

TRIỂN VỌNG NĂM 2024

Chắt lọc cơ hội giữa nhiều biến số

Công ty cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Trung tâm phân tích research@miraeasset.com.vn

Phần I

Vĩ mô và chiến lược



[Tóm tắt]

① Bối cảnh thế giới

3

Triển vọng kinh tế thế giới năm 2024

Mỹ: Kỳ vọng Fed cắt giảm lãi suất và nền kinh tế hạ cánh mềm

Châu Âu: Đối mặt với rủi ro đình trệ

Trung Quốc: Phát tín hiệu nới lỏng chính sách hơn nữa để tránh rủi ro lây lan

Sự kiện địa chính trị quan trọng trong năm 2024

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam

11

Tăng trưởng GDP và động lực tăng trưởng trong năm 2023

Chính phủ duy trì mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao

Đầu tư công kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính

Việt Nam vẫn là điểm đến thu hút dòng vốn FDI

Xuất khẩu: Kỳ vọng hồi phục hơn nữa trong 2024

Sản xuất công nghiệp cải thiện

Tiêu dùng kỳ vọng duy trì đà phục hồi

Du lịch tiếp tục hồi phục

Lạm phát được kiểm soát dưới mức mục tiêu của Chính phủ

Việc điều hành chính sách tiền tệ năm 2024 sẽ thuận lợi hơn với triển vọng Fed cắt giảm lãi suất

Tăng trưởng tín dụng sẽ tăng tốc vào năm 2024

Các luật sửa đổi được thông qua tại kì họp Quốc hội khóa XV

③ Thị trường chứng khoán Việt Nam

26

Thị trường chứng khoán Việt Nam và những sự kiện nổi bật

Kế hoạch phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam

Áp lực bán từ khối ngoại và quỹ ETF là điểm nổi bật trong năm 2023

Định giá: Hướng về mức trung bình lịch sử

Các phụ lục

[Tóm tắt] Bối cảnh thế giới

Mỹ: Kỳ vọng Fed cắt giảm lãi suất và nền kinh tế hạ cánh mềm

- **Ít xấu hơn nỗi lo của thị trường:** Trước đó vào đầu năm 2023, kỳ vọng của thị trường nghiêng về kịch bản suy thoái hoặc ít nhất là suy thoái kỹ thuật do áp lực đáng lo ngại từ việc lãi suất tăng nhanh. Tuy nhiên, tăng trưởng GDP của Mỹ cho đến nay vẫn tăng tốt nhờ vào tiêu dùng và đầu tư của Chính phủ.
- **Lạm phát của Mỹ hướng tới mức lạm phát mục tiêu của Fed:** Theo hợp đồng hoán đổi lạm phát trên thị trường tương lai, lạm phát CPI được kỳ vọng có thể giảm từ mức 3,1% vào tháng 11/2023 xuống còn 2,2% trong 12 tháng tới, hướng tới mức lạm phát mục tiêu của Fed.
- **Kỳ vọng Fed cắt giảm lãi suất và sức mạnh của đồng đô la Mỹ hạ nhiệt:** Fed có thể sắp kết thúc chu kỳ thắt chặt chính sách tiền tệ, với khả năng cắt giảm lãi suất 75 điểm cơ bản vào năm 2024 do triển vọng vĩ mô kém lạc quan, áp lực lạm phát của Mỹ giảm bớt và thị trường lao động hạ nhiệt. Tuy nhiên, việc thị trường tương lai đang định giá tới sáu lần cắt giảm lãi suất trong năm 2024 (mỗi lần 25 điểm cơ bản) theo công cụ CME Fedwatch có thể đang quá lạc quan.

Châu Âu: Sự không chắc chắn về triển vọng tăng trưởng khá cao

- Không giống như nền kinh tế Mỹ, các hoạt động kinh tế ở châu Âu suy yếu đáng kể do điều kiện tài chính bị thắt chặt và sản xuất công nghiệp suy yếu. Có khả năng Khu vực đồng Euro và Vương quốc Anh rơi vào suy thoái kỹ thuật nếu có hai quý liên tiếp tăng trưởng GDP âm.

Trung Quốc: Phát tín hiệu nới lỏng chính sách hơn nữa để hạn chế rủi ro

- **Trung Quốc đang chuyển đổi động lực tăng trưởng kinh tế theo hướng bớt phụ thuộc vào bất động sản,** chuyển sang các ngành có giá trị gia tăng cao như xe điện hay ngành công nghiệp bán dẫn. Quá trình chuyển đổi này kết hợp với các yếu tố nội tại xuất phát từ chu kỳ tăng trưởng quá nóng trong giai đoạn 2015–2020 đã gây ra những rủi ro vượt quá tầm kiểm soát của các nhà phát triển bất động sản, gây áp lực lên các ngành liên quan như ngân hàng, quỹ đầu tư, vật liệu xây dựng và xây dựng. Chính phủ Trung Quốc đã thực hiện một loạt biện pháp nhằm giảm thiểu tác động của cuộc khủng hoảng; những biện pháp này được kỳ vọng sẽ giúp quá trình chuyển đổi diễn ra suôn sẻ hơn và giúp khôi phục niềm tin thị trường.
- **Rủi ro giảm phát cùng với tốc độ tăng trưởng kinh tế suy yếu đưa đến kỳ vọng vào việc nới lỏng chính sách tiền tệ.** Dù vậy, tác động của chính sách nới lỏng tiền tệ đối với sự mất giá của đồng nhân dân tệ (tỷ giá USD/CNY) sẽ là yếu tố cần phải theo dõi chặt chẽ. Hai rủi ro chính khác cần lưu ý là chính sách kém hiệu quả và tiêu dùng yếu.
- Vì **Trung Quốc vẫn là nhân tố “nhiều ẩn số” cần theo dõi trong những năm tới,** nên một số nước lân cận đang được hưởng lợi từ việc đa dạng hóa chuỗi cung ứng hoặc chiến lược Trung Quốc+1.

[Tóm tắt] Kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán Việt Nam

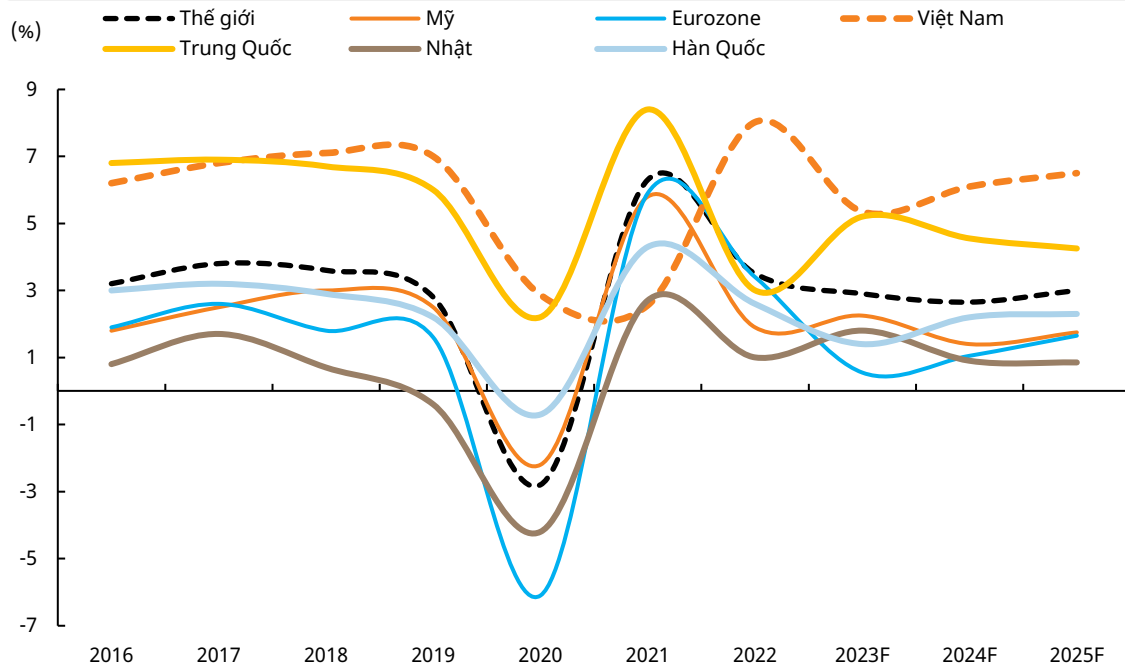
- Chính phủ duy trì mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao.
- Giải ngân đầu tư công kỳ vọng là động lực tăng trưởng kinh tế chính trong trung hạn, nhờ dư địa tài khóa dồi dào.
- Với việc đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng, các chính sách hỗ trợ và cam kết hướng tới mức phát thải carbon bằng 0 vào năm 2050 sẽ là động lực thu hút dòng vốn FDI trong dài hạn. Trong bối cảnh chuyển đổi cơ cấu, các nhà sản xuất sẽ có động lực tìm kiếm thị trường mới để đặt nhà máy, hoặc chiến lược Trung Quốc+1. Chúng tôi cũng nhận thấy tiềm năng thu hút FDI khi Việt Nam ký kết quan hệ đối tác chiến lược toàn diện với Mỹ và Nhật Bản gần đây.
- Sản xuất công nghiệp dựa vào xuất khẩu đều có dấu hiệu phục hồi, mặc dù bối cảnh tiêu dùng toàn cầu đang đối mặt với nhiều thách thức.
- Tiêu dùng dự kiến sẽ duy trì đà phục hồi nhờ lãi suất giảm và tăng trưởng kinh tế cải thiện.
- Trong bối cảnh bất ổn toàn cầu từ năm 2020 đến nay, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã có những động thái kịp thời nhằm tạo bối cảnh thuận lợi hơn cho tăng trưởng kinh tế cũng như để nhà đầu tư nước ngoài quản lý cả rủi ro lạm phát và tỷ giá. Việc điều hành chính sách tiền tệ năm 2024 sẽ có phần thuận lợi hơn năm 2023 với triển vọng Fed cắt giảm lãi suất 0,75 điểm phần trăm trong năm 2024 theo Bản tóm tắt dự báo kinh tế mới nhất của Fed.
- Tín dụng ngân hàng vẫn đóng vai trò chủ đạo trong việc cung ứng vốn cho nền kinh tế, theo đó, tăng trưởng tín dụng sẽ tăng tốc trong năm 2024. Các ngân hàng thương mại liên tục cắt giảm lãi suất huy động trong năm 2023, tạo cơ sở cho việc hạ lãi suất cho vay.
- Chính phủ đã ban hành các chính sách và giải pháp ngắn hạn nhằm tháo gỡ những nút thắt cho các tổ chức phát hành trái phiếu cũng như ngành bất động sản. Các chính sách hỗ trợ mang lại điều kiện vĩ mô thuận lợi hơn, giúp các công ty gặp khó khăn có thời gian phục hồi.
- Chính phủ Việt Nam đang tập trung phát triển thị trường vốn với các mục tiêu sau: 1) Vốn hóa thị trường chứng khoán đạt 100% GDP vào năm 2025, lên 120% vào năm 2030; 2) Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp đạt 20% GDP vào năm 2025, lên 25% vào năm 2030; 3) Số lượng tài khoản chứng khoán đạt 9 triệu vào năm 2025, lên 11 triệu vào năm 2030; 4) Nâng hạng thị trường chứng khoán lên thị trường mới nổi vào năm 2025.
- Chúng tôi kỳ vọng P/E của thị trường sẽ tăng lên từ mức 15x hiện tại lên mức trung bình lịch sử là 16–17x; tại đó, mức định giá của Việt Nam sẽ ngang bằng với trung vị các thị trường chứng khoán khác trên thế giới. Nhờ lãi suất cho vay giảm và các chính sách hỗ trợ, chúng tôi kỳ vọng đầu tư, sản xuất và tiêu dùng sẽ phục hồi hơn nữa; nhờ đó, tăng trưởng EPS ở hầu hết các ngành dự kiến sẽ tăng vào năm 2024, so với mức kỳ vọng giảm 4% YoY trong năm 2023.
- Chúng tôi sẽ theo dõi thêm các rủi ro sau: 1) Sự không chắc chắn về thời gian và quy mô cắt giảm lãi suất của Fed trong năm 2024; 2) tác động của lãi suất toàn cầu cao đối với việc đảo nợ, hoạt động kinh doanh, tiêu dùng; 3) hậu quả ngày càng lan rộng từ khủng hoảng bất động sản Trung Quốc; 4) rủi ro địa chính trị.

① Bối cảnh thế giới

Triển vọng kinh tế thế giới năm 2024

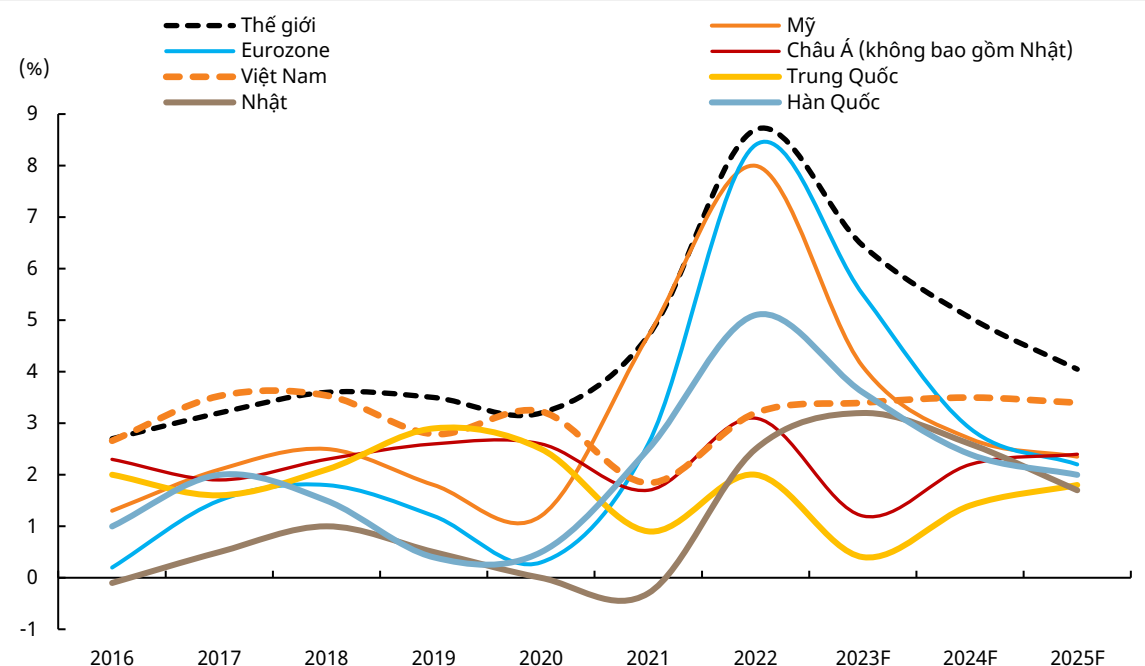
- Tăng trưởng toàn cầu có thể sẽ chậm hơn nhiều so với thị trường kỳ vọng trong môi trường lãi suất cao (cụ thể, mức kỳ vọng trung bình về tăng trưởng GDP năm 2024 giảm 30 điểm cơ bản so với mức kỳ vọng của năm 2023). Vì vậy, nhà đầu tư cần thận trọng trước ảnh hưởng của việc đảo nợ trong năm 2024, cũng như áp lực lên hoạt động kinh doanh và tiêu dùng. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng ảnh hưởng của những khó khăn có thể ở mức độ ít hơn so với các chu kỳ kinh tế trong giai đoạn trước đây. Cụ thể, Mỹ được kỳ vọng có thể hạ cánh mềm, mặc dù châu Âu và Trung Quốc có thể phải đối mặt với nhiều khó khăn.
- Lạm phát toàn cầu sẽ tiếp tục xu hướng hạ nhiệt, với dự báo lạm phát toàn cầu sẽ giảm xuống mức 5,1% vào năm 2024, từ mức 6,5% vào năm 2023. Đặc biệt, lạm phát sẽ tiếp tục giảm tốc hơn nữa ở các nền kinh tế phát triển như Mỹ và châu Âu, một phần do mức nền so sánh của cùng kỳ năm 2023. Lạm phát ở Trung Quốc dự kiến sẽ ở mức thấp và có nguy cơ rơi vào tình trạng giảm phát. Trong khi đó, lạm phát ở các nước châu Á khác có thể tăng lên. Trong bối cảnh đó, mức độ cắt giảm lãi suất sẽ khác nhau giữa các quốc gia.

Mức kỳ vọng chung về tăng trưởng GDP của các nước



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg cập nhật ngày 29/12/2023

Mức kỳ vọng chung về lạm phát của các nước



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg cập nhật ngày 29/12/2023.

① Bối cảnh thế giới (Tiếp theo)

Mỹ: Kỳ vọng Fed cắt giảm lãi suất và nền kinh tế hạ cánh mềm

- Trước đó vào đầu năm 2023, kỳ vọng của thị trường nghiêng về kịch bản suy thoái hoặc ít nhất là suy thoái kỹ thuật do áp lực đáng lo ngại từ việc lãi suất tăng nhanh. Mặc dù lãi suất cao và các điều kiện tài chính thắt chặt đã ảnh hưởng đến một số lĩnh vực và các doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao, tăng trưởng GDP của Mỹ cho đến nay vẫn tăng tốt nhờ vào tiêu dùng và đầu tư của Chính phủ. Cụ thể, GDP quý 3/2023 ghi nhận mức tăng 4,9% QoQ; trong đó, tiêu dùng và đầu tư của chính phủ đóng góp lần lượt là 2,11 và 0,99 điểm phần trăm. Tốc độ tăng trưởng GDP dự kiến sẽ chậm lại trong những quý tới, do độ trễ của tác động của việc Fed tăng nhanh lãi suất. Đáng chú ý, thị trường lao động đang hạ nhiệt theo kỳ vọng của FOMC, với tốc độ tăng trưởng việc làm chậm lại xuống mức trung bình 232 nghìn việc làm mỗi tháng năm 2023 (so với 2022: 399 nghìn; 2021: 606 nghìn).
- Số liệu PCE tháng 11 cho thấy lạm phát toàn phần và lạm phát lõi tiếp tục giảm xuống lần lượt là 2,64% và 3,16% YoY, thấp hơn đáng kể so với mức kỳ vọng của thị trường lần lượt là 2,8% và 3,3%. Theo hợp đồng hoán đổi lạm phát trên thị trường tương lai, lạm phát CPI được kỳ vọng có thể giảm từ mức 3,1% vào tháng 11/2023 xuống còn 2,2% trong 12 tháng tới.
- Fed có thể sắp kết thúc chu kỳ thắt chặt chính sách tiền tệ, với khả năng cắt giảm lãi suất 75 điểm cơ bản vào năm 2024 do triển vọng vĩ mô kém lạc quan, áp lực lạm phát của Mỹ giảm bớt và thị trường lao động hạ nhiệt. Tuy nhiên, việc thị trường tương lai đang định giá tới sáu lần cắt giảm lãi suất trong năm 2024 (mỗi lần 25 điểm cơ bản) có thể đang quá lạc quan. Theo công cụ CME Fedwatch, có trên 80% khả năng Fed sẽ bắt đầu cắt giảm lãi suất từ kỳ họp tháng 3/2024. Với kỳ vọng Fed cắt giảm lãi suất, chỉ số sức mạnh của đồng USD (DXY) giảm xuống quanh mốc 101 điểm, mức thấp nhất trong 5 tháng. Tương tự, lãi suất trái phiếu 10 năm cũng giảm xuống dưới 4%, mức thấp nhất trong 5 tháng, cho thấy kỳ vọng chính sách của Fed sẽ đảo chiều mạnh.
- Tuy nhiên, rủi ro lạm phát vẫn là rủi ro lớn đối với những kỳ vọng trên, đặc biệt là trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị. Hơn nữa, việc kỳ vọng quá mức vào việc cắt giảm lãi suất của Fed ngược lại trở thành rủi ro giảm giá lớn nhất đối với các tài sản rủi ro.

Tóm tắt Dự báo kinh tế của FOMC

| Dự báo | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | Dài hạn |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Tăng trưởng GDP | 0,7 | 2,6 | 1,4 | 1,8 | 1,9 | 1,8 |
| Tháng 9 | | 2,1 | 1,5 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |
| Tỷ lệ thất nghiệp | 3,6 | 3,8 | 4,1 | 4,1 | 4,1 | 4,1 |
| Tháng 9 | | 3,8 | 4,1 | 4,1 | 4 | 4 |
| Chỉ tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE) | 5,9 | 2,8 | 2,4 | 2,1 | 2 | 2 |
| Tháng 9 | | 3,3 | 2,5 | 2,2 | 2 | 2 |
| PCE cơ bản | 5,1 | 3,2 | 2,4 | 2,2 | 2 | |
| Tháng 9 | | 3,7 | 2,6 | 2,3 | 2 | |
| Lãi suất chính sách | | 5,4 | 4,6 | 3,6 | 2,9 | 2,5 |
| Tháng 9 | | 5,6 | 5,1 | 3,9 | 2,9 | 2,5 |

Nguồn: Tóm tắt Dự báo kinh tế (SEP) của FOMC trong cuộc họp tháng 12/2023

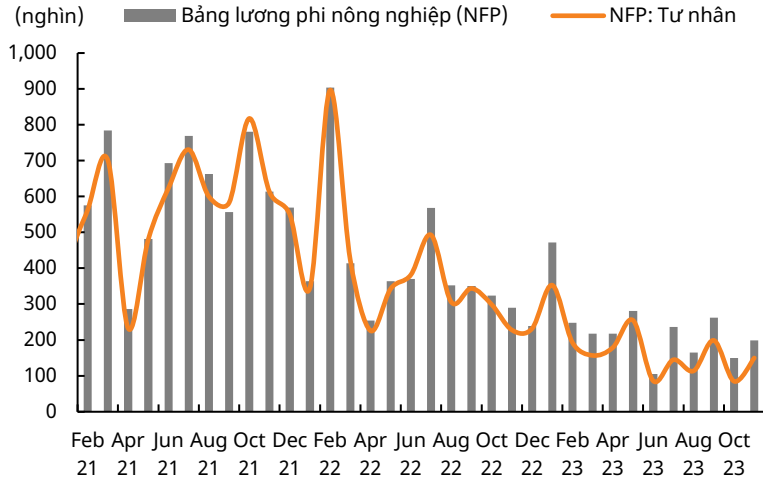
Các cuộc họp FOMC trong năm

| Thời gian | Lãi suất (theo thống kê của CME) (Cận trên) | Sự thay đổi (kỳ vọng) | Xác suất |
|----------------------|--|--------------------------|--------------|
| 31/1-1/2 | 5,50% | | 83,5% |
| 20-21/3 | 5,25% | -25bps | 72,8% |
| 1-2/5 | 5,00% | -25bps | 70,6% |
| 12-13/6 | 4,75% | -25bps | 66,8% |
| 31/7-1/8 | 4,50% | -25bps | 60,2% |
| 18-19/9 | 4,25% | -25bps | 56,6% |
| 7-8/11 | 4,00% | -25bps | 40,3% |
| 18-19/12 | 4,00% | | 37,5% |
| Tổng thay đổi | | -150bps | |

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ Công cụ CME Fedwatch ngày 31/12/2023. Những cuộc họp có bảng **Tóm tắt Dự báo kinh tế của FOMC** được in đậm

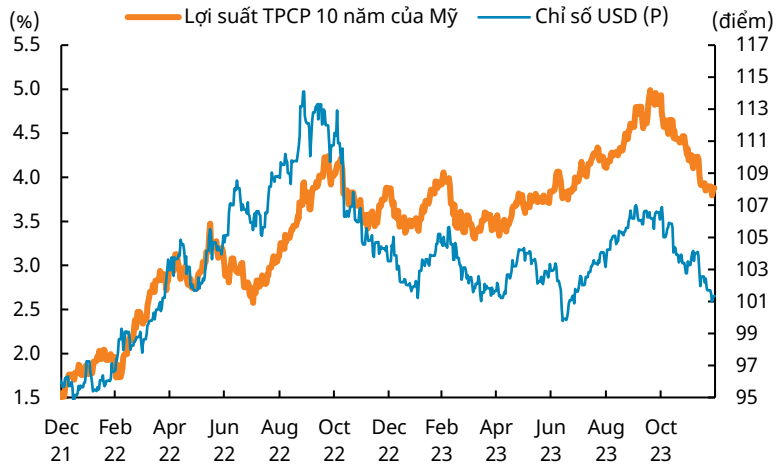
① Bối cảnh thế giới (Tiếp theo)

Thị trường lao động ở Mỹ đang hạ nhiệt



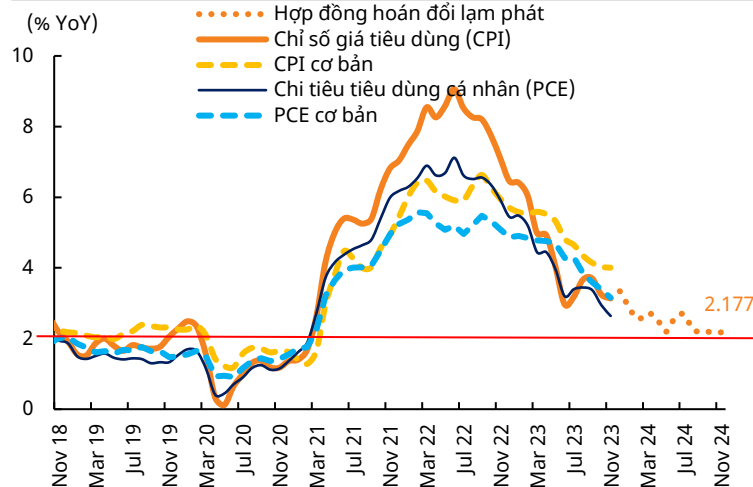
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, Bloomberg

Cả lợi suất trái phiếu 10 năm và chỉ số DXY đều hạ nhiệt



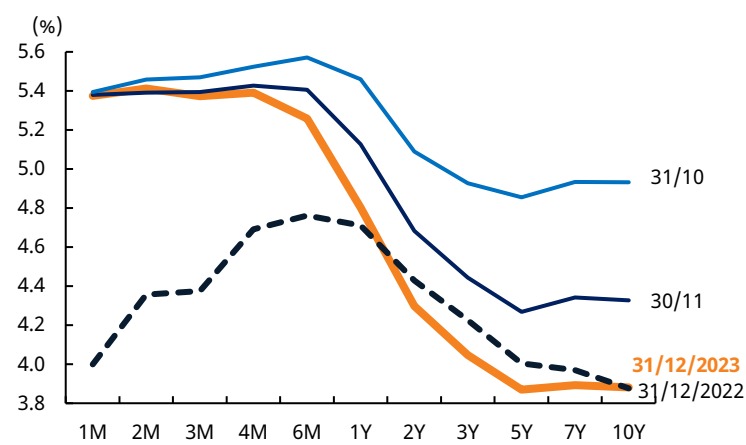
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, Bloomberg
Dữ liệu cập nhật đến ngày 29/12/2023

Quá trình giảm phát vẫn tiếp tục ở Mỹ



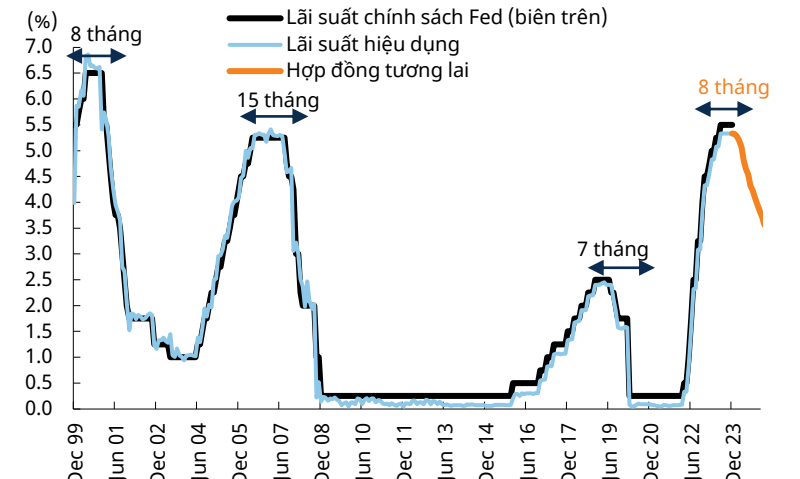
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, Bloomberg

Đường cong trái phiếu Mỹ: Mẫu hình "bull flattening"



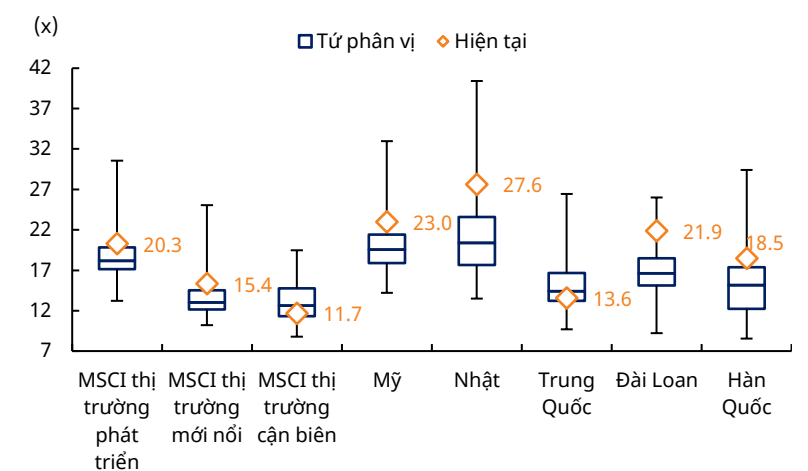
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, Bloomberg

Thị trường tương lai đang định giá 6 lần cắt giảm lãi suất Fed, mỗi lần 25 điểm cơ bản vào năm 2024



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, Bloomberg

Phần bù định giá cao hơn cho thị trường chứng khoán Mỹ



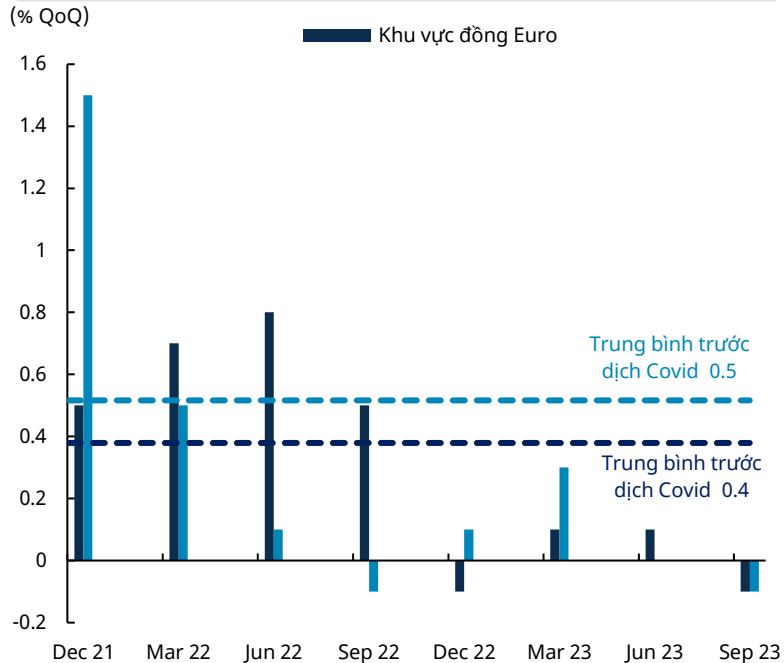
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg cập nhật ngày 29/12/2023

① Bối cảnh thế giới (Tiếp theo)

Châu Âu: Đối mặt với rủi ro đình trệ

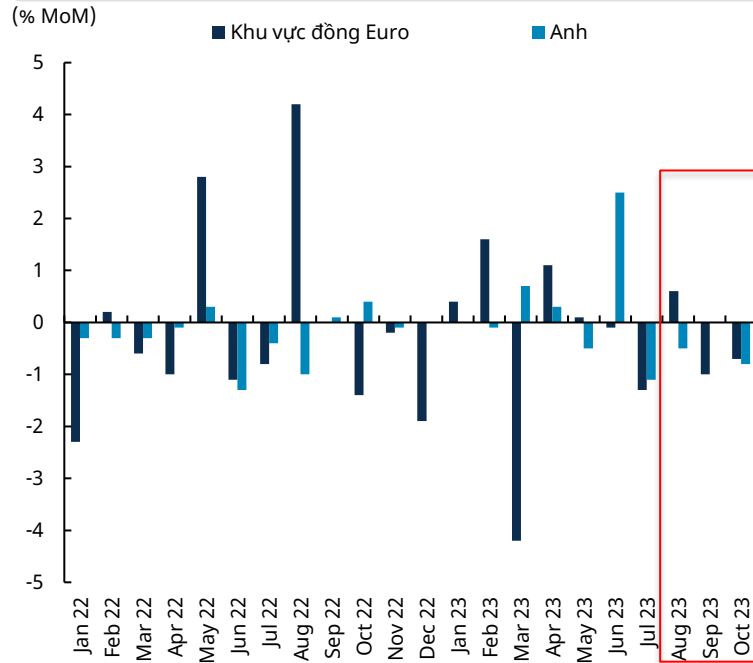
- Cả Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) và Ngân hàng Trung ương Anh (BOE) cũng được kỳ vọng sẽ kết thúc chu kỳ tăng lãi suất nhanh nhất trong lịch sử giống như Fed, khi lạm phát đã hạ nhiệt; dù vậy, tốc độ cắt giảm lãi suất sẽ khác nhau giữa các ngân hàng trung ương.
- Tuy nhiên, không giống như nền kinh tế Mỹ, các hoạt động kinh tế ở châu Âu suy yếu đáng kể do điều kiện tài chính bị thắt chặt và sản xuất công nghiệp suy yếu. Hiệu ứng tích lũy của việc thắt chặt tiền tệ có thể khó khăn hơn nhiều trong nửa đầu năm 2024. Do đó, có khả năng Khu vực đồng Euro và Vương quốc Anh rơi vào suy thoái kỹ thuật nếu có hai quý liên tiếp tăng trưởng GDP âm. Nhìn chung, sự không chắc chắn về triển vọng tăng trưởng của khối là rất cao.

Tăng trưởng GDP quý: Khả năng rơi vào suy thoái kỹ thuật



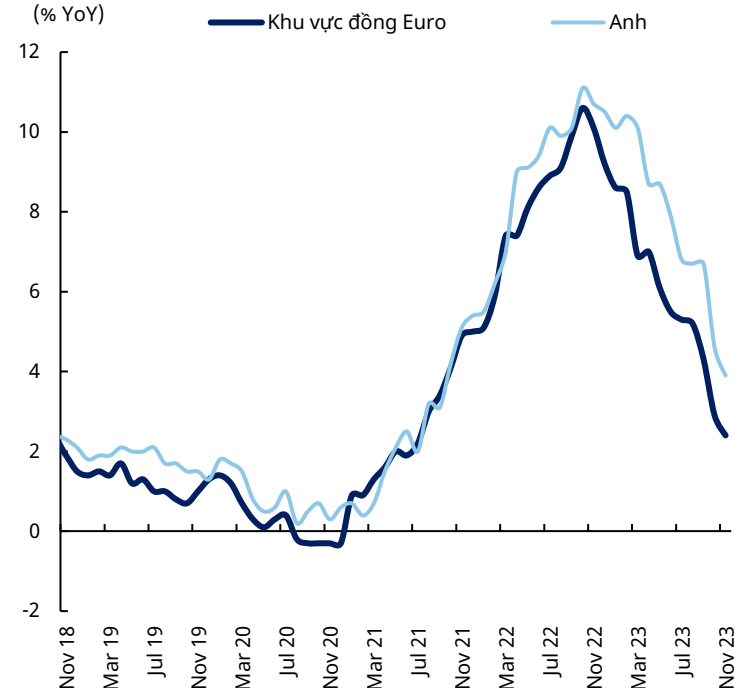
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Sản xuất công nghiệp của Châu Âu suy yếu đáng kể



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Khả năng cắt giảm lãi suất trong bối cảnh lạm phát hạ nhiệt



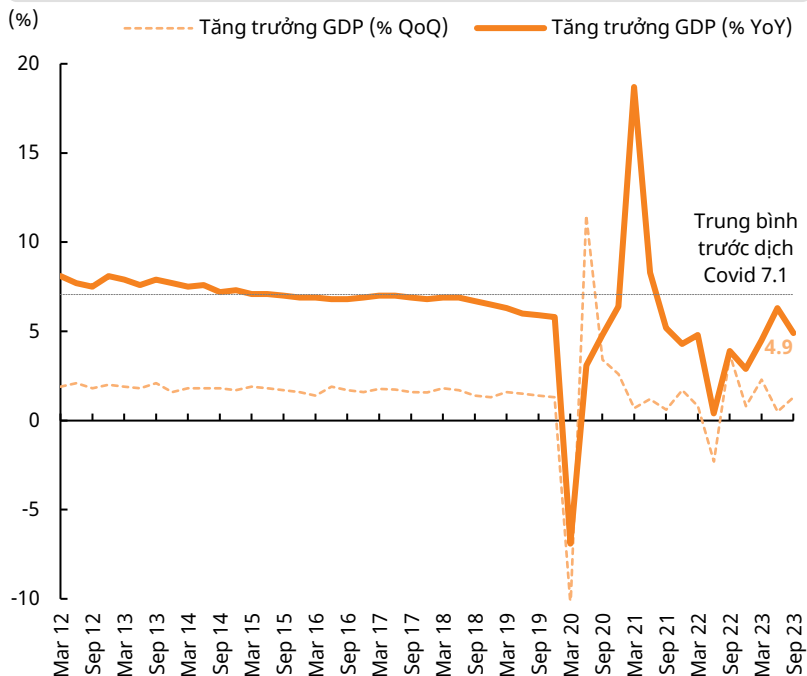
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

① Bối cảnh thế giới (Tiếp theo)

Trung Quốc: Phát tín hiệu nới lỏng chính sách hơn nữa để tránh rủi ro lây lan

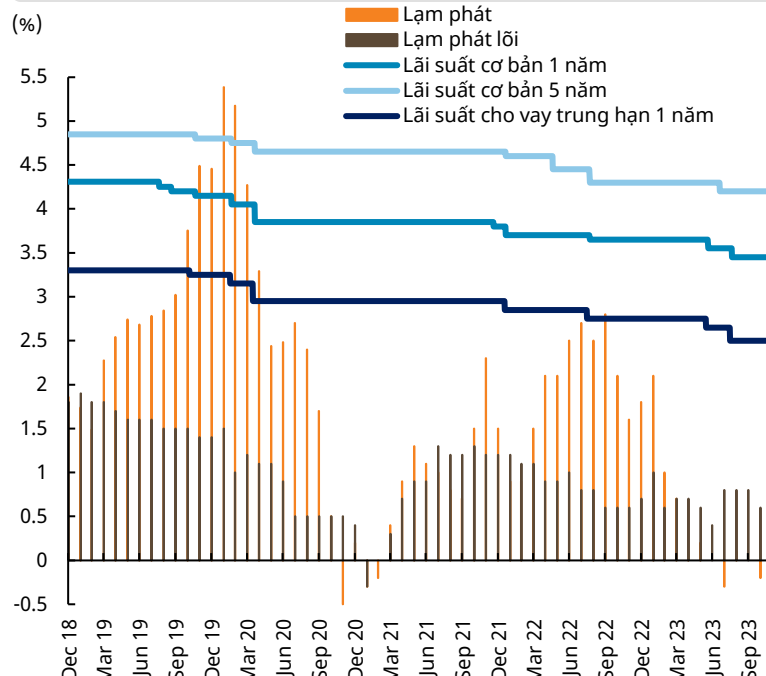
- Trung Quốc đang chuyển đổi động lực tăng trưởng kinh tế theo hướng bớt phụ thuộc vào bất động sản, chuyển sang các ngành có giá trị gia tăng cao như xe điện hay ngành công nghiệp bán dẫn. Quá trình chuyển đổi này kết hợp với các yếu tố nội tại xuất phát từ chu kỳ tăng trưởng quá nóng trong giai đoạn 2015–2020 đã gây ra những rủi ro vượt quá tầm kiểm soát của các nhà phát triển bất động sản, gây áp lực lên các ngành liên quan như ngân hàng, quỹ đầu tư, vật liệu xây dựng và xây dựng. Chính phủ Trung Quốc đã thực hiện một loạt biện pháp nhằm giảm thiểu tác động của cuộc khủng hoảng, bao gồm nới lỏng các điều kiện thế chấp đối với người mua nhà, giảm các khoản trả trước, giảm thuế thu nhập, nâng cấp cơ sở hạ tầng, các chương trình nhà ở giá rẻ và đưa ra các cam kết cho vay đặc biệt. Những biện pháp này được kỳ vọng sẽ giúp quá trình chuyển đổi diễn ra suôn sẻ hơn và giúp khôi phục niềm tin thị trường.
- Trung Quốc đã đặt mục tiêu tăng trưởng GDP khoảng 5% cho năm 2023, sau khi tăng 3% vào năm 2022. Trong quý 3/2023, Trung Quốc công bố mức tăng trưởng GDP là 4,9% YoY, chậm hơn mức 6,3% trong quý 2/2023, làm tăng thêm lo ngại về sự hồi phục kinh tế hậu Covid của Trung Quốc. Rủi ro giảm phát cùng với tốc độ tăng trưởng kinh tế giảm cho thấy sự cần thiết có thêm sự hỗ trợ từ chính sách tiền tệ nới lỏng. Dù vậy, tác động của chính sách nới lỏng tiền tệ đối với sự mất giá của đồng nhân dân tệ (tỷ giá USD/CNY) sẽ là yếu tố cần phải theo dõi chặt chẽ. Hai rủi ro chính khác cần lưu ý là chính sách kém hiệu quả và tiêu dùng yếu.
- Vì Trung Quốc vẫn là nhân tố “nhiều ẩn số” cần theo dõi trong những năm tới, nên một số nước lân cận đang được hưởng lợi từ việc đa dạng hóa chuỗi cung ứng hoặc chiến lược Trung Quốc+1. Đáng chú ý, cán cân thanh toán quốc tế (BOP) của Trung Quốc cho thấy quý 3/2023 là lần đầu tiên dòng vốn FDI vào Trung Quốc ghi nhận mức âm kể từ năm 1998.

Lo ngại về sự hồi phục kinh tế hậu Covid của Trung Quốc chậm lại



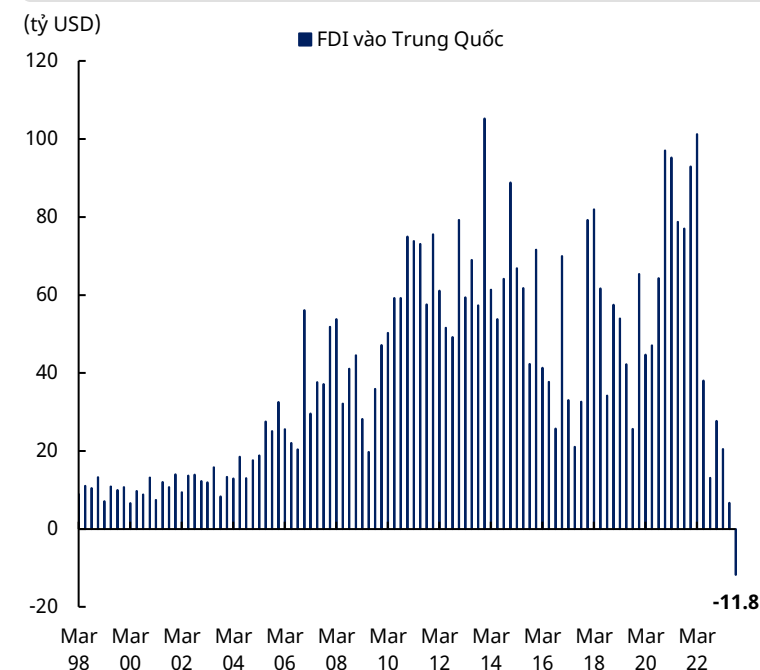
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Rủi ro giảm phát và khả năng nới lỏng chính sách tiền tệ



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Sự dịch chuyển chuỗi cung ứng ra ngoài Trung Quốc



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

① Bối cảnh thế giới (Tiếp theo)

Sự kiện địa chính trị quan trọng trong năm 2024

| Quốc gia | Sự kiện | Thời gian |
|-------------------|---|----------------------|
| Đài Loan | Bầu cử Tổng thống và Lập pháp | 13/1/2024 |
| Mỹ | Thời hạn đóng cửa chính phủ liên bang, đợt 1 | 19/1/2024 |
| Mỹ | Thời hạn đóng cửa chính phủ liên bang, đợt 2 | 2/2/2024 |
| Trung Quốc | Hai phiên họp (các cuộc họp của cơ quan lập pháp hàng đầu và cơ quan cố vấn chính trị của Trung Quốc) | Tháng 3/2024 |
| Nga | Bầu cử Tổng thống | 17/3/2024 |
| Ukraine | Bầu cử Tổng thống | 31/3/2024 (*) |
| Hàn Quốc | Bầu cử Lập pháp | 10/4/2024 |
| Ấn Độ | Bầu cử Lập pháp | Tháng 4–Tháng 5/2024 |
| Châu Âu | Bầu cử Lập pháp | 6–9/6/2024 |
| Mỹ | Bầu cử Tổng thống và Lập pháp | 5/11/2024 |

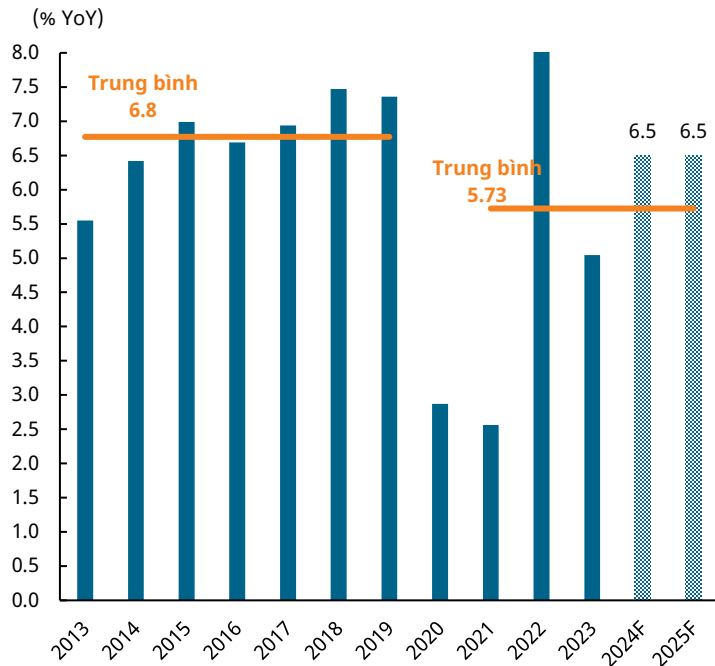
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp
(*) Sẽ được xác nhận lại sau.

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam

Tăng trưởng GDP và động lực tăng trưởng trong năm 2023

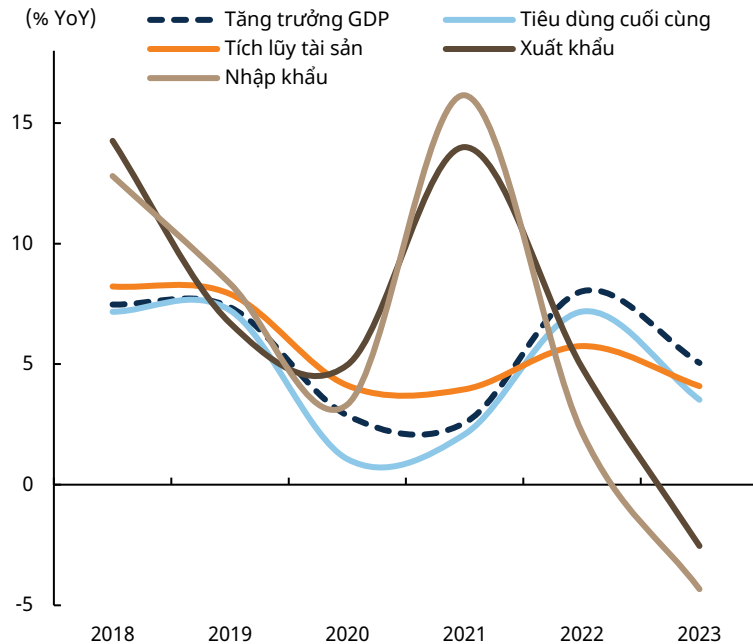
- Tăng trưởng GDP của Việt Nam đạt 5,05% YoY vào năm 2023; trong đó, tiêu dùng cuối cùng tăng 3,52% YoY, đóng góp 41% vào tốc độ tăng trưởng chung của nền kinh tế; tích lũy tài sản tăng 4,09% YoY, đóng góp 26,6%; Xuất khẩu ròng đóng góp 32,3% (Xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ: -2,54% YoY; Nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ: -4,33% YoY).
- Chính phủ đặt ra mục tiêu tăng trưởng GDP của Việt Nam là 6–6,5% YoY và CPI ở mức 4–4,5% YoY vào năm 2024, trong khi kỳ vọng chung của thị trường lần lượt là khoảng 6% YoY và 3,5% YoY.
- Dựa trên mức kỳ vọng chung, các nhà kinh tế tin tưởng rằng tăng trưởng GDP của Việt Nam dự kiến sẽ vượt trội vào năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP năm 2024 của Việt Nam được hỗ trợ bởi sự phục hồi của nhu cầu trong nước và toàn cầu, xuất khẩu tăng trưởng với tốc độ vừa phải và đầu tư mạnh mẽ từ vốn Nhà nước và dòng vốn FDI.

Tăng trưởng GDP Việt Nam



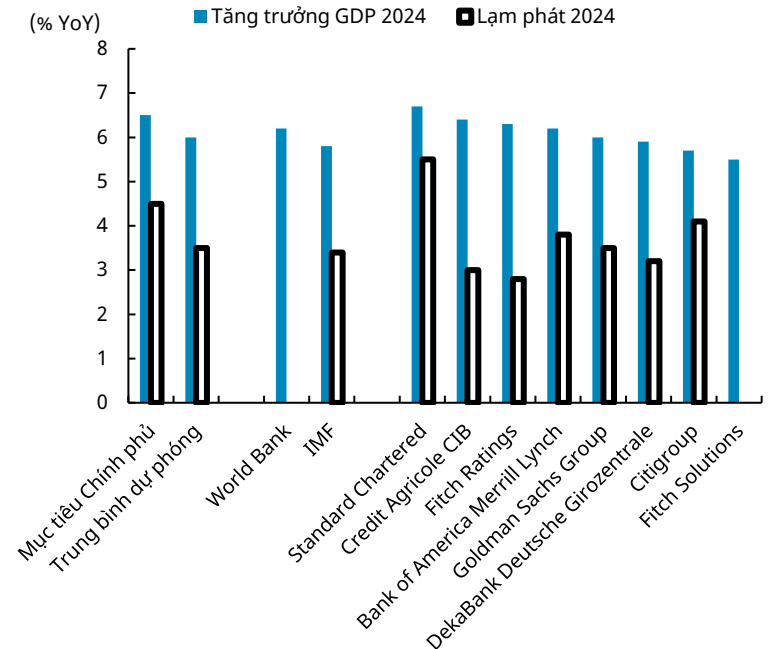
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam dữ liệu từ GSO, Bloomberg

Các động lực tăng trưởng GDP Việt Nam



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp dữ liệu từ GSO

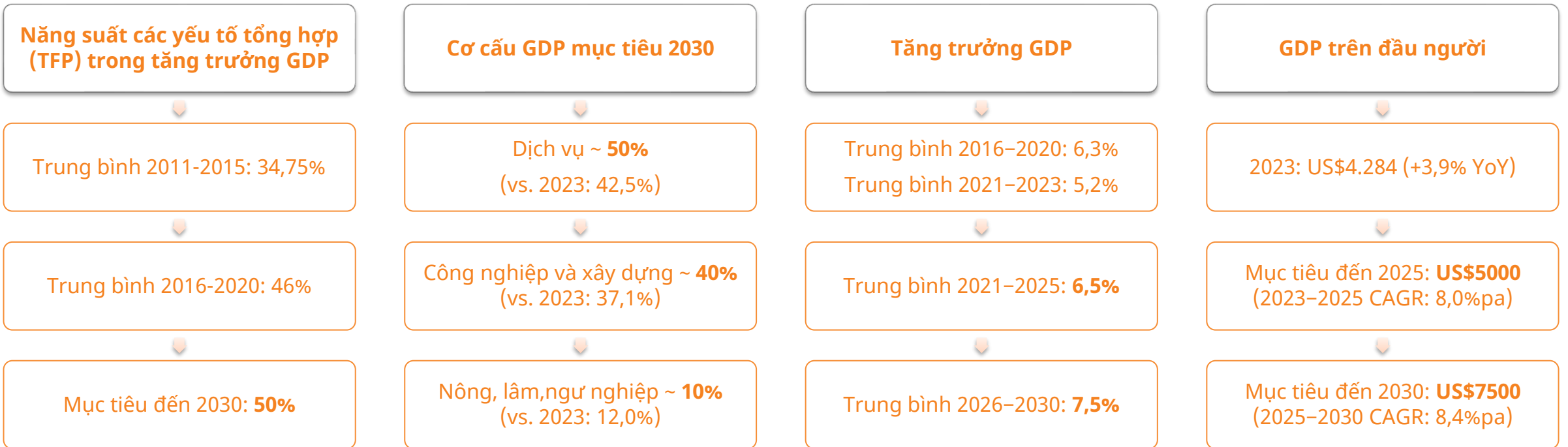
Dự phóng tăng trưởng GDP của Việt Nam trong 2024



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Mục tiêu kinh tế Việt Nam đến năm 2030: Quyết tâm duy trì tăng trưởng cao trong trung hạn



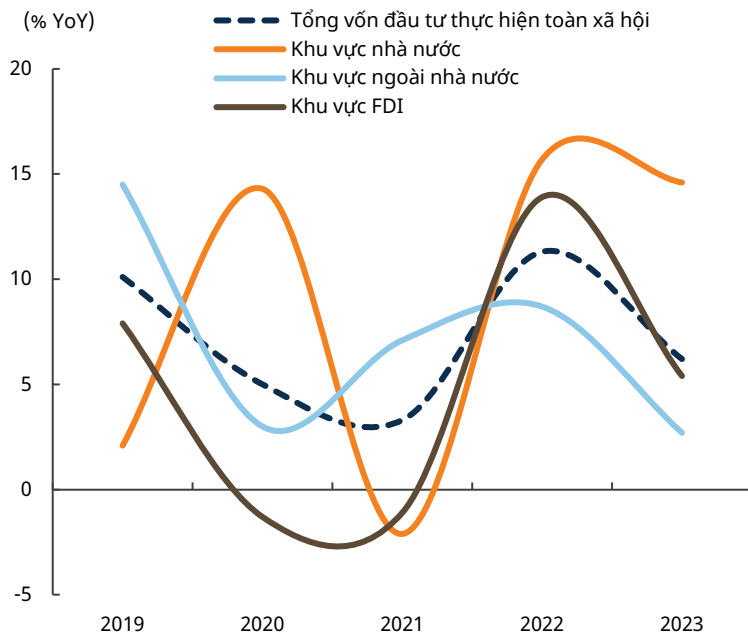
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ dữ từ GSO và kế hoạch của Quốc hội đến năm 2030 (Số 81/2023/QH15).

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Đầu tư công kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính

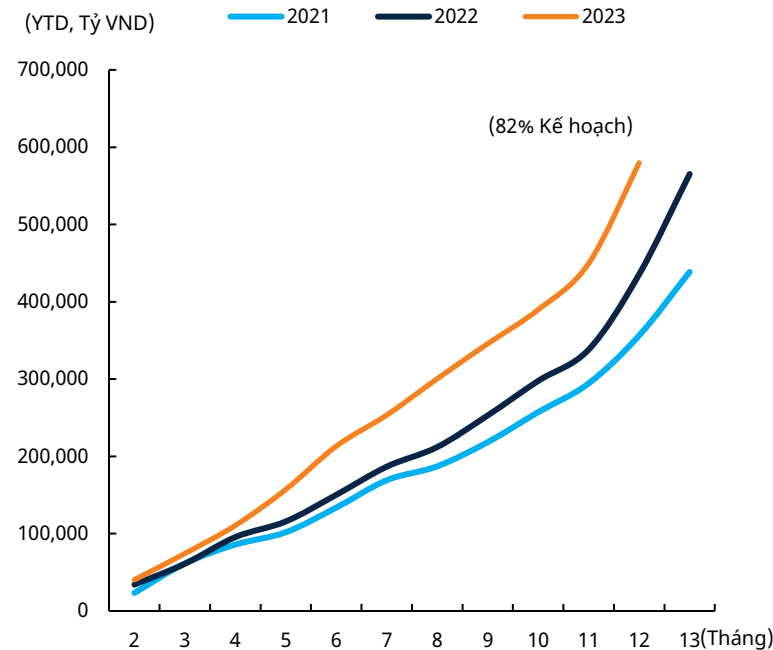
- Đầu tư công là động lực chính để duy trì tốc độ tăng trưởng GDP, trong khi các động lực tăng trưởng khác vẫn ở còn chậm. Vốn đầu tư thực hiện tăng 6,2% YoY vào năm 2023 (so với +11,3% YoY năm 2022), nhờ giải ngân ngân sách nhà nước (+14,6% YoY) để thực hiện các dự án đầu tư công, trong khi vốn đầu tư thực hiện từ khu vực FDI và các doanh nghiệp ngoài nhà nước chậm lại đáng kể. Số liệu chính thức của Bộ Tài chính (MOF) cho thấy giải ngân công tăng vọt trong tháng 11 (+48% YoY) và tháng 12 (+34% YoY); tổng cộng, giải ngân lũy kế 12 tháng tăng lên 33% YoY.
- Chúng tôi tin rằng Chính phủ sẽ tiếp tục thúc đẩy đầu tư công nhờ dự địa tài khóa dồi dào. Nợ công ước khoảng 37% GDP vào cuối năm 2023 (so với năm 2022: 37,1%), thấp hơn nhiều so với mức trần 60% do Quốc hội quy định. Năm 2023, bội chi ngân sách nhà nước lũy kế đạt 14,1 nghìn tỷ đồng (so với mức thâm hụt ước tính 455,5 nghìn tỷ đồng đặt ra vào đầu năm). Năm 2024, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết về dự toán ngân sách nhà nước với mức thâm hụt ước tính 399,4 nghìn tỷ đồng (tương đương 3,6% GDP) và kế hoạch vốn đầu tư công với tổng số tiền là 677,3 nghìn tỷ đồng (bằng 95,6% kế hoạch vốn đầu tư công năm 2023).

Vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội



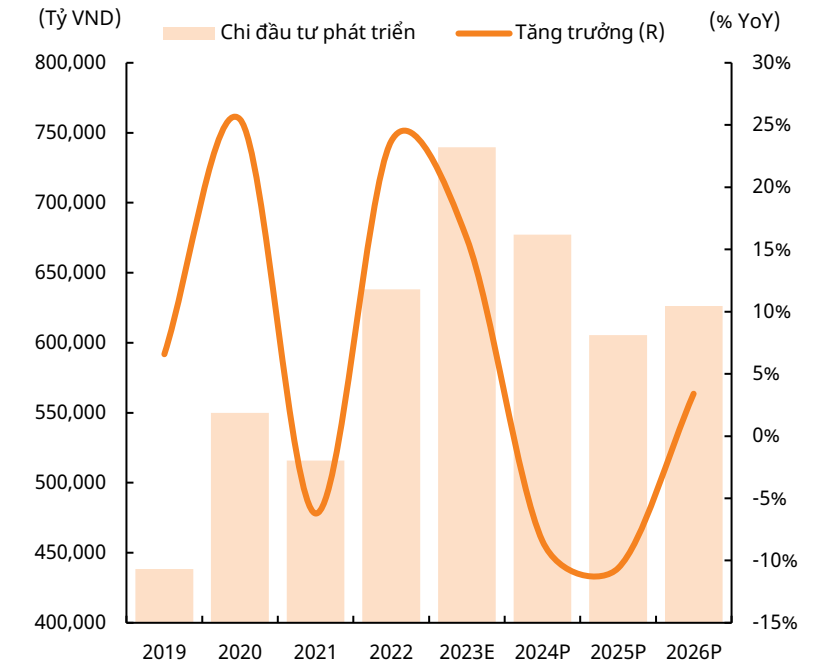
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam dữ liệu từ GSO

Giải ngân vốn đầu tư công



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam dữ liệu từ MOF

Chi đầu tư và phát triển



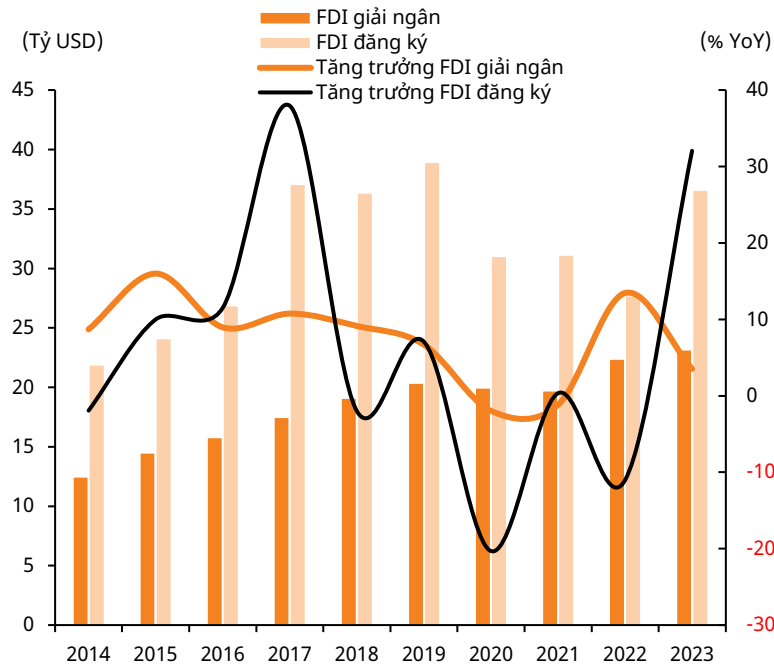
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam dữ liệu từ MOF

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Việt Nam vẫn là điểm đến thu hút dòng vốn FDI

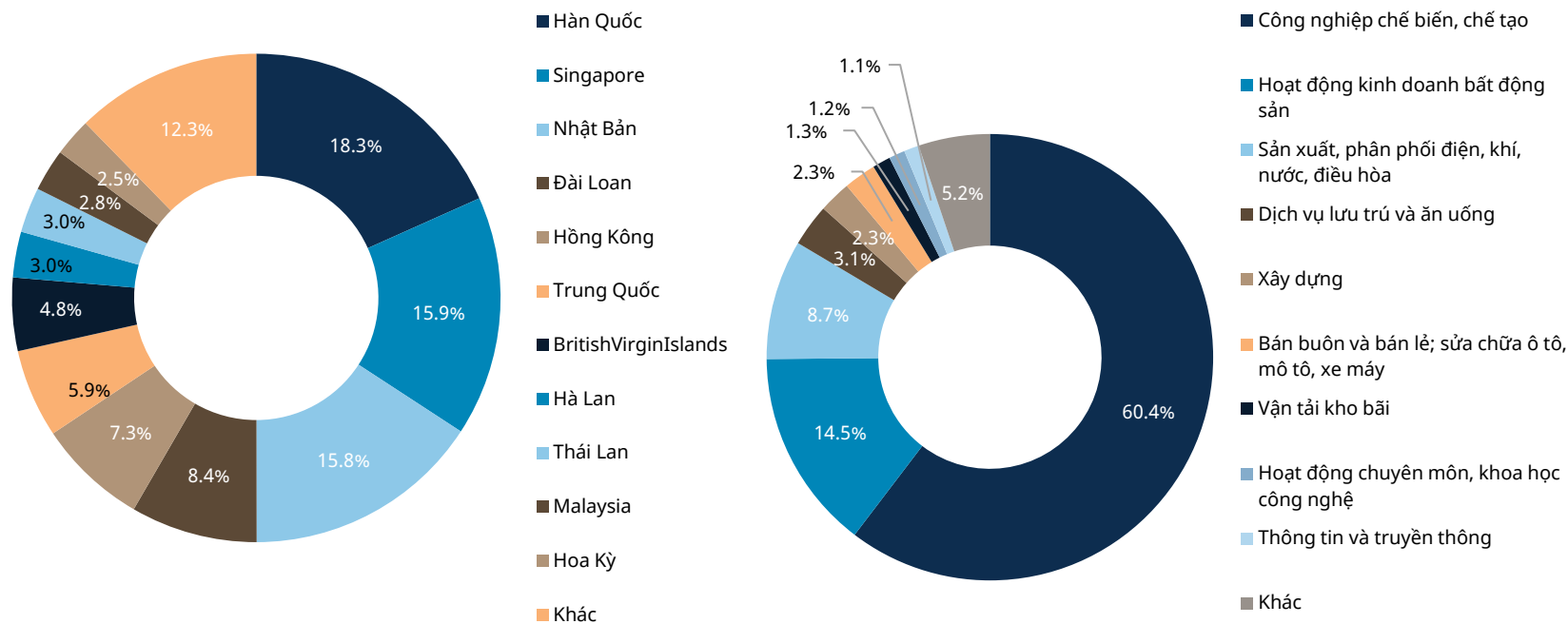
- Giải ngân FDI tiếp tục cải thiện trong những tháng cuối năm 2023, đạt 23,18 tỷ USD (+3,5% YoY) vào năm 2023. Năm 2023, tổng vốn FDI đăng ký, góp vốn và mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài duy trì mức tăng trưởng hai chữ số (đạt 36,6 tỷ USD; +32,1% YoY). Trong đó, tổng vốn FDI đăng ký vào lĩnh vực Công nghiệp Chế biến và Sản xuất tăng 39,9% YoY, trong khi FDI vào ngành Bất động sản chuyển sang tăng trưởng dương so với cùng kỳ (2023: +4,8% YoY, so với 11T23: -31,4% YoY).
- Việt Nam sẽ áp dụng mức thuế tối thiểu toàn cầu từ ngày 1/1/2024. Để duy trì khả năng cạnh tranh trong thu hút FDI, Việt Nam tiếp tục thực hiện cơ chế ưu đãi đầu tư đặc biệt đối với các dự án thuộc lĩnh vực đổi mới sáng tạo, R&D, công nghệ cao.
- Cơ hội thu hút đầu tư FDI từ các mối quan hệ đối tác chiến lược toàn diện: 1) Quan hệ đối tác chiến lược toàn diện với Mỹ có thể mở đường cho các dự án FDI từ nước này đến Việt Nam (chiếm 2,5% tổng vốn FDI của các dự án còn hiệu lực), đặc biệt trong lĩnh vực bán dẫn và năng lượng tái tạo; 2) Việt Nam và Nhật Bản (chiếm 15,8% tổng vốn FDI của các dự án còn hiệu lực) đã nâng cấp mối quan hệ song phương lên đối tác chiến lược toàn diện vào cuối tháng 11.
- Động lực dài hạn: 1) đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng; 2) các chính sách hỗ trợ và cam kết hướng tới mức phát thải carbon bằng 0 vào năm 2050; 3) trong bối cảnh chuyển đổi cơ cấu, rủi ro địa chính trị dai dẳng cũng như sự chuyển dịch kinh tế của Trung Quốc, các nhà sản xuất sẽ có động lực tìm kiếm thị trường mới để đặt nhà máy, hoặc xem xét chiến lược Trung Quốc+1; 4) năng lực cạnh tranh về chi phí của lực lượng lao động Việt Nam so với các nước châu Á khác.

FDI



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Vốn FDI đăng ký lũy kế các dự án còn hiệu lực: Thống kê theo quốc gia và ngành



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, Bộ Kế hoạch và Đầu tư.
Ghi chú: Vốn FDI đăng ký tính lũy kế các dự án còn hiệu lực tới 20/12/2023

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Các dự án FDI lớn trong năm 2023

| Dự án | Quốc gia | Vốn FDI đăng ký | Tỉnh |
|--------------------------------|------------|-----------------|------------|
| LG Innotek | Hàn Quốc | ~ 1,9 tỷ USD | Hải Phòng |
| Jinko Solar | Trung Quốc | ~ 1,5 tỷ USD | Quảng Ninh |
| Amkor Technology | Mỹ | ~ 1,25 tỷ USD | Bắc Ninh |
| Hyosung | Hàn Quốc | ~ 1 tỷ USD | Vũng Tàu |
| Hao Hua | Trung Quốc | 0,5 tỷ USD | Bình Phước |
| ECOVANCE | Hàn Quốc | 0,5 tỷ USD | Hải Phòng |
| Victoria Giant Tech | Trung Quốc | 0,4 tỷ USD | Bắc Ninh |
| Foxconn | Đài Loan | 0,35 tỷ USD | Nghệ An |
| Liteon Quang Ninh Factory | Đài Loan | 0,69 tỷ USD | Quảng Ninh |
| Luxshare Precision Industry Co | Trung Quốc | 0,33 tỷ USD | Bắc Giang |

Kế hoạch di chuyển nhà máy tới Việt Nam trong thời gian tới

| Dự án | Quốc gia | Vốn FDI đăng ký | Tỉnh |
|---|------------|-----------------|-----------------|
| Nhà sản xuất tấm pin mặt trời Trung Quốc Trina Solar | Trung Quốc | 420 triệu USD | Thái Nguyên |
| Các công ty và nhà cung cấp chất bán dẫn Hà Lan đang lên kế hoạch đầu tư sản xuất tại Việt Nam | | | |
| Khu phức hợp thể thao, vui chơi giải trí và nghỉ dưỡng, MotoGP của Tập đoàn Pavilion International (Malaysia) do đối tác Công ty TNHH Global Partnership đại diện | Malaysia | 1,4 tỷ USD | Cần Thơ |
| Tập đoàn Hyosung | Hàn Quốc | 720 triệu USD | Bà Rịa-Vũng Tàu |
| Apple thông báo chuyển sản xuất iPad sang Việt Nam vào năm 2024 | | | |
| Dự án nhà máy nhiệt điện LNG Thái Bình | Nhật Bản | 2 tỷ USD | Thái Bình |
| Marvell Technology, đang lên kế hoạch thành lập một trung tâm thiết kế đẳng cấp thế giới | Mỹ | | Hồ Chí Minh |

Một số tỉnh thu hút tốt dòng vốn FDI đặt mục tiêu tăng trưởng GRDP cao trong giai đoạn 2021-2030

| Tỉnh/Thành phố | Tăng trưởng GRDP trung bình (2021-2030) | Cấu trúc GDP | | | GRDP bình quân đầu người | Đóng góp của năng suất nhân tố tổng hợp (TFP) vào tăng trưởng kinh tế | Tốc độ tăng năng suất lao động xã hội bình quân năm |
|-------------------|---|----------------------|----------|------------------------------|--------------------------|---|---|
| | | Công nghiệp-Xây dựng | Dịch vụ | Nông, lâm nghiệp và thủy sản | | | |
| Bà Rịa - Vũng Tàu | 8,1-8,6% | 58-58,5% | 29-29,5% | 6-6,5% | US\$18.000-18.500 | 56% | 7% |
| Hải Phòng | 13,5% | 51,7% | 43,2% | 1,0% | US\$21.700 | 56-59% | 8,9-10,7% |
| Bắc Ninh | 8-9% | 72,7% | 21,7% | 1,6% | US\$13.480 | | 8,3-9,5% |
| Thanh Hóa | 10,1% | 57,0% | 33,3% | 5,1% | US\$7.850 | 40-45% | 8,1-9,6% |
| Long An | 9% | 61,8% | 24,2% | 7,5% | US\$7.000 | | |
| Hà Tĩnh | 9% | 60,3% | 26,6% | 7,9% | US\$6.610 | | 11,30% |
| Quảng Ninh | 10% | 47-48% | 38-39% | 3-4% | US\$19.000-20.000 | Above 50% | Above 8% |
| Thái Nguyên | 8-8,5% | 60,0% | 32,8% | 7,2% | US\$8.900 | | |
| Bắc Giang | 15-16% | 66-67% | 24-25% | 6-7% | US\$9.800 | 50% | 13% |
| Hải Dương | 9,5% | 62,7% | 24,1% | 5,1% | US\$7.000 | 50% | 8,50% |

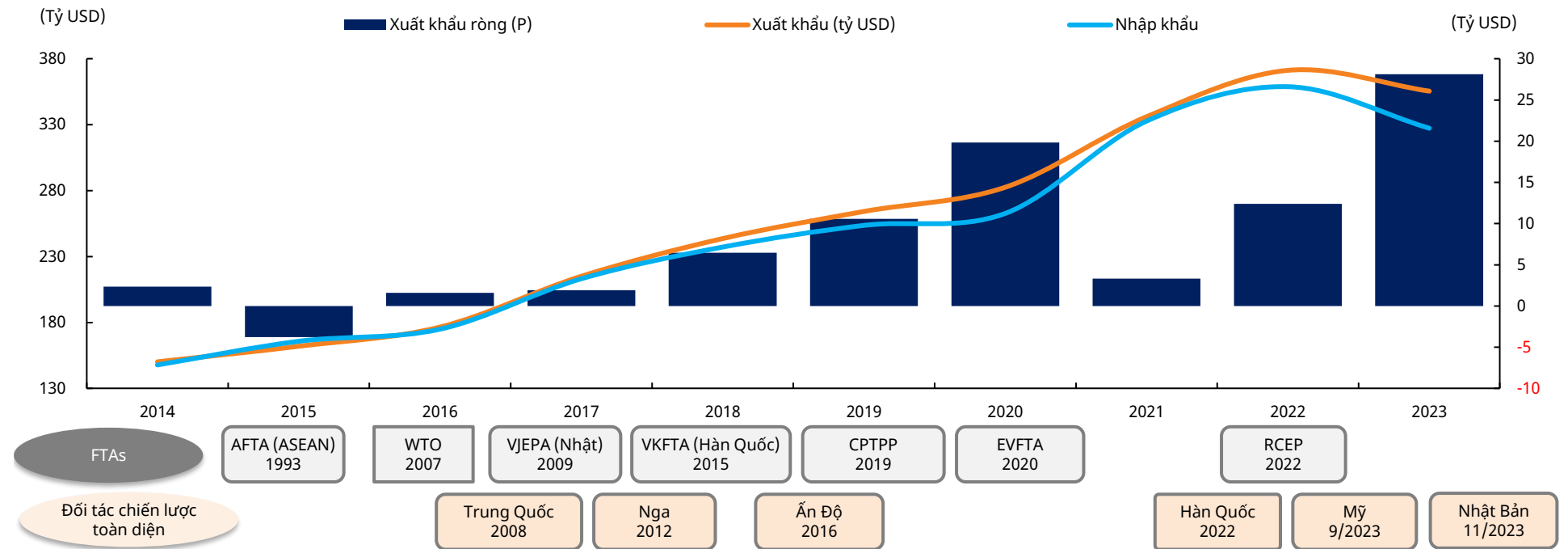
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp.

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Xuất khẩu: Kỳ vọng hồi phục hơn nữa trong 2024

- Xuất nhập khẩu chuyển sang tăng trưởng dương so với cùng kỳ trong 4 tháng cuối năm 2023 (với xuất khẩu ước tính đạt 355,5 tỷ USD (-4,4% YoY) và nhập khẩu đạt 327,5 tỷ USD (-8,9% YoY) trong 2023), với thặng dư thương mại trong năm (28 tỷ USD) ở mức cao kỷ lục trong mười năm qua. Xuất khẩu và nhập khẩu đã được cải thiện trong những tháng cuối năm 2023, nhờ sự phục hồi của hầu hết các thị trường trọng điểm và sự hồi phục xuất khẩu các mặt hàng Máy tính, Điện tử và Linh kiện.
- Xuất khẩu dự kiến sẽ phục hồi hơn nữa trong năm 2024, nhờ vào: 1) nhu cầu ở một số thị trường xuất khẩu dần có dấu hiệu cải thiện trong những tháng gần đây; 2) tồn kho của Mỹ đã giảm từ với mức đỉnh; 3) nhập khẩu nguyên liệu đầu vào đã thu hẹp mức giảm đáng kể.
- Động lực dài hạn: Sự tham gia sâu hơn của Việt Nam vào chuỗi cung ứng toàn cầu. Việt Nam là thành viên của nhiều hiệp định thương mại tự do (FTA) và thiết lập quan hệ Đối tác chiến lược toàn diện với các thị trường trọng điểm.
- Rủi ro cần theo dõi: Tăng trưởng kinh tế chậm hơn kỳ vọng và tiêu dùng yếu ở các đối tác thương mại chính của Việt Nam.

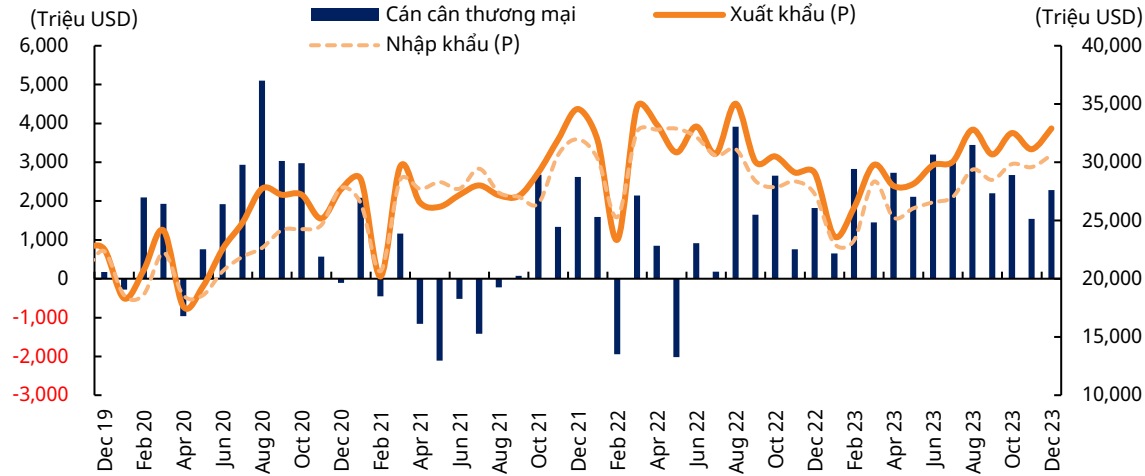
Xuất nhập khẩu của Việt Nam



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ GSO và Tổng cục hải quan

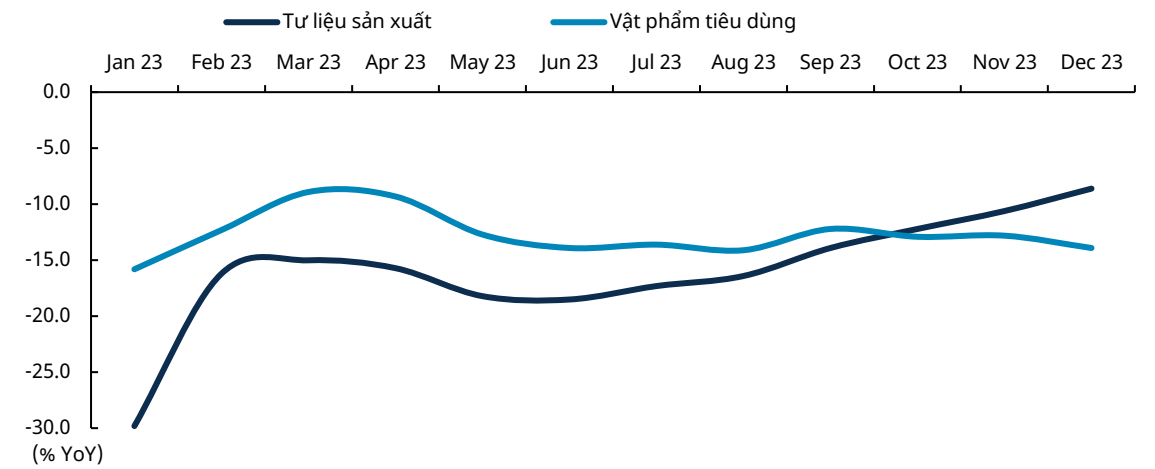
② Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Xuất nhập khẩu hàng tháng của Việt Nam



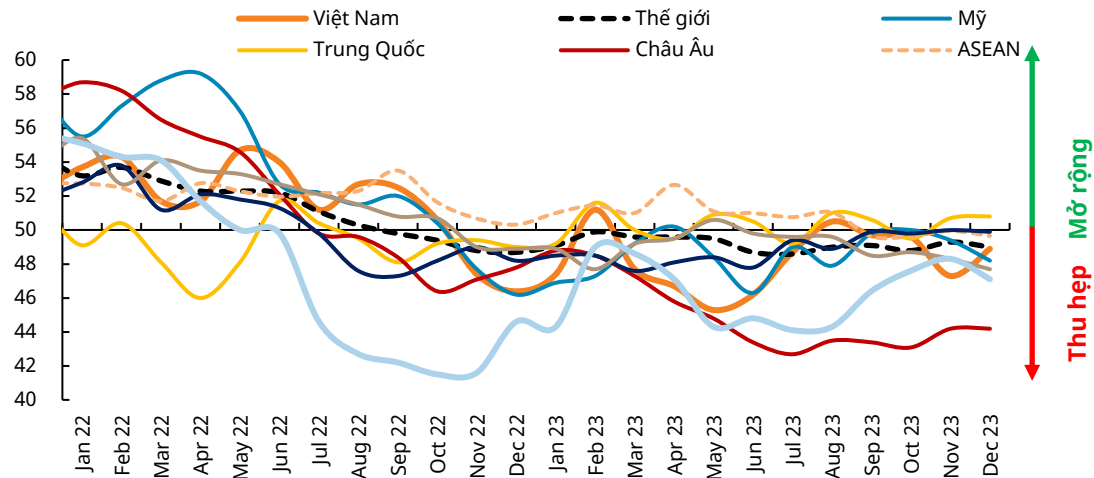
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ GSO và Tổng cục hải quan

Nhập khẩu nguyên liệu đầu vào lũy kế đã thu hẹp mức giảm đáng kể trong 2023



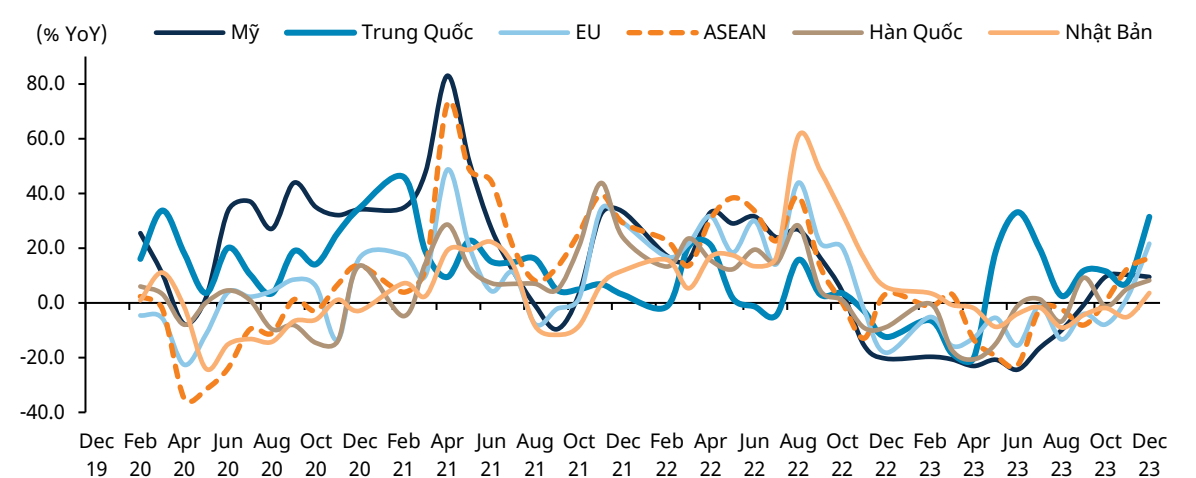
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ GSO

Chỉ số PMI sản xuất Việt Nam và các đối tác thương mại lớn



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ S&P Global

Tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam theo đối tác thương mại



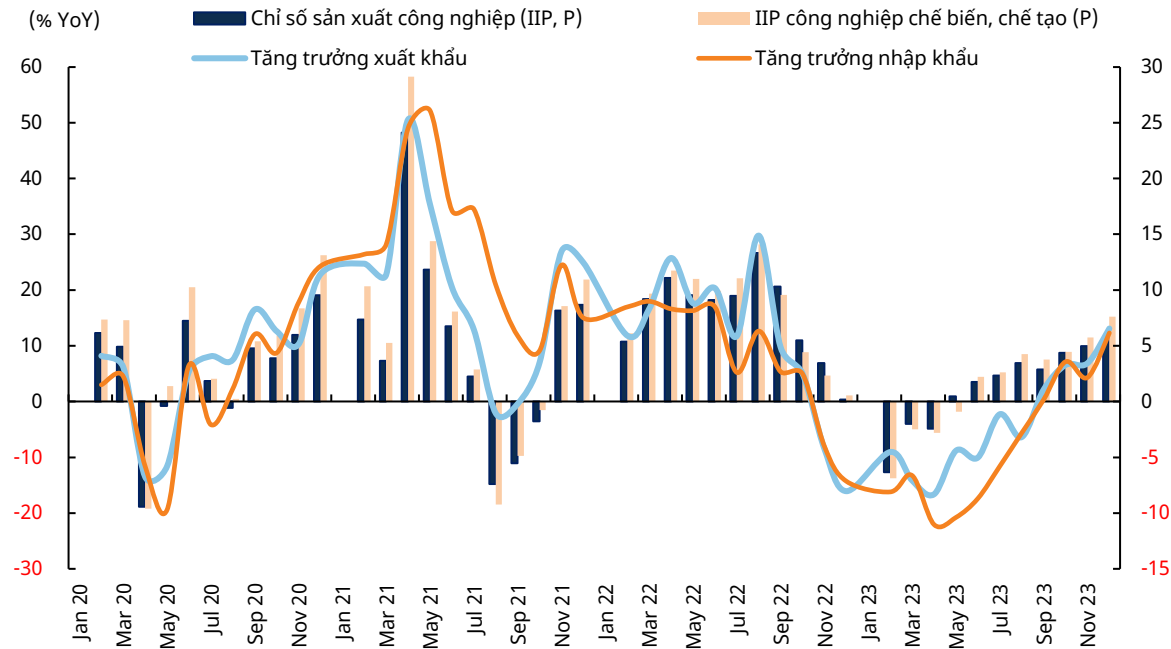
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ GSO và Tổng cục hải quan

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Sản xuất công nghiệp cải thiện

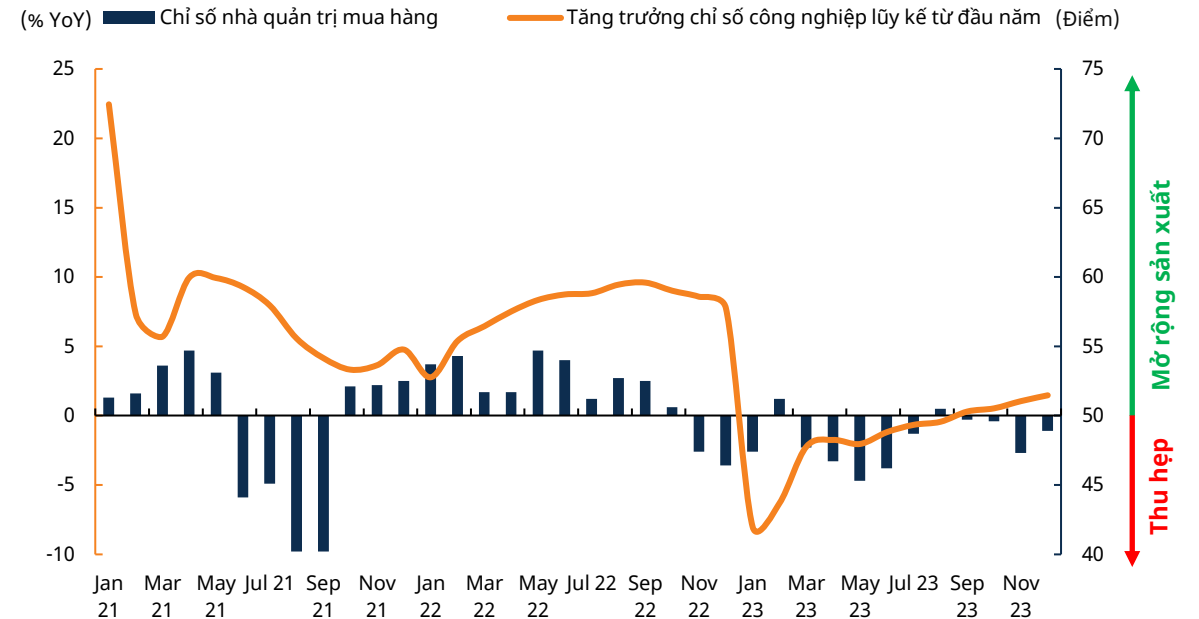
- Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) lũy kế tiếp tục duy trì trong vùng tích cực trong 4 tháng liên tiếp, tăng trưởng 1,5% YoY trong năm 2023, mặc dù con số này thấp hơn nhiều so với các năm trước. Một điểm tích cực là nhập khẩu nguyên liệu đầu vào đã thu hẹp đáng kể mức giảm, điều này có thể báo hiệu sản lượng sẽ tiếp tục phục hồi trong thời gian tới.
- Chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam trong tháng 12 báo hiệu điều kiện kinh doanh sụt giảm tháng thứ 4 liên tiếp nhưng tốc độ suy giảm nhẹ hơn so với tháng 11 (tháng 12: 48,9 điểm; tháng 11: 47,3 điểm). Về mặt tích cực, hoạt động mua hàng và việc làm nhìn chung không thay đổi.
- Chúng tôi kỳ vọng sản xuất công nghiệp sẽ duy trì đà phục hồi nhờ xuất khẩu cải thiện ở một số đối tác thương mại chính của Việt Nam và mức giảm nhập khẩu nguyên liệu sản xuất được thu hẹp.
- Những rủi ro chính cần theo dõi: Nhu cầu yếu hơn kỳ vọng trong bối cảnh kinh tế khó khăn; 2) Số lượng đơn đặt hàng mới giảm tháng thứ hai liên tiếp trong tháng 12 trong bối cảnh nhu cầu suy yếu.

Hoạt động sản xuất công nghiệp và xuất nhập khẩu hàng tháng phục hồi thời gian gần đây



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ GSO và Tổng cục hải quan
Ghi chú: Để loại trừ các ảnh hưởng theo mùa do kỳ nghỉ Tết Nguyên đán, chúng tôi đã kết hợp dữ liệu tháng 1 và tháng 2.

PMI sản xuất và tăng trưởng IIP lũy kế của Việt Nam



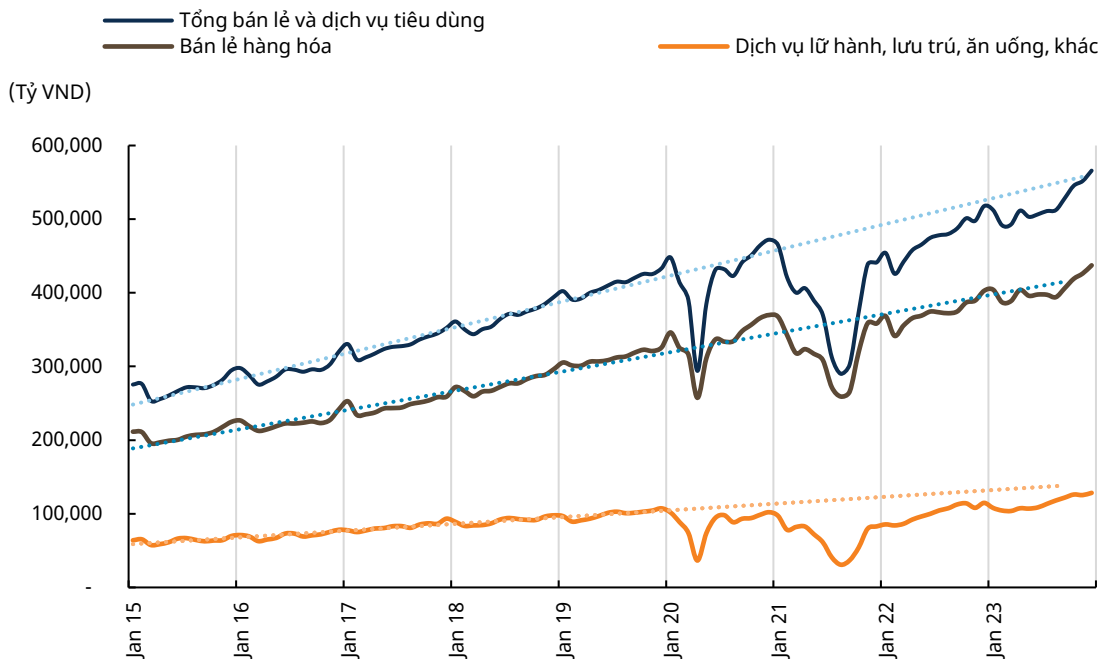
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ GSO và S&P Global

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Tiêu dùng kỳ vọng duy trì đà phục hồi

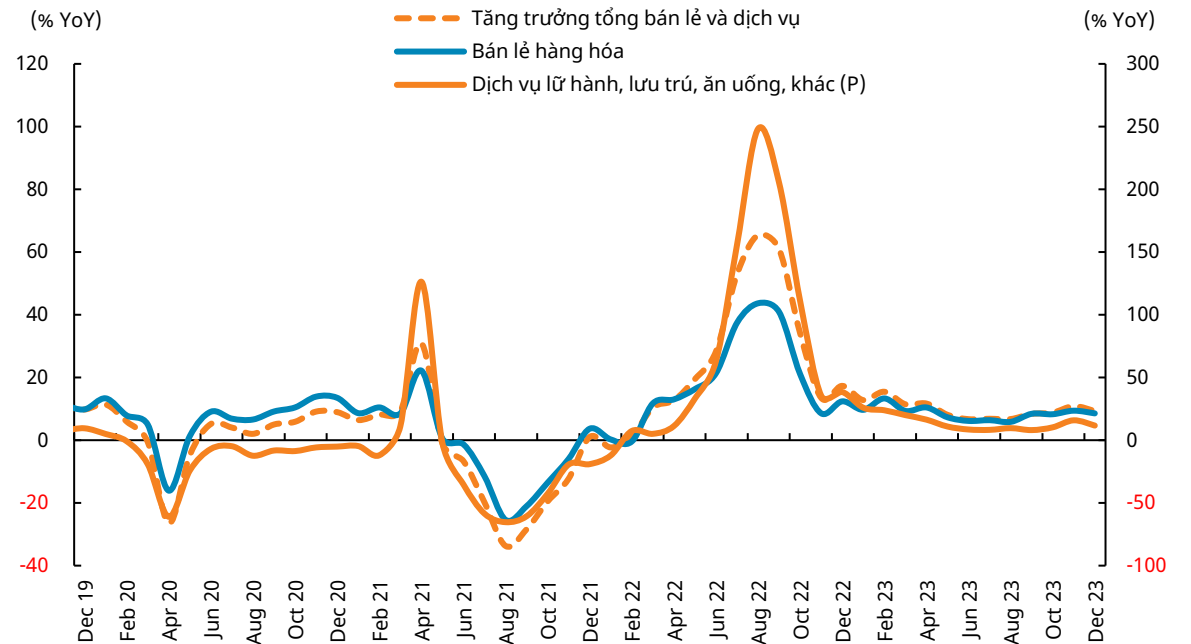
- Tăng trưởng doanh số bán lẻ năm 2023 đạt +9,6% YoY—thấp hơn nhiều so với con số năm 2022 (+22,3% YoY), do chênh lệch mức nền so sánh cùng kỳ. Tuy nhiên, tổng doanh số bán lẻ đã quay trở lại xu hướng tăng trưởng trước đại dịch, nhờ các chính sách hỗ trợ như gia hạn giảm thuế VAT 2%p để hỗ trợ tiêu dùng, chính sách kích cầu để thúc đẩy du lịch.
- Chúng tôi duy trì kỳ vọng về nhu cầu tiêu dùng cải thiện vào năm 2024. Động lực của ngành bán lẻ tiêu dùng bao gồm: 1) lãi suất giảm và kinh tế tiếp tục tăng trưởng; 2) gia hạn giảm thuế VAT 2%p đến giữa năm 2024; 3) tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở mức thấp; 4) du lịch tiếp tục phục hồi.

Doanh thu bán lẻ hàng tháng



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ GSO

Tăng trưởng doanh thu bán lẻ hàng tháng



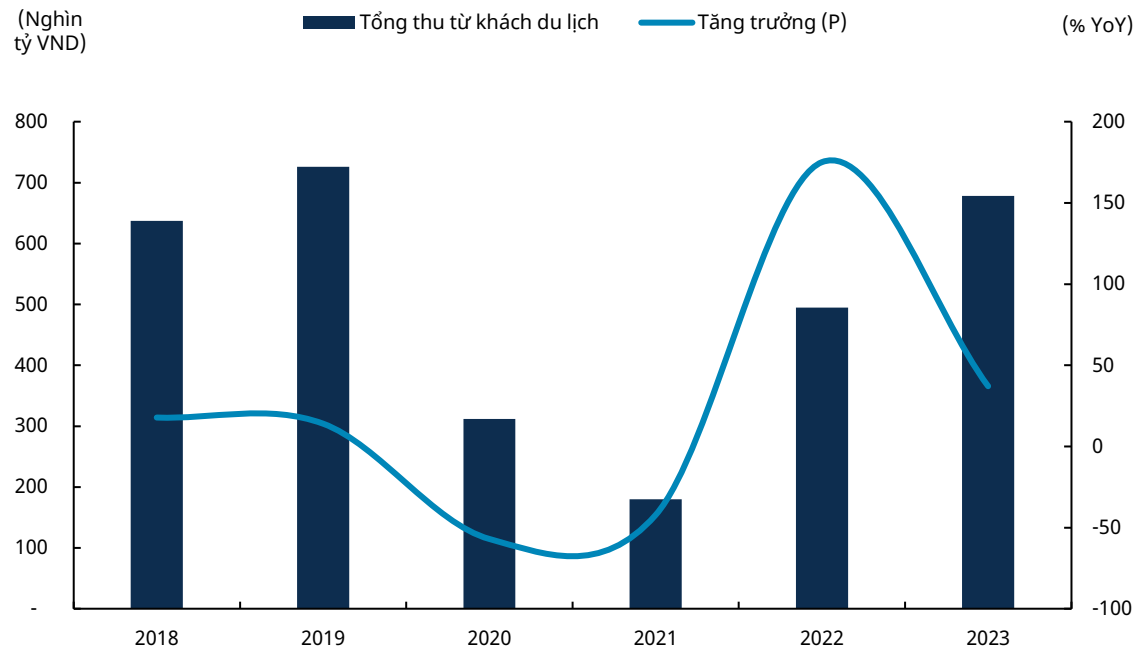
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ GSO

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Du lịch tiếp tục hồi phục

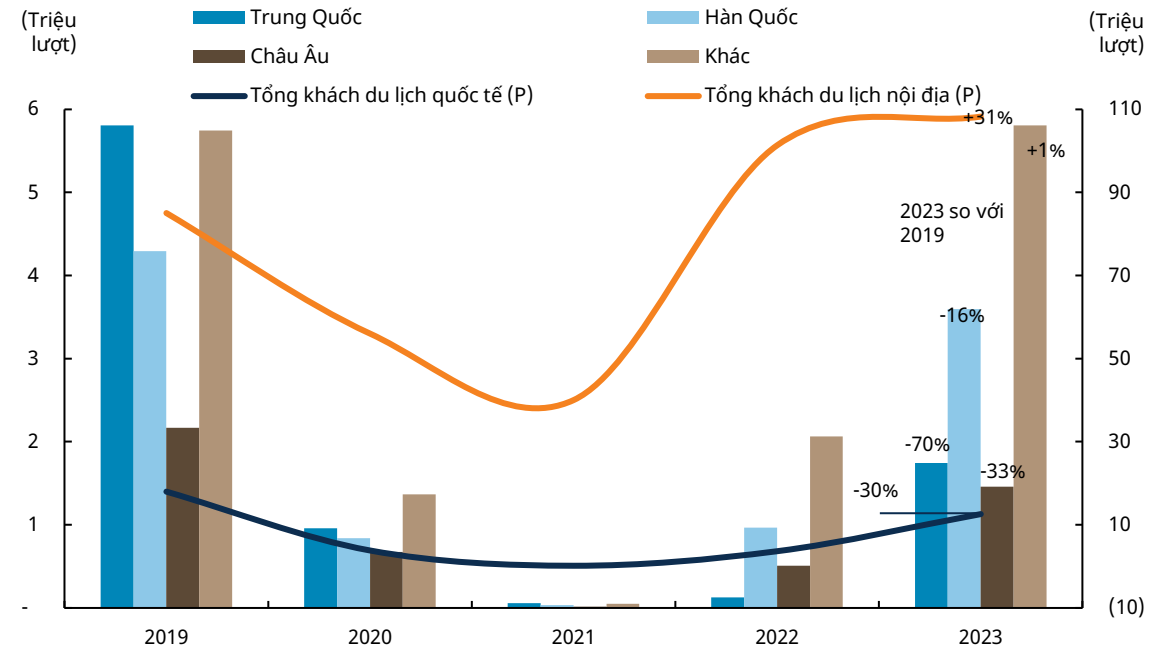
- Doanh thu du lịch gần như trở lại mức trước đại dịch, đạt 678,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2023 (+37% YoY). Trong đó, khách nội địa năm 2023 tăng 6,8% YoY và tăng 31% so với năm 2019, trong khi khách quốc tế đến Việt Nam vẫn chưa quay trở lại mức trước đại dịch (tương đương 3,4 lần con số năm 2022, nhưng chỉ bằng 70% so với năm 2019).
- Du lịch kỳ vọng tiếp tục phục hồi, nhờ chính sách gia hạn thị thực điện tử cho du khách quốc tế lên 90 ngày kể từ giữa tháng 8/2023 và nhu cầu du lịch cải thiện vào năm 2024.

Doanh thu du lịch của Việt Nam



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ Tổng cục Du lịch Việt Nam

Số lượt khách du lịch quốc tế và nội địa của Việt Nam



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ GSO

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Lạm phát được kiểm soát dưới mức mục tiêu của Chính phủ

- Lạm phát cơ bản và lạm phát chung lần lượt đạt 3,25% và 4,16% YoY trong năm 2023, là mức thấp hơn nhiều so với mục tiêu 4,5% của Chính phủ. Lạm phát hạ nhiệt nhờ Vận tải (-2,5% YoY), Viễn thông (-0,8% YoY) với giá dầu thô giảm trong năm (-10,9% YoY); trong khi đó, CPI 2023 bị áp lực bởi giá dịch vụ y tế, học phí và giá gạo tăng.
- Trong thời gian tới, lạm phát tiếp tục bị áp lực bởi: 1) giá điện bán lẻ bình quân tăng, tăng 4,5% kể từ ngày 9/11/2023; 2) Hội đồng tiền lương quốc gia đồng ý tăng mức lương tối thiểu vùng lên 6% kể từ ngày 1/7/2024. Ở khía cạnh tích cực, lạm phát năm 2024 sẽ giảm bớt, nhờ vào: 1) lạm phát toàn cầu hạ nhiệt thời gian gần đây, giúp Việt Nam giảm áp lực từ nhập khẩu lạm phát; 2) giảm 50% thuế bảo vệ môi trường đối với xăng, dầu, có hiệu lực từ năm 2024.

Chỉ số lạm phát Việt Nam

| Lạm phát (% YoY) | Tỷ trọng | Xu hướng | 2022 | | | | | | | | | | | | 2023 | | | | | | | | | | | | |
|------------------------------|----------|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------------|
| | | | T1 | T2 | T3 | T4 | T5 | T6 | T7 | T8 | T9 | T10 | T11 | T12 | T1 | T2 | T3 | T4 | T5 | T6 | T7 | T8 | T9 | T10 | T11 | T12 | Trung bình |
| CPI | | | 1.9 | 1.4 | 2.4 | 2.6 | 2.9 | 3.4 | 3.1 | 2.9 | 3.9 | 4.3 | 4.4 | 4.5 | 4.9 | 4.3 | 3.4 | 2.8 | 2.4 | 2.0 | 2.1 | 3.0 | 3.7 | 3.6 | 3.4 | 3.6 | 3.3 |
| CPI cơ bản | | | 0.7 | 0.7 | 1.1 | 1.5 | 1.6 | 2.0 | 2.6 | 3.1 | 3.8 | 4.5 | 4.8 | 5.0 | 5.2 | 5.0 | 4.9 | 4.6 | 4.5 | 4.3 | 4.1 | 4.0 | 3.8 | 3.4 | 3.2 | 3.0 | 4.2 |
| Lương thực thực phẩm | 33.6% | | -0.1 | -0.2 | 1.0 | 1.1 | 1.3 | 2.3 | 3.0 | 3.3 | 3.7 | 5.1 | 5.2 | 5.2 | 6.1 | 4.3 | 4.0 | 3.6 | 3.6 | 3.3 | 2.6 | 2.3 | 2.9 | 2.8 | 3.0 | 2.9 | 3.4 |
| Nhà ở và vật liệu xây dựng | 18.8% | | 3.5 | 0.4 | 1.7 | 2.7 | 2.2 | 1.5 | 1.1 | 1.4 | 4.4 | 5.4 | 6.0 | 7.1 | 6.9 | 7.9 | 6.7 | 5.2 | 6.4 | 6.5 | 6.5 | 7.1 | 7.3 | 6.9 | 5.9 | 5.7 | 6.6 |
| Giao thông | 9.7% | | 14.5 | 15.5 | 18.3 | 16.6 | 18.4 | 21.4 | 15.2 | 8.9 | 6.7 | 1.8 | 0.9 | -0.2 | 0.1 | -0.2 | -4.9 | -3.9 | -8.9 | -12.0 | -9.3 | -0.3 | 3.2 | 3.9 | 1.6 | 2.6 | -2.5 |
| Thiết bị và đồ dùng gia đình | 6.7% | | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.6 | 1.8 | 2.0 | 2.2 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 2.7 | 2.9 | 2.7 | 2.7 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 2.1 |
| Giáo dục | 6.2% | | -3.8 | -3.3 | -3.2 | -2.3 | -2.2 | -2.1 | -2.0 | -0.6 | 8.4 | 10.6 | 11.0 | 11.8 | 11.6 | 10.4 | 8.4 | 6.0 | 5.7 | 5.7 | 5.6 | 5.0 | 7.2 | 7.1 | 8.2 | 8.4 | 7.4 |
| May mặc, mũ nón và giày dép | 5.7% | | 0.9 | 0.7 | 1.0 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 1.8 | 2.1 | 2.2 | 2.3 | 2.2 | 2.4 | 2.8 | 2.6 | 2.5 | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 2.0 | 2.0 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 1.8 | 2.2 |
| Thuốc và dịch vụ y tế | 5.4% | | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 3.4 | 5.5 | 1.2 |
| Văn hoá, giải trí và du lịch | 4.6% | | -0.1 | 0.3 | 0.5 | 1.8 | 2.8 | 3.4 | 4.3 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 5.0 | 5.0 | 5.3 | 4.7 | 4.7 | 3.0 | 2.5 | 2.3 | 1.7 | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 2.5 |
| Bưu chính viễn thông | 3.1% | | -0.7 | -0.7 | -0.6 | -0.5 | -0.3 | -0.5 | -0.2 | -0.2 | -0.1 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.5 | -0.6 | -0.9 | -1.1 | -1.3 | -1.3 | -1.4 | -1.4 | -0.8 |
| Đồ uống và thuốc lá | 2.7% | | 2.8 | 2.2 | 2.6 | 2.7 | 3.0 | 3.2 | 3.4 | 3.5 | 3.4 | 3.6 | 3.5 | 3.8 | 4.4 | 3.8 | 3.7 | 3.6 | 3.4 | 3.2 | 3.0 | 3.1 | 3.0 | 2.8 | 2.8 | 2.5 | 3.3 |

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Tổng Cục thống kê

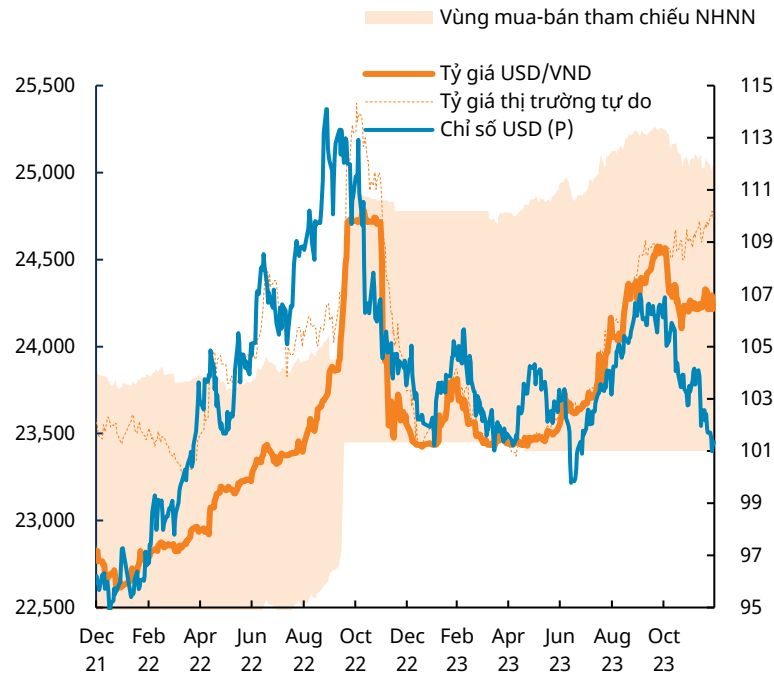
Lưu ý: Chỉ số lạm phát cơ bản được tính toán bằng phương pháp loại bỏ trực tiếp 16 nhóm hàng lương thực, thực phẩm tươi sống, năng lượng và giá do Nhà nước quản lý.

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Việc điều hành chính sách tiền tệ năm 2024 sẽ thuận lợi hơn với triển vọng Fed cắt giảm lãi suất

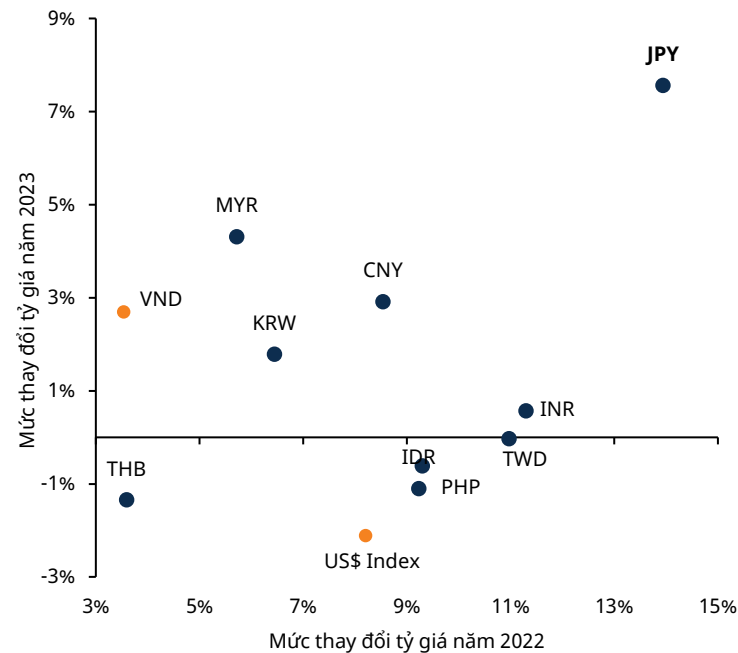
- Với kỳ vọng Fed cắt giảm lãi suất, chỉ số sức mạnh của đồng USD (DXY) giảm xuống quanh mốc 101 điểm, mức thấp nhất trong 5 tháng. Do đó, cả năm 2023, với sự sụt giảm mạnh của chỉ số DXY (-2,1% YoY), sự mất giá của Đồng Việt Nam (VND) đã quay trở lại mức dưới 3% YoY. Trong bối cảnh bất ổn toàn cầu từ năm 2020 đến nay, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã có những động thái kịp thời nhằm tạo bối cảnh thuận lợi hơn cho tăng trưởng kinh tế cũng như để nhà đầu tư nước ngoài quản lý cả rủi ro lạm phát và tỷ giá. Chúng tôi quan sát thấy Việt Nam đã nỗ lực duy trì dự trữ ngoại hối khoảng ba tháng nhập khẩu kể từ năm 2018 cho đến nay. Tính đến cuối tháng 10/2023, dự trữ ngoại hối của Việt Nam đang ở mức 87,2 tỷ USD (+2,5 tỷ USD so với đầu năm). Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ tăng dự trữ ngoại hối trong những tháng tới nhờ thặng dư thương mại (2022: 12,14 tỷ USD; 2023E: 28 tỷ USD), giải ngân FDI ổn định (2022: 22,4 tỷ USD; 2023E: 36,6 tỷ USD), cũng như lượng kiều hối dồi dào. Với kỳ vọng Fed cắt giảm lãi suất 75 điểm cơ bản vào năm 2024 theo Bản tóm tắt dự báo kinh tế mới nhất của Fed, chúng tôi cho rằng bối cảnh điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam sẽ thuận lợi hơn năm 2023. Chúng tôi cũng kỳ vọng chênh lệch giữa lãi suất qua đêm giữa USD và VND sẽ thu hẹp, giúp giảm bớt áp lực bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán.

