

Trung tâm
phân tích DSC



TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ 2024

Tìm về giá trị

19/1/2024

DSC
SECURITIES

Trung tâm
phân tích DSC

MỤC LỤC

- 01** Tổng quan
- 02** Cơ hội
- 05** Thách thức
- 09** Chiến lược
- 13** Triển vọng ngành



Cơ hội

- Các chính sách hỗ trợ (giảm lãi suất, giảm thuế, v.v.) đã được ban hành sẽ tiếp tục hỗ trợ nền kinh tế và thị trường hồi phục.
- FED dự kiến bắt đầu chu kỳ cắt giảm lãi suất trong Q2/2024.
- Lợi nhuận doanh nghiệp dự kiến sẽ phục hồi tốt trong năm 2024; tuy nhiên, sẽ có sự phân hóa.
- Việc triển khai KRX & tiến tới mục tiêu nâng hạng thị trường có thể thu hút dòng tiền ngoại trở lại.

Thách thức

- Tăng trưởng kinh tế toàn cầu còn yếu có thể ảnh hưởng tới khả năng phục hồi của Việt Nam.
- Rủi ro nợ xấu ngân hàng, nợ xấu TPDN vẫn còn tồn tại.
- Dự phóng thị trường có sự phân hóa mạnh dựa trên tốc độ hồi phục/tăng trưởng lợi nhuận thực tế của doanh nghiệp.

Góc nhìn thị trường & Chiến lược

- DSC đánh giá thị trường sẽ khởi động năm 2024 tích cực hơn.
- Chúng tôi đánh giá VNINDEX sẽ dao động trong biên 1.100 - 1.300 điểm.
- DSC đánh giá chiến lược giao dịch dựa trên giá trị (value) sẽ mang lại mức sinh lời tốt nhất cho năm 2024.

Triển vọng ngành:

- Đọc chi tiết về triển vọng từng ngành từ [trang 12](#)



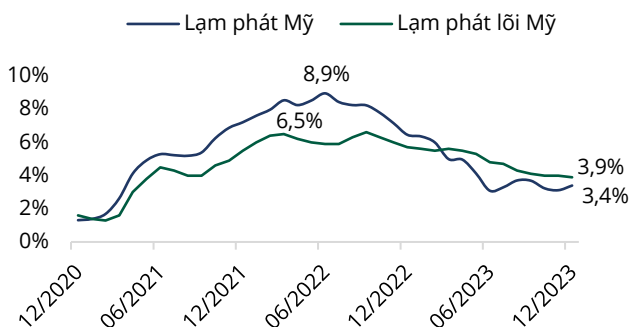
Cơ hội: Chính sách tiền tệ nới lỏng

"FED sẽ bắt đầu cắt giảm lãi suất từ năm 2024. Lãi suất Việt Nam tiếp tục giảm. Thông tư giãn nợ xấu được gia hạn..."

Mỹ: Lạm phát giảm tốt. FED sẽ bắt đầu cắt giảm lãi suất

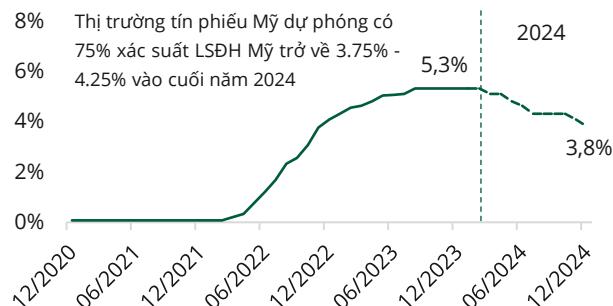
Biểu đồ 1: Lạm phát Mỹ giai đoạn 2020 - 2023

(Nguồn: FRED, DSC tổng hợp)



Biểu đồ 2: Dự phóng LSDH Mỹ giảm 1,5% năm 2024

(Nguồn: CME, DSC tổng hợp)



Để kìm nén lạm phát bùng nổ, trong năm 2022, FED đã có đợt tăng lãi suất mạnh nhất trong 40 năm trở lại đây. Đến nay, những chính sách thắt chặt tiền tệ của Mỹ đã phát huy hiệu quả. Lạm phát (CPI) và lạm phát lõi (Core CPI) của Mỹ hiện đã giảm tốt, chỉ còn đạt lần lượt 3.1% và 4% theo số liệu gần nhất, thấp hơn mức lãi suất điều hành của FED.

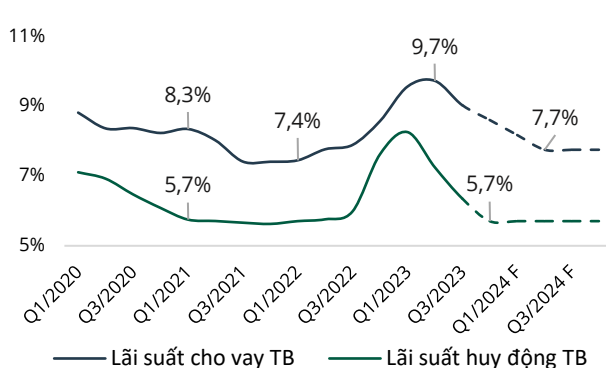
Với tiến độ tích cực, FED sẽ bắt đầu cắt giảm lãi suất điều hành từ năm 2024. **Theo dự phóng từ thị trường tín phiếu Mỹ, FED có thể cắt giảm lãi suất tới 6 lần (~1.5%) trong năm 2024.**

FED bắt đầu chu kỳ cắt giảm, Việt Nam sẽ giảm áp lực về mặt tỷ giá USD/VND, giảm áp lực lạm phát từ nhập khẩu và từ đó **giảm mạnh rủi ro cần thắt chặt tiền tệ trở lại.**

Việt Nam: Lãi suất cho vay sẽ tiếp tục giảm. Thông tư giãn nợ xấu được gia hạn.

Biểu đồ 3: Lãi suất cho vay trung bình các NHTM

(Nguồn: BCTC các NH niêm yết, DSC tổng hợp)



Ngay từ Q2/2023, NHNN đã dám đi ngược với thế giới và bắt đầu chu trình cắt giảm lãi suất điều hành. Sau các đợt cắt giảm lãi suất, hiện lãi suất tiền gửi của các NHTM đã chạm đáy, thấp hơn cả giai đoạn COVID.

Với chi phí vốn của các NHTM đã giảm mạnh, lãi suất cho vay trung bình các NHTM cũng đã quay đầu giảm từ sau Q2/2023. **Do lãi suất cho vay thường đi chậm hơn lãi suất huy động ~6 tháng, DSC dự phóng lãi suất cho vay sẽ tiếp tục giảm và chạm đáy vào cuối 1H/2024.**

Về tình trạng nợ xấu, DSC kỳ vọng thông tư 02/2023/TT-NHNN về giãn nợ tín dụng sẽ được gia hạn vào cuối Q1 - đầu Q2/2024, giúp doanh nghiệp thoát khỏi tình trạng bị chuyển nhóm nợ và không thể tiếp cận vốn.

Với (1) lãi suất cho vay tiếp tục giảm và (2) thông tư giãn nợ tín dụng kỳ vọng được gia hạn, **DSC đánh giá các doanh nghiệp có thể giảm tải được áp lực tài chính cũng như dễ dàng tiếp cận tín dụng hơn trong năm 2024.**

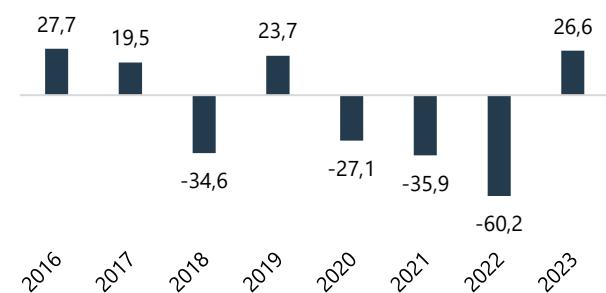
Cơ hội: Chính sách tiền tệ nới lỏng

"Dòng tiền ngoại đầu tư vào Châu Á đạt mức cao nhất 7 năm trở lại, tập trung chủ yếu vào Ấn Độ & Hàn Quốc..."

Sau 3 năm bán ròng, khối ngoại đẩy mạnh đầu tư vào thị trường Châu Á

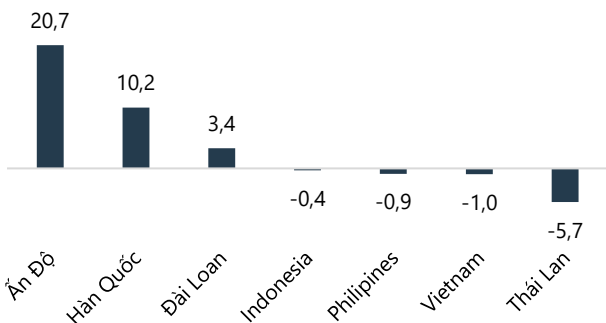
Biểu đồ 4: Dòng tiền đầu tư (tỷ USD) vào thị trường chứng khoán Châu Á giai đoạn 2016 - 2023

(Nguồn: LSEG Datastream, Reuters, DSC tổng hợp | Đv: Tỷ USD)



Biểu đồ 5: Dòng tiền đầu tư vào thị trường chứng khoán Châu Á năm 2023

(Nguồn: LSEG Datastream, Reuters, DSC tổng hợp | Đv: Tỷ USD)



Sau 3 năm bán ròng, khối ngoại đã trở lại và giải ngân mạnh tay vào thị trường Châu Á. Cụ thể, trong năm 2023, các thị trường Châu Á (không tính TQ & Nhật Bản) đã hút ròng 26,6 tỷ USD từ các nhà đầu tư quốc tế, là mức cao nhất trong 7 năm trở lại.

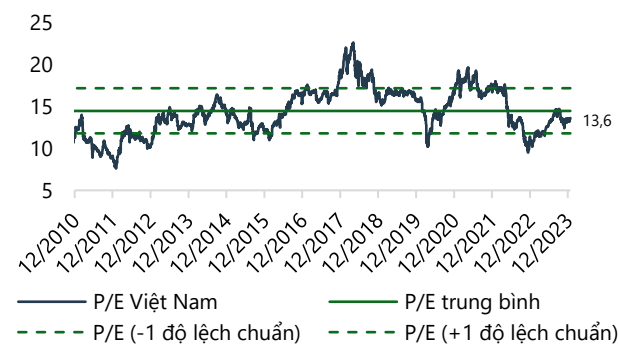
Tuy nhiên, dòng tiền ngoại trong năm 2023 rất phân hóa, chỉ tập trung vào 3 thị trường chính là Ấn Độ (lợi nhuận DN hồi phục tốt) và Hàn Quốc, Đài Loan (để đầu tư vào làn sóng AI, dẫn đầu bởi các doanh nghiệp như TSM, Samsung, v.v.).

Trong năm 2024, DSC kỳ vọng Việt Nam cũng có thể đón được dòng tiền đầu tư ngoại với điều kiện (1) lợi nhuận doanh nghiệp phục hồi tốt và (2) thị trường Việt Nam được nâng hạng bởi FTSE.

Việt Nam: Lợi nhuận doanh nghiệp cần phục hồi để hút ròng tiền ngoại

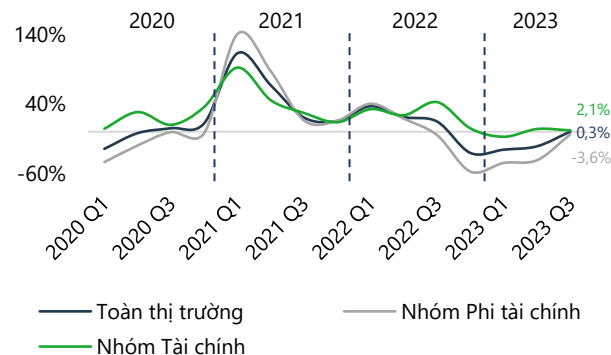
Biểu đồ 6: P/E thị trường Việt Nam

(Nguồn: FiinPro, DSC tổng hợp)



Biểu đồ 7: Tăng trưởng LNST (YoY) các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam

(Nguồn: FiinPro, DSC tổng hợp)



Thị trường Việt Nam hiện có mức P/E 13,6, thấp hơn trung bình 13 năm trở lại ~14,5. Tuy vậy, dòng tiền đầu tư có vẻ vẫn còn khá dè chừng với thị trường chứng khoán Việt Nam.

Để lý giải hiện tượng trên, đầu tiên, xét về mặt định giá; VNINDEX tuy có định giá thấp so với lịch sử nhưng cũng đã cao hơn định giá của các thị trường mới nổi Châu Á (PE 12,9). Tiếp đó, lợi nhuận doanh nghiệp sản xuất VN hồi phục thấp/suy yếu mạnh trong năm 2023. Nhóm ngân hàng có lợi nhuận ổn định thì hầu hết đều đã kín room ngoại.

Trong năm 2024, với mức nền lợi nhuận doanh nghiệp thấp, DSC kỳ vọng các doanh nghiệp Việt Nam sẽ đạt tăng trưởng lợi nhuận vượt bậc, tạo điều kiện để hút ròng dòng tiền đầu tư từ khối ngoại.

Cơ hội: KRX & Nâng hạng thị trường

"Việc triển khai KRX thành công sẽ giúp thị trường có thêm nhiều loại dịch vụ & tiến gần hơn đến mục tiêu nâng hạng..."

Hệ thống KRX kỳ vọng giúp cải thiện thanh khoản thị trường

Biểu đồ 8: So sánh hệ thống hiện tại và hệ thống KRX

(Nguồn: DSC tổng hợp)

	Hệ thống hiện tại	KRX
Khối lượng giao dịch	2,5 triệu lệnh/ngày	5 triệu lệnh/ngày
Thanh khoản tối đa	30 – 35 nghìn tỷ đồng	~ 100 nghìn tỷ đồng
Thời gian thanh toán	T + 1,5	T + 0
Giao dịch lô chẵn/lẻ	- Lô chẵn: bội số của 100 - Lô lẻ: từ 99 cổ phiếu trở xuống	Bội số của 1
Các sản phẩm tài chính	Không cho phép short sell	Cho phép short sell

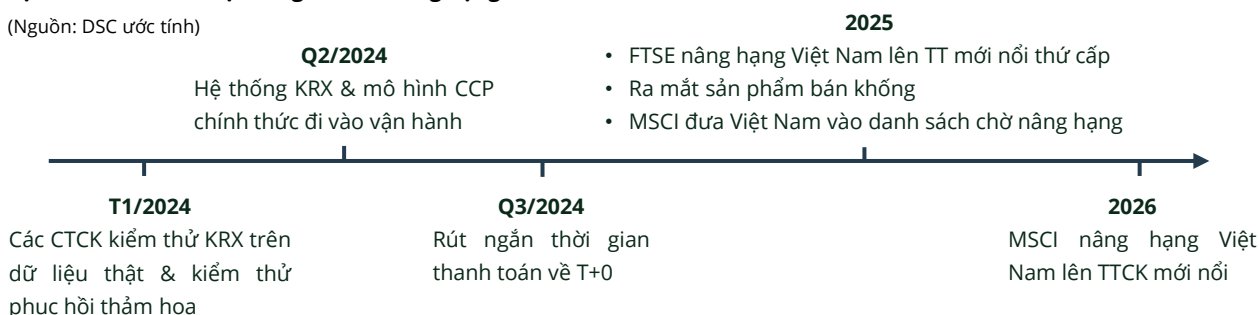
Quyết tâm vận hành KRX trong 2024

Việc hệ thống KRX được đưa vào vận hành trong năm 2024 hứa hẹn sẽ là một trong những động lực tăng trưởng cho TTCK nói chung và nhóm CK nói riêng. Trong ngắn hạn, hệ thống kỳ vọng sẽ làm nhiệm vụ xử lý tình trạng nghẽn lệnh, nâng mức thanh khoản tối đa và ổn định hệ thống. Trong trung và dài hạn khi hệ thống KRX và Mô hình trung tâm thanh toán bù trừ trung tâm (CCP) hoàn thiện, TTCK sẽ có những thay đổi lớn như: **(1) Tăng khối lượng giao dịch và thanh khoản tối đa, (2) giảm thời gian thanh toán và (3) ra mắt các sản phẩm tài chính mới.**

Tuy hệ thống KRX đã lỡ hẹn Go-live theo kế hoạch vào T12/2023, nhưng đây là một dự án lớn và việc có thêm thời gian để hoàn thiện và kiểm định kỹ lưỡng sẽ đảm bảo việc giao dịch diễn ra ổn định khi hệ thống đi vào hoạt động.

Lộ trình triển khai hệ thống KRX và nâng hạng TTCK

(Nguồn: DSC ước tính)



Thách thức: Tăng trưởng kinh tế yếu

"Nền kinh tế thế giới vẫn được dự báo sẽ hồi phục khá chậm chạp trong năm 2024..."

Mỹ: Triển vọng hạ cánh mềm nhưng khó bứt phá

Trong Q3/2023, Mỹ đã đạt được kết quả tăng trưởng GDP rất mạnh 5% YoY. Tuy nhiên, điều này không đồng nghĩa với việc Mỹ trở lại pha tăng trưởng. Theo dự phóng mới nhất từ các tổ chức tài chính lớn tại Mỹ như JP Morgan, Goldman Sachs, Blackrock, v.v..., Mỹ vẫn được dự phóng sẽ chỉ ghi nhận tăng trưởng GDP ~1-2% trong năm 2024.

Thêm vào đó, rủi ro suy thoái tại quốc gia này cũng chưa được triệt tiêu. Theo 1 số nhận định, Mỹ vẫn có thể xảy ra suy thoái chu kỳ (suy thoái nhẹ) vào giai đoạn cuối 1H/2024.

Trung Quốc: Hồi phục yếu

Dù được đặt rất nhiều kỳ vọng trong năm 2023 sau khi mở cửa, kết quả thực tế của nền kinh tế Trung Quốc không được như kỳ vọng. Theo dự phóng mới nhất của IMF, tăng trưởng GDP Trung Quốc năm 2023 và 2024 sẽ đạt lần lượt 5,4% và 4,6%, là mức rất thấp so với tốc độ tăng trưởng GDP trung bình 9%/năm trong 20 năm trở lại.

Đáng chú ý, mức tăng trưởng thấp này đạt được trong điều kiện (1) chính phủ Trung Quốc đang rất hỗ trợ nền kinh tế, (2) tăng trưởng GDP TQ năm 2023 hưởng lợi từ yếu tố nền thấp, (3) hiện tượng giảm phát xuất hiện tại TQ.

