



DSC

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

T11/2023

| Chờ điểm rung lắc

Ngày báo cáo: 9/11/2023

MỤC LỤC

| | |
|--------------------------------|-----------|
| Tóm tắt báo cáo | <u>01</u> |
| Nhận định thị trường | <u>02</u> |
| Cập nhật danh mục | <u>04</u> |
| | |
| Ngành Thép | <u>05</u> |
| <i>Tiêu điểm: HPG</i> | <u>07</u> |
| Ngành Chứng khoán | <u>08</u> |
| <i>Tiêu điểm: SSI</i> | <u>09</u> |
| | |
| Phụ lục: Hiệu suất đầu tư BCCL | <u>10</u> |



Nhận định thị trường

Sau đà giảm rất mạnh từ 1250, lực cầu phản kháng đã xuất hiện vào cuối tháng 10. Với đà phục hồi mạnh, xuất hiện phiên bùng nổ theo đà, chúng tôi kỳ vọng nhịp hồi sẽ tiếp tục trong tháng 11.

Chiến lược giao dịch: Chờ điểm rung lắc

Tuy nhận định thị trường sẽ phục hồi, sau đà giảm rất mạnh và sốc của VNINDEX từ 1250 điểm, chúng tôi đánh giá thị trường sẽ không thể phục hồi theo hình chữ V, mà sẽ có những rung lắc trên đường. Do đó, chúng tôi sẽ duy trì tỷ trọng cổ phiếu hiện tại (65%) và sẽ chỉ gia tăng thêm tại các nhịp rung lắc.

Cập nhật ngành Thép

Trong 9 tháng đầu năm, thép Việt Nam đã phải cạnh tranh rất mạnh với nguồn cung giá rẻ từ Trung Quốc. Với (1) dự phóng cung giảm, cầu tăng của ngành Thép trung quốc và (2) thực tế KQKD của các doanh nghiệp Thép Việt đang phục hồi, DSC đánh giá điểm xấu nhất của ngành Thép Việt đã đi qua.

Chúng tôi sẽ canh giải ngân vào HPG trong các nhịp rung lắc của thị trường

Cập nhật ngành Chứng khoán

Với thanh khoản thị trường tăng rất mạnh trong Q3, DSC đánh giá Q3 có thể đã là đỉnh lợi nhuận của các công ty chứng khoán. Tuy nhiên, triển vọng dài hạn của ngành vẫn rất tích cực với các câu chuyện KRX và nâng hạng thị trường.

Chúng tôi sẽ canh giải ngân vào SSI trong các nhịp rung lắc của thị trường

Nhận định thị trường: Điểm lại tháng 10

Thị trường tiếp đà bán tháo trong tháng 10

Biểu đồ 1: Chỉ số VNINDEX xuất hiện tín hiệu cân bằng đầu tiên



Diễn biến thị trường chứng khoán T10 trong chiều hướng giảm điểm mạnh, đón nhận áp lực cung “bán tháo” kích hoạt khi không thể neo giữ đường tín hiệu dài hạn MA200. Dù biên độ đà giảm còn lớn nhưng thanh khoản bán dần thu hẹp kể từ vùng đỉnh, ghi nhận tổng GTGD khớp lệnh T10 đạt 289 nghìn tỷ đồng, -29% MoM; **đây là tín hiệu phân kỳ thể hiện đà bán có phần tiết cung (áp lực giảm)**. Quán tính “thả rơi” trong tháng đến từ (1) lực cầu do ảnh hưởng tâm lý của nhà đầu tư, (2) giao dịch bán tháo cục bộ tại một số cổ phiếu trụ lớn như VHM, VIC, MSN, MWG.

Cập nhật tại phiên 03/11/2023, chỉ số VNINDEX đóng cửa tại 1076.78 điểm. Diễn biến thị trường tuần cuối T10 xuất hiện nhịp phục hồi đáng kể, +5.4% tính từ vùng đáy 1020 điểm chỉ vốn vẹn trong 3 phiên; bật lên từ vùng nền giao dịch tích lũy trong 4T đầu năm 2023.

Lực cầu phản kháng đã xuất hiện!

Tín hiệu phục hồi mạnh mẽ không chỉ xuất hiện tại thị trường Việt Nam mà còn lan rộng tại thị trường chứng khoán thế giới, hưởng ứng với câu chuyện có thể **dừng lộ trình nâng lãi suất điều hành dài hạn từ FED**. Từ đó, “cởi trói” tâm lý giao dịch trên thị trường với những tia hy vọng đầu tiên về tín hiệu tạo đáy đã được xác nhận.

Trên phương diện kỹ thuật, trạng thái 3 nến tuần “rút chân” liên tiếp ghi nhận chênh lệch giá thu hẹp; điểm trừ là động lượng thanh khoản chưa gia tăng vượt trội ở những phiên sau. Chúng tôi xét đây là diễn biến nỗ lực tạo đáy “stopping volume” (theo VSA) với sức mạnh trung bình. Diễn biến rung lắc có thể xuất hiện, song để kích hoạt áp lực bán hoảng loạn dự phóng xác suất thấp. Trước mắt, thị trường sớm gặp áp lực cung tại ngưỡng kháng cự 1090-1100 điểm – “gap down” kích xu hướng giảm ngắn hạn trước đó (đồ thị ngày).

Cơ hội hồi phục?

Thị trường cần vượt qua mốc cản ngắn hạn trên để kích hoạt kỳ vọng và tâm lý giao dịch cởi mở trở lại, trước khi có những kỳ vọng xu hướng lớn hơn. Nhóm ngành Bất động, Thép đang ghi nhận tín hiệu dòng tiền sớm, kỳ vọng trở thành nhóm dẫn dắt trong trường hợp thị trường bùng nổ theo đà.