Áp lực tỷ giá USD/VND hạ nhiệt



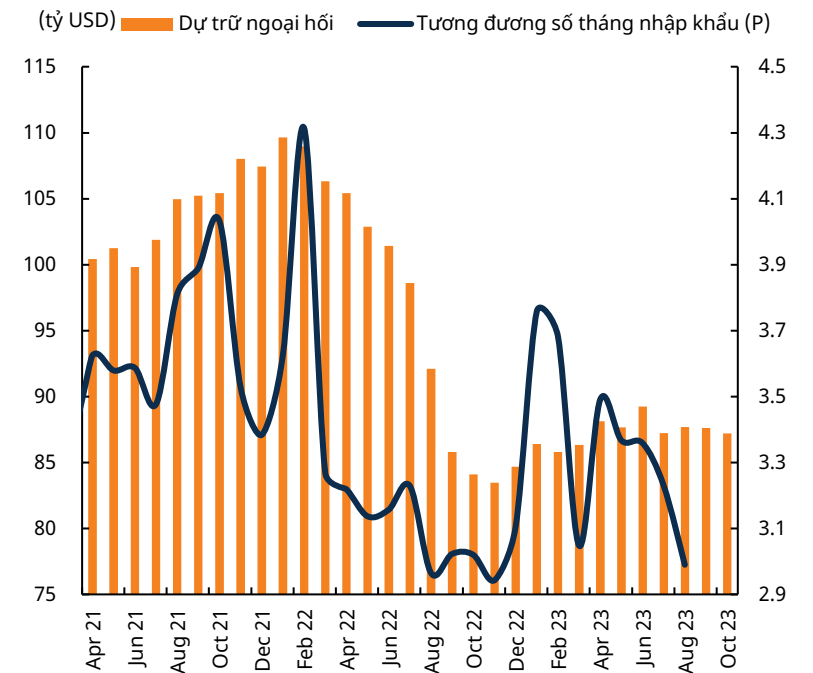
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ Bloomberg, SBV, cập nhật tới 29/12/2023

Áp lực mất giá đồng tiền của các nước châu Á so với USD giảm



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ Bloomberg. Ghi chú: Dữ liệu cập nhật tới 29/12/2023

Dự trữ ngoại hối duy trì quanh 3 tháng nhập khẩu



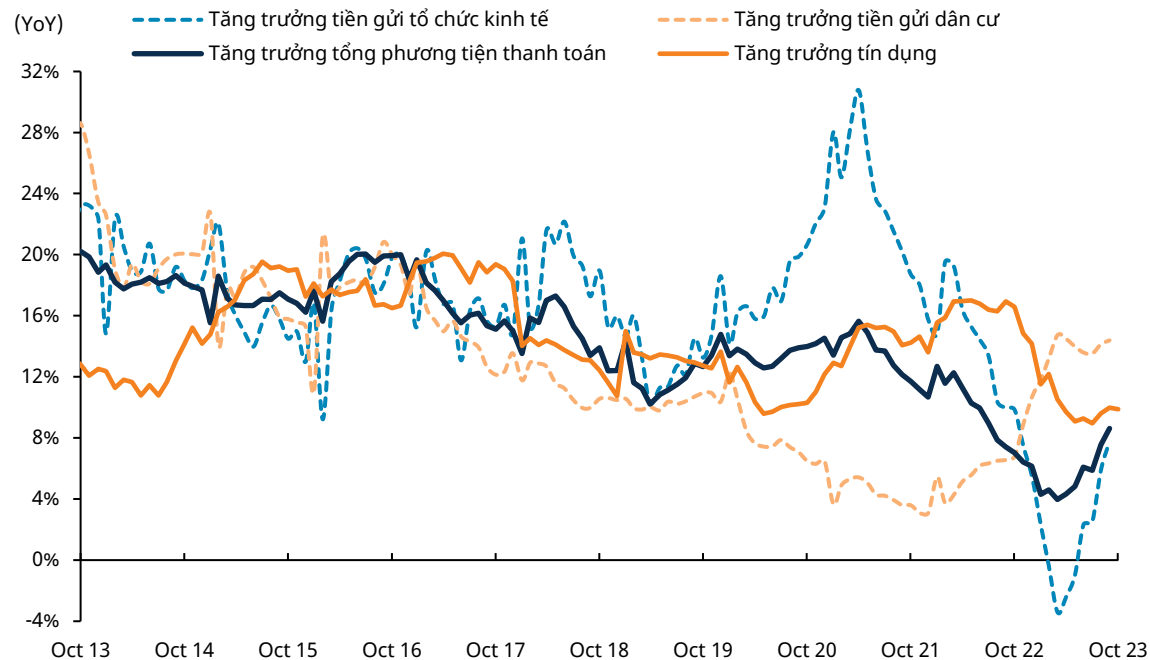
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ Bloomberg và CEIC

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Tăng trưởng tín dụng tăng tốc trong thời gian gần đây

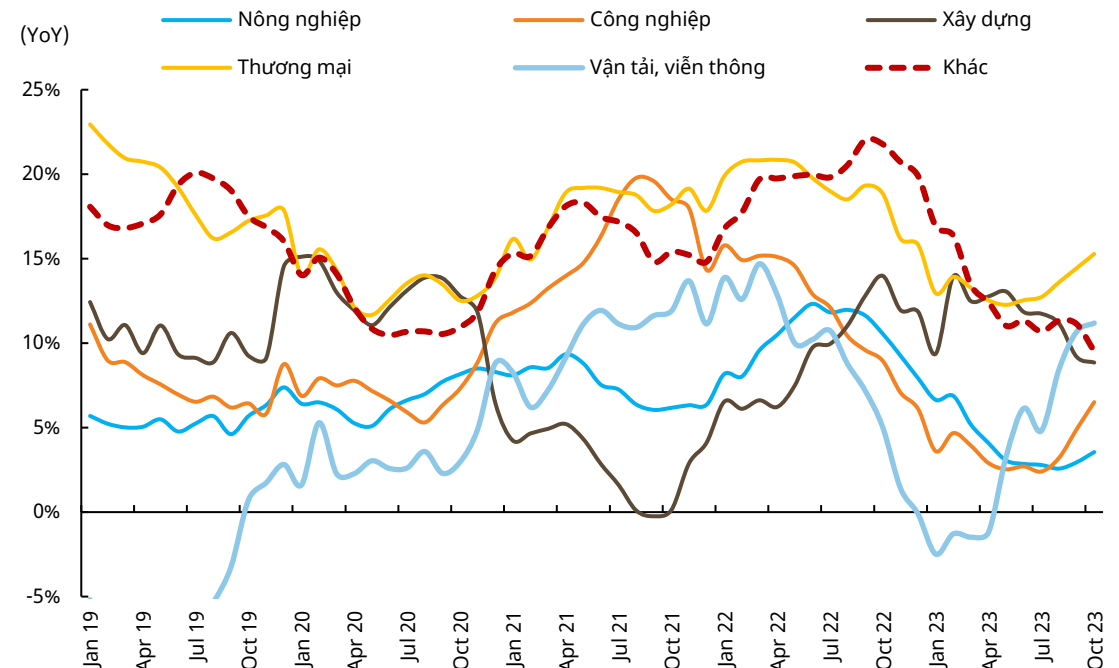
- Tính đến cuối tháng 10/2023, tốc độ tăng trưởng tín dụng cải thiện ở một số ngành như Thương mại (+15,3% YoY), Vận tải và Viễn thông (+11,2% YoY), Sản xuất và Công nghiệp (+6,5% YoY so với +4,9% trong 9T2023), trong khi Bất động sản và Xây dựng tiếp tục chậm lại.
- Tăng trưởng tín dụng tăng tốc trong những tháng gần đây, trong bối cảnh lãi suất cho vay tiếp tục giảm trên cơ sở lãi suất huy động giảm, giải ngân đầu tư công và chi tiêu tiêu dùng được đẩy mạnh, cũng như những dấu hiệu cải thiện trong xuất khẩu. Đáng chú ý, cuối tháng 11, NHNN có văn bản gửi các tổ chức tín dụng thông báo nâng hạn mức tín dụng đối với một số ngân hàng. Theo ước tính của NHNN, tăng trưởng tín dụng đã tăng tốc lên mức 9,15% so với đầu năm (YTD) tính đến cuối tháng 11, lên 9,87% YTD tính đến ngày 13/12, lên 10,85% YTD tính đến ngày 20/12, và tăng vọt lên 13,5% YoY (+4% MoM) tính tới cuối tháng 12.
- Tổng tăng trưởng tiền gửi đã phục hồi mạnh mẽ kể từ tháng 8, tăng 8,6% YoY tính đến cuối tháng 9 (so với +7,6% YoY và +5,9% YoY lần lượt vào cuối tháng 8 và tháng 7), nhờ sự phục hồi của tiền gửi tổ chức (+7,7% YoY, so với +5,9% YoY trong tháng 8) sau thời gian các công ty gặp khó khăn về thanh khoản. Tính đến cuối năm 2023, các ngân hàng đã cắt giảm lãi suất huy động trung bình lần lượt là 2,6%p; 3,3%p và 3,3%p YoY cho các kỳ hạn 1, 6 và 12 tháng.

Tăng trưởng tín dụng và tiền gửi



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ SBV

Tăng trưởng tín dụng theo ngành tính đến tháng 10/2023



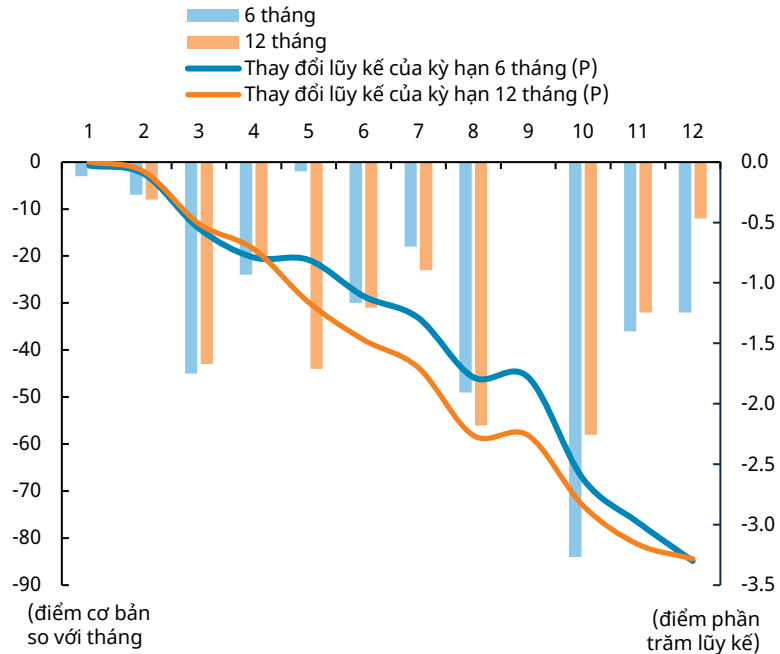
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ SBV

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Tăng trưởng tín dụng sẽ tăng tốc vào năm 2024

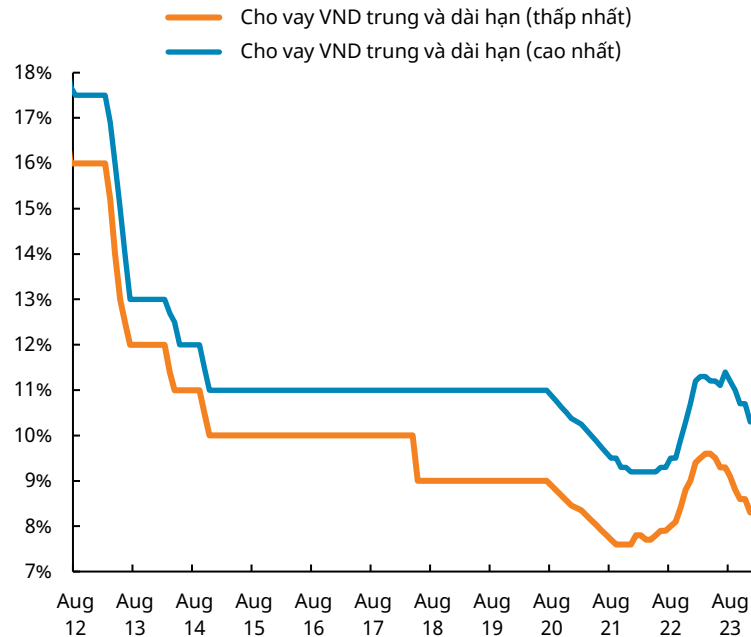
- Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2024 ở mức 15% YoY. Theo quan điểm của chúng tôi, tín dụng ngân hàng vẫn đóng vai trò chủ đạo trong việc cung ứng vốn cho nền kinh tế; theo đó, tăng trưởng tín dụng sẽ tăng tốc trong năm 2024, trong bối cảnh hoạt động sản xuất và xuất nhập khẩu sẽ có nhiều tín hiệu tích cực hơn, nhu cầu chi tiêu cải thiện, cùng các chính sách hỗ trợ nền kinh tế. Ngoài ra, các ngân hàng thương mại liên tục cắt giảm lãi suất huy động trong năm 2023, tạo cơ sở cho việc hạ lãi suất cho vay.

Lãi suất huy động liên tục giảm trong năm 2023



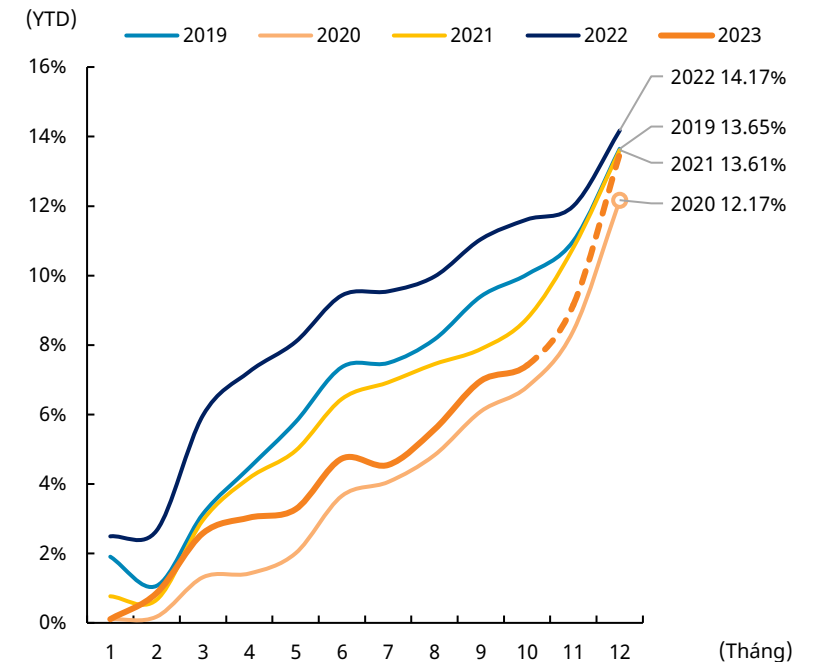
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ các ngân hàng thương mại

Lãi suất cho vay tiếp tục giảm trên cơ sở lãi suất huy động đã giảm thêm



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ Fiinpro

Tăng trưởng tín dụng



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ SBV

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Những thay đổi trong các luật sửa đổi được thông qua tại kì họp lần 6, Quốc hội khóa XV kì vọng hỗ trợ sự phát triển thị trường bất động sản

| | Những thay đổi chính | Nhận định |
|---|---|---|
| | Người Việt Nam định cư ở nước ngoài là công dân Việt Nam (còn giữ quốc tịch Việt Nam) có quyền và nghĩa vụ liên quan đến đất đai như công dân Việt Nam trong nước | Có thêm nguồn cầu Góp phần khuyến khích để thu hút dòng vốn kiều hối |
| Luật Kinh doanh bất động sản (sửa đổi), có hiệu lực thi hành từ ngày 1/1/2025 | Chủ đầu tư dự án bất động sản chỉ được thu tiền đặt cọc không quá 5% giá bán, cho thuê mua nhà ở, công trình xây dựng | Hạn chế rủi ro cho bên mua, thuê mua |
| | Chủ đầu tư trước khi đưa sản phẩm bất động sản hình thành trong tương lai vào kinh doanh bắt buộc phải hoàn tất nghĩa vụ tài chính về đất đai | Yêu cầu pháp lý chặt chẽ hơn đối với các chủ đầu tư trước khi các chủ đầu tư có thể mở bán dự án hình thành trong tương lai và thu tiền của người mua nhà. Từ đó, giúp tạo môi trường lành mạnh cho thị trường bất động sản về dài hạn. |
| | Bổ sung nhóm đối tượng được mua nhà ở xã hội và quy định người mua nhà ở xã hội chỉ được bán lại nhà cho chủ đầu tư hoặc bán cho đối tượng được mua nhà ở xã hội. Bãi bỏ quy định về điều kiện cư trú | Đảm bảo khả năng tiếp cận và chi trả nhà ở xã hội cho người có thu nhập thấp và người lao động |
| Luật Nhà ở (sửa đổi), có hiệu lực thi hành từ ngày 1/1/2025 | Miễn tiền sử dụng đất (TSDĐ)/tiền thuê đất đối với đất được giao làm dự án nhà ở xã hội mà không cần thủ tục xác định TSDĐ; không yêu cầu bắt buộc dành 20% đất trong dự án thương mại cho nhà ở xã hội và cung cấp các phương án thay thế cho các chủ đầu tư thực hiện nghĩa vụ nhà ở xã hội | Cung cấp khuôn khổ pháp lý rõ ràng và linh hoạt hơn cho các chủ đầu tư phát triển nhà ở xã hội |
| | Không quy định thời hạn sở hữu, chỉ quy định thời hạn sử dụng nhà ở chung cư | Giải quyết vướng mắc liên quan đến cải tạo chung cư cũ ở nhiều địa phương |

Các luật sửa đổi khác sẽ được xem xét trong kỳ họp năm 2024: Luật Đất đai, Luật Các tổ chức tín dụng và Luật Thuế giá trị gia tăng.

③ Thị trường chứng khoán Việt Nam

Thị trường chứng khoán Việt Nam và những sự kiện nổi bật: Các giải pháp chính sách hỗ trợ nền kinh tế



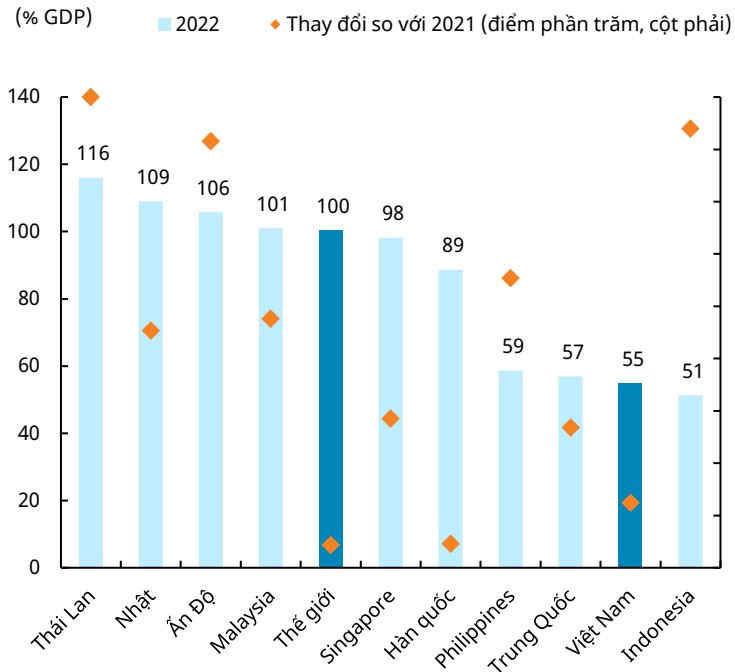
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ ngày 15/11/2022 đến ngày 29/12/2023.

③ Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Kế hoạch phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam

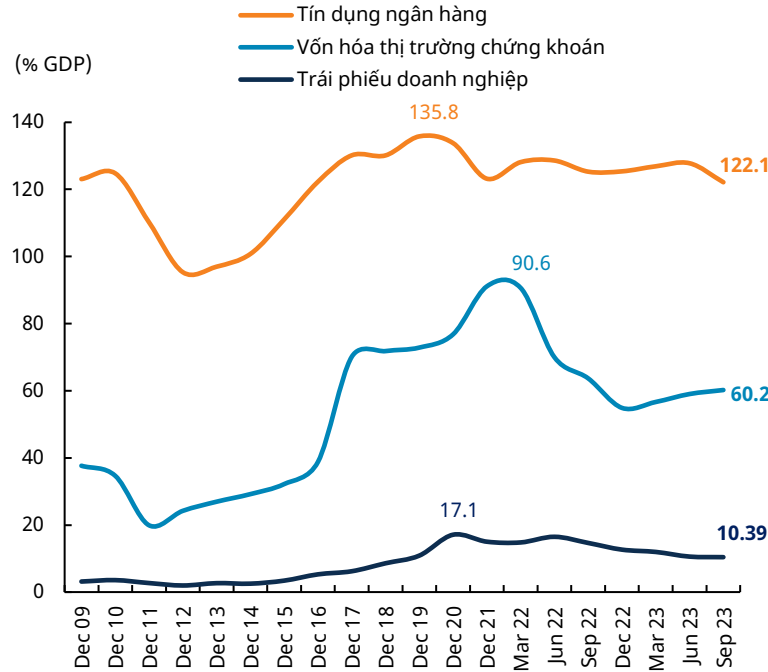
- Thị trường chứng khoán Việt Nam đã có những bước phát triển đáng kể, từ mức vốn hóa thị trường chỉ 20% GDP cuối năm 2011 lên khoảng 91% tính đến tháng 3/2022. Tuy nhiên, sau đợt điều chỉnh mạnh, mức vốn hóa tính đến cuối năm 2022 chỉ ở mức khoảng 55%, tương đối thấp so với hầu hết các thị trường chứng khoán châu Á, cũng như mức của thế giới là 100%.
- Điều này cho thấy các công ty Việt Nam chủ yếu phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng, thay vì huy động vốn cổ phần và trái phiếu. Vì vậy, hiện nay Chính phủ Việt Nam đang tập trung phát triển thị trường vốn với các mục tiêu sau:
 - Vốn hóa thị trường chứng khoán đạt 100% GDP vào năm 2025, lên 120% vào năm 2030.
 - Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp đạt 20% GDP vào năm 2025, lên 25% vào năm 2030.
 - Số lượng tài khoản chứng khoán đạt 9 triệu vào năm 2025, lên 11 triệu vào năm 2030.
 - Nâng hạng thị trường chứng khoán lên thị trường mới nổi thứ cấp vào năm 2025.

Vốn hóa thị trường chứng khoán (% GDP) tính tới năm 2022



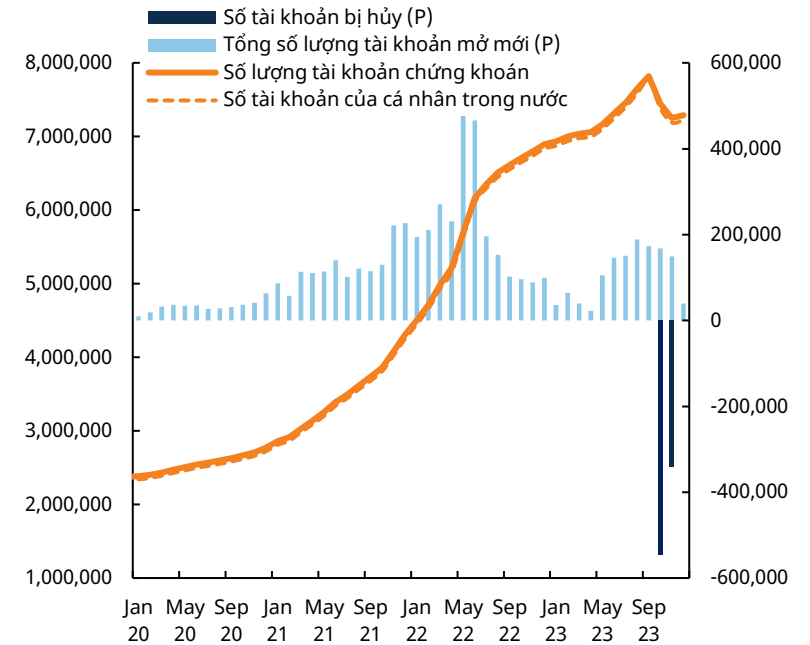
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg. Cập nhật đến ngày 31/12/2022.

Việt Nam chủ yếu phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam. Dữ liệu Bloomberg, ADB, SBV. Cập nhật đến ngày 30/9/2023.

Số lượng tài khoản chứng khoán hiện tại trên 7 triệu



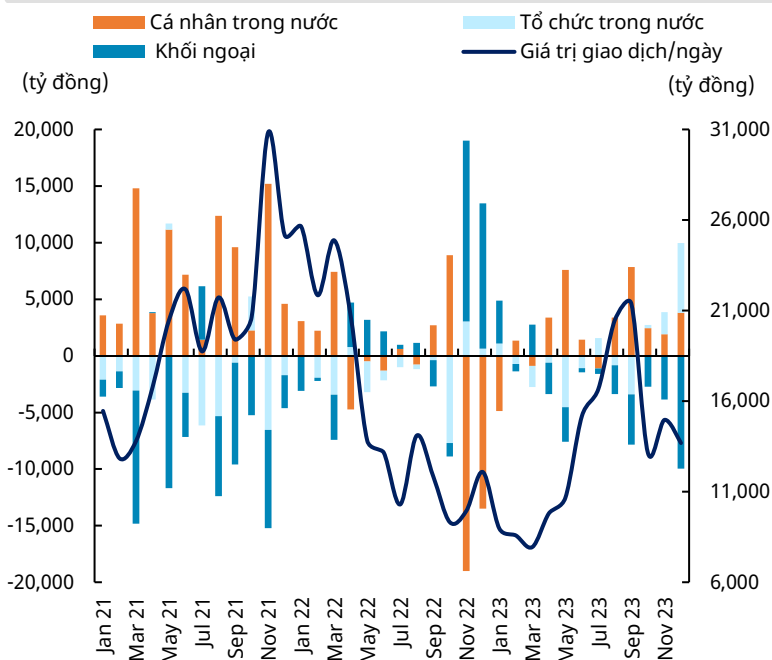
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu VSD. Cập nhật vào 30/12/2023.

③ Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Áp lực bán từ khối ngoại và quỹ ETF là điểm nổi bật trong năm 2023

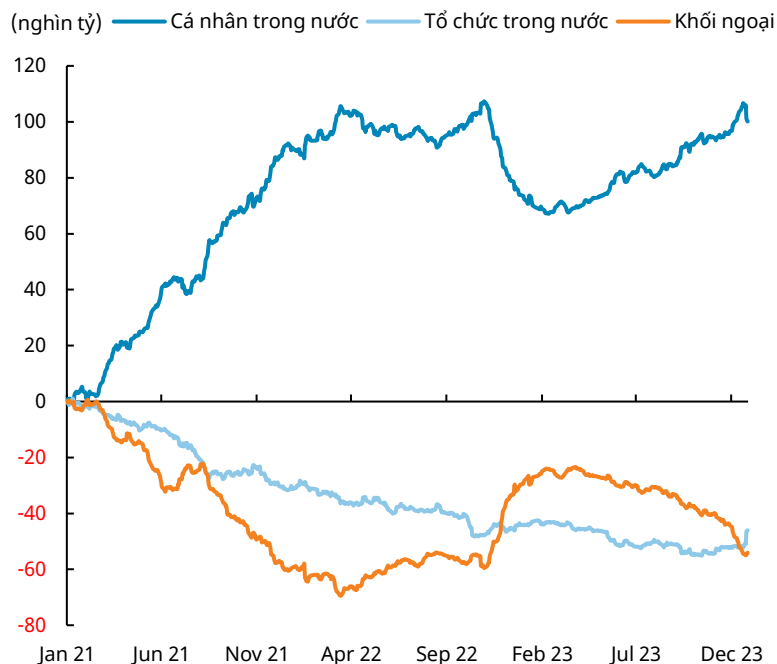
- Nhìn lại từ tháng 11/2022 đến tháng 1/2023, khi P/E của VN-Index ở mức thấp nhất 10 năm, khối ngoại đã mua ròng tổng giá trị lên tới 32,6 nghìn tỷ đồng. Các nhà đầu tư nước ngoài có thể vẫn đang trong quá trình hiện thực hóa lợi nhuận trong bối cảnh chênh lệch lãi suất giữa Mỹ và Việt Nam cao và USD tăng giá so với VND. Tính chung cả năm 2023, các nhà đầu tư nước ngoài đã bán 24,3 nghìn tỷ đồng, sau khi mua ròng 29,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2022. Những “cơn gió ngược” từ việc Fed tăng lãi suất và sức mạnh đồng USD tăng đã giảm bớt gần đây, cũng như cho tầm nhìn sang năm 2024. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng khoảng cách lợi suất giữa Mỹ và Việt Nam sẽ được thu hẹp, sau khi Fed cắt giảm lãi suất; do đó, dòng vốn đầu tư gián tiếp (FII) sẽ quay trở lại các thị trường khác ngoài Mỹ. Chúng tôi cũng lưu ý rằng nỗ lực để được nâng hạng lên thị trường mới nổi (EM) là một điểm cộng.
- Đối với ETF, Việt Nam đã thu hút được dòng vốn ETF vào ròng trong suốt giai đoạn 2017–2022. Đáng chú ý, vào năm 2022, mức định giá thấp đã thu hút các quỹ ETF giải ngân, đặc biệt là Fubon FTSE (519 triệu USD) và DCVFMVN Diamond (299 triệu USD). Tuy nhiên, năm 2023 đánh dấu năm đầu tiên dòng vốn ETF rút ròng, với áp lực chủ yếu đến từ DCVFMVN Diamond (136 triệu USD) và SSIAM VNFinlead (86 triệu USD).
- Cá nhân trong nước chuyển sang mua ròng (2023: +26,3 nghìn tỷ đồng; 2022: -16,5 nghìn tỷ đồng) do lãi suất huy động giảm đáng kể. Chúng tôi tin rằng các cá nhân trong nước (vốn chiếm trên 80% giá trị giao dịch bình quân mỗi ngày) sẽ vẫn đóng vai trò chính. Các cá nhân trong nước đã mở trung bình khoảng 107 nghìn tài khoản mới mỗi tháng vào năm 2023 (so với năm 2022: 215K; 2021: 128K). Các nhà đầu tư này cũng đặt kỳ vọng cao vào việc triển khai hệ thống KRX trong tương lai

Thanh khoản thị trường âm đạm, áp lực bán từ khối ngoại



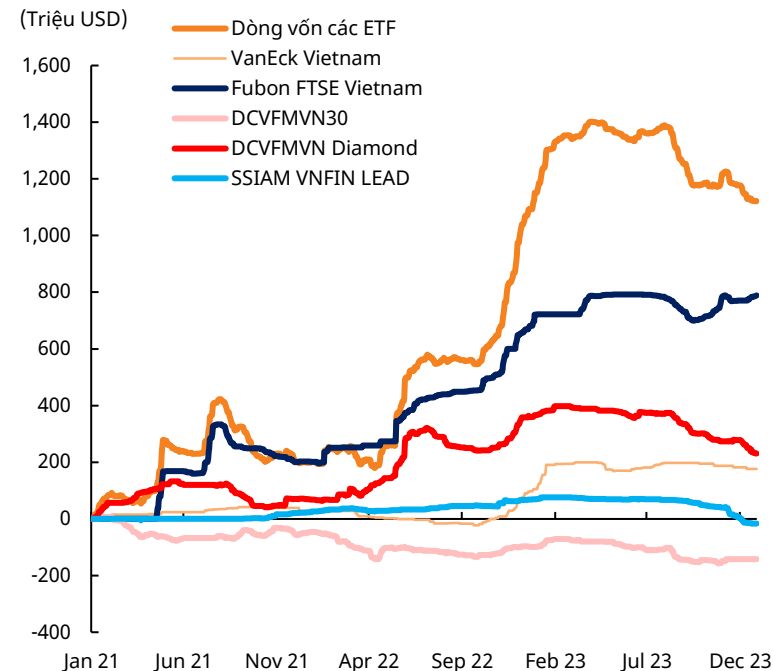
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Fiinpro
Cập nhật vào 29/12/2023.

Lũy kế mức mua/bán ròng từ 2021 theo nhóm nhà đầu tư



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Fiinpro
Cập nhật vào 29/12/2023.

Lũy kế dòng tiền ETF mua/bán ròng từ 2021



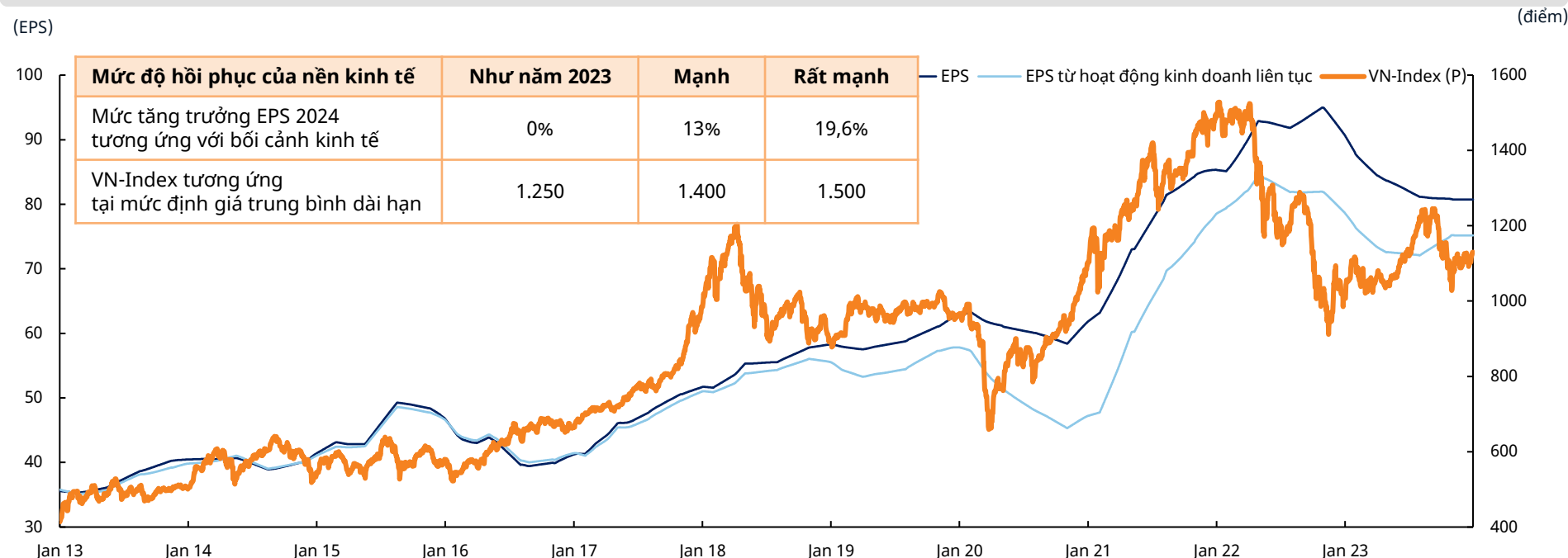
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg
Cập nhật vào 29/12/2023.

③ Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Định giá: Hướng về mức trung bình lịch sử

- Thị trường chứng khoán Việt Nam đã hồi phục kể từ tháng 11/2022, đưa mức định giá P/E của VN-Index từ 11x lên 17,1x vào đầu tháng 9/2023. Sau khi P/E giằng co quanh ngưỡng 17x (tức là VN-Index quanh mức 1.250 điểm), thị trường đã trải qua đợt bán tháo kéo dài từ tháng 9 đến tháng 10/2023 (điều chỉnh 18,3% so với mức đỉnh năm 2023). Với mức lạm phát ở Mỹ được công bố thấp hơn thị trường kỳ vọng, tâm lý thị trường toàn cầu đã cải thiện theo kỳ vọng Fed cắt giảm lãi suất trong năm 2024. Kết quả là cả chỉ số DXY và lợi suất trái phiếu 10 năm của Mỹ đều giảm trong tháng 11 và tháng 12/2023. Trong bối cảnh đó, thị trường chứng khoán Việt Nam cũng hồi phục trở lại trong tháng 11 và tháng 12, với VN-Index đóng cửa năm 2023 ở mức 1.130 điểm.
- Chúng tôi duy trì kỳ vọng P/E của thị trường sẽ tăng lên từ mức 15x hiện tại lên mức trung bình lịch sử là 16-17x; tại đó, mức định giá của Việt Nam sẽ ngang bằng với trung vị các thị trường chứng khoán khác trên thế giới. Nhờ lãi suất cho vay giảm và các chính sách hỗ trợ, chúng tôi kỳ vọng đầu tư, sản xuất và tiêu dùng sẽ phục hồi hơn nữa; nhờ đó, tăng trưởng EPS ở hầu hết các ngành dự kiến sẽ tăng vào năm 2024, so với mức kỳ vọng giảm 4% YoY trong năm 2023. Tuy nhiên, điểm cần lưu ý là EPS từ hoạt động kinh doanh liên tục của các công ty niêm yết đã bị thấp hơn đáng kể so với mức EPS tổng thể kể từ khi xảy ra dịch COVID-19. Điều này cho thấy các công ty trở nên dễ bị tác động nặng nề hơn so với trước thời điểm xảy ra dịch COVID trước những cơn gió ngược toàn cầu hay có bất kỳ thay đổi nào mang tính trọng yếu. Chúng tôi sẽ theo dõi thêm các rủi ro sau: 1) Sự không chắc chắn về thời gian và quy mô cắt giảm lãi suất của Fed trong năm 2024; 2) tác động của lãi suất toàn cầu cao đối với việc đảo nợ, hoạt động kinh doanh, tiêu dùng; 3) hậu quả ngày càng lan rộng từ khủng hoảng bất động sản Trung Quốc; 4) rủi ro địa chính trị.

Chúng tôi duy trì kỳ vọng P/E của thị trường sẽ tăng lên mức trung bình lịch sử 16-17x



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg. Cập nhật vào 29/12/2023.

③ Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Thị trường chứng khoán trên thế giới phục hồi, dẫn đầu là thị trường Mỹ, nhờ vào hy vọng Fed sẽ cắt sớm cắt giảm lãi suất, chỉ số DXY và lợi suất trái phiếu giảm mạnh

| Thị trường | Chỉ số | Vốn hóa (tỷ USD) | Giá đóng cửa | Biến động giá | | | | | | Tăng trưởng EPS (YoY) | | | | | P/E (x) | EY (%) | ROE (%) | | | | |
|----------------------------|---------|------------------|--------------|---------------|------------|-----------|------------|------------|----------|-----------------------|-------------|------------|-----------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | 1 tháng | 3 tháng | 6 tháng | 2023 | 2 năm | Xu hướng | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | TTM | | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | TTM |
| Việt Nam | VNINDEX | 188 | 1,130 | 3.3% | 10% | 1% | 12% | -25% | | 6% | -4% | 45% | 12% | -15% | 15.0 | 6.7 | 14.7 | 12.8 | 15.7 | 15.3 | 11.8 |
| MSCI thị trường phát triển | MXWO | 66,693 | 3,169 | 4.8% | 14% | 7% | 22% | -2% | | -6% | -34% | 90% | 6% | 1% | 20.3 | 4.9 | 11.6 | 7.6 | 13.8 | 15.1 | 14.3 |
| MSCI thị trường mới nổi | MXEF | 20,402 | 1,024 | 3.7% | 12% | 3% | 7% | -17% | | -9% | -26% | 63% | -13% | -12% | 15.2 | 6.6 | 11.0 | 8.4 | 13.0 | 12.9 | 10.8 |
| MSCI thị trường cận biên | MXFM | 386 | 507 | 3.0% | 10% | 4% | 7% | -24% | | 8% | -27% | 43% | 8% | -9% | 11.6 | 8.6 | 14.3 | 10.4 | 15.5 | 17.7 | 14.1 |
| Mỹ | SPX | 41,738 | 4,770 | 4.4% | 14% | 7% | 24% | 0% | | 2% | -25% | 77% | 6% | 0% | 23.0 | 4.3 | 15.2 | 11.2 | 18.5 | 19.4 | 17.9 |
| Nhật | NKY | 4,291 | 33,464 | -0.2% | 6% | 1% | 28% | 16% | | -12% | -40% | 139% | -20% | -15% | 27.6 | 3.6 | 9.7 | 5.8 | 11.9 | 8.4 | 6.7 |
| Trung Quốc | SHCOMP | 6,333 | 2,975 | -1.5% | -1% | -7% | -4% | -18% | | -1% | -7% | 22% | -3% | -7% | 13.6 | 7.4 | 10.0 | 9.0 | 10.8 | 9.9 | 8.9 |
| Đài Loan | TWSE | 1,851 | 17,931 | 3.0% | 12% | 6% | 27% | -2% | | -20% | 7% | 86% | 12% | -37% | 21.9 | 4.6 | 9.2 | 9.7 | 15.9 | 17.4 | 10.1 |
| Hàn Quốc | KOSPI | 1,586 | 2,655 | 5.6% | 16% | 4% | 19% | -11% | | -33% | -32% | 137% | -13% | -32% | 18.5 | 5.4 | 5.9 | 4.0 | 9.0 | 7.8 | 5.0 |
| Ấn Độ | SENSEX | 1,704 | 72,240 | 7.8% | 13% | 12% | 19% | 24% | | -5% | 11% | 22% | 30% | 11% | 25.3 | 4.0 | 9.2 | 9.8 | 10.9 | 12.3 | 11.5 |
| Indonesia | JCI | 760 | 7,273 | 2.8% | 8% | 9% | 6% | 11% | | -7% | -38% | 32% | 84% | -13% | 17.4 | 5.7 | 10.5 | 6.6 | 8.3 | 13.2 | 10.7 |
| Thái Lan | SET | 506 | 1,416 | 2.6% | 2% | -6% | -15% | -15% | | -22% | -37% | 45% | 25% | -15% | 19.4 | 5.1 | 9.2 | 5.9 | 8.0 | 9.1 | 7.8 |
| Singapore | STI | 379 | 3,240 | 5.0% | 5% | 1% | 0% | 4% | | -10% | -45% | 9% | 91% | 7% | 11.5 | 8.7 | 8.9 | 5.0 | 5.3 | 9.6 | 10.1 |
| Malaysia | FBMKLCI | 221 | 1,455 | 0.1% | 1% | 6% | -3% | -7% | | -1% | -25% | 61% | -11% | 18% | 15.1 | 6.6 | 8.6 | 6.6 | 10.4 | 8.9 | 9.8 |
| Philippines | PCOMP | 161 | 6,450 | 3.3% | 8% | 0% | -2% | -9% | | 19% | -47% | 30% | 40% | 9% | 12.6 | 7.9 | 8.6 | 6.6 | 10.4 | 8.9 | 11.6 |
| Mức trung vị | | | | 3% | 10% | 4% | 10% | -5% | | -6% | -26% | 53% | 7% | -10% | 18.0 | 5.6 | 9.8 | 8.0 | 11.4 | 12.6 | 10.4 |

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 29/12/2023). Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng giá là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.

③ Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Chứng khoán Việt Nam cũng phục hồi trong 2023, với ngành Dịch vụ tài chính, Phần mềm và Dịch vụ, Xây dựng cơ bản, Nguyên vật liệu, và Dầu khí có suất sinh lời vượt trội

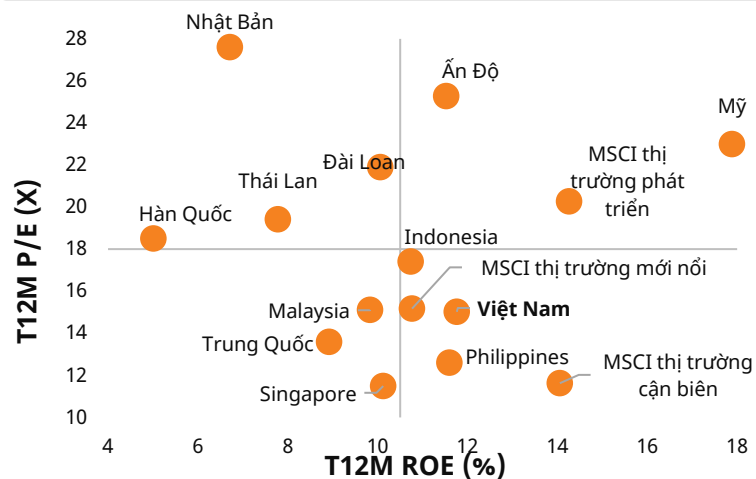
| Phân ngành GICS | Số công ty niêm yết | Vốn hóa (tỷ đồng) | Tỷ trọng vốn hóa | Vốn hóa từ 2022 | Biến động giá | | | | | Tăng trưởng LNST (YoY) | | | | | Tăng trưởng LNST (YoY) | | | |
|----------------------|------------------------|----------------------|---------------------|-----------------|---------------|---------|---------|------|-------|------------------------|-------|------|------|-------|------------------------|-------|-------|-------|
| | | | | | tháng 1 | tháng 2 | tháng 3 | 2023 | 2 năm | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | TTM | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 |
| VN-Index | 395 | 4,554,604 | 100% | | 3% | 10% | 1% | 12% | -25% | 15% | 0% | 38% | 3% | -8.6% | -31% | -18% | -2.9% | -9.3% |
| Ngân hàng | 17 | 1,719,877 | 37.8% | | 3% | 4% | 3% | 20% | -4% | 31% | 16% | 32% | 36% | -0.5% | 21% | -2.6% | 1.2% | -0.3% |
| Bất động sản | 50 | 702,730 | 15.4% | | 4% | 13% | -8% | -3% | -48% | 39% | 0% | 9% | -2% | 1% | 7% | 34% | 58% | -40% |
| Thực phẩm, đồ uống | 33 | 424,159 | 9.3% | | 3% | 9% | -6% | -14% | -31% | -1% | -12% | 29% | -22% | -28% | -85% | -53% | -18% | -19% |
| Nguyên vật liệu | 68 | 394,212 | 8.7% | | 4% | 20% | 9% | 40% | -28% | -12% | 56% | 117% | -48% | -58% | -87% | -82% | -68% | 261% |
| Tiện ích | 27 | 294,598 | 6.5% | | 0% | 2% | -4% | -3% | 0% | 14% | -20% | 12% | 46% | -19% | 62% | -6% | -27% | -49% |
| Xây dựng cơ bản | 73 | 216,384 | 4.8% | | 5% | 24% | 11% | 44% | -35% | -3% | 3% | 20% | -43% | -38% | -140% | -55% | -19% | 2% |
| Vận tải | 28 | 170,764 | 3.7% | | 5% | 13% | 6% | 7% | -16% | -19% | -173% | -9% | 26% | 56% | -2339% | 976% | 313% | 7% |
| Dịch vụ tài chính | 17 | 176,611 | 3.9% | | 5% | 33% | 31% | 96% | -9% | -23% | 38% | 148% | -53% | 19% | -89% | -55% | 132% | 162% |
| Phần mềm và dịch vụ | 3 | 132,390 | 2.9% | | 5% | 17% | 28% | 46% | 44% | 19% | 13% | 24% | 22% | 14% | 4% | 20% | 19% | 19% |
| Bán lẻ | 10 | 93,152 | 2.0% | | 9% | 15% | 6% | 9% | -25% | 20% | 0% | 41% | -8% | -79% | -58% | -93% | -106% | -87% |
| Dầu khí | 11 | 73,735 | 1.6% | | 0% | 12% | -1% | 22% | -23% | 5% | -58% | 82% | -42% | 117% | 48% | 160% | 2546% | 118% |
| May mặc và trang sức | 17 | 49,777 | 1.1% | | 6% | 17% | 16% | 9% | 1% | 1% | 37% | 8% | 28% | -35% | -33% | -32% | -53% | -48% |
| Bảo hiểm | 5 | 40,749 | 0.9% | | 1% | 2% | -8% | -10% | -27% | 14% | 28% | 27% | -20% | 16% | -29% | 7% | 41% | 23% |
| Dược phẩm | 10 | 31,755 | 0.7% | | 2% | 2% | -9% | 15% | -5% | 4% | 8% | 8% | 24% | 3% | 19% | 24% | 10% | -21% |

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 29/12/2023). Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng vốn hóa là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.

Lưu ý: Số liệu tổng lợi nhuận sau thuế và cổ đông thiểu số (LNST) được chúng tôi tổng hợp từ nguồn báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên sàn HOSE.

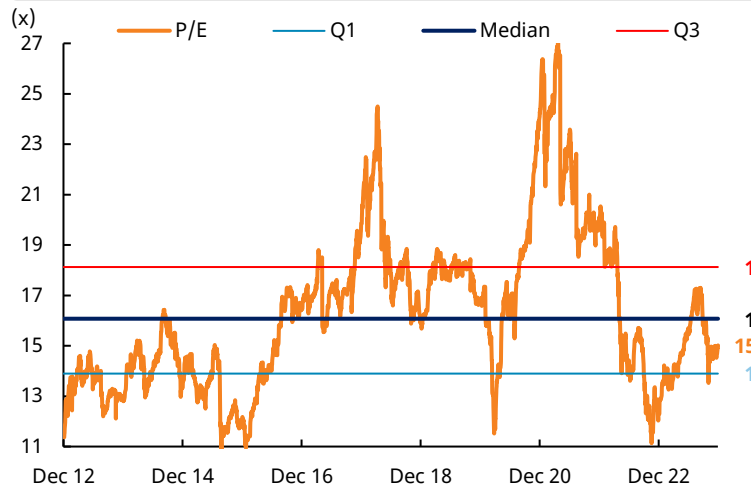
③ Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Định giá tương đối dựa trên P/E và ROE (12 tháng gần nhất)



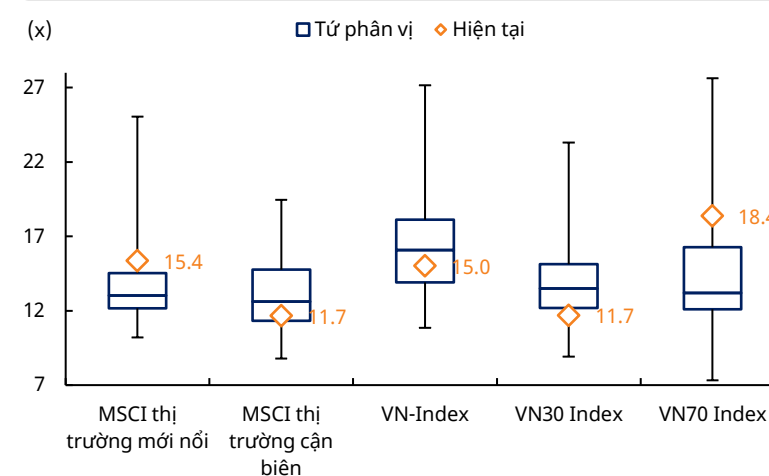
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

VN-Index giao dịch dưới mức P/E trung vị dài hạn



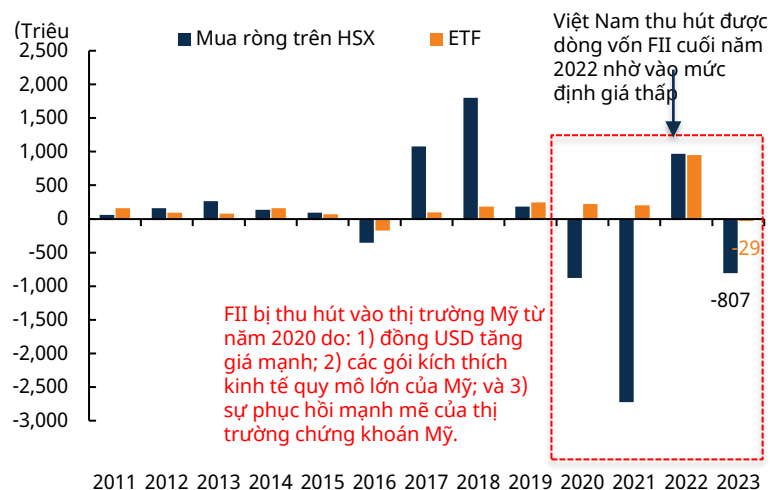
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

P/E của VN-Index quanh mức thấp lịch sử, do nhóm VN30



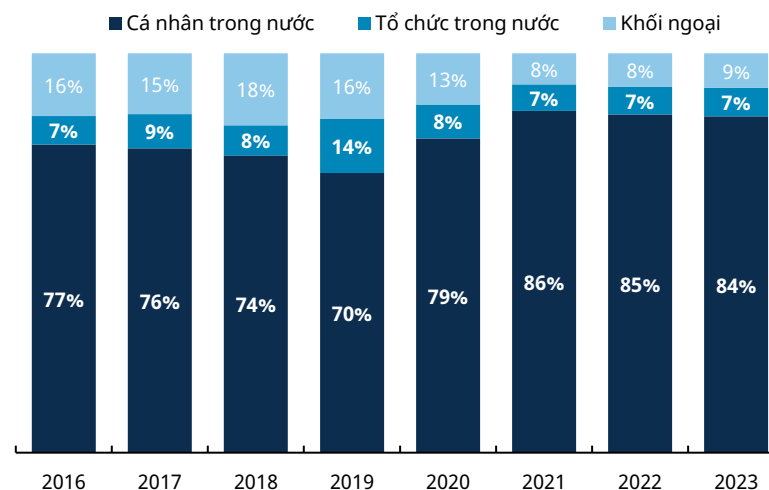
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Năm 2023 đánh dấu áp lực bán từ khối ngoại và quỹ ETF



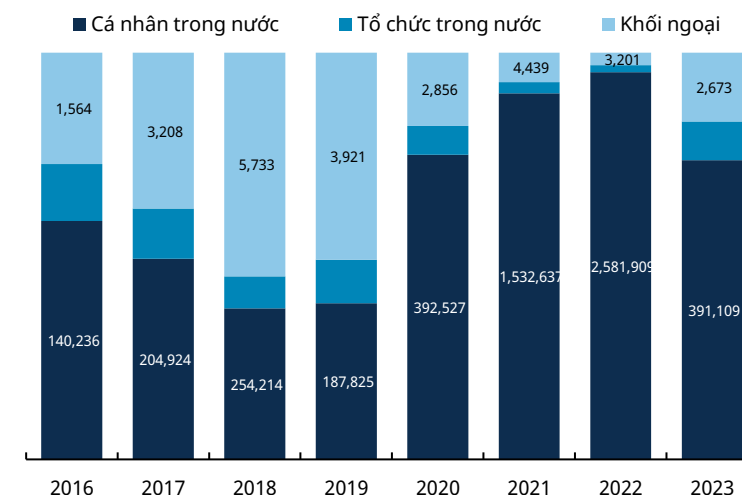
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Tỷ trọng giá trị giao dịch của khối ngoại giảm trong 3 năm qua



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Fiinpro

Tài khoản mới mở của cá nhân trong nước bùng nổ



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu VSD

Phần II

Danh mục khuyến nghị (trung & dài hạn)



NỘI DUNG

| Ngành | Mã | Doanh nghiệp | Giá mục tiêu 12T (VND) | Lợi nhuận kỳ vọng |
|-------------------------|-----|--|------------------------|-------------------|
| Ngân hàng | VCB | Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam | 95,200 | 14% |
| Ngân hàng | VPB | Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng | 23,800 | 26% |
| Ngân hàng | TCB | Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam | 35,800 | 12% |
| Ngân hàng | MBB | Ngân hàng TMCP Quân Đội | 22,500 | 19% |
| Tiện ích - Gas | GAS | Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP | 98,300 | 30% |
| Tiện ích - Nước | BWE | CTCP - Tổng công ty nước - môi trường Bình Dương | 50,600 | 24% |
| Bất động sản thương mại | VRE | CTCP Vincom Retail | 32,000 | 39% |
| Bất động sản dân dụng | VHM | CTCP Vinhomes | 63,000 | 47% |
| Tập đoàn | VIC | Tập đoàn VINGROUP - CTCP | 55,500 | 26% |
| Xây dựng | VCG | Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam | 28,400 | 16% |
| Xây dựng | DPG | CTCP Tập đoàn Đạt Phương | 44,700 | 15% |
| Thép | HPG | CTCP Tập đoàn Hòa Phát | 31,500 | 15% |
| Thép | NKG | CTCP Thép Nam Kim | 29,300 | 23% |
| Thực phẩm & Đồ uống | VNM | CTCP Sữa Việt Nam | 77,000 | 13% |
| Dược phẩm | DHG | CTCP Dược Hậu Giang | 130,500 | 19% |
| Dược phẩm | IMP | CTCP Dược phẩm Imexpharm | 72,300 | 27% |
| Dệt may | STK | CTCP Sợi Thế Kỷ | 32,500 | 26% |
| Hàng không | AST | CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco | 65,200 | 29% |
| Công nghệ thông tin | FPT | CTCP FPT | 111,600 | 16% |
| Cảng biển | VSC | CTCP Container Việt Nam | 35,400 | 23% |

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research (Lợi nhuận kỳ vọng theo giá đóng cửa ngày 2/01/2024)

[Tóm tắt] Danh mục khuyến nghị

Ngân hàng: Chúng tôi phân loại quan điểm đầu tư dựa trên hai khía cạnh rủi ro và lợi nhuận phục hồi. Trên cơ sở rủi ro thấp, chúng tôi ưu tiên các ngân hàng có khả năng duy trì chất lượng tài sản vượt trội, như các ngân hàng thương mại nhà nước hay nhóm tư nhân, bao gồm ACB, TCB, và MBB. Trong nhóm tư nhân, TCB và MBB được cho là có triển vọng tăng giá cao hơn khi đang bị chiết khấu nhiều hơn do tỷ trọng nắm giữ TPDN và cho vay BĐS trong danh mục tín dụng tương đối lớn. Lo ngại về những yếu tố này hiện đã được giảm bớt ở một mức độ nhất định. Về lợi nhuận, chúng tôi kỳ vọng một vài ngân hàng sẽ có tăng trưởng vượt trội về lợi nhuận trong năm 2024 bao gồm HDB và VPB.

Dầu khí: Sản lượng khai thác dầu cao kỷ lục của Mỹ làm giảm dần tác động từ việc cắt giảm sản lượng OPEC+ và giảm bớt những lo ngại về tình trạng thiếu hụt ngắn hạn trước những biến số địa chính trị. Với các yếu tố nêu trên, chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ tiếp tục neo ở mức 80 USD/thùng trong phần lớn thời gian của năm 2024 (-2.8% CK). Các mỏ khí Việt Nam đang trong tình trạng sụt giảm sản lượng trung bình 0.5 triệu m³ mỗi năm (chiếm 6.6% sản lượng khí âm về bờ ước tính 2023). Việc nhập khẩu LNG cùng với hai dự án phát triển trọng điểm ở thượng nguồn (Lô B Ô Môn và Sư Tử Trắng 2B) sẽ là nguồn bổ sung chính trong thời gian tới. Dù đã nhập khẩu thành công LNG từ T8/2023, nhưng do thiếu cơ chế giá nên nguồn khí này vẫn chưa thể tiếp cận được với thị trường tiêu dùng. Theo PVGAS, công ty đã đề xuất cơ chế giá LNG lên Bộ Công Thương vào T12/2023 và dự kiến Bộ sẽ trình Thủ tướng trong nửa đầu 2024.

Bất động sản thương mại: Thị trường Hà Nội và TP HCM với lực cầu ổn định và nguồn cung hạn chế, tiếp tục là mảnh đất màu mỡ cho ngành bán lẻ. Trong 2024-2025, thị trường kỳ vọng sẽ đón nhận thêm khoảng 218 nghìn m² sàn tại Hà Nội và khoảng 96 nghìn m² sàn tại TP HCM. Tính đến T6/2023, diện tích sàn thương mại trên đầu người tại Hà Nội (0.14 m²) và TP HCM (0.12 m²) nằm ở mức thấp nhất so với các thành phố khác trong khu vực, như Kuala Lumpur (0.35 m²), Manila (0.52 m²), Bangkok (0.92 m²). Xu hướng xây và cho thuê TTTM cũng lan ra các khu rìa trung tâm và các tỉnh. Trong miền Nam và miền Trung, Central Retail mở thêm hệ thống siêu thị tại Đồng Nai, Quảng Nam; Aeon khai trương mô hình mới tại Bình Dương, và Thiso mở Emart thứ 3 tại Gò Vấp.

Bất động sản dân dụng: Trong 2023, các công ty bất động sản đã tích cực mua lại trái phiếu trước hạn, và giảm dần nợ vay. Động thái trên giúp nhiều doanh nghiệp giảm áp lực tài chính cho các năm sau, tuy nhiên bên cạnh đó các công ty cũng gặp nhiều khó khăn khi tâm lý thị trường đi xuống ảnh hưởng đến khả năng bán hàng cũng như ghi nhận doanh thu và lợi nhuận. Thông tư 02/2023/TT-NHNN về cơ cấu thời hạn trả nợ, cho phép giữ nguyên nhóm nợ cũng đang được NHNN xem xét kéo dài thời gian để gỡ khó cho cả ngân hàng và doanh nghiệp trong việc thúc đẩy và tiếp cận nguồn vốn.

Xây dựng: Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng kinh tế là 6–6.5% cho năm 2024. Theo đó, ngành xây dựng dự kiến sẽ có mức tăng trưởng vượt trội hơn với tốc độ kỳ vọng 8–10% vào năm 2024. Với tất cả các công trình đang được thực hiện, chúng tôi kỳ vọng chi tiêu của Chính phủ cho cơ sở hạ tầng sẽ tạo ra tác động lớn và thúc đẩy tăng trưởng cho nền kinh tế trong 3–5 năm tiếp theo. Dưới tác động từ đợt tăng giá mạnh kéo dài kể từ đầu 2023, hệ số P/E vẫn ở mức cao đối với hầu hết các công ty nằm trong danh sách theo dõi của chúng tôi. Mặt khác, tỷ lệ P/B có giá trị hợp lý hơn, ở gần mức trung bình 5 năm.

