

Chiến lược thị trường
27/09/2022

Chiến lược thị trường

Nhiều doanh nghiệp chịu áp lực kép bởi tỷ giá và lãi suất USD

- FED tăng lãi suất 75 điểm cơ bản và thể hiện rõ quan điểm tiếp tục nâng lãi suất lên đến mức 4,25-4,5% vào cuối năm 2022.
- Chúng tôi dự báo VND có thể mất giá khoảng 3,5 – 4,0% so với đồng USD trong năm 2022.
- Những doanh nghiệp (DN) có cơ cấu nợ lớn bằng đồng USD sẽ chịu bất lợi khi cả tỷ giá và lãi suất đồng USD biến động.

FED tăng mạnh lãi suất đồng USD

Tại cuộc họp mới đây ngày 20-21/09/2022, Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) đã quyết định tăng lãi suất điều hành thêm 75 điểm cơ bản lên biên độ mới từ 3,0% đến 3,25%. FED cũng đã đưa ra quan điểm có phần "điều hòa" hơn về việc thắt chặt chính sách tiền tệ, theo đó các quan chức FED dự báo lãi suất điều hành có thể tăng lên mức 4,25-4,5% vào cuối năm 2022 (tương đồng với kỳ vọng của thị trường trước khi cuộc họp diễn ra) và 4,5-4,75% vào cuối năm 2023 (cao hơn khoảng 25 điểm cơ bản so với kỳ vọng của thị trường trước khi cuộc họp diễn ra).

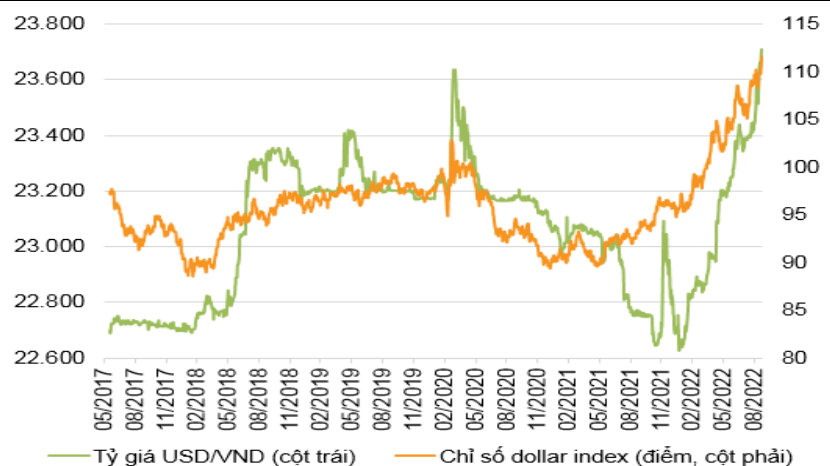
Tỷ giá hối đoái sẽ vẫn chịu áp lực trong những tháng cuối năm 2022

Chúng tôi cho rằng tỷ giá hối đoái sẽ tiếp tục chịu áp lực trong những tháng cuối năm 2022 do đồng USD neo cao khi FED duy trì lộ trình tăng lãi suất. Chúng tôi dự báo VND có thể mất giá khoảng 3,5-4,0% so với đồng USD trong năm 2022. Sang năm 2023, chúng tôi kỳ vọng áp lực lên tỷ giá hối đoái của Việt Nam sẽ hạ nhiệt đáng kể và dự báo VND tăng giá so với USD trong năm 2023 do (1) Fed chuyển từ "thắt chặt chính sách tiền tệ" sang "bình thường hóa chính sách" trong năm tới, (2) lãi suất USD giảm nhẹ trong nửa cuối năm 2023, (3) lãi suất VND duy trì xu hướng tăng trong năm 2023, (4) bộ đệm tốt từ thặng dư thương mại và cán cân thanh toán, dự trữ ngoại hối cải thiện trong năm 2023.

