

Michael Kokalari, CFA

Giám đốc phòng Phân tích kinh tế vĩ mô và Nghiên cứu thị trường

VN-INDEX KHỞI ĐẦU NĂM 2023 THUẬN LỢI

Chỉ số VN-Index (VNI) tăng 10,3% trong tháng 1 nhờ những lo ngại về khủng hoảng tín dụng và thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Việt Nam đã giảm bớt (điều mà đã khiến VNI giảm 33% trong 2022, được đề cập trong [phân tích gần đây](#)), cũng như dòng vốn nước ngoài chảy mạnh vào Việt Nam. Trong báo cáo này, VinaCapital sẽ xem xét diễn biến của chỉ số nhằm minh họa rằng: 1) đà hồi phục của chứng khoán Việt Nam còn nhiều triển vọng (kỳ vọng chung là VN-Index sẽ tăng hơn 20% trong năm nay), và 2) chiến lược đầu tư chủ động – dựa trên việc lựa chọn cổ phiếu kỹ lưỡng – tiếp tục mang lại cho các nhà đầu tư lợi nhuận vượt trội tại Việt Nam trong bối cảnh thị trường vẫn còn kém hiệu quả.

	Tên Công Ty	% Thay Đổi Tháng 1	% Của Thay Đổi VNI	20 Cổ Phiếu Kém Hiệu Quả Nhất 2022
VCB	Ngân hàng Vietcombank	13.9	13.1	
BID	Ngân hàng BIDV	12.8	6.4	
HPG	Thép Hòa Phát	22.8	5.9	X
CTG	Ngân hàng Vietin Bank	13.0	4.1	X
ACB	Ngân hàng ACB	18.4	3.4	
VHM	Bất động sản Vinhomes	6.5	3.3	X
VIC	Tập đoàn Vingroup	6.5	3.3	X
TCB	Ngân hàng Techcombank	13.3	3.0	X
GVR	Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	21.0	2.9	X
VPB	Ngân hàng VP Bank	9.3	2.7	X
SAB	Tổng công ty SABECO	9.3	2.5	
MSN	Tập đoàn Masan	7.6	2.5	X
VIB	Ngân hàng VIB	24.6	2.4	X
MBB	Ngân hàng Quân đội	12.4	2.4	X
STB	Ngân hàng Sacombank	21.3	2.2	
FPT	Tập đoàn FPT	9.6	2.0	
VRE	Tập đoàn bán lẻ Vincom	12.1	1.8	
GAS	Tổng Công ty khí Việt Nam	3.6	1.7	
PLX	Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam	17.4	1.7	X
HDB	Ngân hàng HD Bank	17.3	1.7	

69%

34%

Bảng trên nêu ra 20 cổ phiếu đóng góp vào mức tăng của VN-Index trong tháng 1 và có thể thấy mức tăng của 20 cổ phiếu này chiếm gần 70% mức tăng của VN-Index (khoanh đỏ), là chỉ số vốn hóa gia quyền của tất cả 403 cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí

Minh (HOSE)¹². Cột “% Của Thay Đổi VNI” cho thấy mỗi cổ phiếu riêng lẻ đã đóng góp bao nhiêu vào mức tăng 10,3% của VN-Index trong tháng 1. Chỉ số này hiện tăng 6% so với đầu năm do các nhà đầu tư chốt lời sau đợt tăng đột biến của chỉ số VNI vào tháng trước và bởi sự chậm phục hồi giá trị của đồng đô la Mỹ gần đây đã phần nào ảnh hưởng đến giá cổ phiếu ở các thị trường mới nổi Châu Á.