Việt Nam: Độ mở lớn, chịu ảnh hưởng từ tác động quốc tế

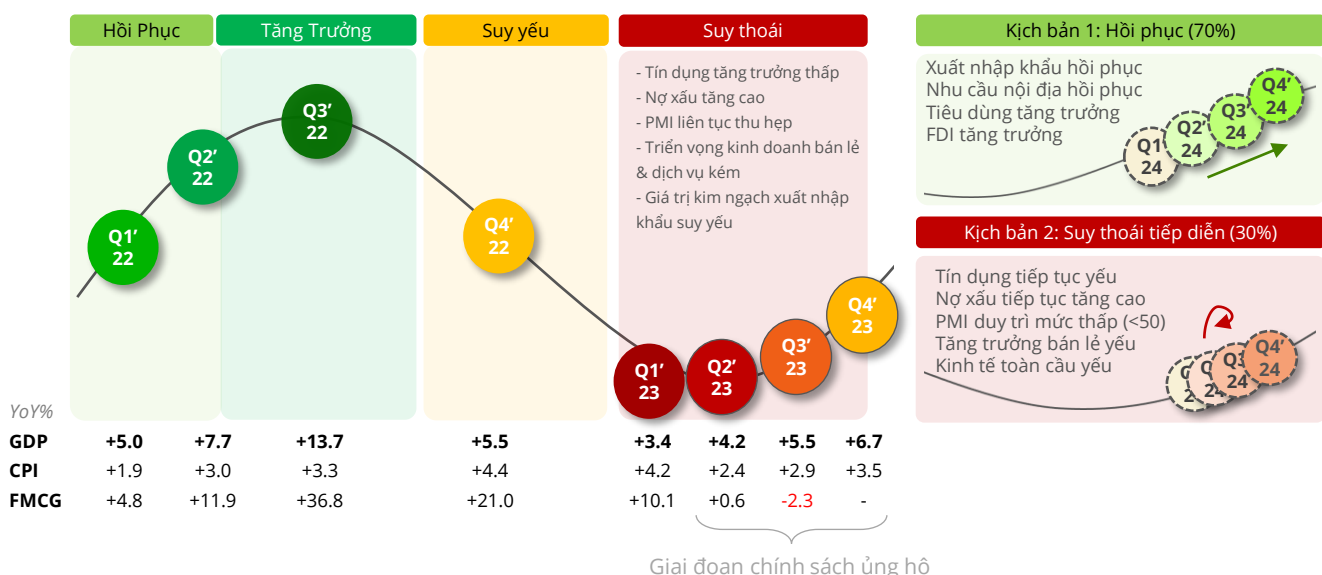
Nền kinh tế Việt Nam có độ mở lớn, chịu ảnh hưởng trực tiếp từ các đối tác lớn như Mỹ, EU, Trung Quốc. Do đó, trong bối cảnh nền kinh tế của các đối tác chưa phục hồi tốt như kỳ vọng, nền kinh tế Việt Nam cũng sẽ khó có sự bứt phá. Tuy nhiên, cần nhìn nhận thế giới đang bước vào pha hồi phục dù chậm, và xác suất của hạ cánh mềm (soft landing) tại các quốc gia Phương Tây ngày càng cao.

Với bối cảnh kinh tế thế giới hồi phục chậm và mức nền lợi nhuận thấp của năm 2023, **DSC đánh giá các doanh nghiệp Việt Nam sẽ đạt được mức tăng trưởng lợi nhuận thấp trong năm 2024, nhưng sẽ khó đạt được bùng nổ lợi nhuận.**

Đánh giá chu kỳ kinh tế Việt Nam năm 2023 - 2024

Biểu đồ 9: Đánh giá và dự phóng chu kỳ kinh tế Việt Nam giai đoạn năm 2023 - 2024

(Nguồn: DSC tổng hợp)



Thách thức: Tăng trưởng kinh tế yếu

"Nền kinh tế thế giới vẫn được dự báo sẽ hồi phục khá chậm chạp trong năm 2024..."

Trong khi các nền kinh tế lớn khá chật vật trong 2023...

Biểu đồ 10: Chu kỳ kinh tế đầu và cuối 2023.

(Nguồn: Fidelity, DSC tổng hợp)

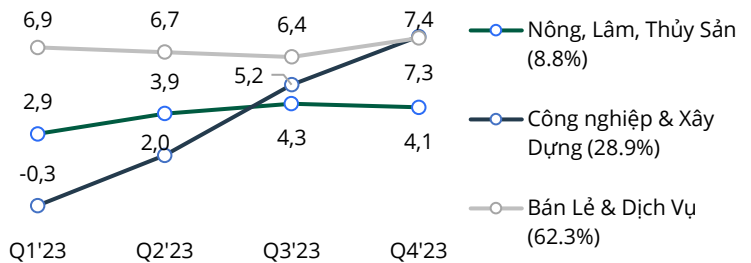
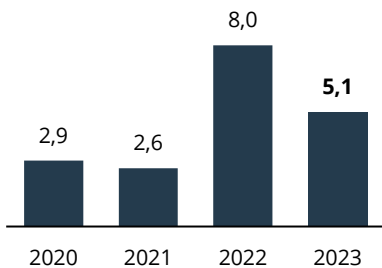
“ Sau một năm ở trong môi trường lãi suất cao, nhiều nền kinh tế vẫn chưa thể tiến vào pha hồi phục. Sự phân cực đang diễn ra ở phương Đông và phương Tây. ”



...thì nền kinh tế Việt Nam đã nỗ lực ngược gió

Biểu đồ 11: Tăng trưởng GDP của Việt Nam.

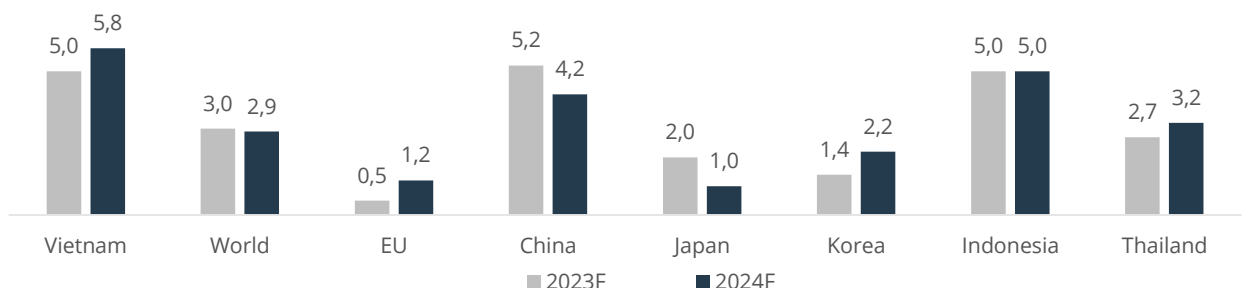
(Nguồn: DSC tổng hợp)



Tuy nhiên, VN vẫn sẽ phải chịu áp lực từ tăng trưởng kinh tế yếu toàn cầu

Biểu đồ 12: Dự báo tăng trưởng GDP 1 số quốc gia trên thế giới

(Nguồn: IMF, Goldman Sachs, JPM, DSC tổng hợp)



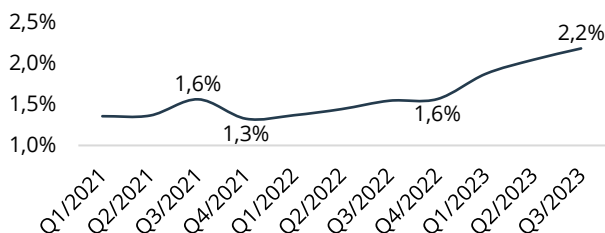
Thách thức: **Rủi ro nợ xấu**

"Rủi ro nợ xấu tiềm ẩn còn tồn tại. Tuy nhiên, thông tư giãn nợ nếu được gia hạn sẽ tiếp tục cải thiện tình trạng nợ xấu..."

Tình hình nợ xấu ngân hàng vẫn tiếp tục tăng cao về cuối năm 2023

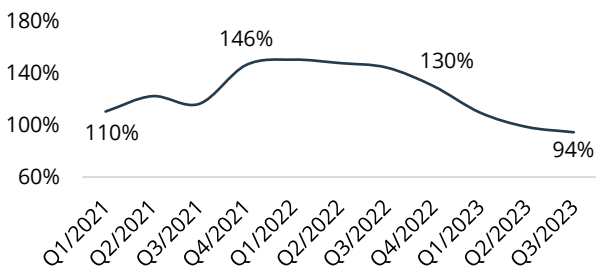
Biểu đồ 13: Tỷ lệ nợ xấu (NPL) các NH niêm yết

(Nguồn: BCTC các NH niêm yết, DSC tổng hợp)



Biểu đồ 14: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu các NH niêm yết

(Nguồn: BCTC các NH niêm yết, DSC tổng hợp)

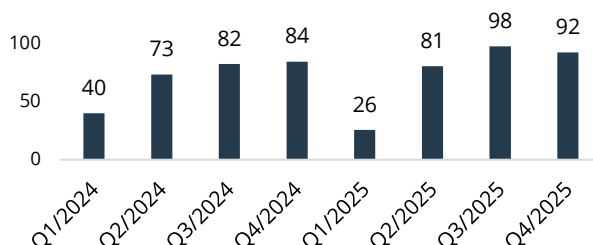


Trong bối cảnh nền kinh tế yếu, tình trạng nợ xấu tăng cao là vấn đề nan giải của hệ thống ngân hàng. Tính tới hết Q3/2023, tỷ lệ nợ xấu tại các ngân hàng niêm yết đã lên tới 2,2%, tăng đáng kể so với mức chỉ 1,6% giai đoạn đầu năm. Trong khi đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm đáng kể do nợ xấu tăng cao và các NHTM chưa đẩy mạnh trích lập dự phòng. Theo đó, chất lượng tài sản của nhóm ngân hàng đang có xu hướng suy yếu. **Nếu xét toàn hệ thống ngân hàng, tính tới hết năm 2023, tỷ lệ nợ xấu nội bảng đạt 4,95%, tăng mạnh từ mức chỉ 2% đầu năm.**

Giá trị đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp năm 2024 lớn kỷ lục

Biểu đồ 15: TPDN đáo hạn 2023 - 2024

(Nguồn: VBMA, DSC tổng hợp | Đơn vị: Nghìn tỷ VNĐ)



Ngoài những lo ngại về nợ xấu tín dụng, nợ xấu tới từ mảng trái phiếu doanh nghiệp cũng là một rủi ro nhà đầu tư cần chú ý cho năm 2024.

Sau khi Nghị định 08 (NĐ 08/2023/NĐ-CP) về giãn nợ trái phiếu doanh nghiệp được ban hành, lượng lớn trái phiếu đã được giãn thời gian đáo hạn sang năm 2024. Theo đó, lượng trái phiếu đáo hạn năm 2024 sẽ đạt 280 nghìn tỷ VNĐ, tính riêng của ngành BĐS đạt ~120 nghìn tỷ VNĐ. Các khoản đầu tư vào TPDN của nhóm ngân hàng hầu như chưa được trích lập dự phòng. Do đó, tồn tại rủi ro nợ xấu của nhóm ngân hàng sẽ tăng trong năm 2024 do nợ xấu từ TPDN tăng cao.

Nợ xấu khó bùng nổ

Có thể thấy, tình hình nợ xấu tại Việt Nam tại hệ thống ngân hàng hiện vẫn diễn biến khá căng thẳng. Tuy nhiên, **để nhìn về mặt tích cực, hiện lãi suất huy động đã giảm về mức thấp kỷ lục**, giảm áp lực lãi vay, giảm nguy cơ nợ xấu cho doanh nghiệp cũng như hỗ trợ ngân hàng cải thiện chi phí vốn. Ngoài ra, **thông tư giãn nợ tín dụng khả năng cao cũng sẽ được gia hạn** trong năm 2024, giúp hệ thống tránh được khả năng nợ xấu bùng nổ.

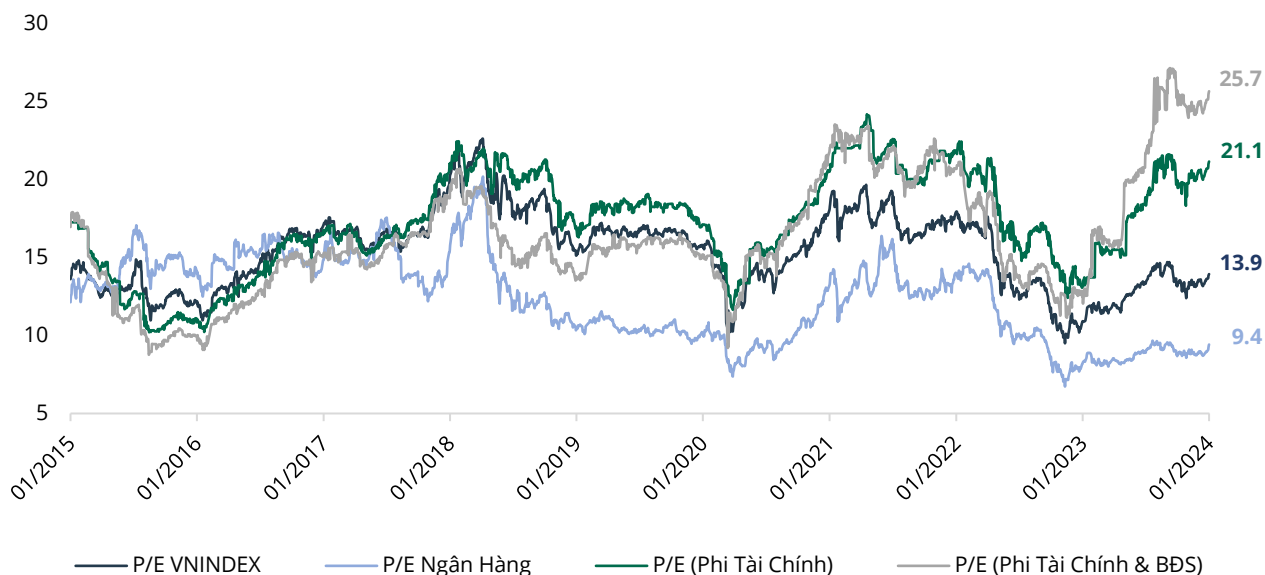


Thách thức: Thị trường phân hóa

"Định giá VNINDEX chỉ "rẻ" vì nhóm Ngân Hàng. Lợi nhuận doanh nghiệp cần phục hồi để thu hút dòng tiền mới..."

Biểu đồ 16: Định giá P/E thị trường chứng khoán Việt Nam theo các ngành (Cập nhật tới 08/01/2024)

(Nguồn: FiinPro-X, DSC tổng hợp)



Định giá rẻ do Ngân Hàng. Nhóm ngành phi tài chính định giá cao do KQKD yếu

Câu chuyện về định giá rẻ của VNINDEX được các nhà đầu tư nhắc đến khá nhiều trong năm 2023. Tính tới đầu tháng 1 năm 2024, P/E VNINDEX đã đạt trở lại mốc 13.9, là mức tương đồng với trung bình 13 năm trở lại (~14.5).

Tuy nhiên, không phải cổ phiếu nào cũng có mức định giá phù hợp. Nếu chỉ tính riêng các nhóm ngành phi tài chính, định giá của thị trường đang ở mức rất cao so với lịch sử.

Định giá của các cổ phiếu trên thị trường phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư. Nhóm ngân hàng có định giá rất rẻ do những e ngại của nhà đầu tư về rủi ro nợ xấu và lợi nhuận suy yếu. Trong khi đó, dòng tiền lại đổ về nhóm Phi tài chính với kỳ vọng lợi nhuận doanh nghiệp sẽ phục hồi tốt ngay trong nửa cuối năm 2023 - đầu năm 2024.

Từ kỳ vọng tới thực tế

Trên thực tế, định giá P/E cao của nhóm Phi tài chính không hẳn là một vấn đề. DSC đánh giá năm 2023 đã là đáy của lợi nhuận doanh nghiệp. Khi KQKD phục hồi, định giá P/E của các doanh nghiệp sẽ tự điều chỉnh giảm.

Tuy nhiên, các doanh nghiệp sẽ có tốc độ phục hồi khác nhau. Do đó, **DSC đánh giá câu chuyện đầu tư năm 2024 sẽ tập trung vào kết quả kinh doanh thực tế của các doanh nghiệp chứ không chỉ còn là những câu chuyện của kỳ vọng.**



Chiến lược: Góc nhìn 2023 & 2024

"(1) Tăng trưởng kinh tế, (2) nợ xấu tín dụng, (3) trái phiếu doanh nghiệp và (4) chu kỳ BĐS là các ẩn số lớn trong 2024..."

Nhìn lại thị trường năm 2023

Nhìn lại năm 2023, chỉ số VNIndex tăng khoảng 10%. Tuy nhiên nếu loại trừ nhịp tăng của tháng 01, gần như chúng ta có một năm đi ngang của thị trường. Thị trường năm 2023 không còn khốc liệt như năm 2022 nhưng cũng là một năm không hề dễ dàng.

Trong sự đi ngang đó, thị trường ở giữa hai lần ranh kỳ vọng. Có thể chia thị trường 2023 thành một sóng tăng và một sóng giảm chính. Trong đó sóng tăng chính từ đầu năm đến tháng 09 có thể nói là sóng tăng nhờ kỳ vọng chính sách. Với nền kinh tế yếu, chúng ta đã dám dũng cảm đi ngược, nói lỏng tiền tệ với 4 lần hạ lãi suất liên tiếp. Thêm vào đó chính sách Tài khóa cũng theo hướng mở rộng, cùng hàng loạt các biện pháp khác như các văn bản pháp lý về gia hạn Trái phiếu đáo hạn hay hoãn trích lập nợ xấu... Tất cả các biện pháp trên giúp TTCK sống trong kỳ vọng và tăng trưởng tốt trước khi tạo đỉnh vào tháng 09.

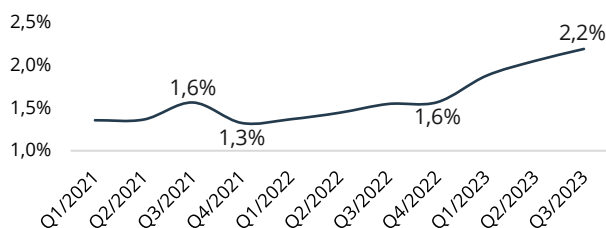
Nửa thứ 2 là sóng giảm từ tháng 09 cho đến khi tạo đáy ngắn hạn vào tháng 11. Nguyên nhân chính là do "kỳ vọng" của thị trường đã không được đáp ứng khi số liệu kinh tế cho thấy kinh tế rất yếu và phục hồi chậm. Tâm lý thận trọng được thể hiện rõ khi dù lãi suất thấp kỷ lục, tiền vẫn ở kênh tiết kiệm do niềm tin của nhà đầu tư kém & môi trường kinh doanh xấu.

Năm 2024 bắt đầu với một nền lãi suất thấp & kỳ vọng phục hồi kinh tế. Tuy nhiên cần lưu ý là dư địa về chính sách tiền tệ có vẻ như chúng ta đã dùng gần hết. Nền kinh tế sẽ là câu trả lời cho kỳ vọng của các bên.

Góc nhìn thị trường năm 2024

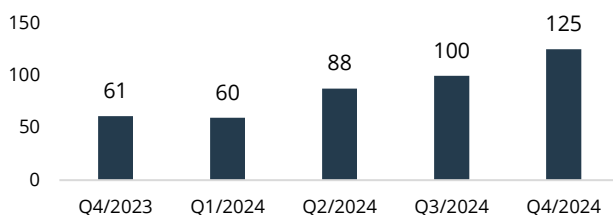
Biểu đồ 17: Tỷ lệ nợ xấu (NPL) các NH niêm yết

(Nguồn: BCTC các NH niêm yết, DSC tổng hợp)



Biểu đồ 18: TPDN đáo hạn 2023 - 2024 (nghìn tỷ)

(Nguồn: VBMA, DSC tổng hợp)



Nếu nhìn ở góc nhìn chu kỳ, Việt Nam đang trong giai đoạn đầu của quá trình phục hồi kinh tế. Về mặt lý thuyết, với chính sách tiền tệ và tài khóa mở rộng như hiện tại, nền kinh tế được kỳ vọng sẽ khởi sắc hơn trong năm 2024. Một nguyên tắc được biết đến phổ biến là thị trường chứng khoán thường đi trước nền kinh tế, do đó về mặt kỳ vọng lý thuyết, năm 2024 được kỳ vọng là năm khởi sắc của TTCK sau khi 2023 có thể xem là năm chuyển tiếp từ đà rơi của 2022 sang xu hướng đi ngang.