Tổng quát, thị trường vượt qua áp lực cung hoảng loạn, vực dậy tâm lý giao dịch trong những ngày cuối T10. Tuy nhiên, kỳ vọng diễn biến hồi phục hình chữ V tiến về vùng đỉnh (ngưỡng 1200-1250 điểm) có phần vội vàng. **DSC dự báo thị trường tích lũy trong xu hướng tích cực hơn, nhưng chỉ trong biên giao dịch “sideway” trung hạn 1000-1160 điểm; và kháng cự ngắn hạn 1090 điểm.**

Điểm cân bằng trung hạn

Hỗ trợ trung hạn: 1000-1020 điểm

Kháng cự trung hạn: 1160 điểm

Nhận định thị trường: Các kịch bản

Đánh giá các kịch bản trong tháng 11

Thị trường đã diễn ra theo kịch bản 2 (kịch bản 70%) trong BCCL T10 theo chiều hướng điều chỉnh tiêu cực. DSC thống kê đã giảm từ đỉnh về 15% (mức 1050 điểm) là biên độ điều chỉnh cho phép trong môi trường chính sách tiền tệ nới lỏng. Vì vậy, khi chỉ số có biến động giảm điểm nhanh về vùng 1020 điểm (tương đương -18% từ đỉnh) đã ghi nhận lực cầu hay dòng tiền trung hạn tham gia trở lại.

DSC đánh giá thời điểm T11 là giai đoạn thị trường diễn biến khởi sắc hơn bởi (1)biến động dòng tiền đã chiết khấu với câu chuyện KQKD Q3; (2)diễn biến cân bằng trở lại ở nhóm cổ phiếu trụ; (3)áp lực lãi suất trong và ngoài nước hạ nhiệt; (4)hành động giải ngân mua trở lại ở khối Tổ chức.

Xu hướng trung hạn kỳ vọng tạo vùng cân bằng và sideway phía trên ngưỡng 1000-1020 điểm. Chiến lược giao dịch có thể linh hoạt gia tăng tỷ trọng, và chủ động trading cơ hội ngắn hạn. Dòng tiền dài hạn có thể tham gia giải ngân với cổ phiếu định giá cơ bản rẻ (P/B)

Kịch bản 1: Điểm cân bằng trung hạn (75%)

Biểu đồ 2: Thị trường giao dịch trong biên 1020-1160 điểm

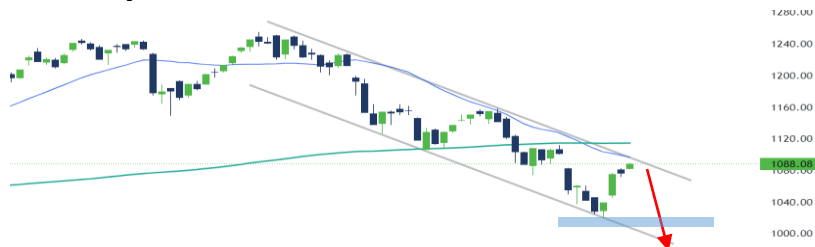


Phiên 02/11, chỉ số Vnindex đã xuất hiện tín hiệu mở xu hướng tăng với độ lan tỏa rộng ở nhiều nhóm ngành. Tuy nhiên, ngưỡng kháng cự “gap down” 1090 điểm (ma20) ngay lập tức cản trở xu hướng ngắn hạn. Thị trường có thể xuất hiện nền tái tích lũy ngắn tại đây; và để giữ trạng thái dòng tiền mua lên tích cực, trong những nhịp điều chỉnh, ngưỡng 1040 điểm không được bị vi phạm.

Ở kịch bản tích cực nhất, thị trường hoàn thành mô hình “đảo gom hàng” (Island Reversal). Từ đó, NĐT có thể gia tăng tỷ trọng danh mục, hướng mục tiêu lên ngưỡng 1150-1160 điểm; với kỳ vọng nhóm ngành dẫn dắt là nhóm Bất động sản, Tài nguyên cơ bản.

Kịch bản 2: Vận động trong thị trường giá xuống (25%)

Biểu đồ 3: Quán tính điều chỉnh về 920 điểm



Ở kịch bản này, thị trường sớm bị “dội gáo nước lạnh”, lực cung lớn ngăn chặn tại ngưỡng ma20, tiếp diễn vận động trong thị trường giá xuống. Động cơ cho nhịp điều chỉnh mạnh diễn ra đến từ 2 biến số rủi ro (1) biến động địa chính trị trở nên căng thẳng, (2)NHNN hoặc FED bất ngờ có hành động thắt chặt chính sách trở lại.

Trên phương diện kỹ thuật, chỉ số VNIndex sẽ phá vỡ kết cấu sóng ABC; hình thành sóng giảm mở rộng với 5 bước sóng với dư địa điều chỉnh về mốc 900-920 điểm. Dấu hiệu cho thấy xu hướng ngắn hạn yếu đi khi vi phạm các mốc 1040 điểm và 1000 điểm, tương ứng với 2 ngưỡng để quản trị, hạ tỷ trọng.

**Kịch bản 1: Xác nhận
chứng lại đà điều chỉnh**

**Kịch bản 2: Sóng giảm
mở rộng**

Chiến lược tháng 11 & 12: Chờ điểm rung lắc để giải ngân

Trong tháng 10, thị trường chịu áp lực điều chỉnh rất mạnh do (1) những lo ngại về đảo chiều chính sách tiền tệ (phát biểu của thống đốc NHNN ngày 16/10), (2) áp lực tỷ giá, và (3) tín hiệu tiêu cực liên thị trường (TTCK thế giới cũng xuất hiện điều chỉnh).

