và GEG.

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

Bán lẻ

Triển vọng: Trung lập

Mã tiêu biểu: MWG, FRT,
PNJ

- Bán lẻ tiếp tục đà phục hồi nhẹ.** Tổng mức bán lẻ hàng hoá và dịch vụ 8 tháng đầu năm 2024 tăng trưởng 8.5% so với cùng kỳ năm trước đạt 4,149 nghìn tỷ đồng nhờ nhu cầu tiêu dùng và sản xuất trong nước phục hồi, cùng với sự tăng trưởng mạnh mẽ của du lịch đã đóng góp tích cực vào tăng trưởng của ngành thương mại dịch vụ từ đầu năm đến nay. Tính riêng tháng 8, tổng mức bán lẻ theo tháng đạt 526,9 nghìn tỷ đồng (+7.9% YoY) trong đó nhóm hàng lương thực, thực phẩm tăng 8,2%; đồ dùng, dụng cụ, trang thiết bị gia đình tăng 6,5%; may mặc tăng 8,2%; dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 9,7%; du lịch lữ hành tăng 7,1%.
- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp bán lẻ khả quan trong Q2/2024.** Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp bán lẻ đa số đều ghi nhận sự hồi phục và tăng trưởng khởi sắc, tuy nhiên mức độ tăng trưởng phụ thuộc vào chiến lược và năng lực cạnh tranh của từng công ty. Doanh thu thuần của MWG đạt 34,134 tỷ đồng tăng 15.8% YoY và LNST đạt 1,172 tỷ đồng tăng gấp 66 lần so với mức nền thấp năm ngoái nhờ chiến lược tăng chất giảm lượng của chuỗi TGDD+ĐMX cũng như chiến lược chuyển đổi mô hình kinh doanh sang mini market của chuỗi BHX. Còn đối với FRT, động lực tăng trưởng chính của doanh nghiệp vẫn đến từ chuỗi Long Châu với độ phủ 1,706 hiệu thuốc trong Q2/2024 trên khắp cả nước đã giúp doanh thu của FRT đạt 9,272 tỷ đồng và LNST đạt 48.5 tỷ đồng tăng mạnh so với mức lỗ 215 tỷ đồng cùng kỳ mặc dù chuỗi FPTShop vẫn ghi nhận lỗ do chậm chạp trong quá trình tái cấu trúc so với các đối thủ. Với ngành bán lẻ trang sức, PNJ nhờ thị trường vàng sôi động trong 6 tháng đầu năm cũng ghi nhận tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ đạt 9,605 tỷ đồng (+42.6% YoY) và LNST tăng 26.9% YoY đạt mức 428 tỷ đồng.
- Đà phục hồi trong 6 tháng cuối năm được ủng hộ bởi yếu tố vĩ mô** (1) Chỉ số PMI Việt Nam duy trì ở ngưỡng trên 50 điểm dù cho có sự suy giảm trong tháng 8 (52,4 điểm) so với 54.7 điểm của tháng 7, nhưng đây vẫn là tín hiệu tích cực cho thấy sản lượng và số lượng đơn đặt hàng mới tiếp tục có xu hướng tăng. (2) Nhu cầu tiêu dùng cao nhờ tăng lương tối thiểu 30% từ 1.8 triệu đồng/tháng lên 2.34 triệu đồng/tháng tính từ ngày 1/7/2024 và thuế giá trị gia tăng giảm 2% đối với nhóm hàng hóa, dịch vụ đến hết ngày 31/12/2024. (3) Sự phục hồi đến từ nhóm doanh nghiệp FDI giúp tăng thu nhập cũng như tạo thêm công ăn việc cho công nhân. Tổng vốn FDI đăng ký 8 tháng khoảng 20,5 tỷ USD (+7% YoY), trong đó FDI đăng ký mới gần 12 tỷ USD (+27% YoY); vốn FDI thực hiện khoảng 14,15 tỷ USD (+8% YoY).