Như có thể thấy trong bảng trên, yếu tố đóng góp lớn nhất giúp tăng chỉ số VNI trong tháng 1 là mức tăng trung bình 15% của giá cổ phiếu ngân hàng, chiếm gần một nửa mức tăng của chỉ số VNI trong thời gian đó. Mức tăng này phần nào được thúc đẩy bởi thị trường đã bớt những lo ngại rằng các tập đoàn ở Việt Nam (đặc biệt là các nhà phát triển bất động sản) sẽ gặp khó khăn về tái cấp vốn/tái tài trợ 13 tỷ đô la trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn trong năm nay (được đề cập dưới đây) và điều này có thể gây nợ xấu cho các ngân hàng Việt Nam – những đơn vị mua trái phiếu doanh nghiệp lớn nhất tại Việt Nam. Các ngân hàng hiện đang nắm giữ gần 10 tỷ đô la trái phiếu doanh nghiệp trên bảng cân đối kế toán.

Ngoài ra, VinaCapital cũng nhận thấy giá cổ phiếu ngân hàng phục hồi giúp VN-Index tăng trưởng trong năm nay được thúc đẩy bởi sự dịch chuyển của các mã cổ phiếu từ nhóm tốt nhất năm 2022 sang nhóm yếu nhất. Bảng trên cho thấy hơn một nửa số cổ phiếu giúp VN-Index tăng điểm trong tháng 1 đều thuộc nhóm 20 cổ phiếu đã kéo thị trường đi xuống nhiều nhất trong năm ngoái, và 20 cổ phiếu “kém nhất” năm 2022 này đã đóng góp khoảng một phần ba mức tăng của thị trường trong năm nay.

Hơn nữa, tất cả 20 cổ phiếu kém nhất năm 2022 đều tăng khoảng 12% trong tháng 1 (tức là vượt trội so với thị trường), trong khi 20 cổ phiếu tốt nhất năm 2022 (tức là những cổ phiếu tăng nhiều nhất cho VN-Index năm ngoái) chỉ tăng khoảng 4% trong tháng 1. Sự chênh lệch cho thấy cả giá cổ phiếu ngân hàng và chỉ số VN-Index phục hồi nhờ sự luân chuyển/tái cân bằng danh mục đầu tư từ các cổ phiếu hoạt động tốt nhất sang các cổ phiếu yếu hơn. Sự đảo chiều như vậy phổ biến ở các

¹ 30 cổ phiếu tốt nhất trong VN-Index chiếm khoảng 80% hoạt động của chỉ số trong tháng 1 so với 69% của top 20.

² Lưu ý rằng vốn hóa thị trường của HOSE hiện ở mức khoảng 189 tỷ USD, vốn hóa thị trường của Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội là khoảng 11 tỷ USD và vốn hóa thị trường của thị trường UPCOM của các công ty không đủ điều kiện niêm yết trên HOSE hoặc Hà Nội là 43 tỷ USD. Chỉ số VN-Index, chỉ số được theo dõi rộng rãi nhất tại Việt Nam, bao gồm tất cả các cổ phiếu niêm yết trên HOSE, trong khi chỉ số VN30, là cơ sở cho một số quỹ ETF, bao gồm 30 cổ phiếu vốn hóa thị trường hàng đầu trên HOSE. Cuối cùng, chúng tôi kỳ vọng hai sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội và HOSE sẽ hợp nhất vào một thời điểm nào đó trong tương lai, sau đó Hà Nội sẽ tập trung vào các công cụ phái sinh và trái phiếu, tương tự như sự khác biệt giữa hai sàn giao dịch chứng khoán Tokyo và Osaka.

thị trường chứng khoán trên toàn thế giới và cho thấy lợi ích dành cho nhà đầu tư cá nhân tham gia đầu tư theo các quỹ.

Tin vui cho các Ngân hàng

Năm ngoái, Chính phủ đã ban hành các quy định mới nhằm giới hạn nhà đầu tư có thể mua trái phiếu doanh nghiệp mới phát hành và đưa ra các biện pháp khác kiểm soát chặt hơn việc doanh nghiệp phát hành trái phiếu (lưu ý rằng các nhà đầu tư ở Việt Nam mua trái phiếu doanh nghiệp như một kênh có lãi suất cao hơn gửi tiết kiệm). Tất cả các biện pháp này được đưa ra bởi lo ngại các doanh nghiệp (chủ yếu là bất động sản) đã huy động vốn trên thị trường trái phiếu, nhưng sau đó lại sử dụng tiền với mục đích không nhất quán với bản cáo bạch ban đầu.