Trong tháng 11, sau khi mà (1) thị trường đã điều chỉnh rất mạnh, nhanh, (2) áp lực tỷ giá đã nguôi ngoai (do DXY giảm mạnh), và (3) FED đưa ra các nhận định có phần "bồ câu" hơn trước (FED's Powell: "lãi suất TPCP Mỹ đã đủ cao, chúng tôi không còn cần tăng lãi suất), và (4) thị trường đã hồi phục tốt, xuất hiện phiên bùng nổ theo đà, **DSC kỳ vọng nhịp hồi phục này sẽ tiếp tục diễn ra tháng 11.**

Tuy nhận định thị trường sẽ phục hồi, sau đà giảm rất mạnh và sốc của VNINDEX từ 1250 điểm, chúng tôi đánh giá thị trường sẽ không thể phục hồi theo hình chữ V, mà sẽ có những rung lắc trên đường. Do đó, **chúng tôi sẽ duy trì tỷ trọng cổ phiếu danh mục ở mức 65% và sẽ chi gia tăng thêm tại các nhịp rung lắc.** Trong kịch bản thị trường điều chỉnh tạo đáy 2, chúng tôi sẽ giải ngân toàn bộ tài khoản để tham gia các nhóm ngành Chứng khoán, Thép, Ngân hàng.

Cập nhật danh mục tháng 11

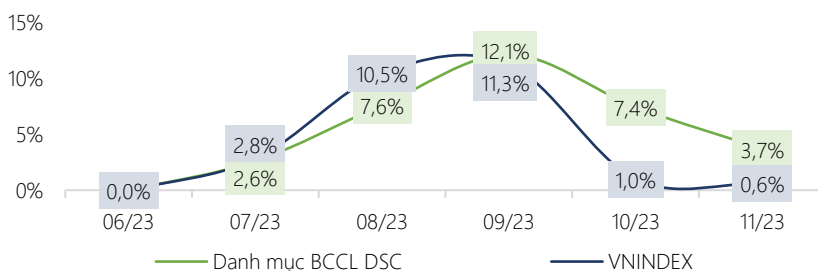
**Lưu ý: Trong trường hợp cần giải ngân/bán vị thế giữa tháng, DSC sẽ cập nhật qua báo cáo "Danh mục chiến lược Năng Động" xuất bản mỗi chiều hàng ngày.*

Sau báo cáo KQKD Q3 kém & thương vụ bán BHX khả năng sẽ không được giá như kỳ vọng, MWG đã có đà giảm điểm rất tiêu cực. Do đó, chúng tôi sẽ **canh cắt lỗ MWG** khi cổ phiếu hồi phục trở về vùng giá 41.000 - 43.000 VNĐ/cp.

Chúng tôi cũng sẽ **canh mua 2 cổ phiếu HPG và SSI vào các nhịp rung lắc** của thị trường. Giá giải ngân thực tế có thể cao hơn/thấp hơn so với giá canh mua được đề cập ở các trang tiêu điểm cổ phiếu trong báo cáo này (*Sẽ được cập nhật nếu cần thiết thông qua các báo cáo [Danh mục chiến lược Năng động](#) xuất bản hàng chiều*)

| Cổ phiếu | Ngày mua | Hành động | Tỷ trọng | Giá mua gốc | Giá hiện tại | Giá chặn lỗ (Stop Limit) | Hiệu suất |
|--------------------|------------|--------------------|----------|-------------|--------------|--------------------------|-----------|
| MWG | 10/07/2023 | Canh cắt lỗ giá 43 | 10% | 50 | 40,3 | 33 | -19,4% |
| STB | 06/08/2023 | Nắm giữ | 10% | 30 | 29,65 | 25 | -1,2% |
| KBC | 06/08/2023 | Nắm giữ | 10% | 32,8 | 30,7 | 25 | -6,4% |
| PTB | 06/08/2023 | Nắm giữ | 15% | 54,5 | 56,9 | 50 | 4,4% |
| VNM | 05/09/2023 | Nắm giữ | 10% | 80 | 70,7 | 64 | -11,6% |
| BSR | 05/09/2023 | Nắm giữ | 10% | 20,5 | 19,1 | 17,5 | -6,8% |
| HPG | N/A | Canh mua | 0% | | | | |
| SSI | N/A | Canh mua | 0% | | | | |
| Tiền mặt | | | 35% | | | | |
| Hiệu suất tổng thể | | | | | | | -3,9% |

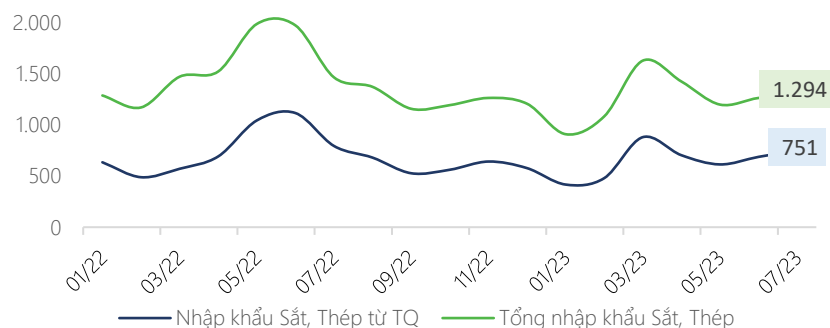
Biểu đồ 4: Hiệu suất đầu tư danh mục BCCL từ số tháng 6/2023 đến nay



Với quan điểm thị trường sẽ hồi phục đi kèm rung lắc, DSC sẽ chờ nhịp rũ cuối cùng trước khi giải ngân toàn bộ danh mục...