Tuy nhiên rủi ro phục hồi chậm của nền kinh tế vẫn sẽ là rủi ro chính. Một ví dụ nổi bật trong thời gian qua là thị trường Trung Quốc, nền kinh tế phục hồi chậm hơn kỳ vọng khiến năm 2023 là năm rất tệ với chứng khoán nước này. Việt Nam và một số thị trường Đông Nam Á có rủi ro tương tự với nợ xấu ở mức cao và sự đi xuống của thị trường Bất động sản. **Đối với Việt Nam, nợ xấu ngân hàng, trái phiếu & thị trường bất động sản là các ẩn số chính cho đà phục hồi kinh tế.**



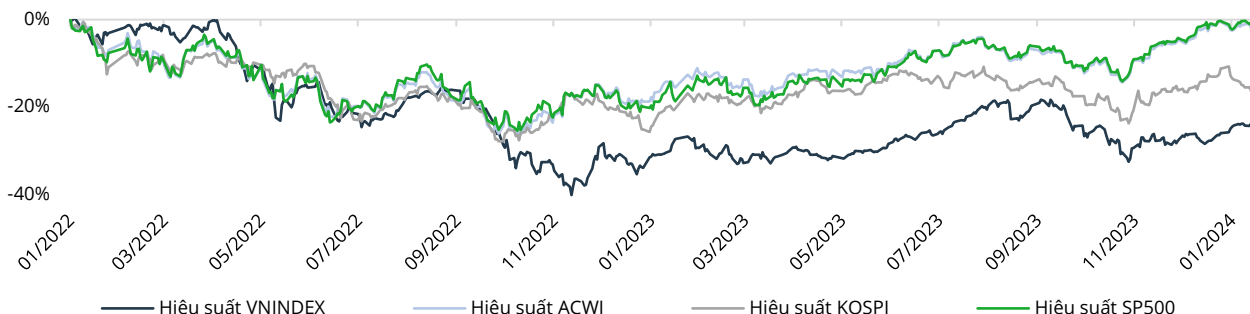
Chiến lược: Tâm lý thị trường

"Thị trường chứng khoán thế giới chuyển pha tích cực là nền tảng giúp tâm lý nhà đầu tư khởi động tốt trong năm 2024..."

Khởi động 2024 tích cực từ nền tảng thị trường thế giới

Biểu đồ 19: Hiệu suất đầu tư giai đoạn T1/2022 - T1/2024 của thị trường chứng khoán Việt Nam (VN INDEX), Hàn Quốc (KOSPI), Mỹ (SP500) và thế giới (ACWI)

(Nguồn: MSCI Global Index, DSC tổng hợp)



TTCK Việt Nam và TTCK Thế giới có độ tương quan nhất định. Điều này có thể được nhìn thấy rõ nhất qua giai đoạn 3 quý đầu năm 2022 khi hầu hết các thị trường chứng khoán trên thế giới đều xảy ra bán tháo, và có mức giảm điểm tương đồng. Trong điều kiện "bình thường" hơn, TTCK Việt Nam cũng có mức tương quan cao ~0.6 - 0.7 (tối đa 1) với các TTCK Mỹ và Hàn Quốc.

Đến nay, với việc FED đã dừng hạ lãi suất, và triển vọng hạ cánh mềm tại Mỹ ngày càng trở nên khả thi, xu hướng tại nhiều TTCK thế giới đã chuyển sang pha tích cực. Cụ thể hơn, tại Mỹ, chỉ số SP500 cũng đã ngấp nghé để vượt đỉnh thời đại. DSC đánh giá tín hiệu tích cực từ liên thị trường, nhất là từ những thị trường có độ tương quan cao với Việt Nam như Mỹ và Hàn Quốc sẽ là nền tảng quan trọng hỗ trợ cho VN Index khởi động tốt từ đầu năm 2024.

...và mở ra dư địa tăng trưởng mới từ rủi ro trong nước suy giảm.

Biểu đồ 20: Chu kỳ VN Index. Chu kỳ điều chỉnh 2 năm của VN INDEX dự phóng đã kết thúc

(Nguồn: DSC tổng hợp)



Trong nước, những lo ngại từ đầu năm về (1) lạm phát, hay (2) thị trường trái phiếu đã dần có lời giải. Nhiều chính sách cũng đã được ban hành để hỗ trợ hết mức cho nền kinh tế.

Trên TTCK, 2023 còn là khoảng nghỉ quan trọng với tâm lý NĐT, và quãng thời gian tích lũy cần thiết cho mặt bằng giá cổ phiếu. Số lượng cổ phiếu có xu hướng trung-dài hạn tích cực (có giá nằm trên MA200) trên HSX đã tăng từ mức 12.5% của đầu 2023 lên mức 53.6% tại thời điểm đầu 2024.

Trong năm 2024, kỳ vọng (1) rủi ro xu hướng thị trường thấp hơn một phần, (2) nội tại doanh nghiệp cải thiện và (3) kỳ vọng về hệ thống KRX đi vào hoạt động, thúc đẩy trong tiến trình nâng hạng sẽ là nền tảng hỗ trợ đưa thị trường lên một mức nền mới cao hơn năm cũ. **Theo đó, DSC kỳ vọng chỉ số VNIndex năm 2024 sẽ giữ vững vùng 1.100 điểm, và tiến tới mức mục tiêu 1.300 điểm.**



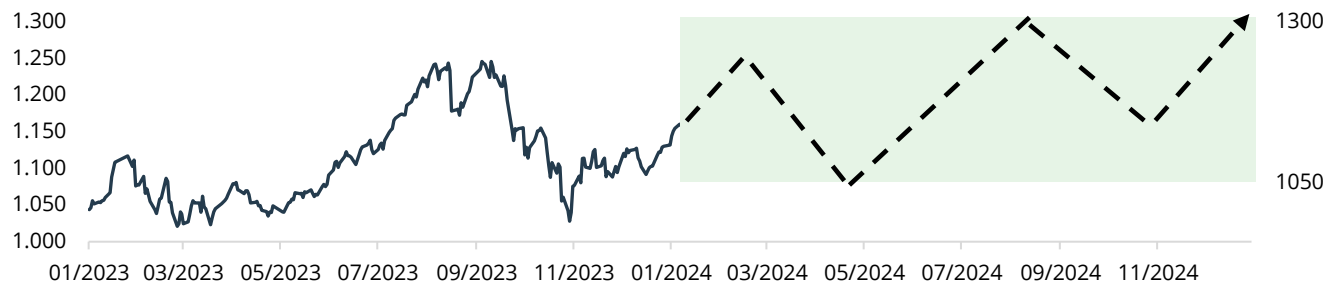
Chiến lược: Góc nhìn Pro Trader

"Trong thị trường sideway, DSC đánh giá chiến lược giao dịch trên giá trị (value) sẽ mang lại kết quả sinh lời tốt nhất..."

Mùa nào thức nấy – chiến lược Đầu tư giá trị cho Sideway Market

Biểu đồ 21: Tương quan giữa các giai đoạn thị trường có xu hướng tích cực và VN Index

(Nguồn: DSC tổng hợp)



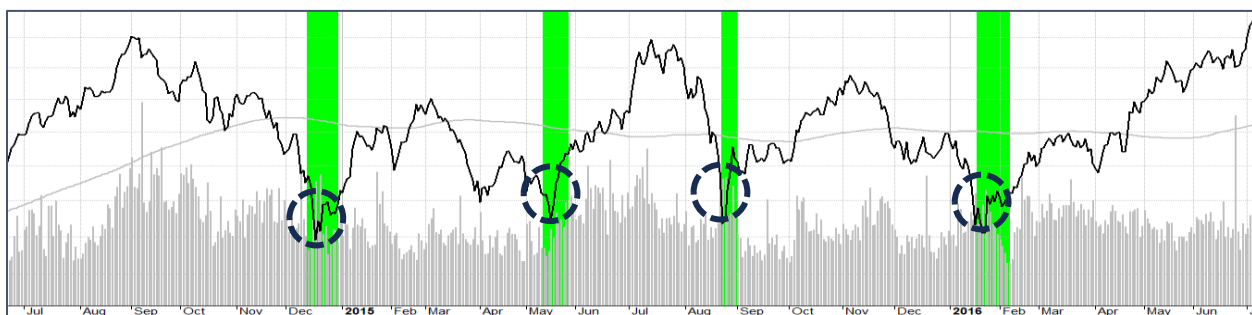
Với bối cảnh vĩ mô hiện tại, chúng tôi đang nghiêng về khả năng năm 2024 sẽ là năm của trạng thái Sideway-market, tức độ biến động giữa đáy và đỉnh sẽ dao động trong biên độ +/- 20%. Trải qua những thị trường Sideway điển hình như giai đoạn 2014-2016 và 2018-2019, chúng tôi nhận thấy chiến lược Đầu tư giá trị sẽ giúp nhà đầu tư có xác suất thành công cao hơn các chiến lược khác, cũng như phát huy được hiệu suất đầu tư tốt nhất.

Về mặt kỹ thuật, chúng tôi lựa chọn cách mua khi cổ phiếu giá trị về gần sát vùng hỗ trợ mạnh (vùng đáy lớn gần nhất) và bán khi cổ phiếu tiếp cận kháng cự (vùng đỉnh lớn gần nhất), thay vì áp dụng mua cổ phiếu giá trị một cách máy móc qua các chỉ số tài chính – cách tiếp cận này rất dễ dính phải Value-Trap (Bẫy giá trị) của một thị trường Sideway, và chỉ đúng trong thị trường giảm giá (Bear-market).

Nhận diện được vùng đáy thị trường là rất quan trọng

Biểu đồ 22: Những vùng đáy cũ của VN Index

(Nguồn: DSC tổng hợp)



Các đặc điểm nhận diện vùng đáy thị trường Sideway là:

- 1) Chỉ số giảm 10% - 15% từ đỉnh. **Lưu ý:** các nhịp giảm lớn hơn 20% là nhịp giảm bất thường, NĐT phải hết sức cẩn trọng.
- 2) Chỉ số cách không quá +/- 5% so với vùng đáy lớn gần nhất.
- 3) Vùng đáy thường xuất hiện bên dưới đường TB 200 ngày (MA200). Đây thường là nhịp washout-out mạnh với những NĐT dài hạn. Đặc biệt, nếu nhịp giảm có chứng chỉ chỉ số giảm hơn 7% so với MA200 thì đó là cơ hội rất tuyệt vời để mua vào.
- 4) Thanh khoản ghi nhận ở mức rất thấp trong quá trình tạo đáy (< 1/2 so với vùng đỉnh).

Triển vọng ngành năm 2024



15

Ngân Hàng

Hưởng lợi từ chính sách.

17

Chứng Khoán

Câu chuyện từ KRX & nâng hạng thị trường.

19

Thép

Triển vọng cải thiện, dự phóng tăng tốc từ 2H 2024.

21

Bất Động Sản KCN

Làn sóng FDI vẫn tăng trưởng tốt.

23

Bất Động Sản KDC

Đặt cược vào chu kỳ BĐS hồi phục.

26

Đầu Tư Công

Kỳ vọng tiến độ giải ngân tiếp tục đẩy mạnh.

28

Dầu Khí

Điểm sáng tại khu vực thượng nguồn.

30

Điện

Doanh nghiệp xây lắp hưởng lợi từ năng lượng tái tạo.

32

Công Nghệ

Cơ hội lớn đi kèm với thách thức.

34

Cảng Biển

Chưa nhìn thấy triển vọng bứt phá.

36

Đệt May

Còn nhiều khó khăn, triển vọng phục hồi chưa rõ ràng.

Triển vọng ngành: Chu kỳ kinh tế/thị trường

"Dù còn nhiều thách thức tồn tại, DSC kỳ vọng năm 2024 sẽ là một năm tích cực hơn đối với thị trường chứng khoán VN..."

Tổng hợp triển vọng đầu tư năm 2024

Cơ hội	Thách thức	Góc nhìn & Chiến lược giao dịch
Chính sách (tiền tệ, tài khóa) ủng hộ	Tăng trưởng kinh tế toàn cầu yếu	Dự phóng thị trường sideway 1.100 - 1.300
FED bắt đầu cắt giảm lãi suất	Rủi ro nợ xấu, TPDN còn tồn tại	Ưu tiên chiến lược giao dịch dựa trên giá trị (value investing)
Tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp	Dự phóng thị trường phân hóa dựa trên tốc độ phục hồi lợi nhuận	
KRX & Nâng hạng thị trường		

Triển vọng các nhóm ngành cổ phiếu dựa theo chu kỳ kinh tế

	Hồi phục	Tăng trưởng	Suy yếu	Suy thoái
Tài chính	++	+	-	-
Nguyên vật liệu (Thép, Nhựa, v.v)	++	+		
Bất động sản	++	+	-	--
Xây dựng	++		-	--
Năng lượng (Dầu khí, Điện)	+			
Công nghệ	+	+		
Vận tải	++	+		
Hàng tiêu dùng	+			--
Y Tế	--		++	

Triển vọng ngành: **Chu kỳ kinh tế/thị trường**

"Dù còn nhiều thách thức tồn tại, DSC kỳ vọng năm 2024 sẽ là một năm tích cực hơn đối với thị trường chứng khoán VN..."

Triển vọng các nhóm ngành cổ phiếu năm 2024

Ngành	Triển vọng năm 2024	Cổ phiếu tiêu biểu
Ngân hàng	+	STB , MBB, ACB, TCB
Chứng Khoán	+	SSI , VCI, HCM
Bảo Hiểm	~	BVH
Thép	~	HPG , HSG, NKG
BĐS khu dân cư	~	NLG , VHM, KDH
BĐS khu công nghiệp	+	SIP , KBC, IDC
Xây dựng/Đầu tư công	~	HHV , VCG, C4G
Dầu khí	~	PVD , PVT, GAS, BSR
Điện	~	PC1
Công nghệ	+	FPT
Cảng biển/Vận tải	~	GMD , HAH
Dệt may	-	TNG , STK

Triển vọng ngành: Ngân Hàng

"Thông tư giãn nợ được gia hạn & giá vốn chạm đáy sẽ hỗ trợ tốt cho sự tăng trưởng của ngành Ngân Hàng năm 2024..."

Bảng tổng hợp các yếu tố quan trọng tác động tới ngành Ngân hàng

Yếu tố	Triển vọng	Điểm lại 2023 & Nhận định 2024
Tác động chính sách	Rất tích cực (++)	<ul style="list-style-type: none"> Các chính sách giãn nợ TPDN (Nghị định 08/2023/NĐ-CP) và giãn nợ tín dụng (TT 02/2023/TT-NHNN) được ban hành, giúp kiểm soát nợ xấu. Trong năm 2024, NHNN sẽ xem xét gia hạn thông tư giãn nợ tín dụng 3 tháng trước khi thông tư hết hạn.
Tăng trưởng tín dụng	Tích cực (+)	<ul style="list-style-type: none"> Nhu cầu tín dụng 2023 yếu nhưng bứt phá rất mạnh trong tháng 12. Cả năm 2023, tăng trưởng tín dụng đạt 13,7% YTD. Với (1) lãi vay tiếp tục giảm & (2) các điểm nghẽn tại thị trường BĐS dần được tháo gỡ, (3) các NHTM được giao hết room từ đầu năm, dễ phân bổ vốn hơn, DSC đánh giá tăng trưởng tín dụng năm 2024 sẽ tích cực và hoàn thành mục tiêu 15% của CP.
Tăng trưởng mảng dịch vụ	Tiêu cực (-)	<ul style="list-style-type: none"> Thu nhập từ mảng dịch vụ giảm mạnh trong năm 2023 do (1) nền kinh tế khó khăn, sức mua của người dân giảm sút và (2) khách hàng mất niềm tin vào các sản phẩm bancassurance. Với triển vọng kinh tế chưa rõ ràng, niềm tin khách hàng cần thời gian hồi phục, mảng dịch vụ khó tăng trưởng mạnh trong năm 2024.
Tình hình nợ xấu	Tiêu cực (-)	<ul style="list-style-type: none"> Theo thông tin từ NHNN, tỷ lệ nợ xấu nội bảng cuối năm 2023 đạt 4,95%, tăng rất mạnh từ mức 2% đầu năm 2023. Đáng chú ý, các NHTM chưa thực hiện trích lập dự phòng rủi ro với các khoản đầu tư vào TPDN; đây có thể là 1 rủi ro khiến nợ xấu tiếp tục tăng cao. Về mặt tích cực, các thông tư giãn, hoãn nợ tín dụng & TPDN kỳ vọng sẽ được gia hạn, hỗ trợ cải thiện nợ xấu.
Chi phí huy động (COF)	Tích cực (+)	<ul style="list-style-type: none"> Lãi suất huy động được điều chỉnh về mức thấp kỷ lục. Thanh khoản thị trường liên ngân hàng dồi dào, lãi suất liên ngân hàng qua đêm gần chạm về mốc 0%.
Biên lãi thuần (NIM)	Tích cực (+)	<ul style="list-style-type: none"> NIM nhóm ngân hàng giảm trong 2H/2023 do các ngân hàng huy động lượng tiền lớn trong 1H/2023 khi lãi suất vẫn còn cao. NIM của nhóm ngân hàng sẽ cải thiện trong năm 2024 khi (1) các khoản tiền gửi lãi suất cao đáo hạn & (2) NH tăng huy động với mức lãi suất tiền gửi rất thấp ở hiện tại.

Tiêu điểm cổ phiếu: STB (Upside 32%)

Khuyến nghị: **Mua** | Giá mục tiêu (1 năm): **40.000 VNĐ/cp**

Luận điểm đầu tư

Hoàn thành xử lý nợ xấu VAMC, tạo động lực bùng nổ lợi nhuận: STB đã báo cáo kết quả kinh doanh sơ bộ năm 2023. Theo đó, ngân hàng cho biết đã hoàn thành xử lý dứt điểm nợ xấu VAMC và đạt lợi nhuận trước thuế 9.500 tỷ, hoàn thành 100% kế hoạch lợi nhuận năm 2023. Với việc đã hoàn thành xử lý nợ xấu VAMC, áp lực trích lập của STB sẽ giảm mạnh từ năm 2024, tạo tiền đề để ngân hàng có sự bứt phá mạnh mẽ về mặt lợi nhuận cũng như giá trị sổ sách.

Động lực từ bán 32,5% cổ phần thế chấp tại VAMC trong năm 2024: Sau khi hoàn thành xử lý nợ xấu VAMC, STB khả năng cao sẽ trình kế hoạch và bắt đầu tìm đối tác để bán 32,5% vốn đang được thế chấp tại VAMC. Theo DSC đánh giá, ngân hàng có thể được duyệt để bán vốn ngay trong Q3/2024. Đây có thể là chất xúc tác để cổ phiếu STB bứt phá mạnh mẽ trong năm 2024.