Việc đưa ra các biện pháp này, cùng với việc bắt giữ lãnh đạo của một số doanh nghiệp bất động sản lớn đã khiến giá cổ phiếu bất động sản bị bán tháo khoảng 50% và cổ phiếu ngân hàng bị bán tháo 40% vào thời điểm tồi tệ nhất năm ngoái. Gần đây, các động thái của Chính phủ nhằm làm chậm quá trình thực hiện các biện pháp nêu trên đã khiến giá cổ phiếu ngân hàng tăng trở lại (do đó có khả năng ít phải đối mặt với các vấn đề về chất lượng tài sản hơn). Ngoài ra, giá cổ phiếu ngân hàng cả năm ngoái và vào tháng 1 năm 2023 cũng chênh lệch đáng kể do vấn đề về định giá tài sản và nhiều yếu tố khác – cho thấy lợi thế của chiến lược đầu tư chủ động tại thị trường chứng khoán Việt Nam (hiệu suất của giá cổ phiếu ngân hàng dao động từ -4% đến +25% trong tháng 1).

Dòng vốn nước ngoài đổ vào Việt Nam và những diễn biến khác

Bên cạnh những yếu tố thúc đẩy diễn biến của VN-Index trong tháng 1 nêu trên, dòng vốn nước ngoài đổ vào thị trường chứng khoán Việt Nam đã tăng trở lại từ tháng 11 năm ngoái đến tháng 1, một phần do định giá thị trường xuống mức thấp nhất trong khoảng 10 năm qua với mức P/E dưới 10x. Cụ thể, các nhà đầu tư nước ngoài đã mua 1,3 tỷ đô la cổ phiếu từ tháng 11 năm ngoái đến tháng 1, bao gồm 179 triệu đô la chỉ riêng trong tháng 1 (hoặc hơn 300 triệu đô la trong tháng 1 nếu loại trừ việc thoái vốn của Ngân hàng Sumitomo khỏi Ngân hàng Eximbank).

Tiếp theo, ba cổ phiếu niêm yết của Vingroup (VIC, VRE, VHM) nằm trong danh sách 10 cổ phiếu được khối ngoại rót tiền nhiều nhất trong tháng 1, chiếm khoảng 1% điểm trong mức tăng 10,3% của VNI trong tháng 1. Cổ phiếu được các nhà đầu tư nước ngoài đổ tiền nhiều nhất trong tháng 1 là nhà sản xuất thép Hòa Phát (HPG), có lẽ với hy vọng rằng việc Trung Quốc mở cửa trở lại cũng sẽ phục hồi ngành xây dựng bất động sản ở quốc gia này, cũng như với hy vọng rằng Chính phủ Việt Nam sẽ thực hiện các kế hoạch đẩy tham vọng nhằm tăng chi tiêu xây dựng cơ sở hạ tầng lên 50% trong năm nay (lên khoảng 30 tỷ USD). Do đó, cổ phiếu này đã tăng gần 23% trong tháng 1, trở thành một trong những cổ phiếu đóng góp lớn nhất vào mức tăng của VN-Index, mặc dù cổ phiếu này chiếm tỷ trọng chỉ khoảng 3% trong VNI.

Cuối cùng, sự sụt giảm nhẹ về giá trị của Đô la Mỹ/Chỉ số DXY đã giúp thúc đẩy thị trường chứng khoán mới nổi ở Châu Á vào tháng 1 (và dẫn đến sự tăng giá gần 1% của đồng Việt Nam trong cùng tháng), đây cũng là một yếu tố giúp VN-Index tăng điểm trong tháng trước. Tuy nhiên, mức tăng 10% của Việt Nam vượt xa mức tăng trung bình 4% trên thị trường chứng khoán của các thị trường mới nổi ở Châu Á khác (Thái Lan/Indonesia/Malaysia/Philippines), một phần do mức giảm của thị trường chứng khoán Việt Nam năm ngoái lớn hơn nhiều so với các nước cùng trong khu vực kể trên (-33% so với -8%).

Kết luận

VinaCapital vẫn lạc quan một cách thận trọng rằng thị trường Việt Nam sẽ còn tăng cao hơn nữa vào năm 2023, ngay cả sau khi đã có một khởi đầu thuận lợi. Chúng tôi cũng tin rằng mặc dù nhiều cổ phiếu đã thúc đẩy thị trường tăng cao hơn trong tháng 1 sẽ hoạt động tốt trong năm nay, phần lớn lực đẩy cho thị trường sẽ đến từ các cổ phiếu không tăng quá mạnh trong tháng 1, đồng thời các cổ phiếu vốn hóa trung bình và nhỏ (không được đề cập trong báo cáo này) sẽ rất hấp dẫn trong 12 tháng tới.

Nói tóm lại, việc lựa chọn cổ phiếu sẽ đóng vai trò quan trọng vì năm 2023 sẽ không phải là một đợt tăng beta đơn giản. Điều này sẽ cho phép các nhà quản lý chủ động như VinaCapital có cơ hội tăng trưởng vượt trội hơn VNI và mang lại lợi nhuận đã điều chỉnh rủi ro tốt hơn (ví dụ: định giá P/E của quỹ VVF hàng đầu của VinaCapital tương đương/thấp hơn một chút so với chỉ số VN-Index, nhưng chúng tôi kỳ vọng các công ty trong danh mục đầu tư này sẽ có tăng trưởng thu nhập 24%, so với kỳ vọng đồng thuận rằng thu nhập của các công ty trong danh mục đầu tư VN-Index sẽ tăng khoảng 5% trong năm nay).

Tuyên bố từ chối trách nhiệm

© 2022 Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ VinaCapital (VCFM). Đã đăng ký Bản quyền. Báo cáo này đã được chuẩn bị và đang được VCFM hoặc một trong các chi nhánh của VCFM phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Thông tin ở đây dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy. Ngoại trừ thông tin về VCFM, VCFM không tuyên bố về tính chính xác của thông tin đó. Các ý kiến, ước tính và dự đoán được trình bày trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm hiện tại của tác giả tại ngày xuất bản. Chúng không phản ánh rõ ràng ý kiến của VCFM và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. VCFM không có nghĩa vụ cập nhật, sửa đổi hoặc theo bất kỳ cách nào để sửa đổi báo cáo này hoặc thông báo cho người đọc trong trường hợp bất kỳ chủ đề hoặc ý kiến, dự báo hoặc ước tính nào trong báo cáo thay đổi hoặc trở nên không chính xác.

Thông tin cũng như bất kỳ ý kiến nào được thể hiện trong báo cáo này đều không phải là lời đề nghị hoặc lời mời đưa ra để nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào hoặc bất kỳ quyền chọn, hợp đồng tương lai hoặc các công cụ phái sinh khác trong bất kỳ chứng khoán nào. Nó cũng không nên được hiểu là một quảng cáo cho bất kỳ công cụ tài chính nào. Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị để lưu hành chung và chỉ cung cấp thông tin chung. Nó không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào có thể nhận hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư cần lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động và có thể lên xuống. Hiệu suất trong quá khứ, nếu có, không phải là hướng dẫn cho tương lai.

Bất kỳ công cụ tài chính nào được thảo luận trong báo cáo này có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư phải đưa ra các quyết định tài chính của riêng mình dựa trên các cố vấn tài chính độc lập của họ khi họ tin rằng cần thiết và dựa trên tình hình tài chính cụ thể và các mục tiêu đầu tư của họ. Báo cáo này không được sao chép, tái tạo, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ người nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép rõ ràng bằng văn bản của VCFM. Vui lòng trích dẫn nguồn khi trích dẫn.