- **Đối với từng loại ngành bán lẻ khác nhau sẽ có những câu chuyện riêng** (1) Ngành ICT&CE được kỳ vọng bởi câu chuyện chu kỳ thay thế điện thoại, MTXT và MTB quay trở lại cuối 2024. Chu kỳ gần nhất xảy ra vào vào Q4/2021 và thời gian thay thế trung bình là 3 năm. Hơn thế nữa, Iphone 16 được dự kiến ra mắt vào cuối 2024 nhấn mạnh vào các tính năng AI cũng như ngừng cung cấp dịch vụ thuê bao 2G vào T9/2024 là những nhân tố kích thích mua mới mảng điện thoại. (2) Với ngành bán lẻ hàng tiêu dùng thiết yếu, các chuỗi như Long Châu, BHX và Winmart vẫn sẽ được kỳ vọng duy trì mở mới cửa hàng nhằm giành thêm thị phần từ các mô hình truyền thống đặc biệt trong bối cảnh cả ba chuỗi đều đã báo lãi từ hoạt động kinh doanh. (3) Ngành bán lẻ trang sức được dự báo sẽ phải đối diện với những thách thức về quản lý nguyên liệu đầu vào trong bối cảnh giá vàng thế giới tiếp tục tăng mạnh do căng thẳng Trung Đông và số liệu kém lạc quan về kinh tế Mỹ.
- **Chúng tôi đánh giá Trung lập đối với triển vọng ngành bán lẻ bởi đà phục hồi đã một phần phản ánh vào giá.** Nhiều doanh nghiệp bán lẻ đã có định giá P/S vượt mức trung bình trong 5 năm phản ánh được những kỳ vọng phục hồi về sức mua của người tiêu dùng. Tuy nhiên mỗi doanh nghiệp bán lẻ lại có 1 câu chuyện kỳ vọng riêng cũng như chúng tôi nhận thấy rằng đà phục hồi của toàn ngành vẫn còn có thể kéo dài đến năm 2025. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào các cổ phiếu ngành bán lẻ ở những vùng giá hấp dẫn hơn trong các nhịp điều chỉnh của thị trường. Một số mã cổ phiếu tiêu biểu cần chú ý: MWG, PNJ, FRT.

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

Thủy sản

Triển vọng: Trung lập

Mã tiêu biểu: VHC, ANV

- **Xuất khẩu cá tra toàn ngành phục hồi tốt trong 8M2024 (1.3 tỷ USD, +9% YoY).** Theo VASEP, xuất khẩu cá tra của Việt Nam đạt 502 triệu USD trong quý 2/2024, tăng 22% QoQ và 11% YoY. Giá bán xuất khẩu trung bình trong 2Q2024 đã giảm 10% YoY và tăng nhẹ so với 1Q2024. Xuất khẩu cá tra trong tháng 7 và tháng 8 tiếp nối đà tăng hai con số, trong đó, doanh số vào Mỹ lũy kế 8M2024 tăng mạnh (+23% YoY). Theo dữ liệu của Agromonitor, giá bán bình quân cá tra phi lê xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ đã tăng lên 3.2 USD/kg trong tháng 7-8/2024 (+7% YoY và +7% QoQ). Tình hình kinh tế kém khả quan tại Trung Quốc khiến doanh số giảm mạnh trong 1Q2024, nhưng đã dần phục hồi trong các tháng sau giúp doanh số lũy kế 8 tháng chỉ giảm nhẹ 3% YoY. Giá bán trung bình xuất sang Trung Quốc trong nửa đầu năm nay giảm từ 7% - 18% so với cùng kỳ năm 2023 được bù đắp bởi sản lượng tăng 34% YoY. Xuất khẩu tới thị trường EU duy trì mức tương đương với cùng kỳ 2023.
- **Chúng tôi kì vọng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp chế biến cá tra tiếp tục cải thiện trong phần còn lại của năm 2024 nhờ** (1) Giá cá tra nguyên liệu ổn định ở mức 26-26,5 nghìn đồng/kg (tương đương cùng kỳ năm ngoái) và giá bã đậu nành (nguyên liệu chính làm thức ăn cho cá) đã giảm 20-25% so với đầu năm; (2) Chính sách nới lỏng tiền tệ mới bắt đầu và được duy trì ở các thị trường xuất khẩu chính như Mỹ, EU và Trung Quốc sẽ có tác động đáng kể giúp tâm lý tiêu dùng dần được cải thiện; (3) Lượng đơn đặt hàng được dự báo sẽ tiếp tục tăng trong mùa lễ hội và kì nghỉ giúp cải thiện doanh số và giá bán vào cuối năm.
- **VHC và ANV có lợi thế cạnh tranh nhờ quy mô lớn với mô hình kinh tế tuần hoàn.** Với tỉ lệ tự chủ cá nguyên liệu đạt 80-100%, VHC và ANV có thể chủ động kiểm soát nguồn cá giống, thức ăn cho cá cùng môi trường sống đạt tiêu chuẩn quốc tế. Vì vậy, đây là hai doanh nghiệp sẽ hưởng lợi lớn khi nhu cầu ở các thị trường chính cải thiện.
- **Chúng tôi đánh giá Trung lập với triển vọng ngành thủy sản khi mà giá cổ phiếu đã phần nào phản ánh triển vọng phục hồi.** Cả VHC và ANV đã tăng lần lượt khoảng 21% và 8%, phản ánh sự phục hồi tích cực của kết quả kinh doanh, tiệm cận mức +1 độ lệch chuẩn của P/E trong trung bình 5 năm. Tuy nhiên, nhà đầu tư có thể xem xét mở vị thế tại các nhịp điều chỉnh khi giá về vùng trung bình PE để có mức tỷ suất sinh lời hấp dẫn.

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

Xây dựng

Triển vọng: Trung lập

Mã tiêu biểu: CTD, VCG, HHV, LCG, PC1, TV2

- **Giải ngân vốn đầu tư công 8M2024 đạt 50.4% kế hoạch năm.** Theo số liệu từ GSO, giải ngân vốn đầu tư công trong 8 tháng đầu năm đạt 364 nghìn tỷ VND (+4% YoY) và dự kiến sẽ tiếp tục cải thiện mạnh hơn trong các tháng cuối năm.
- **Sau giai đoạn 2024 trầm lắng, chúng tôi cho rằng lĩnh vực đầu tư công sẽ là nhóm ngành đáng theo dõi trong 2025** khi nhiều dự án trọng điểm sẽ tới thời hạn hoàn thành và nghiệm thu. Dựa trên số liệu Bộ Tài chính công bố về tình hình giải ngân vốn đầu tư công tại các dự án trọng điểm trong 2024, tính tới cuối T8/2024, tiến độ giải ngân vốn cho các dự án trên mới đạt 35% kế hoạch. Trong đó, loạt dự án thành phần thuộc cao tốc Bắc – Nam phía Đông (giai đoạn 2) có tỷ lệ giải ngân đạt 56%, nổi bật nhất là hai dự án cao tốc Bãi Vọt – Hàm Nghi, cao tốc Vũng Áng – Bùng đạt 89%/87%. Đối với sân bay Long Thành, UBND tỉnh Đồng Nai đã hoàn thành bàn giao, giải phóng 99% kế hoạch, tiến độ thi công gói thầu thi công nhà ga khách sân bay Long Thành ước tính đạt hơn 30%. Hiện tại, hầu hết các gói thầu đều đang được đẩy mạnh triển khai với tiến độ khả quan, theo sát mục tiêu đi vào vận hành giai đoạn 1 từ 2026 (trong kịch bản tích cực, Thủ tướng đề xuất hoàn thành các hạng mục lớn của dự án trong 2025). Sau giai đoạn 2024 trầm lắng, chúng tôi cho rằng lĩnh vực đầu tư công sẽ là nhóm ngành đáng theo dõi trong 2025 khi nhiều dự án trọng điểm sẽ tới thời hạn hoàn thành và nghiệm thu (đặc biệt trong bối cảnh tiến độ giải ngân các dự án trong 2024 còn chậm so với kế hoạch), các doanh nghiệp với backlog lớn, đảm bảo tiến độ triển khai, chất lượng theo yêu cầu có thể ghi nhận doanh thu lớn trong năm.
- **Nhu cầu đường dây truyền tải điện, trạm biến áp dự báo gia tăng trong 2025/2026.** Vừa qua, đường dây 500kV mạch 3 Quảng Trạch – Phố Nối đã hoàn thành đóng điện vào hệ thống, giúp tăng 2x khả năng truyền tải điện từ miền Trung ra miền Bắc trong thời gian tới. Tuy nhiên, dựa trên số liệu cập nhật của EVN, tình trạng quá tải trên hệ thống, thiết bị truyền tải điện quốc gia vẫn ở mức cao (tỷ lệ này ở miền Bắc, miền Trung, miền Nam đạt trung bình 21%/9%/19% trong 8M2024) sẽ đòi hỏi sự cải thiện, gia tăng về đường dây truyền tải, trạm biến áp trong thời gian tới trong bối cảnh tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện trong giai đoạn 2026-2030 được dự báo đạt 7%/năm. KBSV kỳ vọng các dự án truyền tải điện sẽ được đẩy mạnh triển khai trong thời gian tới nhờ (1) nhu cầu sử dụng cấp thiết nhằm đáp ứng nguồn điện phục vụ sinh hoạt, sản xuất trong tương lai, phù hợp kế hoạch đề ra trong

Quy hoạch Điện VIII, (2) cơ chế mua bán điện trực tiếp đã được ban hành và áp dụng trong thời gian tới sẽ kích thích nhu cầu xây dựng đường dây truyền tải từ phía tư nhân.

- **Chúng tôi đánh giá Tích cực với triển vọng nhóm cổ phiếu đầu tư công.** Với những doanh nghiệp xây dựng hạ tầng trong danh sách theo dõi của KBSV, so sánh với lịch sử, chúng tôi cho rằng định giá PBR trung bình đang ở vùng tương đối hấp dẫn (-0.5 STD so với trung bình 5 năm) với triển vọng doanh thu, lợi nhuận tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2025-2026 nhờ nhờ hạch toán backlog từ các dự án đầu tư công. Nhà đầu tư có thể cân nhắc giải ngân từng phần trong thời gian tới, một số mã cổ phiếu ưa thích của chúng tôi bao gồm VCG, LCG, HHV, PC1.

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng**Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích**

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản**Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu**Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược**Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược**

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ**Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ**Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

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

Chi nhánh Hà Nội:

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

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

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

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

Chi nhánh Sài Gòn:

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

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

LIÊN HỆ

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

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

Email: ccc@kbsec.com.vnWebsite: www.kbsec.com.vn**Hệ thống khuyến nghị**

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)**

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)**

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.