Rủi ro đầu tư

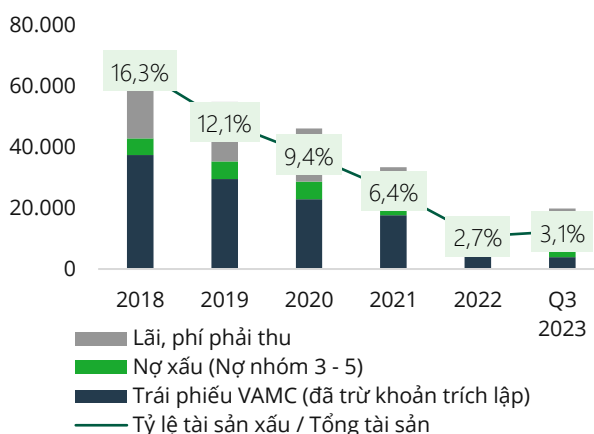
Nợ xấu tăng cao: Trong bối cảnh nền kinh tế còn yếu, rủi ro nợ xấu là vấn đề chung của ngành ngân hàng. STB không phải là ngoại lệ. Tính đến hết Q3/2023, nợ xấu của STB đạt 2,2%, tăng mạnh từ mức chỉ 1% đầu năm. Tuy vậy, với (1) thông tư giãn nợ tín dụng kỳ vọng sẽ được gia hạn và (2) lãi suất đã giảm thấp kỷ lục, DSC đánh giá rủi ro nợ xấu của STB bùng nổ trong năm 2024 là rất thấp.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Ngân hàng
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	30.300
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	56.179
Số lượng CPLH (triệu cp)	1.885
EPS 4 quý gần nhất	3.820
P/B	1,29
Cao nhất 52 tuần	33.300
Thấp nhất 52 tuần	23.400

Biểu đồ 23: Quy mô tài sản xấu STB

(Nguồn: FiinProX, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ đồng)



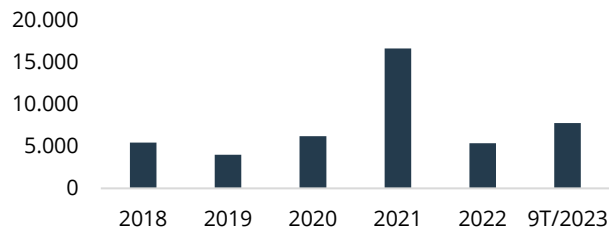
Đơn vị: Tỷ VNĐ	2020	2021	2022	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần	11.526	11.964	17.147	22.375	28.809
Tổng thu hoạt động	17.271	17.704	26.141	26.466	33.284
Lợi nhuận sau thuế	2.681	3.411	5.040	7.609	11.411
EPS (VNĐ/cp)	1.206	1.595	2.380	5.054	7.579

“Thị trường Chứng khoán kỳ vọng sẽ sôi động trở lại, giúp cải thiện kết quả kinh doanh của các Công ty Chứng khoán...”

Phục hồi từ nền thấp 2022

Biểu đồ 24: LNST các CTCK giai đoạn 2018-2023

(Nguồn: Báo cáo công ty, DSC tổng hợp)

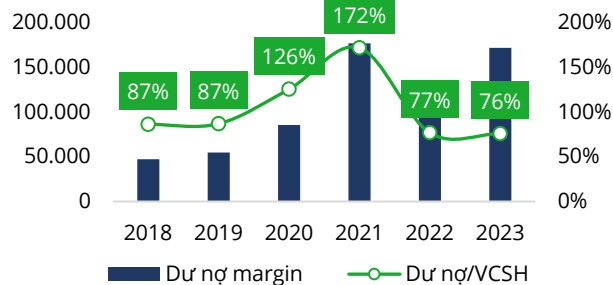


Thanh khoản dâng cao và đà tăng giá hỗ trợ tích cực cho đà hồi phục của các CTCK. Kết quả kinh doanh của nhóm chứng khoán đã cải thiện đáng kể so với 2022 nhờ lợi nhuận bùng nổ trong Quý 2 và Quý 3.

Mảng môi giới cạnh tranh gay gắt, cho vay ký quỹ còn nhiều dư địa, tự doanh là động lực tăng trưởng

Biểu đồ 24: Dư nợ margin giai đoạn 2018-2023

(Nguồn: Báo cáo công ty, DSC tổng hợp)

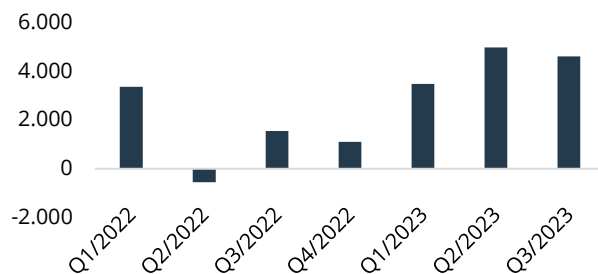


Cuộc chiến thị phần diễn ra gay gắt đã khiến cho biên lợi nhuận mảng môi giới bị thu hẹp đáng kể. DSC cho rằng, xu thế hy sinh một phần lợi nhuận môi giới sẽ còn tiếp tục trong năm 2024, bù lại các doanh nghiệp có thể thu hút tệp khách hàng mới và tạo tiền đề cho mảng margin.

Dư nợ cho vay margin tính đến hết Q3/2023 đã tăng 25% so với mức nền thấp của 2022. Tuy nhiên các đợt tăng vốn diễn ra liên tục trong giai đoạn 2022-2023 đã khiến cung margin mở rộng, tỷ lệ dư nợ cho vay/VCSS toàn ngành mới ở mức 68%. Với ngưỡng cho vay tối đa là 200%, dư địa cho vay năm 2024 là khá lớn.

Biểu đồ 24: LN tự doanh các CTCK giai đoạn 2018-2023

(Nguồn: Báo cáo công ty, DSC tổng hợp)

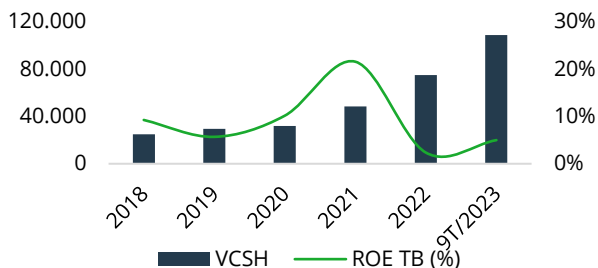


Trong khi QKĐD mảng môi giới và margin năm vừa qua không quá đặc sắc, mảng tự doanh lại là điểm sáng với lợi nhuận cao sau pha hồi phục của VN Index. Năm 2024 với dự báo TTCK sẽ có sự hồi phục, DSC kỳ vọng hiệu suất đầu tư của các CTCK sẽ tiếp tục được duy trì, đặc biệt là nhóm chứng khoán nhỏ lấy tự doanh làm cốt lõi.

Cuộc đua tăng vốn sẽ tiếp tục nóng

Biểu đồ 25: Tình hình tăng VCSH và ROE TB

(Nguồn: Báo cáo công ty, DSC tổng hợp)



Cuộc đua tăng vốn giữa các CTCK có dấu hiệu nóng trở lại trong giai đoạn cuối 2023 – đầu 2024 khi có tới 7 CTCK lớn công bố phương án tăng vốn điều lệ. Tổng giá trị tăng vốn dự kiến là 17.000 tỷ đồng, chủ yếu được sử dụng để mở cung margin, bổ sung vốn cho tự doanh và đầu tư khác. Ngoài ra, một số doanh nghiệp tăng vốn để bù lại dòng vốn đang bị “đóng băng” do nắm giữ lượng lớn trái phiếu.

Tuy nhiên, việc tăng vốn nóng trong bối cảnh thanh khoản thị trường chưa thực sự sôi động trở lại có nguy cơ ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các CTCK trong ngắn hạn. DSC cho rằng chỉ số ROE sẽ duy trì ở mức thấp trong giai đoạn 2024-2025.

Tiêu điểm cổ phiếu: SSI (Upside 24%)

Khuyến nghị: **Theo dõi** | Giá mục tiêu (1 năm): **41.700 VNĐ/cp**

Luận điểm đầu tư

Tiếp tục tăng vốn điều lệ: Dự kiến SSI sẽ phát hành thêm 453,3 triệu cổ phiếu, thu về gần 5.300 tỷ. Số vốn này được sử dụng cho hoạt động cho vay ký quỹ và tự doanh. Vốn điều lệ của SSI dự kiến sẽ được nâng lên gần 19.645 tỷ, mở rộng khoảng cách với CTCK xếp thứ 2 là VPS.

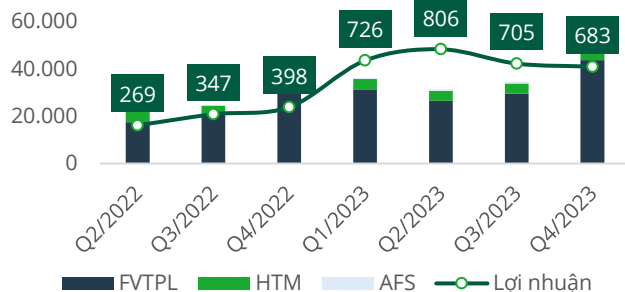
Tự doanh và Margin là điểm sáng: Với lãi suất đầu vào thấp, SSI có lợi thế trong cả mảng tự doanh và margin. Cơ cấu danh mục hợp lý, nắm giữ nhiều tài sản thu nhập cố định đã giúp cải thiện đáng kể hiệu quả tự doanh. Mảng margin mang lại dòng tiền tương đối ổn định. Dự kiến lãi suất cho vay margin sẽ được điều chỉnh giảm khoảng 0,2% trong 2024 để thúc đẩy tăng dư nợ cho vay.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro nợ xấu, áp lực đáo hạn trái phiếu và các thông tin tiêu cực về các sự kiện quốc tế ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư và thanh khoản thị trường.

Biểu đồ 26: Lợi nhuận và cơ cấu danh mục tự doanh

(Nguồn: BCTC công ty, DSC tổng hợp | Đơn vị: tỷ đồng)

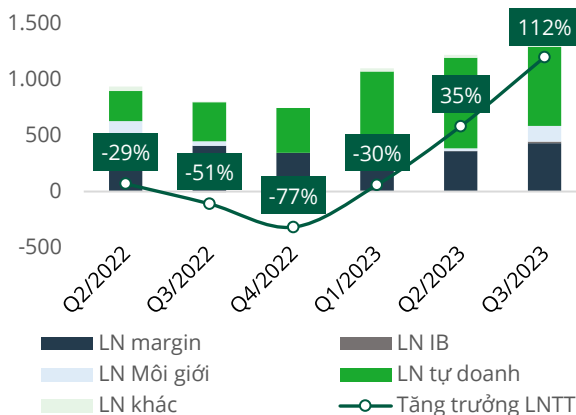


Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Chứng khoán
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	33.750
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	50.821
Số lượng CPLH (triệu cp)	1.501
EPS 4 quý gần nhất	1.342
P/B	2,2
Cao nhất 52 tuần	36.200
Thấp nhất 52 tuần	18.700

Biểu đồ 26: Cơ cấu lợi nhuận của SSI

(Nguồn: BCTC công ty, DSC tổng hợp | Đơn vị: tỷ đồng)



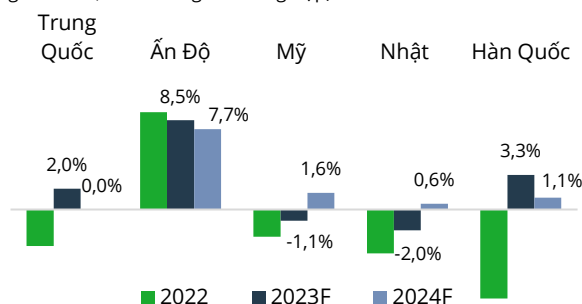
Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu HĐ	4.366	7.443	6.335	6.730	7.201
Lợi nhuận gộp	2.465	4.289	3.631	4.382	4.705
Lợi nhuận TT	1.557	3.365	2.110	2.542	2.653
Lợi nhuận sau thuế	1.256	2.695	1.698	2.045	2.133
EPS (VNĐ/cp)	1.989	2.576	1.117	1.364	1.423

“Triển vọng lạc quan đối với ngành thép thế giới, nhu cầu tiêu thụ thép trong nước kỳ vọng hồi phục trong năm 2024...”

Ngành thép thế giới triển vọng tích cực, giá thép Việt Nam kỳ vọng đã chạm đáy

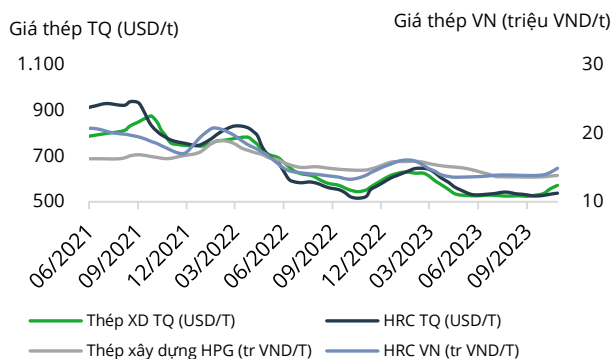
Biểu đồ 27: Dự phóng tăng trưởng tiêu thụ thép của 5 nước tiêu thụ thép nhiều nhất thế giới

(Nguồn: VSA, Bloomberg DSC tổng hợp)



Biểu đồ 28: Giá thép Trung Quốc và Việt Nam

(Nguồn: VSA, Bloomberg DSC tổng hợp)



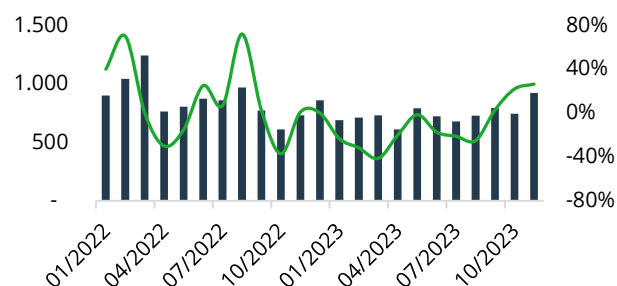
Theo hiệp hội thép thế giới WSA, nhu cầu thép thế giới trong năm 2024 dự kiến sẽ tăng 1,9% YoY lên mức 1,8 tỷ tấn. Nhu cầu thép ở các nền kinh tế phát triển năm 2023 ước tính giảm 1,8% YoY, trong đó EU giảm mạnh nhất (-5,1% YoY). Tuy nhiên, xu hướng này dự phóng sẽ được đảo ngược trong năm 2024. Theo dự phóng mới nhất, nhu cầu thép của EU và Mỹ sẽ tăng lần lượt 5,8% YoY và 1,6% YoY trong năm tới.

Việt Nam được hưởng lợi tích cực từ nhu cầu Thép phục hồi. Trên thực tế, giá thép Việt Nam đã bắt đầu tăng trở lại trong Q4/2023 theo sự phục hồi của giá thép TQ. DSC kỳ vọng xu hướng trên sẽ tiếp diễn do 1) chi phí nguyên vật liệu đầu vào như quặng sắt và than coke tăng giá, 2) lượng hàng tồn kho thép tại TQ đã có dấu hiệu sụt giảm và 3) thị trường bất động sản TQ đang có dấu hiệu ấm dần trở lại.

Xây dựng dân dụng tạo động lực cho tiêu thụ thép nội địa phục hồi

Biểu đồ 29: Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng nội địa

(Nguồn: VSA, Bloomberg, DSC tổng hợp | Đơn vị: nghìn tấn)



Trong 3 tháng cuối năm 2023, tiêu thụ thép xây dựng nội địa tăng trưởng tích cực do (1) nhu cầu từ các dự án công nghiệp & hạ tầng và (2) hiệu ứng nền thấp.

Trong năm 2024, DSC kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tại Việt Nam sẽ tăng tốc trong giai đoạn nửa cuối năm theo sự phục hồi của ngành xây dựng dân dụng trong nước (ước tính chiếm hơn 50% nhu cầu sử dụng thép xây dựng).

Biểu đồ 30: Sản lượng tiêu thụ HRC

(Nguồn: VSA, Bloomberg, DSC tổng hợp | Đơn vị: nghìn tấn)



Tương tự, DSC cũng kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ HRC sẽ tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong 2H 2024 sau khi (1) EU và Mỹ cắt giảm lãi suất trong bối cảnh lạm phát hạ nhiệt, tạo động lực hồi phục mạnh mẽ cho ngành xây dựng và ô tô; (2) Niềm tin người tiêu dùng Trung Quốc phục hồi dần, tăng nhu cầu tiêu thụ thép sản xuất ô tô và (3) ngành sản xuất công nghiệp tại Việt Nam phục hồi mạnh mẽ sau 1 năm suy yếu (PMI đã thất chặt xuyên suốt năm 2023).

Tiêu điểm cổ phiếu: HPG (Upside 15%)

Khuyến nghị: **Mua** | Giá mục tiêu (1 năm): **32.000 VNĐ/cp**

Luận điểm đầu tư

Tiêu thụ thép đã bắt đầu phục hồi: Do ảnh hưởng từ thị trường BĐS đóng băng và suy thoái kinh tế, nhu cầu tiêu thụ thép trong năm 2022-2023 giảm mạnh, khiến kết quả kinh doanh của HPG suy yếu. Tuy nhiên, tình trạng này đã dần được cải thiện. Theo đó, sản lượng tiêu thụ thép tháng 12 tiếp tục ghi nhận tăng trưởng & đạt sản lượng cao nhất năm 2023. Giá thép nội địa Việt Nam, và tại Trung Quốc, cũng đã ghi nhận tăng ~10% từ vùng đáy.

Sức khỏe tài chính vững mạnh: HPG sở hữu bảng cân đối kế toán rất lành mạnh với tỷ lệ Nợ/VCSH đạt chỉ đạt 0,74. Tỷ lệ đòn bẩy thấp, lượng tiền mặt nắm giữ cao là những yếu tố hỗ trợ HPG vượt qua các thời kỳ khó khăn, nhu cầu yếu như năm 2023.

Động lực dài hạn tới từ nhà máy Dung Quất 2: Theo kế hoạch, HPG có thể đưa nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động từ Q1/2025 và sẽ mất 3 năm để nhà máy chạy hết công suất. Theo công suất thiết kế, HPG sẽ có thể tăng sản lượng sản xuất thêm 5,6 triệu tấn/năm, nâng tổng sản lượng của doanh nghiệp lên mức 14 triệu tấn/năm.

Rủi ro đầu tư

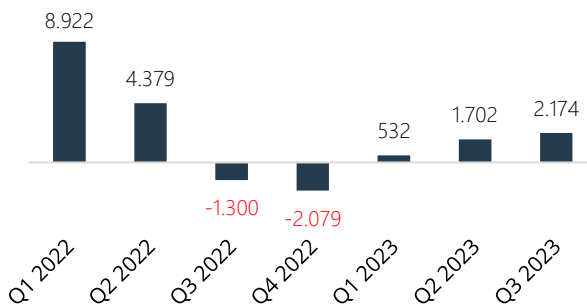
Thị trường BĐS ảm đạm kéo dài: Thị trường BĐS là nơi tiêu thụ chính của các sản phẩm Thép. Do đó, nếu thị trường BĐS tiếp tục đóng băng trong năm 2024 có thể gây ảnh hưởng tiêu cực tới triển vọng phục hồi của ngành Thép và HPG.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Thép
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	27.800
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	160.779
Số lượng CPLH (triệu cp)	5.815
EPS 4 quý gần nhất	320
P/E	86
Cao nhất 52 tuần	29.000
Thấp nhất 52 tuần	19.800

Biểu đồ 31: Lợi nhuận trước thuế HPG năm 2022-2023

(Nguồn: FinProX, DSC tổng hợp | Đơn vị: tỷ VNĐ)



	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	90.119	149.680	141.409	120.708	143.484
Lợi nhuận gộp	18.904	41.108	16.763	13.760	22.957
Lợi nhuận sau thuế	13.506	34.520	8.444	6.567	12.167
EPS	3.936	7.477	1.452	1.129	2.092

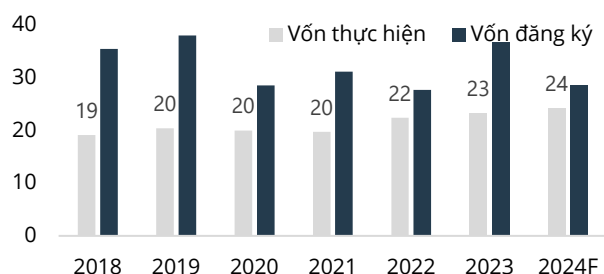
Ngành Bất động sản Khu công nghiệp

"Đón làn sóng chuyển dịch từ Trung Quốc trong môi trường khu vực cạnh tranh ngày càng khốc liệt..."