Thép: Cho triển vọng ngành thép Việt Nam giai đoạn 2024 – 2025, chúng tôi đưa ra nhận định Tích Cực dựa trên các luận điểm: (1) Việt Nam tiếp tục hưởng lợi ở các thị trường mà Nga và Ukraine bị giảm sản lượng, đặc biệt là châu Âu, (2) giảm áp lực cạnh tranh khi các công ty thép lớn trên thế giới ngưng mở rộng các dòng thép cơ bản như thép vằn hay thép hộp, (3) đầu tư công duy trì tăng trưởng, và (4) thị trường bất động sản nội địa kỳ vọng ấm dần. Chúng tôi dự phóng tổng sản lượng bán hàng của ngành thép năm 2023F / 2024F / 2025F lần lượt đạt 26 triệu tấn (-4.4% CK) / 27.95 triệu tấn (+7.1% CK) / 29.9 triệu tấn (+7% CK). Trong đó, thị trường xuất khẩu ước đạt 7.91 triệu tấn (+26% CK) trong năm 2023 nhờ sự tăng trưởng vượt bậc của sản lượng thép HRC, và duy trì tăng trưởng 12% trong 2024.

[Tóm tắt] Danh mục khuyến nghị (tt.)

Dược phẩm: Từ đầu 2023, các văn bản pháp lý mới giúp khơi thông những khó khăn, bao gồm Nghị quyết 80/2023/QH15, Nghị định 07/2023/NĐ-CP, Nghị quyết số 30/NQ-CP, Thông tư 06/2023/TT-BYT. Quyết định số 1165/QĐ-TTg ban hành T10/2023 đặt mục tiêu sẽ tự chủ các dòng thuốc generics nội địa, hạn chế nhập khẩu thuốc từ nước ngoài. Trước sự thay đổi lớn về bệnh tật và mức gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu, dự phóng ngành dược phẩm sẽ tiếp tục duy trì CAGR 6% giai đoạn 2023 – 2028. Trong đó, kênh ETC dự kiến tăng trưởng mạnh hơn OTC nhờ sự bao phủ bảo hiểm toàn dân đã đạt 93%.

Dệt may: Mặc dù phải đối mặt với những thách thức trong bối cảnh bất ổn quốc tế, ngành dệt may Việt Nam vẫn tiếp tục xu hướng cải thiện khi tốc độ giảm đang dần thu hẹp, đặc biệt là ở mảng sợi. Theo WB, dự báo GDP thực tế năm 2023 của các thị trường trọng điểm của Việt Nam duy trì tăng trưởng: Mỹ (+1.1%); EU (+0.4%); Nhật Bản (+0.8%); và Trung Quốc (+5.6%). Sự tăng trưởng này sẽ dẫn đến khả năng phục hồi về thu nhập và nhu cầu tiêu dùng. Vào cuối Q3/2023, tỷ lệ hàng tồn kho trên doanh số bán của các thương hiệu chính như Nike, Inditex, GAP, H&M và Puma vẫn ở mức thấp, trong khi doanh số bán hàng có dấu hiệu tăng trong bối cảnh kỳ nghỉ lễ sắp tới. Những tín hiệu tích cực về doanh số bán hàng kỳ vọng dẫn dắt số lượng đơn đặt hàng quay trở lại trong năm 2024.

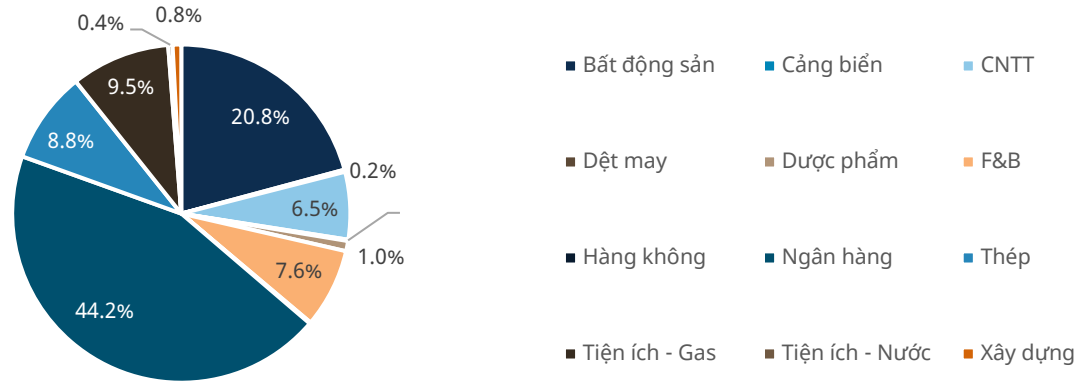
Hàng không: Chính sách visa thông thoáng tạo điều kiện cho du lịch quốc tế phát triển. Luật số 23/2023/QH15 sửa đổi một số điều của Luật Xuất cảnh, nhập cảnh, có hiệu lực từ ngày 15/8/2023 cho phép kéo dài thời gian Visa từ 30 ngày lên 90 ngày, đồng thời cho phép nâng hiệu lực tạm trú đối với các nước Việt Nam đơn phương miễn Visa từ 15 ngày lên 45 ngày. Bên cạnh đó, sau giai đoạn biến động do chiến tranh giữa Nga và Ukraine, giá nguyên liệu bay cũng đã giảm mạnh và điều chỉnh về mức US\$105/bbl (-24% CK). Chúng tôi dự phóng lượng khách quốc tế bay qua các cảng hàng không Việt Nam giai đoạn 2023 / 2024 / 2025 lần lượt đạt 34.2 triệu lượt (+185% CK) / 42.1 triệu lượt (+23% CK) / 50.9 triệu lượt (+21% CK).

Công nghệ thông tin: Ngành CNTT đang chuẩn bị cho một bước tăng trưởng mạnh mẽ được thúc đẩy bởi: 1) Tăng trưởng trong nước: nhu cầu số hóa cả doanh nghiệp tư nhân và lĩnh vực công, 2) Xuất khẩu phần mềm: Việt Nam càng ngày khẳng định vai trò trung tâm cung ứng dịch vụ thuê ngoài (outsourcing) về CNTT giữa xu hướng chuyển đổi số toàn cầu, và 3) Sản xuất chip: cơ hội mới được khai thông trong lĩnh vực sản xuất chip. Kinh tế số Việt Nam dự kiến tăng trưởng nhanh nhất Đông Nam Á, với tỷ lệ tăng trưởng tổng khối lượng hàng hóa (GMV) bình quân 31% trong giai đoạn 2022-2025 và 19% trong giai đoạn 2025-2030, trong đó cloud computing và dịch vụ CNTT sẽ đóng vai trò quan trọng. Quyết định số 749/QĐ-TTg, phê duyệt Chương trình chuyển đổi số quốc gia của Việt Nam đến năm 2025 với tầm nhìn đến năm 2030, đưa ra hai mục tiêu trọng yếu: (1) đưa Việt Nam vào danh sách 50 quốc gia hàng đầu thế giới về Chỉ số Phát triển Chính phủ Điện tử của Liên Hợp Quốc (E-GDI), và (2) đảm bảo nền kinh tế số chiếm 30% GDP của đất nước vào năm 2030.

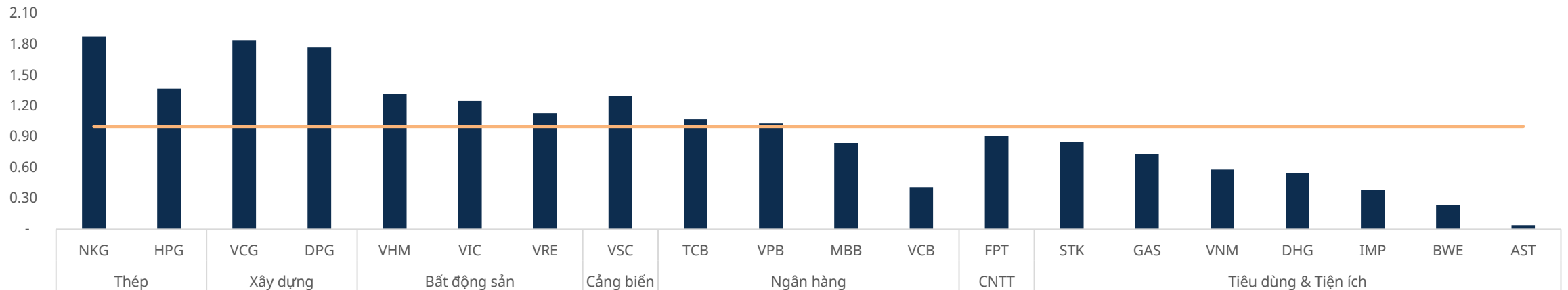
Cảng biển: THE Alliance công bố kế hoạch tạm ngưng hai tuyến đường Đông Tây trọng điểm để ngăn chặn sự suy giảm về giá. Trong bối cảnh nhu cầu yếu, chúng tôi cho rằng các công ty lớn sẽ có thêm hành động để giảm nguồn cung đến giữa năm 2024, điều này sẽ giúp giá vận chuyển phục hồi và hỗ trợ các công ty có doanh thu chủ yếu đến từ vận chuyển. Bên cạnh đó, ngành cảng biển và logistics của Việt Nam sẽ là một trong những ngành được hưởng lợi lớn nhất từ việc cải thiện mối quan hệ Việt-Mỹ, khi Mỹ là khách hàng lớn nhất của hàng hóa Việt Nam.

[Tóm tắt] Danh mục khuyến nghị (tt.)

Cơ cấu ngành khuyến nghị (theo vốn hóa thị trường)



Beta



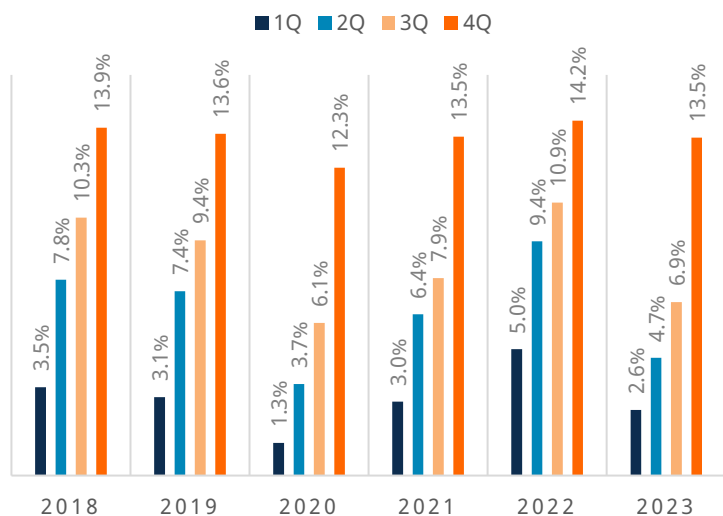
Nguồn: Vietstock, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng - Những dấu hiệu khởi sắc

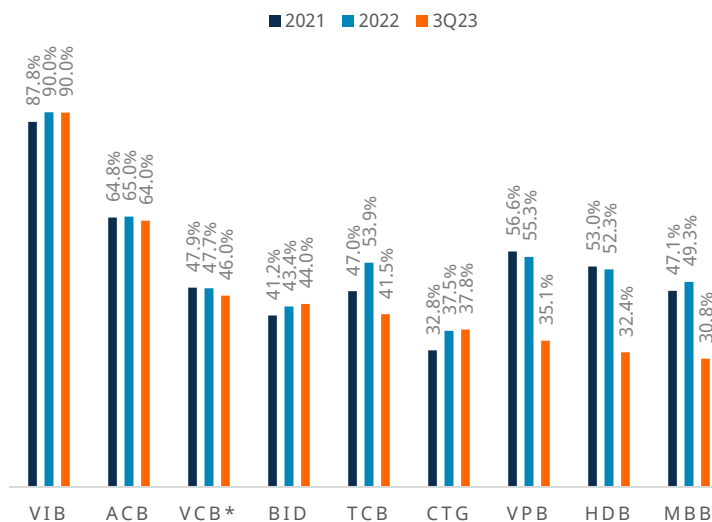
Chờ đợi sự phục hồi của nền kinh tế và nhu cầu tín dụng

- Tăng tốc tín dụng giai đoạn cuối năm:** Tính đến ngày 20/12/2023, tăng trưởng tín dụng chỉ đạt khoảng 10.85% sv. 2022, tuy nhiên, ước tính sơ bộ tăng trưởng cả năm tăng mạnh lên mức 13.5%. Nói cách khác, mức tăng trưởng tín dụng quan sát được trong Q4/2023 gần như tương đương với mức tăng trưởng tín dụng trong 9T2023. Nhìn chung, tăng trưởng tín dụng của ngành ngân hàng đã gần đạt cận dưới mục tiêu của NHNN cho năm 2023 là tăng 14-16% sv.ck. Mặc dù việc gia tăng giải ngân muộn có thể không chuyển hóa ngay vào lợi nhuận năm 2023 của các ngân hàng, nhưng vẫn sẽ góp phần phục hồi lợi nhuận trong năm 2024. Hơn nữa, tín dụng tăng cao dự kiến sẽ có tác động tích cực đến việc giảm tỷ lệ nợ xấu.
- Trong Q3/2023, cho vay doanh nghiệp tiếp tục là động lực dẫn dắt tăng trưởng tín dụng, trong khi nhu cầu tín dụng từ phân khúc bán lẻ vẫn ở mức thấp:** Trong Q4/2023, dự kiến sẽ không có thay đổi đáng kể trong cơ cấu giải ngân mới, trong khi kỳ vọng sự cải thiện tín dụng vào năm 2024 sẽ có mức tăng trưởng cân bằng hơn giữa các phân khúc.
- Lãi suất cho vay tiếp tục giảm trong Q3/2023, giảm áp lực chung:** Lãi suất cho vay đã giảm khoảng 200-220bps, sau khi NHNN cắt giảm LS điều hành khoảng 150bps qua các đợt. Tuy nhiên, lãi suất cho vay vẫn cao hơn so với mức trước đại dịch COVID-19.
- Duy trì mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao trong năm 2024:** NHNN đã công bố mục tiêu tăng trưởng tín dụng 15% cho năm 2024 từ rất sớm. Mức tăng trưởng này cao hơn mục tiêu tăng trưởng trong trung hạn của ngành là khoảng 14% một phần do tăng trưởng tín dụng năm 2023 thấp hơn dự kiến (13.5% so với 14- 16%). Dựa trên kỳ vọng vĩ mô khởi sắc hơn ở cả trong nước và quốc tế vào năm 2024, chúng tôi cho rằng mục tiêu tăng trưởng tín dụng trong khoảng 14%-15% là phù hợp và khả thi, đặc biệt không ẩn chứa quá nhiều rủi ro về sau.

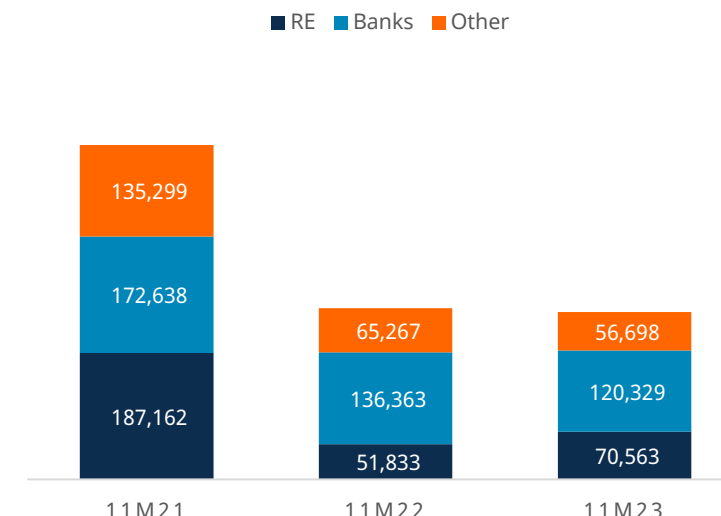
Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm (2018-2023)



Tỷ trọng cho vay bán lẻ



Phát hành TPDN (tỷ đồng)



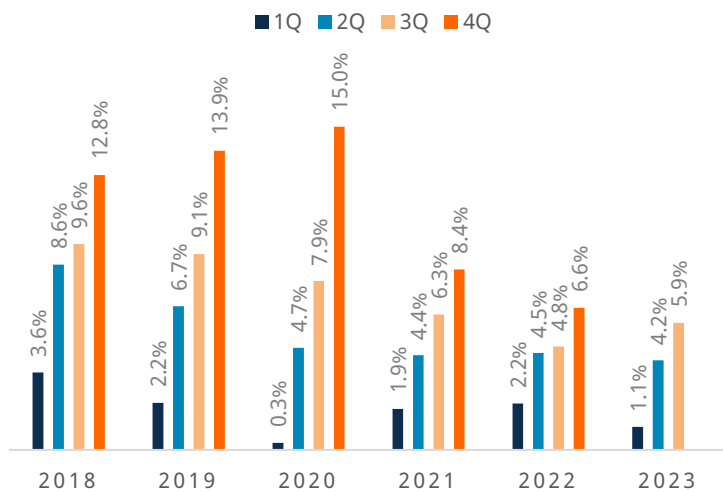
Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, VBMA, Mirae Asset Vietnam Research
Ghi chú: RE: BĐS, Banks: tổ chức tín dụng, * Dữ liệu Q2/2023

Ngân hàng - Những dấu hiệu khởi sắc (tt.)

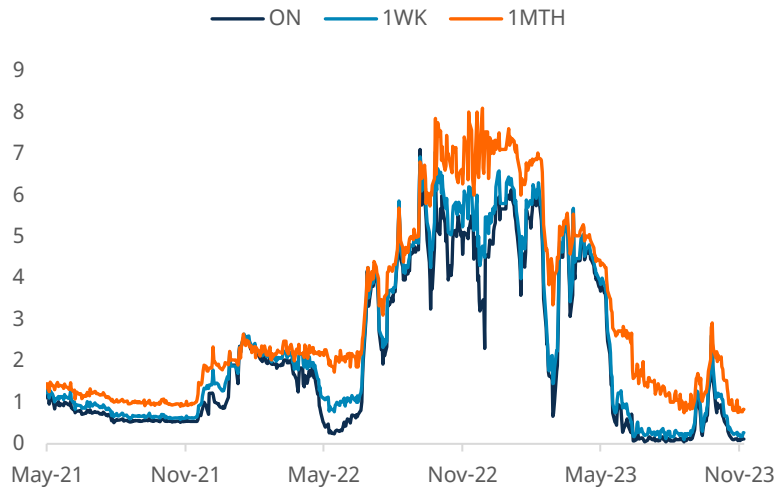
Tỷ giá tạm thời ổn định

- Tiền gửi tiếp tục tăng trưởng trong Q3/2023, tuy nhiên có sự phân hóa rõ rệt giữa các ngân hàng:** Các ngân hàng như HDB và VPB tăng trưởng hơn 30% sv. 2022 nhờ lãi suất huy động hấp dẫn. Lãi suất huy động đang điều chỉnh về mức thấp trong nhiều năm trở lại đây, bao gồm cả lãi suất thị trường sơ cấp (tiền gửi) và thị trường thứ cấp (liên ngân hàng) đã đảo chiều mạnh mẽ kể từ Q2/2023.
- Về triển vọng năm 2024, chúng tôi vẫn lạc quan về tăng trưởng tiền gửi khi triển vọng kinh tế dần khởi sắc hơn:** Trong khi Fed chưa chính thức tuyên bố kết thúc chu kỳ thắt chặt tiền tệ, khả năng tiếp tục tăng lãi suất dường như bị loại bỏ. Thay vào đó, có những dấu hiệu cho thấy khả năng cắt giảm lãi suất vào năm 2024. Triển vọng kinh tế thế giới cũng được dự kiến sẽ dần cải thiện. Đối với điều kiện kinh tế trong nước, trong khi lạm phát và tỷ giá hối đoái đã tạm thời được kiểm soát, tăng trưởng kinh tế thấp hơn kỳ vọng trong năm 2023 có thể sẽ thúc đẩy các cơ quan quản lý có nhiều động lực hơn để sử dụng các biện pháp hỗ trợ phục hồi kinh tế. Mặc dù tiến độ đầu tư công sau 11T2023 vẫn tương đối chậm sv. kế hoạch năm (59%), tăng trưởng sv. ck. vẫn rất tích cực với mức +36%. Chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ tiếp tục đóng vai trò là động lực quan trọng cho tăng trưởng kinh tế vào năm 2024. Thặng dư thương mại mạnh mẽ trong 11T2023 cũng làm giảm bớt lo ngại về sự cần thiết của việc can thiệp vào điều hành tỷ giá thông qua lãi suất.
- Trong khi tỷ giá tạm thời ổn định, mối lo ngại về việc trượt giá của đồng nội tệ vẫn tồn tại:** Tính đến cuối T11/2023, tỷ giá đồng VNĐ/USD đã mất giá khoảng 3.4% sv. năm 2022. Mặc dù khoảng cách lãi suất giữa VN và Mỹ bị đảo ngược, tuy nhiên, tỷ giá của đồng nội tệ vẫn đang được hỗ trợ bởi các yếu tố thuận lợi như thặng dư thương mại tăng cao, lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát, FDI bền vững, và sự phục hồi của khách du lịch quốc tế. Nói cách khác, việc duy trì chênh lệch lãi suất như hiện tại vẫn tiềm ẩn rủi ro đồng VNĐ có thể tiếp tục mất giá nếu những yếu tố tích cực kể trên gặp trở ngại.

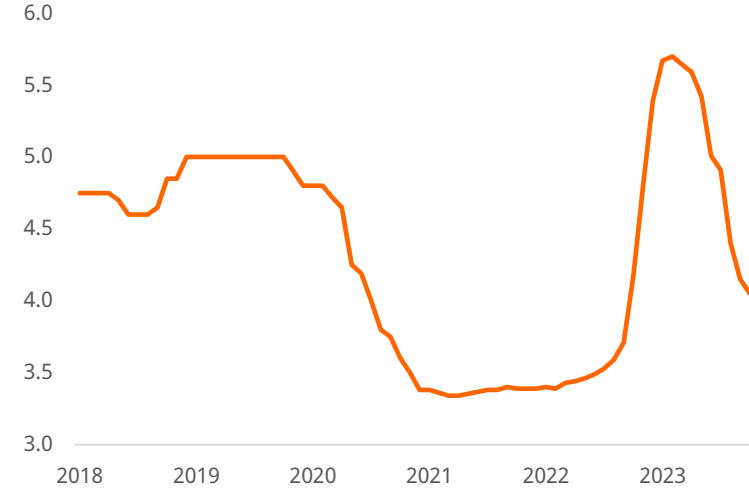
Tăng trưởng tiền gửi (sv. đầu năm)



Lãi suất liên ngân hàng (%)



Lãi suất huy động (%)



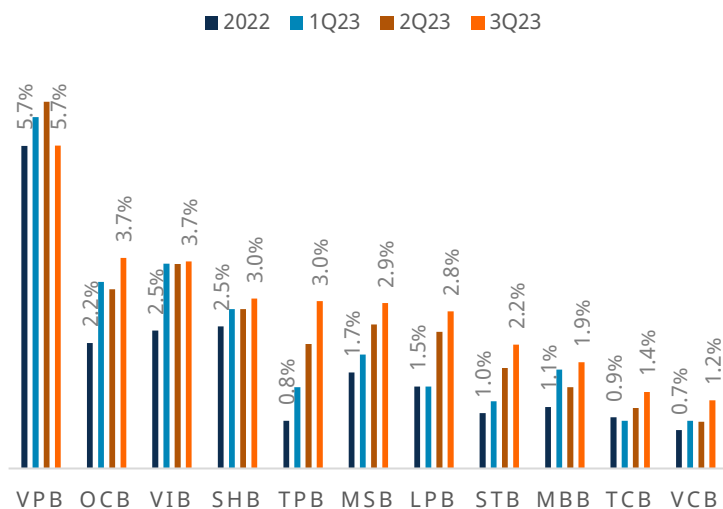
Nguồn: NHNN, Bloomberg, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng - Những dấu hiệu khởi sắc (tt.)

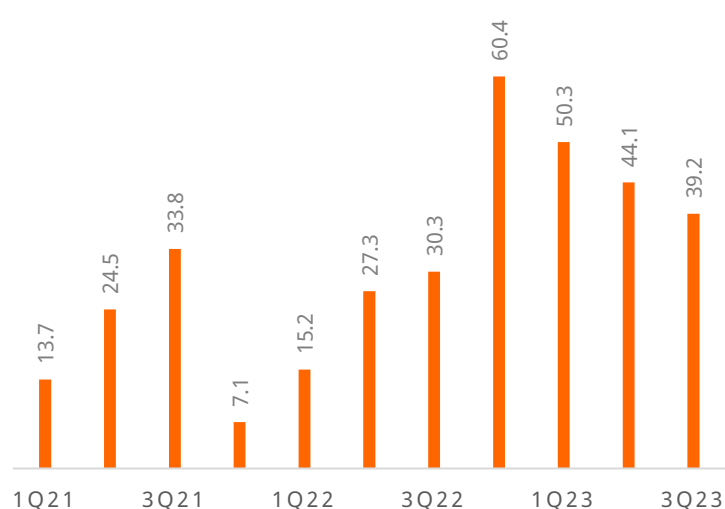
Dấu hiệu khởi sắc

- Tỷ lệ cho vay trên tiền gửi (LDR) tăng nhẹ trong Q3/2023 (+0.1%p sv. Q2 và đạt 83.1%), trong khi tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn (SFMLL) điều chỉnh về mức tiêu chuẩn mới:** Bất chấp kinh tế khó khăn cũng như bức tranh lợi nhuận ngành không mấy khả quan, NHNN không gia hạn cho việc áp trần tỷ lệ SFMLL. Mặc dù việc thắt chặt tỷ lệ thanh khoản này sẽ mang đến nhiều khó khăn cho ngành, đây là nỗ lực của NHNN nhằm thúc đẩy tăng trưởng bền vững trong dài hạn. 9T2023, trong khi các ngân hàng có SFMLL cao đang điều chỉnh theo các tiêu chuẩn mới, các ngân hàng có tỷ lệ này thấp cố gắng cải thiện phù hợp hơn nhằm hạn chế sự suy giảm của NIM. Ngoài ra, lãi suất cho vay thấp sẽ duy trì đà phục hồi của tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA), có khả năng khiến tỷ lệ SFMLL tăng trở lại. Một điểm tích cực là lãi suất chung đang ở mức thấp nên việc huy động các nguồn khác ngoài kênh tiền gửi sẽ không quá áp lực lên thu nhập của các NHTM.
- Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của các ngân hàng đa phần giảm trong Q3/2023:** CAR của hầu hết các ngân hàng ghi nhận xu hướng giảm trong quý 3 cũng như 9T2023, phản ánh những khó khăn mà ngành đang phải đối mặt như chất lượng tài sản và thu nhập kém. Ngoại trừ các trường hợp ngoại lệ như VPB với việc phát hành riêng lẻ, CAR trên mặt bằng chung sẽ khó có sự hồi phục đáng kể nào trong ngắn hạn; thay vào đó, các NH sẽ có khả năng duy trì tỷ lệ này ổn định trong bối cảnh nhu cầu tín dụng yếu.
- Chất lượng tài sản tiếp tục xấu đi trong bối cảnh kinh tế đầy thách thức:** Đến hết Q3/2023, tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng lên mức 3.5%, +0.2%p theo quý và +1%p sv. 2022. Về giá trị tuyệt đối, tổng nợ xấu của các NHNY có số dư là 208.5 nghìn tỷ đồng, tương đương mức tăng 9.8% so với quý trước hay +52% kể từ đầu năm.
- Bất chấp sự gia tăng liên tục của tỷ lệ nợ xấu, một số chỉ báo cho thấy nợ xấu sẽ sớm đạt đỉnh:** Các yếu tố hỗ trợ cho luận điểm này bao gồm lãi suất liên tục giảm trong những tháng gần đây, kinh tế tuy yếu nhưng vẫn có sự phục hồi, và tốc độ hình thành nợ quá hạn suy giảm. Việc lãi suất cho vay giảm đồng thời với sự phục hồi của kinh tế sẽ làm giảm tốc độ hình thành của nợ xấu, trong khi tăng trưởng tín dụng sẽ làm suy giảm tỷ lệ nợ xấu. Hơn nữa, các diễn biến này sẽ gia tăng thu nhập, góp phần giảm bớt gánh nặng dự phòng. Tỷ lệ nợ xấu gộp (bao gồm nợ nhóm 2-5) của các NHNY, có sự phân hóa trong quý 3, nhưng nhìn chung có xu hướng cải thiện. Ngoài ra, tốc độ hình thành nợ xấu mới đang liên tục suy giảm trong 4 quý vừa qua. Nhìn chung, sẽ không quá lạc quan khi cho rằng tỷ lệ nợ xấu sẽ sớm đạt đỉnh trong giai đoạn cuối năm 2023 hoặc nửa đầu năm 2024.

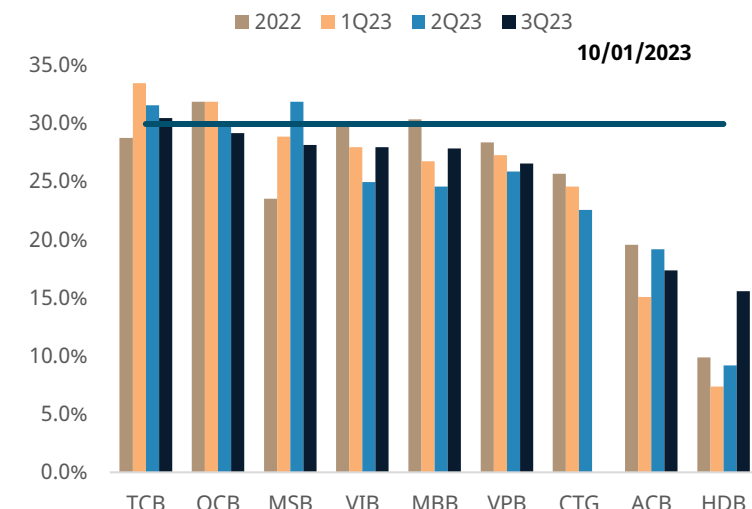
NPL



Nợ xấu phát sinh mới trong kỳ (NHNY) (nghìn tỷ)



SFTMLL và SFMLL tối đa theo mốc thời gian



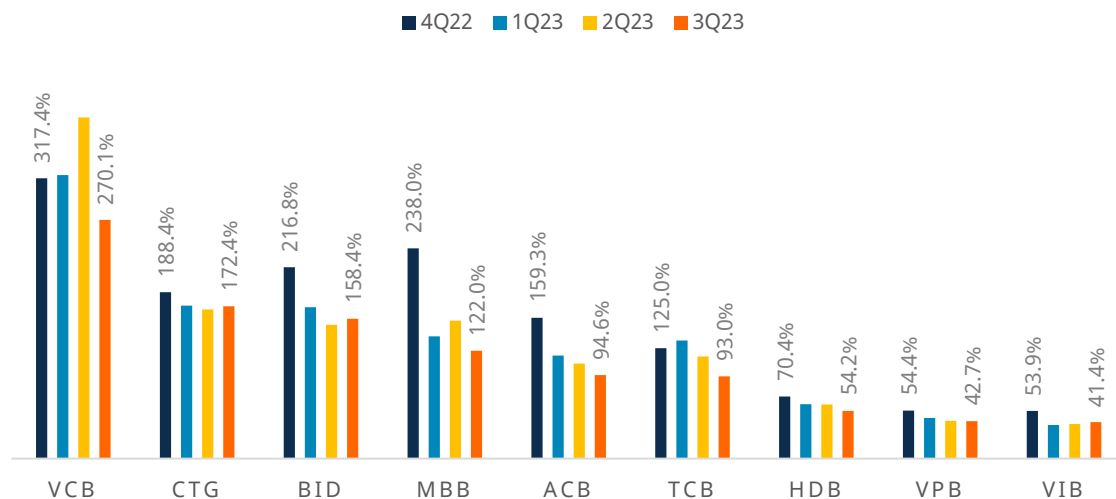
Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng - Những dấu hiệu khởi sắc (tt.)

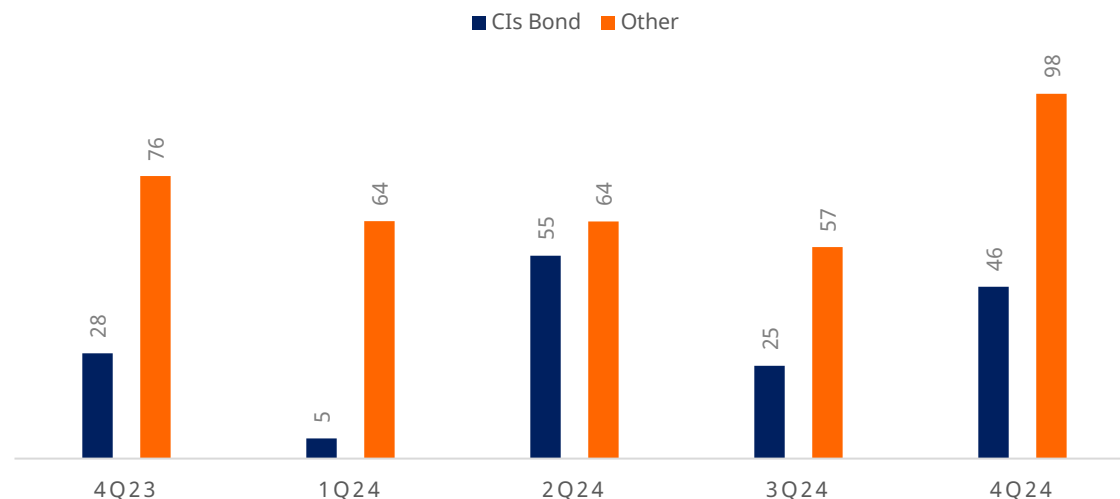
Rủi ro hệ thống đã phần nào giảm bớt

- Tỷ lệ dự phòng rủi ro nợ xấu (LLR) giảm trong Q3/2023 là điều không quá ngạc nhiên khi nợ xấu vẫn trong xu hướng tăng:** LLR trung bình của các NHNY giảm xuống 93.9% tại thời điểm cuối Q3/2023, giảm 28.6%p sv. 2022 và 4.3%p sv. 6T2023. Ngoài ra, số lượng ngân hàng có LLR cao hơn 100% giảm một nửa so với số lượng đầu năm còn 5 ngân hàng. Mặc dù LLR thấp hơn 100% không đại diện cho việc các NH không trích lập đủ dự phòng cho các khoản nợ xấu theo quy định ngành, nhưng việc đa phần các ngân hàng không thể duy trì mức LLR thường thấy trong thời gian trước cho thấy những khó khăn và thách thức mà các NH đang phải đối mặt. Điều này thể hiện rõ qua việc các ngân hàng có LLR cao đang sử dụng bộ đệm dự phòng được tích lũy từ trước để giảm thiểu tác động của chi phí dự phòng gia tăng nhanh, trong khi những ngân hàng có LLR thấp hơn ghi nhận lợi nhuận giảm mạnh do cần duy trì mức LLR cần thiết. Với kỳ vọng thu nhập phục hồi và tốc độ gia tăng nợ xấu chậm lại, LLR có thể sẽ dần cải thiện vào năm 2024.
- Rủi ro hệ thống vẫn tồn tại nhưng đã phần nào giảm bớt:** Từ giai đoạn cuối năm 2022, việc một lượng lớn TPDN sắp đáo hạn vào năm 2023 và 2024 đã dấy lên lo ngại về rủi ro hệ thống, đặc biệt trong bối cảnh lãi suất tăng và kinh tế khó khăn. Tuy nhiên thì thị trường đã trải qua gần hết năm 2023, và mọi thứ vẫn dường như vẫn đang trong tầm kiểm soát. Trong năm 2024, lượng trái phiếu đáo hạn sẽ tập trung nhiều nhất trong quý 4 - thời điểm nền kinh tế được kỳ vọng đã dần hồi phục. Nhìn chung, trong ngắn hạn vẫn tồn tại rủi ro hệ thống, nhưng đã được giảm thiểu ở một mức độ nhất định.

LLR



TPDN đến hạn (nghìn tỷ)



Nguồn: VBMA, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Chú thích: CIs bonds: TPDN thuộc các tổ chức tín dụng phát hành; Other: TPDN khác

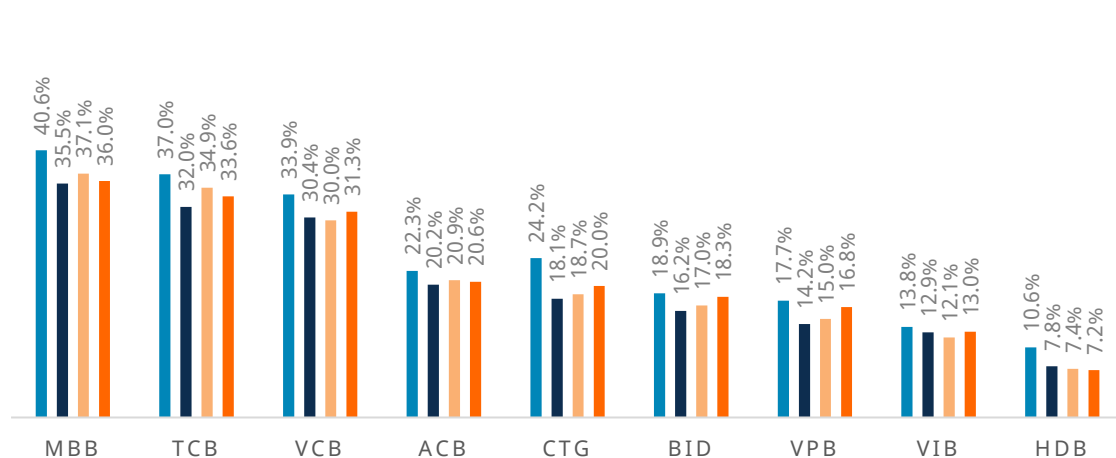
Ngân hàng - Những dấu hiệu khởi sắc (tt.)

CASA phục hồi, NIM cho dấu hiệu sắp tạo đáy

- **Việc lãi suất liên tục giảm đã tác động tích cực đến tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) từ khoảng giữa năm 2023:** Mặc dù sự thay đổi CASA giữa các ngân hàng có sự phân hóa, nhưng nhìn chung, xu hướng vẫn ghi nhận sự gia tăng trong Quý 2 và Quý 3/2023. Trung bình, CASA của các ngân hàng niêm yết đã tăng 1.4%p từ mức thấp trong Q1/2023 lên 19.8% cuối Q3/2023 (-1.5%p sv. 2022). Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA sẽ tiếp tục phục hồi trong các quý tới khi lãi suất huy động kém hấp dẫn, qua đó giảm chi phí huy động cho các NH.
- **Mặc dù vẫn phải đối mặt với nhiều áp lực trong Q3/2023, tỷ lệ biên lãi ròng (NIM) đang cho dấu hiệu sắp tạo đáy:** Chất lượng tài sản suy giảm và chi phí huy động tăng mạnh đã gây áp lực lên NIM. Cụ thể, NIM trung bình của các NHNY giảm 75bps trong 9T2023, xuống còn 3% vào cuối Q3/2023. Tuy nhiên, tốc độ thu hẹp NIM của các NH lớn đang có dấu hiệu chậm lại, thậm chí tăng trở lại trong kỳ. Ngoài ra, NIM trung bình trong nhóm các NH chúng tôi theo dõi gần như không đổi trong Q3/2023, ở mức 4.1% (-60bps sv. 2022). Các giả định chính cho sự phục hồi của NIM trong năm 2024 bao gồm CASA đã tạo đáy, giảm chi phí huy động, và tín dụng tăng trưởng tích cực hơn. Tuy nhiên, mức độ phục hồi sẽ khác nhau đối với từng NH tùy thuộc vào tính chất của từng danh mục cho vay (nhóm khách hàng và lĩnh vực cho vay) cũng như khả năng tối ưu hóa cơ cấu về kỳ hạn giữa tài sản và nợ.

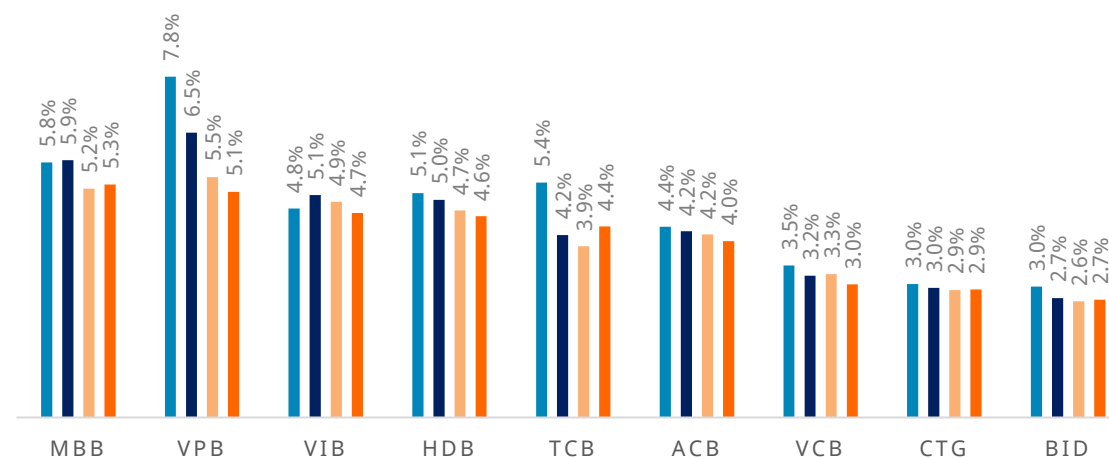
CASA

■ 2022 ■ 1Q23 ■ 2Q23 ■ 3Q23



NIM

■ 2022 ■ 1Q23 ■ 2Q23 ■ 3Q23



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng - Những dấu hiệu khởi sắc (tt.)

Triển vọng lợi nhuận khả quan hơn trong 2024

- Mặc dù đã đưa kế hoạch tương đối thận trọng, nhiều ngân hàng dường như vẫn đánh giá thấp những thách thức trong năm vừa qua:** Theo KHKD được đưa ra trong kỳ họp ĐHCĐ thường niên, các NH đặt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận khá thận trọng, với kỳ vọng tăng trưởng trung bình khoảng 13.5% sv.ck. Tuy nhiên, lợi nhuận thực hiện của các ngân hàng vẫn đang thấp hơn kỳ vọng, đa phần do các yếu tố như tăng trưởng tín dụng kém trong khi chi phí huy động bị đội lên cao từ đợt tăng lãi suất giữa năm 2022, chất lượng tài sản giảm, cũng như thu nhập ngoài lãi yếu. Trong nhóm các ngân hàng chúng tôi theo dõi, chỉ có bốn ngân hàng thực hiện tương đối so với kế hoạch. Trong 9T2023, thu nhập lãi thuần và thu nhập dịch vụ thuần tăng khiêm tốn lần lượt là 2.9% và 3.8% sv.ck., trong khi thu nhập khác giảm 3.4% sv.ck. Ngoài việc các nguồn thu nhập không quá khả quan, trung bình chi phí hoạt động và dự phòng tăng lần lượt 4.6% và 7.6% sv.ck.
- Thu nhập sẽ dần được cải thiện trong 2024:** Mặc dù ngân hàng có khả năng vẫn phải gánh mức trích lập dự phòng cao tương đương như năm 2023 trong năm tới, tuy nhiên, với kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu sẽ sớm đạt đỉnh, nhiều khả năng các chỉ số chất lượng tài sản của ngân hàng sẽ sớm phục hồi trong giai đoạn cuối 2024 hay nhiều nhất là năm 2025. Động lực tăng trưởng lợi nhuận năm 2024 sẽ bao gồm các yếu tố như sự phục hồi của NIM, tăng trưởng tín dụng cao hơn, và nền thấp được thiết lập trong năm 2023. Trong ngắn hạn, các nguồn thu nhập ngoài lãi như dịch vụ banca hay thu hồi nợ xấu đã xử lý sẽ là biến số cho tăng trưởng lợi nhuận của ngành ngân hàng trong năm tới, đặc biệt là với kỳ vọng ngành BĐS phục hồi từ năm 2024. Đồng thời, việc áp dụng công nghệ trong các khâu cung cấp dịch vụ sẽ giúp ngân hàng giảm sự tương quan giữa thu nhập và chi phí hoạt động (CIR cải thiện).

Lợi nhuận trước thuế dự phóng (tỷ đồng)

| | 2023 (KH) | 2022 | %CK | 9T2023 | 9T2022 | %CK | %KH | Q4/2023 (theo KH) | Q4/2022 | %CK | 2023F | 2024F | %CK |
|------------|-----------|--------|------|--------|--------|------|-----|-------------------|---------|-------|--------|--------|-------|
| ACB | 20,058 | 17,114 | 17% | 15,024 | 13,503 | 11% | 75% | 5,034 | 3,611 | 39% | 19,576 | 21,383 | 9.2% |
| BID | 26,460 | 23,058 | 15% | 19,763 | 17,677 | 12% | 75% | 6,697 | 5,381 | 24% | 24,048 | 30,525 | 26.9% |
| CTG | N/A | 21,113 | N/A | 17,401 | 15,764 | 10% | 0% | | | | 23,114 | 27,472 | 18.9% |
| HDB | 13,197 | 10,268 | 29% | 8,632 | 8,016 | 8% | 65% | 4,565 | 2,252 | 103% | 10,454 | 13,241 | 26.7% |
| MBB | 26,138 | 22,729 | 15% | 20,019 | 18,192 | 10% | 77% | 6,120 | 4,538 | 35% | 25,973 | 30,451 | 17.2% |
| TCB | 22,000 | 25,568 | -14% | 17,115 | 20,822 | -18% | 78% | 4,885 | 4,746 | 3% | 23,783 | 28,686 | 20.6% |
| VCB | 42,973 | 37,359 | 15% | 29,550 | 24,940 | 18% | 69% | 13,423 | 12,419 | 8% | 45,154 | 52,693 | 16.7% |
| VIB | 12,200 | 10,581 | 15% | 8,325 | 7,814 | 7% | 68% | 3,875 | 2,767 | 40% | | | |
| VPB | 24,003 | 21,220 | 13% | 8,279 | 19,837 | -58% | 34% | 15,724 | 1,383 | 1037% | 11,957 | 23,190 | 93.9% |

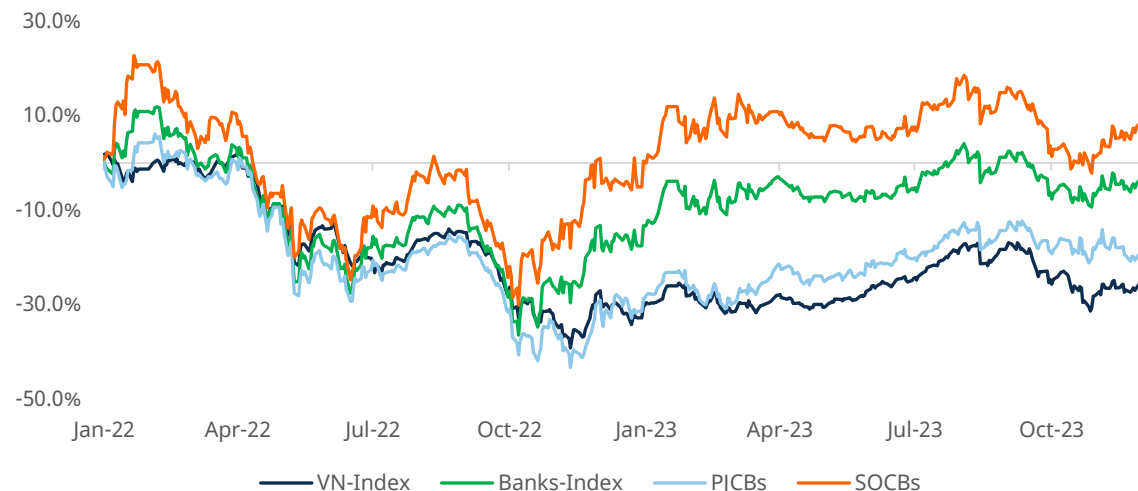
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng - Những dấu hiệu khởi sắc (tt.)

Củng cố niềm tin

- Thời điểm khó khăn nhất được cho rằng đã đi qua khi nền kinh tế nội địa cũng đang dần phục hồi. **Chúng tôi phân loại quan điểm đầu tư dựa trên hai khía cạnh rủi ro và lợi nhuận phục hồi:**
 - **Rủi ro:** Trên cơ sở rủi ro thấp, chúng tôi ưu tiên các ngân hàng có khả năng duy trì chất lượng tài sản vượt trội, như các ngân hàng thương mại nhà nước hay nhóm tư nhân, bao gồm ACB, TCB, và MBB. Trong nhóm tư nhân, TCB và MBB được cho là có triển vọng tăng giá cao hơn khi đang bị chiết khấu nhiều hơn do tỷ trọng nắm giữ TPDN và cho vay BĐS trong danh mục tín dụng tương đối lớn. Lo ngại về những yếu tố này hiện nay đã được giảm bớt ở một mức độ nhất định.
 - **Lợi nhuận:** Chúng tôi kỳ vọng một vài ngân hàng sẽ có tăng trưởng vượt trội về lợi nhuận trong năm 2024 bao gồm HDB và VPB. Những giả định cho tăng trưởng lợi nhuận của hai ngân hàng này bao gồm cho vay tiêu dùng dần phục hồi và khả năng tối ưu hóa cơ cấu tài sản. Ngoài ra, VPB còn sở hữu các yếu tố thuận lợi khác như nền lợi nhuận thấp trong năm 2023 và nguồn vốn mới từ đợt phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược.
- **Xu hướng bị quan dần được thay thế bởi yếu tố tích cực:** Mặc dù kết quả kinh doanh có phần kém hơn kỳ vọng cũng như rủi ro hệ thống liên quan đến TPDN và kinh tế đình trệ vẫn hiện hữu, nhà đầu tư vẫn đặt niềm tin vào sự phục hồi chung. Ngoài ra, tỷ giá ổn định trở lại và lãi suất của Fed nhiều khả năng đã đạt đỉnh cũng hỗ trợ kinh tế tăng trưởng cả trong và ngoài nước. Đa phần các ngân hàng chúng tôi theo dõi đều là các ngân hàng lớn, tăng trưởng đều đặn và bền vững cũng như chất lượng tài sản tốt, thích hợp cho các chiến lược mua và nắm giữ.