Rủi ro hiện hữu đối với các doanh nghiệp sử dụng nợ vay bằng USD

Biến động bất lợi của tỷ giá hối đoái và lãi suất đồng USD tăng cao làm gia tăng chi phí đối với những doanh nghiệp (DN) có cơ cấu nợ lớn bằng đồng USD. Đối với hình thức trả lãi, chúng tôi cho rằng những DN có khoản vay bằng đồng USD với lãi suất thả nổi sẽ chịu áp lực lớn hơn với những khoản vay bằng đồng USD với lãi suất cố định. Đối với thời hạn trả lãi, chúng tôi cho rằng những DN có tỷ trọng nợ vay ngắn hạn lớn sẽ bị tác động tiêu cực hơn những DN có tỷ trọng nợ vay dài hạn lớn.

Hình 1: Chỉ số Dollar-Index lên mức đỉnh mới trong vòng 20 năm qua



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích



Vũ Mạnh Hùng

hung.vumanh3@vndirect.com.vn

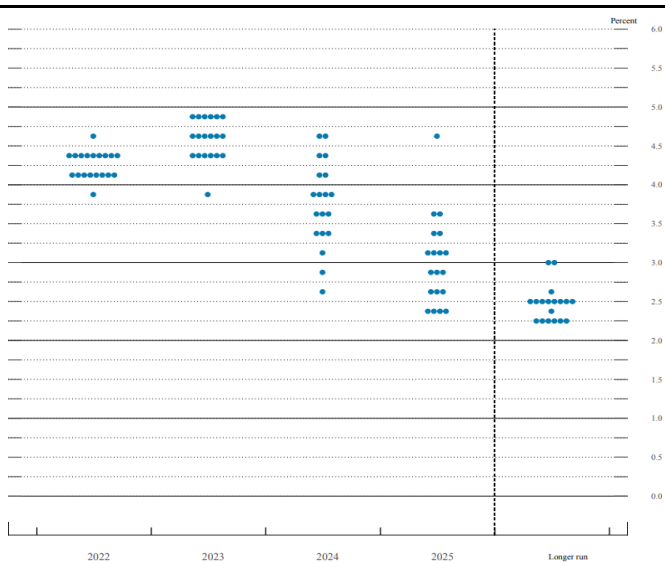
Đình Quang Hình

hinh.dinh@vndirect.com.vn

NHIỀU DOANH NGHIỆP CHỊU ÁP LỰC KÉP BỜ TỶ GIÁ VÀ LÃI SUẤT USD FED tăng mạnh lãi suất đồng USD

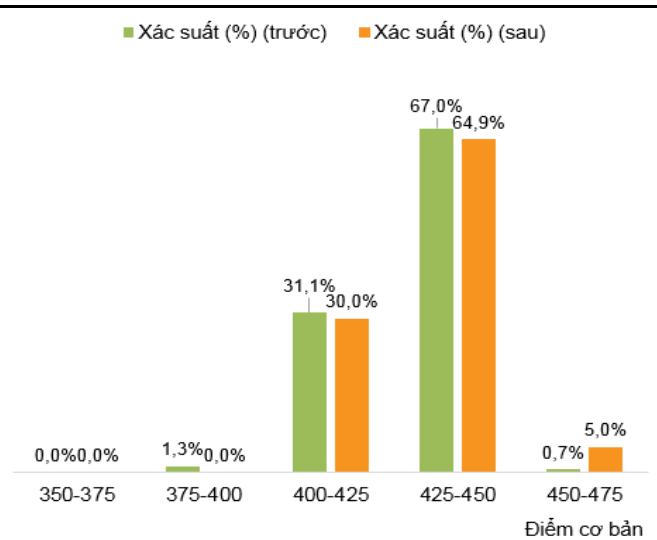
Tại cuộc họp mới đây diễn ra vào ngày 20-21/09/2022, Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) đã quyết định tăng lãi suất điều hành thêm 75 điểm cơ bản lên biên độ mới từ 3,0% đến 3,25%. Mức tăng này đã được thị trường dự báo từ trước. Tuy nhiên, điểm quan trọng nhất trong cuộc họp lần này là những quan điểm cập nhật của Fed về lộ trình thắt chặt chính sách tiền tệ trong thời gian tới. Cụ thể, FED đã đưa ra quan điểm có phần “điều hậu” hơn về việc thắt chặt chính sách tiền tệ, theo đó các quan chức FED dự báo lãi suất điều hành có thể tăng lên mức 4,25-4,5% vào cuối năm 2022 (tương đồng với kỳ vọng của thị trường trước khi cuộc họp diễn ra) và 4,5-4,75% vào cuối năm 2023 (cao hơn khoảng 25 điểm cơ bản so với kỳ vọng của thị trường trước khi cuộc họp diễn ra).