Kỳ vọng dòng tiền đầu tư FDI tiếp tục tăng trưởng tốt trong 2024

Biểu đồ 32: Vốn FDI đăng ký và thực hiện 2018-2023

(Nguồn: FiinPro, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ USD)



Việt Nam hiện là một trong những lựa chọn hàng đầu trong khu vực Đông Nam Á về thu hút vốn nước ngoài.

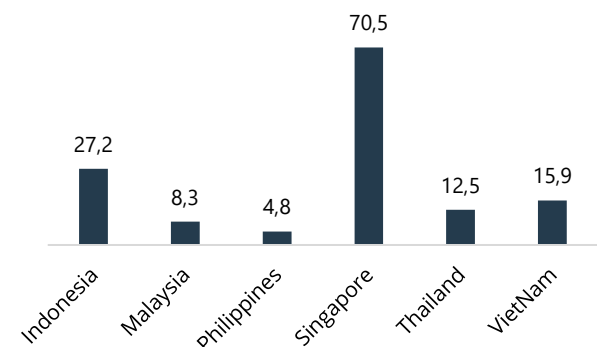
DSC kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp diễn dựa trên một số lợi thế cạnh tranh của VN: (1) lợi thế nhân lực: chi phí rẻ, dân số vàng, năng lực lao động cao cấp, (2) vị trí địa lý thuận lợi, (3) định hướng sản xuất chuyển dịch dần sang sản phẩm công nghệ cao.

Tổng vốn đăng ký 2023 đạt 36,61 tỷ USD, +32,1% YoY. Trong đó, vốn FDI thực hiện đạt 23,18 tỷ USD, +3,5% YoY, ghi nhận mức cao kỷ lục.

Bất chấp bối cảnh nền kinh tế thế giới phục hồi chậm chạp, việc duy trì thu hút dòng vốn FDI là động lực thúc đẩy nền kinh tế trong những năm tiếp theo. Năm 2024, Việt Nam kỳ vọng tiếp tục đi đầu trong việc thu hút FDI chất lượng cao, chuyển đổi số và phát triển công nghiệp xanh.

Biểu đồ 33: Vốn FDI 9T/2023 khu vực Đông Nam Á

(Nguồn: Mckinsey, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ USD)



Nguồn cung mới dồi dào không làm giá thuê ngừng tăng

Chúng tôi nhận thấy, nhờ một số hỗ trợ cắt giảm thủ tục hành chính từ nhà nước, lượng đất khu công nghiệp được cung cấp mới ra thị trường trong năm 2024 là khá lớn so với sự chậm chạp của giai đoạn trước. Theo ước tính, các thị trường cấp 1 tại phía Bắc và phía Nam sẽ lần lượt có thêm khoảng 3.500 ha và 2.500 ha, có thể nhắc tới một số dự án nổi bật như Tràng Duệ 3 (KBC) tại phía Bắc, Tân Phước 1 (IDC), Nam Tân Uyên 3 (NTC) tại phía Nam. Mặc dù vậy, với việc nhu cầu của các nhà đầu tư vẫn duy trì kể cả trong thời gian kinh tế toàn cầu khó khăn, thông qua con số thu hút FDI và các hợp đồng MOU, sức hấp thụ năm tới vẫn khả quan. Từ đó, chúng tôi tin rằng giá cho thuê trong năm tới sẽ tiếp tục xu hướng tăng vốn có, nhưng với tốc độ từ tốn hơn trung bình giai đoạn trước, tăng khoảng 4% so với mức trung bình hiện tại là khoảng 130 USD/m²/chu kỳ và 190 USD/m²/chu kỳ ở thị trường phía Bắc và Nam.

Rủi ro giảm lợi thế cạnh tranh do thuế thu nhập tối thiểu toàn cầu

Việc áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu 15% cho các doanh nghiệp FDI có doanh thu trên 750 triệu USD/năm có thể gần như xóa nhòa đi các chính sách ưu đãi thuế nhằm thu hút đầu tư của Việt Nam cũng như các đối thủ trong khu vực.

Từ đó, chúng tôi nhận thấy, Việt Nam khá từ tốn trong việc áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu để tạm giữ được các chính sách ưu đãi vào năm trước. Tuy nhiên, việc này có thể khiến sức hút FDI bị ảnh hưởng khi các cơ chế nhằm thích nghi cho loại thuế này bị chậm trễ so với các đối thủ, ví dụ như Thái Lan, họ đã sớm sử dụng chính sách thuế thu bổ sung để trích vào quỹ nhằm cung cấp các ưu đãi khác, vô hình trung vẫn mang lại lợi ích cho nhà đầu tư. Hơn nữa, việc Việt Nam vẫn trung thành với các ngành sản xuất linh kiện điện tử trong khi Indonesia và Malaysia lại tập trung vào chuỗi cung ứng xe điện cũng có thể ảnh hưởng lớn tới phân bố FDI của khu vực trong tương lai.

Tiêu điểm cổ phiếu: SIP (Upside 18%)

Khuyến nghị: **Mua** | Giá mục tiêu (1 năm): **76.400 VNĐ/cp**

Luận điểm đầu tư

Tăng trưởng đều đặn nhờ các mảng kinh doanh cốt lõi:

Chúng tôi nhận thấy SIP là doanh nghiệp hiếm hoi trong ngành có thể giữ vững tăng trưởng về mặt doanh thu trong 5 năm nhờ (1) Đất KCN cho thuê đều đặn với giá cho thuê tăng ít nhất 2-3% mỗi năm, (2) Mảng phân phối điện, nước cho KCN ổn định và tăng dần theo mức lấp đầy của KCN, đồng thời biên lợi nhuận có thể nới rộng nhờ phát triển thêm điện mặt trời áp mái.

Quý đất dồi dào đủ để duy trì sự tăng trưởng trong dài hạn:

So với các doanh nghiệp tương đương hoặc lớn hơn về vốn hóa, SIP có quỹ đất thương phẩm để cho thuê trong tương lai thuộc top đầu, chủ yếu nằm ở khu vực quanh trung tâm TP. HCM, với giao thông tương đối thuận lợi nối tới sân bay Tân Sơn Nhất, Sân bay Long Thành, cảng Cái Mép,... Đồng thời doanh nghiệp cũng có nền tảng tài chính mạnh khi sở hữu khoản tiền gửi xấp xỉ 3.800 tỷ, trong khi đó nợ vay chỉ khoảng hơn 1.000 tỷ. Đây chính là tiền đề để doanh nghiệp có thể tiếp đà tăng trưởng trong dài hạn.

Rủi ro đầu tư

Thanh khoản thấp: Tuy có triển vọng tích cực, thanh khoản của cổ phiếu SIP khá thấp. Đây có thể là điểm tiêu cực với các nhà đầu tư lớn, gây khó khăn trong việc mở vị thế và chốt lãi.

Dữ liệu thị trường

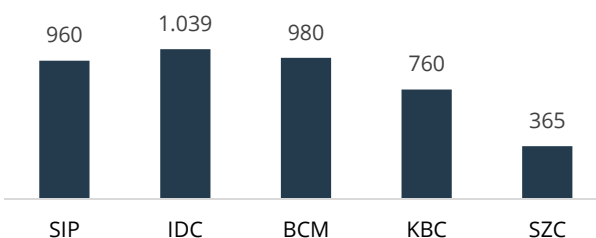
Ngành nghề	BDS KCN
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	65.000
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	11.654
Số lượng CPLH (triệu cp)	182
EPS 4 quý gần nhất	4.680
P/B	3,4
Cao nhất 52 tuần	68.300
Thấp nhất 52 tuần	36.800

Danh sách khu công nghiệp SIP đang khai thác

KCN	Vị trí	Diện tích thương phẩm (ha)	Lấp đầy (%)	Diện tích còn lại (ha)	Giá thuê (USD/m ²)
Phước Đông	Tây Ninh	1.718	54%	790,28	90,00
Đông Nam	TP.HCM	194	88%	23,28	180,00
Lê Minh Xuân 3	TP.HCM	156	30%	109,2	200,00
Lộc An	Đồng Nai	361	90%	36,1	130,00

Biểu đồ 34: Quỹ đất 1 số doanh nghiệp BĐS KCN

(Nguồn: FiinProX, DSC tổng hợp | Đơn vị: ha)



	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	5.083	5.578	6.035	6.272	6.646
Lợi nhuận gộp	689	773	901	887	930
Lợi nhuận sau thuế	1.118	909	1.010	809	867
EPS	12.917	9.122	10.543	4.450	4.768



Ngành Bất động sản dân dụng

“Giá đã chứng tỏ giảm nhưng cần thêm thời gian để thanh khoản trở lại....”

Mẫu chốt đã có tiến triển nhưng chỉ hồi phục sớm nhất vào giữa năm 2025

Nhìn về mặt tích cực, những vấn đề cản trở thanh khoản của thị trường đang dần xuất hiện những mẫu chốt được cải bộ một cách từ từ.

Về pháp lý: 2/3 bộ luật quan trọng là Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản đã được thông qua trong phiên họp Quốc Hội gần nhất. Luật Đất đai đang được tích cực xem xét, dự kiến có hiệu lực cùng lúc với 2 luật trên vào 1/1/2025. Các chính sách hỗ trợ như Nghị quyết 02, Nghị quyết 08, Nghị quyết 33,... được đưa ra liên tục và nhanh chóng.

Về lãi suất: Lãi suất cho vay năm 2024 sẽ có xu hướng tiếp tục giảm khi loạt ngân hàng đã giảm lãi suất huy động về mức rất thấp trong khoảng thời gian gần đây, Đồng thời, việc lạm phát hạ nhiệt tại cả Việt Nam lẫn Mỹ trong năm tới sẽ là mẫu chốt để mức nền thấp lãi suất huy động được duy trì.

Mặc dù vậy, các yếu tố trên sẽ **chỉ có tác động khai thông đối với các quỹ đất sạch, ngược lại dự án “không chuẩn” sẽ bị siết chặt hơn nữa**. Cùng với đó, việc sức mua chưa thể trở lại ngay khiến các nhà phát triển còn do dự “ra hàng”, **chúng tôi nhận định nguồn cung năm tới, trừ NOXH vẫn chưa có nhiều khởi sắc, kéo theo thanh khoản cải thiện không đáng kể, thị trường sẽ chỉ hồi phục sớm nhất vào giữa năm 2025**.

Đà giảm giá sẽ dần chứng lại

Chúng tôi nhận thấy, giá niêm yết trên thị trường sơ cấp có sự phân hóa rõ rệt, các sản phẩm đất nền và gắn liền với đất mang tính đầu cơ cao đã có những đà giảm đáng kể giao động từ 15-40% tính theo vị trí từ trung tâm các thành phố lớn như Hà Nội và Hồ Chí Minh ra xa. Ngược lại, giá các loại hình chung cư lại đi ngang, chỉ giao động dưới 10%. Mặc dù vậy, trên thực tế, giá của các sản phẩm trên đã giảm, chủ yếu thông qua các loại chính sách, quà tặng đi kèm.

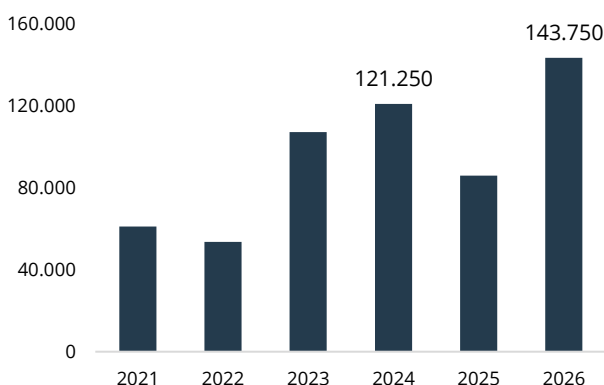
Chúng tôi nhận định rằng, giá bất động sản trong năm tới sẽ chứng tỏ giảm khi lượng tiền đầu tư bắt đầu tìm đến các mặt hàng chiết khấu sâu; các sản phẩm chung cư cũng đã bắt đầu hồi phục thanh khoản ngay trong cuối năm 2023.

Rủi ro về trái phiếu doanh nghiệp chỉ được đẩy lùi chứ chưa được triệt tiêu

Mặt khác, chúng tôi nhận thấy rủi ro đáo hạn trái phiếu đối với các doanh nghiệp bất động sản trong 2 năm tới là đáng kể. Theo đó, giá trị đáo hạn của năm 2024 khoảng hơn 120.000 tỷ đồng, nhỉnh hơn cả năm 2023. Trong bối cảnh việc tiếp cận tín dụng ngân hàng và nguồn vốn từ phát hành trái phiếu vẫn còn khá khó khăn, khi thanh khoản thị trường chưa khởi sắc và nguồn hàng mới bị tắc nghẽn, **các doanh nghiệp BĐS, đặc biệt là các trường hợp sử dụng đòn bẩy cao, danh mục sản phẩm nặng tính đầu cơ sẽ vướng phải thách thức lớn**. Trường hợp xấu nhất, nếu không có các nghị định hỗ trợ thêm, doanh nghiệp phải thanh lý tài sản trả nợ, khiến mặt bằng giá BĐS có thể rơi thêm.

Biểu đồ 35: Giá trị trái phiếu doanh nghiệp Bất động sản đáo hạn giai đoạn 2021 - 2026

(Nguồn: VBMA, DSC tổng hợp | Đơn vị: tỷ đồng)



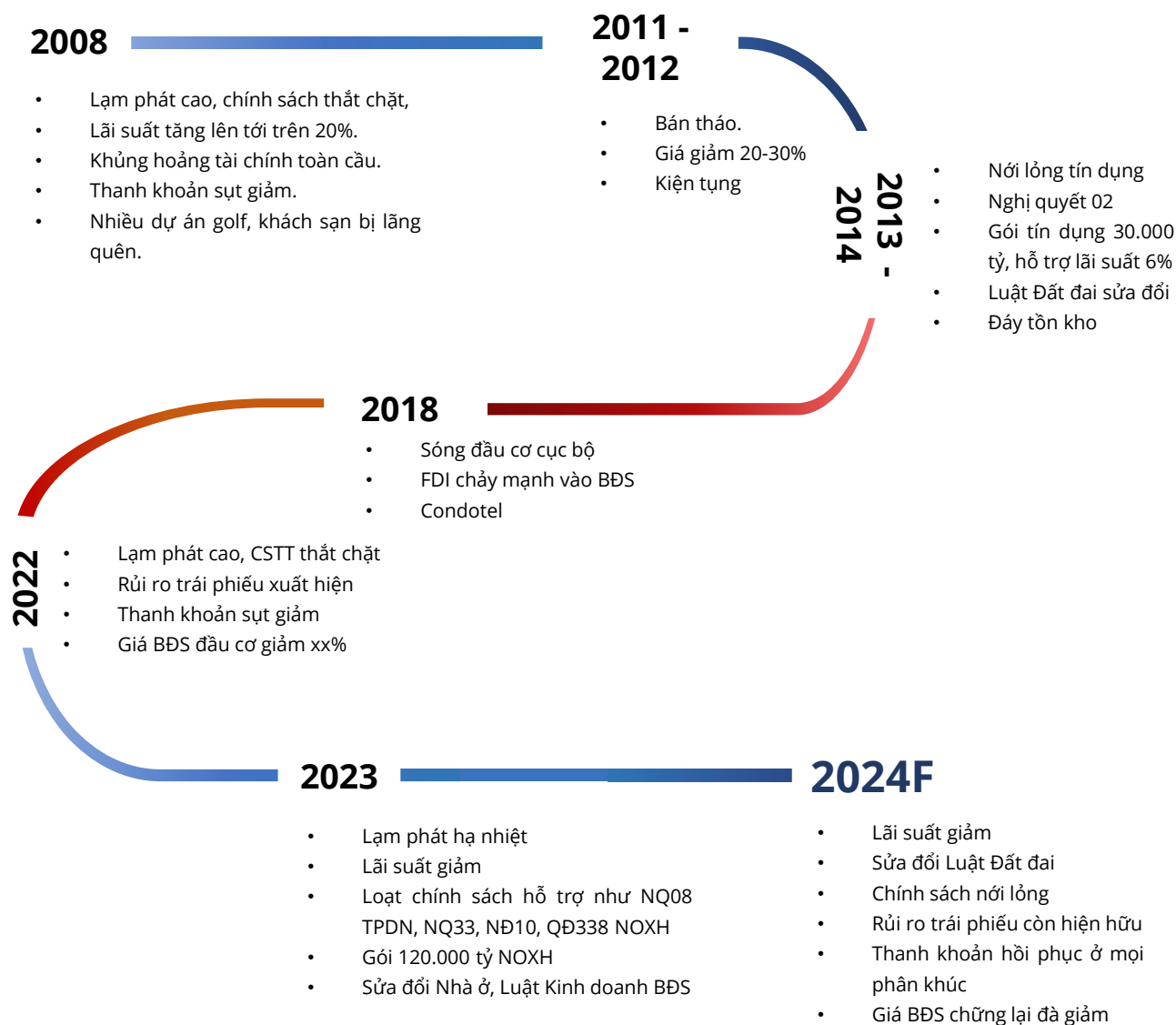


Ngành Bất động sản dân dụng

"Chúng tôi kỳ vọng thị trường Bất động sản sẽ phục hồi sớm hơn chu kỳ trước (201x)...."

Biểu đồ 36: Đánh giá & dự phóng chu kỳ thị trường Bất Động Sản Việt Nam giai đoạn 2008 - 2024

(Nguồn: DSC tổng hợp)



Tiêu điểm cổ phiếu: NLG (Upside 18%)

Khuyến nghị: **Mua** | Giá mục tiêu (1 năm): **46.000 VNĐ/cp**

Luận điểm đầu tư

Quý hàng đa dạng dồi dào, hấp thụ tốt: Trong doanh nghiệp cùng quy mô, NLG có quỹ đất đầy đủ pháp lý và sẵn sàng để phát triển và bán. Tiêu biểu có thể kể đến Akari giai đoạn 2 đã mở bán từ năm 2022, dự kiến sẽ bàn giao và ghi nhận doanh thu vào năm 2024 sau khi chốt nóc vào cuối T11/2023. Các dự án vừa túi tiền như EhomeS Cần Thơ, Ehome SouthGate dự kiến cũng sẽ mở bán và mang lại dòng tiền tốt cho doanh nghiệp trong năm 2024.

Tài chính lành mạnh, nguồn vốn tiếp tục tăng từ nhiều nguồn, tài trợ tốt cho các dự án: Tận dụng tốt vị thế và uy tín trên thị trường, NLG vẫn huy động tốt các nguồn lực từ cả khách hàng và tín dụng, hỗ trợ phát triển từng phần của các đại đô thị đang triển khai như Akari, Mizuki và Izumi. Ngoài ra, NLG cũng có tỷ lệ tiền/nợ vay lành mạnh, đạt trên 70%, giảm rủi ro về thiếu hụt nguồn vốn.

Đặt kỳ vọng vào khai thông về pháp lý: Hiện nay, NLG đang trong quá trình hoàn thành các thủ tục pháp lý để (1) chuyển nhượng 25% dự án Paragon Đại Phước và (2) điều chỉnh quy hoạch dự án Izumi City, thu nhỏ đơn vị sản phẩm để dễ tiêu thụ hơn. DSC kì vọng, việc Luật Nhà ở, Luật Kinh doanh Bất động sản, và Luật Đất đai sửa đổi được phê duyệt vào thời gian vừa qua sẽ là động lực về mặt tâm lý cho các bên cơ quan chính quyền có thể đẩy nhanh hơn việc phê duyệt các vấn đề trên.