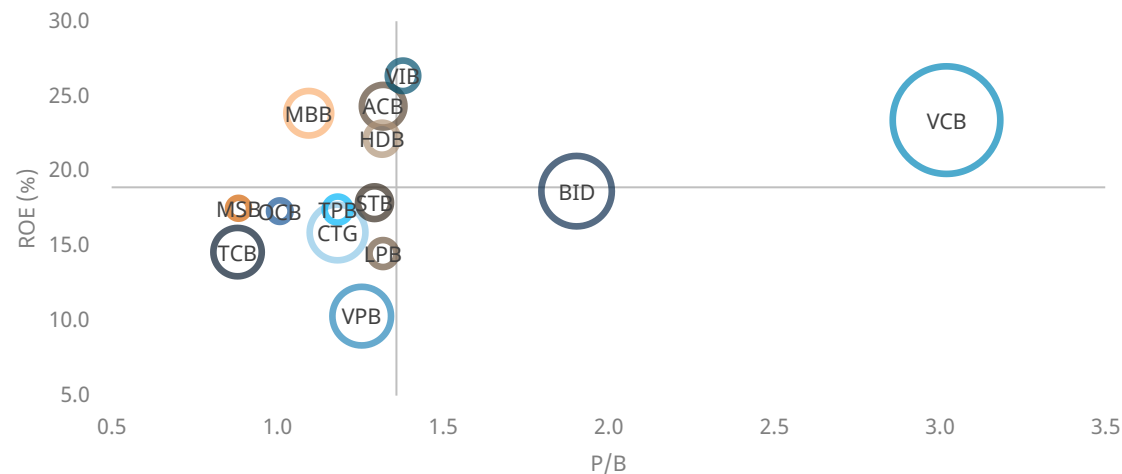
Biểu đồ giá các nhóm ngân hàng so với VN-Index



Nguồn: Bloomberg (5/12/2023), Mirae Asset Vietnam

Chú thích: P/CBs: các NHTM tư nhân; SOCBs: NHTM nhà nước; Banks-index: chỉ số ngành NH

Vốn hóa, ROE, và P/B của các ngân hàng lớn (P/B trung bình 12 NHTM lớn là 1.34x)



Giá trị của chất lượng

Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn



| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 95,200 |
| Thị giá (2/01/24) | 83,500 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 14% |

| | |
|-----------------------------------|--------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 42,356 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 17 |
| P/E (24F, x) | 9.3 |

| | |
|-------------------------------|---------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 472,278 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 5,589 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 25.2 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 23.4 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 67,909 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 93,700 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|------|------|------|
| Tuyệt đối | -1.7 | -5.0 | 20.8 |
| Tương đối | -3.9 | -5.5 | 11.2 |

Điểm nhấn đầu tư – Quản lý tốt chi phí và thu nhập ổn định tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng lợi nhuận

- Tính đến cuối Q3/2023, tổng tài sản của Vietcombank (VCB) vượt 1.7 triệu tỷ (-4.6% sv. 2022 hay +1.6% sv. Q2/2023). Trong đó, cho vay khách hàng tăng 2.7% sv. 2022 lên khoảng 1.5 triệu tỷ. Mức tăng trưởng khiêm tốn này tái khẳng định khẩu vị rủi ro thấp của ngân hàng, đặc biệt trong bối cảnh vĩ mô tương đối kém khả quan. Phân khúc bán lẻ (+6% sv. 2022) là mảng tăng trưởng chính, trong khi mảng cho vay doanh nghiệp chỉ tăng 2.2% sv. 2022. Bất chấp những thách thức vĩ mô, chất lượng danh mục cho vay vẫn tương đối ổn định so với mặt bằng chung. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ xấu gộp (bao gồm nợ nhóm 2) tăng lần lượt 53bps và 81bps sv. 2022, lên mức 1.21% và 1.85%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm 47.3%p xuống còn 270.1%.
- Thu nhập lãi dự kiến sẽ là động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận và củng cố trạng thái chất lượng tài sản trong năm 2024. Mặc dù VCB có đủ tiềm lực để mở rộng danh mục tín dụng trong năm 2023, ngân hàng vẫn lựa chọn giải pháp an toàn. Mặt khác, VCB đã tận dụng các nguồn lực sẵn có để duy trì tăng trưởng lợi nhuận. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ linh hoạt hơn trong việc giải ngân, với tăng trưởng tín dụng dự kiến đạt khoảng 14-15% nhờ triển vọng vĩ mô khởi sắc. Ngoài ra, các kế hoạch phát hành riêng lẻ, bên cạnh việc gia tăng bộ đệm vốn hỗ trợ tăng trưởng tín dụng, cũng sẽ khiến VCB hấp dẫn hơn trong sự lựa chọn của các NĐT và gián tiếp khẳng định mức định giá vượt trội so với mặt bằng chung.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu của VCB lên 95,200 đồng (từ 79,700 đồng), tương đương P/B mục tiêu 2024 là 2.2x. Việc điều chỉnh giá mục tiêu dựa trên dự phóng lợi nhuận cao hơn cho năm 2024 và 2025 lần lượt là 1.5% và 16.3%. Ngoài ra, chúng tôi áp dụng tỷ lệ premium 20% trên mức định giá nhằm phản ánh vị thế dẫn đầu của VCB cả về chất lượng tài sản và khả năng sinh lời, cũng như tính đến rủi ro tăng giá tiềm năng từ đợt phát hành riêng lẻ vào năm 2024. Rủi ro chính liên quan đến thị giá của VCB vẫn là mức định giá cao so với các NHNY khác, tạo tâm lý ngại mua giá cao cho NĐT, đặc biệt là nhóm NĐT cá nhân.



| FY (31/12) | 12/20 | 12/21 | 12/22 | 12/23F | 12/24F | 12/25F |
|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng) | 36,285 | 42,400 | 53,246 | 61,318 | 67,983 | 71,495 |
| Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng) | 12,777 | 14,324 | 14,836 | 16,108 | 17,656 | 18,907 |
| Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng) | 23,050 | 27,389 | 37,359 | 45,154 | 52,693 | 55,609 |
| LNST (tỷ đồng) | 18,451 | 21,919 | 29,892 | 36,297 | 42,356 | 44,700 |
| EPS (đồng) | 4,975 | 5,910 | 6,316 | 7,670 | 8,950 | 9,445 |
| ROE (%) | 21.1 | 21.6 | 24.2 | 23.2 | 22.9 | 22.7 |
| P/E (x) | 15.8 | 12.1 | 12.5 | 10.9 | 9.3 | 8.8 |
| P/B (x) | 3.6 | 3.1 | 3.2 | 2.3 | 1.9 | 1.6 |
| Giá trị sổ sách (đồng) | 25,370 | 29,421 | 29,158 | 35,952 | 43,782 | 52,083 |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 1,326,230 | 1,414,673 | 1,814,188 | 1,869,106 | 2,091,702 | 2,342,722 |
| VCSH (tỷ đồng) | 94,095 | 109,117 | 137,988 | 168,743 | 205,482 | 250,740 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Kỳ vọng chuyển mình

Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn



| | |
|-------------------------|--------|
| (Cập nhật) | MUA |
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 23,800 |
| Thị giá (2/01/24) | 18,850 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 26% |

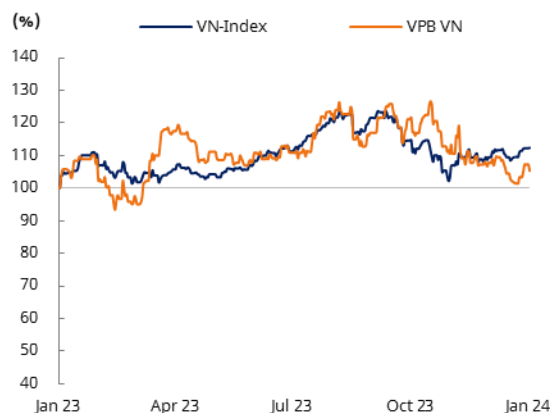
| | |
|-----------------------------------|--------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 18,530 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 57 |
| P/E (24F, x) | 8.3 |

| | |
|-------------------------------|---------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 149,554 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 7,934 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 73.9 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 27.9 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 16,550 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 23,150 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|------|------|------|
| Tuyệt đối | -2.3 | -3.6 | 5.3 |
| Tương đối | -5.0 | -4.1 | -7.1 |

Điểm nhấn đầu tư – Lợi nhuận rộng đường phục hồi từ nhẹ gánh FE Credit

- Trong nhóm các ngân hàng chúng tôi theo dõi, dự kiến VPB sẽ có sự phục hồi vượt trội trong 2024 nhờ nền thấp trong năm 2023. Các yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận bao gồm hoạt động ổn định của ngân hàng mẹ và sự chuyển trạng thái của FECredit. Ngoài sự cải thiện của mảng tín dụng tiêu dùng, triển vọng NIM cũng được hỗ trợ bởi CASA khởi sắc, với tín hiệu dần ổn định trong Q3/2023 ở mức 16.8% (+2.7%p sv. Q1/2023). Bên cạnh đó, mức tăng trưởng cho vay mạnh mẽ vào năm 2023 (+24%), cùng với mức tăng trưởng cao dự kiến trong 2024 (+19%, nhờ nguồn vốn đáng kể từ đợt phát hành riêng lẻ vào cuối năm 2023), sẽ góp phần gia tăng thu nhập lãi vào năm 2024.
- Đến cuối Q3/2023, tổng tài sản của VPB tăng mạnh lên 780.2 nghìn tỷ đồng (+23.6% sv. 2022). Cấu trúc tài sản cải thiện về mặt rủi ro, với sự gia tăng tỷ trọng cho vay liên ngân hàng từ 10.1% cuối năm 2022 lên 15% vào Q3/2023. Cho vay cho khách hàng đạt 521.6 nghìn tỷ, tăng 19% sv. 2022, với động lực chính từ phân khúc cho vay doanh nghiệp (+31.9% sv. 2022). Chất lượng tài sản có phần cải thiện, với tỷ lệ nợ xấu (NPL) khoảng 5.7%, không đổi sv. 2022 nhưng đã giảm 78 bps từ đỉnh cuối Q2/2023. Tỷ lệ NPL mở rộng cũng giảm 94 bps trong Q3/2023, xuống 13.77%.
- Mảng tín dụng tiêu dùng của VPB dự kiến đang trên đà hồi phục sau giai đoạn tái cấu trúc, với những dấu hiệu tích cực từ việc FE Credit đã có lãi trở lại vào Q3/2023. Cùng với kỳ vọng cải thiện của phân khúc tín dụng tiêu dùng năm 2024 và lượng vốn dồi dào, VPB hay FECredit sẽ có khả năng lấy lại đà tăng trưởng như giai đoạn trước dịch. Trong Q3/2023, dư nợ tín dụng tiêu dùng tăng trưởng 8.5% sv. Q2/2023, cao hơn mức tăng trưởng của dư nợ phân khúc bán lẻ là 5.4%.



| FY (31/12) | 12/20 | 12/21 | 12/22 | 12/23F | 12/24F | 12/25F |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng) | 32,346 | 34,349 | 41,021 | 41,399 | 50,831 | 59,828 |
| Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng) | 6,687 | 9,953 | 16,776 | 12,310 | 15,752 | 16,608 |
| Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng) | 13,019 | 14,580 | 21,220 | 11,957 | 23,190 | 34,310 |
| LNST (tỷ đồng) | 10,414 | 11,651 | 16,909 | 9,554 | 18,530 | 27,415 |
| EPS (đồng) | 4,242 | 2,656 | 2,706 | 1,484 | 2,328 | 3,207 |
| ROE (%) | 21.9 | 17.0 | 19.1 | 9.5 | 12.2 | 14.5 |
| P/E (x) | 5.1 | 8.1 | 7.9 | 13.1 | 8.3 | 6.7 |
| P/B (x) | 1.0 | 1.2 | 1.5 | 1.2 | 1.1 | 0.9 |
| Giá trị sổ sách (đồng) | 22,187 | 17,891 | 14,490 | 17,406 | 19,743 | 22,963 |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 419,027 | 547,626 | 631,013 | 789,851 | 899,626 | 1,004,196 |
| VCSH (tỷ đồng) | 52,794 | 86,451 | 103,502 | 138,681 | 157,211 | 184,626 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Tốt xấu đan xen

Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 35,800 |
| Thị giá (2/01/24) | 32,100 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 12% |

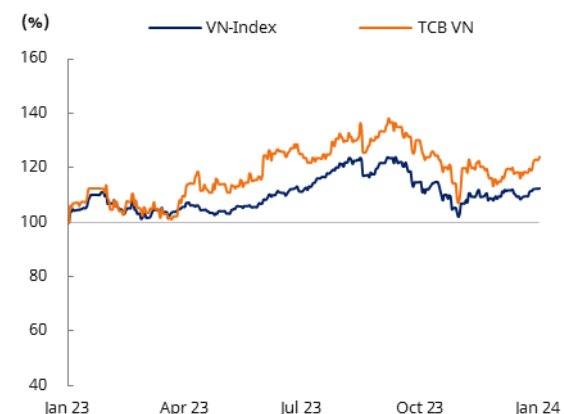
| | |
|-----------------------------------|--------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 22,266 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 20 |
| P/E (24F, x) | 4.8 |

| | |
|-------------------------------|---------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 113,073 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 3,523 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 65.0 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 22.5 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 25,750 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 36,150 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|-----|-----|------|
| Tuyệt đối | 7.9 | 1.7 | 24.2 |
| Tương đối | 5.2 | 1.3 | 11.8 |

Điểm nhấn đầu tư

- Lợi nhuận TCB được kỳ vọng sẽ sớm có sự phục hồi, đi kèm với triển vọng tăng trưởng trong dài hạn. Ngân hàng duy trì thanh khoản mạnh mẽ, với tỷ lệ CAR cao đạt 15% và tỷ lệ LDR thấp là 76.7%, tạo nền tảng vững chắc cho sự tăng trưởng tín dụng đáng kể trong những năm tiếp theo. Dự kiến phân khúc bán lẻ của TCB sẽ có sự phục hồi rõ nét trong năm 2024 (đặc biệt là trong lĩnh vực vay mua nhà), từ đó hỗ trợ NIM. Mặc dù vậy, cấu trúc danh mục cho vay của TCB đang khá tối ưu với mức SFMLL tiệm cận mức trần mới (30%), do đó, NIM được kỳ vọng có sự cải thiện nhưng sẽ khó lấy lại mốc như giai đoạn 2021-2022.
- Bên cạnh đó, dự phòng được dự báo giảm dựa trên dự phóng NPL sẽ sớm tạo đỉnh, cũng như các nguồn thu nhập ngoài lãi khác như bán chéo bảo hiểm và các dịch vụ khác liên quan đến TPDN phục hồi, cũng sẽ hỗ trợ cho tăng trưởng lợi nhuận của TCB. Nhìn chung, LNTT của ngân hàng dự kiến sẽ tăng trưởng 21% vào năm 2024.
- Đến hết Q3/2023, tổng tài sản của ngân hàng đã đạt 781.3 nghìn tỷ (+11.8% sv. 2022). Trong đó, tín dụng tăng 13.4% so với đầu năm, đạt 524 nghìn tỷ, được dẫn dắt bởi phân khúc bán buôn (+53.6% sv. 2022) và đầu tư (+17.1% sv. 2022). Ngược lại, cho vay bán lẻ giảm 7.5% sv. 2022 xuống còn 210 nghìn tỷ. Sự thay đổi trong tỷ trọng phân khúc khách hàng, cùng với chi phí huy động cao, tạo áp lực lên NIM giảm mạnh 1.1%p sv. 2022, xuống còn 4.2% vào Q3/2023 – mức thấp nhất từ 2019. Bên cạnh đó, chất lượng tín dụng cũng giảm sút với tỷ lệ NPL hơn 1.36% (+45 bps sv. 2022) và tỷ lệ dự phòng nợ xấu giảm còn 95.9% (-29.9%p sv. 2022).
- Cơ cấu tài sản vẫn ẩn chứa rủi ro tập trung cao. Tỷ trọng dư nợ tín dụng cho các công ty lớn đã tăng mạnh từ 35.9% năm 2022 lên 45.8% vào Q3/2023. Tỷ trọng tín dụng liên quan đến ngành BĐS cũng tăng lên mức 74.2% tổng dư nợ của TCB trong Q3/2023, tăng 3.2%p sv. 2022, dưới tác động chủ yếu của cho vay doanh nghiệp (+61.9% sv. 2022), trong khi vay mua nhà giảm (-12.8% sv. 2022).



| FY (31/12) | 12/20 | 12/21 | 12/22 | 12/23F | 12/24F | 12/25F |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng) | 18,751 | 26,699 | 30,290 | 28,284 | 32,717 | 39,504 |
| Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng) | 8,291 | 10,378 | 10,612 | 12,668 | 13,738 | 14,724 |
| Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng) | 15,800 | 23,238 | 25,568 | 23,783 | 28,686 | 35,096 |
| LNST (tỷ đồng) | 12,325 | 18,038 | 20,150 | 18,460 | 22,266 | 27,241 |
| EPS (đồng) | 3,516 | 5,138 | 5,729 | 5,241 | 6,312 | 7,710 |
| ROE (%) | 18.0 | 21.5 | 19.5 | 15.1 | 15.7 | 16.5 |
| P/E (x) | 9.0 | 6.1 | 5.5 | 5.7 | 4.8 | 4.1 |
| P/B (x) | 1.5 | 1.2 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| Giá trị sổ sách (đồng) | 21,289 | 26,505 | 32,248 | 37,126 | 43,192 | 50,607 |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 439,603 | 568,811 | 699,033 | 773,479 | 865,547 | 954,062 |
| VCSH (tỷ đồng) | 74,615 | 93,056 | 113,425 | 130,776 | 152,374 | 178,799 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Hệ sinh thái đa dạng với định giá hấp dẫn

Tôn Đạt Quân, quan.td@miraeeasset.com.vn



| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG |
|-------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 22,500 |
| Thị giá (2/01/24) | 18,850 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 19% |

| | |
|-----------------------------------|--------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 23,394 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | N/A |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 1.9 |
| P/E (24F, x) | 4.8 |

| | |
|-------------------------------|--------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 81,838 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 5,214 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 55.0 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 23.2 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 14,609 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 19,400 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|------|-----|------|
| Tuyệt đối | 0.8 | 6.5 | 18.6 |
| Tương đối | -0.6 | 6.6 | 12.2 |

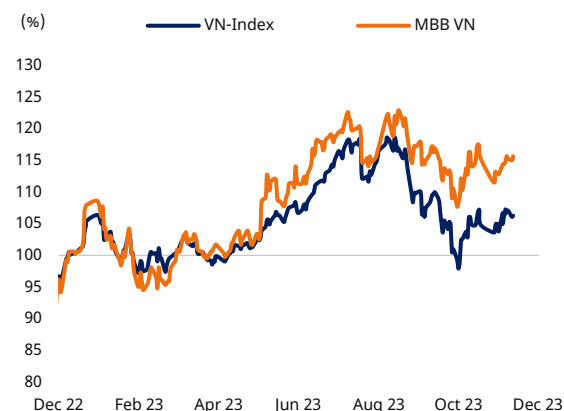
Điểm nhấn đầu tư

NIM có khả năng cải thiện nhẹ trong năm 2024: Trong 9T2023, LNTT của MB đạt 20,018 tỷ đồng (+10% svck), hoàn thành 76% kế hoạch lợi nhuận năm 2023. MB vượt qua TCB và hiện đứng thứ 2 trong bảng xếp hạng các ngân hàng về LNTT, đứng sau VCB. Chi phí vốn (CoF) đã tăng liên tục từ Q1/2022, dự kiến đã đạt đỉnh vào Q2/2023 ở mức 4% và có dấu hiệu bắt đầu giảm trong Q3/2023. Chúng tôi dự phóng CoF sẽ giảm xuống 3.7% vào Q4/2023 nhờ vào việc các khoản tiền gửi có lãi cao đáo hạn và cấu trúc funding cải thiện với tỷ lệ CASA cao hơn. LNTT của MB 2024 ước đạt 30,451 tỷ đồng (+17.2% CK) dựa trên: (1) thu nhập lãi cải thiện nhờ sự phục hồi của tăng trưởng tín dụng và NIM khi chi phí vốn giảm, (2) thu nhập phí từ bảo hiểm khởi sắc hơn sau giai đoạn kiểm soát nghiêm ngặt của cơ quan quản lý, (3) chi phí trích lập dự phòng được kiểm soát khi rủi ro nợ xấu giảm đi.

Tăng trưởng tín dụng mạnh hơn so với trung bình ngành: Đến Q3/2023, MB ghi nhận tăng trưởng tín dụng 13.7% so với đầu năm, đạt 577 nghìn tỷ đồng, cao hơn so với tỷ lệ tăng trưởng 6.9% của ngành, trong khi lượng nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp giảm 13% so với đầu năm, xuống còn 41 nghìn tỷ đồng (chiếm 5% tổng tài sản của MB). Chúng tôi dự phóng tăng trưởng cho vay của MB trong năm 2023 ở mức 22.5% dựa trên tỷ lệ CAR ổn định (11.3%) và hạn mức tín dụng SBV đã cấp (24%).

NPL tăng đáng kể, nhưng đang giảm tốc: Đến cuối Q3/2023, tỷ lệ NPL của MB tăng lên 1.89% từ mức 1.4% trong Q2/2023, đây là mức NPL cao nhất của MB kể từ năm 2016. Chi phí dự phòng cho Q3/2023 cũng tăng mạnh lên 50.5% svck và LLR giảm 34% sv. Q2/2023 về mức 122% (cao thứ 4 trong ngành). Một điểm sáng là tỷ lệ các khoản vay cần chú ý (mức 2) đã giảm xuống còn 3% trong Q3/2023 từ 3.6% trong Q2/2023.

Rủi ro: (1) Sự suy yếu kinh tế và tỷ lệ NPL tăng có thể khiến MB gia tăng chi phí dự phòng, ảnh hưởng đến lợi nhuận; (2) Nhu cầu tín dụng đến từ doanh nghiệp chậm lại, đặc biệt trong lĩnh vực bất động sản.



| FY (31/12) | 12/20 | 12/21 | 12/22 | 12/23F | 12/24F | 12/25F |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng) | 20,278 | 26,200 | 36,023 | 39,996 | 44,795 | 50,159 |
| Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng) | 7,084 | 10,735 | 9,570 | 9,519 | 12,033 | 13,268 |
| Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng) | 10,688 | 16,527 | 22,729 | 25,973 | 30,451 | 36,811 |
| LNST (tỷ đồng) | 8,263 | 12,697 | 17,483 | 19,954 | 23,394 | 28,280 |
| EPS (đồng) | 2,876 | 3,229 | 3,673 | 3,645 | 3,717 | 3,976 |
| ROE (%) | 18.4 | 22.6 | 24.6 | 22.3 | 21.1 | 20.7 |
| P/E (x) | 6.7 | 5.9 | 5.2 | 4.9 | 4.8 | 4.5 |
| P/B (x) | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| Giá trị sổ sách (đồng) | 17,441 | 15,892 | 16,727 | 18,159 | 19,474 | 21,175 |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 494,982 | 607,140 | 728,532 | 874,241 | 1,018,229 | 1,173,089 |
| VCSH (tỷ đồng) | 50,099 | 62,486 | 79,613 | 99,394 | 122,584 | 150,619 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Triển vọng giá dầu quanh mức 80 USD/thùng

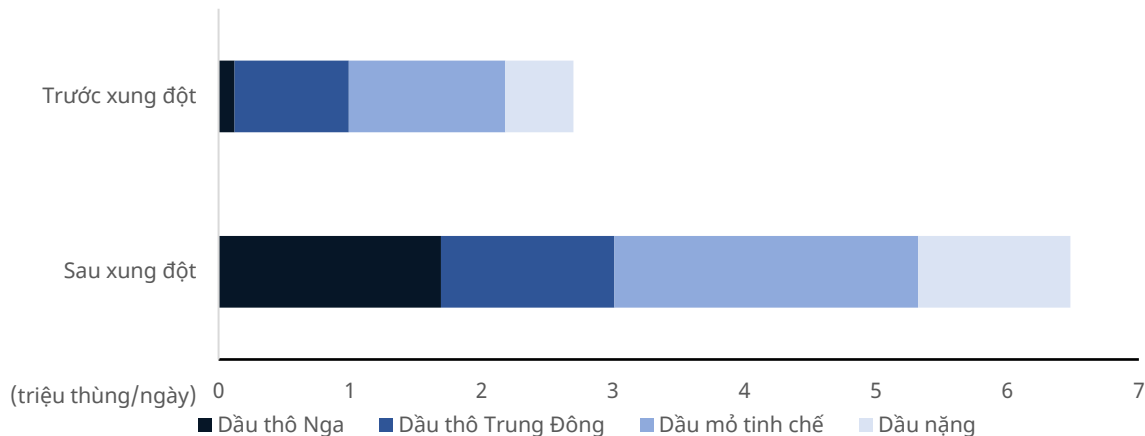
Biến số địa chính trị chi phối giá dầu: Kể từ sau đại dịch, sự bất ổn trên thị trường năng lượng đã tăng lên đáng kể bởi các cuộc xung đột địa chính trị. Đặc biệt là dòng chảy năng lượng trên toàn cầu đã được định hình lại hoàn toàn do sự kiện sự xung đột của Nga – Ukraine. Việc này đã biến khu vực Biển Đỏ thành tuyến đường vận chuyển quan trọng khi lưu lượng dầu qua khu vực này tăng mạnh. Theo Clarkson, có đến 12% sản phẩm dầu và 8% dầu thô đi qua Biển Đỏ, và tỷ lệ này lên đến 20% đối với các tàu Suezmax và nhỏ hơn. Vì vậy, các điểm nóng xung đột gia tăng tại khu vực này có thể gây ra những biến động về giá dầu và bất ổn nguồn cung trong ngắn hạn.

Việc cắt giảm sản lượng OPEC+ đang diễn ra với tác động giảm dần: Hiệu quả của việc hạn chế sản xuất của OPEC trong khả năng thúc đẩy giá dầu dường như đã giảm đi đáng kể, do sản lượng của các quốc gia ngoài OPEC+ tăng lên đột biến. Thị phần của OPEC+ trên thị trường dầu mỏ giảm xuống còn 51%, mức thấp nhất kể từ năm 2016 – theo Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) – giữa bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm chạp khiến cho sức ảnh hưởng suy yếu. Hệ quả là mặc dù các thành viên OPEC+ quyết định cắt giảm sản lượng ít nhất 4 lần trong 15 tháng qua, vẫn chưa thể kiềm chế lại đà giảm của giá dầu. Trong khi đó, sự bất đồng gia tăng giữa nội bộ OPEC+ về hạn ngạch sản lượng gây khó khăn cho khả năng cắt giảm sản lượng sâu hơn, đặc biệt sau sự kiện Angola tuyên bố rời khỏi nhóm.

Sản lượng khai thác dầu của Mỹ cao kỷ lục: Theo Cơ quan Thông tin Năng lượng EIA, nhà sản xuất dầu hàng đầu thế giới cho thấy sản lượng dầu thô và condensate đạt mức cao kỷ lục 13.2 triệu thùng/ngày (+8% CK) trong T9/2023. Điều này đã gây áp lực giảm giá dầu Brent xuống 75 USD/thùng vào đầu T12/2023. Nguồn sản lượng bổ sung phá kỷ lục này đã làm suy yếu đáng kể ảnh hưởng từ việc cắt giảm sản lượng nhằm duy trì mức giá cao của OPEC+, đặc biệt là của các nước chủ chốt như Ả Rập Saudi và Nga. Nguồn cung dồi dào chưa có dấu hiệu dừng lại có thể làm giảm đi những lo ngại về tình trạng thiếu hụt ngắn hạn.

Kỳ vọng giá dầu quanh mức 80 USD/thùng: Với các yếu tố nêu trên, chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ tiếp tục neo ở mức 80 USD/thùng trong phần lớn thời gian của năm 2024 (-2.8% CK). Tuy nhiên, các sự kiện “thiên nga đen” vẫn luôn chực chờ và điều đó có thể tạo nên những cú sốc tiềm tàng về giá dầu. Những sự kiện như vậy có thể khiến giá vượt qua mức dự phóng của chúng tôi như đã từng xảy ra gần nhất trong Q3/2023.

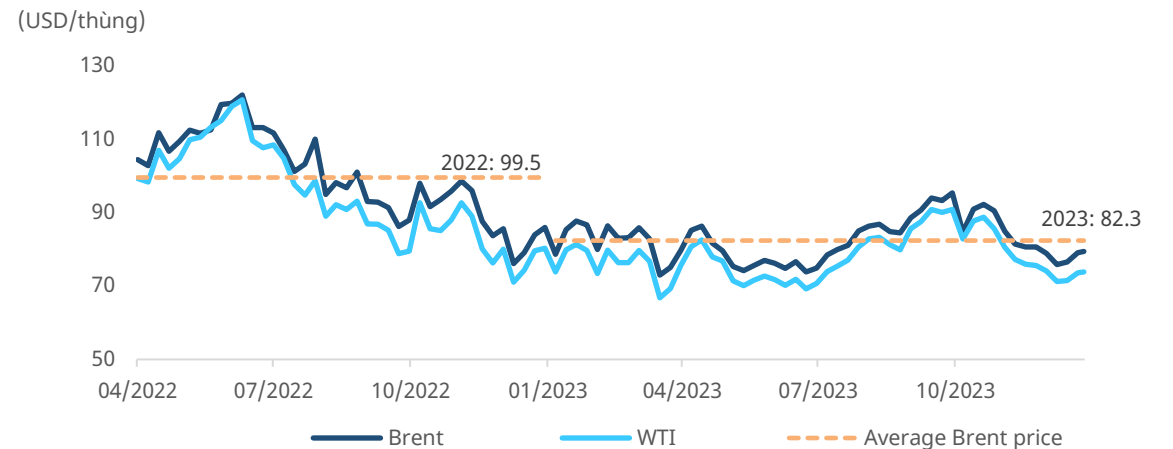
Tầm quan trọng của Biển Đỏ sau xung đột Nga – Ukraine



Nguồn: Bloomberg, Kpler

Ghi chú: Trước xung đột: 01/01/2022 đến 20/02/2022; Sau xung đột: 01/06/2023 đến 30/11/2023.

Sự bất ổn địa chính trị thúc đẩy đà tăng của giá dầu



Sự cấp thiết của LNG

Đối mặt thách thức sản lượng sụt giảm

Hầu hết các mỏ dầu đang khai thác đã bước vào giai đoạn cạn kiệt nhanh chóng khi sản lượng dầu trong nước giảm 11%/năm từ năm 2016 đến năm 2020. Trong giai đoạn 2021-2025, xu hướng này dự kiến sẽ tiếp tục với mức giảm ước tính là 6%/năm, theo PVN.

Đối với các mỏ khí, tình trạng tương tự cũng đang diễn ra với mức giảm trung bình 0.5 triệu m³ mỗi năm (chiếm 6.6% sản lượng khí ẩm về bờ ước tính 2023). Trong đó, các mỏ khí lớn ở bể Cửu Long như Bạch Hổ, đang chứng kiến sự suy giảm đáng kể, với mức tiêu hao hàng năm từ 10-15% do đã ở cuối vòng đời dự án. Ngoài ra, bể Nam Côn Sơn 1 (NCS1) cũng phải đối mặt với thách thức tương tự, đặc biệt các mỏ triển khai thác sớm như Lan Tây - Lan Đỏ/Lô 06.1 và Rồng Đồi - Rồng Đồi Tây/Lô 11-2 đang có sản lượng sụt giảm nhanh chóng.

Luật Dầu khí sửa đổi áp dụng từ ngày 1/7/2023 đã giúp giải quyết phần nào tình trạng thiếu hụt nguồn cung bằng việc mở rộng cơ chế đầu tư tập trung vào các mỏ cận biên. Tuy nhiên, sự gia tăng nguồn cung này là không đáng kể và khó bù đắp được sản lượng suy giảm. Vì vậy, việc nhập khẩu LNG cùng với hai dự án phát triển trọng điểm ở thượng nguồn (Lô B Ô Môn và Sư Tử Trắng 2B) sẽ là nguồn bổ sung chính trong thời gian tới.

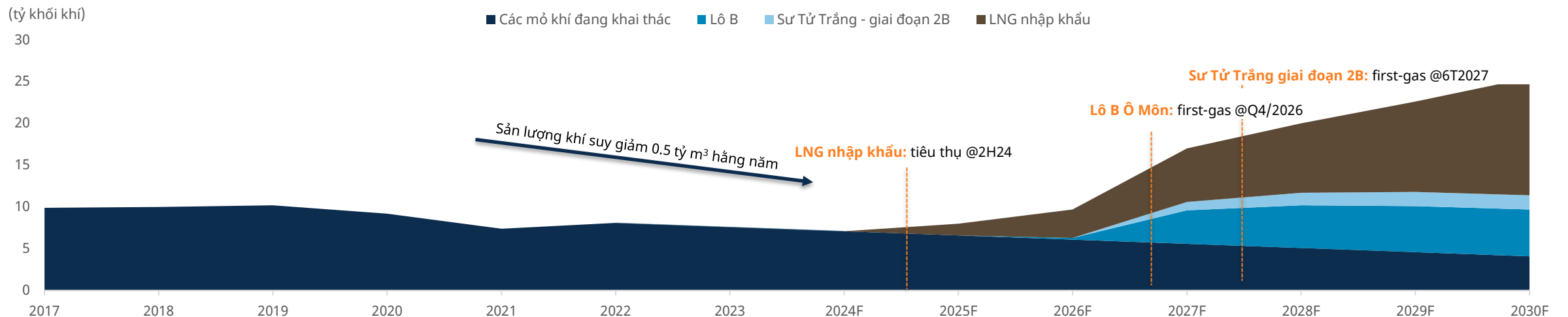
Sự cần thiết của LNG

Theo Quy hoạch điện VIII, mục tiêu đến 2030, công suất điện khí LNG dự kiến đạt 22,400 MW (chiếm 14.9% tổng công suất nguồn điện). Do vậy, để đáp ứng nhu cầu nhiên liệu LNG, việc thúc đẩy đầu tư vào các kho cảng LNG cần được thực hiện trước, từ đó mở ra khối lượng công việc đáng kể cho các doanh nghiệp có mảng xây lắp như PVS, PVX thông qua nhiều hợp EPCI.

Dù đã nhập khẩu thành công LNG từ T8/2023, nhưng do thiếu cơ chế giá nên nguồn khí này vẫn chưa thể tiếp cận được với thị trường tiêu dùng. Theo PVGAS, công ty đã đề xuất cơ chế giá LNG lên Bộ Công Thương vào T12/2023 và dự kiến Bộ sẽ trình Thủ tướng trong nửa đầu 2024. Các khách hàng hộ công nghiệp có thể sẽ là thị trường tiêu thụ LNG chính trong lúc chờ đợi nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động thương mại.

Quá trình chuyển đổi năng lượng LNG sẽ mở ra kỷ nguyên mới cho thị trường năng lượng Việt Nam, cũng như bù đắp sự cạn kiệt nguồn khí đốt tự nhiên trong nước.

Các dự án mới đưa vào hoạt động (bao gồm nguồn LNG) sẽ bù đắp cho sự sụt giảm ở các mỏ khí hiện tại



Nguồn: GAS, PVN, Mirae Asset Vietnam Research



Triển vọng tăng trưởng dài hạn từ dự án mới

Nguyễn Khánh Duy, duy.nk@miraeasset.com.vn

| (Cập nhật) | MUA |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 98,300 |
| Thị giá (2/01/24) | 75,600 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 30% |

| | |
|-----------------------------------|--------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 11,316 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 1 |
| P/E (24F, x) | 15.2 |

| | |
|-------------------------------|---------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 173,634 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 2,297 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 4.2 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 2.7 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 74,200 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 93,250 |

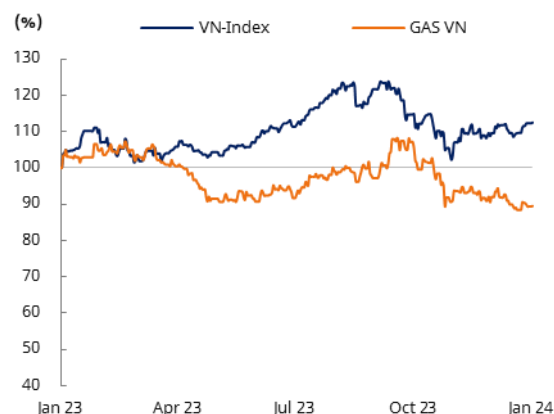
| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|------|------|-------|
| Tuyệt đối | -2.7 | -4.7 | -10.6 |
| Tương đối | -5.4 | -5.2 | -23.0 |

Điểm nhấn đầu tư

Triển vọng tươi sáng trong góc nhìn dài hạn: Các dự án trọng điểm bao gồm kho cảng LNG Thị Vải và đường ống dẫn khí Lô B Ô Môn dự kiến sẽ lần lượt đi vào hoạt động vào năm 2025 và cuối năm 2026 sẽ đóng góp doanh thu đáng kể. Cụ thể, nguồn cung khí từ Lô B ước lên đến 5.06-5.7 triệu m³ mỗi năm (~65% nguồn khí vào bờ hiện tại) và khi đi vào hoạt động sẽ bù đắp cho sự suy giảm hàng năm khoảng 7% ở các mỏ hiện tại. Trong khi đó, động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn 2025F-2026F sẽ đến từ sự gia tăng tiêu thụ LNG. Dự kiến việc vận hành hết công suất Kho LNG Thị Vải giai đoạn 1 cho nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 sẽ mang lại khoảng 13,000 tỷ doanh thu hằng năm.

Cập nhật tiến độ chuỗi dự án Lô B Ô Môn: Ngày 30/10/2023, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) tổ chức lễ ký kết và triển khai dự án Chuỗi giá trị khí điện Lô B Ô Môn, bao gồm việc ký kết: 1) Thỏa thuận khung (Head Of Agreement) các điều khoản về mua bán khí cho dự án Lô B giữa PVN, MOECO (Nhật Bản) và PTTEP (Thái Lan), 2) Biên bản thỏa thuận Hợp đồng mua bán khí (GSA) cho nhà máy điện Ô Môn 1 giữa PVN và GENCO2. Đối với phần xây lắp, các gói thầu thượng nguồn EPCI#1, EPCI#2 và đường ống trên bờ giữa PQPOC, PVS và các đơn vị liên quan, đại diện cho liên danh nhà thầu với giá trị lần lượt là 1.1 tỷ USD, 400 triệu USD và 300 triệu USD, được công bố liên tục vào T10-T12/2023. Như vậy, việc phê duyệt FID chỉ là vấn đề thời gian khi các công việc trọng điểm đang dần được triển khai.

Chứng lại trong ngắn hạn: Trong Q4/2023, sản lượng tiêu thụ của các nhà máy điện (70% sản lượng khí khô) dự kiến tiếp tục suy giảm (9T2023: -3.6% CK) khi EVN giảm huy động điện khí. Tuy nhiên, xung đột địa chính trị tại Trung Đông đã đẩy giá dầu FO trung bình trong Q4/2023 lên 466 USD/tấn (+17.7% CK), từ đó bù đắp cho sản lượng sụt giảm. Nhờ vậy, PVGAS đã công bố doanh thu sơ bộ đạt 93,000 tỷ (-7.7% CK) và LNST đạt 11,300 tỷ (-23.6% CK) trong năm 2023, lần lượt cao hơn 11.9% và 1% so với dự báo của chúng tôi. Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng một năm tương đối trầm lắng với GAS khi nguồn khí ảm vào bờ không có sự cải thiện, cũng như không có nguồn bổ sung mới. Dự kiến doanh thu và LNST sẽ không có nhiều thay đổi so với 2023, lần lượt đạt 93,636 tỷ và 11,316 tỷ dựa trên các giả định sau: 1) Tiêu thụ khí khô (~50% tổng doanh thu) giảm nhẹ 1% CK trong khi giá khí bình quân vẫn giữ nguyên; 2) LNG sẽ bắt đầu đóng góp nguồn thu với công suất ban đầu ước tính khoảng 10% cho các khách hàng công nghiệp và sẽ tăng dần về sau.



| FY (31/12) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 64,135 | 78,992 | 100,724 | 83,132 | 93,636 | 99,373 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 8,694 | 10,374 | 17,799 | 13,085 | 13,409 | 13,682 |
| Biên LNHĐ (%) | 13.6 | 13.1 | 17.7 | 15.7 | 14.3 | 13.8 |
| EBITDA (tỷ đồng) | 11,250 | 13,494 | 20,933 | 16,024 | 16,536 | 17,042 |
| LNR (tỷ đồng) | 7,855 | 8,673 | 14,798 | 11,182 | 11,316 | 11,656 |
| EPS (VND) | 4,104 | 4,531 | 7,732 | 4,869 | 4,927 | 5,075 |
| ROE (%) | 16.1 | 17.4 | 26.6 | 17.4 | 16.3 | 15.7 |
| P/E (x) | 19.9 | 20.7 | 13.1 | 15.3 | 15.2 | 14.7 |
| P/B (x) | 3.2 | 3.5 | 3.2 | 2.5 | 2.4 | 2.2 |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 63,208 | 78,768 | 82,663 | 88,993 | 93,454 | 98,312 |
| VCSH (tỷ đồng) | 49,500 | 52,193 | 61,174 | 69,489 | 73,348 | 78,387 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Thúc đẩy tăng trưởng thông qua M&A

Nguyễn Khánh Duy, duy.nk@miraeasset.com.vn

| (Cập nhật) | MUA |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 50,600 |
| Thị giá (2/01/24) | 40,700 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 24% |

| | |
|-----------------------------------|------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 887 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | n/a |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 16.9 |
| P/E (24F, x) | 10.3 |

| | |
|-------------------------------|--------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 7,852 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 193 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 3.5 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 16.6 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 39,700 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 49,600 |

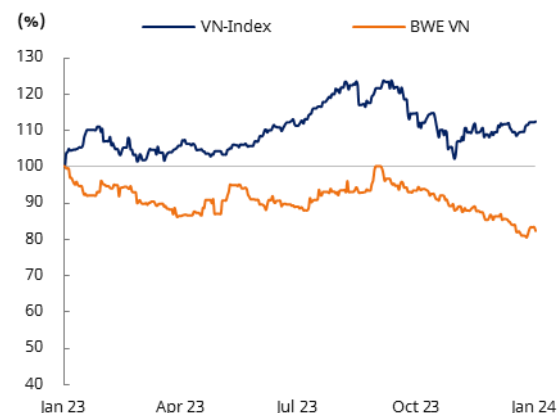
| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|------|------|-------|
| Tuyệt đối | -4.6 | -6.4 | -17.8 |
| Tương đối | -7.3 | -6.9 | -30.2 |

Điểm nhấn đầu tư

M&A là nền tảng cho tăng trưởng: Đối mặt với sự chậm lại trong tốc độ tăng trưởng sản lượng tại thị trường Bình Dương với mức tiêu thụ nước không đổi so với cùng kỳ trong 11T2023, BWE đã tích cực mở rộng hoạt động kinh doanh sang các tỉnh khác thông qua M&A. Trong 2023, BWE đã hoàn tất 14 thương vụ với tổng giá trị đầu tư khoảng 1,350 tỷ. Hoạt động M&A này nhằm đến các các doanh nghiệp có thị phần lớn tại các khu vực trọng điểm có tốc độ đô thị hóa cao. Sau hợp nhất, BWE đã tăng công suất lên 930,000 m³/ngày (+12.4%). Việc mua lại BWE Long An ước tính sẽ đóng góp 150 tỷ và 35 tỷ tương ứng vào doanh thu và LNST hợp nhất. Trong khi đó, các công ty liên kết dự phóng mang lại nguồn thu nhập liên doanh liên kết gấp đôi, ở mức 40 tỷ mỗi năm.

Chi phí lãi vay giảm mạnh mở rộng biên lợi nhuận: Trong 9T2023, BWE đã huy động được khoảng 750 tỷ nợ vay để chi trả cho các hoạt động M&A. Với tổng nợ dài hạn 3,434 tỷ, cùng với môi trường lãi suất cao đã khiến chi phí lãi vay tăng 75% so với cùng kỳ trong 9T2023. Tuy nhiên, lãi suất hiện nay đang thể hiện xu hướng nới lỏng, từ đó làm cơ sở để cơ cấu lại các khoản nợ vay lãi suất cao, đặc biệt là các khoản vay nước ngoài theo lãi suất LIBOR (chiếm 55.7% nợ dài hạn). Việc giảm lãi vay dự kiến sẽ bắt đầu tác động đến thu nhập trong nửa cuối năm 2024, theo sau việc cắt giảm lãi suất của các ngân hàng trung ương thế giới lần đầu tiên.

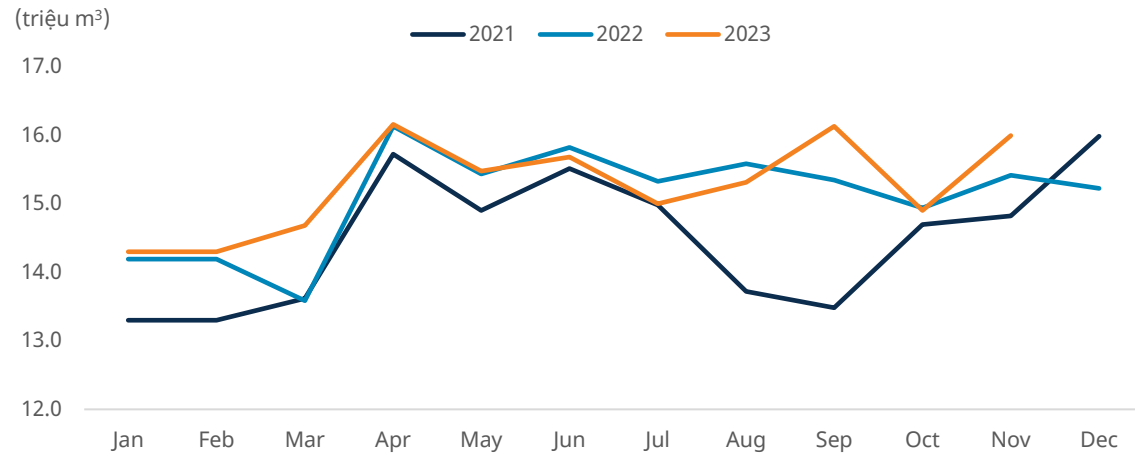
Dự phóng và định giá: Trong năm 2023, BWE dự kiến ghi nhận kết quả kinh doanh không đổi so với cùng kỳ năm trước do: 1) mức tăng trưởng tiêu thụ nước khiêm tốn ở Bình Dương trong bối cảnh giá bán trung bình không thay đổi; 2) chi phí lãi vay cao hơn làm suy giảm lợi nhuận ròng. Đối lại, điều này đã đặt ra mức nền thấp cho sự tăng trưởng vào năm 2024. Cụ thể, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt đạt 4,026 tỷ (+7,5% CK) và 887 tỷ (+16.9 CK) dựa trên các giả định sau: 1) CAGR 5 năm mảng xử lý chất thải và nước thải đạt 10%; và 2) các luận điểm đã trình bày bên trên. Chúng tôi xác định giá mục tiêu của BWE ở mức 50,600 đồng/cổ phiếu dựa trên mô hình FCFE. Giá cổ phiếu hiện tại đã giảm đáng kể từ đầu năm, mặc dù BWE vẫn thể hiện triển vọng tiềm năng.



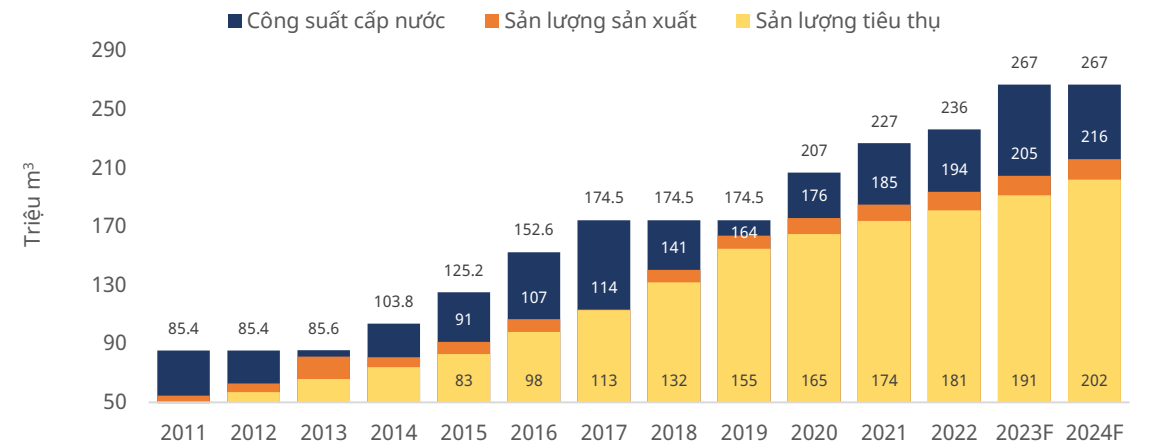
| FY (31/12) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 3,025 | 3,119 | 3,484 | 3,745 | 4,026 | 4,380 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 747 | 845 | 919 | 971 | 1,003 | 1,142 |
| Biên LNHĐ (%) | 24.7% | 27.1% | 26.4% | 25.9% | 24.9% | 26.1% |
| EBITDA (tỷ đồng) | 1,218 | 1,503 | 1,488 | 1,704 | 2,042 | 2,249 |
| LNR (tỷ đồng) | 535.4 | 748.6 | 742.8 | 759.0 | 887.0 | 1,037.3 |
| EPS (VND) | 2,748 | 3,254 | 3,196 | 3,383 | 3,954 | 4,624 |
| ROE (%) | 19.09% | 20.59% | 17.64% | 16.1% | 17.1% | 18.0% |
| P/E (x) | 11.5 | 13.2 | 15.1 | 12.0 | 10.3 | 8.8 |
| P/B (x) | 1.8 | 2.1 | 2.1 | 1.7 | 1.5 | 1.4 |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 8,246 | 9,074 | 9,987 | 11,928 | 12,887 | 13,246 |
| VCSH (tỷ đồng) | 2,200 | 3,409 | 3,925 | 4,538 | 4,944 | 5,459 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

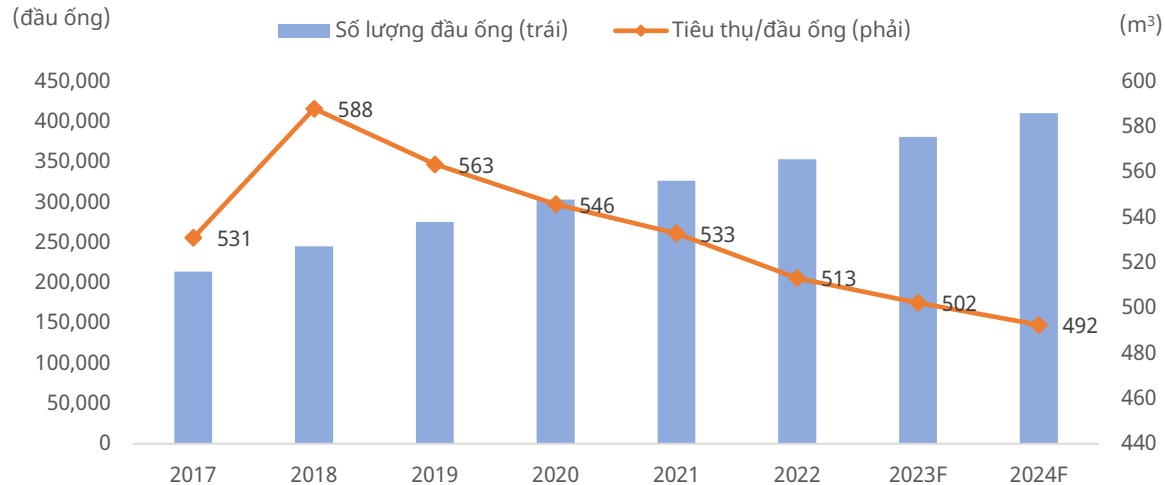
Tiêu thụ nước sạch trong 11T2023 không có nhiều thay đổi



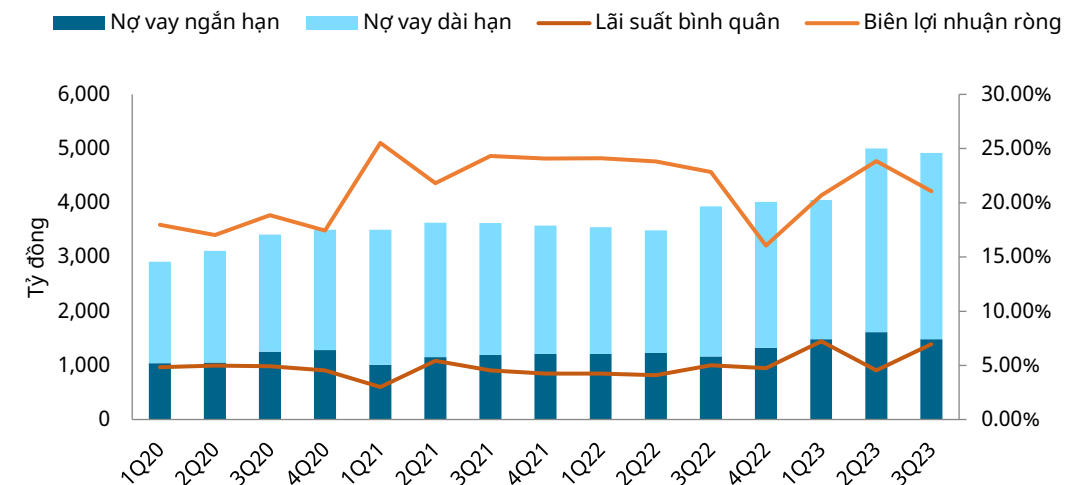
Nguồn công suất dự phòng đủ đáp ứng nhu cầu tăng trưởng



Lượng nước tiêu thụ trên mỗi đầu ống tại tỉnh Bình Dương giảm dần kể từ năm 2018



Sự gia tăng nợ vay trong môi trường lãi suất cao bào mòn biên lợi nhuận ròng



Nguồn: BWE, Mirae Asset Vietnam Research

Danh mục đầu tư (công ty mẹ sở hữu công suất thiết kế 760,000 m³/ngày đêm)

| Tên | Mã | Địa điểm | Vốn điều lệ (tỷ VND) | Tỷ lệ sở hữu của BWE | Công suất thiết kế (m ³ /ngày đêm) | Giá vốn đầu tư (VNDbn) |
|-----------------------------------|--------|------------|----------------------|----------------------|---|------------------------|
| Đầu tư tài chính | | | | | | |
| CTCP Cấp nước Đồng Nai | DNW | Đồng Nai | 1,000 | 19% | 500,000 | 361 |
| Công ty liên kết | | | | | | |
| CTCP Cấp thoát nước Cần Thơ | CTW | Cần Thơ | 280 | 25% | 97,500 | 153 |
| Công ty Cấp nước Cần Thơ 2 | CT2 | Cần Thơ | 118 | 49% | 55,000 | 149 |
| CTCP Cấp thoát nước Long An | LAW | Long An | 112 | 38% | 46,000 | 93 |
| CTCP Cấp nước Vĩnh Long | VLW | Vĩnh Long | 289 | 18% (*) | 48,000 | 191 |
| CTCP Cấp nước Gia Tân | GIWACO | Đồng Nai | 412 | 36% | 20,000 | 164 |
| CTCP Cấp nước Quảng Bình | NQB | Quảng Bình | 172 | 41% | 38,000 | 95 |
| Công ty con | | | | | | |
| CTCP Nước Biwase Long An | DNP LA | Long An | 484 | 93% | 60,000 | 635 |
| CTCP Nước và môi trường Bằng Tâm | | Long An | 12 | 77% | N/A | 30 |
| CTCP Công trình đô thị Cần Giuộc | | Long An | 4 | 97% | N/A | 35 |
| CTCP Công trình đô thị Châu Thành | | Long An | 7 | 96% | N/A | 31 |

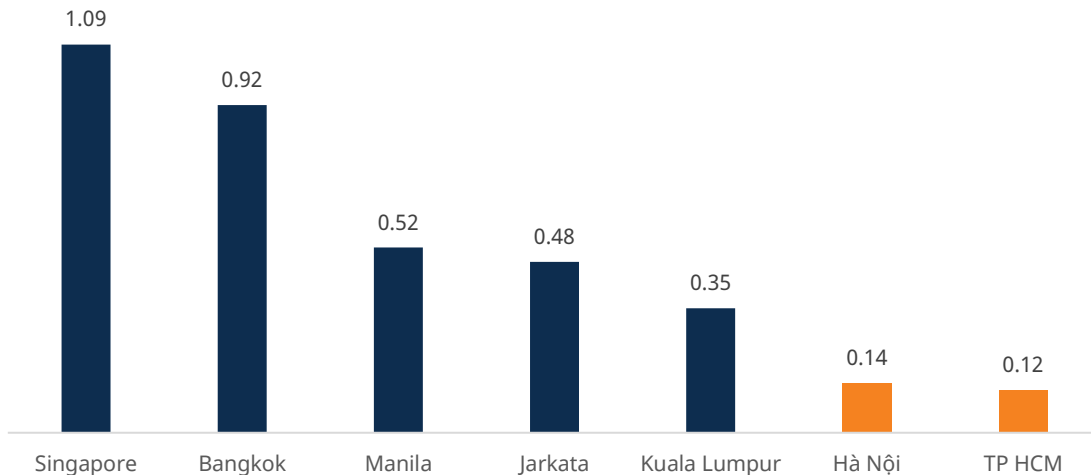
Nguồn: BWE, Mirae Asset Vietnam Research (*năm giữ thông qua công ty con)

Bất động sản thương mại – Dư địa cho phát triển

Việt Nam tiếp tục là mảnh đất màu mỡ cho thị trường bán lẻ

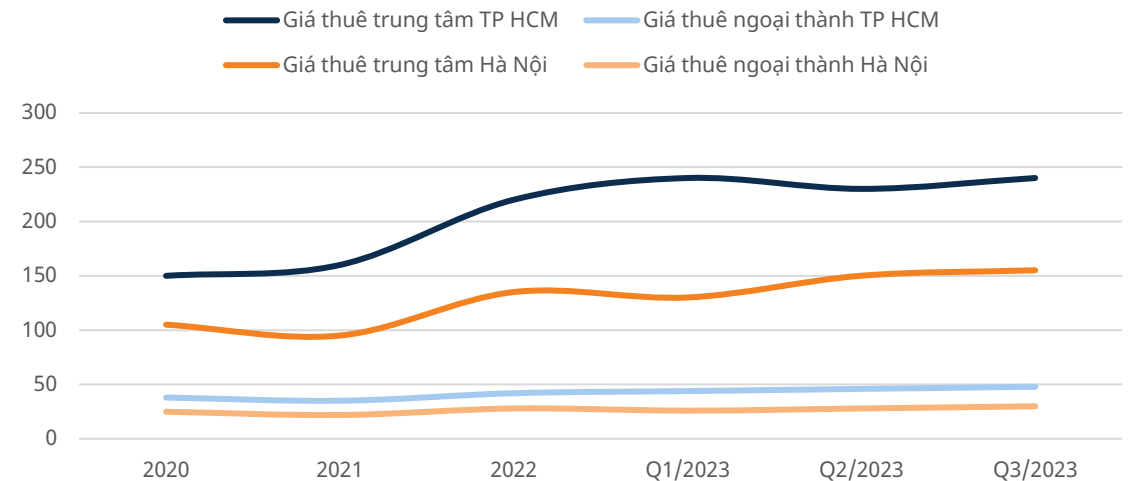
- **Thị trường Hà Nội và TP HCM với lực cầu ổn định và nguồn cung hạn chế**, tiếp tục là mảnh đất màu mỡ cho ngành bán lẻ. Trong 2023, Hà Nội khai trương TTTM Lotte Mall Lakeview, còn TP.HCM cũng vừa mở cửa trở lại TTTM Hùng Vương Plaza. Cả hai TTTM đã đạt tỷ lệ lấp đầy 100%, cho thấy sức hút của mảng hoạt động này. Trong 2024-2025, thị trường kỳ vọng sẽ đón nhận thêm khoảng 218 nghìn m² sàn tại Hà Nội và khoảng 96 nghìn m² sàn tại TP HCM.
- **Xu hướng xây và cho thuê TTTM cũng lan ra các khu rìa trung tâm và các tỉnh**: Trong miền Nam và miền Trung, Central Retail mở thêm hệ thống siêu thị tại Đồng Nai, Quảng Nam; Aeon khai trương mô hình mới tại Bình Dương, và Thiso mở Emart thứ 3 tại Gò Vấp. Tại miền Bắc, khu vực phía Tây và phía Nam Hà Nội sẽ là nơi tập trung nguồn cung lớn trong tương lai.
- **Nguồn cung khan hiếm dẫn đến giá cho thuê liên tục tăng cao trong 2 năm trở lại đây**. Giá chào thuê tại khu vực trung tâm TP HCM trong 2 năm qua đã tăng gần gấp đôi từ 150 USD/m²/tháng lên gần 250 USD/m²/tháng. Tại Hà Nội, giá tuy thấp hơn nhưng cũng đã tăng 1.5 lần từ xấp xỉ 100 USD/m²/tháng vào năm 2021 lên hơn 150 USD/m²/tháng hiện nay. Ngược lại các khu vực ngoại thành lại không có thay đổi lớn về giá chào thuê.
- **So với các thị trường khác trong khu vực, ngành kinh doanh sàn thương mại tại Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa để phát triển**. Tính đến T6/2023, diện tích sàn thương mại trên đầu người tại Hà Nội (0.14 m²) và TP HCM (0.12 m²) nằm ở mức thấp nhất so với các thành phố khác trong khu vực, như Kuala Lumpur (0.35 m²), Manila (0.52 m²), Bangkok (0.92 m²). Bên cạnh đó, mặc dù thị trường khó khăn, tăng trưởng doanh thu mảng bán lẻ 6T2023 vẫn ở mức cao, tăng 6.5% so với cùng kỳ, cao hơn hầu hết các nước trong khu vực như Malaysia (6%), Singapore (1.1%), Thái Lan (1%), và chỉ kém Indonesia (7.9%).
- **Thách thức trong ngắn hạn**: Lượng footfall tại nhiều TTTM lớn vẫn chưa quay về mức trước dịch, trong khi đó người tiêu dùng vẫn thận trọng trong chi tiêu khi tình hình kinh tế trong nước và thế giới còn nhiều khó khăn.

Tỷ lệ diện tích sàn trên đầu người so với một số thành phố (m²)



Nguồn: CBRE, VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Giá cho thuê sàn thương mại (US\$/m²/tháng)



Bất động sản dân dụng – Nguồn cung eo hẹp

Thị trường giao dịch chưa hồi phục bất chấp các chính sách hỗ trợ

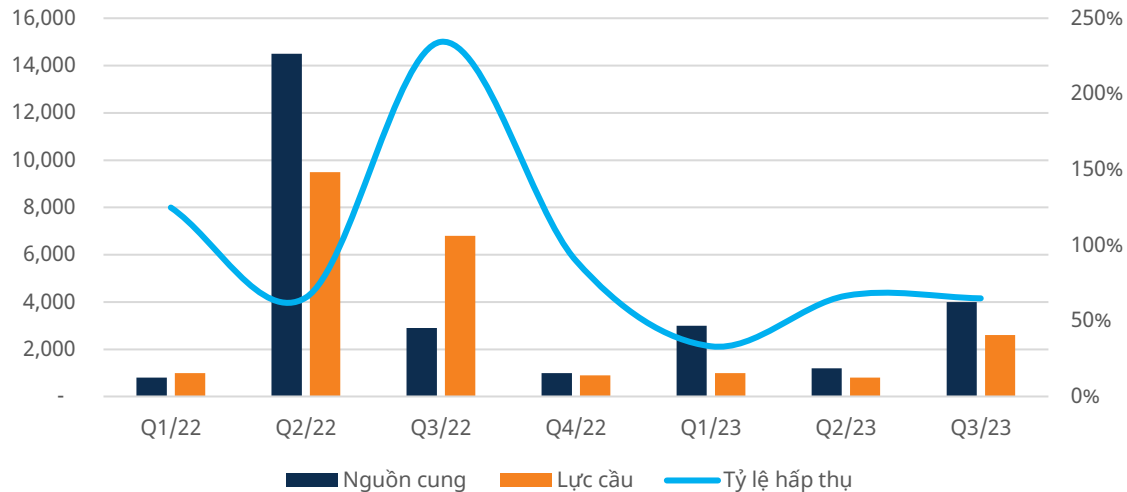
Tại TP Hồ Chí Minh

- Thị trường căn hộ 9T2023 không có nhiều thay đổi khi nguồn cung vẫn eo hẹp, chỉ khoảng gần 8,000 căn hộ được chào bán, nhiều khả năng 2023 sẽ là một trong những năm có nguồn cung thấp nhất từ trước tới nay. Bên cạnh đó, hầu hết căn hộ mở bán trong 9T2023 đều đến từ phân khúc cao cấp, và theo chúng tôi tình hình này sẽ tiếp tục kéo dài cho đến 1-2 năm tới. Giá bán hầu như không giảm từ đầu 2022, thay vào đó, chủ đầu tư áp dụng các chính sách ưu đãi như hỗ trợ vay vốn để đảm bảo tỷ lệ hấp thụ.
- Đối với phân khúc nhà phố, nguồn cung 2023 tại thị trường sơ cấp cực kỳ hạn chế, và giao dịch trên thị trường thứ cấp cũng vô cùng ảm đạm, tuy nhiên thị trường kỳ vọng sẽ có sự sôi động trở lại vào 2024 khi các khu đô thị mới ở phía Đông và phía Nam được chào bán, như dự án An Hưng Residence (Nhà Bè) hay Global City (Thủ Đức). Giá chào bán cũng không có biến động lớn kể từ sau đợt sốt đất lớn đầu năm 2022, và các chủ đầu tư cũng áp dụng các gói ưu đãi như cam kết cho thuê để thu hút người mua nhà.