Hình 2: Biểu đồ dự báo lãi suất của các thành viên FOMC trong cuộc họp tháng 9 vừa qua



Nguồn: FED

Hình 3: Những thay đổi về dự báo lãi suất điều hành của Fed tại cuộc họp tháng 12/2022 (sau cuộc họp tháng 9/2022 của FOMC)



Nguồn: CME Group, VNDIRECT RESEARCH

Tỷ giá USD/VND sẽ vẫn chịu áp lực trong những tháng cuối năm 2022

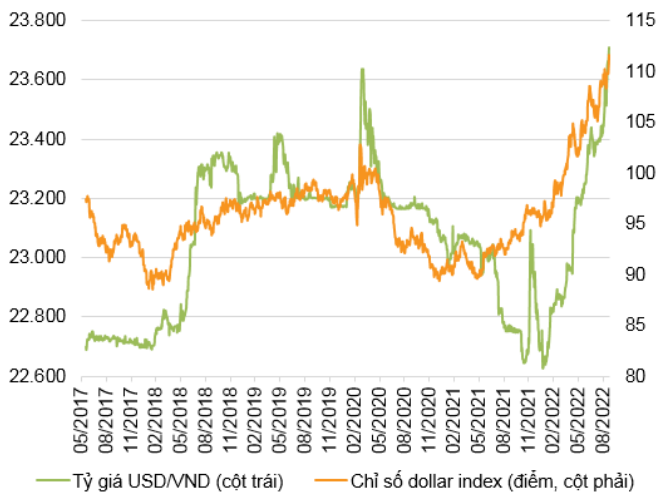
USD mạnh hơn đã gây áp lực lên tỷ giá hối đoái của Việt Nam. Tại thời điểm ngày 21/09/2022, chỉ số đô la (đo lường sức mạnh của đồng đô la Mỹ so với rổ tiền tệ) đạt 110,6 điểm (+15,6% svck năm ngoái). USD mạnh hơn khiến tỷ giá USD/VND trên thị trường liên ngân hàng tăng khoảng 3,8% svck năm ngoái lên 23.688 đồng, mức cao nhất lịch sử. Trong khi đó, tỷ giá trung tâm do NHNN ấn định cho cặp tỷ giá USD/VND ở mức 23.316, tăng 0,7% so với cuối năm 2021 và tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do tăng khoảng 2,7% kể từ đầu năm 2022.

Tuy nhiên, so với các đồng tiền trong khu vực, Việt Nam Đồng vẫn là một trong những đồng tiền ổn định nhất. Kể từ đầu năm 2022 (dữ liệu tính đến ngày 21/09/2022), hầu hết các loại tiền tệ trong khu vực đã giảm hơn 5% so với USD, bao gồm Peso Philippines (-12,6% so với USD), Baht Thái Lan (-11,6% so với USD), Nhân dân tệ của Trung Quốc (-11,6% so với USD), Ringgit Malaysia (-9,7% so với USD) và Rupiah Indonesia (-5,4% so với USD).

Chúng tôi cho rằng tỷ giá hối đoái sẽ tiếp tục chịu áp lực trong những tháng cuối năm 2022 do đồng USD neo cao khi FED duy trì lộ trình tăng lãi suất. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn nhận thấy những yếu tố hỗ trợ tỷ giá, bao gồm dòng vốn FDI mạnh hơn, thặng dư thương mại cải thiện (dự báo đạt khoảng 8,9 tỷ USD trong năm 2022), thặng dư cán cân thanh toán, dự trữ ngoại hối đạt ngưỡng an toàn (tương đương 3,3 tháng nhập khẩu). **Tựu chung lại, chúng tôi dự báo VND có thể mất giá khoảng 3,5 – 4,0% so với đồng USD trong năm 2022.**

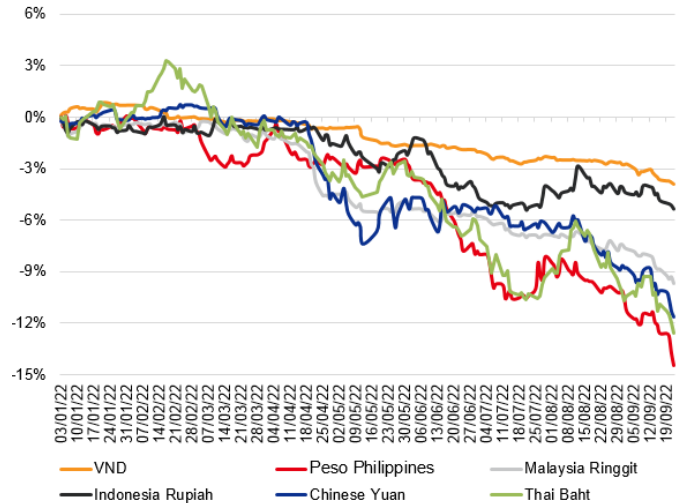
Sang năm 2023, chúng tôi kỳ vọng áp lực lên tỷ giá hối đoái của Việt Nam sẽ hạ nhiệt đáng kể và dự báo Việt Nam Đồng sẽ tăng giá so với USD trong năm 2023 do (1) Fed chuyển từ "thắt chặt chính sách tiền tệ" sang "bình thường hóa chính sách" trong năm tới, (2) lãi suất USD giảm nhẹ trong nửa cuối năm 2023, (3) lãi suất VND duy trì xu hướng tăng trong năm 2023, (4) bộ đệm tốt từ thặng dư thương mại, thặng dư cán cân thanh toán, dự trữ ngoại hối cải thiện trong năm 2023.

Hình 4: Chỉ số Dollar-Index lên mức đỉnh mới trong vòng 20 năm qua



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Việt Nam Đồng ổn định hơn các đồng tiền trong khu vực (+/- % so với thời điểm cuối năm 2021)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Rủi ro hiện hữu đối với các doanh nghiệp sử dụng nợ vay lớn bằng USD

Biến động bất lợi của tỷ giá hối đoái và lãi suất đồng USD tăng cao làm gia tăng chi phí đối với những doanh nghiệp (DN) có cơ cấu nợ lớn bằng đồng USD. Tuy vậy, mức độ ảnh hưởng có sự khác biệt giữa hình thức trả lãi (lãi suất cố định hay lãi suất thả nổi) và kỳ hạn khoản vay (ngắn hạn hay dài hạn).

Đối với hình thức trả lãi, chúng tôi cho rằng những DN có khoản vay bằng đồng USD với lãi vay cố định và/hoặc thả nổi đều phải chịu áp lực tăng chi phí lãi vay, và lỗ tỷ giá (đánh giá lại khoản vay) do ảnh hưởng bất lợi của biến động tỷ giá và lãi vay đồng USD. Những DN có khoản vay USD với lãi suất cố định sẽ chịu áp lực gia tăng chi phí lãi vay và lỗ tỷ giá khi đánh giá lại giá trị khoản vay do tác động của tỷ giá. Đồng USD mạnh lên sẽ kéo theo việc giá trị của chi phí lãi vay lẫn giá trị nợ gốc đều sẽ tăng lên khi quy ra VND. Thêm vào đó, chúng tôi cho rằng những DN sử dụng khoản vay USD với lãi suất thả nổi sẽ chịu áp lực lớn hơn những khoản vay có lãi suất cố định. Nguyên do là vì ngoài chịu tác động về tỷ giá lên chi phí lãi và nợ gốc, khoản vay thả nổi sẽ còn chịu thêm áp lực tăng chi phí lãi vay khi lãi suất khoản vay bằng đồng USD tăng lên do FED thắt chặt chính sách tiền tệ.

Đối với thời hạn trả lãi, chúng tôi cho rằng những DN có tỷ trọng nợ vay ngắn hạn lớn sẽ bị tác động tiêu cực hơn những DN có tỷ trọng nợ vay dài hạn lớn. FED với quan điểm "điều hòa" hơn về thắt chặt chính sách tiền tệ, sẽ gây ra áp lực lớn lên tỷ giá hối đoái, khiến cho giá trị các khoản vay ngắn hạn gia tăng về nợ gốc, gây ra những rủi ro về dòng tiền đối với DN khi phải xoay sở để trả nợ gốc và chi phí lãi vay. Hơn nữa, khi khoản nợ vay ngắn hạn này đáo hạn, khả năng cao DN sẽ phải vay mới với lãi suất cao hơn để duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh (gia tăng chi phí lãi vay). Ngược lại, những DN có tỷ trọng cao khoản vay USD dài hạn sẽ chưa phải đối diện với việc đáo hạn nợ gốc. Tuy nhiên, biến động bất lợi của tỷ giá cũng sẽ khiến cho các DN này phải đánh giá lại khoản vay và ghi nhận lỗ kế toán trên báo cáo kết quả kinh doanh, cũng như gia tăng chi phí lãi vay. Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi cho rằng những DN có tỷ

trọng nợ vay dài hạn bằng đồng USD lớn có thể đỡ áp lực hơn do chúng tôi dự báo áp lực tỷ giá có thể hạ nhiệt và VND tăng giá so với USD trong năm 2023.

Hình 6: Cơ cấu nợ bằng USD của một số doanh nghiệp niêm yết

Doanh nghiệp	Tổng dư nợ bằng USD (tỷ đồng)	Tổng dư nợ (tỷ đồng)	% dư nợ USD/tổng dư nợ	Tiền mặt ròng (tỷ đồng)	Ghi chú
HND	1.549	1.549	100,0%	(719)	Vay với lãi suất cố định 6,07%/năm 77% tổng nợ vay USD theo LIBOR 3 tháng + 3% (thả nổi) 13% tổng nợ vay USD theo LIBOR 3 tháng + 3,8% (tối thiểu 4,8%/năm) (thả nổi)
PVD	3.904	3.904	100,0%	(1.647)	10% tổng nợ vay USD theo LIBOR 6 tháng + biên (thả nổi)
TCM	1.104	1.134	97,4%	(575)	Chủ yếu là vay ngắn hạn
MPC	3.892	4.147	93,9%	(2.968)	Vay ngắn hạn bằng USD với lãi cố định từ 1,6%-3,3%/năm - Nhiệt điện Mông Dương: 23,360 tỷ đồng; lãi thả nổi Libor 6T + biên độ. - Nhiệt điện Vĩnh Tân 2: 1) 3.800 tỷ đồng: 3,45%/năm; 2) 9.600 tỷ đồng: lãi suất Libor 6T
PGV	36.868	42.558	86,6%	(37.325)	+2,65%
HVN	21.815	32.888	66,3%	(27.431)	Lãi suất cố định từ 2,99% - 4,53%
QTP	1.148	2.568	44,7%	(1.163)	Lãi suất cố định 5,2%/năm Lãi suất cố định 4%/năm cho khoản vay ngắn hạn Lãi suất thả nổi từ 0,91%/năm đến 5,53%/năm đối với khoản vay có TSDB và không có HĐ hoán đổi lãi suất Lãi suất cố định theo HĐ hoán đổi từ 4,1%-9,15%/năm cho các khoản vay hoán đổi lãi suất
VIC	65.559	166.588	39,4%	(108.569)	suất
PC1	4.008	10.671	37,6%	(7.902)	Lãi suất thả nổi Libor 3T + biên độ
GE2	12.669	35.980	35,2%	(12.267)	6.116 tỷ vay với lãi suất thả nổi Libor 6T + biên độ, còn lại cố định
POW	2.775	10.143	27,4%	(1.607)	Lãi suất vay cố định 5,25-6,0%/năm, trong đó
NVL	14.821	68.567	21,6%	(50.878)	Khoảng 2.400 tỷ là lãi suất thả nổi LIBOR+5,5%/năm

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Đình Quang Hình – Trưởng bộ phận Vĩ mô và Chiến lược thị trường

Email: hinh.dinh@vndirect.com.vn

Vũ Mạnh Hùng – Chuyên viên phân tích

Email: hung.vumanh3@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>