Rủi ro đầu tư

Thị trường BĐS tiếp tục ảm đạm: Dù sản phẩm của NLG được hấp thụ tốt, trong trường hợp thị trường BĐS ảm đạm kéo dài, NLG sẽ khó tránh khỏi xu hướng chung và từ đó chịu sự suy yếu về mặt kết quả kinh doanh.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	BDS
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	39.000
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	15.064
Số lượng CPLH (triệu cp)	384,8
EPS 4 quý gần nhất	1.640
P/B	1.66
Cao nhất 52 tuần	40.000
Thấp nhất 52 tuần	22.700

Biểu đồ 37: Danh sách dự án của NLG

(Nguồn: NLG, DSC tổng hợp)

Dự án	Địa điểm	Sở hữu	Diện tích (.000m2)	Sản phẩm	Lượng còn lại
WATER POINT 2	Long An	100%	1.900	Valora	2.350
				Flora	4.600
IZUMI CITY SOUTH GATE	Đồng Nai	65%	1.700	Valora	2.940
	Long An	50%	1.650	Valora	883
				Flora	4.302
NLG CENTRAL LAKE	Cần Thơ	100%	430	Valrora	981
				Flora	1.590
MIZUKI PARK	HCM	50%	260	Valrora	63
				Flora	2.457
VSIP HẢI PHÒNG	Hải Phòng	50%	210	Valrora	739
				Ehome	2.159
EHOME	Phía Nam	100%	200	Ehome	8.000
AKARI	HCM	50%	85	Flora	3.234
PARAGON	Đồng Nai	50%	450	Valrora	518

Đơn vị (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	2.217	5.206	4.339	3.250	3.856
Lợi nhuận gộp	671	1.778	1.984	1.323	1.433
Lợi nhuận sau thuế	850	1478	866	516	960
EPS (VNĐ/cp)	2.927	3.155	1.448	845	1.561

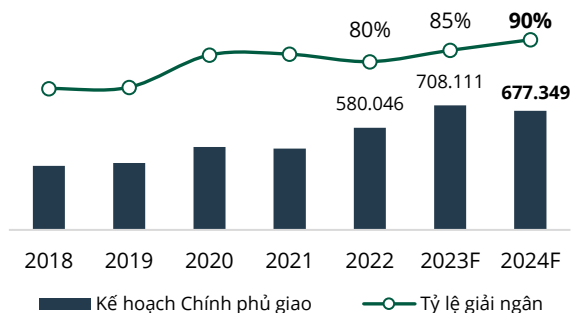
Ngành Xây dựng đầu tư công

“Công tác đầu tư công sẽ tiếp tục được đẩy mạnh, kỳ vọng tốc độ giải ngân được đẩy nhanh ngay từ đầu năm...”

Kế hoạch phân bổ vốn đầu tư công 2024

Biểu đồ 38: Vốn đầu tư công được giao qua các năm

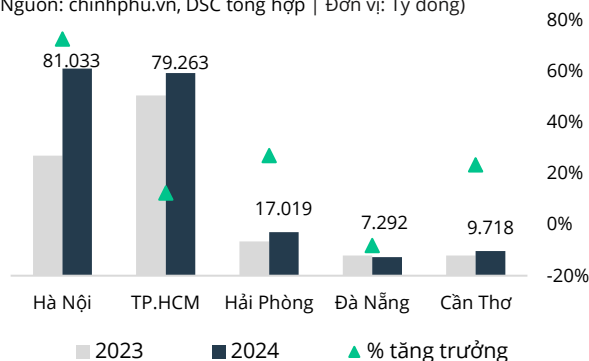
(Nguồn: chinhphu.vn, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ đồng)



Trong năm 2023, mặc dù được giao số vốn đầu tư cao kỷ lục, tỷ lệ giải ngân tính tới T12.2023 vẫn đạt mức khá tốt (82%). Sang năm 2024, với kế hoạch vốn đầu tư công được giao là 677.349 tỷ đồng (bằng 95% kế hoạch vốn đầu tư công năm 2023), DSC kỳ vọng tốc độ giải ngân sẽ được đẩy nhanh ngay từ đầu năm, từ đó giúp tỷ lệ giải ngân tiếp tục được cải thiện, đạt từ 90-95% kế hoạch.

Biểu đồ 39: Kế hoạch phân bổ vốn 2024 cho 5 TPTW

(Nguồn: chinhphu.vn, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ đồng)



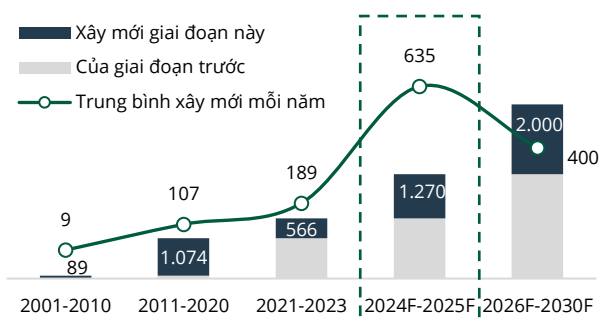
Về phân bổ vốn cho các địa phương, Hà Nội đã vượt TP.HCM để trở thành địa phương được phân bổ lượng vốn nhiều nhất với 81.033 tỷ đồng (+73% YoY). DSC đánh giá việc tăng giảm nguồn vốn phân bổ giữa các thành phố đã nằm trong kế hoạch đầu tư công trung hạn của Chính phủ, tuy nhiên việc tăng nguồn vốn phân bổ cho địa phương có tốc độ giải ngân nhanh của các năm trước và ngược lại, cũng là 1 phương pháp nhằm đẩy nhanh tốc độ giải ngân chung trên cả nước và tối ưu hóa nguồn vốn ngân sách.

Dự địa tăng trưởng còn nhiều, tuy nhiên sẽ có sự phân hóa giữa các doanh nghiệp

DSC cho rằng năm 2024 sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc tăng tốc để hoàn thành kế hoạch hiện tại, bắt đầu xây dựng kế hoạch cho giai đoạn mới 2026-2030 và hướng tới xa hơn là Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm 2021-2030 của Chính phủ. Dự kiến trong năm 2024, Bộ GTVT sẽ tiếp tục đầu tư và khởi công 14 dự án đường bộ cao tốc, bên cạnh đó, hệ thống đường sắt cũng sẽ được chú trọng và đầu tư hơn trong giai đoạn này. Dự kiến 1 số tuyến đường sắt quan trọng như Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng hay TP.HCM - Cần Thơ sẽ được đẩy nhanh tiến độ đầu tư nâng cấp. Đặc biệt, “siêu dự án” đường sắt cao tốc Bắc - Nam với số vốn đầu tư ước tính trên 70 tỷ USD cũng kỳ vọng được phê duyệt chủ trương đầu tư trong năm 2024.

Biểu đồ 40: Tổng chiều dài cao tốc tại Việt Nam

(Nguồn: Bộ GTVT, DSC tổng hợp | Đơn vị: Km)



Tính tới hết năm 2023, Việt Nam đã có khoảng hơn 1.800km đường cao tốc, với tốc độ trung bình xây mới 189km mỗi năm trong giai đoạn 2021-2023. Đây là một thành tựu lớn, tuy nhiên, để đạt được mục tiêu đến năm 2025 có ít nhất 3.000km theo Nghị quyết Đại hội XIII của Đảng đã đề ra thì công việc cần thực hiện trong 2 năm tới là rất lớn, ước tính trung bình cần xây dựng mới 635km đường cao tốc/năm.

Như vậy có thể thấy, áp lực đầu tư cơ sở hạ tầng và khối lượng công việc cần thực hiện trong thời gian tới là rất lớn, nhưng cũng đồng thời mở ra thêm nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp xây dựng đầu tư công. Trong đó, DSC cho rằng các doanh nghiệp có uy tín, năng lực thi công cao và sức khỏe tài chính ổn định sẽ là nhóm chiếm ưu thế trong việc đấu thầu các dự án đầu tư công.

Tiêu điểm cổ phiếu: HHV (Upside 15%)

Khuyến nghị: **Mua** | Giá mục tiêu (1 năm): **17.900 VNĐ/cp**

Luận điểm đầu tư

Kinh doanh BOT: Lành mạnh và kỳ vọng tăng trưởng:

HHV đang sở hữu và vận hành 8 trạm thu phí BOT đem về dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp. Dự kiến trong giai đoạn 2023-2026 khi các dự án thành phần cao tốc Bắc Nam được hoàn thiện, HHV sẽ tham gia đấu thầu quản lý vận hành thêm khoảng 545km đường, từ đó phát triển thêm các trạm BOT. Bên cạnh đó lưu lượng giao thông được cải thiện đáng kể sau dịch và tình hình du lịch trong nước dần khởi sắc cũng là động lực giúp doanh thu từ BOT của gia tăng.

Năng lực thi công cao, backlog "dư dả":

Trong năm 2023 HHV đã trúng các gói thầu XL1, XL2 và XL3 thuộc Dự án cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn với tổng giá trị gần 14,500 tỷ đồng, hầu hết các dự án đều được triển khai đúng tiến độ. Trong giai đoạn 2023-2025, HHV dự kiến sẽ tham gia đầu tư thêm nhiều đoạn cao tốc với tổng mức đầu tư khoảng 40.000 tỷ, tập trung vào các dự án theo hình thức PPP

Rủi ro đầu tư

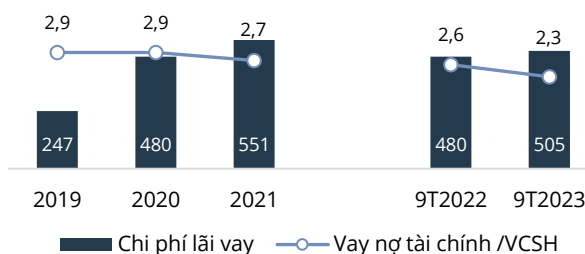
Đòn bẩy cao, lãi vay bào mòn lợi nhuận: Mặc dù đã giảm mạnh từ năm 2020, tỷ lệ Nợ vay tài chính/VCSH của HHV hiện vẫn khá cao ở mức 2,3 lần, kéo theo chi phí lãi vay tăng theo. Tuy nhiên với việc mặt bằng lãi suất đã giảm và doanh nghiệp có kế hoạch tăng vốn phục vụ hoạt động kinh doanh, HHV có thể giảm gánh nặng nợ vay trong tương lai.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Xây dựng, vận hành BOT
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	15.500
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	6.422
Số lượng CPLH (triệu cp)	412
EPS 4 quý gần nhất	980
P/E	16
Cao nhất 52 tuần	17.400
Thấp nhất 52 tuần	7.200

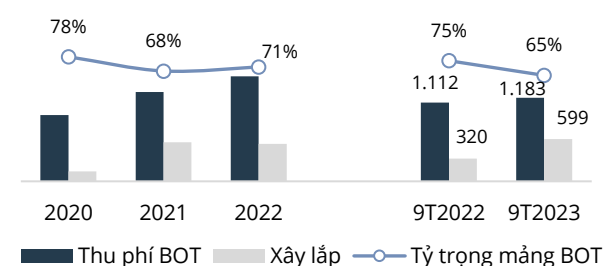
Biểu đồ 41: Tình hình nợ vay

(Nguồn: FiinProX, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ đồng)



Biểu đồ 42: Doanh thu theo mảng kinh doanh

(Nguồn: FiinProX, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ đồng)



	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	1.202	1.861	2.094	2.630	3.250
Lợi nhuận gộp	702	925	1.016	1.200	1.350
Lợi nhuận sau thuế	176	291	297	380	462
EPS	515	1.006	893	924	1.122

“Khu vực Thương nguồn sẽ là điểm sáng của ngành dầu khí trong năm 2024...”

Dự phóng giá dầu ổn định trong năm 2024

Theo các dự phóng DSC tham khảo, các tổ chức tài chính lớn đều đang nhận định giá dầu sẽ tiếp tục suy yếu trong nửa đầu năm 2024 trước (1) những số liệu kém tích cực về nhu cầu dầu thô và (2) việc OPEC+ dừng đẩy mạnh những biện pháp cắt giảm.

Tuy vậy, với việc (1) nới lỏng chính sách tiền tệ của FED, (2) nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục phục hồi, và (3) khối OPEC+ không mở rộng nguồn cung, **DSC nhận định giá dầu sẽ không tiếp tục giảm, mà giữ ổn định trong năm 2024.**

Biểu đồ 43: Dự phóng giá dầu từ các tổ chức kinh tế

(Nguồn: DSC tổng hợp)

Tổ chức	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
RBC	74,5	79,5	80,5	81,5
JPMorgan	75	80	80	81
Westpac	72	75	78	81
Societe Generale	86,5	86,5	81,5	81,5
EIA	83,3	84,3	82	81
Goldman Sachs	82	88	90	89
Trung bình	78,9	82,2	82,0	82,5

Hoạt động tại khâu Thương nguồn sẽ tỏa sáng trong 2024

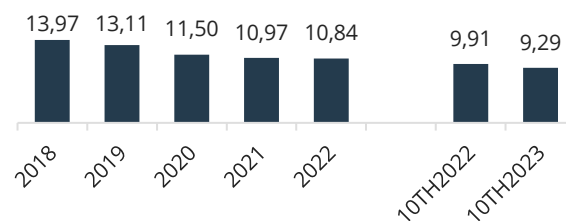
Những năm gần đây hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí của Việt Nam vẫn tương đối trầm lắng dù giá dầu duy trì cao hơn so với mức hòa vốn (55 USD/thùng). Tính chung 10T/2023 PVN chỉ khai thác được 9,29 triệu tấn dầu thô (-6,25% svck) dù đã có sự hỗ trợ của Luật Dầu khí sửa đổi.

Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc các mỏ khí đang hoạt động tại Việt Nam hiện đã cạn kiệt về trữ lượng, hoặc đều đang ở giai đoạn khai thác cuối với độ ngập nước cao và sản lượng suy giảm tự nhiên khoảng 15 – 25%.

Sự thiếu sót về chính sách cũng là một trong những yếu tố góp phần gây nên sự “ảm đạm” tại khâu Thương nguồn trong những năm qua. Tuy nhiên, trong năm 2023 dù đã có sự hỗ trợ của Luật Dầu khí sửa đổi, tình hình khai thác vẫn kém hơn so với kỳ vọng do ảnh hưởng từ triển vọng kinh tế kém khả quan trên toàn cầu.

Biểu đồ 44: Sản lượng dầu khai thác tại Việt Nam

(Nguồn: PVN, DSC tổng hợp)



Tuy vậy, **DSC kỳ vọng năm 2024 sẽ là một năm khả quan cho khâu Thương nguồn** nhờ (1) Nhiều dự án quan trọng đã nhận được quyết định triển khai; (2) Giá dầu ổn định trên 70 USD/thùng sẽ kích thích các hoạt động tìm kiếm, khai thác và (3) Luật Dầu khí sửa đổi tiếp tục phát huy vai trò.

Các dự án quan trọng đều được “tháo xích” trong năm 2023

Năm 2023 là cột mốc đáng nhớ của ngành khi nhiều dự án quan trọng đã nhận được quyết định triển khai, giải quyết được tình trạng cạn kiệt trữ lượng dầu khí. Đây cũng là nguồn công việc lớn cho các doanh nghiệp dầu khí trong nước với dự địa từ hoạt động khoan, xây lắp M&C và các dịch vụ liên quan khác

Các dự án được phê duyệt bao gồm Sư Tử Trắng GĐ 2B (quy mô 1,1 tỷ USD), Lạc Đà Vàng (quy mô 693 triệu USD) và Lô B – Ô Môn (quy mô 10 tỷ USD). Trong đó dự án mỏ khí Lô B sẽ là động lực phát triển chính với quy mô đầu tư lớn, thời gian phát triển dự án dự kiến là 5 năm. Hiện PVN và các đối tác nước ngoài đã tổ chức lễ ký kết thỏa thuận khung (HOA) để khai thác dòng khí đầu tiên từ dự án Lô B vào năm 2027, kỳ vọng sẽ được nhận được FID (quyết định đầu tư cuối cùng) vào đầu năm 2024.

Biểu đồ 45: Tổng hợp các dự án thương nguồn

Tên dự án	CAPEX (mil)	Mốc triển khai
Lô B – Ô Môn	10,000	2024
Sư Tử Trắng GĐ 2B	1,100	2024-2025
Lạc Đà Vàng	693	2024
Nam Du - U Minh	-	-
Cá Voi Xanh	10,000	-

Tiêu điểm cổ phiếu: PVD (Upside 23%)

Khuyến nghị: **Mua** | Giá mục tiêu (1 năm): **33.600 VNĐ/cp**

Luận điểm đầu tư

2024 sẽ tiếp tục là một năm bận rộn cho các doanh nghiệp cho thuê giàn khoan: Dự địa tăng giá cho thuê các giàn khoan của PVD tương đối rộng mở khi nhu cầu khai thác gia tăng mạnh mẽ trên toàn cầu, đặc biệt tại khu vực Trung Đông. Giá thuê ngày trung bình các giàn khoan của PVD hiện đạt 90.000 USD/ngày, trong khi tại khu vực Đông Nam Á, giá cho thuê trung bình vẫn đang dao động trong khoảng 100.000 - 125.000 USD/ngày. Hiện lịch trình cho thuê các giàn khoan của PVD đã được lấp đầy tới năm 2025, góp phần đảm bảo ổn định doanh thu cho công ty.

Kế hoạch đầu tư giàn khoan mới trong tương lai gần: Vào tháng 12 HĐQT của PVD đã phê duyệt quyết định đầu tư mở rộng giàn khoan sau 10 năm, dự kiến sẽ kết thúc nghiên cứu và đánh giá vào cuối năm 2023. Các giàn mới sau khi đầu tư có thể được đem hỗ trợ cho các chiến dịch khoan ở trong nước hoặc cho thuê trong khu vực Đông Nam Á. Đây sẽ là triển vọng gia tăng công suất hoạt động kinh doanh cũng như nâng mức định giá cho công ty. Dù vậy, hiện tại chưa có nhiều thông tin cụ thể về dự án này.

Rủi ro đầu tư

Đầu tư vào giàn khoan mới là con dao hai lưỡi: Tổng vốn đầu tư vào giàn khoan mới năm 2024 của PVD ước đạt ~130 triệu USD, gia tăng áp lực tài chính lên doanh nghiệp.