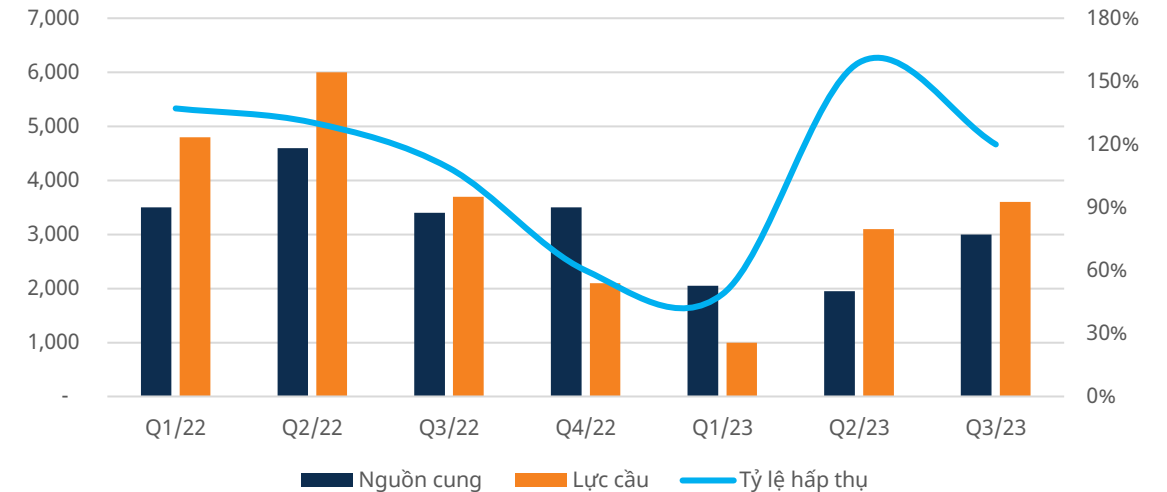
Tại Hà Nội

- Thị trường Hà Nội trong 9T2023 chỉ đạt gần 7,000 căn hộ chào bán, dự kiến trong Q4/2023 sẽ có thêm gần 5,000 căn hộ, nâng tổng số sản phẩm chào bán trong năm lên 12,000 căn, đánh dấu năm có nguồn cung thấp nhất trong nhiều năm trở lại đây, tương tự như tình hình tại TP HCM. Nguồn cung eo hẹp và tập trung chủ yếu ở phân khúc cao cấp và trung cấp đã dẫn đến hiện tượng giá chào bán trung bình ở hai phân khúc này tăng liên tục, hiện đã đạt đỉnh trong nhiều năm trở lại đây (>60 triệu / m² phân khúc cao cấp và >40 triệu / m² phân khúc trung cấp).
- Nguồn cung phân khúc nhà phố tại Hà Nội dự kiến sẽ có khoảng 3000 căn trong 2023 nhờ các dự án tại Hưng Yên và phía Tây, phía Bắc của thành phố. Tuy nguồn cung không bằng 2022 với gần 20,000 căn hộ đến từ các dự án của Vinhomes, nhưng nhìn chung tương đồng so với các năm 2018 – 2021. Lượng hấp thụ cũng khá ổn định, một phần nhờ giá bán giảm nhẹ sau khi lập đỉnh trong Q3/2022 cùng với chính sách bán hàng linh hoạt của các chủ đầu tư.

Tình hình căn hộ thị trường TP HCM



Tình hình căn hộ thị trường Hà Nội



Nguồn: CBRE, Mirae Asset Vietnam Research

Bất động sản – Kỳ vọng ảm đẫm trong 2024

Sức khỏe tài chính đang dần ổn định

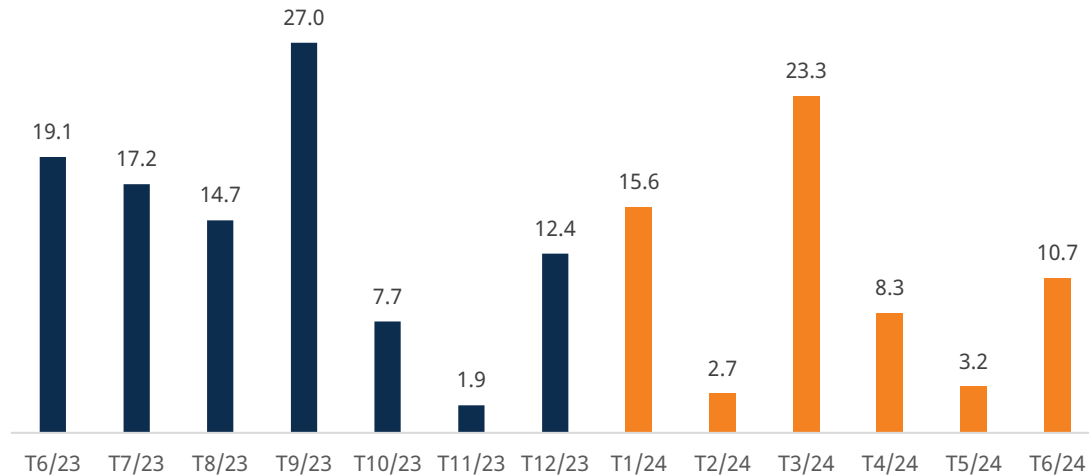
Sức khỏe tài chính đang dần được ổn định

- Trong 2023, các công ty bất động sản đã tích cực mua lại trái phiếu trước hạn, và giảm dần nợ vay. Tính trong 10T2023, tổng giá trị trái phiếu được mua lại lên đến 161 nghìn tỷ đồng (năm 2022 là 219 nghìn tỷ). Lượng phát hành cũng rất hạn chế, chỉ có 71 nghìn tỷ đồng trái phiếu được phát hành trong 10T2023, so với con số kỷ lục 214 nghìn tỷ đồng trong 2021.
- Động thái trên giúp nhiều doanh nghiệp giảm áp lực tài chính cho các năm sau, tuy nhiên bên cạnh đó các công ty cũng gặp nhiều khó khăn khi tâm lý thị trường đi xuống ảnh hưởng đến khả năng bán hàng cũng như ghi nhận doanh thu và lợi nhuận. Trong 10 công ty BĐS lớn chỉ có KHG, VHM và VRE ghi nhận sự cải thiện đáng kể tỷ suất EBITDA/Nợ vay, các doanh nghiệp còn lại đều suy giảm đáng kể khả năng trả nợ so với cùng kỳ năm trước.
- Bên cạnh đó, Thông tư 02/2023/TT-NHNN về cơ cấu thời hạn trả nợ, cho phép giữ nguyên nhóm nợ cũng đang được NHNN xem xét kéo dài thời gian để gỡ khó cho cả ngân hàng và doanh nghiệp trong việc thúc đẩy và tiếp cận nguồn vốn.

Luật nhà ở và luật kinh doanh bất động sản sẽ được áp dụng vào năm 2025

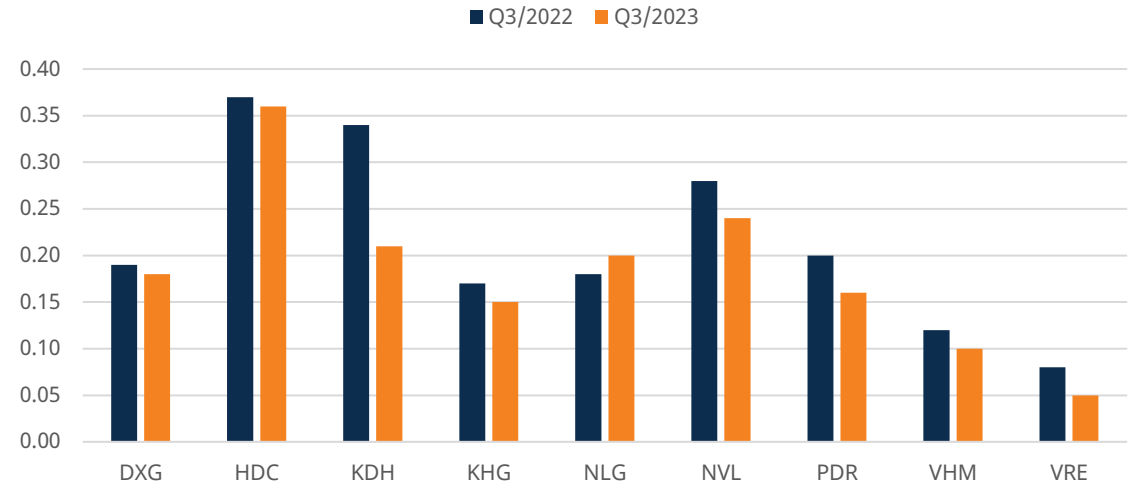
- Điểm đáng kể nhất với luật nhà ở 2023 là mở rộng đối tượng đầu tư nhà ở xã hội (NOXH), mở rộng đối tượng được phép mua NOXH, bổ sung chính sách ưu đãi cho đối tượng mua NOXH và quan trọng nhất là bỏ quy định phải dành tối thiểu 20% quỹ đất nhà ở thương mại để xây NOXH vốn làm khó nhiều doanh nghiệp bất động sản.
- Luật kinh doanh bất động sản mới đã quy định tiền đặt cọc không quá 5% (thị trường hiện tại khoảng 10%) và thanh toán lần đầu không quá 30% mang tính chất bảo vệ người mua nhà, tuy nhiên có thể sẽ gây khó khăn cho một số doanh nghiệp trong việc cân đối dòng tiền.

Trái phiếu bất động sản đáo hạn (nghìn tỷ)



Nguồn: VBMA, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tổng vốn vay / Tổng tài sản



Đạt đỉnh cao mới

Trần Tuấn Long, long.tt@miraeasset.com.vn



| (Cập nhật) | MUA |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 32,000 |
| Thị giá (2/01/24) | 23,100 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 39% |

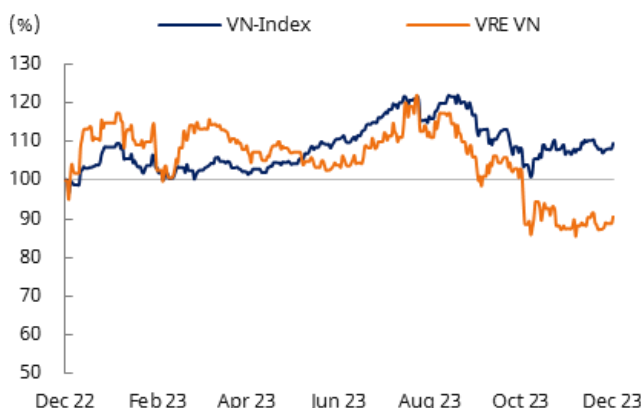
| | |
|-----------------------------------|-------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 4,387 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 6.1 |
| P/E (24F, x) | 12.0 |

| | | |
|-------------------------------|--------|-----|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 53,172 | (%) |
| SL cổ phiếu (triệu) | 2,272 | |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 26.4 | |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 31.9 | |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 21,600 | |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 32,000 | |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|-----|-------|-------|
| Tuyệt đối | 3.5 | -14.3 | -9.3 |
| Tương đối | 1.5 | -12.5 | -18.8 |

Điểm nhấn đầu tư

- Chúng tôi kỳ vọng mảng bất động sản thương mại sẽ tiếp tục đà hồi phục. Lượng footfall trong Q3/2023 đạt 89% lượng khách trước dịch, và kỳ vọng sẽ quay lại mức trước dịch vào năm 2024. Với giá cho thuê sàn thương mại vẫn neo cao, bất chấp tình hình kinh tế chung có nhiều biến động. Trong năm 2024, VRE sẽ khai trương Vincom Megamall Grand Park tại TP.HCM (46,000 m², T4/2024), Vincom Megamall Ocean Park 2 (56,000 m²), và 1 số dự án Vincom Plaza ở Hà Giang, Bắc Giang, Điện Biên, Đông Hà, sẽ cung cấp cho thị trường một lượng cung đáng kể (~ 160 nghìn m²) và góp phần tăng trưởng doanh thu cho VRE lần lượt 13% và 7% cho giai đoạn 2024 - 2025.
- Các dự án khác đang được triển khai bao gồm Vincom Megamall Phú Yên, Vincom Megamall Cổ Loa. Theo VRE, hiện nay doanh nghiệp đã chuẩn bị quỹ đất để phát triển 2 - 3 TTTM ở TP.HCM và 1 TTTM ở Long An. VRE dự kiến bàn giao khoảng 100 căn shophouse tại dự án ở Đông Hà Quảng Trị trong quý 4/2023.
- Tỷ lệ lấp đầy tăng nhẹ lên 85.4% trong Q3/2023, và VRE duy trì định hướng tăng tỷ lệ này lên gần 90% vào cuối 2023. Ban lãnh đạo cho biết sẽ tập trung hơn vào mục tiêu tăng tỷ lệ lấp đầy thay vì gia tăng độ phủ của trung tâm thương mại như trước. Tổng nợ giảm đáng kể từ 3.2 nghìn tỷ đồng năm 2022 xuống còn 2.2 nghìn tỷ đồng trong Q3/2023 (-32%), trong khi tiền mặt tăng lên 8.8 nghìn tỷ đồng (+24% sv. 2022), cho thấy sức khỏe tài chính vững mạnh.
- 9T2023, doanh thu từ hoạt động cho thuê đạt 5.8 nghìn tỷ đồng (+19% sv ck), hoạt động chuyển nhượng bất động sản đạt 1.5 nghìn tỷ đồng (tăng hơn 6 lần sv ck). Lợi nhuận sau thuế 9T2023 đạt 3.3 nghìn tỷ đồng (+72% sv ck), đạt được 70% kế hoạch.
- CP VRE đang giao dịch tại mức 2024F P/E 12x và P/B 1.8x, thấp hơn trung bình 5 năm lần lượt là 58% và 19%.



| FY (31/12) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 8,329 | 5,891 | 7,361 | 9,437 | 10,661 | 11,489 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 3,093 | 1,757 | 3,453 | 5,115 | 6,147 | 6,856 |
| Biên LNHĐ (%) | 37.1 | 29.8 | 46.9 | 54.2 | 50.8 | 54.4 |
| LNTT (tỷ đồng) | 4,841 | 3,626 | 4,725 | 5,165 | 5,483 | 6,321 |
| LNR (tỷ đồng) | 2,382 | 1,315 | 2,776 | 4,132 | 4,387 | 5,057 |
| EPS (VND) | 1,048 | 578 | 1,222 | 1,774 | 1,883 | 2,171 |
| ROE (%) | 8.5 | 4.4 | 8.3 | 11.7 | 11.9 | 12.8 |
| P/E (x) | 30.0 | 52.1 | 21.5 | 12.7 | 12.0 | 10.4 |
| P/B (x) | 2.4 | 2.2 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.6 |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 39,816 | 37,873 | 42,701 | 45,165 | 47,778 | 51,358 |
| VCSH (tỷ đồng) | 29,336 | 30,651 | 33,425 | 35,228 | 36,886 | 39,615 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tiếp tục vị thế dẫn đầu

Trần Tuấn Long, long.tt@miraeasset.com.vn



| | |
|--------------------------------|---------------|
| (Cập nhật) | MUA |
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 63,000 |
| Thị giá (2/01/24) | 43,000 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 47% |

| | |
|-----------------------------------|--------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 58,701 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | Na |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 14 |
| P/E (24F, x) | 2.9 |

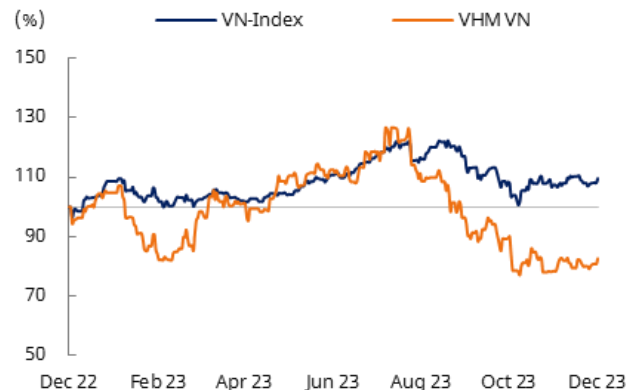
| | |
|-------------------------------|---------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 179,400 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 4,354 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 21.1 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 22.6 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 36,750 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 66,200 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|-----|-------|-------|
| Tuyệt đối | 5.4 | -25.6 | -17.3 |
| Tương đối | 3.4 | -23.8 | -26.8 |

Điểm nhấn đầu tư

- Doanh số bán hàng kỳ vọng duy trì đà tăng trong 2024:** Chúng tôi dự phóng Vinhomes sẽ có một năm ghi nhận doanh số bán hàng tốt với 3 dự án được mở bán là dự án Vinhomes Vũ Yên (877ha, Hải Phòng), Vinhomes Cổ Loa (385ha, Hà Nội), Vinhomes Wonder Park (133ha, Hà Nội). Bên cạnh đó, ban quản lý cho biết sẽ mở bán 3 dự án nhà ở xã hội tại Hải Phòng, Thanh Hóa, và Quảng Trị bắt đầu từ quý 4/2023 và kéo sang năm 2024. Trong giai đoạn 2024 - 2025, chúng tôi cho rằng tình hình bất động sản nhìn chung sẽ cải thiện với tốc độ tương đối chậm. Tuy nhiên, các dự án của Vinhomes phần lớn đều ở vị trí tốt, pháp lý đầy đủ, nếu lãi suất mua nhà tiếp tục đà giảm sẽ hấp dẫn người mua có nhu cầu ở thực. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu của Vinhomes lần lượt 15% và 8% cho giai đoạn 2024 - 2025.
- Lo ngại về các nghĩa vụ nợ tác động đến tâm lý thị trường:** Nợ vay của Vinhomes Q3/2023 đạt 43.1 nghìn tỷ đồng (+21% CK), trong đó khoảng 13.5 nghìn tỷ đồng — tương đương 32% tổng nợ — sẽ đáo hạn trong vòng chưa đầy một năm. Tháng 11/2023, VHM công bố nghị quyết phát hành trái phiếu riêng lẻ, cho thấy tổng nợ sẽ tiếp tục tăng. Đợt phát hành dự kiến có tổng mệnh giá 2,000 tỷ đồng và thời gian đáo hạn tối đa là 24 tháng. Q3/2023, nợ ngân hàng chiếm 60% tổng nợ vay và đều có tài sản đảm bảo, trong khi đó, nợ trái phiếu đạt 6.5 nghìn tỷ đồng, nhưng khoảng 65% giá trị không có tài sản đảm bảo. Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản của Vinhomes đạt 10%, ít hơn nhiều so với các đối thủ khác trong ngành.
- Kết quả kinh doanh 9T2023:**
 - 9T2023, Vinhomes đã thu về 94.6 nghìn tỷ đồng doanh thu, nếu tính thêm doanh thu từ hợp đồng hợp tác kinh doanh BCC và lợi nhuận tài chính thì tổng doanh thu đạt 108 nghìn tỷ đồng, vượt kế hoạch 2023 đề ra. Lợi nhuận sau thuế 9T2023 đạt 32.4 nghìn tỷ đồng (+62% CK), vượt kế hoạch 30 nghìn tỷ đồng của ban lãnh đạo.
 - Trong Q3/2023, hoạt động presale ghi nhận 11.3 nghìn tỷ đồng bán sỉ từ dự án ở Vũ Yên Hải Phòng, chiếm 70% tổng presale trong Q3/2023 ~ 16.1 nghìn tỷ đồng (-9% CK). Presale 9T2023 đạt 56.1 nghìn tỷ đồng, giảm 50% so với cùng kỳ do Vinhomes mở bán Ocean Park 2 trong nửa đầu năm 2022.
 - Doanh thu chưa thực hiện tính đến T9/2023 đạt 76.9 nghìn tỷ đồng, chia đều cho các dự án Ocean Park 1, 2, 3 và một phần nhỏ Smart City và Grand Park. Ngoài ra, ban quản lý cho biết có 4 dự án đã được cấp giấy phép, tổng diện tích hơn 950 hecta, tại Tuyên Quang, Hải Phòng, Bắc Giang.

| | FY (31/12) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | | 71,547 | 84,986 | 62,393 | 111,460 | 128,759 | 139,375 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | | 21,062 | 42,402 | 37,973 | 63,724 | 71,947 | 75,415 |
| Biên LNHĐ (%) | | 29.4 | 49.9 | 60.9 | 57.2 | 55.9 | 54.1 |
| LNTT (tỷ đồng) | | 36,517 | 48,183 | 38,643 | 65,596 | 74,105 | 77,762 |
| LNR (tỷ đồng) | | 27,351 | 38,825 | 28,831 | 51,692 | 58,701 | 61,461 |
| EPS (VND) | | 6,396 | 9,015 | 6,621 | 11,871 | 13,481 | 14,115 |
| ROE (%) | | 38.6 | 36.9 | 19.6 | 27.3 | 24.4 | 21.0 |
| P/E (x) | | 10.8 | 9.1 | 7.2 | 3.3 | 2.9 | 2.7 |
| P/B (x) | | 3.4 | 2.9 | 1.4 | 0.9 | 0.7 | 0.6 |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | | 215,326 | 230,516 | 361,813 | 399,061 | 480,819 | 558,662 |
| VCSH (tỷ đồng) | | 89,130 | 131,407 | 148,522 | 192,547 | 242,967 | 296,486 |



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Bước tiến và thách thức

Trần Tuấn Long, long.tt@miraeasset.com.vn

| | |
|-------------------------|--------|
| (Cập nhật) | MUA |
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 55,500 |
| Thị giá (2/01/24) | 44,000 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 26% |

| | |
|-----------------------------------|-------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 5,452 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 20 |
| P/E (24F, x) | 29.8 |

| | |
|-------------------------------|---------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 165,525 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 3,814 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 25.9 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 12.4 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 38,700 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 76,600 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|-----|-------|-------|
| Tuyệt đối | 5.0 | -16.9 | -21.2 |
| Tương đối | 2.9 | -15.0 | -30.8 |

Điểm nhấn đầu tư

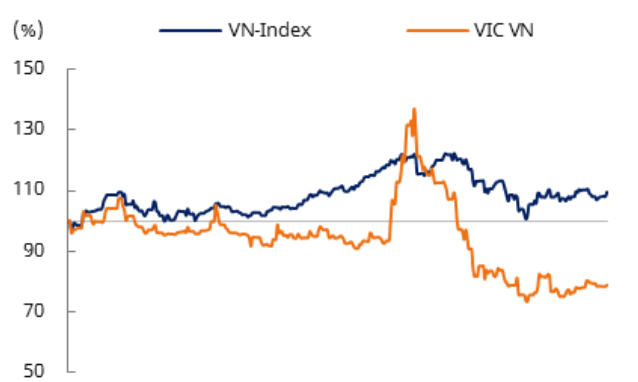
2024 tiếp tục sẽ là năm thử thách với Vingroup, khi mảng sản xuất xe điện vẫn chưa có dấu hiệu hòa vốn, đặt biệt trong bối cảnh Vingroup đang có kế hoạch mở rộng sản xuất và bán hàng lên 50 thị trường trong năm sau. Ở chiều ngược lại, các mảng chủ đạo khác của Vingroup như bất động sản nhà ở và bất động sản thương mại, theo chúng tôi dự phóng, sẽ tiếp tục đà tăng trưởng. Chúng tôi dự phóng Vingroup sẽ tăng trưởng doanh thu xấp xỉ 15% cho 2024.

Mảng công nghiệp có bước tiến đáng kể tuy vẫn còn nhiều khó khăn

Vinfast có một quý tăng trưởng tốt khi bàn giao hơn 10 nghìn xe hơi điện (quý 3 năm trước mảng xe điện mới được hình thành không lâu do đó chỉ bàn giao được hơn 150 xe) và 28 nghìn xe máy điện trong Q3/2023 (tăng gấp 2 lần so với cùng kỳ năm trước), đánh dấu quý thành công nhất của mảng xe điện từ trước đến nay. Tính lũy kế 9T2023, Vinfast đã bàn giao 21.3 nghìn xe hơi điện (trong đó khoảng 14 nghìn xe được bán cho GSM, một công ty taxi có liên quan với Vingroup) và 48.1 nghìn xe máy điện, thu về 17.1 nghìn tỷ đồng, tăng 94% so với cùng kỳ và cao nhất từ trước đến nay. Tuy vậy, mảng này hiện đang lỗ gộp 12.5 nghìn tỷ đồng cho 9T2023, giảm nhẹ so với mức 15.6 nghìn tỷ đồng cùng kỳ năm trước. Tính từ 2019 đến nay, lỗ gộp lũy kế của mảng này đã lên đến 49.2 nghìn tỷ đồng.

Theo VIC, nhà máy Vinfast tại Mỹ đang chờ giấy phép xây dựng, ngoài ra Vinfast cũng đang có kế hoạch mở rộng nhà máy sang thị trường Ấn Độ và Indonesia. Dự kiến tổng mức đầu tư capex trong 6 tháng tiếp theo khoảng 1.5 - 2 tỷ USD.

Áp lực nợ gia tăng: Tình hình nợ vay tiếp tục ở mức cao trong 9T2023, với tổng dư nợ lên đến 193.5 nghìn tỷ đồng (+58.2% sv ck), trong đó chủ yếu là nợ ngắn hạn đã tăng hơn gấp đôi từ 40 nghìn tỷ lên 95 nghìn tỷ đồng. Nợ trái phiếu 65.8 nghìn tỷ đồng (-16% sv ck), chiếm gần 40% tổng nợ vay của Tập đoàn, trong đó khoảng 48 nghìn tỷ đồng trái phiếu sẽ đáo hạn trong vòng 1 năm tới. Việc tăng dần tỷ trọng nợ vay ngắn hạn so với nợ vay dài hạn có thể gây áp lực lên dòng tiền của Tập đoàn trong tương lai.



| FY (31/12) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 110,490 | 125,688 | 101,794 | 171,359 | 197,063 | 226,622 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | (3,344) | 3,120 | 8,004 | 5,761 | 6,277 | 8,001 |
| Biên LNHĐ (%) | (3.0)% | 2.5% | 7.9% | 3.4% | 3.2% | 3.5% |
| LNTT (tỷ đồng) | 13,943 | 3,146 | 12,756 | 7,060 | 7,542 | 9,598 |
| LNR (tỷ đồng) | 5,465 | (2,514) | 8,782 | 4,528 | 5,452 | 8,900 |
| EPS (VND) | 1,503 | (685) | 2,367 | 1,170 | 1,409 | 2,301 |
| ROE (%) | 7.1 | (2.8) | 1.5% | 1.7% | 1.8% | 2.2% |
| P/E (x) | 64.0 | NA | 22.7 | 35.9 | 29.8 | 18.3 |
| P/B (x) | 4.5 | 3.5 | 1.5 | 1.2 | 1.2 | 1.1 |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 422,504 | 428,384 | 577,407 | 619,606 | 626,706 | 667,946 |
| VCSH (tỷ đồng) | 135,853 | 159,572 | 135,655 | 134,291 | 139,246 | 142,001 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

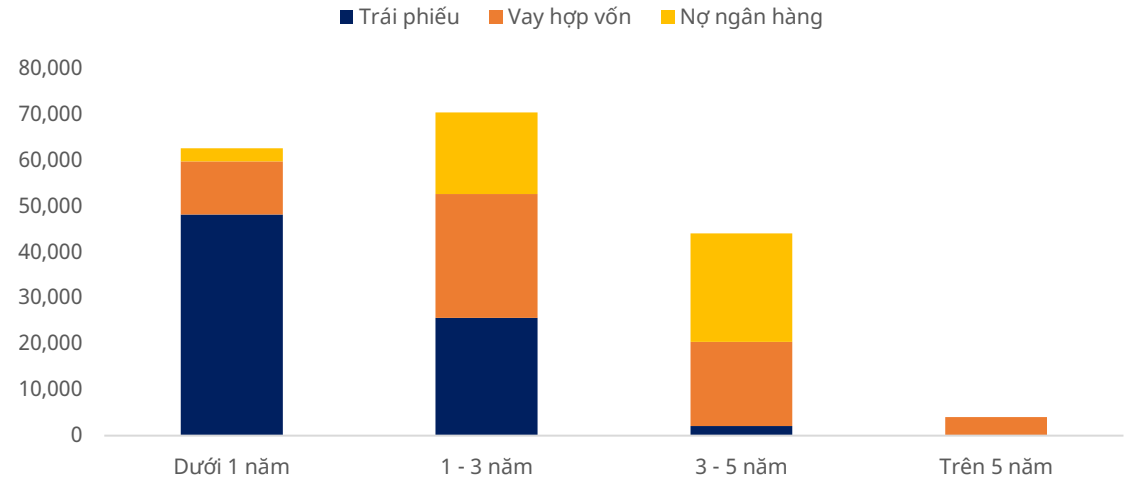
Tập đoàn VINGROUP - CTCP (HOSE: VIC)

Ngành xe điện ở Việt Nam tuy vẫn còn khá mới mẻ nhưng cho thấy nhiều cơ hội để phát triển. Tuy nhiên vẫn cần sự ủng hộ của Chính phủ để có sức cạnh tranh với đối thủ nước ngoài

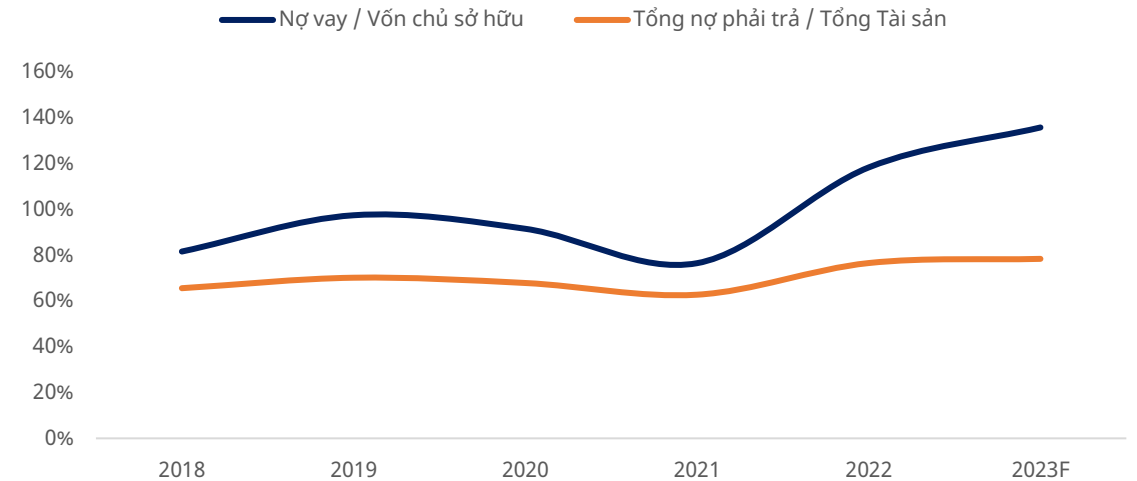


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Lượng nợ vay phải trả qua các năm tính đến Q3/2023 (tỷ đồng)



Tỷ lệ nợ vay (%)

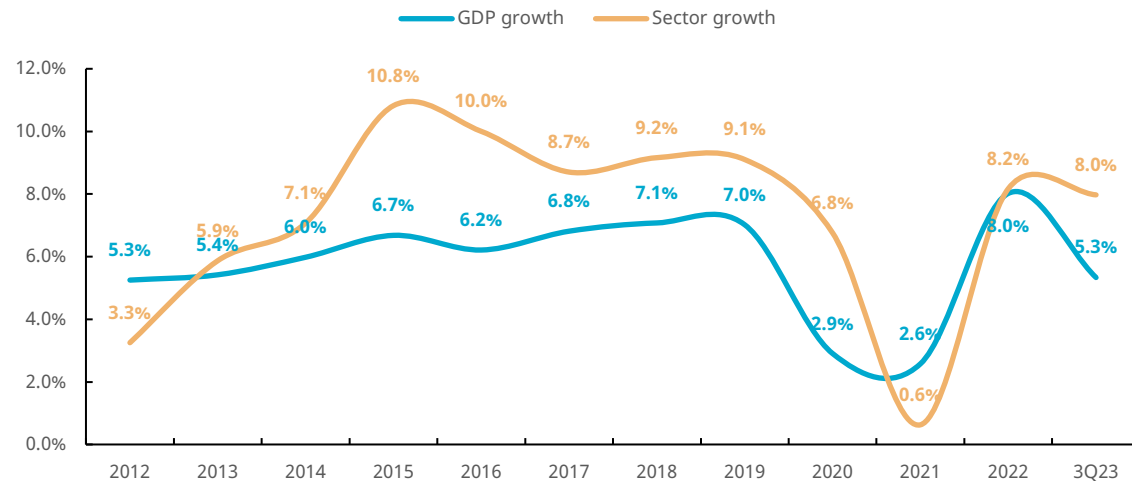


Xây dựng - Tín hiệu tăng trưởng

Tương quan mạnh với nền kinh tế

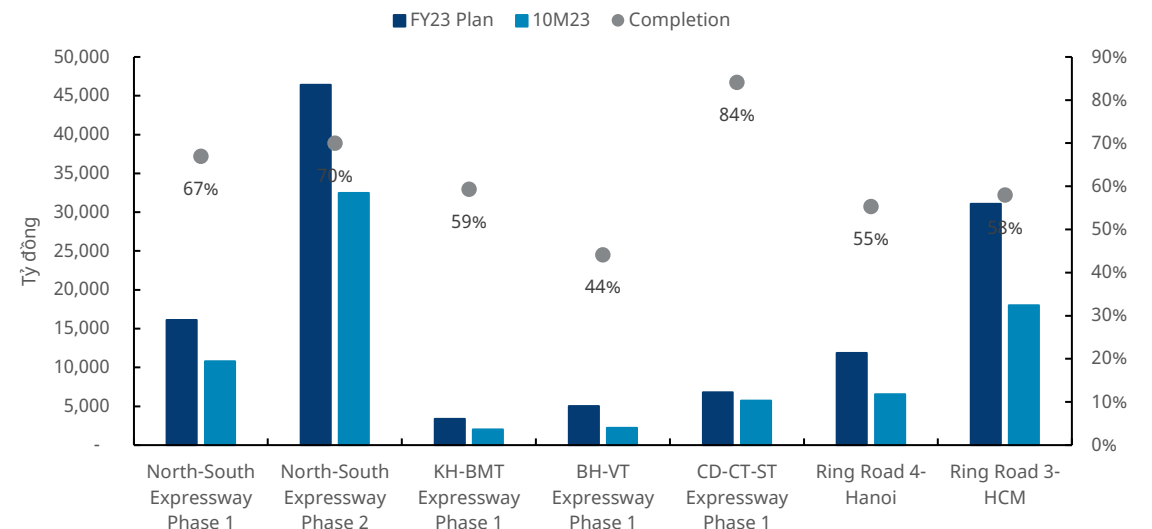
- Trong 10 năm qua, ngành xây dựng đã phát triển song hành theo cả xu hướng tăng và giảm, thể hiện mối tương quan chặt chẽ với nền kinh tế. Sau khi sụt giảm mạnh từ Q3/2022 đến Q1/2023, ngành nhanh chóng phục hồi khi nền kinh tế bắt đầu cải thiện từ Q2/2023, đạt mức tăng trưởng 8% CK trong Q3/2023. **Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng kinh tế là 6-6.5% cho năm 2024. Theo đó, ngành xây dựng dự kiến sẽ có mức tăng trưởng vượt trội hơn với tốc độ kỳ vọng 8-10% vào năm 2024.**
- Tiến độ vẫn chưa đạt kế hoạch 2023, nhưng con số giải ngân tăng.** Đến cuối T11/2023, ước tính giải ngân của Chính phủ Việt Nam là 460,980 tỷ đồng, đạt 59% mục tiêu năm tài chính 2023 (11T2022: 52.4%). So với mục tiêu Thủ tướng đề ra, giải ngân đạt 65.1% (11T2022: 58.3%); trong đó, giải ngân trong nước đạt 449,827 tỷ đồng và giải ngân nước ngoài đạt 11,153 tỷ đồng, lần lượt đạt 60.2% và 38.4% mục tiêu năm 2023. Dù kế hoạch chậm tiến độ nhưng con số tuyệt đối vẫn lớn hơn đáng kể so với năm 2022, tăng từ 338,319 tỷ đồng lên 460,980 tỷ đồng (36.3% YoY). Cập nhật tiến độ 7 dự án trọng điểm quốc gia, đến cuối T10/2023, ước giải ngân lũy kế 59,799 tỷ đồng, đạt 66.7% kế hoạch năm 2023.
- Do Chính phủ đẩy mạnh tốc độ giải ngân kể từ đầu năm, Việt Nam lần đầu tiên đạt 59% kế hoạch giải ngân trong vòng 11 tháng đầu năm. Chúng tôi lưu ý rằng việc giải ngân có xu hướng tăng lên trong thời gian cuối năm, trùng với thời điểm doanh thu của các công ty xây dựng tăng tốc.**

Tăng trưởng GDP và ngành xây dựng



Nguồn: GSO, MOF, Mirae Asset Vietnam Research

Giải ngân đầu tư công các dự án trọng điểm quốc gia



Xây dựng – Tín hiệu tăng trưởng (tt.)

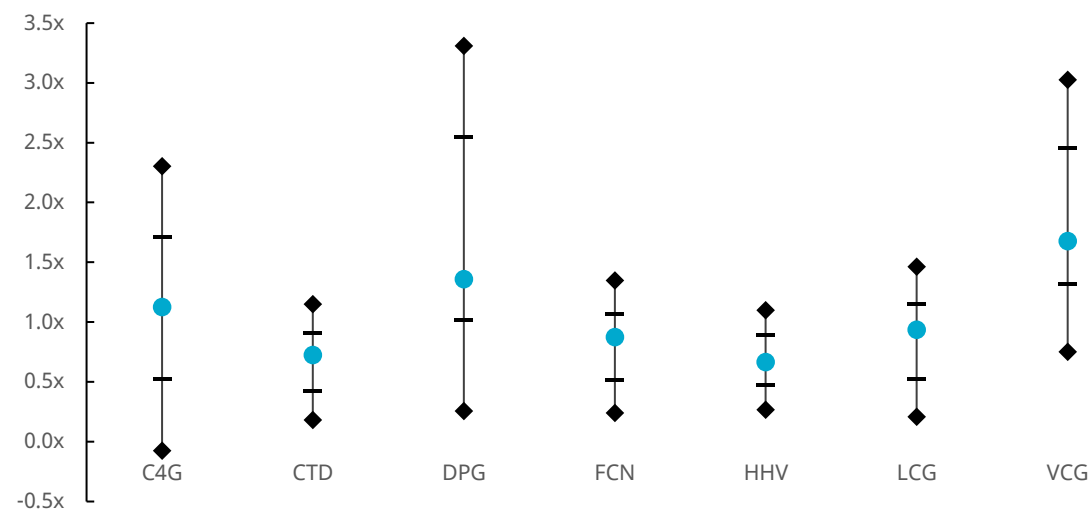
Định giá P/B đang ở mức hợp lý, gần với mức trung bình 5 năm

- **Các dự án hạ tầng lớn**
 - Việt Nam kỳ vọng Đường cao tốc Bắc-Nam với tổng vốn đầu tư ~200,000 tỷ đồng (~8.5 tỷ USD) sẽ được tích hợp hoàn chỉnh vào cuối năm 2025, vận chuyển hàng hóa, dịch vụ và hành khách không bị gián đoạn xuyên suốt trục Bắc-Nam.
 - Ngoài ra, giai đoạn 2025 – 2030, Việt Nam sẽ ưu tiên đầu tư đường cao tốc theo trục Đông – Tây. T6/2023, Chính phủ đã bắt đầu xây dựng ba đường cao tốc trên trục này, với tổng vốn đầu tư ước tính ~85,000 tỷ đồng (~3.6 tỷ USD).
- **Với tất cả các công trình đang được thực hiện, chúng tôi kỳ vọng chỉ tiêu của Chính phủ cho cơ sở hạ tầng sẽ tạo ra tác động lớn và thúc đẩy tăng trưởng cho nền kinh tế trong 3-5 năm tiếp theo.**
- **Kết quả kinh doanh và định giá:**
 - Do ngành đã phục hồi từ Q3/2023, một số công ty đang đi đúng hướng để đạt được kế hoạch cho năm tài chính 2023, trong khi những công ty khác khó có thể đạt được mục tiêu đề ra. HHV, CTD và DPG có nhiều khả năng hoàn thành kế hoạch năm 2023, cả về doanh thu và lợi nhuận ròng.
 - Với đợt tăng giá mạnh kéo dài kể từ đầu 2023, hệ số P/E vẫn ở mức cao đối với hầu hết các công ty nằm trong danh sách theo dõi của chúng tôi. Mặt khác, tỷ lệ P/B có giá trị hợp lý hơn, ở gần mức trung bình 5 năm.

Thời gian hoàn thành các dự án hạ tầng lớn

| Dự án thành phần | Thời gian | Giá trị | Hình thức đầu tư |
|--|-----------|---------|------------------|
| Cao tốc Bắc – Nam GĐ1 | 2017–2020 | 78,461 | PPP,PI |
| Cao tốc Bắc – Nam GĐ2 | 2021–2025 | 119,644 | PI |
| Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng | 2023–2026 | 44,700 | PI |
| Cao tốc Khánh Hòa – Buôn Ma Thuột | 2023–2026 | 21,935 | PI |
| Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu | 2023–2026 | 17,837 | PI |
| Cao tốc Dầu Giây – Liên Khương | 2023–2025 | 36,585 | PPP, PI |
| Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh | 2020–2025 | 22,691 | PPP |
| Sân bay Quốc tế Long Thành (GĐ1) | 2023–2026 | 35,233 | PI |
| Vành đai 3 Tp.HCM | 2023–2026 | 75,400 | PI |
| Vành đai 4 Tp.Hà Nội | 2023–2027 | 85,813 | PI |

Định giá P/B trong khoản +/- 2 độ lệch chuẩn (5 năm)



Nguồn: MOT, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research, PPP: Hợp tác công - tư, PI: Đầu tư công



Đánh đổi giữa tăng trưởng và lợi nhuận

Trần Duy Lam, lam.td@miraeasset.com.vn

| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 28,400 |
| Thị giá (2/01/24) | 24,400 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 16% |

| | |
|-----------------------------------|------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 215 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | -59 |
| P/E (24F, x) | 55.9 |

| | |
|-------------------------------|--------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 13,175 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 534 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 54.0 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 10.7 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 10,000 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 29,650 |

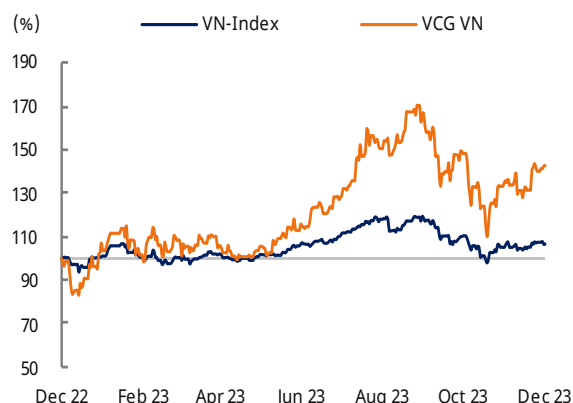
| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|-----|------|------|
| Tuyệt đối | 5.1 | 24.5 | 46.6 |
| Tương đối | 4.5 | 24.4 | 40.3 |

Điểm nhấn đầu tư

2024 dự phóng & định giá: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2024 sẽ tiếp tục tăng trưởng trên nền cao được thiết lập vào năm 2023. Trong đó, lĩnh vực xây dựng chiếm ưu thế với mức tăng trưởng 30%-35% khi khối lượng công việc cải thiện đáng kể. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng dự phóng giảm do doanh thu & lợi nhuận gộp từ lĩnh vực bất động sản suy giảm. Doanh thu từ các mảng khác dự kiến ổn định, bao gồm các lĩnh vực này mang tính phòng thủ (thủy điện, nhà máy nước) và ổn định (giáo dục). Nhìn chung, tăng trưởng doanh thu ước đạt 8.4% CK nhưng lợi nhuận gộp giảm 19.6% CK vào năm 2024. Áp dụng định giá P/E so với các công ty cùng ngành, chúng tôi duy trì giá mục tiêu lên 28,494 đồng/CP.

Kết quả kinh doanh 9T2023:

- VCG báo cáo doanh thu 9T2023 đạt 8,915 tỷ đồng (+33.1% CK) và lợi nhuận gộp 875 tỷ đồng (+16.5% CK), nhờ doanh thu tăng đột biến từ mảng xây dựng và bất động sản. Ngoài ra, VCG đã hoàn nhập khoản dự phòng khoảng 312 tỷ đồng trong 9T2023. Theo đó, chi phí quản lý đã đóng góp 49 tỷ đồng vào thu nhập trong 9T2023, so với chi phí phát sinh là 116 tỷ đồng trong 9T2022. Mặc dù doanh thu tăng trưởng ấn tượng, chi phí lãi vay vẫn tiếp tục ăn mòn lợi nhuận của VCG do tổng nợ ở mức cao. Kết quả LNR đạt 231 tỷ đồng (-77.0% CK) trong 9T2023. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý trong cùng kỳ năm ngoái VCG có khoản thu nhập tài chính từ đánh giá lại tài sản trị giá 662 tỷ đồng.
- Xây dựng:** Mảng đóng góp chủ đạo vào tốc độ tăng trưởng doanh thu của công ty, chiếm 60% doanh thu, chủ yếu là các dự án cơ sở hạ tầng (xây dựng cầu và đường cao tốc). Tuy nhiên, kết quả 9T2023 thể hiện tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 2.1% từ mức 4.7% (CK). Với doanh thu tăng trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp giảm, chúng tôi cho rằng công ty đang đánh đổi giữa tăng trưởng và lợi nhuận.
- Bất động sản:** Ngược lại với năm 2022, mảng bất động sản ghi nhận sự tăng trưởng cả về doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp, với doanh thu đạt 1,938 tỷ đồng (+254% CK) và lợi nhuận gộp đạt 493 tỷ đồng (+CK% YoY). Doanh thu nhiều khả năng đến từ việc bàn giao tòa tháp Green Diamond và một số trong khu 99 căn biệt thự ở Cát Bà Amatina, mặc dù công ty báo cáo chi tiết về việc ghi nhận doanh thu.
- Sản xuất:** Cùng với nhà máy Ngòi Phát hiện đang hoạt động, chúng tôi kỳ vọng hai nhà máy thủy điện (Dakba) của VCG sẽ tạo ra thu nhập ổn định cho công ty trong thời gian tới.



| FY (31/12) | 2020H | 2021H | 2022H | 2023F | 2024F | 2025F |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (Tỷ đồng) | 5,551 | 5,749 | 8,453 | 14,059 | 15,242 | 17,038 |
| Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng) | 836 | 829 | 917 | 1,562 | 1,256 | 1,464 |
| Biên LNG | 15.1% | 14.4% | 10.8% | 11.1% | 8.2% | 8.6% |
| LNR (Tỷ đồng) | 1,605 | 394 | 782 | 520 | 215 | 530 |
| EPS (VND) | 3,667 | 950 | 1,607 | 1,067 | 441 | 772 |
| ROE | 23.0% | 7.1% | 10.7% | 6.4% | 3.7% | 4.7% |
| P/E(x) | 13.1 | 57.5 | 17.7x | 23.1x | 55.9x | 31.9x |
| P/B (x) | 2.9 | 3.4 | 2.0x | 2.0x | 2.2x | 2.1x |
| Tổng Tài sản (Tỷ đồng) | 19,609 | 30,969 | 31,999 | 33,628 | 35,774 | 37,961 |
| Vốn chủ sở hữu (Tỷ đồng) | 7,052 | 7,526 | 9,931 | 10,618 | 11,016 | 11,546 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Phân khúc xây dựng phục hồi

Trần Duy Lam, lam.td@miraeasset.com.vn

| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 44,700 |
| Thị giá (2/01/24) | 39,000 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 15% |

| | |
|-----------------------------------|------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 273 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 40.1 |
| P/E (24F, x) | 10.3 |

| | |
|-------------------------------|--------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 2,457 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 63 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 50.7 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 1.9 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 24,700 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 47,800 |

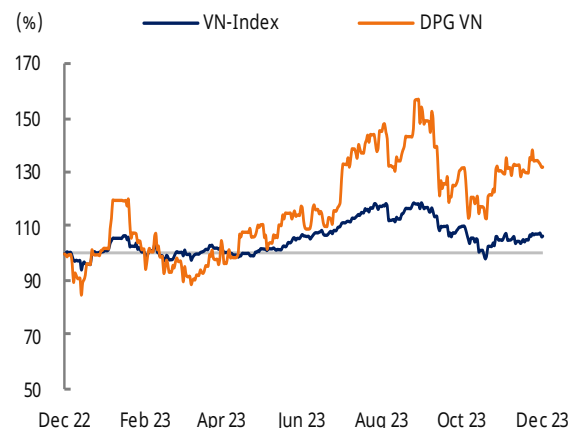
| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|-----|------|------|
| Tuyệt đối | 1.8 | 20.7 | 32.2 |
| Tương đối | 1.2 | 20.6 | 25.9 |

Điểm nhấn đầu tư

Dự phóng 2024: Quý 4 thường ghi nhận sản lượng thủy điện cao trong năm, vì vậy, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ lĩnh vực này sẽ ổn định trong Q4/2023. Ngoài ra, khối lượng công việc trong ngành xây dựng có sự gia tăng mạnh mẽ trong Q3/2023, đây là một dấu hiệu tích cực cho các quý sắp tới. Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu của công ty sẽ tiếp tục tăng trưởng dương (+13.1% CK) trên cả ba lĩnh vực: Xây dựng và Năng lượng (+10.0% CK) và sự phục hồi ở lĩnh vực Bất động sản (từ 30 tỷ đồng lên 130 tỷ đồng). Theo đó, lợi nhuận ròng dự kiến cải thiện mạnh mẽ ở mức 273 tỷ đồng (+40.1% CK) và EPS là 4,328 đồng cho năm 2024.

Kết quả kinh doanh 9T2023:

- DPG báo cáo doanh thu Q3/2023 đạt 867 tỷ đồng (-1.5% CK) và lợi nhuận gộp 95 tỷ đồng (-51.3% CK). Tính đến 9T2023, doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 2,026 tỷ đồng (-8.9% CK) và 367 tỷ đồng (-44.5% CK). Dù doanh thu giảm nhẹ, lợi nhuận gộp điều chỉnh mạnh do đóng góp từ mảng năng lượng sụt giảm. Ngược lại, phân khúc xây dựng ghi nhận sự cải thiện tích cực.
- Phân khúc Xây dựng:** Trong Q3/2023, lĩnh vực này đã trở lại mạnh mẽ, đạt mức tăng lần lượt là 35% và 29% về doanh thu và lợi nhuận gộp nhờ khối lượng công việc trong các dự án cơ sở hạ tầng tăng lên. Ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận gộp tăng hơn 4%p lên 10.5% từ mức 6.2% (CK), đóng góp lớn vào lợi nhuận của DPG. Trong Q3/2023, DPG đã trúng thêm một số gói thầu thi công cơ sở hạ tầng, bao gồm cầu và đường cao tốc.
- Phân khúc Năng lượng:** Ngược lại với quý 1 và quý 2, sản lượng thủy điện giảm mạnh trong Q3/2023, với doanh thu giảm từ 105 tỷ đồng xuống 59 tỷ đồng (-43.8% CK).



| FY (31/12) | 2020H | 2021H | 2022H | 2023F | 2024F | 2025F |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (Tỷ đồng) | 2,118 | 2,545 | 3,319 | 3,056 | 3,455 | 4,051 |
| Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng) | 594 | 875 | 921 | 574 | 711 | 981 |
| Biên LNG | 28.1% | 34.4% | 27.7% | 18.8% | 20.6% | 23.5% |
| LNR (Tỷ đồng) | 195 | 342 | 383 | 195 | 273 | 391 |
| EPS (VND) | 4,392 | 5,438 | 6,047 | 3,090 | 4,328 | 6,208 |
| ROE | 17.9% | 28.2% | 26.0% | 11.4% | 14.4% | 18.0% |
| P/E(x) | 7.4 | 13.8 | 6.4x | 14.5x | 10.3x | 7.2x |
| P/B (x) | 1.4 | 3.5 | 1.5x | 1.6x | 1.4x | 1.3x |
| Tổng Tài sản (Tỷ đồng) | 4,820 | 5,951 | 6,139 | 6,571 | 6,979 | 7,655 |
| Vốn chủ sở hữu (Tỷ đồng) | 1,406 | 1,782 | 2,207 | 2,408 | 2,714 | 3,181 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Thép – Triển vọng tăng trưởng cả thị trường nội địa và xuất khẩu

Thị trường xuất khẩu thép Việt Nam phục hồi

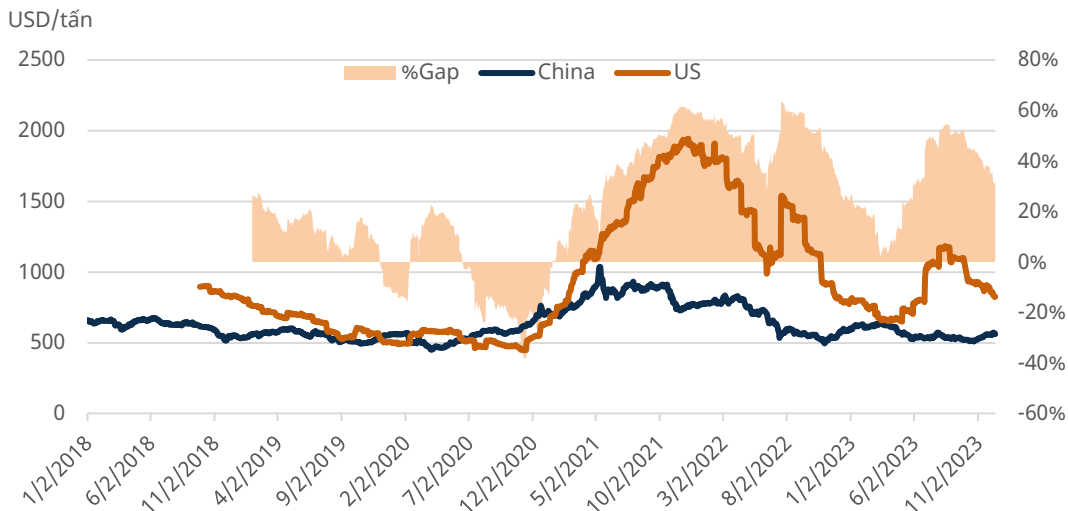
Thị trường thép toàn cầu phục hồi chậm hơn dự kiến do kinh tế Trung Quốc suy yếu

- Sản lượng tiêu thụ thép toàn cầu trong năm 2023 chỉ đạt 1.72 tỷ tấn (+0.5% CK), thấp hơn 3% so với kỳ vọng từ cuối năm 2022. Chúng tôi nhận thấy nguyên nhân chính dẫn đến tiêu thụ thép tăng trưởng thấp hơn so với kỳ vọng chủ yếu đến từ sự suy yếu của thị trường bất động sản Trung Quốc, vốn đang vật lộn với cơn bão dư cung nhà ở. Tính riêng sản lượng tiêu thụ thép của Trung Quốc trong 11T2023 chỉ đạt 952 triệu tấn (+1.5% CK). Trong số các nước nằm trong top 10 tiêu thụ và sản xuất thép lớn nhất thế giới, duy nhất Ấn Độ với chính sách thúc đẩy đầu tư công mạnh mẽ đã giúp ngành thép nước này tăng trưởng hai chữ số. Sản lượng thép nội địa của Ấn Độ trong 11T2023 đạt 128 triệu tấn (+12.1% CK).
- Ngoài ra, sự suy yếu của kinh tế thế giới cũng làm suy yếu nhu cầu của thép xây dựng. Duy nhất chỉ có thị trường thép chịu lực dành cho các sản phẩm ô tô tiếp tục tăng trưởng về giá trị, ước đạt 113 tỷ USD (+5.5% CK) trong năm 2023 (theo Research & Market). Chúng tôi nhận thấy có sự chuyển dịch mạnh ở các nhà sản xuất thép lớn trên thế giới như JFE, Posco, Arcelo, US Steel... khi các nhà sản xuất đang tạm ngưng đầu tư các dòng sản phẩm thép xây dựng, tập trung cho các dòng thép cường lực, qua đó giảm áp lực cạnh tranh cho các nhà sản xuất thép xây dựng nội địa như HPG, NKG, HSG.

Thị trường xuất khẩu thép Việt Nam phục hồi

- Trong 11T2023, sản lượng thép và tồn mạ của các thành viên trong Hiệp hội thép Việt Nam (VSA) tiếp tục sụt giảm trong bối cảnh thị trường bất động sản nội địa khủng hoảng, nhưng những dấu hiệu tích cực đã quay trở lại nhờ thị trường xuất khẩu và các dự án đầu tư công. Sản lượng tiêu thụ toàn ngành 11T2023 đạt 23.7 triệu tấn (-5.6% CK, theo VSA).
- Ngành thép năm 2023 diễn biến tích cực hơn nhờ sự ngược dòng của thị trường xuất khẩu. Dựa trên số liệu tổng cục Hải Quan, tổng sản lượng thép xuất khẩu của Việt Nam đạt 9.14 triệu tấn (+30.7% CK), giá trị xuất khẩu đạt 6.95 tỷ USD. Theo VSA, sản lượng bán hàng mangle xuất khẩu trong 10T2023 đạt 5.3 triệu tấn (+26.1% CK). Trong đó, xuất khẩu HRC tăng trưởng mạnh nhất, đạt 2.83 triệu tấn (+300% CK). Ngược lại, xuất khẩu thép xây dựng sụt giảm 27% CK do sự thị trường bất động sản Trung Quốc đang vẫn tiếp đà suy giảm, nhu cầu nhập khẩu các dòng phôi thép từ Việt Nam cũng sụt giảm đồng pha.

Chênh lệch giá HRC giữa Mỹ và Trung Quốc



Source: Worldsteel, Mirae Asset Research Vietnam

Sản lượng 11T2023 của 8 quốc gia sản xuất thép lớn nhất thế giới

| Đơn vị: Triệu tấn | Sản lượng T11/2023 | % T11/2023/ T11/2022 | Sản lượng 11T2023 | % CK |
|-------------------|--------------------|----------------------|-------------------|--------------|
| Trung Quốc | 76.1 | 0.4% | 952 | 1.5% |
| Ấn Độ | 11.7 | 11.4% | 128.2 | 12.1% |
| Nhật Bản | 7.1 | -0.9% | 80 | -2.8% |
| Mỹ | 6.6 | 6.11% | 73.9 | -0.5% |
| Nga | 6.4 | 12.5% | 70.2 | -6.4% |
| Hàn Quốc | 5.4 | 11.9% | 61.3 | -1.1% |
| Đức | 2.7 | -2.4% | 32.8 | -4% |
| Thổ Nhĩ Kỳ | 3 | 25.4% | 30.5 | -6.1% |
| Thế giới | 145.5 | 3.3% | 1,715 | +0.5% |

Thép – Triển vọng tăng trưởng cả thị trường nội địa và xuất khẩu (tt.)