Giá thép Việt Nam chịu tác động trực tiếp từ giá Thép TQ

Biểu đồ 5: Giá trị nhập khẩu Sắt, Thép của Việt Nam (Đơn vị: Triệu USD)

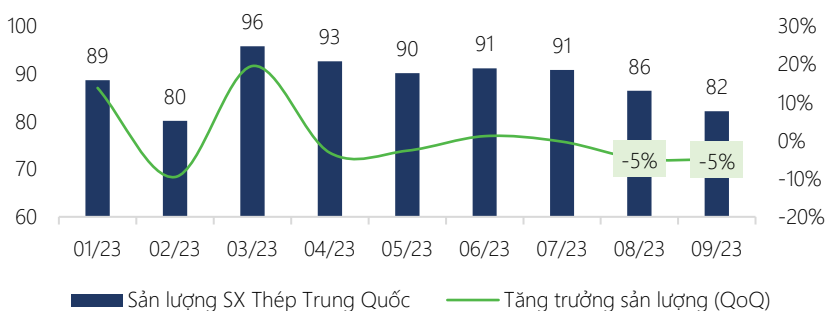


Nguồn: GSO (Số liệu hiện chỉ được GSO cập nhật tới hết tháng 7/2023)

Theo ước tính, hơn 50% tổng lượng nhập khẩu sắt thép vào Việt Nam tới từ Trung Quốc. Với nguồn cung lớn từ TQ, thép nội địa Việt Nam chịu sự cạnh tranh về giá trực tiếp với các doanh nghiệp thép TQ. Trong năm 2023, dù thị trường BĐS suy yếu, các doanh nghiệp thép TQ vẫn duy trì hoạt động sản xuất bình thường, từ đó dẫn tới hiện trạng thừa cung, thiếu cầu, khiến giá thép TQ bước vào đà giảm mạnh. Nguồn cung thép giá rẻ từ đó tràn sang Việt Nam, cạnh tranh và làm ảnh hưởng trực tiếp tới doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp thép nội địa.

Ngành Thép Trung Quốc kỳ vọng giảm cung, tăng cầu

Biểu đồ 6: Sản lượng sản xuất Thép tại Trung Quốc (Đơn vị: Triệu tấn/tháng)



Với áp lực từ lợi nhuận sụt giảm, từ tháng 7/2023, các nhà sản xuất Thép của Trung Quốc đã bắt đầu cắt giảm ~10% sản lượng sản xuất hàng tháng. Thêm vào đó, do những dự báo về ô nhiễm khí thải tăng cao, vào ngày 26/10, chính quyền tỉnh Đường Sơn và Hàm Đan, 2 tỉnh sản xuất Thép lớn của Trung Quốc, đã ban hành lệnh "ứng phó khẩn cấp độ 2" (Level-2 emergency response) và yêu cầu các nhà máy sản xuất Thép phải giảm sản lượng sản xuất. Với 2 yếu tố trên, chúng tôi tin rằng tình trạng dư cung của ngành Thép Trung Quốc sẽ được cải thiện ít nhất là trong 1-2 quý tới.

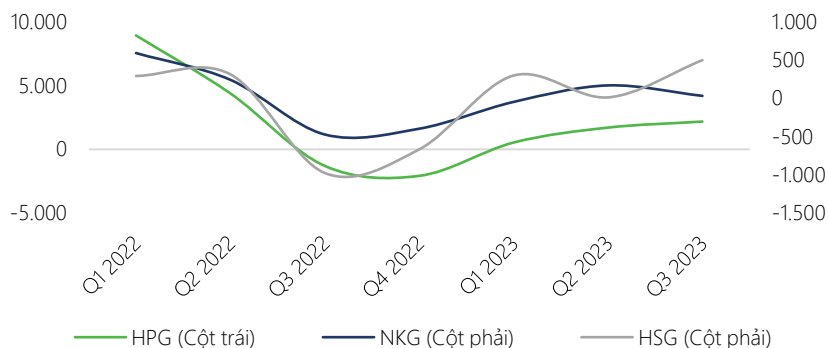
Giá Thép TQ dự phóng cũng sẽ được hưởng lợi từ dự phóng tăng cầu. Với nỗ lực kích thích nền kinh tế, ngày 24/10, Trung Quốc đã thông qua kế hoạch tăng thâm hụt ngân sách năm 2023 từ 3% GDP lên 3,8% GDP. Với mức tăng thâm hụt ngân sách đáng kể, DSC đánh giá TQ có thể tiếp tục đẩy mạnh xây dựng thông qua kênh đầu tư công, từ đó tăng nhu cầu tiêu thụ Thép của quốc gia này.

Với 2 yếu tố (1) giảm cung, (2) tăng cầu, DSC nhận định giá Thép TQ sẽ có sự hồi phục trong tương lai, từ đó làm giảm đi mức cạnh tranh giá với Thép Việt Nam.

Trung Quốc dự phóng cắt giảm sản xuất Thép và đẩy mạnh đầu tư công sẽ là động lực thúc đẩy sự phục hồi của ngành Thép VN trong quý 4...

Lợi nhuận doanh nghiệp ngành Thép phục hồi

Biểu đồ 7: Lợi nhuận 3 doanh nghiệp Thép đầu ngành (Đơn vị: tỷ VND)



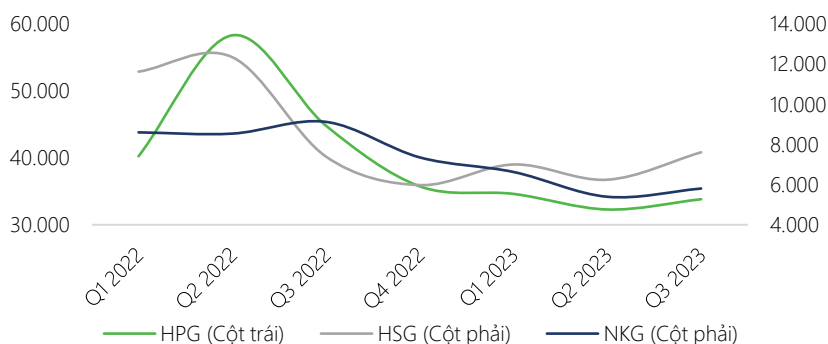
*Lưu ý: Năm tài chính của HSG đã được điều chỉnh tương ứng với 2 công ty so sánh

Nguồn: BCTC các công ty

Kể từ khi tạo đáy vào Q4/2022, lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành Thép đã phục hồi dù (1) giá Thép vẫn ở mức thấp và (2) triển vọng phục hồi ngành BĐS, Xây dựng chưa rõ ràng. Xu hướng này đã tiếp diễn trong Q3/2023 với HPG báo lãi trước thuế 2174 tỷ, HSG lãi 498 tỷ. Với kỳ vọng giá thép đã tạo đáy vào Q3, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành Thép sẽ tiếp tục cải thiện trong tương lai.

Lượng hàng tồn kho các doanh nghiệp Thép tăng trở lại

Biểu đồ 8: Hàng tồn kho 3 doanh nghiệp Thép đầu ngành (Đơn vị: tỷ VND)



*Lưu ý: Năm tài chính của HSG đã được điều chỉnh tương ứng với 2 công ty so sánh

Nguồn: BCTC các công ty

Sau 4 quý đẩy mạnh cắt giảm hàng tồn kho, các doanh nghiệp ngành Thép đã bắt đầu nhập hàng tồn kho trở lại, dù giá trị khoản hàng mua mới không quá cao. Tuy nhiên, với xu hướng cắt giảm hàng tồn kho kết thúc, DSC đánh giá điều này phản ánh quan điểm của các doanh nghiệp trong ngành rằng giai đoạn xấu nhất đã đi qua, và đây là thời gian để bắt đầu chuẩn bị cho 1 chu kỳ mới.

Kỳ vọng nhu cầu trở lại mạnh mẽ hơn từ T4/2024

Trong ngắn hạn, khi nhu cầu tiêu thụ nội địa còn yếu, chúng tôi đặt kỳ vọng rằng giá Thép Mỹ & EU (biểu đồ xx) tiếp tục neo cao, giúp doanh nghiệp Thép Việt Nam được hưởng lợi qua các đơn xuất khẩu Thép qua phương Tây.

Về mặt trung hạn, với cao điểm của ngành xây dựng thường rơi vào giai đoạn cuối Xuân (T4-T5), DSC kỳ vọng rằng nhu cầu tiêu thụ Thép sẽ tăng trở lại rõ ràng hơn từ giai đoạn tháng 4 năm 2023.

Ngành Thép đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất, lợi nhuận doanh nghiệp phục hồi...

Tiêu điểm cổ phiếu: HPG

Khuyến nghị: Mua

Giá mục tiêu: 29.000

Upside: 21% (từ vùng giải ngân)

Khuyến nghị: Giải ngân ở vùng giá 24.000 VNĐ/cp

Luận điểm đầu tư:

Kỳ vọng tiêu thụ nội địa phục hồi & giá thép đã tạo đáy

Lợi nhuận hồi phục

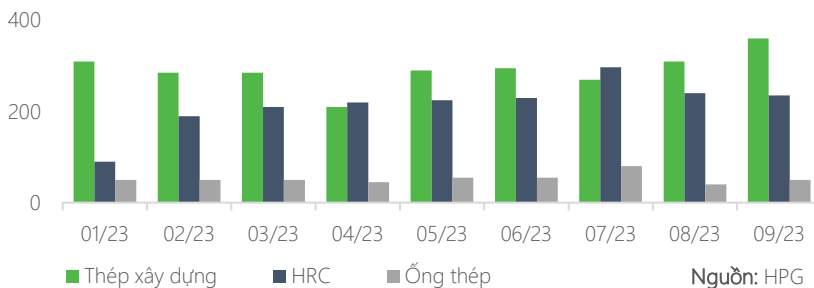
Nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động từ năm 2025

Rủi ro đầu tư:

Giá Thép nội địa & thế giới hồi phục kém hơn dự kiến

Kỳ vọng tiêu thụ nội địa phục hồi

Biểu đồ 9: Sản lượng Thép tiêu thụ của HPG

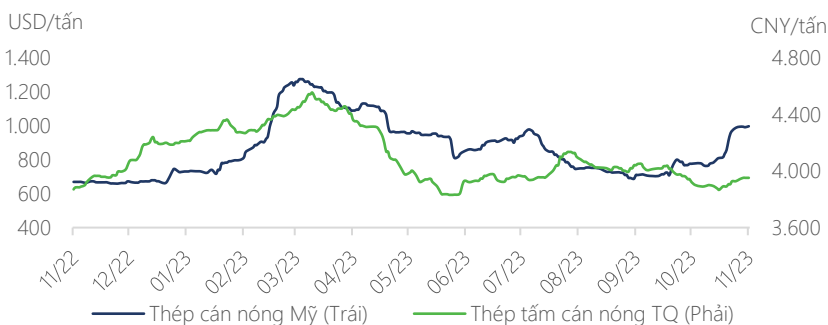


Trong 9 tháng đầu năm, tiêu thụ của thị trường nội địa vẫn ở mức yếu & phải chịu sự cạnh tranh từ các sản phẩm thép giá rẻ từ Trung Quốc. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tình trạng này đang dần được cải thiện.

Đầu tiên, như đã đề cập ở phần tổng quan ngành, DSC dự phóng giá Thép TQ sẽ tăng trong 1-2 quý tới do yếu tố giảm dư cung, tăng nhu cầu. Thêm vào đó, chúng tôi cũng nhận thấy nhu cầu tiêu thụ Thép Việt Nam đang có xu hướng hồi phục. Cụ thể với HPG, trong tháng 9, công ty đạt sản lượng xuất khẩu thép xây dựng 352.000 tấn, cao nhất kể từ thời điểm đầu năm, do đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường EU (hiện nguồn cung Sắt, Thép phương Tây đang giảm do các cuộc đình công kéo dài). Trong Q4/2023, chúng tôi kỳ vọng nhà nước đẩy mạnh các dự án đầu tư công, từ đó giúp cải thiện nhu cầu tiêu dùng Thép nội địa.

Kỳ vọng giá Thép tạo đáy

Biểu đồ 10: Giá Thép Mỹ và Trung Quốc kỳ vọng đã tạo đáy



Nguồn: Trading Economics, Steelhome

Tăng trưởng dài hạn tới từ nhà máy Dung Quất 2

HPG đang tập trung toàn bộ tài chính của doanh nghiệp hiện tại để tài trợ cho dự án Khu liên hợp sản xuất gang thép Hoà Phát Dung Quất 2. DQ2 có tổng vốn đầu tư hơn 85.000 tỷ đồng được tài trợ 50% vốn của doanh nghiệp và 50% vốn Khu liên hợp gang thép Hoà Phát Dung Quất 2 dự kiến hoàn thành đầu năm 2025, với công suất 5,6 triệu tấn HRC/năm, đưa tổng công suất HRC hàng năm đạt 8,6 triệu tấn và năng lực sản xuất thép thô của Tập đoàn dự kiến là hơn 14 triệu tấn từ năm 2025.

Dự phóng kết quả kinh doanh

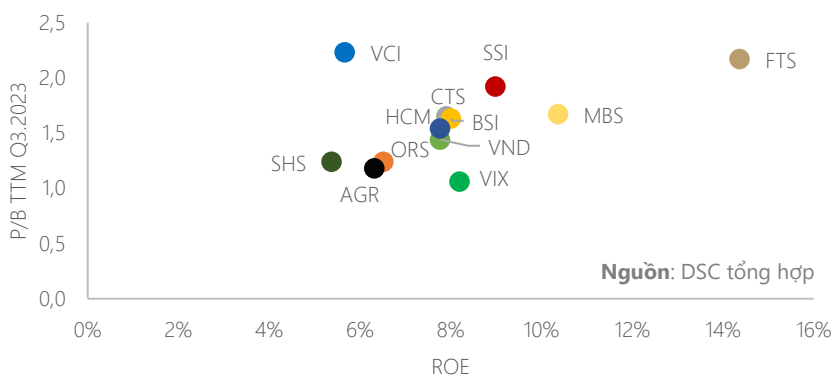
DSC ước tính doanh thu và lợi nhuận của HPG năm 2024 đạt lần lượt là 133.626 tỷ (-5,5% YoY) và 10.842 tỷ (+28,4% YoY). Sử dụng định giá theo phương pháp DCF và P/B, giá trị hợp lý của HPG trong 12 tháng tới đạt 29.000 VNĐ/cp, upside 21% so với vùng giải ngân kỳ vọng 24.000 VNĐ/cp của chúng tôi.

Bức tranh lợi nhuận tích cực nhưng nhiều sự phân hóa

Sự sôi động của thị trường trong Q2 và Q3 được ví như cơn mưa rào sau chuỗi ngày khô hạn của dòng chứng khoán. Thanh khoản dâng cao giúp mảng môi giới cải thiện, đà tăng giá liên tục cũng là cơ hội bùng nổ cho mảng tự doanh, đặc biệt là với nhóm chứng khoán nhỏ lẻ, lấy mảng tự doanh làm cốt lõi như: SHS, VIX, VDS, DAS... Việc ghi nhận lãi từ đánh giá lại giá trị thị trường giúp những công ty này đạt mức tăng trưởng tính bằng lần, trong khi đó, nhóm đầu ngành: SSI, HCM, VCI lại ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn hơn.

Tuy nhiên, đây là mức tăng không bền vững và không tạo ra dòng tiền thật cho doanh nghiệp. Với tình hình biến động và dự báo Q4 không được sáng, nhóm chứng khoán nhỏ lẻ khả năng cao sẽ lùi một bước và nhường lại vị trí dẫn đầu cho nhóm đầu ngành có thị phần vững chắc.

Biểu đồ 11: Định giá cổ phiếu chứng khoán



Sau đà giảm sâu của thị trường gần đây, định giá nhóm chứng khoán đã quay về mức tương đối hợp lý (dù chưa rẻ). Đây có thể là thời điểm hợp lý để cân nhắc giải ngân dòng chứng khoán do dư địa tăng trưởng còn khá lớn trong tương lai.

Hệ thống KRX vẫn là câu chuyện kỳ vọng trong dài hạn

Bảng 1: So sánh hệ thống cũ và hệ thống KRX (Nguồn: DSC tổng hợp)

| | Hệ thống cũ | KRX |
|--------------------------------------|-----------------------------------|-------------------|
| Khối lượng GD tối đa/phiên | 900.000 | 5.000.000 |
| Giá trị GD tối đa (tỷ/phiên) | 30.000 – 35.000 | > 100.000 |
| Khớp lệnh lô chẵn Khớp lệnh lô lẻ | Cấp số nhân của 100 Dưới 99 cổ | Cấp số nhân của 1 |
| Ngày GD | T + 1,5 | T+0 |
| Bán khống | Không | Có |

Sau 11 năm chờ đợi, hệ thống KRX đã và đang được kiểm thử tại các công ty chứng khoán, với tiến độ như hiện tại thì việc go-live trong năm nay là hoàn toàn khả thi. Khi áp dụng KRX, thông qua việc nới khối lượng giao dịch, rút ngắn thời gian giao dịch về t+0, đồng thời cho phép bán khống, vòng quay chứng khoán nhanh hơn, dẫn đến việc cải thiện đáng kể cho thanh khoản thị trường.

Ngoài triển vọng ngắn hạn về KRX, những yếu tố như: thị trường chứng khoán sẽ là kênh dẫn vốn quan trọng khi thị trường tín dụng đang dần bão hòa, tỷ lệ thâm nhập còn thấp... sẽ là những điểm tựa cho kỳ vọng dài hơi trong tương lai.

Bức tranh kết quả kinh doanh quý 3 tích cực với lợi nhuận bùng nổ. Mặc dù quý 4 được dự báo ảm đạm hơn, tuy nhiên triển vọng dài hạn vẫn còn sáng.

Tiêu điểm cổ phiếu: SSI

Khuyến nghị: Mua

Giá mục tiêu: 33.000 VND

Upside: 32% (từ vùng giải ngân)

Khuyến nghị: Giải ngân ở vùng giá 25.000 VNĐ/cp

Luận điểm đầu tư:

Doanh thu ổn định nhờ các khoản đầu tư quy mô lớn vào tài sản thu nhập cố định (fixed-income).

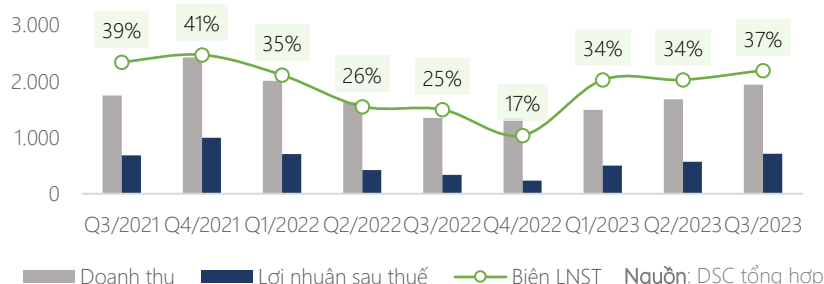
Thị phần lớn, kỳ vọng thuộc nhóm hưởng lợi đầu tiên khi hệ thống KRX được áp dụng.

Rủi ro đầu tư:

Thanh khoản thị trường Q4 dự kiến trầm lắng hơn do đã tạm qua giai đoạn sôi động trong Q2 và Q3.

Duy trì tốc độ tăng trưởng đều, leo dần về mức đỉnh năm 2021

Biểu đồ 12: Kết quả kinh doanh SSI theo quý giai đoạn Q3.2021 – Q3.2023

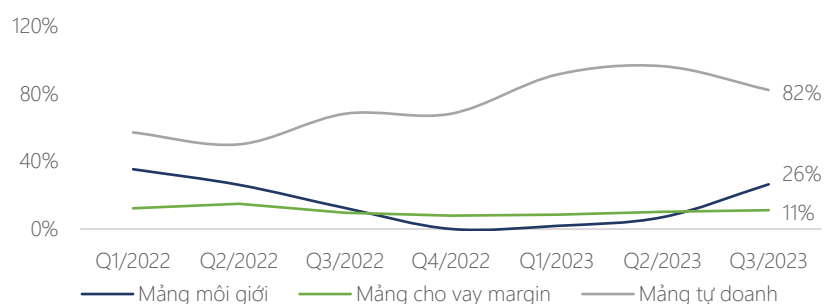


Q3/23, doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 1.941 tỷ (+44% yoy) và 710 tỷ (+111% yoy). Mức tăng vượt trội này một phần đến từ mức nền quay trở lại vùng tương đối thấp trong nửa cuối năm 2022.

Lũy kế 9T/2023, SSI hoàn thành lần lượt 74% và 70% kế hoạch DT và LNST 2023. Nếu phong độ được giữ vững, việc SSI hoàn thành kế hoạch năm là hoàn toàn có khả thi.

Lợi thế về nguồn vốn là bệ đỡ vững chắc nâng đỡ mảng cho vay margin và tự doanh

Biểu đồ 13: Biên lãi gộp các mảng kinh doanh chính của SSI Nguồn: DSC tổng hợp



Mảng tự doanh được coi là một điểm sáng, không chỉ giúp SSI trụ vững qua thời điểm thị trường khó khăn nhất, mà còn là động lực giúp SSI vươn lên từ đáy. Hoạt động kinh doanh nguồn vốn của SSI là một lợi thế cạnh tranh đặc biệt do SSI sở hữu lãi suất cho vay đầu vào thấp. Từ thời điểm SSI chuyển dịch sang nắm giữ nhiều tài sản thu nhập cố định (fixed-income assets), hiệu quả mảng tự doanh được cải thiện rõ rệt.

Bên cạnh đó, mức lãi suất ổn định mảng cho vay margin cũng là điểm tựa giúp SSI duy trì được dòng tiền đều đặn. Với mảng môi giới, biên lãi gộp được cải thiện theo diễn biến có phần sôi động hơn từ thị trường. Tuy nhiên, sau khi tham gia vào cuộc chiến zero fee (miễn phí giao dịch), mức biên này nhiều khả năng sẽ bị thu hẹp đáng kể, bù lại SSI sẽ thu hút được tệp khách hàng mới, tạo tiền đề cho mảng margin.

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của SSI 2023 sẽ đạt lần lượt 6.730 tỷ (+6% yoy) và 2.654 tỷ (+25% yoy). Giá mục tiêu của 2023 là 33.000 VNĐ/cp, upside 32% so với vùng giải ngân kỳ vọng của chúng tôi.

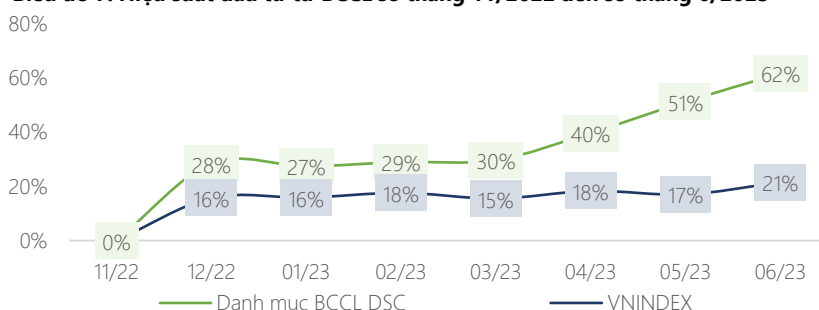
Phụ lục: Hiệu suất đầu tư báo cáo chiến lược

Danh mục Báo cáo chiến lược: Được cập nhật chủ yếu thông qua các "Báo cáo chiến lược" hàng tháng, có thể được cập nhật thông qua các báo cáo "Danh mục chiến lược" xuất bản hàng ngày. Cổ phiếu chọn trong BCCL chủ yếu dựa trên cơ bản (FA), tỷ trọng giải ngân dựa trên vận động thị trường.

Danh mục Chiến lược Năng Động: Được cập nhật thông qua các báo cáo "Danh mục chiến lược năng động" xuất bản hàng ngày. Cổ phiếu được chọn lọc chủ yếu qua các tín hiệu kỹ thuật (TA) với các tiêu chí: (1) tín hiệu xu hướng cổ phiếu trong ngắn và trung hạn vượt trội, (2) tỷ suất sinh lời trong vòng quay 3-4 tuần và (3) doanh nghiệp hoạt động lành mạnh và còn dư địa tăng theo định giá FA. Danh mục được kiểm duyệt hằng ngày để linh hoạt điều chỉnh các tiêu chí về tỷ trọng, giá mục tiêu, điểm cắt lỗ/chặn lãi,... dựa trên biến động của thị trường chung.

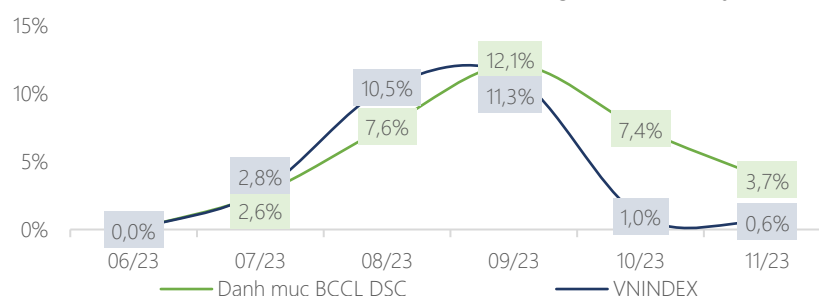
Hiệu suất đầu tư BCCL từ tháng 11/2022 đến tháng 6/2023*

Biểu đồ 7: Hiệu suất đầu tư từ BCCL số tháng 11/2022 đến số tháng 6/2023



Hiệu suất đầu tư BCCL từ tháng 6/2023 đến nay*

Biểu đồ 8: Hiệu suất đầu tư danh mục BCCL từ số tháng 6/2023 đến nay



*Kể từ BCCL tháng 6/2023, chúng tôi đề cập chi tiết hơn về tỷ trọng, giá mua, giá bán các cổ phiếu khuyến nghị. Để hoàn toàn minh bạch, chúng tôi tách ra 2 thời kỳ (trước và sau T6/2023 để tính hiệu suất). Với thời kỳ trước T6/2023, giá định tỷ trọng chia đều với các cổ phiếu khuyến nghị, giá mua (bán) bằng giá đóng cửa của các ngày xuất bản BCCL.

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

Lịch sử danh mục báo cáo chiến lược

| | |
|----------|---|
| T10/2023 | STB, KBC, PTB, MWG, BSR, VNM & Tiền mặt (35%) |
| T9/2023 | ACB, DGC, STB, KBC, PTB, MWG, BSR, VNM & Tiền mặt (10%) |
| T8/2023 | ACB, IDC, DGC, STB, KBC, PTB, MWG & Tiền mặt (20%) |
| T7/2023 | ACB, HHV, IDC, MWG*, KDH*, SSI*, DGC & Tiền mặt (50%) |
| T6/2023 | VPB, POW, QNS, ACB, IDC, HHV, REE & Tiền mặt (30%) |
| T5/2023 | VCI, DBC, IDC, STB, ACB, VPB, SSI, VND, VRE |
| T4/2023 | DGW, IDC, NLG |
| T3/2023 | STB, VIB, VPB, SSI, HPG |
| T2/2023 | LPB, PHR, BMP |

Các cổ phiếu được đánh dấu () là các cổ phiếu được khuyến nghị trong tháng nhưng không đạt điểm mua nên không thể mở vị thế. Để xem danh mục các báo cáo cũ hơn, vui lòng xem lại các số báo cáo chiến lược trước...

LỜI KẾT

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

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

Liên hệ

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

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

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

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

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

Phạm Vân Trang,
Chuyên viên phân tích
trang.pv@dsc.com.vn

Lê Thiên Hương,
Chuyên viên phân tích
huong.lt@dsc.com.vn