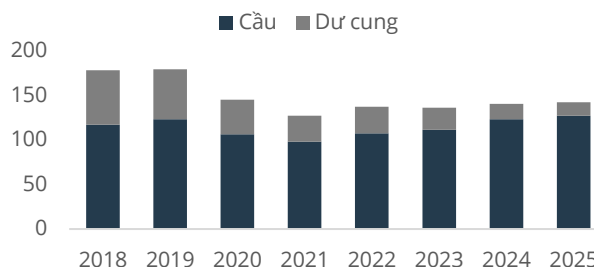
Rủi ro suy thoái gia tăng trong nửa đầu năm 2024: Nền kinh tế thế giới vẫn được dự phóng tăng trưởng yếu trong năm 2024. Trong trường hợp suy thoái xảy ra, nhu cầu khai thác dầu sẽ chịu ảnh hưởng, khiến giá cho thuê các giàn khoan của PVD cũng chịu áp lực giảm tương ứng.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Dầu khí
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	27.350
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	15.203
Số lượng CPLH (triệu cp)	555
EPS 4 quý gần nhất	767
P/E	35
Cao nhất 52 tuần	29.100
Thấp nhất 52 tuần	18.900

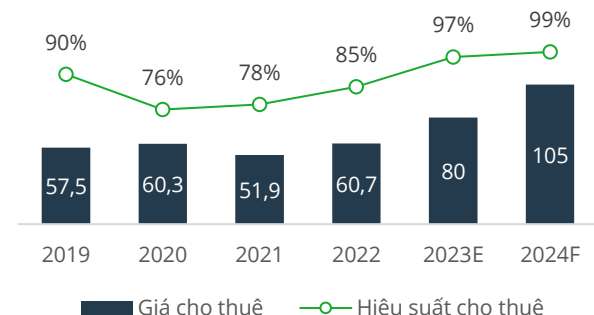
Biểu đồ 46: Số dàn khoan trên toàn cầu

(Nguồn: Wood Mackenzie, DSC tổng hợp | Đơn vị: số dàn khoan)



Biểu đồ 47: Giá cho thuê và hiệu suất cho thuê các giàn khoan của PVD

(Nguồn: PVD, DSC tổng hợp | Đơn vị: Nghìn USD/ngày)



Đơn vị: Tỷ VNĐ	2020	2021	2022	2023E	2024F
Doanh thu	5.228	3.995	5.432	5820	6325
Lợi nhuận gộp	328	371	577	1164	1265
Lợi nhuận sau thuế	183	37	-155	522	578
EPS (VNĐ/cp)	442	46	-185	939	1040



Ngành điện

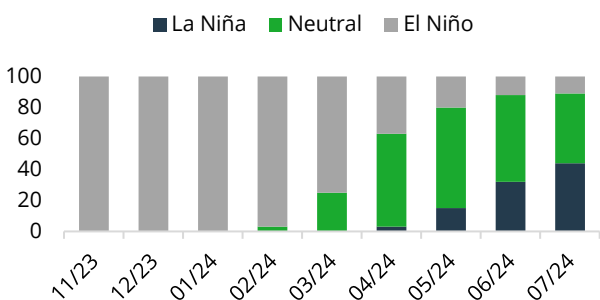
“ Các doanh nghiệp trong lĩnh vực xây lắp điện được kỳ vọng sẽ hưởng lợi trong năm 2024...”

El Nino sẽ tiếp tục chiếm ưu thế tới giữa năm 2024.

Theo dự báo của Viện Nghiên cứu Quốc tế về Xã hội và Khí hậu (IRI), chu kỳ El Nino sẽ tiếp tục kéo dài đến tháng 4/2024 với xác suất trên 80%, trước khi bị pha trung tính chiếm ưu thế. Hiện tượng này sẽ tiếp tục khiến sản lượng mưa và mực nước của các hồ thủy điện suy giảm, ảnh hưởng đến khả năng huy động của các nhà máy thủy điện trong các tháng cao điểm của mùa khô. Do đó, các nhà máy nhiệt điện (khí và than), đặc biệt tại khu vực phía Bắc sẽ được ưu tiên huy động để đáp ứng đủ nhu cầu điện trên toàn quốc.

Biểu đồ 48: Trạng thái El Nino dự kiến sẽ duy trì tới giữa năm 2024 với xác suất cao

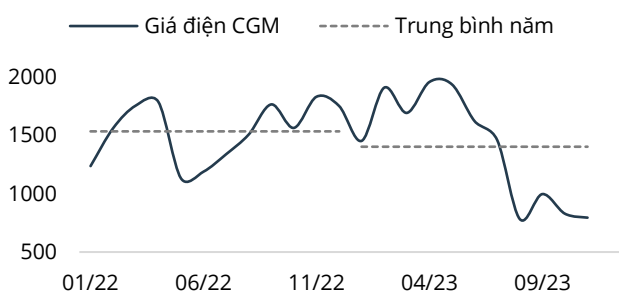
(Nguồn: ENSO Forecast, DSC tổng hợp | Đơn vị: %)



Ngoài việc được ưu tiên huy động, **DSC cho rằng hiệu suất kinh doanh của các nhà máy nhiệt điện** sẽ được cải thiện do (1) giá nguyên liệu đầu vào như than đá và khí đốt giảm thấp và ổn định hơn và (2) Giá điện thu mua trên thị trường cạnh tranh (CGM) dự kiến tương đương hoặc cao hơn mức trung bình năm 2023 trong bối cảnh kinh tế phục hồi và các nhà máy nhiệt điện được ưu tiên huy động.

Biểu đồ 49: Giá CGM dự kiến sẽ ở mức cao

(Nguồn: EVN, DSC tổng hợp | Đơn vị: VND/kWh)



Xây lắp điện – Bước đầu trong công cuộc chuyển đổi xanh

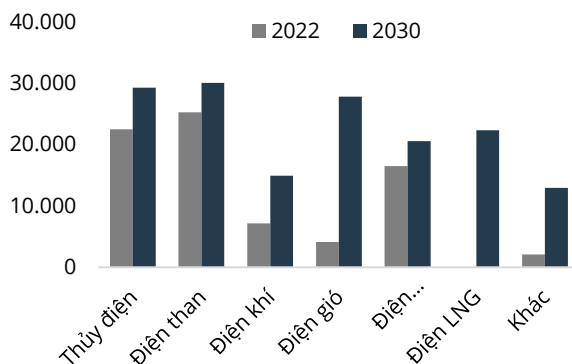
Vào ngày 15/5/2023, Quy hoạch điện VIII đã chính thức được thông qua với chủ trương đẩy mạnh phát triển các nguồn năng lượng tái tạo (NLTT), loại bỏ dần các nguồn điện sử dụng nhiên liệu có hại cho môi trường nhằm đáp ứng các tiêu chuẩn từ COP26. Dù vậy, công cuộc triển khai trên thực tế vẫn còn gặp nhiều khó khăn khi EVN gặp các khó khăn tài chính, từ đó tạm thời chưa xây dựng được cơ chế giá rõ ràng đối với các chủ đầu tư năng lượng tái tạo.

Trong năm 2023, EVN đã hai lần điều chỉnh tăng giá bán lẻ điện bình quân với mức giá hiện tại quanh 2.006,79 VND/kWh. Tuy nhiên, mức giá này vẫn thấp hơn khoảng 4,5% so với giá thành sản xuất ước tính trong 2023. Vì vậy, khả năng cao giá điện sẽ tiếp tục được nâng trong năm 2024 nhằm khắc phục những vấn đề tài chính của EVN.

Chúng tôi kỳ vọng tình trạng của EVN sẽ khả quan hơn trong năm 2024, tạo điều kiện cho các dự án, công trình điện quan trọng được triển khai. Trong bối cảnh ấy, các doanh nghiệp **xây lắp điện sẽ là đối tượng hưởng lợi trong chu kỳ chuyển đổi xanh** này nhờ (1) dư địa lớn từ các công trình lưới điện như Đường dây 500kV Quảng Trạch – Quỳnh Lưu, đường dây 500kV Quỳnh Lưu – Thanh Hóa, Trạm biến áp 500 kV Thanh Hóa...; (2) Các dự án nguồn điện lớn như Sông Hậu 2, Long Phú 1, Quảng Trạch 2,... được gỡ rối và (3) Dư địa phát triển các dự án điện NLTT và điện khí của các chủ đầu tư tư nhân trong dài hạn.

Biểu đồ 50: Công suất điện mục tiêu của từng loại điện trong năm 2030 theo QHĐ8

(Nguồn: EVN, DSC tổng hợp | Đơn vị: MW)



Tiêu điểm cổ phiếu: PC1 (Upside 30%)

Khuyến nghị: **Mua** | Giá mục tiêu (1 năm): **34.900 VNĐ/cp**

Luận điểm đầu tư

Lợi thế trong lĩnh vực xây lắp điện: Với lợi thế là công ty hàng đầu trong lĩnh vực xây lắp điện, PC1 sẽ có lợi thế trong việc đấu thầu các dự án quan trọng, đặc biệt là dự án phát triển lưới điện và các dự án năng lượng tái tạo (NLTT) trong dài hạn. DSC đánh giá PC1 sẽ hưởng lợi trong dài hạn từ quá trình phát triển lưới điện trên toàn quốc theo quy hoạch điện VIII. Ước tính trong giai đoạn 2021 - 2030, tổng mức đầu tư cho phát triển lưới điện khoảng 15 tỷ USD.

Các lĩnh vực kinh doanh mới sẽ tiếp tục nâng đỡ kết quả kinh doanh của PC1 trong bối cảnh mảng kinh doanh khác (bao gồm xây lắp điện & sản xuất điện) đang trong giai đoạn thấp điểm. Các mảng này đều có hiệu quả lợi nhuận tương đối tốt, trong đó: (1) **Mảng Kinh doanh quặng:** PC1 đã xuất khẩu 17.500 tấn tinh quặng trong Q3, đạt doanh thu 598 tỷ với biên lợi nhuận gộp đạt 33%; (2) **Mảng Vận hành Khu công nghiệp:** PC1 đã hoàn tất các thủ tục pháp lý đối với KCN Yên Phong II-A và đang tiến hành cho thuê với mức giá dự kiến là 158-160 USD/m2/chu kỳ thuê, cao hơn so với mức kỳ vọng ban đầu là 150 USD/m2/chu kỳ thuê.

Rủi ro đầu tư

Đòn bẩy cao, lãi vay bào mòn lợi nhuận: Tính tới Q3/2023 tỷ lệ đòn bẩy của PC1 vẫn duy trì ở mức cao với D/E đạt 1,78 và lượng nợ vay chiếm 53% tổng nguồn vốn, trong đó 4.400 tỷ là nợ vay bằng ngoại tệ. Như vậy rủi ro chi phí tài chính ăn mòn lợi nhuận vẫn sẽ hiện hữu trong các quý tới

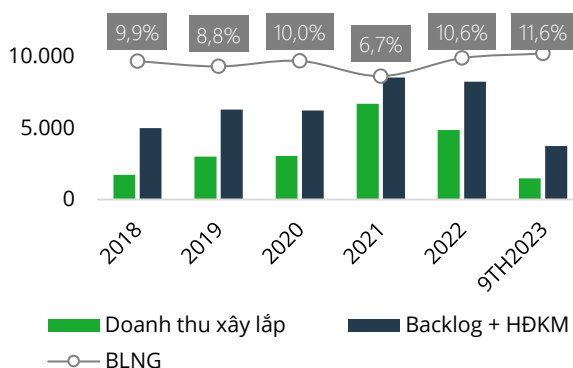
Thủy điện vẫn gặp khó khăn do hiện tượng El Nino: Hiện tượng El Nino tiếp tục chiếm ưu thế trong những tháng cao điểm của mùa khô sẽ làm ảnh hưởng tới công suất các nhà máy thủy điện của PC1.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Xây lắp điện
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	26.900
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	8.366
Số lượng CPLH (triệu cp)	310,997
EPS 4 quý gần nhất	810
P/E	33
Cao nhất 52 tuần	29.300
Thấp nhất 52 tuần	16.100

Biểu đồ 51: Diễn biến mảng xây lắp điện của PC1

(Nguồn: PC1, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ VNĐ)



Biểu đồ 52: Các dự án lưới điện giai đoạn 2021 - 2030

(Nguồn: EVN, DSC tổng hợp)

Dự án lưới điện giai đoạn 2021 - 2030	Xây mới (MVA)	Cải tạo (km)
500 kV		
Trạm biến áp	49.350	38.168
Đường dây	12.300	1.324
200 kV		
Trạm biến áp	78.525	34.997
Đường dây	16.285	6.484

	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	6.679	9.828	8.358	7.206	8.564
Lợi nhuận gộp	1162	1156	1.595	1.457	1.798
Lợi nhuận sau thuế	544	764	537	472	582
EPS	2682	2.955	1664	1.518	1.872



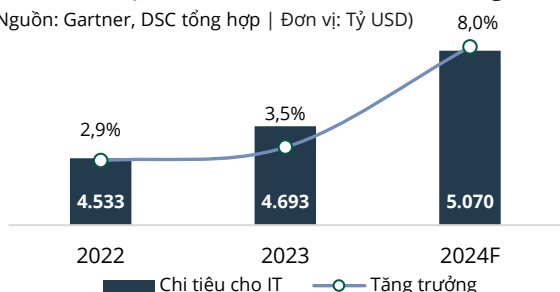
Ngành Công nghệ thông tin - ICT

“Thế giới tiếp tục chi tiêu mạnh cho công nghệ thông tin, các doanh nghiệp Việt đối mặt nhiều thách thức bên cạnh cơ hội...”

Thế giới sẽ đẩy mạnh chi tiêu cho lĩnh vực CNTT trong năm 2024

Biểu đồ 53: Dự báo chi tiêu CNTT trên toàn thế giới

(Nguồn: Gartner, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ USD)

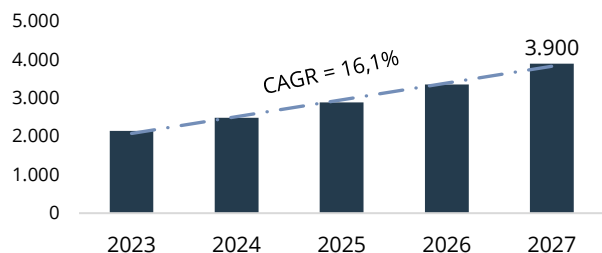


Trong năm 2024, chi tiêu công nghệ thông tin trên toàn thế giới được dự báo sẽ đạt khoảng 5.070 tỷ USD, tăng 8% so với năm 2023. Cụ thể hơn, **hệ thống trung tâm dữ liệu** dự kiến sẽ đạt mức đầu tư 260 tỷ USD (+9,5% YoY) vào năm 2024. **Chi tiêu cho phần mềm** được dự đoán sẽ là mảng tăng trưởng mạnh nhất, đạt 1,04 nghìn tỷ USD (+13,8% YoY). **Chi tiêu cho dịch vụ truyền thông** được dự đoán sẽ tăng trưởng khiêm tốn, đạt 1,5 nghìn tỷ USD (+3,3% YoY). **Cuối cùng, mảng Dịch vụ CNTT** được dự báo là vượt lên là mảng kinh doanh lớn nhất, với mức chi tiêu dự kiến sẽ đạt khoảng 1,55 nghìn tỷ USD (+10,4% YoY).

Chuyển đổi số trên toàn cầu tiếp tục sôi động, thị trường ngày càng rộng lớn

Biểu đồ 54: Dự báo chi tiêu cho hoạt động chuyển đổi số trên toàn cầu

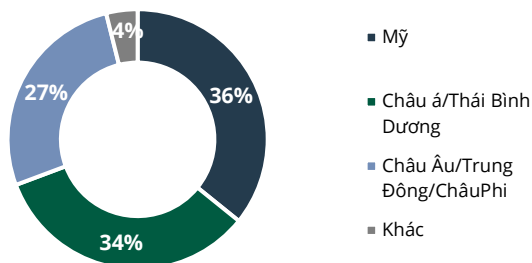
(Nguồn: IDC, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ USD)



Chi tiêu trên toàn thế giới cho chuyển đổi kỹ thuật số được dự báo sẽ đạt gần 3,9 nghìn tỷ USD vào năm 2027, trong đó tập trung vào việc nâng cao hiệu quả hoạt động quy mô lớn như quản lý chuỗi cung ứng, kỹ thuật, thiết kế và nghiên cứu, vận hành và vận hành sản phẩm máy sản xuất.

Biểu đồ 55: Chi tiêu cho chuyển đổi số theo vùng 2023

(Nguồn: IDC, splunk, DSC tổng hợp)

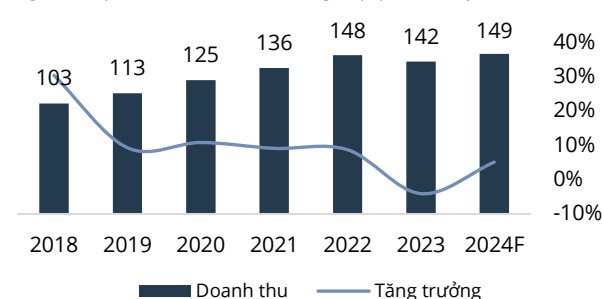


Trong năm 2023, Mỹ và Châu Á Thái Bình Dương là 2 khu vực chi tiêu nhiều nhất cho chuyển đổi số, chiếm lần lượt 35,8% và 33,5% tổng chi tiêu toàn cầu cho lĩnh vực này. Trong khi đó, khu vực Châu Âu được dự báo sẽ ghi nhận đà tăng trưởng nhanh chóng (CAGR 16%) từ nay đến năm 2027.

Ngành ICT Việt Nam - Cơ hội lớn đi kèm nhiều thách thức

Biểu đồ 56: Doanh thu và tăng trưởng của ngành ICT

(Nguồn: TopDev, Bộ TT&TT, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ USD)



Trong năm 2023, doanh thu của lĩnh vực công nghiệp ICT ước đạt 142 tỷ USD (-4% YoY), tuy nhiên sự hồi phục kỳ vọng sẽ diễn ra trong năm 2024. Đối với ngành công nghiệp bán dẫn, Việt Nam đang trở thành điểm đến hấp dẫn của các nhà đầu tư nước ngoài. Các tập đoàn lớn như Intel, Samsung Amkor, Nvidia đều thể hiện mong muốn đầu tư vào VN.

DSC cho rằng, việc thúc đẩy hệ sinh thái các đơn vị hỗ trợ cho các nhà sản xuất chip là yếu tố quan trọng giúp Việt Nam thu hút các công ty sản xuất chip lớn. Ngoài ra, ngày càng có nhiều doanh nghiệp Việt Nam có khả năng tham gia vào ngành công nghiệp hỗ trợ sản xuất chip. Hiện có khoảng 50 doanh nghiệp trong nước với hơn 5.500 kỹ sư thiết kế chip, tuy nhiên với nhu cầu nhân lực tại Việt Nam là 5.000 - 10.000 kỹ sư/năm thì khả năng đáp ứng là chưa đến 20%.

Tiêu điểm cổ phiếu: FPT (Upside 17%)

Khuyến nghị: **Mua** | Giá mục tiêu (1 năm): **113.000 VNĐ/cp**

Luận điểm đầu tư

Mảng giáo dục tăng trưởng mạnh mẽ: Doanh thu mảng giáo dục Q3/2023 đạt 1.681 tỷ đồng (+43,8% YoY). Tỷ suất LNTT đạt 19,6%, so với 19,4% trong Q3/2022. Năm 2023, đại học FPT cũng đã thành lập Khoa Vi mạch và Bán dẫn, tập trung đào tạo chuyên sâu về thiết kế vi mạch và thực hiện nghiên cứu trong lĩnh vực vi mạch và bán dẫn, dự kiến bắt đầu tuyển sinh vào năm 2024.

Dòng tiền mạnh mẽ giúp FPT đẩy nhanh trong việc triển khai các kế hoạch R&D và thương vụ M&A: FPT có cơ cấu tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt dồi dào. Tỷ lệ nợ vay/Tổng tài sản là 32%, trong đó tỷ lệ nợ vay dài hạn chỉ chiếm 0,4%, còn lại chủ yếu là vay ngắn hạn nhằm đáp ứng nhu cầu vốn lưu động. Doanh nghiệp tích cực thực hiện M&A trong mảng kinh doanh công nghệ để mở rộng thị trường và tìm kiếm các cơ hội kinh doanh mới.

Gia nhập ngành thiết kế chất bán dẫn là động lực dài hạn: FPT thể hiện quyết tâm gia nhập ngành sản xuất chất bán dẫn (semiconductors). Đây là một dự án dài hơi, có thể kéo dài 5 - 10 năm trước khi có thành quả nhưng sẽ là động lực dài hạn tốt cho doanh nghiệp.

Rủi ro đầu tư

Chi phí nhân công tăng nhanh có thể khiến biên lợi nhuận thu hẹp: Chi phí nhân sự gia tăng nhanh chóng do tính toàn cầu hóa trong lĩnh vực công nghệ có thể khiến chi phí hoạt động của công ty bị đẩy lên cao.