Chi phí nguyên liệu sản xuất dự phóng không có nhiều biến động khi sự sụt giảm giá than cốc sẽ bù đắp cho khả năng tăng giá quặng sắt

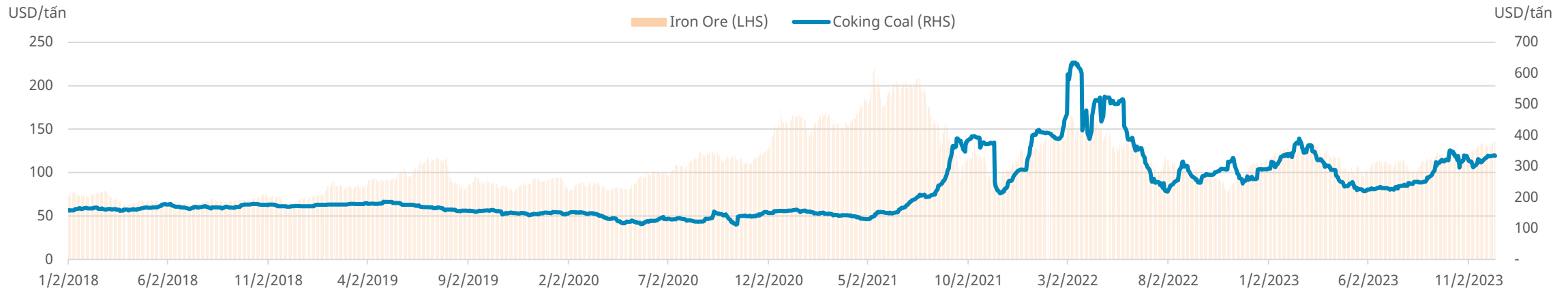
Quặng sắt

- Theo số liệu của Steel Radar, dự phóng lượng quặng sắt cung cấp năm 2023 đạt 2.2 tỷ tấn, tương đương cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng các công ty sản xuất quặng sắt lớn trên thế giới sẽ không mở rộng mỏ nhằm đẩy mức giá quặng sắt lên cao hơn. Tổng lượng khai thác quặng sắt dự kiến của ba nhà xuất khẩu quặng sắt lớn nhất thế giới là Tio Rio Tinto, Vale và FMG, ước đạt 831 triệu tấn (+2% CK) trong năm 2023. Chúng tôi dự phóng nhóm ba công ty này chỉ tăng trưởng sản lượng ở mức CAGR 3% trong giai đoạn 2024 – 2027.
- Bên cạnh yếu tố kiểm soát nguồn cung, chúng tôi cho rằng giá quặng sắt sẽ tiếp tục xu hướng tăng nhờ tín hiệu giải cứu thị trường bất động sản từ chính phủ Trung Quốc. Hiện nay, giá quặng sắt đã tăng lên mức US\$130/tấn và chưa có dấu hiệu giảm giá. Trong năm 2024, chúng tôi cho rằng giá quặng sắt sẽ giao dịch trong biên độ rộng, từ US\$120-150/tấn.

Than cốc

- Trái ngược với thị trường quặng sắt, chúng tôi đánh giá thị trường than cốc sẽ khó có mức biến động lớn khi nguồn cung – cầu được cân bằng và xu hướng các quốc gia giảm mạnh sản lượng huy động từ điện than. Theo IEA, sản lượng than tiêu thụ toàn cầu ước đạt 8.5 tỷ tấn (+1.2% CK) trong 2023. Tuy nhiên, xu hướng siết chặt các tiêu chuẩn môi trường trên toàn cầu sẽ tiếp tục gia tăng, và chúng tôi ước tính tổng mức tiêu thụ than toàn cầu sẽ giảm CAGR 2% trong giai đoạn 2024 – 2027. Thị trường Mỹ và Châu Âu dự phóng tiếp tục giảm sản lượng huy động than do chịu sự ràng buộc lớn từ chi phí phát thải CO2. Dựa trên ước tính của BoA & IEA, mỗi năm thị trường Mỹ và Châu Âu sẽ giảm khoảng 2-4% tổng tiêu thụ than. Trong khi đó, Trung Quốc hưởng lợi lớn khi được mua than giá rẻ từ Nga (Nga bị lệnh trừng phạt về xuất khẩu). Trong khi nguồn cung được đảm bảo nhưng nhu cầu lại yếu đi, chúng tôi dự phóng giá than cốc trong năm 2024 sẽ giao động quanh mức US\$260–300/tấn (-10% CK).

Giá quặng sắt & than cốc tại cảng Newcastle Úc



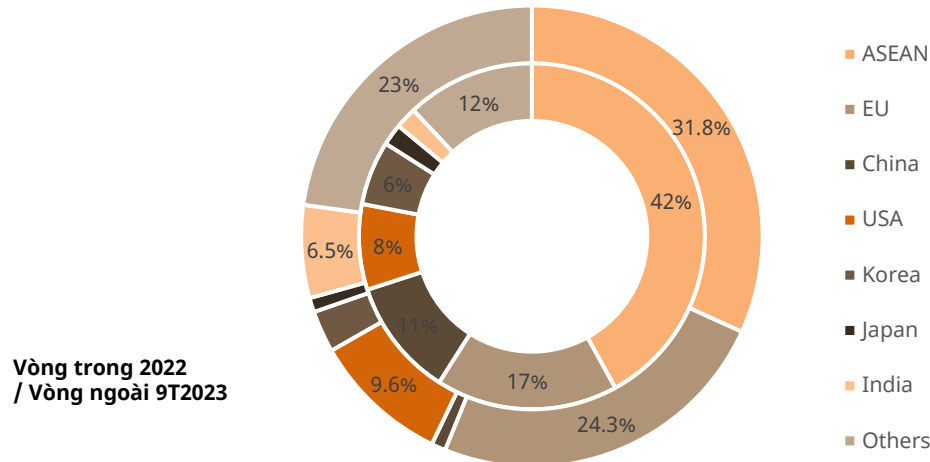
Nguồn: Research & Market, Worldsteel, OICA, Mirae Asset Research Vietnam

Thép – Triển vọng tăng trưởng cả thị trường nội địa và xuất khẩu (tt.)

Triển vọng tăng trưởng cả thị trường nội địa và xuất khẩu

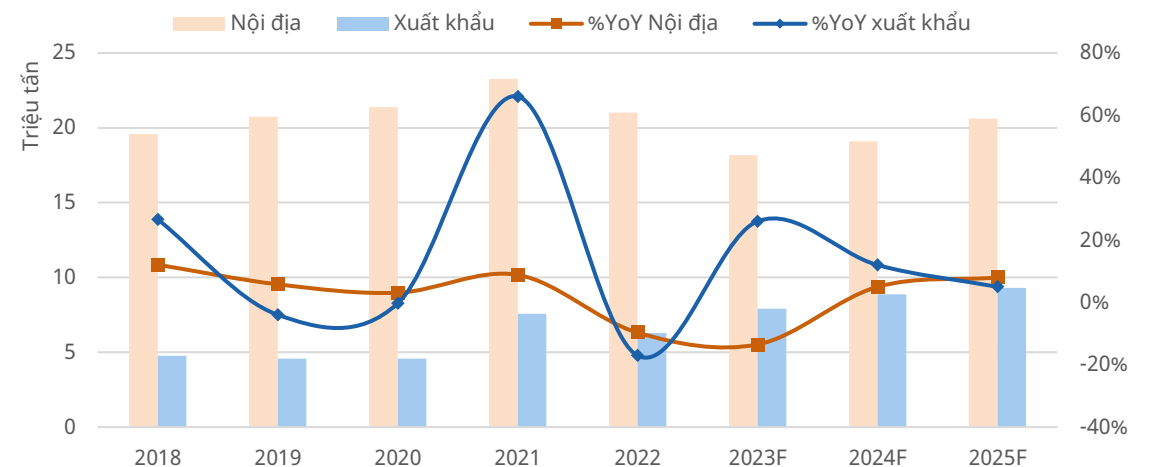
- Đầu tư công sẽ đóng vai trò trụ đỡ cho ngành thép trước khi thị trường bất động sản dân dụng phục hồi. Việt Nam vẫn đặt mục tiêu đẩy mạnh đầu tư các cơ sở hạ tầng, qua đó trực tiếp tác động tích cực, đặc biệt cho các doanh nghiệp sản xuất thép xây dựng như HPG khi tỷ trọng thép trong các công trình như cao tốc, sân bay, cảng biển... có thể chiếm đến ~10% chi phí nguyên vật liệu trực tiếp.
- Cho triển vọng ngành thép Việt Nam giai đoạn 2024 – 2025, chúng tôi đưa ra nhận định **Tích Cực** dựa trên các luận điểm: (1) Việt Nam tiếp tục hưởng lợi ở các thị trường mà Nga và Ukraine bị giảm sản lượng, đặc biệt là châu Âu, (2) giảm áp lực cạnh tranh khi các công ty thép lớn trên thế giới ngưng mở rộng các dòng thép cơ bản như thép vằn hay thép hộp, (3) đầu tư công duy trì tăng trưởng, và (4) thị trường bất động sản nội địa kỳ vọng ảm đạm.
- Chúng tôi dự phóng tổng sản lượng bán hàng của ngành thép năm 2023F / 2024F / 2025F lần lượt đạt 26 triệu tấn (-4.4% CK) / 27.95 triệu tấn (+7.1% CK) / 29.9 triệu tấn (+7% CK). Trong đó, thị trường xuất khẩu ước đạt 7.91 triệu tấn (+26% CK) trong năm 2023 nhờ sự tăng trưởng vượt bậc của sản lượng thép HRC, và duy trì tăng trưởng 12% trong 2024. Sản lượng thép nội địa dự phóng cho năm 2023F ước đạt 18.18 triệu tấn (-13.5% CK) do ảnh hưởng từ thị trường bất động sản, nhưng sẽ phục hồi dần từ năm 2024F với sản lượng dự phóng đạt 19 triệu tấn (+5% CK).

So sánh cơ cấu xuất khẩu sắt thép Việt Nam trong 2022 và 9T2023



Nguồn: VSA, Mirae Asset Research Vietnam

Dự phóng sản lượng thép nội địa và xuất khẩu của Việt Nam giai đoạn 2018 – 2025F





Bắt đầu một chu kỳ mới

Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeasset.com.vn

| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 31,500 |
| Thị giá (2/01/24) | 27,450 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 15% |

| | |
|-----------------------------------|--------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 11,704 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 77 |
| P/E (24F, x) | 13.9 |

| | |
|-------------------------------|---------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 159,616 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 5,815 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 46.1 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 24.5 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 18,200 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 29,400 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|------|-----|------|
| Tuyệt đối | 2.0 | 1.7 | 52.5 |
| Tương đối | -0.6 | 1.2 | 40.1 |

Điểm nhấn đầu tư

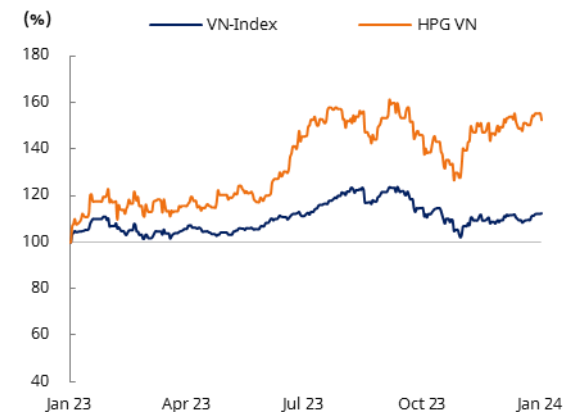
Dự phóng lợi nhuận tiếp tục hồi phục trong giai đoạn 2024 - 2025

Trong năm 2024, với luận điểm thị trường bất động sản sẽ phục hồi dần nhờ hành lang pháp lý được hoàn thiện, cộng với thúc đẩy đầu tư công, chúng tôi đánh giá sản lượng thép quay trở lại tăng trưởng ở hầu hết các mảng. Theo báo cáo của CBRE, nguồn cung căn hộ dự kiến cải thiện kể từ năm 2024. Trong đó, nguồn cung căn hộ tại Hà Nội dự kiến tăng đạt mức 20,000 căn hộ và tại TP.HCM nguồn cung đạt khoảng 12,000 căn.

Dự phóng sản lượng thép xây dựng của HPG năm 2023F / 2024F / 2025F lần lượt đạt 3.6 triệu tấn (-15% CK) / 4 triệu tấn (+11% CK) / 4.35 triệu tấn (+8% CK). Doanh thu mảng thép xây dựng năm 2023F / 2024F / 2025F dự kiến đạt tương ứng 54,858 tỷ (-25.3% CK) / 62,102 tỷ (+13.2% CK) / 68,377 tỷ (+10% CK). Mảng HRC xuất khẩu là trụ đỡ trong bối cảnh nhu cầu ống thép và tôn mạ nội địa vẫn chưa thực sự khởi sắc trong 2023. Chúng tôi dự phóng sản lượng thương mại lần tự dùng mảng HRC năm 2023F / 2024F lần lượt đạt 2.7 triệu tấn (+4% CK) và 2.89 triệu tấn (+6% CK).

Dự phóng tổng doanh thu của HPG năm 2023F / 2024F lần lượt đạt 119,854 tỷ (-16.1% CK) và 135,873 tỷ (+13.4% CK). Giá nguyên vật liệu ổn định cùng với nhu cầu cải thiện hơn sẽ giúp HPG gia tăng khoảng 2.7%p biên lợi nhuận gộp trong năm 2024F. Qua đó, dự phóng của chúng tôi về LNR của HPG năm 2023F và 2024F lần lượt đạt 6,597 tỷ (-22% CK) và 11,704 tỷ (+77.4% CK).

Lợi nhuận duy trì đà phục hồi trong 3 quý liên tiếp (QoQ). Trong Q3/2023, HPG ghi nhận doanh thu suy giảm do nhu cầu xây dựng nội địa yếu, chỉ đạt 28,766 tỷ đồng (-16% CK) nhưng lợi nhuận sau thuế đạt 2,000 tỷ đồng (sv lỗ 1,786 tỷ trong Q3/2022). Doanh thu 9T2023 đạt 85,430 tỷ đồng (-27% CK). LNST 9T2023 đạt 3,830 tỷ đồng (-63% CK), duy trì đà phục hồi trong 3 quý liên tiếp (QoQ). Trong 11T2023, theo báo cáo của HPG, tổng sản lượng bán hàng của HPG đạt 5.96 triệu tấn (-10% CK). Trong đó, sản lượng thép xây dựng 11T2023 đạt 3.3 triệu tấn (-15% CK) do ảnh hưởng của thị trường bất động sản dân dụng chững lại. Tuy nhiên, sản lượng HRC xuất khẩu đã đạt 1.06 triệu tấn (11T2022: 71,452 tấn), giúp HPG vẫn duy trì được hiệu suất trên 90% cho lò cao 3 & 4 ở Dung Quất.



| FY (31/12) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 90,119 | 149,680 | 141,409 | 119,854 | 135,873 | 149,990 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 17,120 | 37,669 | 13,078 | 10,787 | 16,169 | 22,199 |
| Biên LNHĐ (%) | 19.0% | 25.2% | 9.2% | 9.0% | 11.9% | 14.8% |
| EBITDA (tỷ đồng) | 21,919 | 43,745 | 19,850 | 18,032 | 23,997 | 31,899 |
| LNR (tỷ đồng) | 13,504 | 34,521 | 8,444 | 6,597 | 11,704 | 15,873 |
| EPS (VND) | 3,018 | 5,937 | 1,452 | 1,135 | 2,013 | 2,730 |
| ROE (%) | 22.9% | 38.1% | 8.8% | 6.5% | 10.3% | 12.3% |
| P/E (x) | 10.2x | 7.9x | 12.3x | 24.6x | 13.9x | 11.6x |
| P/B (x) | 1.7x | 2.3x | 1.1x | 1.8x | 1.6x | 1.4x |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 131,511 | 178,236 | 170,336 | 183,728 | 198,252 | 219,920 |
| VCSH (tỷ đồng) | 59,220 | 90,781 | 96,113 | 102,288 | 113,661 | 128,844 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Tiến sâu vào chuỗi giá trị

Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeasset.com.vn

| (Cập nhật) | MUA |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 29,300 |
| Thị giá (2/01/24) | 23,750 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 23% |

| | |
|-----------------------------------|------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 632 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 157 |
| P/E (24F, x) | 10.2 |

| | |
|-------------------------------|--------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 6,253 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 263 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 59.3 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 16.1 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 12,350 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 25,000 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|-----|------|------|
| Tuyệt đối | 3.7 | 35.7 | 93.9 |
| Tương đối | 1.0 | 35.2 | 81.5 |

Điểm nhấn đầu tư

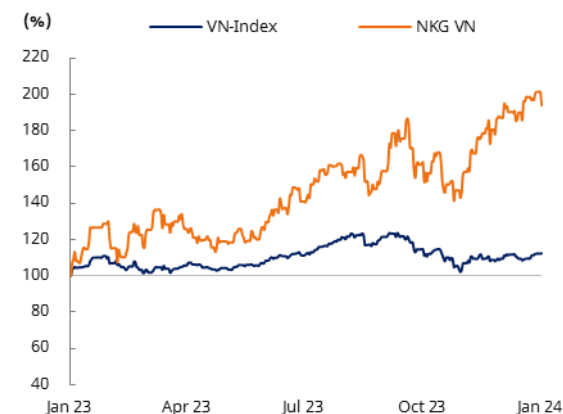
Lợi nhuận ròng kỳ vọng gấp 2.5x trong 2024

Trong 2023, Nam Kim đã tận dụng được khoảng trống ở thị trường châu Âu và Mỹ nhằm tăng cường xuất khẩu, khi các thị trường này đứt gãy nguồn cung do chi phí sản xuất cao cũng như mất đi sản lượng nhập khẩu từ Nga và Ukraine. Chúng tôi dự phóng sản lượng tôn mạ của NKG hồi phục nhẹ lên mức 713,689 tấn (+4% CK) trong 2023. Ngược lại, mảng ống thép, vốn phụ thuộc nhiều vào thị trường trong nước sẽ tiếp tục suy giảm, dự phóng giảm về 140,513 tấn (-18% CK) trong 2023. Qua đó, chúng tôi ước tính tổng doanh thu và LNR của NKG trong năm 2023 lần lượt đạt 19,476 tỷ (-15.5% CK) và 246 tỷ (sv. âm 125 tỷ trong năm 2022).

Năm 2024, chúng tôi đánh giá việc lạm phát đã tạo đỉnh và nhu cầu đầu tư công quay trở lại sẽ thúc đẩy tiêu thụ, đặc biệt ở thị trường châu Âu, Ấn Độ và Bắc Mỹ. Chúng tôi dự phóng sản lượng tôn mạ và ống thép trong năm 2024 lần lượt đạt 792,025 tấn (+11% CK) và 147,539 tấn (+5% CK). Doanh thu thuần và LNR dự phóng năm 2024 lần lượt đạt 22,076 tỷ (+13.3% CK) và 632 tỷ (+156.5% CK).

Nam Kim đang bắt đầu tái khởi động đầu tư nhà máy Nam Kim Phú Mỹ với tổng mức đầu tư đạt 4,500 tỷ đồng, giúp nâng tổng công suất vào năm 2027 lên mức 2.4 triệu tấn, gấp đôi công suất hiện tại. Trong đó, trọng tâm của nhà máy Phú Mỹ sẽ hướng đến sản phẩm mới là thép mạ, sử dụng trong các thiết bị điện gia dụng, đòi hỏi kỹ thuật sản xuất cao hơn so với sản phẩm tôn mạ hiện nay của Nam Kim (chủ yếu dùng trong xây dựng). Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa vào dự phóng do thời điểm và phương án đầu tư có khả năng thay đổi.

Thoát lỗ trong 9T2023: Trong Q3/2023, NKG ghi nhận doanh thu thuần đạt 4,262 tỷ (-4% CK) và lợi nhuận ròng ở mức 24 tỷ đồng (Q3/2022: lỗ 420 tỷ đồng). 9T2023, doanh thu và LNR của NKG đạt 14,155 tỷ (-24.7% CK) và 109.7 tỷ (-62% CK). Sản lượng tôn mạ trong 9T2023 tương đương với 9T2022, đạt 543,317 tấn, tỷ trọng xuất khẩu tôn mạ vẫn chiếm đa số trong tổng sản lượng hàng bán, đạt 71% trong 9T2023 (sv 75% trong 9T2022).



| FY (31/12) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 11,560 | 28,173 | 23,071 | 19,476 | 22,076 | 24,219 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 509 | 2,739 | 154 | 526 | 883 | 1,066 |
| Biên LNHĐ (%) | 4.4% | 9.7% | 0.7% | 2.7% | 4.0% | 4.4% |
| EBITDA (tỷ đồng) | 886 | 3,118 | 532 | 846 | 1,144 | 1,379 |
| LNR (tỷ đồng) | 295 | 2,226 | -125 | 246 | 632 | 718 |
| EPS (VND) | 1,121 | 8,453 | -474 | 935 | 2,399 | 2,726 |
| ROE (%) | 9.3% | 38.9% | -2.3% | 4.5% | 10.4% | 10.7% |
| P/E (x) | 8.3x | 3.8x | -25.7x | 26.3x | 10.2x | 10.7x |
| P/B (x) | 0.9x | 1.5x | 0.6x | 1.5x | 1.3x | 1.2x |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 7,544 | 15,383 | 13,522 | 12,355 | 13,062 | 13,659 |
| VCSH (tỷ đồng) | 3,181 | 5,723 | 5,378 | 5,529 | 6,082 | 6,721 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Tiêu dùng yếu cản trở triển vọng tăng trưởng

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn

| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG | | |
|-----------------------------------|---------------|-----------|------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 77,000 | | |
| Thị giá (2/01/24) | 68,300 | | |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 13% | | |
| LNR (24F, tỷ đồng) | 9,304 | | |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | N/A | | |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 4.8 | | |
| P/E (24F, x) | 17 | | |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 144,207 | | |
| SL cổ phiếu (triệu) | 2,090 | | |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 35.2 | | |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 54.5 | | |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 65,500 | | |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 81,900 | | |
| (%) | 1T | 6T | 12T |
| Tuyệt đối | -0.9 | 2.8 | -13.8 |
| Tương đối | -2.9 | 2.2 | -20.7 |

Điểm nhấn đầu tư

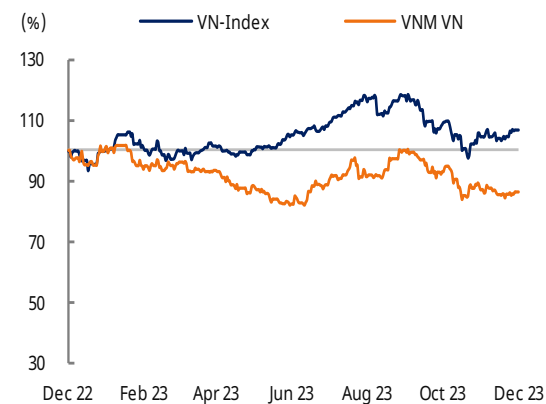
CTCP Sữa Việt Nam (VNM) là tập đoàn sữa hàng đầu Việt Nam, có thị phần nội địa lớn nhất ở phân khúc sữa nước và thị phần lớn thứ hai ở phân khúc sữa công thức. VNM hiện vận hành 15 trang trại ở khu vực Đông Dương và là nhà thu mua sữa tươi chính từ nông dân với tổng đàn bò gần 150,000 con. Hệ thống phân phối rộng với hơn 300,000 điểm bán khắp cả nước mang lại cho VNM lợi thế cạnh tranh vững chắc so với các doanh nghiệp cùng ngành. Những động thái thâm nhập thị trường nước ngoài gần đây thông qua các thương vụ M&A, liên doanh cũng có những tín hiệu tích cực. Chúng tôi nhận định VNM là một khoản đầu tư xứng đáng, với vị thế là tập đoàn dẫn đầu thị trường sữa Việt Nam.

Đổi mới thương hiệu: Theo VNM, việc thay đổi bao bì chỉ mới bắt đầu vào T8/2023. VNM kỳ vọng việc đổi mới thương hiệu sẽ đem lại tác động lớn hơn từ Q4/2023. Việc tái thiết kế bao bì dự kiến thổi một làn gió mới vào nhận thức của người tiêu dùng, khuyến khích các đối tác bán hàng và thúc đẩy hiệu suất của lực lượng bán hàng.

Dự phóng 2023 & 2024: Năm 2023, trong bối cảnh ngành hàng tiêu dùng nhanh và sữa chững lại và việc đổi thương hiệu vẫn đang trong bước đầu triển khai, chúng tôi hạ dự phóng doanh thu xuống 60,970 tỷ đồng (+1.5% CK) (trước đó: 62,265 tỷ đồng). Theo đó, dự phóng LNR giảm xuống còn 8,880 tỷ đồng (+4.3% CK) (trước đó: 9,452 tỷ đồng). Năm 2024, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng mảng tiêu dùng trong nước sẽ chậm lại do nhóm khách hàng tiêu dùng chính – nhân lực lao động trong các ngành xuất khẩu, có thể cần thời gian để phục hồi thu nhập. Do đó, khả năng tăng trưởng về sản lượng bán ra thấp và dự phóng đi ngang sv. ck. (tiêu thụ sữa nội địa trong 9T2023: -0.5% CK, theo AC Nielsen). Mặt khác, chúng tôi kỳ vọng giá bán chung của VNM sẽ tăng khoảng 2% nhờ sức mạnh thương hiệu và mức giá bán trung bình thấp hơn so với các công ty cùng ngành. Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2024 của VNM đạt 62,189 tỷ đồng (+2.0% CK). Với giả định giá sữa bột và sữa tươi đầu vào sẽ duy trì tương ứng 2,700 USD/tấn và 12,000 đồng/Kg, tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến tăng lên và lợi nhuận gộp năm 2024 dự phóng đạt 25,117 tỷ đồng (+3.9% CK). Chúng tôi dự phóng lợi nhuận hoạt động và LNR năm 2024 lần lượt 11,461 tỷ đồng (+4.7% CK) và 9,304 tỷ đồng (+4.7% CK).

Định giá: Chúng tôi đã có một số thay đổi trong mô hình định giá VNM. Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do thuộc về công ty (FCFF) với một số giả định chính: 1) WACC ở mức 11%; 2) Tăng trưởng dài hạn sau năm 2033 ở mức 3% (trước đó: 2% từ năm 2027). Tuy nhiên, chúng tôi giảm dự phóng LNR trung bình 12% giai đoạn 2024-2025 so với dự báo trước đó. Do đó, chúng tôi hạ giá mục tiêu đối với VNM xuống 77,000 đồng (trước đây: 81,800 đồng) và hạ khuyến nghị xuống mức Tăng Tỷ Trọng (từ Mua).

Rủi ro: 1) Thuế nhập khẩu sữa Việt Nam giảm xuống 0% từ năm 2018, gia tăng cạnh tranh trong nước; 2) thay đổi giá đầu vào; 3) những thay đổi trong kế hoạch M&A, đầu tư.

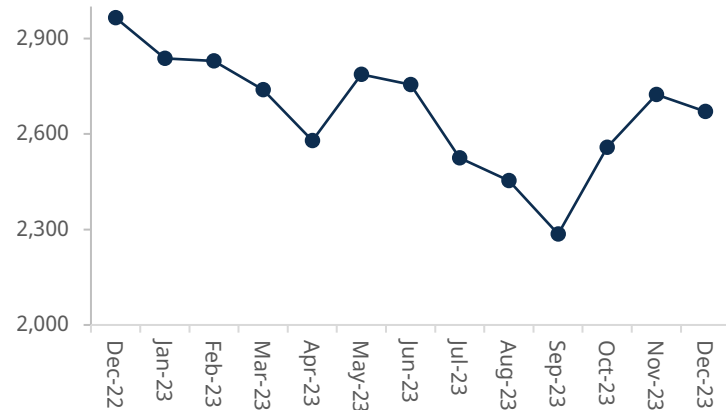


| FY (31/12) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 59,723 | 61,012 | 60,075 | 60,970 | 62,189 | 63,433 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 13,539 | 12,728 | 10,491 | 10,939 | 11,461 | 12,144 |
| Biên LNHĐ (%) | 22.7 | 20.9 | 17.5 | 17.9 | 18.4 | 19.1 |
| LNTT (tỷ đồng) | 13,519 | 12,922 | 10,496 | 10,939 | 11,461 | 12,144 |
| LNR (tỷ đồng) | 11,099 | 10,532 | 8,516 | 8,880 | 9,304 | 9,859 |
| EPS (VND) | 4,770 | 4,517 | 3,632 | 3,824 | 4,007 | 4,245 |
| ROE (%) | 35.5 | 30.6 | 25.0 | 27.0 | 27.5 | 28.0 |
| P/E (x) | 33.9 | 29.3 | 24.1 | 17.8 | 17.0 | 16.3 |
| P/B (x) | 3.5 | 4.5 | 3.8 | 4.7 | 4.6 | 4.4 |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 48,432 | 53,332 | 48,483 | 41,900 | 43,070 | 44,810 |
| VCSH (tỷ đồng) | 33,647 | 35,850 | 32,817 | 33,584 | 34,737 | 36,394 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

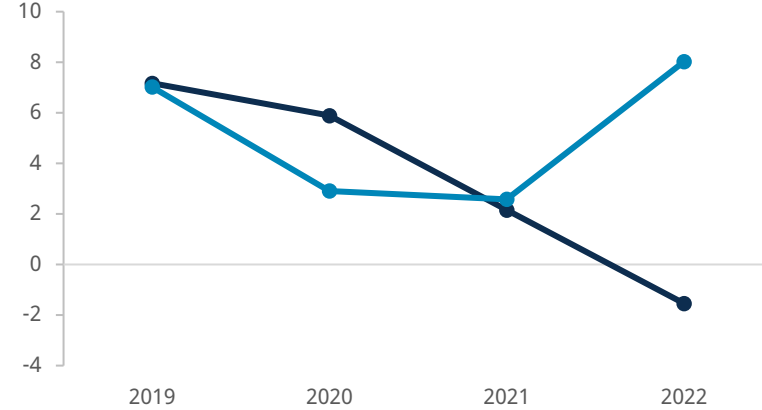
Giá sữa bột nguyên liệu

(USD/Tấn)



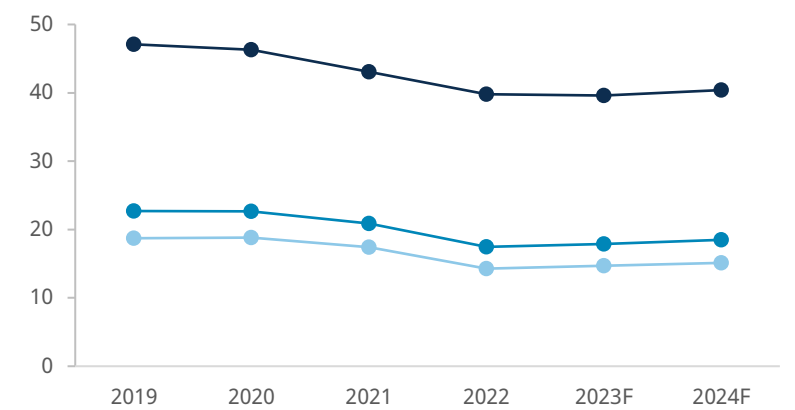
Tăng trưởng doanh thu VNM và GDP

(% CK)



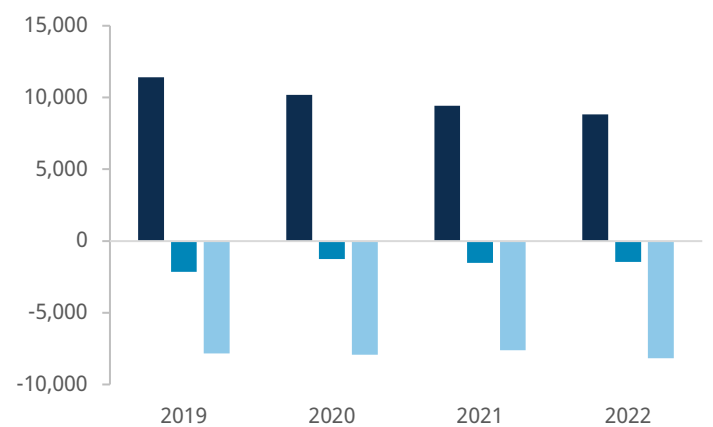
Tỷ suất lợi nhuận

(%)



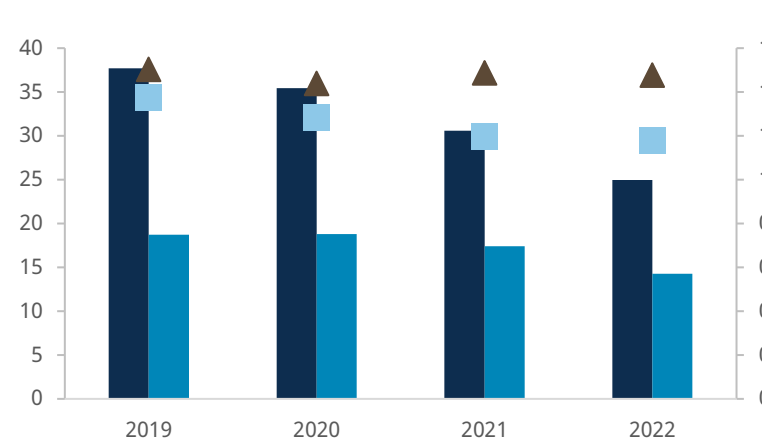
Dòng tiền hoạt động kinh doanh, CAPEX và cổ tức

(Tỷ VND)



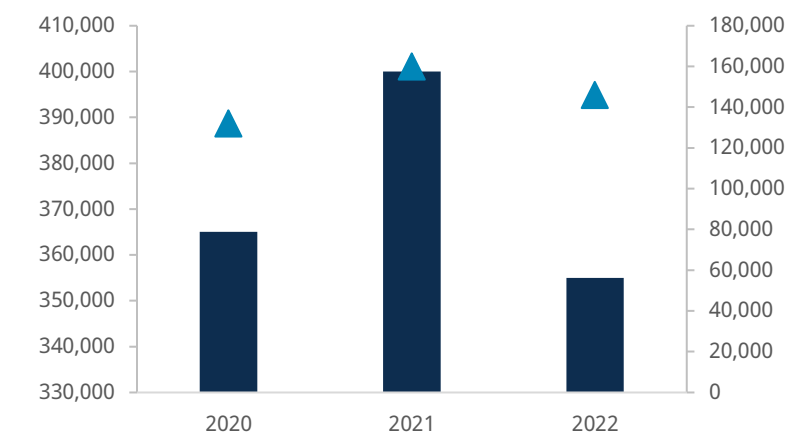
Phân tích Dupont

(%)



Quy mô đàn bò và sản lượng sữa tươi nguyên liệu

(Tấn)



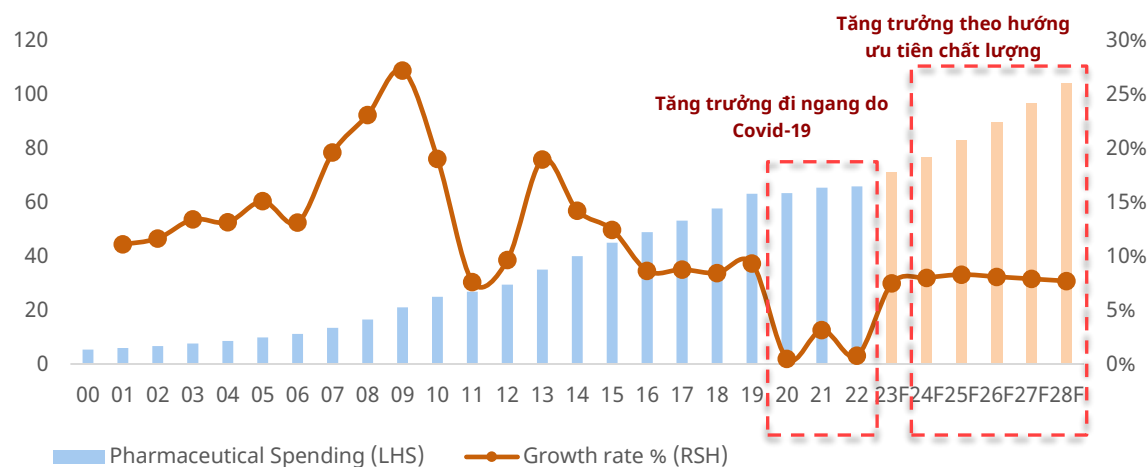
Nguồn: Global Dairy Trade, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Dược phẩm – Tập trung cho chất lượng

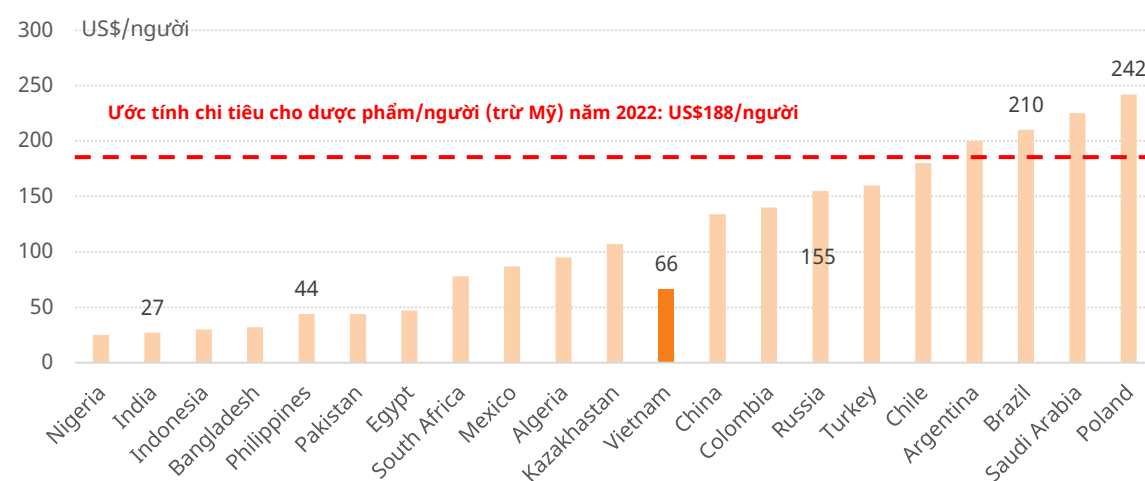
Khởi thông pháp lý thúc đẩy tăng trưởng ngành dược

- Giai đoạn 2009-2019, dân số tăng trung bình 1.14%/năm, trong khi tốc độ người bước qua ngưỡng lớn tuổi tăng 4.35% năm, tương đương với 400,000 người bước vào độ tuổi già hóa hàng năm. Giai đoạn 2019-2021, số người bước vào độ tuổi già hóa tăng lên kỷ lục ở mức 600,000/người/năm. Ngược lại, tỷ lệ sinh của Việt Nam năm 2021 là 15,863/10,000 dân, giảm 2.2% sv. 2020. Theo đó, **Việt Nam vào năm 2036 dự kiến sẽ chính thức chuyển sang giai đoạn “Già hóa dân số”**.
- Chỉ 8% số nhà máy dược đạt chuẩn đầu thầu nhóm 1&2:** Hiện nay Việt Nam có hơn 250 nhà máy sản xuất thuốc, và 228 nhà máy đạt tiêu chuẩn WHO-GMP trở lên. Tuy nhiên, chỉ có 16 công ty đạt tiêu chuẩn EU/GMP hoặc PIC/S-GMP. Có rất ít công ty dược phẩm ở Việt Nam nghiên cứu các dòng thuốc đặc trị, do đó hầu hết vẫn chỉ đầu thầu được tối đa ở nhóm 2.
- Tăng trưởng ngành dược phẩm dự phóng ở mức CAGR 6% giai đoạn 2023 – 2028:**
 - Năm 2000, chi tiêu cho Dược phẩm/người tại Việt Nam ước đạt USD5.4/người và đã tăng nhanh chóng lên mức USD63.5/người vào năm 2020. Tuy nhiên, giai đoạn 2020 – 2022, những ảnh hưởng của dịch Covid-19 và chính sách Dược phẩm đã khiến cho thị trường dược phẩm chững lại. Chúng tôi ước tính chi tiêu cho Dược phẩm/người năm 2022 ở mức USD 66/người.
 - Trước sự thay đổi lớn về bệnh tật và mức gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu, dự phóng ngành dược phẩm sẽ tiếp tục duy trì CAGR 6% giai đoạn 2023 – 2028.
 - Chúng tôi dự phóng giá trị ngành Dược phẩm năm 2023F/2024F lần lượt đạt 7.24 tỷ USD (+3.4% CK) và 7.89 tỷ USD (+9.1% CK). Trong đó, kênh ETC tăng trưởng mạnh hơn OTC nhờ sự bao phủ bảo hiểm toàn dân đã đạt 93%. Dự phóng giá trị mảng ETC năm 2023F / 2024F lần lượt đạt 5.48 tỷ USD (+3.5% CK) và 6 tỷ USD (+9.4% CK).
- Khởi thông pháp lý thúc đẩy tăng trưởng ngành dược:** Từ đầu 2023, các văn bản pháp lý mới giúp khởi thông những khó khăn, bao gồm Nghị quyết 80/2023/QH15, Nghị định 07/2023/NĐ-CP, Nghị quyết số 30/NQ-CP, Thông tư 06/2023/TT-BYT. Quyết định số 1165/QĐ-TTg ban hành T10/2023 đặt mục tiêu sẽ tự chủ các dòng thuốc generics nội địa, hạn chế nhập khẩu thuốc từ nước ngoài.

Dự phóng chi tiêu cho dược phẩm/người giai đoạn 2000 - 2028F (USD/người)



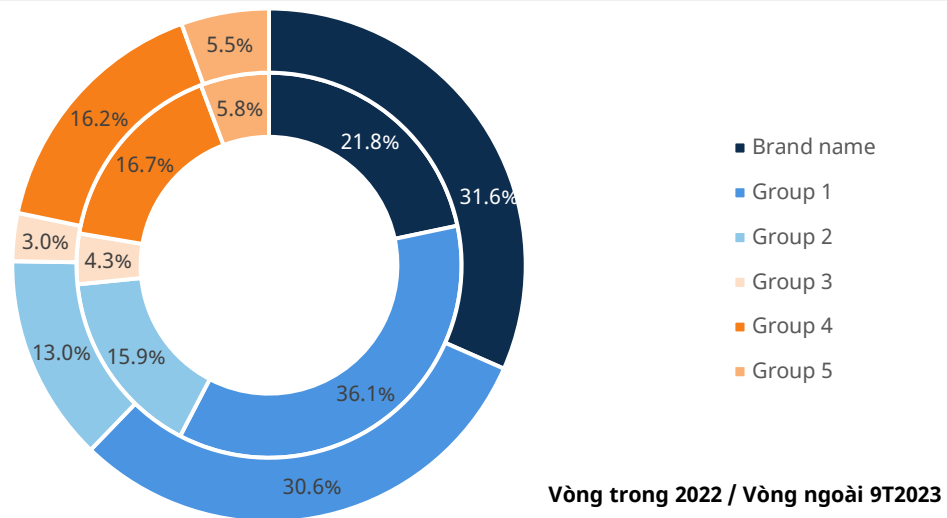
So sánh chi tiêu cho dược phẩm/người theo từng quốc gia 2022 (trừ Mỹ | USD/người)



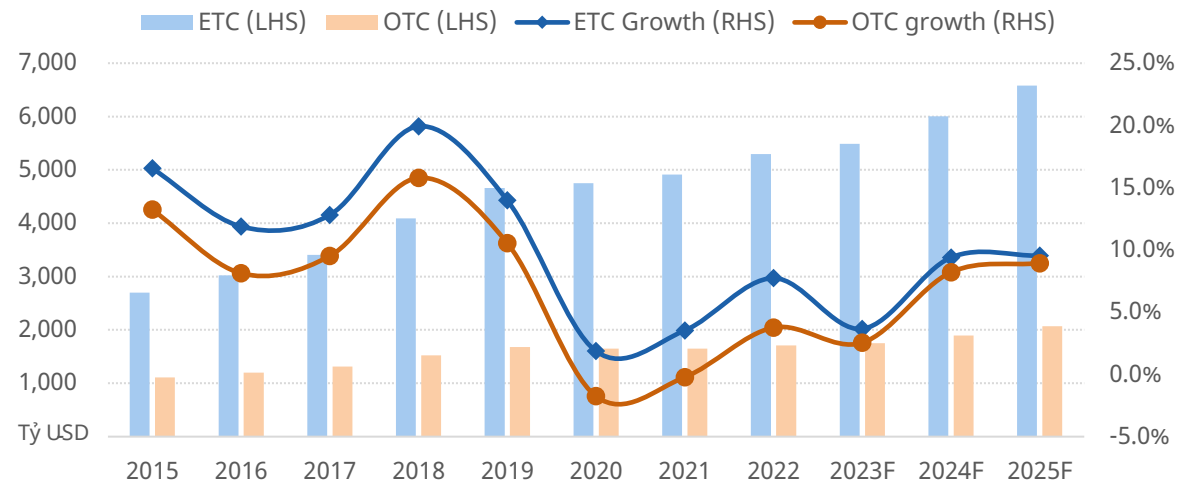
Nguồn: IQVIA, Fitch Solutions, GSO, MoH, PwC, EEUA, Mirae Asset Research Vietnam

Dược phẩm - Tập trung cho chất lượng (tt.)

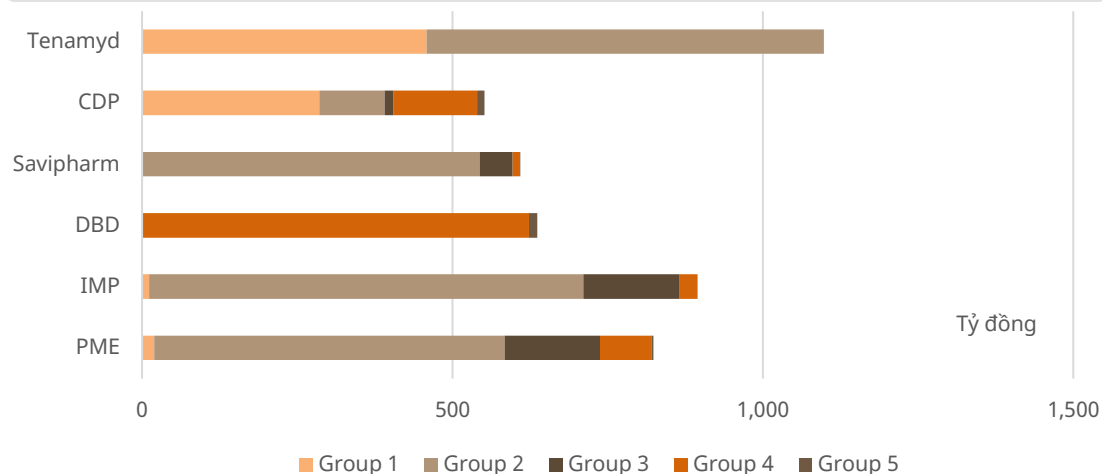
So sánh tỷ trọng giá trị trúng thầu thuốc theo nhóm năm 2022 & 9T2023



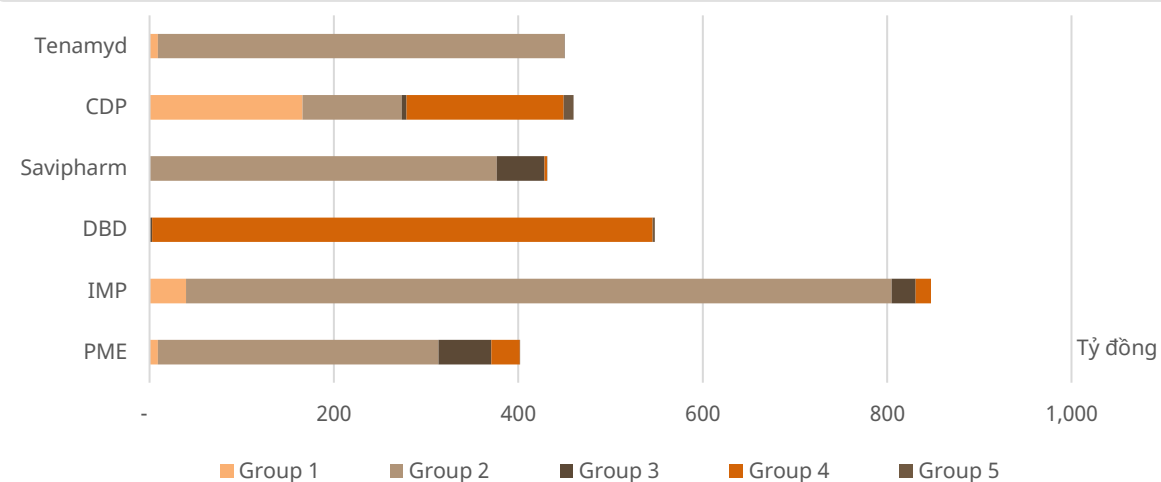
Dự phóng chi tiêu cho dược phẩm theo phân loại kênh OTC/ETC giai đoạn 2015 - 2025F



Kết quả đấu thầu ETC năm 2022 của một số công ty



Kết quả đấu thầu ETC 9T2023 của một số công ty



Đầu tư cho tăng trưởng

Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeasset.com.vn



| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG |
|-------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 130,500 |
| Thị giá (2/01/24) | 110,000 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 19% |

| | |
|-----------------------------------|--------------------------------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 1,081 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 4.8 |
| P/E (24F, x) | 12 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 14,382 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 131 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 53.9 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 84,900 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 140,000 |
| (%) | 1T 6T 12T |
| Tuyệt đối | 6.4 -16.0 29.6 |
| Tương đối | 3.7 -16.5 17.2 |

Điểm nhấn đầu tư

Nhà máy Japan-GMP mới dự kiến vận hành trong Q4/2024 đảm bảo tăng trưởng dài hạn

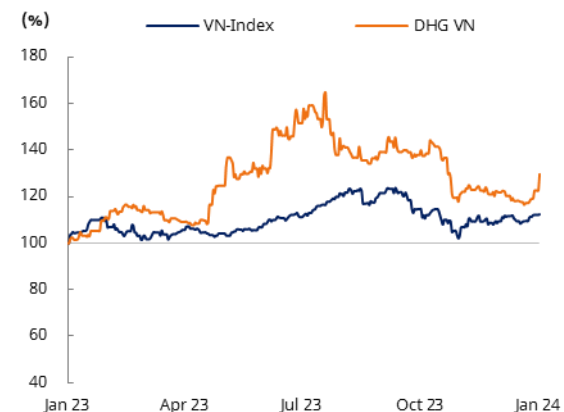
Hiện tại trong hơn 300 dòng thuốc của DHG, đã có trên 100 sản phẩm sản xuất trên dây chuyền Japan-GMP. Giai đoạn 6T cuối 2022 – Q4/2024, DHG tiếp tục đầu tư thêm nhà máy Japan-GMP với tổng mức đầu tư gần 700 tỷ cho công suất một tỷ viên/năm (~25% công suất hiện hữu). Đây chính là động lực tăng trưởng dài hạn cho DHG từ sau năm 2025.

Tuy nhiên, trong 2023-2024, chúng tôi cho rằng doanh thu thuần DHG sẽ khó tăng trưởng mạnh do nhà máy hiện hữu đã đạt trên 90% công suất và xu hướng mở rộng của kênh ETC. Về mặt lựa chọn của người tiêu dùng, khả năng việc tập trung hơn vào chất lượng chữa bệnh (thuốc có kê đơn) và tận dụng bảo hiểm y tế trong bối cảnh kinh tế khó khăn sẽ tiếp tục. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2023F/2024F lần lượt 4,859 tỷ (+3.9% CK)/5,191 (+6.8% CK). Dự phóng LNR của DHG trong năm 2023F/2024F lần lượt đạt 1,031 tỷ (+4.3% CK)/1,081 tỷ (+4.8% CK).

Sự chuyển dịch các dòng sản phẩm tác động đến tăng trưởng doanh thu

Trong 9T2023, DHG đối mặt với tình trạng tăng trưởng chậm lại. Dịch Covid-19 đã qua khiến cho nhu cầu mẫn thuốc hạ sốt giảm đau, chiếm khoảng 23% doanh thu của DHG suy giảm. Chúng tôi ước tính doanh thu mẫn thuốc hạ sốt giảm đau của DHG năm 2023F đạt VND 1,069 tỷ (-5.9% CK). Ở chiều ngược lại, khi Covid-19 trôi qua sẽ là cơ hội cho các dòng thuốc kháng sinh, vốn là thế mạnh ở kênh OTC của DHG quay trở lại. Chúng tôi ước tính các dòng kháng sinh chính của DHG, bao gồm Klamentin và Haginat sẽ là động lực tăng trưởng chính của DHG trong năm 2023. Dự phóng doanh thu mẫn kháng sinh đạt VND 1,603 tỷ (+7.2% CK).

Trong 9T2023, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng (LNR) của DHG lần lượt đạt 3,480 tỷ (+4% CK) và 790 tỷ (+5% CK). Kênh OTC chiếm đến 87% doanh thu mẫn dược phẩm của DHG đang chịu sức ép lớn từ các đối thủ cạnh tranh trong bối cảnh kinh tế chững lại (tỷ lệ chiết khấu 9T2023 lớn hơn cùng kỳ 2%p).



| FY (31/12) | FY19 | FY20 | FY21 | FY22 | FY23F | FY24F |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 3,897 | 3,756 | 4,003 | 4,676 | 4,859 | 5,192 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 691 | 809 | 861 | 1,076 | 1,096 | 1,169 |
| Biên LNHĐ (%) | 17.7% | 21.5% | 21.5% | 23.0% | 22.5% | 22.5% |
| LNTT (tỷ đồng) | 713 | 821 | 864 | 1,100 | 1,160 | 1,228 |
| LNR (tỷ đồng) | 631 | 739 | 776 | 988 | 1,031 | 1,081 |
| EPS (VND) | 4,83 | 5,651 | 5,935 | 7,563 | 7,890 | 8,268 |
| ROE (%) | 16.2% | 19.7% | 19.4% | 21.1% | 21.2% | 20.8% |
| P/E (x) | 18.4x | 16.2x | 16.3x | 11.2x | 12.6x | 12.0x |
| P/B (x) | 2.5x | 3.0x | 3.0x | 2.3x | 3.2x | 2.9x |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 4,147 | 4,448 | 4,618 | 5,168 | 5,582 | 6,151 |
| VCSH (tỷ đồng) | 3,378 | 3,568 | 3,793 | 4,292 | 4,781 | 5,338 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Quả ngọt từ chiến lược đầu tư bài bản

Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeeasset.com.vn



| (Cập nhật) | MUA |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 72,300 |
| Thị giá (2/01/24) | 57,000 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 27% |

| | |
|-----------------------------------|------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 390 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 20 |
| P/E (24F, x) | 10.2 |

| | |
|-------------------------------|--------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 3,990 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 70 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 49.6 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 44,762 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 71,429 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|-----|------|-------|
| Tuyệt đối | 4.0 | -4.2 | -0.6 |
| Tương đối | 1.3 | -4.7 | -13.0 |

Điểm nhấn đầu tư

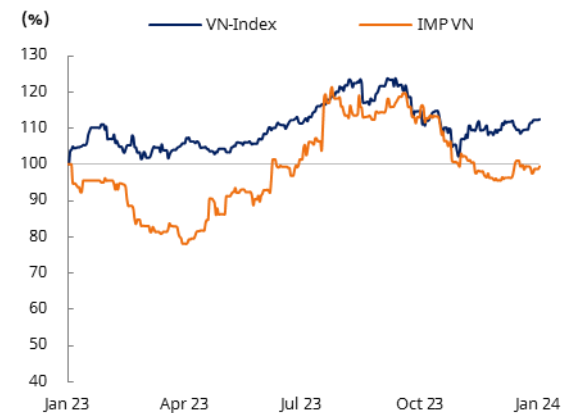
Các nhà máy EU-GMP tạo động lực tăng trưởng dài hạn ở kênh ETC

Hiện nay, IMP đang có 11 dây chuyền sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP, nằm trong top 8% các nhà sản xuất thuốc nội địa đáp ứng được tiêu chuẩn đầu thầu vào nhóm 1 & 2 ở kênh ETC tại Việt Nam. Trong bối cảnh Thông tư 15/2019/TT-BYT ưu tiên sử dụng thuốc nội địa chất lượng cao, chúng tôi đánh giá cao dư địa tăng trưởng cả về doanh thu lẫn lợi nhuận của IMP trong giai đoạn 2023 – 2028. Đặc biệt, với sự tham gia của cổ đông lớn SK Investment Vina III Pte Ltd, chúng tôi kỳ vọng IMP sẽ có sự hỗ trợ đáng kể về quá trình R&D thuốc, qua đó sẽ hoàn thiện các dòng sản phẩm dịch truyền lẫn uống viên.

Dựa trên số liệu của Cục quản lý Dược Việt Nam, kết quả trúng thầu kênh ETC của IMP trong 9T2023 đạt 845 tỷ, gần tương đương với kết quả cả năm 2022 là 894 tỷ đồng. Đây cũng là lần đầu tiên kết quả trúng thầu của IMP vượt Tenamyd, và chúng tôi kỳ vọng kết quả này sẽ tiếp tục tăng trưởng khi nhà máy IMP 4 đã được chứng nhận EU-GMP từ tháng 11/2022. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng ETC năm 2023F/2024F lần lượt đạt 823 tỷ (+37% CK) và 968 tỷ (+17.5% CK).

Ngược lại, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng OTC sẽ có mức tăng trưởng chậm hơn do yếu tố cạnh tranh thị trường. Doanh thu dự phóng mảng OTC năm 2023F/2024F lần lượt đạt 1,137 tỷ (+10% CK) và 1,232 tỷ (+8.3% CK). Dựa trên giả định mảng ETC tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ, chúng tôi dự phóng LNR của IMP năm 2023F/2024F lần lượt đạt 325 tỷ (+45.6% CK) và 390 tỷ (+20% CK).

9T2023 duy trì tăng trưởng: Trong 9T2023, doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế (LNTT) của IMP tiếp tục duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ, lần lượt đạt 1,385 tỷ (+27.6% CK) và đạt 285.8 tỷ (+44.7% CK). Chúng tôi đánh giá điểm nổi bật nhất của IMP nằm ở việc doanh thu kênh ETC tăng trưởng từ năm 2018 (tỷ trọng đóng góp doanh thu ETC 2018 sv. 2022: 19% / 36.7%), góp phần mở rộng biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (EBIT). Biên EBIT liên tục gia tăng trong 3 năm qua (9T2023: 19.8%, 9T2022: 18.5%, 9T2021: 17.4%).



| FY (31/12) | FY19 | FY20 | FY21 | FY22 | FY23F | FY24F |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 1,402 | 1,369 | 1,267 | 1,644 | 1,962 | 2,201 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 203 | 263 | 234 | 297 | 397 | 480 |
| Biên LNHĐ (%) | 14.5% | 19.2% | 18.5% | 18.0% | 20.2% | 21.8% |
| LNTT (tỷ đồng) | 202 | 255 | 239 | 291 | 407 | 488 |
| LNR (tỷ đồng) | 162 | 210 | 189 | 224 | 325 | 390 |
| EPS (VND) | 2,222 | 2,886 | 2,680 | 3,322 | 4,642 | 5,572 |
| ROE (%) | 11.6% | 15.3% | 14.9% | 13.6% | 16.6% | 17.7% |
| P/E (x) | 16.6x | 17.8x | 25.1x | 16.8x | 12.3x | 10.2x |
| P/B (x) | 2.4x | 2.3x | 2.8x | 2.1x | 2.4x | 2.1x |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 1,847 | 2,096 | 2,295 | 2,277 | 2,509 | 2,755 |
| VCSH (tỷ đồng) | 1,559 | 1,730 | 1,794 | 1,894 | 2,151 | 2,398 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Dệt may - Từng bước cải thiện

Tiếp đà phục hồi

- Xuất khẩu dần phục hồi và thị phần may mặc được cải thiện:** Mặc dù phải đối mặt với những thách thức trong bối cảnh bất ổn quốc tế, ngành dệt may Việt Nam vẫn tiếp tục xu hướng cải thiện khi tốc độ giảm đang dần thu hẹp, đặc biệt là ở mảng sợi. Cập nhật đến giữa T11/2023, giá trị xuất khẩu sợi lũy kế đạt 3.8 tỷ USD (-9.8% CK; 10T2023: -10.8% CK), trong khi đó, giá trị xuất khẩu hàng may mặc có phần suy yếu hơn, đạt 28.9 tỷ USD (-12.7% CK; 10T2023: -12.4% CK). Cập nhật đến cuối T10, tại Mỹ và Hàn Quốc, thị phần của Việt Nam cải thiện lần lượt lên 18.1% (7T2023: 17.4%) và 29.9% (7T2023: 28.3%). Đáng chú ý, thị phần của Trung Quốc tại hai thị trường này suy giảm, trong khi các đối thủ như Bangladesh, Indonesia và Ấn Độ đang mở rộng. Thị phần của Việt Nam tại Nhật Bản tăng lên 16.4% (7T2023: 16.2%).
- Xuất khẩu sợi sang Trung Quốc được cải thiện:** Trong 11T2023, giá trị xuất khẩu sợi của Việt Nam sang Trung Quốc đạt 2.1 tỷ USD (+5.0% CK; 9T2023: không đổi so với CK), chiếm 53.8% tổng kim ngạch xuất khẩu sợi của Việt Nam. Dệt may của Trung Quốc có xu hướng khởi sắc hơn kể từ giữa năm 2023, với khối lượng sản xuất dệt may tính đến cuối T9/2023 tăng nhẹ 0.8% CK (7T2023: -0.4% CK). Ngoài ra, xuất khẩu sợi của Việt Nam sang Hàn Quốc đã thu hẹp mức giảm xuống -20.2% CK (10T2023: -24.2% CK), đạt 284.1 triệu USD.
- Hoạt động sản xuất dệt may có dấu hiệu khởi sắc:** Sản xuất dệt may trong nước tiếp tục phục hồi trong 11T2023, đặc biệt là mảng dệt. IIP của mảng dệt trong 11T2023 tăng 5.9% CK, trong khi IIP của mảng may mặc cũng thu hẹp mức giảm, với mức tăng trưởng -1.3% CK (10T2023: -1.3% CK, 7T2023: -5.5% CK). Ngoài ra, chỉ số việc làm lao động dệt may ghi nhận mức tăng trưởng 12.1% so với cùng kỳ vào đầu T11/2023.
- Nền kinh tế các thị trường trọng điểm duy trì tăng trưởng:** Theo WB, dự báo GDP thực tế năm 2023 của các thị trường trọng điểm của Việt Nam duy trì tăng trưởng: Mỹ (+1.1%); EU (+0.4%); Nhật Bản (+0.8%); và Trung Quốc (+5.6%). Sự tăng trưởng này sẽ dẫn đến khả năng phục hồi về thu nhập và nhu cầu tiêu dùng.
- Hàng tồn kho và doanh số của các thương hiệu chính:** Vào cuối Q3/2023, tỷ lệ hàng tồn kho trên doanh số bán của các thương hiệu chính như Nike, Inditex, GAP, H&M và Puma vẫn ở mức thấp, trong khi doanh số bán hàng có dấu hiệu tăng trong bối cảnh kỳ nghỉ lễ sắp tới. Những tín hiệu tích cực về doanh số bán hàng kỳ vọng dẫn dắt số lượng đơn đặt hàng quay trở lại trong năm 2024.

Khuyến nghị và giá mục tiêu của các công ty dệt may

| Công ty | Mã CP | Vốn hóa (tỷ đồng) | Thị giá (12/08/2023) | Giá mục tiêu (VND) | Khuyến nghị | Lợi nhuận kỳ vọng (%) | FY23F P/E | FY24F P/E |
|---|-------|-------------------|----------------------|--------------------|-------------|-----------------------|-----------|-----------|
| CTCP Đầu tư và Thương mại TNG | TNG | 2,168 | 19,000 | 18,800 | Nắm Giữ | -1.1 | 9.1 | 6.3 |
| CTCP May Sông Hồng | MSH | 2,816 | 37,550 | 38,000 | Nắm Giữ | +1.2 | 12.0 | 8.4 |
| Tập đoàn Dệt May Việt Nam | VGT | 5,950 | 11,900 | 11,700 | Nắm Giữ | -1.6 | 85.7 | 13.7 |
| CTCP Sản xuất Kinh doanh và Xuất nhập khẩu Bình Thạnh | GIL | 1,862 | 26,600 | 27,500 | Nắm Giữ | +3.4 | NA | 40.7 |
| CTCP Sợi Thế Kỷ | STK | 2,456 | 26,300 | 32,500 | Mua | +23.6 | 25.5 | 12.9 |

Dự phóng 2023 - 2024

| Công ty | Mã CP | LNST 9T2022 (tỷ đồng) | LNST 9T2023 (tỷ đồng) | % CK | Dự phóng 2023 | | Kỳ vọng thị trường | | KH 2023 | | Dự phóng 2024 | | % CK | |
|---|-------|-----------------------|-----------------------|-------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|-----------|--------|
| | | | | | Doanh thu (tỷ đồng) | LNST (tỷ đồng) | Doanh thu (tỷ đồng) | LNST (tỷ đồng) | Doanh thu (tỷ đồng) | LNST (tỷ đồng) | Doanh thu (tỷ đồng) | LNST (tỷ đồng) | Doanh thu | LNST |
| CTCP Đầu tư và Thương mại TNG | TNG | 231.4 | 170.9 | -26.1 | 6,936 | 217.2 | 6,745 | 240 | 6,800 | 299 | 7,004.7 | 341.3 | +3.0 | +57.3 |
| CTCP May Sông Hồng | MSH | 280.1 | 163.9 | -41.5 | 4,471 | 221.3 | 4,938 | 270 | 4,800 | 290.5* | 4,600 | 314.2 | +2.9 | +41.9 |
| Tập đoàn Dệt May Việt Nam | VGT | 1,074.5 | 197.8 | -83.6 | 16,549 | 221.7 | NA | NA | 17,500 | 536.8* | 18,204 | 694.2 | +10.0 | +526.3 |
| CTCP Sản xuất Kinh doanh và Xuất nhập khẩu Bình Thạnh | GIL | 351.5 | -63.6 | NA | 948 | -54.5 | NA | NA | 1,500 | 103.5 | 1,264 | 51.9 | +33.3 | NA |
| CTCP Sợi Thế Kỷ | STK | 197.5 | 55.7 | -71.8 | 1,631 | 90.6 | 1,681 | 137 | 2,149.3 | 253.1 | 2,705 | 179.4 | +65.8 | +98 |

Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research (*VGT lên kế hoạch LNNT 610 tỷ VND, *MSH lên kế hoạch LNNT 350 tỷ VND)



Vượt qua thách thức

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn

| (Cập nhật) | MUA |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 32,500 |
| Thị giá (2/01/24) | 25,700 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 26% |

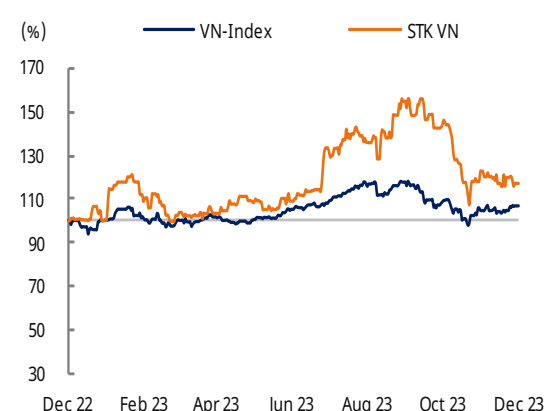
| | |
|-----------------------------------|------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 179 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 98 |
| P/E (24F, x) | 13.9 |

| | |
|-------------------------------|--------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 2,475 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 94 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 58.9 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | NA |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 20,478 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 35,650 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|------|-----|------|
| Tuyệt đối | -4.5 | 4.3 | 17.2 |
| Tương đối | -6.6 | 3.7 | 10.3 |

Điểm nhấn đầu tư

- CTCP Sợi Thế Kỷ (STK) tập trung vào các sản phẩm sợi polyester với các sản phẩm chính là DTY, FDY và POY nguyên sinh và tái chế. STK hiện đang vận hành hai nhà máy kéo sợi tại TP.HCM và Đồng Nai, với tổng công suất 63,000 tấn/năm. STK là công ty duy nhất trong khu vực ASEAN hợp tác chiến lược với Unifi Inc. để phát triển các loại sợi tái chế và sợi có giá trị cao. Khi các loại sợi tái chế và sợi nhân tạo ngày càng trở nên phổ biến trong ngành dệt may, chúng tôi cho rằng STK đang đi đúng hướng để thành công.
- Động lực tăng trưởng từ nhà máy mới từ 2024:** Năm 2024, chúng tôi nhận định sản phẩm sợi mới sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính cho doanh thu của STK. Dự án Unitex Giai đoạn 1, dự kiến hoàn thành trong Q1/2024 và đi vào hoạt động từ Q2/2024, sẽ bổ sung khoảng 18,000 tấn sợi giá trị cao vào tổng sản lượng của STK (khoảng 50% công suất tối đa của Unitex GĐ1). Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng khả năng phục hồi của các sản phẩm sợi hiện hữu sẽ chậm lại, với những bất ổn về địa chính trị và mức tiết kiệm hộ gia đình ở Mỹ thấp. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2024 sẽ tăng đáng kể lên 2,704.8 tỷ đồng (+65.8% CK). Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2024 dự kiến cao hơn nhờ các sản phẩm mới, ở mức 14.7% (2023F: 12.8%). Nhà máy mới có khả năng làm gia tăng chi phí SG&A, với mức tăng ước tính là 86.6% lên 121.7 tỷ đồng vào năm 2024. Theo đó, lợi nhuận hoạt động và LNST dự phóng năm 2024 của chúng tôi ở mức lần lượt 199.4 tỷ đồng (+98% CK) và 179.4 tỷ đồng (+98% CK).
- Định giá:** Với dự án Unitex, chúng tôi đánh giá STK có tiềm năng tăng trưởng tốt, đặc biệt tại các dòng sản phẩm sợi tái chế và sợi giá trị cao. Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của công ty (FCFF) để định giá cổ phiếu STK ở mức 32,500 đồng.
- Rủi ro chính:** Quy định về việc nhập khẩu phế liệu và nhựa tái chế của Chính phủ Việt Nam có thể được siết chặt hơn; biến động tỷ giá VND/USD; biến động giá dầu và PET; nhu cầu dệt may tại các thị trường xuất khẩu trọng điểm là những rủi ro chính đối với Khuyến nghị và định giá của chúng tôi.



| FY (31/12) | FY20 | FY21 | FY22 | FY23F | FY24F | FY25F |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 1,767 | 2,043 | 2,117 | 1,631 | 2,705 | 2,765 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 164 | 285 | 271 | 101 | 199 | 255 |
| Biên LNHĐ (%) | 9.3 | 14.0 | 12.8 | 6.2 | 7.4 | 9.2 |
| LNTT (tỷ đồng) | 164 | 286 | 269 | 101 | 199 | 255 |
| LNR (tỷ đồng) | 144 | 278 | 242 | 91 | 179 | 230 |
| EPS (VND) | 2,091 | 4,084 | 3,341 | 963 | 1,907 | 2,442 |
| ROE (%) | 13.3 | 23.8 | 17.3 | 5.9 | 11.7 | 14.4 |
| P/E (x) | 10.0 | 13.9 | 9.1 | 27.5 | 13.9 | 10.1 |
| P/B (x) | 1.3 | 3.1 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.4 |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 1,703 | 1,971 | 2,125 | 2,777 | 3,533 | 3,503 |
| VCSH (tỷ đồng) | 1,083 | 1,259 | 1,541 | 1,509 | 1,547 | 1,636 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

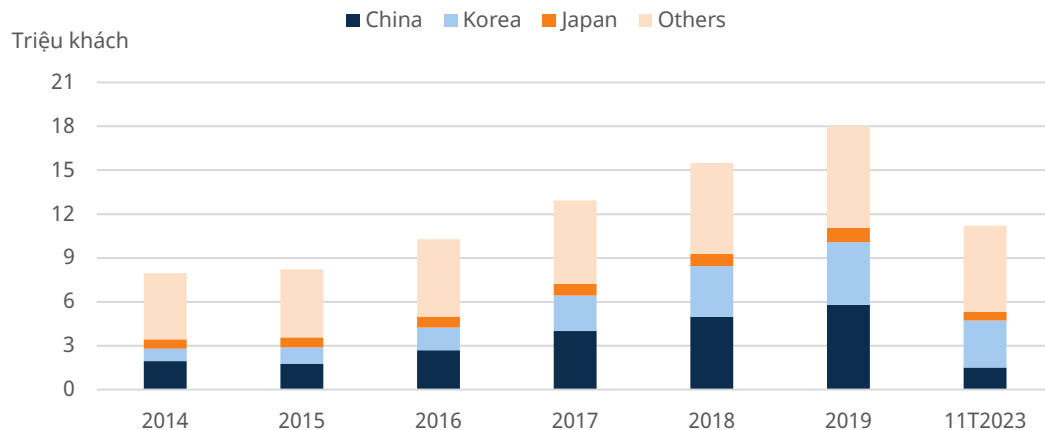
Hàng không – Khách quốc tế dẫn dắt tăng trưởng 2023 - 2024

Luật xuất nhập cảnh mới thu hút khách quốc tế

Khách nội địa suy giảm do ảnh hưởng của kinh tế khó khăn

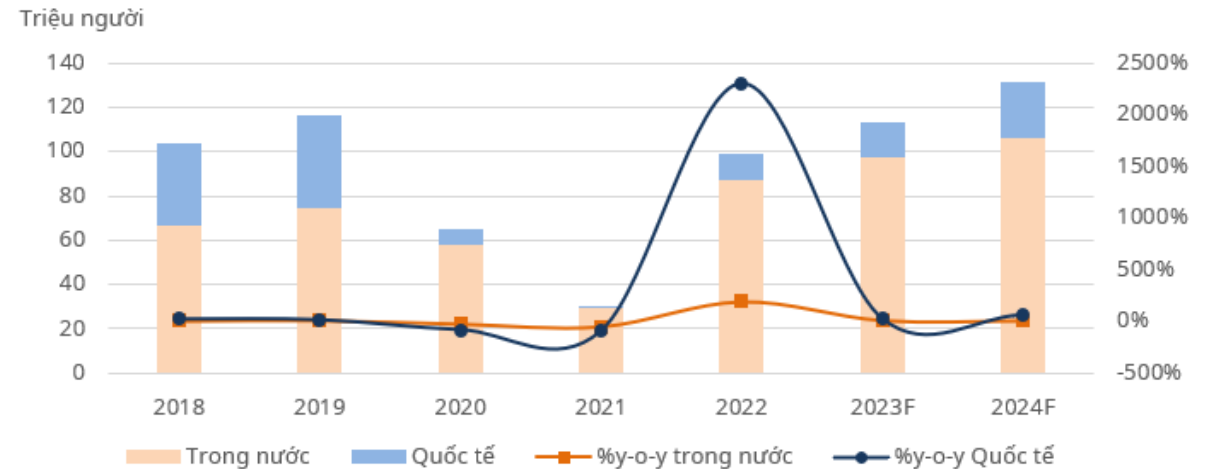
- Chính sách visa thông thoáng tạo điều kiện cho du lịch quốc tế phát triển. Luật số 23/2023/QH15 sửa đổi một số điều của Luật Xuất cảnh, nhập cảnh, có hiệu lực từ ngày 15/8/2023 cho phép kéo dài thời gian Visa từ 30 ngày lên 90 ngày, đồng thời cho phép nâng hiệu lực tạm trú đối với các nước Việt Nam đơn phương miễn Visa từ 15 ngày lên 45 ngày. Việc gia hạn thời gian lưu trú và nới lỏng thủ tục xin visa đã hỗ trợ thu hút khách du lịch trong các tháng cuối năm, vốn là mùa cao điểm du lịch của các quốc gia trong kỳ nghỉ đông. Lượng khách quốc tế đến Việt Nam từ 15/8/2023 đến hết T11/2023 đạt 5.6 triệu người (+180% CK). 11T2023, theo số liệu của Tổng cục du lịch, số lượng khách quốc tế đến Việt Nam đạt 11.2 triệu người (+380% CK; tương đương 68.9% năm 2019). Chúng tôi ước tính lượng khách du lịch đến Việt Nam cả năm 2023 đạt 13 triệu khách và đạt 17 triệu khách trong năm 2024.
- Bên cạnh đó, sau giai đoạn biến động do chiến tranh giữa Nga và Ukraine, giá nguyên liệu bay cũng đã giảm mạnh và điều chỉnh về mức US\$105/bbl (-24% CK). Yếu tố này sẽ hỗ trợ thị trường hàng không phục hồi trong giai đoạn 2024 – 2025. Chúng tôi dự phóng lượng khách quốc tế bay qua các cảng hàng không Việt Nam giai đoạn 2023 / 2024 / 2025 lần lượt đạt 34.2 triệu lượt (+185% CK) / 42.1 triệu lượt (+23% CK) / 50.9 triệu lượt (+21% CK).
- 11T2023, tổng lượng khách du lịch nội địa đạt 92 triệu lượt (-4.5% CK). Chúng tôi cho rằng các yếu tố bất lợi về chi phí du lịch cao trong bối cảnh kinh tế chứng lại đã khiến nhu cầu du lịch nội địa giảm sút. Chúng tôi dự phóng tổng khách du lịch nội địa năm 2023 & 2024 chỉ ở mức 102 triệu lượt, tương đương với năm 2022. Lượng khách bay nội địa giai đoạn 2023 / 2024 dự kiến chứng lại, lần lượt đạt 85.3 triệu lượt (-2% CK) và 87.9 triệu lượt (+3% CK).

Thông kê khách du lịch các nước tới Việt Nam



Nguồn: Tổng Cục Du Lịch, GSO, Mirae Asset Research Vietnam

Dự phóng lượng khách hàng không nội địa và quốc tế giai đoạn 2018 – 2024F



Tiếp đà phục hồi

Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeeasset.com.vn



| | |
|--------------------------------|---------------|
| (Cập nhật) | MUA |
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 65,200 |
| Thị giá (2/01/24) | 50,500 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 29% |

| | |
|-----------------------------------|------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 162 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 25.5 |
| P/E (24F, x) | 14.2 |

| | |
|-------------------------------|--------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 2,273 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 45 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 20.8 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 45.0 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 48,000 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 63,000 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|------|-------|-------|
| Tuyệt đối | 1.6 | -15.7 | -11.4 |
| Tương đối | -1.1 | -16.2 | -23.8 |

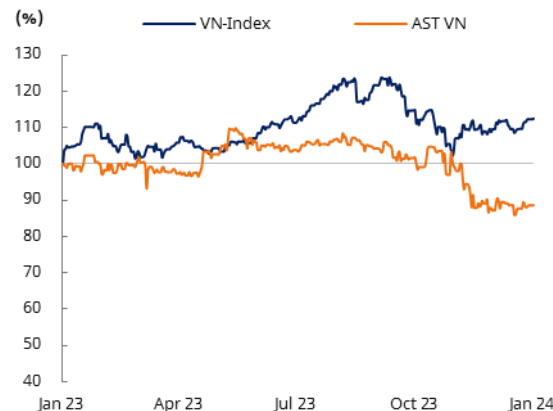
Điểm nhấn đầu tư

CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (AST) hiện đang hoạt động theo mô hình tập đoàn với các mảng kinh doanh chính bao gồm: (1) Bán lẻ hàng bách hóa – lưu niệm, (2) Hàng miễn thuế, (3) Phòng chờ sân bay, (4) Dịch vụ nhà hàng – ăn uống, (5) Vận tải, (6) Khách sạn, và các dịch vụ hỗ trợ khác. Trong đó, các cửa hàng của Taseco đã hiện diện ở 6 sân bay lớn nhất Việt Nam, trong tương lai sẽ tiếp tục mở rộng vào các sân bay mới như Phan Thiết hay Long Thành.

Dự phóng doanh thu & lợi nhuận giai đoạn 2023 – 2024: Chúng tôi nhận định việc gia tăng lượng khách qua các cảng hàng không tiếp tục thúc đẩy doanh thu của AST trong giai đoạn 2023F – 2024F. Dự phóng doanh thu của AST năm 2023 / 2024 lần lượt đạt 1,082 tỷ (+79% CK) / 1,423 tỷ (+31% CK). Doanh thu mảng bán hàng miễn thuế kỳ vọng tăng trưởng mạnh nhất nhờ sức mua từ du khách nước ngoài, đạt 308 tỷ (+195.6% CK) trong 2023 và 504 tỷ (+63.6% CK) trong 2024. Qua đó, chúng tôi dự phóng LNR sau khi trừ đi lợi ích của cổ đông thiểu số của AST trong năm 2023 / 2024 sẽ lần lượt đạt 129 tỷ (+460% CK) và 162 tỷ (+25.5% CK).

KQKD 9T2023: Kết quả doanh thu 9T2023 của AST ghi nhận ở mức 810 tỷ (+109% CK) và lợi nhuận ròng (LNR) đạt 110 tỷ đồng (gấp 13 lần CK). Chúng tôi đánh giá khả năng phục hồi của AST được đóng góp chính từ lưu lượng hàng không quốc tế trở lại sau quãng thời gian dài ảnh hưởng bởi các yếu tố dịch Covid, đi kèm với sự hỗ trợ từ chính sách visa mới. Cụ thể, theo số liệu của Cục Hàng không Việt Nam, 9T2023, các cảng hàng không trên cả nước đón 89 triệu lượt khách (+20% CK), trong đó, sản lượng hành khách quốc tế đạt 23.7 triệu lượt (+266.8% CK) nhưng khách nội địa giảm 3.6% CK, đạt 65.2 triệu lượt.

Định giá: Chúng tôi xác định giá mục tiêu của AST ở mức VND65,200 dựa trên phương pháp FCFE



| FY (31/12) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 359 | 154 | 604 | 1,082 | 1,423 | 1,655 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | (65) | (107) | 34 | 141 | 206 | 265 |
| Biên LNHĐ (%) | -18.2% | -69.7% | 5.7% | 13.0% | 14.5% | 16.0% |
| EBITDA (tỷ đồng) | (26) | (69) | 72 | 183 | 248 | 309 |
| LNR (tỷ đồng) | (49) | (118) | 23 | 129 | 162 | 205 |
| EPS (VND) | (1,080) | (2,600) | 510 | 2,839 | 3,564 | 4,523 |
| ROE (%) | -10.5% | -34.5% | 8.5% | 32.1% | 35.0% | 40.5% |
| P/E (x) | -50.2x | -18.4x | 71.8x | 17.8x | 14.2x | 12.8x |
| P/B (x) | 4.2x | 4.9x | 4.3x | 4.3x | 3.7x | 3.2x |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 625 | 503 | 579 | 703 | 828 | 935 |
| VCSH (tỷ đồng) | 490 | 373 | 398 | 453 | 522 | 572 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

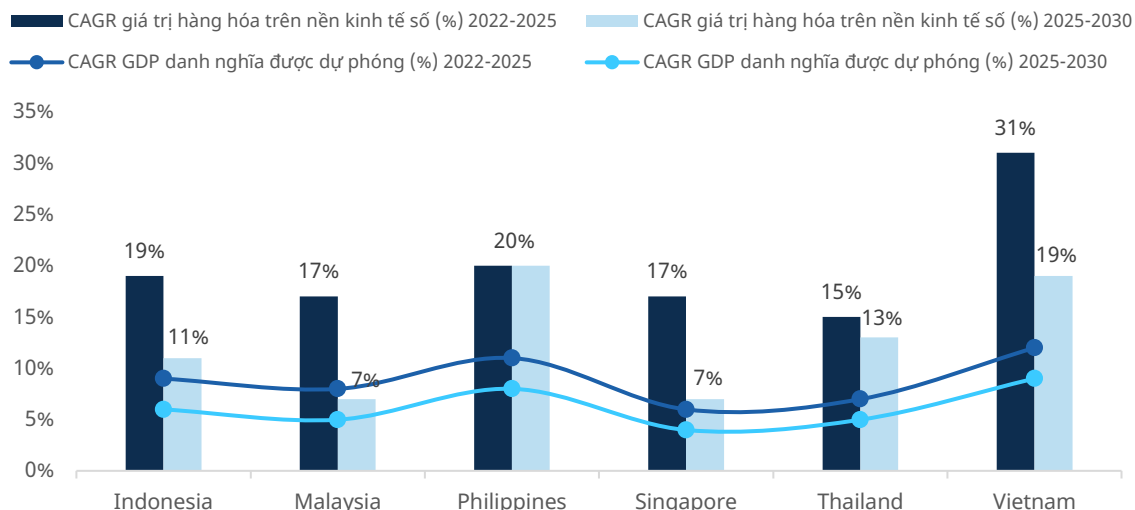
Công nghệ thông tin - Thúc đẩy chuyển đổi số

Sẵn sàng cho tăng trưởng

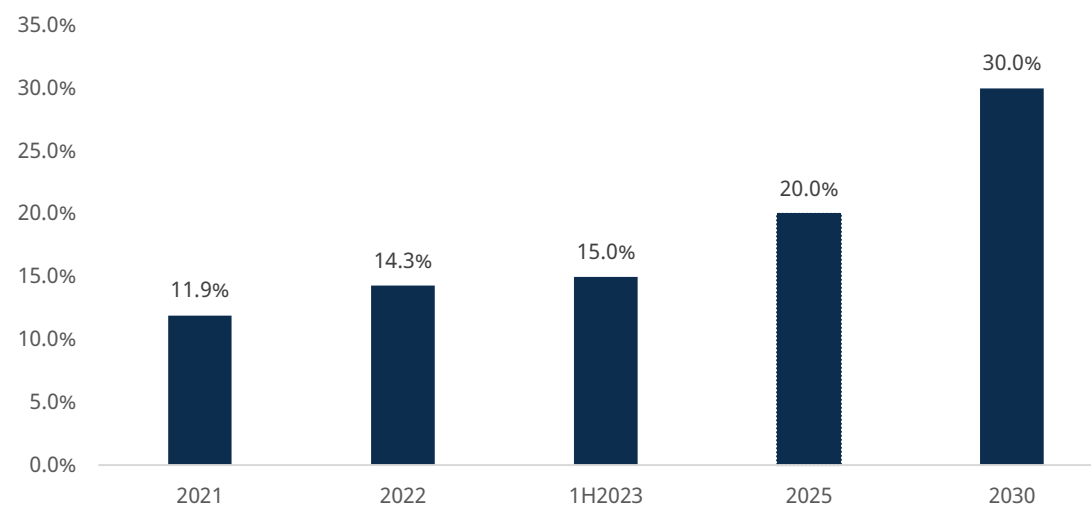
Ngành công nghệ thông tin (CNTT) đang chuẩn bị cho một bước tăng trưởng mạnh mẽ được thúc đẩy bởi: 1) **Tăng trưởng trong nước:** nhu cầu số hóa cả doanh nghiệp tư nhân và lĩnh vực công, 2) **Xuất khẩu phần mềm:** Việt Nam càng ngày khẳng định vai trò trung tâm cung ứng dịch vụ thuê ngoài (outsourcing) về CNTT giữa xu hướng chuyển đổi số toàn cầu, và 3) **Sản xuất chip:** cơ hội mới được khai thông trong lĩnh vực sản xuất chip.

- Kinh tế số Việt Nam dự kiến ghi nhận mức tăng trưởng nhanh nhất Đông Nam Á, với tỷ lệ tăng trưởng tổng giá trị hàng hóa (GMV) bình quân 31% trong giai đoạn 2022-2025 và 19% trong giai đoạn 2025-2030, trong đó cloud computing và dịch vụ CNTT sẽ đóng vai trò quan trọng. Quyết định số 749/QĐ-TTg, phê duyệt Chương trình chuyển đổi số quốc gia của Việt Nam đến năm 2025 với tầm nhìn đến năm 2030, đưa ra hai mục tiêu trọng yếu: (1) đưa Việt Nam vào danh sách 50 quốc gia hàng đầu thế giới về Chỉ số Phát triển Chính phủ Điện tử của Liên Hợp Quốc (E-GDI), và (2) đảm bảo nền kinh tế số chiếm 30% GDP của đất nước vào năm 2030. Theo Bộ Thông tin và Truyền thông, tỷ trọng nền kinh tế số trong GDP đã liên tục mở rộng, từ 11.91% vào năm 2021 lên 14.29% vào năm 2022 và gần 15% trong nửa đầu năm 2023.
- Tiếp tục đà tăng trưởng vững chắc về xuất khẩu phần mềm với lợi thế về nhân lực để thâm nhập vào thị trường dịch vụ CNTT toàn cầu. Việt Nam xếp hạng thứ 7 trong số 78 quốc gia được xếp hạng trong chỉ số Vị trí Dịch vụ Toàn cầu Kearney năm 2023 tập trung vào việc outsourcing CNTT. Với tầm quan trọng của chuyển đổi số trong quyết định thành công kinh doanh, dự kiến tổng chi tiêu DX toàn cầu sẽ tăng trưởng ở mức CAGR là 16.3% trong 2021-2026.
- Sau chuyến thăm của Tổng thống Mỹ Joe Biden đến Việt Nam, triển vọng cho sự hợp tác sản xuất chip trong tương lai giữa Mỹ và Việt Nam đã trở nên tích cực hơn. Quỹ US-ITSI trị giá 500 triệu USD, được thành lập dưới Đạo luật CHIPS và Khoa học của Mỹ năm 2022, sẽ hỗ trợ một cuộc đánh giá toàn diện về hệ sinh thái và khuôn khổ pháp lý trong lĩnh vực bán dẫn của Việt Nam. Tính đến Q1/2023 (lũy kế 12T), Việt Nam xếp hạng thứ 3 trong xuất khẩu chip đến Mỹ, sau Malaysia và Đài Loan, chiếm 10% tổng lượng nhập khẩu của Mỹ. Tuy nhiên, đã có một sự thay đổi đáng chú ý trong Q1/2023, khi Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 62.6% CK, trong khi Malaysia giảm 32.3% CK và Đài Loan tăng nhẹ 8.1% CK.

Việt Nam dự kiến là một trong những nền kinh tế số phát triển nhanh nhất Đông Nam Á



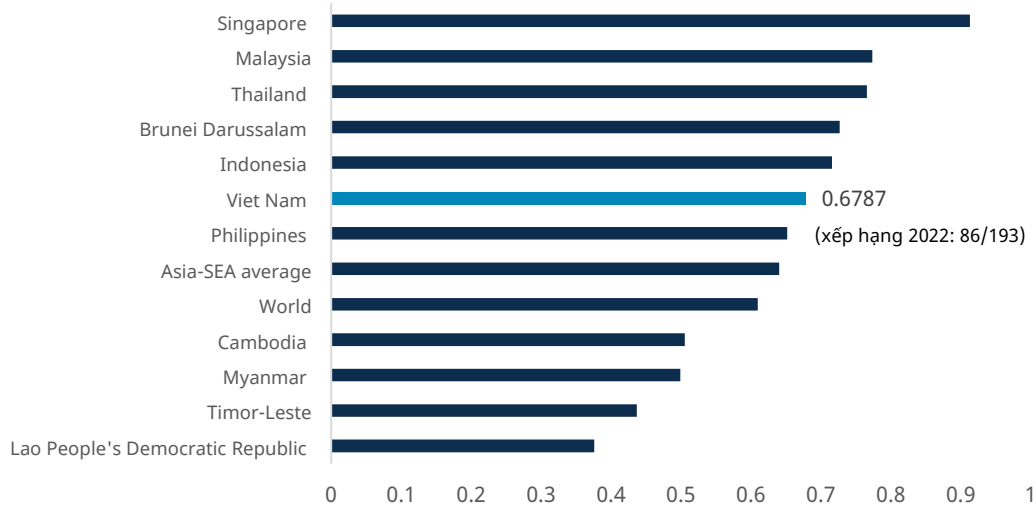
Việt Nam tăng tỷ trọng nền kinh tế số (% GDP)



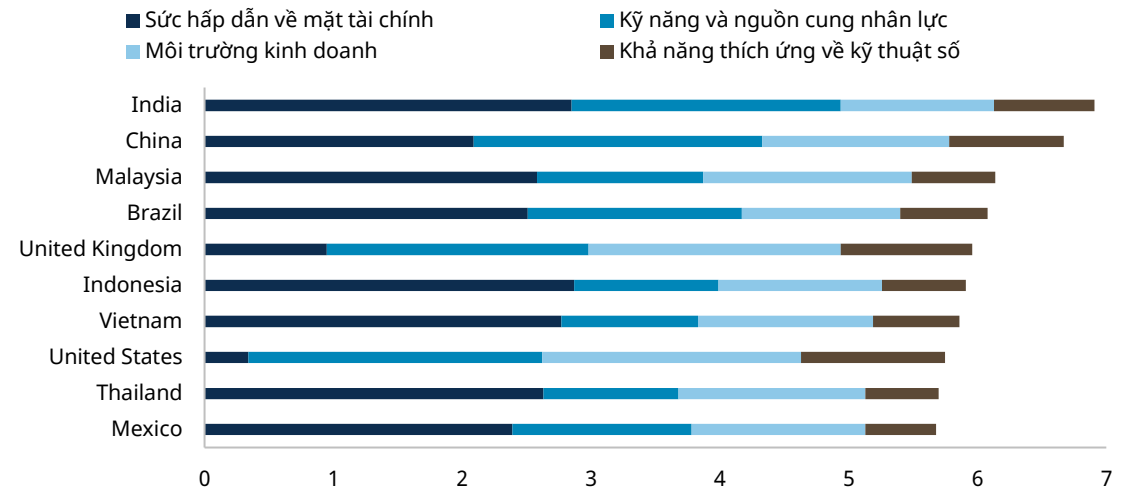
Nguồn: Google, Temasek, Bain & Company, Bộ Thông tin và Truyền thông, Mirae Asset Vietnam Research

Công nghệ thông tin – Thúc đẩy chuyển đổi số (tt.)

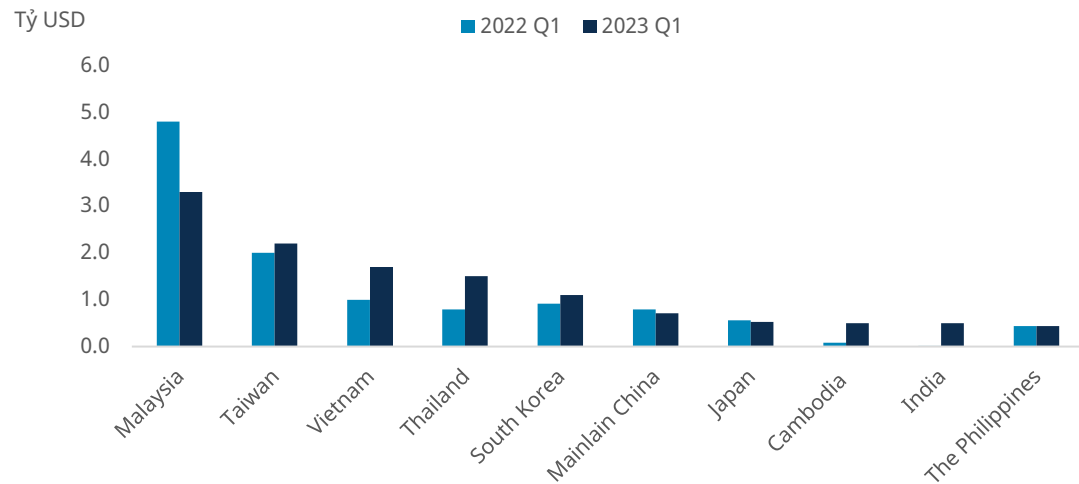
Việt Nam đặt mục tiêu vào top 50 về chỉ số E-GDI



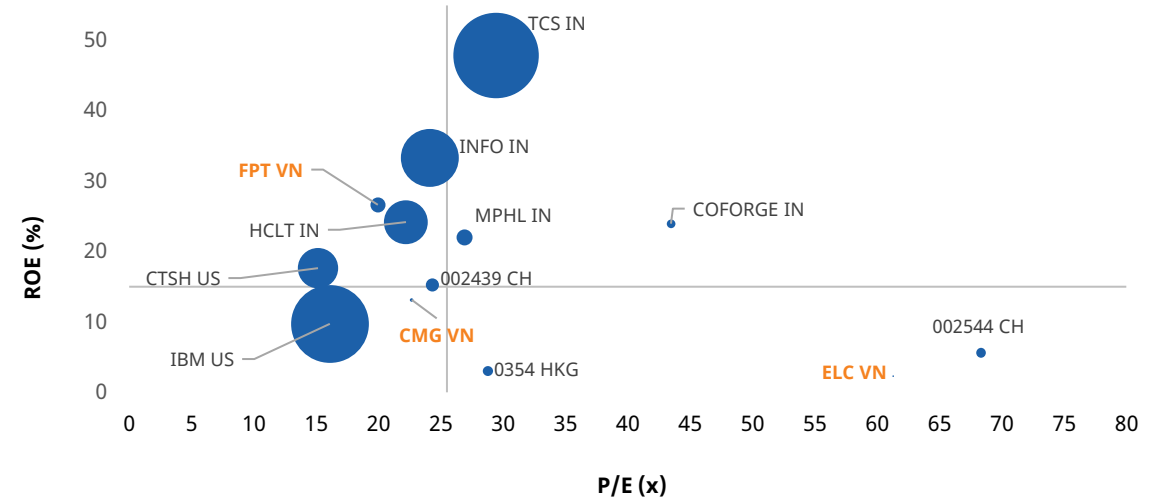
Việt Nam xếp thứ 7 về chỉ số Địa điểm dịch vụ IT toàn cầu (GSLI) của Kearney



Việt Nam xếp thứ 3 trong xuất khẩu chip đến Mỹ (lũy kế 12T)



Định giá các công ty CNTT



Thâm nhập thị trường vững chắc

Tôn Đạt Quân, quan.td@miraeeasset.com.vn



| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG |
|--------------------------------|----------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 111,600 |
| Thị giá (2/01/24) | 95,900 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 16% |

| | |
|-----------------------------------|-------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 7,621 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | N/A |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | 18.7 |
| P/E (24F, x) | 14.1 |

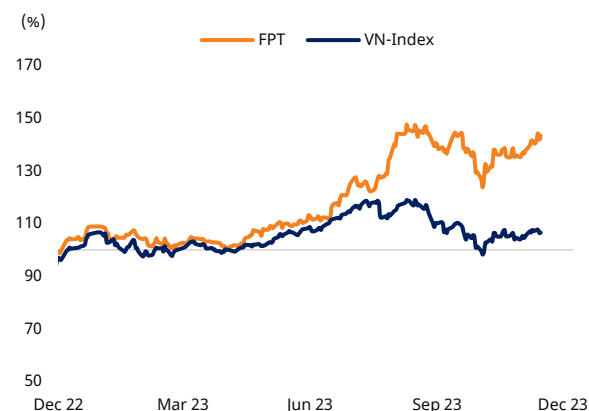
| | |
|-------------------------------|---------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 105,132 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 1,269 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 85.0 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 49.0 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 66,200 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 99,000 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|-----|------|------|
| Tuyệt đối | 5.3 | 31.5 | 43.3 |
| Tương đối | 3.8 | 31.6 | 36.8 |

Điểm nhấn đầu tư

Áp lực tăng trưởng năm 2024: Trong 11T2023, mảng Global IT - chiếm 46.8% tổng doanh thu - tăng trưởng ấn tượng 29% CK, giúp hạn chế tác động giảm tốc từ mảng IT trong nước (+5% CK). FPT đạt mục tiêu đạt mức tăng trưởng doanh thu 20-30% ở các thị trường Global IT chính trong 2024. Chúng tôi dự phóng doanh thu của FPT năm 2024 sẽ đạt 61,769 tỷ đồng (+18% CK) và LNST 7,621 tỷ đồng (+18.7% CK). Là công ty công nghệ toàn cầu, FPT hiện có 178 trụ sở, văn phòng và chi nhánh tại 26 quốc gia trên toàn thế giới, cùng với cơ sở hạ tầng công nghệ tại 59/63 tỉnh thành tại Việt Nam.

- **Mảng IT toàn cầu và IT trong nước:** Tại thị trường Nhật Bản và khu vực APAC, doanh thu tăng lần lượt là 46% CK và 30.2% CK trong 11T2023. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng có khả năng chững lại ở cả hai lĩnh vực CNTT toàn cầu và trong nước do thách thức từ nhu cầu của các ngành ngân hàng, ô tô và bán lẻ. Bên cạnh đó, mặc dù triển vọng hứa hẹn, đóng góp doanh thu từ mảng bán dẫn và công việc liên quan AI trong ngắn hạn chưa rõ nét. Một điểm tích cực được ghi nhận là áp lực lạm phát lên mức lương trong ngành công nghệ thông tin (một yếu tố chi phí quan trọng) đã giảm bớt.
- **Chiến lược thâm nhập thị trường với hoạt động M&A:** FPT gần đây trở thành nhà đầu tư chiến lược của Landing AI, hướng tới việc triển khai các giải pháp thị giác máy tính cho ngành công nghiệp ô tô, sản xuất, chăm sóc sức khỏe. FPT và Landing AI cũng sẽ cùng tham gia đào tạo kỹ sư trí tuệ nhân tạo tại Việt Nam. Tiến sĩ Andrew Ng (người sáng lập Landing AI, cũng là người sáng lập Google Brain và Coursera) sẽ đóng vai trò cố vấn, kết hợp cùng mảng giáo dục của FPT tạo ra "chương trình giảng dạy toàn diện về trí tuệ nhân tạo cho học sinh từ lớp 1 đến lớp 12". Ngoài ra, FPT cũng đã mua lại Cardinal Peak để củng cố mảng dịch vụ kỹ thuật sản phẩm.
- **Rủi ro:** (1) Ngân sách của các công ty thu hẹp đặt áp lực lên khối lượng bán hàng; (2) Rủi ro về tỷ giá hối đoái ảnh hưởng đáng kể đến doanh thu thị trường Nhật Bản.



| FY (31/12) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 29,830 | 35,657 | 44,010 | 52,283 | 61,947 | 72,813 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 4,605 | 5,415 | 6,795 | 7,958 | 9,634 | 11,419 |
| Biên LNHĐ (%) | 15.4 | 15.2 | 15.4 | 15.2 | 15.6 | 15.7 |
| EBITDA (tỷ đồng) | 6,095 | 7,059 | 8,628 | 10,120 | 12,009 | 14,156 |
| LNR (tỷ đồng) | 3,538 | 4,337 | 5,310 | 6,422 | 7,621 | 8,995 |
| EPS (VND) | 4,115 | 4,342 | 4,420 | 4,617 | 5,479 | 6,467 |
| ROE (%) | 23.8 | 25.8 | 27.2 | 28.0 | 28.4 | 28.7 |
| P/E (x) | 18.7 | 17.7 | 17.5 | 16.7 | 14.1 | 11.9 |
| P/B (x) | 4.2 | 4.3 | 4.4 | 3.8 | 3.2 | 2.8 |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 41,734 | 53,698 | 51,650 | 58,383 | 66,166 | 79,374 |
| VCSH (tỷ đồng) | 15,746 | 17,941 | 21,046 | 24,775 | 28,904 | 33,777 |

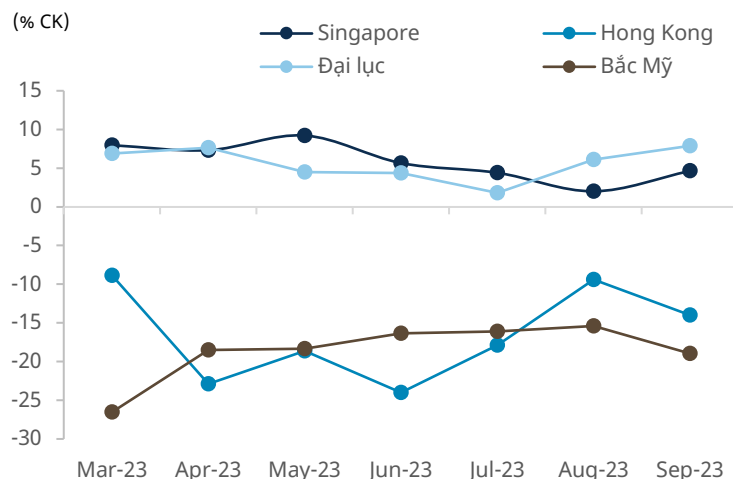
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Cảng biển – Hướng đến sự phục hồi

Phản ứng của các công ty lớn khi giá vận chuyển về mức thấp

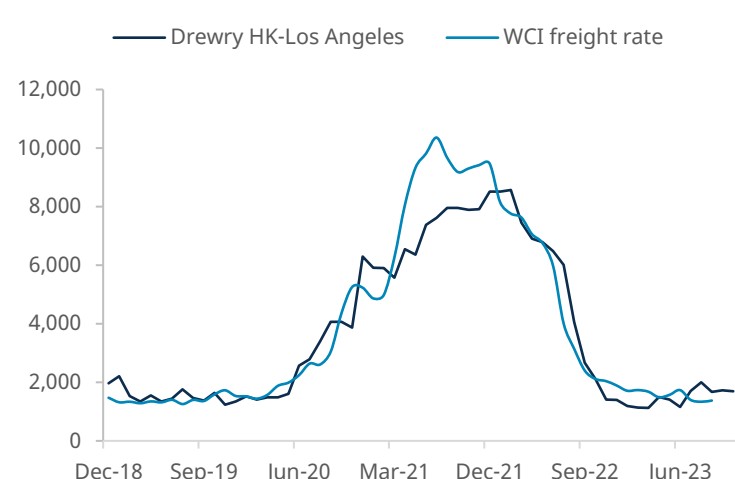
- Hoạt động xuất nhập khẩu và thông quan dần phục hồi:** Trong 11T2023, giá trị xuất nhập khẩu duy trì xu hướng dần cải thiện khi mức giảm thu hẹp, đạt mức 619.4 tỷ USD (-8.2% CK; 10T2023: -9.5% CK). Hầu hết các sản phẩm xuất khẩu chủ lực của Việt Nam đều thu hẹp đà giảm, một số mặt hàng còn tăng về giá trị, bao gồm: Điện tử (+1.8% CK; 10T2023: +0.7% CK); Điện thoại (-11.8% CK; 10T2023: -12.6% CK); Máy móc (-6.7% CK; 10T2023: -7.1% CK). Trong 11T2023, tăng trưởng xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 5.1% CK (10T2023: +5.1% CK, 8T2023: +2.5% CK), trong khi các thị trường lớn khác hạn chế mức giảm, bao gồm Mỹ (-13.1% CK; 10T2023: -15.2% CK); Hàn Quốc (-4.0% CK; 10T2023: -5.1% CK). Hoạt động thông quan cũng có dấu hiệu khởi sắc, với khối lượng thông quan 8T2023 ước đạt 495.8 triệu tấn, quay trở lại mức tăng trưởng dương (+0.1% CK). Trong đó, khối lượng hàng hóa xuất khẩu và nhập khẩu ước đạt lần lượt là 115.7 triệu tấn (-4.7% CK; 7T2023: -4.8% CK) và 145 triệu tấn (+2.0% CK; 7T2023: +1.5% CK). Xét về sản lượng container, kết quả 8T2023 cũng cho thấy những tín hiệu tích cực, với tốc độ giảm lũy kế ngày càng thu hẹp. Tổng sản lượng container 8T2023 ước đạt 15.9 triệu TEU (-6.1% CK; 7T2023: -6.3% CK).
- Sản xuất trong nước và FDI:** Hoạt động sản xuất ghi nhận một số cải thiện, với Chỉ số Sản xuất Công nghiệp (IIP) của Việt Nam tiếp tục xu hướng tăng kể từ tháng 5/2023, đạt 5.8% CK trong T11/2023. Đáng chú ý, trong T10/2023, FDI có những tín hiệu tích cực, với số vốn đăng ký cấp mới đạt 5.1 tỷ USD và 354 dự án mới, tháng cao nhất trong năm 2023.
- Hành động gần đây của những công ty lớn nhằm phản ứng với giá vận chuyển thấp:** THE Alliance công bố kế hoạch tạm ngưng hai tuyến đường Đông Tây trọng điểm để ngăn chặn sự suy giảm về giá. THE Alliance, bao gồm các thành viên Hapag-Lloyd, Ocean Network Express, Yang Ming Marine Transport và HMM, sẽ “tạm thời” dừng các tuyến EC4 và FE5 hoạt động từ châu Á đến Bờ Đông Hoa Kỳ và Bắc Âu. Trong bối cảnh nhu cầu yếu, chúng tôi cho rằng các công ty lớn sẽ có thêm hành động để giảm nguồn cung đến giữa năm 2024, điều này sẽ giúp giá vận chuyển phục hồi và hỗ trợ các công ty có doanh thu chủ yếu đến từ vận chuyển.
- Tác động của các cuộc tấn công ở Biển Đỏ đối với chi phí vận tải:** Sự gia tăng các cuộc tấn công trên khu vực Biển Đỏ dẫn đến những hạn chế và thay đổi tạm thời qua các tuyến đường vận chuyển qua Nam Phi, có thể đẩy giá vận tải leo thang trong ngắn hạn. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi cho Mỹ và các nước phương Tây sẽ không để tình trạng này kéo dài dưới khả năng ảnh hưởng đến việc kiểm soát lạm phát và nguồn cung dầu.
- Đối tác chiến lược toàn diện Việt Nam - Hoa Kỳ:** Nhờ mối quan hệ song phương phát triển, các vấn đề như rào cản tiếp cận thị trường dần được giải quyết thông qua Hiệp định khung Thương mại và Đầu tư. Chúng tôi cho rằng ngành cảng biển và logistics của Việt Nam sẽ là một trong những ngành được hưởng lợi lớn nhất từ việc cải thiện mối quan hệ Việt-Mỹ, khi Mỹ là khách hàng lớn nhất của hàng hóa Việt Nam.

Tăng trưởng thông quan các cảng lớn trên thế giới

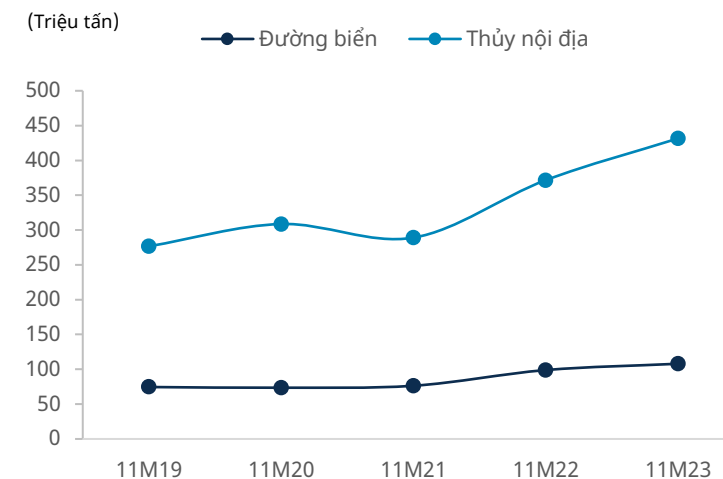


Nguồn: GSO, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Chỉ số giá vận tải biển



Khối lượng vận tải biển và thủy nội địa





Doanh thu tăng trưởng

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn

| | |
|--------------------------------|---------------|
| (Cập nhật) | MUA |
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 35,400 |
| Thị giá (2/01/24) | 28,850 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 23% |

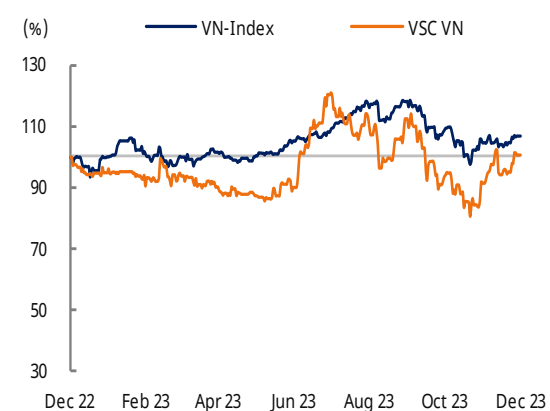
| | |
|-----------------------------------|------|
| LNR (24F, tỷ đồng) | 213 |
| Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (24F, %) | -30 |
| P/E (24F, x) | 27.2 |

| | |
|-------------------------------|--------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 3,908 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 133 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 91.7 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 2.5 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 22,900 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 35,364 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|-----|-----|------|
| Tuyệt đối | 9.9 | 1.2 | 0.7 |
| Tương đối | 7.9 | 0.6 | -6.2 |

Điểm nhấn đầu tư

- CTCP Container Việt Nam (VSC) là công ty logistics hoạt động kinh doanh chủ yếu tại miền Bắc Việt Nam thông qua hệ thống cảng biển, depot, kho bãi và phương tiện vận tải tại khu vực Đình Vũ, Hải Phòng. Công ty có tốc độ tăng trưởng ổn định và đặt mục tiêu trở thành nhà cung cấp dịch vụ cảng biển lớn nhất miền Bắc Việt Nam thông qua việc mua lại cảng Nam Hải Đình Vũ (NHDV). Chúng tôi nhận định VSC là một công ty logistics đang phát triển ổn định với tình hình tài chính và dòng tiền vững chắc.
- Dự phóng năm 2024:** Năm 2024, chúng tôi cho rằng động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của VSC sẽ đến từ việc hợp nhất kinh doanh với NHDV, theo kế hoạch tăng tỷ lệ nắm giữ lên ít nhất 79% (2023: 35%). Do đó, chúng tôi dự phóng tổng sản lượng cảng biển của VSC sẽ tăng 50% lên 1,500,000 TEU vào năm 2024. Ngoài ra, sản lượng depot dự kiến sẽ quay trở lại quanh mức 900,000 TEU (+5% CK), nhờ sự kết hợp NHDV và nhu cầu logistics phục hồi ở miền Bắc Việt Nam. Sản lượng của các mảng kinh doanh khác như vận tải và kho bãi kỳ vọng sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng 5% CK trong năm 2024. Theo đó, dự phóng doanh thu năm 2024 của VSC đạt 2,415 tỷ đồng (+18.5% CK). Biên lợi nhuận gộp có thể cải thiện nhẹ, trong khi chi phí hoạt động dự kiến tăng do việc hợp nhất kinh doanh. Chúng tôi dự báo lợi nhuận hoạt động và LNST của VSC lần lượt ở mức 328.9 tỷ đồng (+40.2% CK) và 213.1 tỷ đồng (+40.2% CK).
- Khuyến nghị:** Chúng tôi duy trì giá mục tiêu cho VSC ở mức 35,400 đồng, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của công ty (FCFF) với các giả định chính: 1) Tỷ suất lợi nhuận yêu cầu là 12% (WACC at 11.1%); 2) tốc độ tăng trưởng dài hạn vào 2033 là 5%; và 3) đơn giá dịch vụ bình quân đi ngang đến 2033.
- Rủi ro chính:** Thay đổi kế hoạch đầu tư của VSC; mở rộng công suất khu vực Đình Vũ - Lạch Huyện; hoạt động xuất nhập khẩu yếu; những thay đổi về giá dịch vụ của Chính phủ là những rủi ro trọng yếu đối với dự báo, định giá và khuyến nghị của chúng tôi.



| FY (31/12) | FY20 | FY21 | FY22 | FY23F | FY24F | FY25F |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 1,689 | 1,892 | 2,007 | 2,038 | 2,415 | 2,500 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 320 | 473 | 484 | 235 | 329 | 359 |
| Biên LNHĐ (%) | 18.9 | 25 | 24.1 | 12 | 14 | 14 |
| LNTT (tỷ đồng) | 336 | 483 | 477 | 235 | 329 | 359 |
| LNR (tỷ đồng) | 240 | 350 | 314 | 152 | 213 | 232 |
| EPS (VND) | 2,024 | 2,682 | 2,451 | 1,048 | 735 | 729 |
| ROE (%) | 12.2 | 16.8 | 12.7 | 6.0 | 6.8 | 6.2 |
| P/E (x) | 14.1 | 14.7 | 12.4 | 28.5 | 27.2 | 24.9 |
| P/B (x) | 1.7 | 2.3 | 1.3 | 1.4 | 1.2 | 1.2 |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 2,458 | 3,266 | 4,367 | 4,593 | 6,428 | 6,482 |
| VCSH (tỷ đồng) | 2,171 | 2,996 | 3,201 | 3,236 | 4,721 | 4,825 |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Phụ lục

| Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu | | Thang đánh giá ngành | |
|-------------------------------|---|----------------------|--|
| Mua | : Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên | Tích Cực | : Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện |
| Tăng Tỷ Trọng | : Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên | Trung Tính | : Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu |
| Nắm Giữ | : Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10% | Tiêu Cực | : Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu |
| Bán | : Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống | | |

- * Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích 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. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.