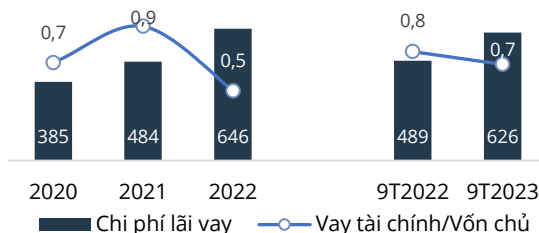
Kinh tế toàn cầu đứng trước rủi ro suy thoái: có thể đẩy chi tiêu cho công nghệ sụt giảm, tác động tiêu cực đến doanh thu xuất khẩu của FPT.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Công nghệ thông tin
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	96.300
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	121.409
Số lượng CPLH (triệu cp)	1.269
EPS 4 quý gần nhất	4.820
P/E	19,9
Cao nhất 52 tuần	100.800
Thấp nhất 52 tuần	68.000

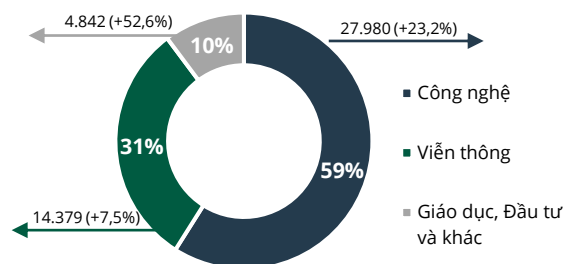
Biểu đồ 57: Tình hình nợ vay

(Nguồn: FiinProX, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ đồng)



Biểu đồ 58: Doanh thu theo mảng kinh doanh 11T2023

(Nguồn: FPT, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ đồng)



	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	29.922	35.671	44.023	52.980	64.589
Lợi nhuận gộp	11.814	13.632	17.167	20.497	25.120
Lợi nhuận sau thuế	4.424	5.349	6.491	7.811	9.139
EPS	4.513	4.779	4.827	4.925	5.778



Ngành cảng biển / Vận tải biển

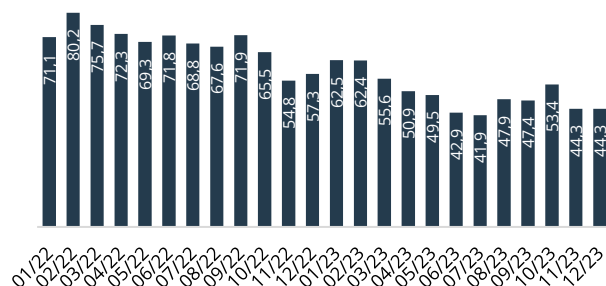
“Chưa khởi sắc do tình hình các đối tác xuất khẩu không quá khả quan và các rủi ro địa chính trị còn hiện hữu...”

Xuất khẩu hồi phục chậm từ đáy

Chúng tôi nhận thấy, trái với năm 2023, sự đồng thuận về mặt chính sách tiền tệ của các nước trên thế giới, đặc biệt tại các đối tác xuất/nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam là Mỹ, Châu Âu, Trung Quốc, đang ngày càng rõ xu hướng nổi lên khi lạm phát dần hạ nhiệt. Đồng thời, theo dự báo của IMF, sản lượng và giá của thương mại toàn thế giới có thể đảo chiều từ tăng trưởng âm lên thành tăng trưởng dương lần lượt ở mức 3,2% và 1,5% trong năm 2024. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa thông cảng sẽ có sự nhích nhẹ so với mức thấp của năm 2023. Trong đó, khu vực Hải Phòng sẽ phụ thuộc vào tình hình giao thương của các tuyến nội Á, đặc biệt là Trung Quốc, trong khi đó động lực của khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu sẽ “đặt cửa” ở thị trường Mỹ khi chỉ số hàng tồn kho tại đây đang ở mức thấp kỷ lục.

Biểu đồ 59: Chỉ số hàng tồn kho Mỹ

(Nguồn: Logistics Managers' Index, DSC tổng hợp | Đơn vị: Điểm)



Xung đột tại Biển Đỏ làm cản trở lưu thông hàng hóa

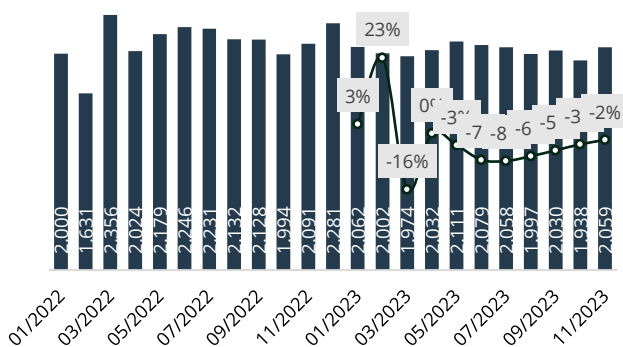
Kênh đào Suez – tuyến đường mà 12% khối lượng hàng hóa đường thủy thế giới đi qua, đã bị gián đoạn do sự tấn công của lực lượng Houthi (nhằm ủng hộ lực lượng Hamas trong cuộc chiến với Israel), điều này khiến cho các hãng tàu lớn phải tìm đến “cung đường vòng” qua Mũi Hảo Vọng để vận chuyển hàng hóa, tạo ra sự khan hiếm cục bộ về mặt công suất vận tải, kéo theo giá cước tàu toàn thế giới bật mạnh, trong đó có cước tàu container sau khoảng thời gian dài “dò đáy”. Sự việc này có thể gây ra ảnh hưởng tiêu cực gián tiếp tới lưu lượng hàng hóa tới cảng Việt Nam, đặc biệt là với các cảng nước sâu như Cái Mép – Thị Vải, Lạch Huyện, nơi chủ yếu đón tàu từ Mỹ và Châu Âu.

Nâng giá sàn chỉ tác động tới các cảng nhỏ

Theo thông tư số 39/2023/TT-BGTVT, giá sàn dịch vụ bốc dỡ tại cảng sẽ được nâng khoảng 10%, kể từ 15/2/2024. Đây là một thông tin tích cực và được chờ đợi trong nhiều năm trở lại đây trong bối cảnh giá cước tại Việt Nam thấp hơn đáng kể so với khu vực. Mặc dù vậy, theo đánh giá của chúng tôi, việc nâng giá sàn trên thực tế chỉ tác động cục bộ tới các cảng nhỏ và kém lợi thế khi đang phải áp dụng mức giá thấp nhất để tăng cạnh tranh trong khu vực. Còn lại, các cảng có lợi thế cạnh tranh hơn như nhóm cảng thuộc hạ lưu sông Cấm, hoặc cảng nước sâu tại Bà Rịa – Vũng Tàu đã có khả năng đàm phán được mức giá trung bình cao hơn khoảng 10-30% so với mức thấp nhất. Đồng thời, bối cảnh giao thương quốc tế trong năm tới được dự đoán chưa quá khởi sắc, trong khi mức độ cạnh tranh giữa các cảng gần nhau ngày càng gay gắt khi chất lượng dịch vụ tương đồng, dẫn tới dự đoán các cảng này sẽ khó tăng được giá cước trong năm tới.

Biểu đồ 60: Sản lượng container ra vào cảng Việt Nam

(Nguồn: Vinamarine, DSC tổng hợp | Đơn vị: Nghìn Teus)



Tiêu điểm cổ phiếu: GMD (Upside 6%)

Khuyến nghị: Theo dõi | Giá mục tiêu (1 năm): 73.200 VNĐ/cp

Luận điểm đầu tư

Cảng Nam Đình Vũ 2 là động lực trong trung hạn

Chúng tôi nhận thấy, sau khi loại bỏ đi phần sở hữu tại cảng Nam Hải – Đình Vũ (NHDV) từ Q2/2023, công ty không gặp phải sự sụt giảm nào đáng kể, chủ yếu do tiến trình dịch chuyển của khách hàng từ cảng cũ sang cảng mới (NDV2). Ở thời điểm hiện tại, ước tính cảng này đã đạt 80% công suất. Chúng tôi kì vọng với vị trí cảng gần cửa sông hơn, con số này sẽ tiếp tục cải thiện lên 90% vào thời điểm cuối năm nay.

Gemalink là “quân bài” quan trọng trong dài hạn dù chưa sản sinh ra dòng tiền đều đặn

Cảng Gemalink (công ty liên kết mà GMD chiếm 65% cổ phần) gần đây đã lập kỉ lục sản lượng mới là 30.000 TEUs khi xếp dỡ 2 tàu tỷ trọng lớn cùng lúc là CMA CGM CHENNAI và CMA CGM CHILE. Mặc dù vậy, Gemalink vẫn chưa thoát lỗ sau 4 quý. Q3/2023 đã cho thấy sự cải thiện khi chỉ lỗ 6 tỷ (so với Q2 khoảng 11 tỷ và Q1 khoảng 38 tỷ). Chúng tôi nhận thấy, với việc nước ta tăng cường mối quan hệ hợp tác với Mỹ, cùng với xu hướng sử dụng các tàu lớn hơn ở tuyến nội Á, các cảng nước sâu thuộc cụm Cái Mép – Thị Vải sẽ được hưởng lợi rất lớn trong dài hạn.

Rủi ro đầu tư

Tình hình kinh tế thế giới tiếp tục không khả quan.

Căng thẳng địa chính trị gây đứt gãy các tuyến đường thương mại tại một số vùng.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Cảng biển
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	69.300
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	21.229
Số lượng CPLH (triệu cp)	305,9
EPS 4 quý gần nhất	7.610
P/B	2.52
Cao nhất 52 tuần	73.000
Thấp nhất 52 tuần	45.600

Biểu đồ 61: Danh sách cảng của GMD

(Nguồn: GMD, DSC tổng hợp)

Cảng	Công suất thiết kế (TEUs/năm)	Cầu cảng (m)	Ghi chú
Nam Đình Vũ 1	500.000	440	
Nam Đình Vũ 2	500.000	440	Bắt đầu hoạt động vào năm 2023.
Nam Đình Vũ 2B	500.000	660	Bắt đầu hoạt động vào năm 2025.
Gemalink 1	1.500.000	800	
Gemalink 2	1.500.000	700	Giai đoạn 2A đã hoàn thiện pháp lý & bắt đầu khởi công. Cảng dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2025.

Đơn vị: Tỷ VNĐ	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	2.606	3.206	3.898	3.845	4.046
Lợi nhuận gộp	950	1.142	1.718	1.867	930
Lợi nhuận sau thuế	440	721	1.161	2.410	1.240
EPS (VNĐ/cp)	1.231	2.031	3.298	7.290	4.432

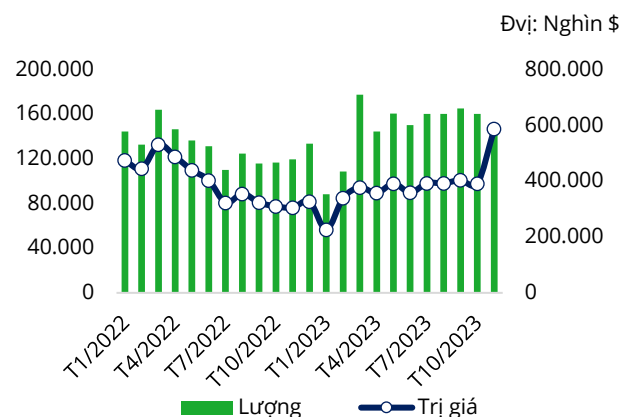
Ngành dệt may

"Ngành dệt may chìm trong khó khăn, triển vọng có thể tích cực hơn trong 2H 2024..."

Xuất khẩu mảng sợi có dấu hiệu phục hồi kể từ quý 2/2023.

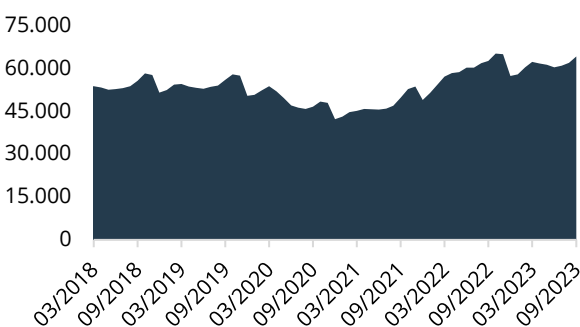
Biểu đồ 62: Tình hình xuất khẩu sợi tính đến T11/2023

(Nguồn: TCTK, DSC tổng hợp | Đơn vị: Nghìn USD)



Biểu đồ 63: Diễn biến hàng tồn kho thời trang tại Mỹ

(Nguồn: DSC tổng hợp | Đơn vị: Triệu USD)

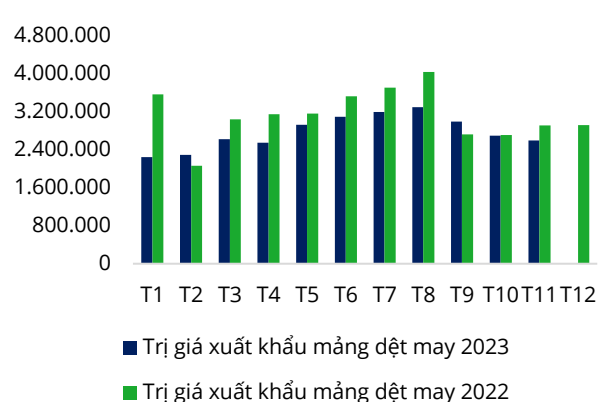


Tổng sản lượng xuất khẩu sợi trong 11T/2023 đạt mức 1.629 tấn, thu về 4,23 tỷ USD. So với cùng kỳ năm ngoái sản lượng xuất khẩu sợi tăng 13,1% nhưng giá trị giảm 3,7%. Với việc nằm ở vị trí thượng nguồn trong chuỗi giá trị ngành dệt may tại Việt Nam, mảng sợi là mảng chịu ảnh hưởng đầu tiên khi ngành dệt may suy thoái và cũng là mảng được kỳ vọng sẽ phát tín hiệu phục hồi sớm nhất. **DSC đánh giá mảng sợi sẽ hồi phục mạnh hơn vào cuối Q1/2024** khi nhu cầu tiêu thụ sợi sẽ gia tăng để bù đắp cho lượng hàng tồn kho đã suy giảm sau mùa mua sắm vào cuối năm 2023.

Mảng dệt may còn gặp nhiều khó khăn, kỳ vọng phục hồi từ nửa cuối năm 2024.

Biểu đồ 64: Trị giá xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam

(Nguồn: TCTK, DSC tổng hợp | Đơn vị: Nghìn USD)



Lũy kế 11T/2023, tổng giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam đạt mức xấp xỉ 30,3 tỷ USD, giảm 12,7% so với cùng kỳ năm ngoái. Nguyên nhân của sự sụt giảm này đến từ việc các đối tác từ nước ngoài đã liên tục cắt giảm đơn hàng kể từ nửa cuối năm 2022 đến nay khiến cho phần lớn doanh nghiệp trong nước rơi vào tình trạng “đói đơn hàng”, gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến kết quả kinh doanh. Đây quả của tình trạng lạm phát cao tại các thị trường xuất khẩu chính như Mỹ và EU, khiến cho các ngân hàng trung ương tại đây liên tục phải thực hiện các đợt tăng lãi suất và làm cho chi tiêu từ người tiêu dùng giảm mạnh. Bên cạnh đó, ngành dệt may Việt Nam còn phải chịu sự cạnh tranh lớn với các đối thủ khác trên trường quốc tế trong đó có Bangladesh. Việc nền kinh tế thế giới đang gặp nhiều khó khăn và chi phí sản xuất tại Bangladesh thấp hơn đáng kể đã tác động không nhỏ đến sự đi lùi rõ rệt của ngành dệt may Việt Nam trong năm qua. **DSC nhận định rằng do hàng may mặc là sản phẩm không thiết yếu, chỉ khi nền kinh tế phục hồi mạnh mẽ, nhu cầu về các sản phẩm dệt may mới có thể tăng trưởng mạnh trở lại.** Với việc FED đã ngưng gia tăng lãi suất, DSC kỳ vọng ngành dệt may sẽ bắt đầu phục hồi dần từ 2H/2024 hoặc 1H/2025.

Tiêu điểm cổ phiếu: TNG (Upside 24%)

Khuyến nghị: **Mua** | Giá mục tiêu (1 năm): **24.000 VNĐ/cp**

Luận điểm đầu tư

Đơn hàng ODM cải thiện lợi nhuận: Kể từ Q3/2023, TNG sẽ tiến hành sản xuất găng tay theo đơn hàng ODM từ đó sẽ giúp cải thiện đáng kể biên lợi nhuận gộp cho doanh nghiệp trong tương lai.

Kí kết với các khách hàng lớn: Trong giai đoạn khó khăn vừa qua, không những không chịu ảnh hưởng lớn từ việc thiếu hụt đơn hàng **TNG còn phát triển được một số khách hàng mới như Walmart, H&M,...** giúp củng cố khả năng chống chịu của doanh nghiệp trong trường hợp ngành dệt may tiếp tục gặp khó khăn.

Tăng trưởng nguồn thu với Dự án BĐS KCN Sơn Cầm: Với diện tích 27ha (đã được điều chỉnh quy mô), KCN Sơn Cầm sẽ tạo ra nguồn thu lớn cho doanh nghiệp trong tương lai.

Rủi ro đầu tư

Đòn bẩy tài chính cao, nhạy cảm với rủi ro lãi suất. Tỷ lệ nợ vay/VCSH mặc dù đã có sự suy giảm đáng kể so với hồi đầu năm, tuy nhiên vẫn ở mức xấp xỉ 150% khiến cho TNG dự kiến sẽ phải tiếp tục gánh chịu khoản chi phí tài chính lớn trong tương lai và nhạy cảm hơn với sự thay đổi lãi suất, đặc biệt là đối với khoản vay dài hạn.

Các khoản vay bằng USD chiếm tỷ trọng không nhỏ trong cơ cấu nợ vay sẽ khiến **TNG chịu rủi ro về mặt tỷ giá trong trường hợp đồng USD tăng mạnh trở lại.**

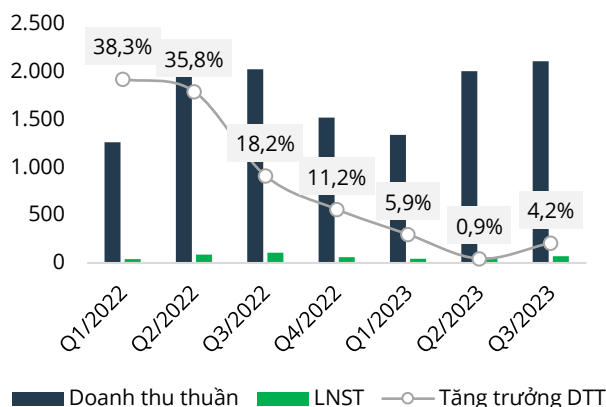
Ngành dệt may tiếp tục khó khăn và phục hồi chậm hơn dự kiến nếu như **lạm phát tiếp tục neo cao khiến cho FED chưa thể thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ.**

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Dệt may
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	19.400
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	2.259
Số lượng CPLH (triệu cp)	113.5
EPS 4 quý gần nhất	1.776
P/E	11,2
Cao nhất 52 tuần	22.200
Thấp nhất 52 tuần	13.000

Biểu đồ 65: Kết quả kinh doanh TNG năm 2022 - 2023

(Nguồn: FiinProX, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ đồng)



Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	1.202	5.444	6.772	7.085	7.936
Lợi nhuận gộp	13	727	999	1.005	1.183
Lợi nhuận sau thuế	515	232	293	245	323
EPS	1.917	1.911	2.408	2.149	2.833

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 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 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 - Trung tâm phân tích DSC

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 Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô & chiến lược
hiep.nh@dsc.com.vn

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

Lê Trần Khánh Linh,
Chuyên viên Phân tích
linh.ltk@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn