

# BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC NĂM 2023

Lạc quan trên tâm thế thận trọng



# NỘI DUNG

<b>I. Kinh tế vĩ mô: Tìm kiếm sự ổn định trong bất định</b>	<b>3</b>
<b>II. Thị trường chứng khoán: Lạc quan trên tâm thế thận trọng</b>	<b>16</b>
<b>III. Triển vọng các ngành và cổ phiếu khuyến nghị</b>	<b>24</b>
Khu công nghiệp – Giữ đà tăng trưởng	28
Cảng biển – Xuất nhập khẩu duy trì tăng trưởng	33
Ngành Sữa – Tiêu dùng bền vững	37
Bán lẻ - Đối mặt nhiều áp lực	39
Ngân hàng – Thận trọng hơn trong việc phân bổ tài sản	44
Dệt May – Các thị trường mới cho tín hiệu tích cực	50
Công nghệ thông tin – Nhu cầu số hóa mạnh mẽ	55
Năng lượng điện – Khả năng tăng giá điện bán lẻ	58
Dầu khí – Luật dầu khí sửa đổi được thông qua	62
Bất động sản - Ngóng chờ giải pháp cho ngành bất động sản	65
Xây dựng - Công nghiệp & hạ tầng: Dư địa cho tăng trưởng	69
Thép/Tôn mạ – Khó khăn đang dần qua đi	71
Nhóm khác – DHG, VEA	73
Phụ lục – Danh mục theo dõi	75



# I — Kinh tế vĩ mô



# [Tóm tắt] Các chủ đề kinh tế vĩ mô chính cho năm 2023

## Triển vọng tăng trưởng toàn cầu: Viễn cảnh tăng trưởng thấp đi kèm lạm phát cao

- Chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng trung ương lớn trên thế giới sẽ tiếp tục duy trì xu hướng tăng lãi suất để đối phó với lạm phát trong nửa đầu năm 2023 và sau đó xu hướng này sẽ giảm dần trong nửa cuối năm. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng kinh tế Mỹ sẽ hạ cánh mềm thành công trong 2023.
- Triển vọng tăng trưởng thấp của kinh tế Trung Quốc cho năm 2023.
- Khu vực đồng tiền chung châu Âu (Eurozone/EU) sẽ bước vào suy thoái trong bối cảnh nợ công ở một số nước gia tăng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nền kinh tế của EU sẽ cơ bản ổn định và hồi phục lại trong nửa cuối năm 2023.
- Xung đột Ukraine – Nga kéo dài, do đó sẽ tiếp tục gây ra sự gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu lâu hơn và khiến giá hàng hóa duy trì ở mức cao. Tuy nhiên, tác động lên chuỗi cung ứng toàn cầu sẽ nhẹ hơn nhiều so với năm 2022.

## Việt Nam: Tìm kiếm sự ổn định trong bất định

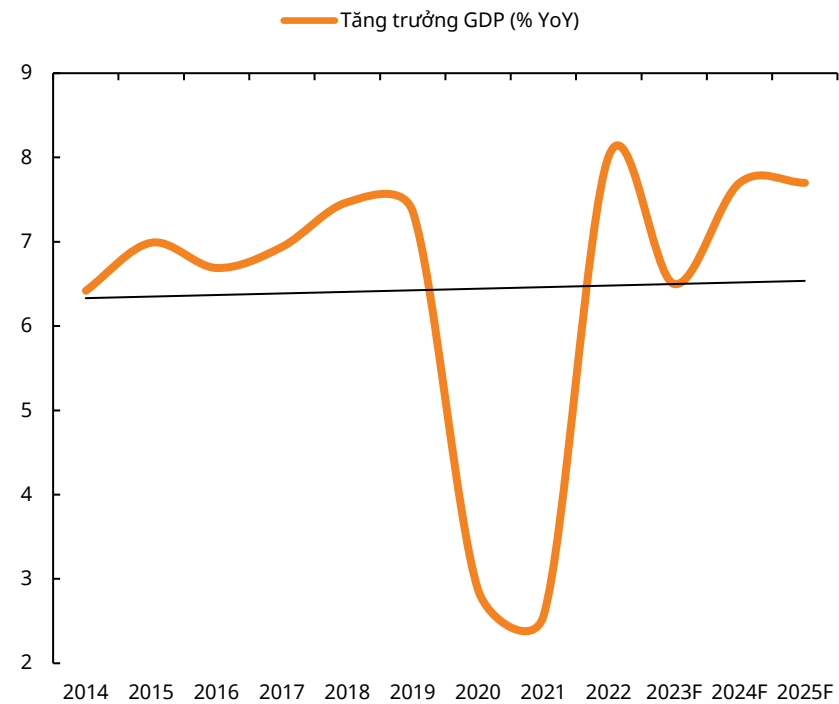
- **Tiêu dùng nội địa:** Động lực tăng trưởng đến từ sự trở lại của ngành du lịch, với kỳ vọng hiệu ứng lan tỏa mạnh mẽ.
- **Giải ngân FDI:** Do tác động của việc đồng đô la Mỹ mạnh lên so với Đồng Việt Nam (VND) đang giảm dần, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI sẽ tiếp tục hồi phục trong năm 2023.
- **Xuất khẩu và sản xuất công nghiệp:** Nhiều sự đồng thuận kỳ vọng rằng lạm phát Chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE) quý 4/2022 của Mỹ sẽ thấp hơn dự báo của Fed. Đây có thể là tín hiệu đầu tiên giúp vực dậy tâm lý người tiêu dùng tại Mỹ cũng như các thị trường xuất khẩu chủ lực khác của Việt Nam. Điều này, cùng với việc Trung Quốc mở cửa trở lại gần đây, có thể giúp sớm thúc đẩy xuất khẩu và sản xuất của Việt Nam.
- **Sự ổn định của hệ thống tài chính:** Áp lực mất giá của Đồng Việt Nam đã giảm bớt, đặc biệt sau khi Fed phát đi tín hiệu gần đây về việc giảm tốc độ tăng lãi suất. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng áp lực tỷ giá và tăng lãi suất vẫn còn cao trong năm 2023. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy áp lực khá lớn đối với hệ thống tài chính đến từ trái phiếu doanh nghiệp khi một lượng lớn trái phiếu đáo hạn trong năm tới trong bối cảnh lãi suất có xu hướng tăng. Hơn nữa, chúng tôi cũng cho rằng thị trường cần thời gian để thích nghi với khung pháp lý mới với nhiều thay đổi lớn. Như vậy, chúng tôi vẫn cho rằng vốn cho vay nền kinh tế sẽ chủ yếu đến từ hệ thống ngân hàng trong năm 2023.
- **Đầu tư công:** Đầu tư công và Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia VIII (PDP8) được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng mới cho nền kinh tế Việt Nam trong 2023.

# I.1. Triển vọng kinh tế 2023

Sau khi phục hồi mạnh mẽ vào năm 2022, tăng trưởng GDP năm 2023 được kỳ vọng ở mức 6,2%–6,7%

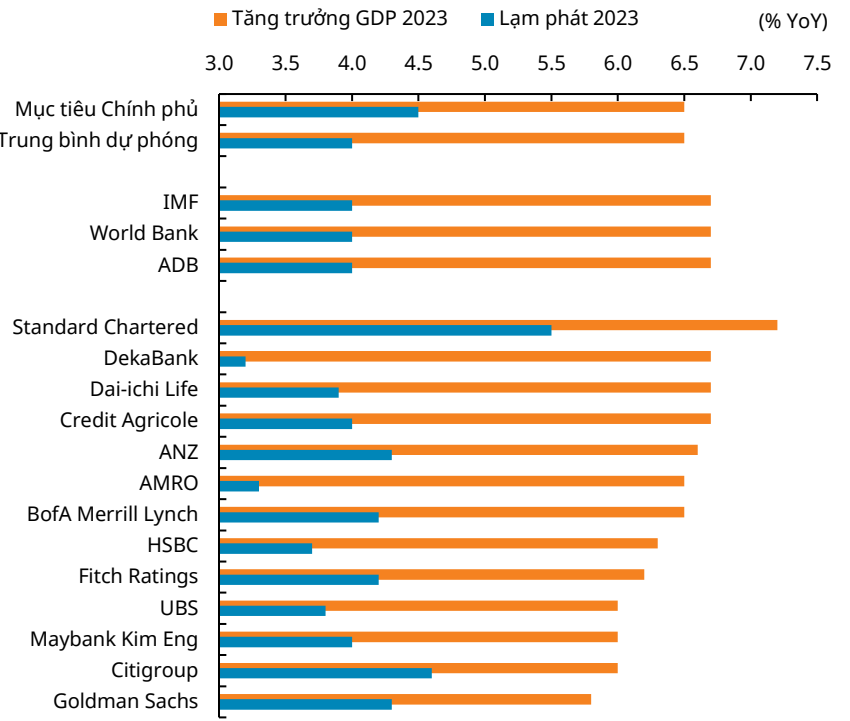
- Trong bối cảnh toàn cầu gặp nhiều khó khăn, Việt Nam có thể sẽ ưu tiên mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô hơn tăng trưởng. Theo kế hoạch của Chính phủ, lạm phát được đặt mục tiêu kiểm soát khoảng 4,5% vào năm 2023, trong khi tăng trưởng GDP năm 2023 dự kiến sẽ ở mức 6,5%.
- Chúng tôi cho rằng Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã điều hành chính sách tiền tệ phù hợp; điều này tạo nền tảng quan trọng cho tăng trưởng bền vững trong bối cảnh kinh tế toàn cầu có nhiều bất ổn.
- Với sự ổn định vĩ mô tốt hơn, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng GDP ở mức 6,2%–6,7% YoY vào năm 2023 và trung bình 7,3% trong giai đoạn 2023-2025, với kỳ vọng tốc độ tăng trưởng giải ngân đầu tư công sẽ bù đắp cho sự chững lại trong tăng trưởng tiêu dùng, cũng như sự chậm lại của xuất khẩu và sản xuất công nghiệp.

Triển vọng tăng trưởng GDP của Việt Nam 2023-2025: bình quân 7,3%



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam dự phóng, dữ liệu GSO

Các dự phóng tăng trưởng GDP và lạm phát năm 2023 của Việt Nam

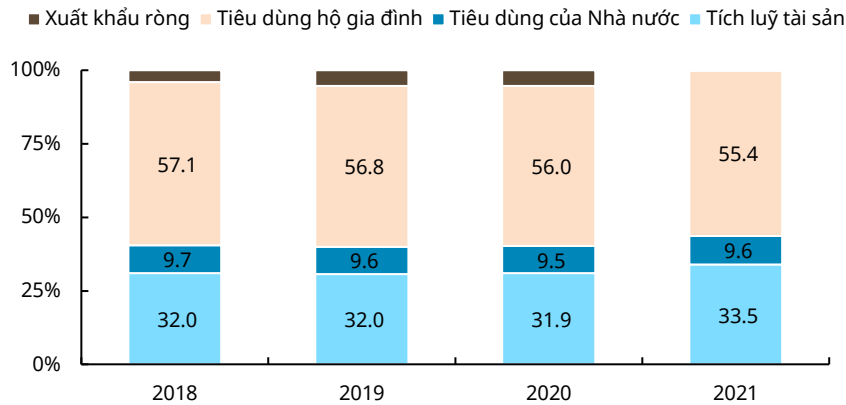


Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

# I.1. Triển vọng kinh tế 2023 (tiếp theo)

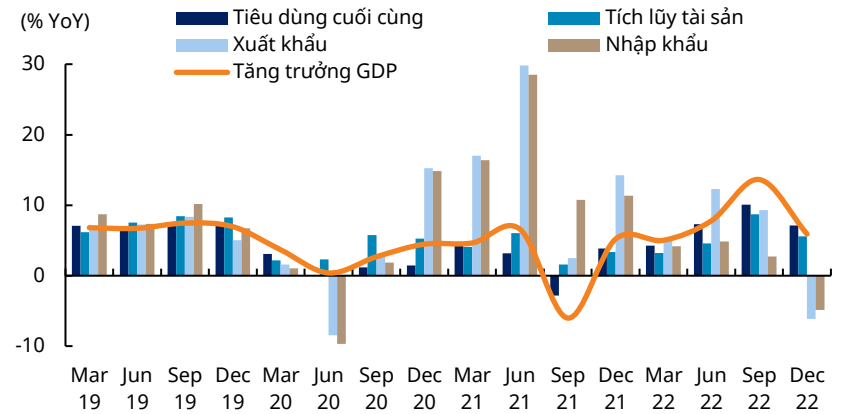
## Tăng trưởng GDP 2023 của Việt Nam vẫn được dự kiến sẽ ở mức tương đối cao

### Tỷ trọng đóng góp GDP (danh nghĩa) của Việt Nam



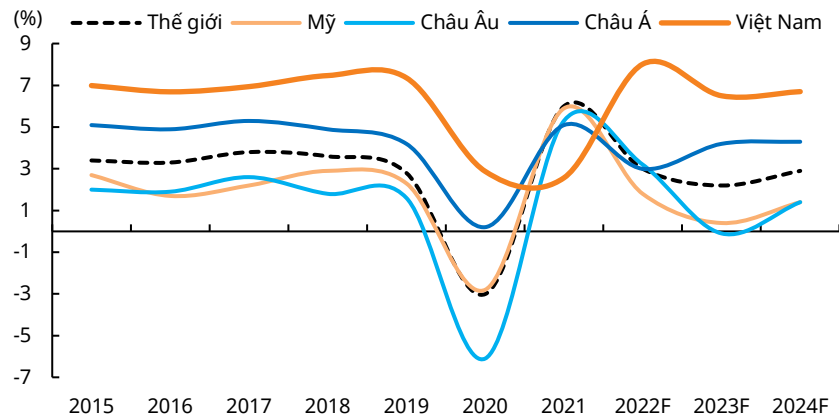
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO

### Tăng trưởng GDP hàng quý của Việt Nam và các động lực tăng trưởng



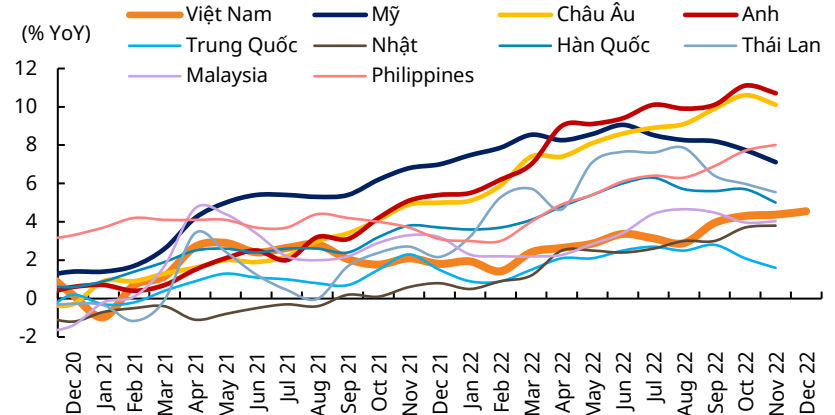
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO

### Việt Nam được kỳ vọng vẫn duy trì tăng trưởng GDP ở mức cao



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg  
Trung bình dự phóng giai đoạn 2022-2024 được thống kê từ Bloomberg

### So sánh tương đối, lạm phát của Việt Nam vẫn trong tầm kiểm soát



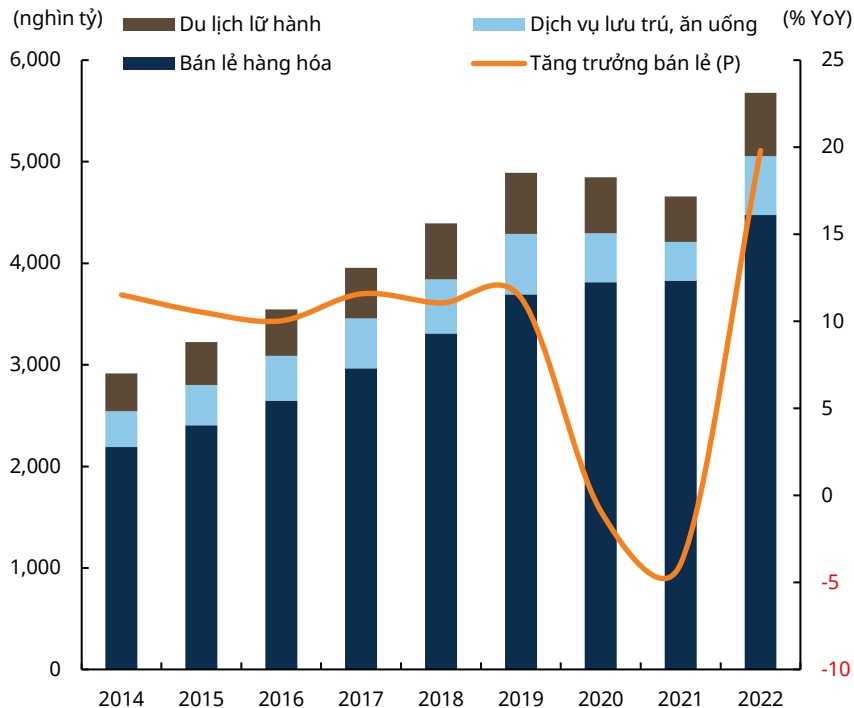
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

## I.2. Tiêu dùng nội địa

### Tăng trưởng bán lẻ năm 2023 có thể chứng lại khi so sánh với mức nền cao của năm 2022

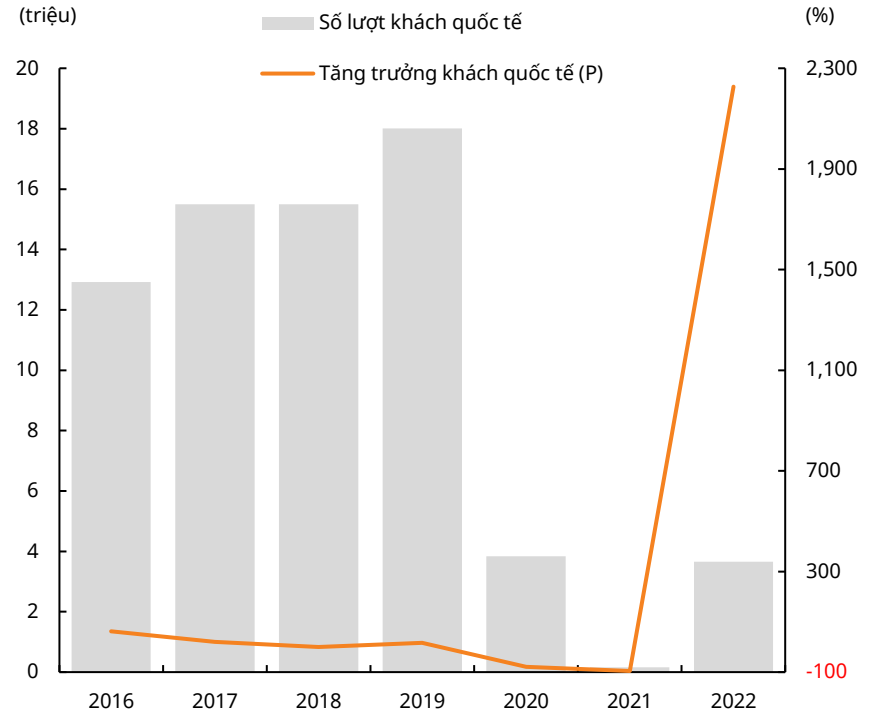
- Tiêu dùng tư nhân, đóng góp khoảng 55% GDP danh nghĩa, sẽ vẫn là động lực tăng trưởng chính. Năm 2022, tiêu dùng nội địa tăng khá mạnh (từ mức thấp của năm 2021), với tổng mức bán lẻ tăng khoảng 20% so với cùng kỳ (nếu trừ lạm phát, tăng 15,6% YoY). Trong năm 2023, tăng trưởng tiêu dùng được kỳ vọng sẽ chứng lại do áp lực lạm phát, điều kiện tài chính thắt chặt (ví dụ như lãi suất cho vay tăng và mức chi trả nợ cao hơn), cũng như rủi ro thất nghiệp gia tăng sẽ gây áp lực lên tiêu dùng trong nước.
- Điểm sáng từ ngành du lịch:** Du lịch là ngành kinh tế quan trọng, có tác động lan tỏa mạnh mẽ, đóng góp gần 10% GDP (năm 2018-2019) và giải quyết việc làm cho khoảng 1,3 triệu người; vì vậy, sự trở lại của ngành du lịch được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng “mới” cho mảng bán lẻ hàng hóa, dịch vụ nói chung và dịch vụ du lịch, lưu trú, ăn uống nói riêng.

#### Tăng trưởng tiêu dùng có thể chứng lại từ mức cao của năm 2022



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam dự phóng, dữ liệu GSO

#### Du lịch còn nhiều dư địa để phục hồi



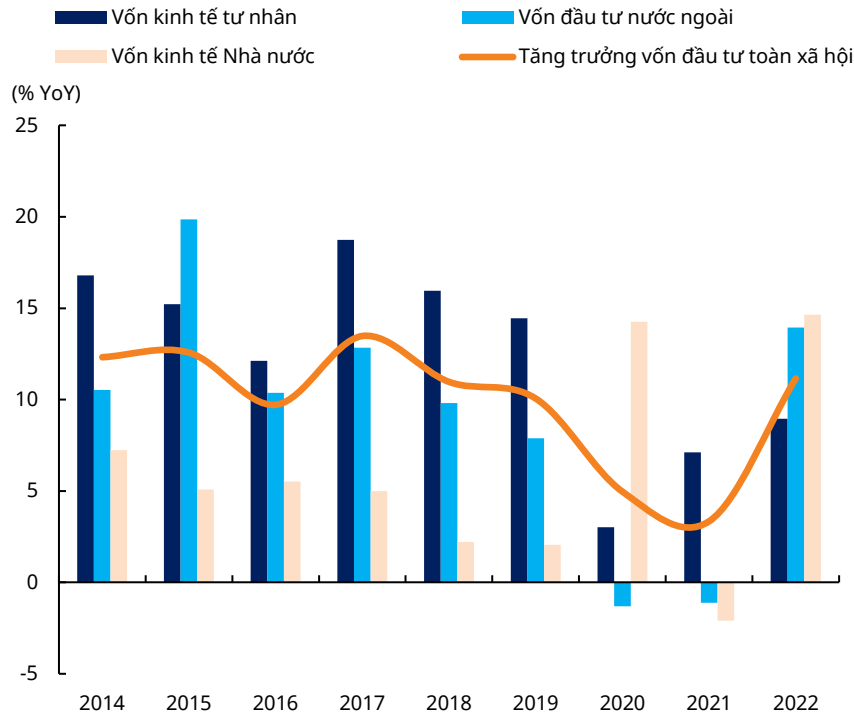
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam dự phóng, dữ liệu GSO

## I.3. Đầu tư công

### Giải ngân vốn đầu tư công sẽ tiếp tục được đẩy nhanh

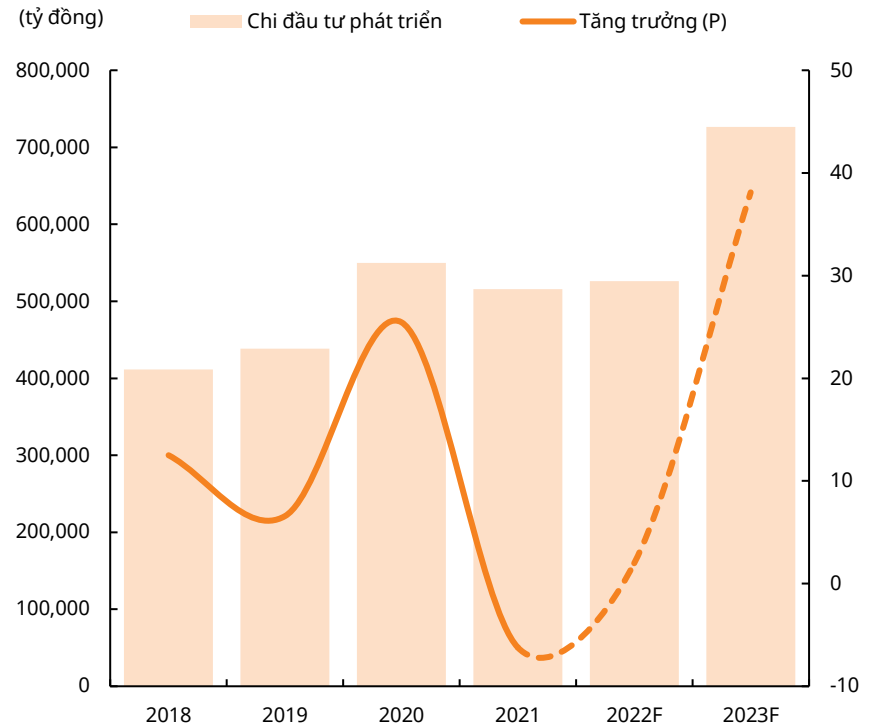
- Trong bối cảnh thương mại quốc tế đang chứng lại do nhiều thách thức, Chính phủ có thể sẽ tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công trong năm 2023, không chỉ nhằm mục đích hỗ trợ tăng trưởng GDP của Việt Nam (chiếm gần 10% GDP danh nghĩa) mà còn giúp nâng cao năng lực cạnh tranh của Việt Nam trong việc thu hút FDI.
- Năm 2023, theo dự toán Ngân Sách Nhà Nước năm 2023 đã được Quốc hội thông qua, chi đầu tư phát triển năm 2023 sẽ ở mức 726,68 nghìn tỷ đồng – tăng 38% so với kế hoạch năm 2022. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng giải ngân công sẽ là một trong những động lực mới cho tăng trưởng kinh tế năm 2023.
- Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng Đầu tư công và Quy hoạch Phát triển Điện lực Quốc gia VIII (PDP8) sẽ là những động lực tăng trưởng chính trong 2023.

#### Đầu tư công được kỳ vọng sẽ dẫn đầu phục hồi kinh tế



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam dự phóng, dữ liệu GSO

#### Giải ngân đầu tư công sẽ tăng tốc mạnh hơn vào năm 2023



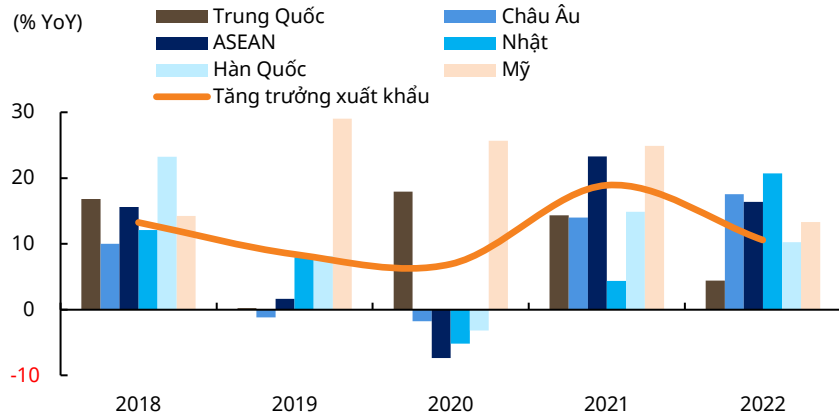
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam dự phóng, dữ liệu MOF  
Ghi chú: Số liệu 2022 và 2023 trong dự toán Ngân Sách Nhà Nước được Quốc hội thông qua.



## I.4. Xuất khẩu

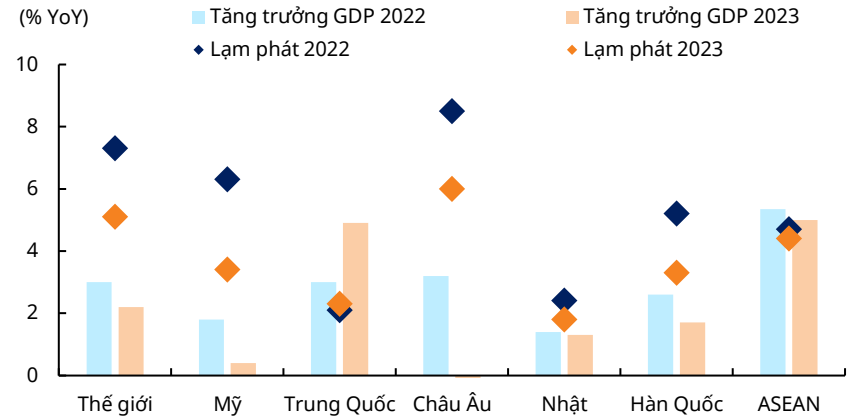
Triển vọng tăng trưởng toàn cầu ảm đạm khiến niềm tin của người tiêu dùng và doanh nghiệp suy giảm.

**Tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam theo các thị trường chính**



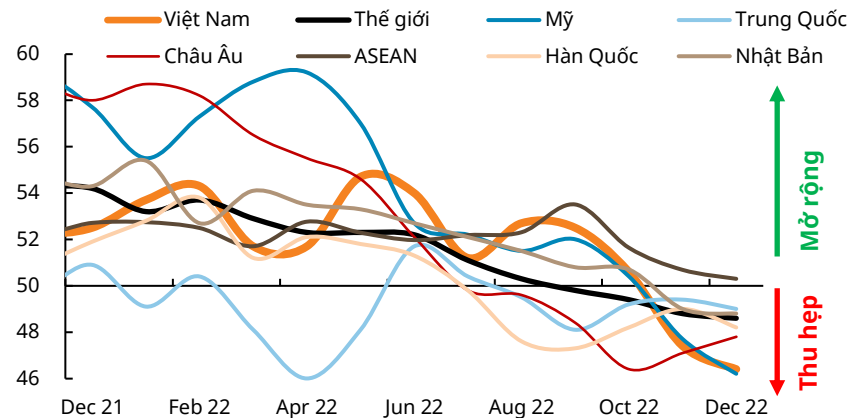
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

**Lạm phát cao và triển vọng kém ở các thị trường xuất khẩu chính**



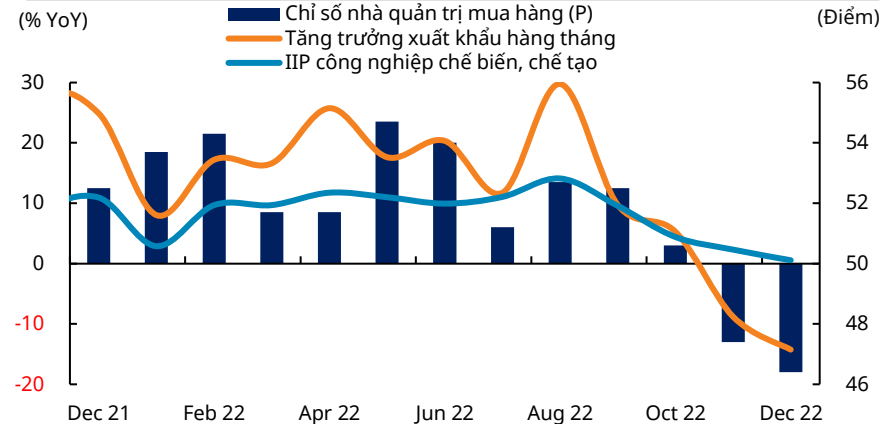
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg  
Trung bình dự phóng năm 2022 và 2023 được thống kê từ Bloomberg

**PMI sản xuất toàn cầu báo hiệu nhu cầu đang xấu đi**



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

**Sản xuất công nghiệp của Việt Nam gần đây cũng đã chậm lại**



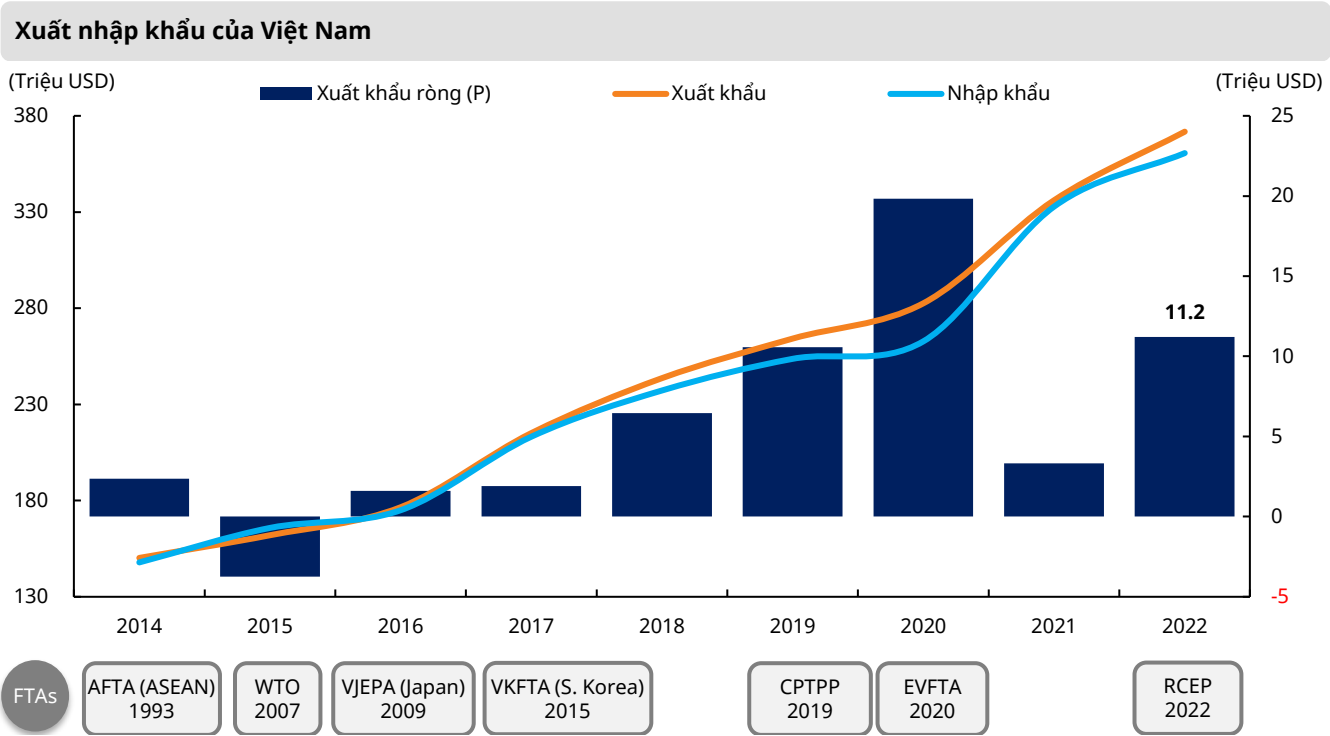
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO

# I.4. Xuất khẩu (tiếp theo)

Tăng trưởng với tốc độ chậm hơn do nhu cầu bên ngoài suy yếu;

Kỳ vọng tốc độ tăng trưởng sẽ phục hồi vào nửa cuối năm 2023

- Trước đại dịch COVID-19, xuất khẩu ròng đóng góp khoảng 5–6% GDP. Xuất khẩu năm 2022 tăng 10,6% so với cùng kỳ đạt 371,85 tỷ USD; tuy nhiên, theo ước tính sơ bộ của Tổng cục Thống kê cho thấy xuất khẩu đã giảm tốc đáng kể từ tháng 9 (chủ yếu đến từ thị trường Hoa Kỳ và EU).
- Tăng trưởng thương mại quốc tế năm 2023 vẫn tiếp tục chậm lại do kinh tế toàn cầu đang xấu đi, rủi ro địa chính trị và gián đoạn chuỗi cung ứng vẫn còn. Theo S&P Global, việc tiền đồng mất giá dẫn đến chi phí đầu vào tăng nhanh hơn, trong bối cảnh tiêu dùng toàn cầu kém khả quan. Điều này cũng được phản ánh qua chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của các ngành công nghiệp chế biến chế tạo đã chậm lại đáng kể từ tháng 10/2022.
- Nhiều sự đồng thuận kỳ vọng rằng lạm phát Chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE) quý 4/2022 của Mỹ sẽ thấp hơn dự báo của Fed. Đây có thể là tín hiệu đầu tiên giúp vực dậy tâm lý người tiêu dùng tại Mỹ cũng như các thị trường xuất khẩu chủ lực khác của Việt Nam. Điều này, cùng với việc Trung Quốc mở cửa trở lại gần đây, có thể giúp sớm thúc đẩy xuất khẩu và sản xuất của Việt Nam.



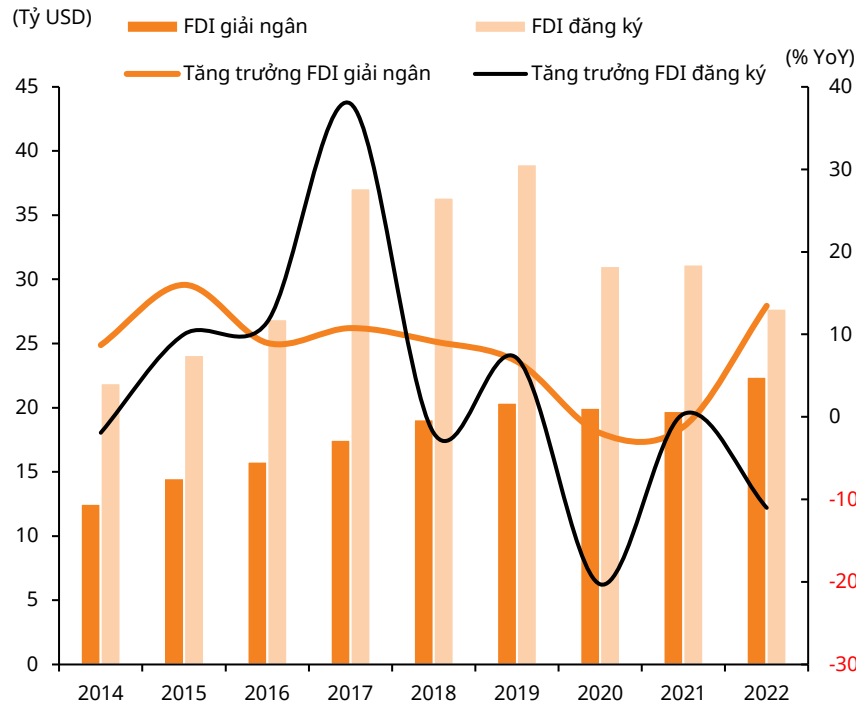
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO

## I.5. Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)

### Vấn tích cực

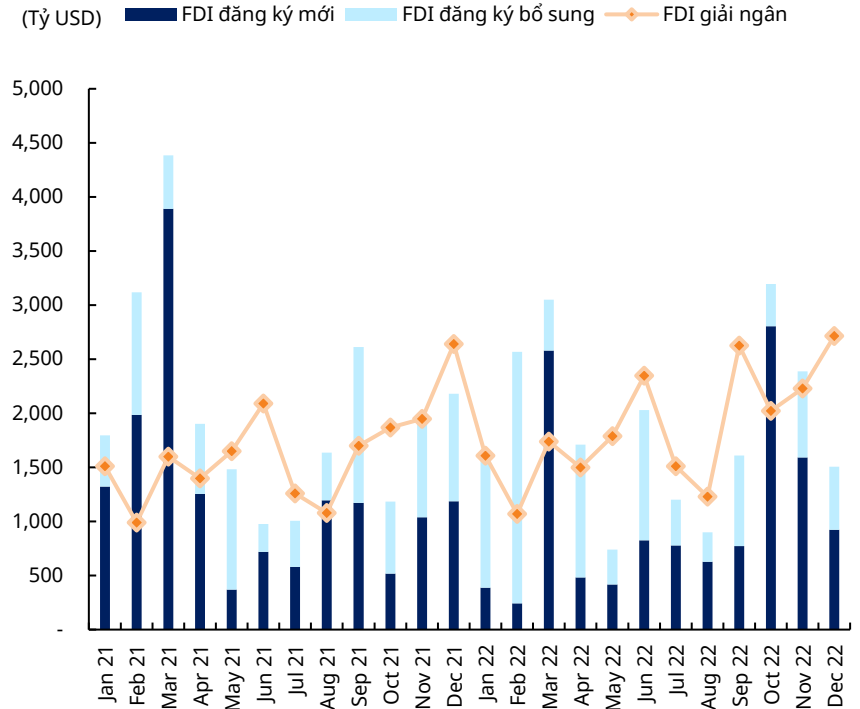
- Việt Nam được kỳ vọng vẫn giữ được lợi thế trong việc thu hút FDI trong bối cảnh chuỗi cung ứng toàn cầu đang tái cơ cấu. Trong năm 2022, giải ngân vốn FDI tăng 13,5% YoY lên 22,4 tỷ USD, trong khi tổng vốn FDI đăng ký giảm 11% YoY xuống còn khoảng 27,7 tỷ USD.
- Những yếu tố chính cần theo dõi trong 2023: Tác động của việc đồng đô la Mỹ mạnh lên so với đồng Việt Nam, rủi ro địa chính trị, cũng như cạnh tranh gia tăng trong việc thu hút đầu tư nước ngoài giữa các quốc gia (chẳng hạn như Malaysia, Indonesia, Ấn Độ).

#### Giải ngân vốn FDI tăng trưởng ổn định



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

#### Có sự hồi phục của vốn FDI đăng ký mới



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

# I.6. Lạm phát

Lạm phát vẫn được kiểm soát trong năm 2022, với mức bình quân dưới 4%

	Tỷ trọng	Xu hướng 2022	2022												Bình quân
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	3.1
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	2.6
Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	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	2.6
Lương thực	3.7%		3.1	1.7	1.8	2.1	2.4	2.9	2.8	2.3	2.1	2.4	2.8	2.9	2.4
Thực phẩm	21.3%		-1.7	-1.8	-0.1	-0.2	0.1	1.3	1.9	2.3	2.8	5.0	5.1	5.0	1.6
Ăn uống ngoài gia đình	8.6%		2.4	3.1	3.4	3.8	3.9	4.5	5.7	6.3	6.6	6.6	6.6	6.7	4.9
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	3.2
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	1.6
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	3.1
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	2.0
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	0.4
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	11.3
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	-0.4
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	1.7
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	3.1

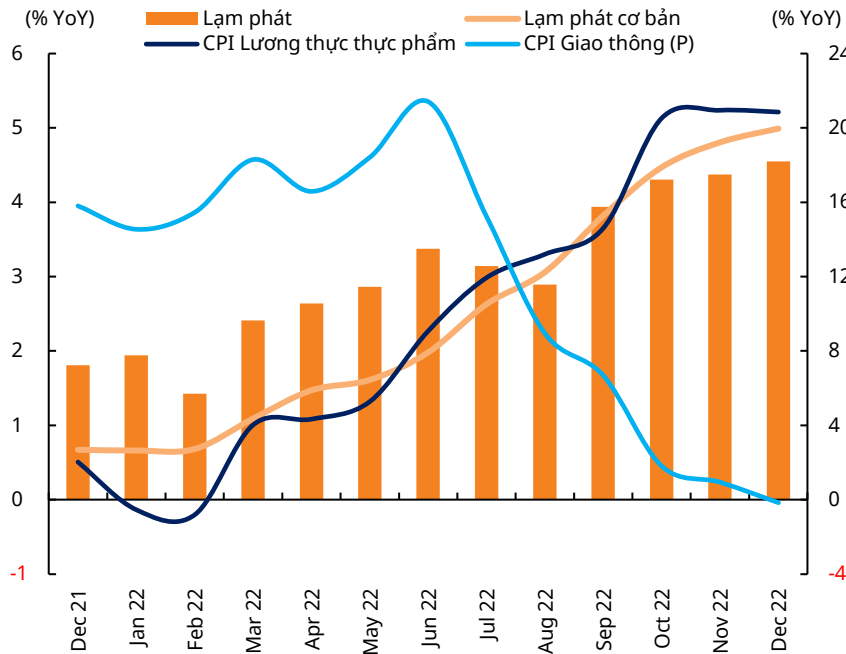
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO.  
Lưu ý: Chỉ số lạm phát cơ bản được tính toán bằng phương pháp loại bỏ trực tiếp 16 nhóm hàng lương thực, thực phẩm tươi sống, năng lượng và giá do Nhà nước quản lý.

## I.6. Lạm phát (tiếp theo)

### Áp lực lạm phát gia tăng

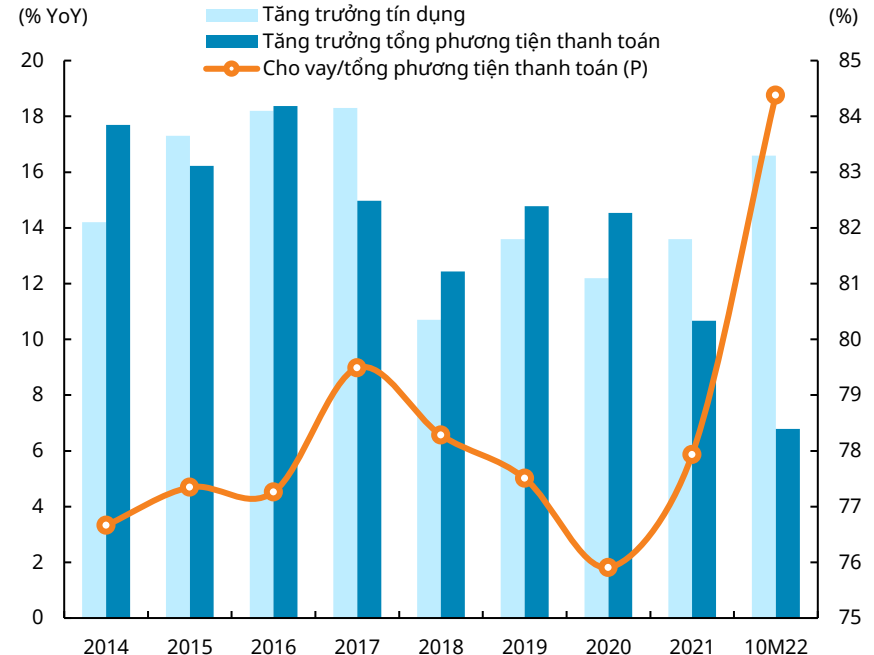
- Chúng tôi dự báo lạm phát năm 2023 sẽ dưới mức 4,5-5%, tương ứng với kỳ vọng tăng trưởng tín dụng 13-15%.
- Năm 2022, xung đột Ukraine – Nga và các biện pháp “Zero-Covid” nghiêm ngặt của Trung Quốc đã gây ra lạm phát chi phí đẩy (cost-push inflation). Bước sang năm 2023, chúng tôi dự báo tác động của yếu tố chi phí đẩy sẽ giảm dần và thay thế bằng yếu tố nội tại (built-in factors) (áp lực giữa lương và giá).
- Theo chúng tôi quan sát, CPI tăng khá nhanh bắt đầu từ tháng 9/2022, trong đó CPI của nhóm Lương thực & thực phẩm, Nhà ở & VLXD, và Giáo dục có mức tăng cao nhất. Trong bối cảnh này, chúng tôi cho rằng quá trình giảm phát có thể sẽ mất nhiều thời gian hơn vì sẽ có độ trễ giữa tốc độ tăng lương chậm lại và tốc độ lạm phát chậm lại ở các lĩnh vực dịch vụ vốn sử dụng nhiều nhân lực. Ngoài ra, với khả năng cao giá điện sẽ tăng vào năm 2023 (giá điện Việt Nam bình quân giữ ở mức 1.864,44 đồng/kWh (chưa bao gồm VAT) kể từ tháng 3/2019), chúng tôi kỳ vọng yếu tố nội tại sẽ đóng vai trò quyết định trong việc gia tăng áp lực lạm phát ở Việt Nam trong năm 2023.

#### Chính phủ đặt mục tiêu lạm phát 2023 là 4,5%



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

#### Tăng trưởng tín dụng và tổng phương tiện thanh toán (tiền gửi)

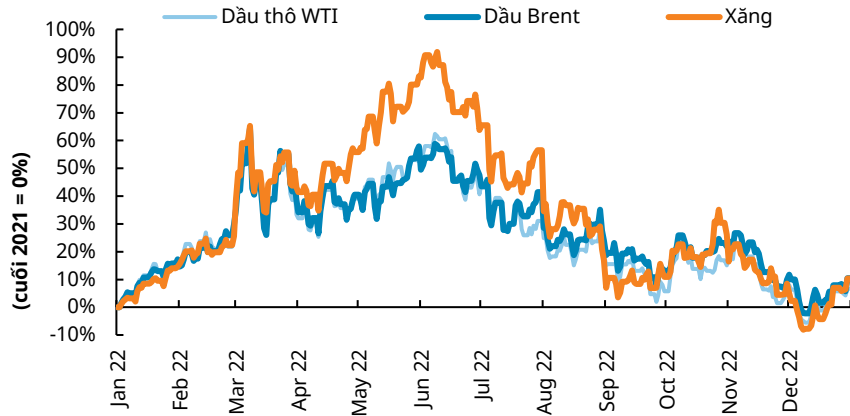


Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu SBV.  
Dữ liệu cập nhật đến cuối tháng 10/2022.

## I.6. Lạm phát (tiếp theo)

Giá hàng hóa toàn cầu đã hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2022; nhưng việc đồng USD mạnh vẫn sẽ ảnh hưởng đến giá đầu vào trong nước

Diễn biến giá dầu năm 2022



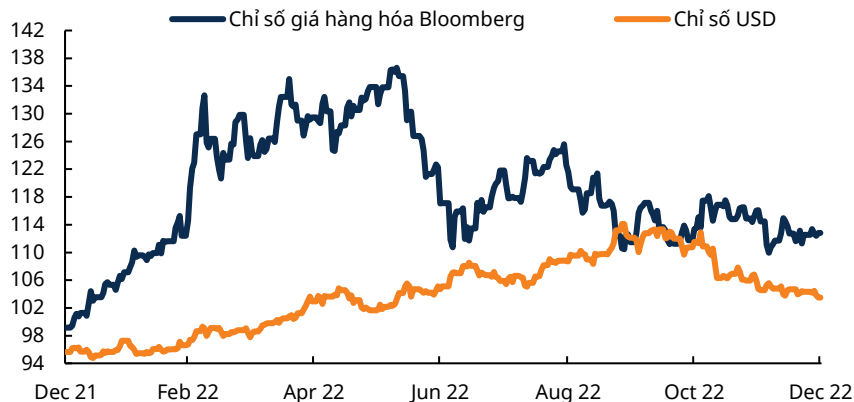
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Diễn biến giá các loại năng lượng khác năm 2022



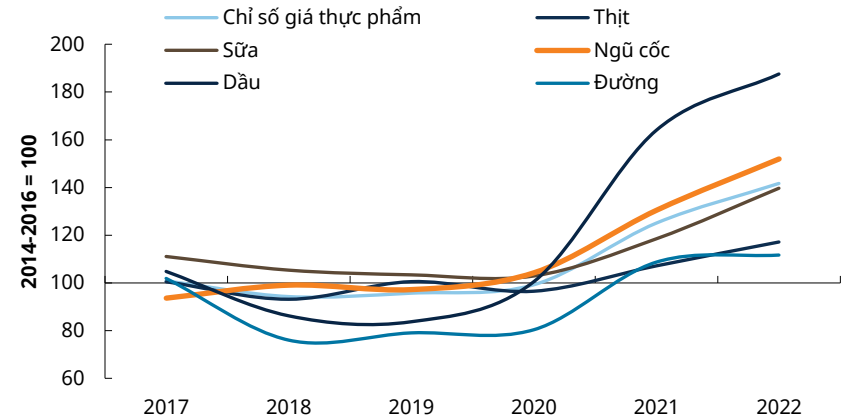
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Đồng USD Index và chỉ số hàng hóa Bloomberg



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

Chỉ số giá lương thực thực tế hàng năm của FAO



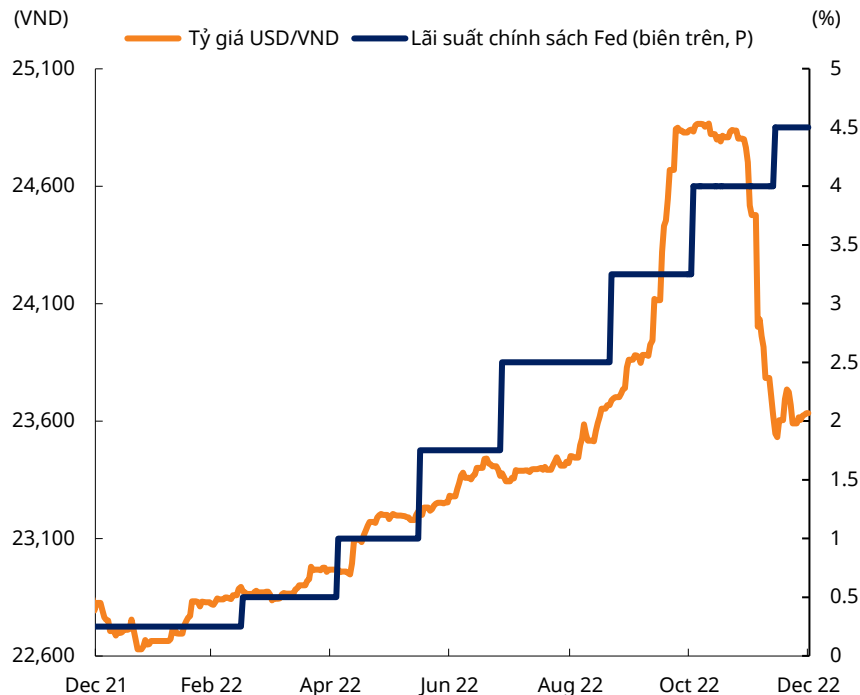
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu FAO

## I.7. Tỷ giá

### Chính sách tiền tệ sẽ linh hoạt hơn trong năm 2023

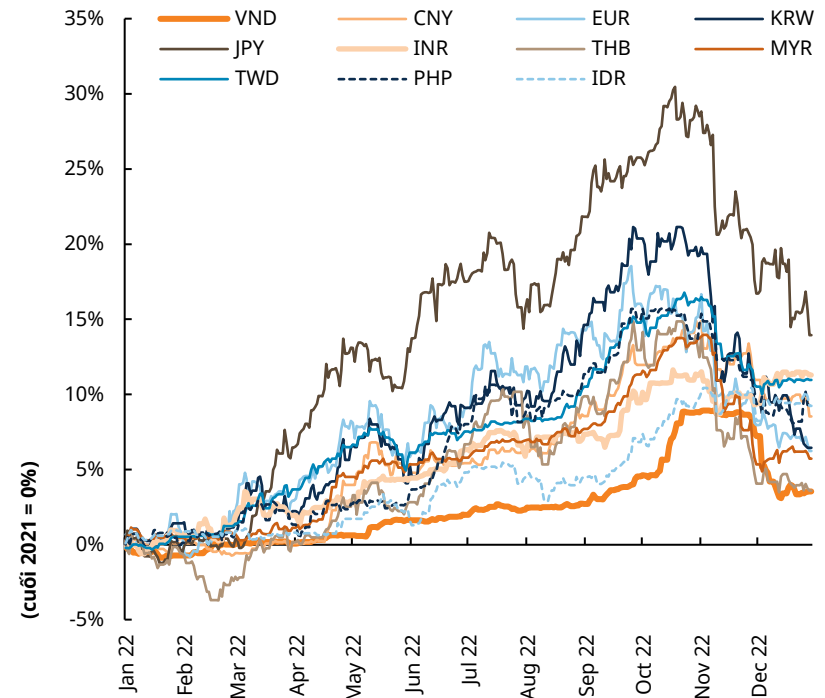
- Trong bối cảnh Fed tăng lãi suất và đồng USD mạnh lên, Đồng Việt Nam (VND) mất giá tương đối thấp khi so với mức mất giá của các đồng tiền châu Á khác trong năm 2022. Đáng chú ý, Việt Nam đã bán khá nhiều USD để ổn định thị trường ngoại hối, với dự trữ ngoại hối giảm từ gần 110 tỷ USD vào cuối tháng 1 xuống còn khoảng 85,8 tỷ USD vào cuối tháng 9. Cùng với áp lực lạm phát gia tăng, NHNN cũng đã tăng lãi suất tái cấp vốn từ 4% lên 6% (bằng mức trước Covid) với hai lần tăng liên tiếp, mỗi lần 100 điểm cơ bản, lần lượt vào ngày 23/9 và 25/10/2022.
- Fed sẽ tiếp tục tăng lãi suất vào đầu năm 2023. Tuy nhiên, trong bối cảnh lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu, các ngân hàng trung ương trên toàn thế giới, không chỉ riêng Fed, sẽ giảm tốc độ tăng lãi suất. Với kì vọng này, chúng tôi dự báo chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục được thắt chặt trong nửa đầu năm 2023 trước khi nới lỏng dần. Như vậy, mức giảm giá của VND được kỳ vọng sẽ ở mức vừa phải nhờ cơ chế điều tiết cung cầu ngoại tệ linh hoạt của NHNN. Ngoài ra, việc củng cố chính sách tài khóa (với tỷ lệ nợ công năm 2021 là 43,1% GDP) và bộ vốn đệm để ứng phó với các cú sốc từ bên ngoài (nhờ dòng vốn FDI ổn định và thặng dư tài khoản vãng lai) sẽ giúp ổn định vĩ mô nói chung.

Tỷ giá USD/VND và lãi suất chính sách Fed



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

VND mất giá tương đối thấp so với sự mất giá của các đồng tiền khác



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

## II

### —

## Thị trường chứng khoán





# [Tóm tắt] Ý tưởng đầu tư

---

**Lạc quan trên tâm thế thận trọng:** Với sự ổn định vĩ mô tốt hơn so với năm 2022, thị trường được kỳ vọng sẽ tiếp tục thu hút thêm dòng vốn đầu tư trong và ngoài nước. Tuy nhiên, chúng tôi có sự quan sát và nhận thấy có nhiều sự thay đổi mang tính cơ bản. Vì vậy, chúng tôi lạc quan về thị trường năm 2023 trên tâm thế thận trọng. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kì vọng, trong năm 2023, Ngân hàng Nhà nước sẽ chỉ tăng lãi suất điều hành tối đa 100 điểm cơ bản và mặt bằng lãi suất huy động và cho vay chỉ tăng tối đa thêm lần lượt 150 và 150 – 200 điểm cơ bản. Cùng với xu hướng tăng lãi suất trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư sẽ chọn lọc hơn và đòi hỏi mức lợi nhuận cao hơn từ việc đầu tư trên thị trường chứng khoán.

**Lựa chọn cổ phiếu để đầu tư là điều bắt buộc:** Chúng tôi tin rằng nỗ lực rất lớn của Chính phủ Việt Nam trong việc làm trong sạch thị trường tài chính, đặc biệt là mảng trái phiếu doanh nghiệp và bất động sản, cuối cùng sẽ giúp nâng cao tính minh bạch của thị trường tài chính Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thấy các yếu tố cơ bản của nhiều doanh nghiệp hiện vẫn còn đang trong tình trạng thử thách. Vì vậy, việc lựa chọn cổ phiếu là điều phải cần thực hiện nghiêm túc. Chúng tôi cũng hiểu rằng việc chọn đúng cổ phiếu yêu cầu nhà đầu tư phải cùng có: 1) khả năng phân tích chuyên sâu và 2) khả năng giữ kỉ luật trong giao dịch – điều này khá khó khăn. Nhìn chung, trong năm 2023, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư nên chú ý đánh giá sâu hơn về giá trị nội tại, triển vọng tăng trưởng và chất lượng tài sản của từng cổ phiếu riêng lẻ trước khi đưa ra quyết định đầu tư.

**Mức định giá thấp hấp dẫn:** Chúng tôi cho rằng mức P/E hiện tại của VN-Index – hiện đang khoảng 10–11x – vẫn còn rất hấp dẫn. Mức P/E hiện tại đang quanh mức trung bình trừ hai độ lệch chuẩn (SD), và hiện vẫn đang là mức thấp trong lịch sử. Theo chúng tôi, mức P/E của thị trường trong 2023 sẽ trở lại mức hợp lý vào khoảng 12–13x (bằng P/E trung bình 10 năm trừ một SD) nhờ: 1) áp lực tăng lãi suất giảm dần sau các tín hiệu gần đây của Fed; 2) tâm lý thị trường được cải thiện; và 3) sự phục hồi của các thị trường xuất khẩu, đặc biệt sau khi Trung Quốc nới lỏng giãn cách.

# II.1. Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam

## Tổng quan chứng khoán toàn cầu: Thiết lập lại vùng định giá cổ phiếu

Thị trường	Chỉ số	Giá đóng cửa	Vốn hóa (tỷ USD)	Vốn hóa (USD) từ 2020	Biến động giá					Tăng trưởng EPS			P/E (x)	
					1 tháng	3 tháng	6 tháng	9 tháng	1 năm	2019-2021 CAGR	2022E	2023F	2022	2023F
Việt Nam	VNINDEX	1,007	170		-3.9%	-11.0%	-15.9%	-32.5%	-32.8%	16.4%	11.3%	11.0%	10.5	9.5
Mỹ	SPX	3,840	33,498		-5.9%	7.1%	1.4%	-15.3%	-19.4%	11.6%	7.5%	5.7%	18.5	17.5
MSCI thị trường phát triển	MXWO	2,607	55,794		-4.2%	9.6%	2.4%	-14.6%	-19.3%	14.2%	4.0%	7.4%	16.7	15.5
MSCI thị trường mới nổi	MXEF	956	19,130		-1.7%	9.2%	-4.5%	-16.3%	-22.4%	13.7%	-1.7%	-5.9%	10.7	11.4
MSCI thị trường cận biên	MXFM	472	293		-1.6%	-1.4%	-8.7%	-22.3%	-29.0%	6.5%	11.1%	-0.6%	8.7	8.8
Hàn Quốc	KOSPI	2,183	1,338		-11.7%	1.3%	-6.4%	-20.9%	-26.7%	55.9%	-11.3%	-4.1%	10.3	10.7
Nhật Bản	NKY	26,095	3,558		-6.7%	0.6%	-1.1%	-6.2%	-9.4%	24.7%	-15.9%	25.2%	17.7	14.1
Trung Quốc	SHCOMP	3,089	6,402		-2.0%	2.1%	-9.1%	-5.0%	-15.1%	3.5%	-2.9%	39.1%	13.9	10.0
Hong Kong	HIS	19,570	2,828		5.2%	13.6%	-10.5%	-11.0%	-16.4%	4.0%	5.2%	-25.7%	7.1	9.5
Đài Loan	TWSE	14,075	1,434		-5.4%	4.8%	-5.1%	-20.5%	-22.7%	46.6%	4.2%	-17.9%	10.2	12.5
Ấn Độ	SENSEX	61,168	1,456		-3.1%	6.5%	15.4%	4.4%	5.0%	18.6%	11.4%	5.3%	23.6	22.4
Thái Lan	SET	1,669	589		2.0%	5.0%	6.4%	-1.6%	0.7%	5.1%	20.7%	-7.2%	14.5	15.6
Malaysia	FBMKLCI	1,481	235		-0.5%	6.2%	2.5%	-6.7%	-5.5%	7.9%	-8.8%	20.0%	15.6	13.0
Indonesia	JCI	6,851	611		-3.3%	-2.7%	-0.9%	-3.1%	4.1%	2.7%	68.4%	-4.3%	13.4	14.0
Philippines	PCOMP	6,564	165		-3.2%	14.3%	6.6%	-8.9%	-7.8%	-13.4%	26.9%	15.9%	15.2	13.2
Singapore	STI	3,214	376		-2.3%	2.7%	3.6%	-5.7%	2.9%	-8.6%	22.8%	8.0%	11.5	10.6

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 30/12/2022). 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 dự phóng EPS năm 2022 và 2023 là trung bình dự phóng được thống kê từ Bloomberg.

## II.1. Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam (tiếp theo)

### Cổ phiếu phục hồi từ mức định giá thấp “bất hợp lý”

- Nhìn tổng thể năm 2022, mặc dù hầu hết các hoạt động kinh tế đã được khôi phục hoàn toàn nhờ khả năng thích ứng linh hoạt với trạng thái bình thường mới hậu Covid, nhưng Việt Nam đã phải đối mặt với nhiều thách thức đến từ bên ngoài bao gồm việc tăng lãi suất của Fed và đồng USD mạnh, chiến tranh Nga-Ukraine, chính sách “Zero Covid” kéo dài của Trung Quốc, và làn sóng thắt chặt tiền tệ toàn cầu nhằm kiềm chế lạm phát. Thị trường chứng khoán trong nước đã phản ánh các khó khăn kinh tế chung toàn cầu, cũng như bị thúc đẩy bởi tâm lý e ngại rủi ro xoay quanh các vi phạm trên thị trường tài chính trong nước khi Chính phủ bắt đầu các công tác giúp minh bạch hóa thị trường tài chính và bất động sản.
- Năm 2022, mức định giá P/E của VN-Index (trailing 12 tháng) giảm từ mức đầu năm là 17,8 lần xuống còn khoảng 9,5 lần vào giữa tháng 11, trước khi tăng trở lại mức 10,5 lần.

#### TTCK Việt Nam đã tìm lại được trạng thái cân bằng và bật tăng ấn tượng từ giữa tháng 11

Phân ngành GICS	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tỷ trọng vốn hóa	Vốn hóa từ 2020	Biến động giá năm 2022				
				1 tháng	3 tháng	6 tháng	9 tháng	1 năm
Ngân hàng	1,427,592	35.6%		0.5%	1.6%	-2.2%	-22.3%	-20.5%
Xây dựng cơ bản	150,070	3.7%		-5.0%	-28.0%	-31.5%	-56.9%	-55.1%
May mặc và trang sức	45,467	1.1%		2.3%	-0.1%	-16.0%	-20.7%	-7.7%
Dịch vụ tài chính	90,277	2.3%		-4.8%	-22.3%	-14.7%	-49.8%	-53.5%
Dầu khí	60,525	1.5%		7.7%	-4.6%	-14.6%	-39.5%	-36.7%
Thực phẩm, đồ uống	493,159	12.3%		-6.5%	-5.9%	-6.7%	-15.0%	-19.4%
Bảo hiểm	45,476	1.1%		-3.1%	-12.8%	-13.3%	-26.1%	-18.6%
Nguyên vật liệu	278,288	6.9%		-2.9%	-23.2%	-29.2%	-51.0%	-49.1%
Bất động sản	722,572	18.0%		-14.7%	-24.7%	-30.9%	-43.0%	-46.4%
Bán lẻ	85,365	2.1%		-2.8%	-29.2%	-36.2%	-39.2%	-30.9%
Phần mềm và dịch vụ	90,955	2.3%		2.7%	-5.3%	-10.6%	-13.7%	-0.8%
Vận tải	160,157	4.0%		8.6%	-1.1%	-12.0%	-28.1%	-21.3%
Tiện ích	303,879	7.6%		-5.4%	-9.4%	-14.6%	-14.9%	3.0%
<b>VN-Index</b>	<b>4,011,544</b>	<b>100%</b>		<b>-3.9%</b>	<b>-11.0%</b>	<b>-15.9%</b>	<b>-32.5%</b>	<b>-32.8%</b>

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 30/12/2022).  
Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng vốn hóa là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.

## II.1. Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam (tiếp theo)

### VN-Index và các sự kiện chính trong năm 2022

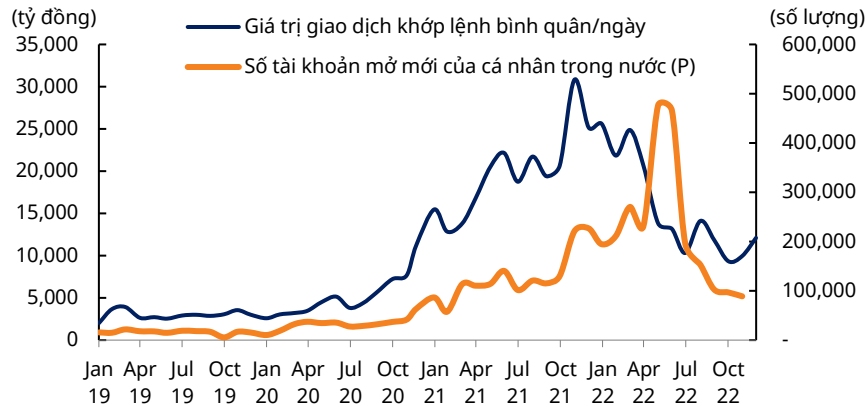


Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

## II.1. Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam (tiếp theo)

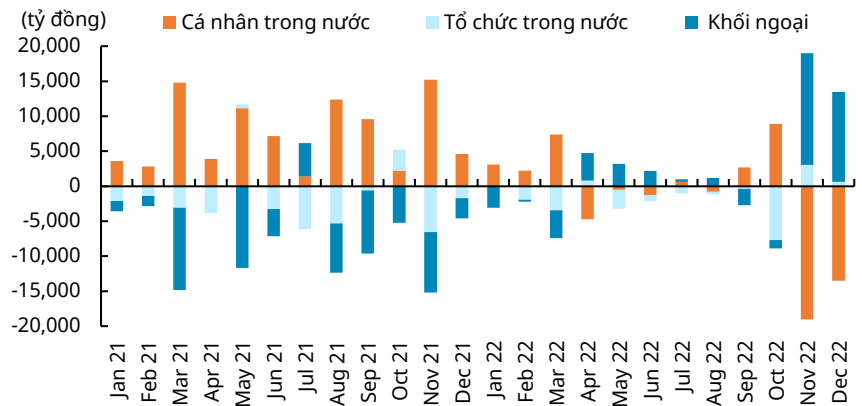
**Định giá thấp thu hút dòng vốn ngoại giải ngân mạnh mẽ từ tháng 11/2022**

### Các đợt bán tháo kéo dài khiến nhà đầu tư cá nhân nản lòng



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Fiinpro và VDS

### Mua/bán ròng hàng tháng theo phân loại nhà đầu tư trên sàn HSX



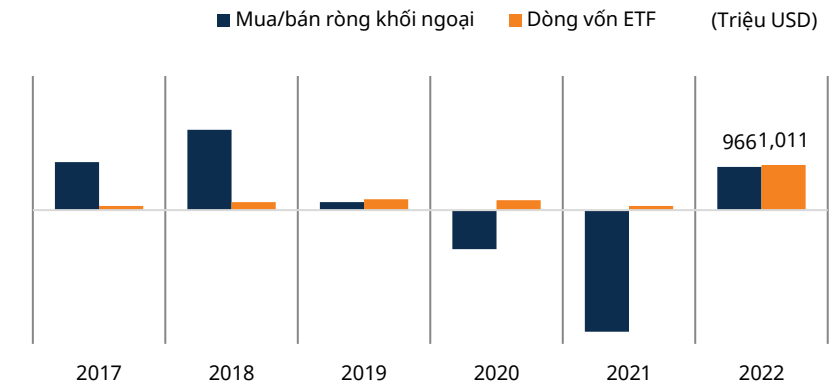
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Fiinpro

### Mua/bán ròng của khối ngoại tại thị trường châu Á

Thị trường (Triệu USD)	2019	2020	2021	2022
Việt Nam	182	-876	-2,724	966
Hàn Quốc	924	-20,082	-23,010	-9,665
Ấn Độ	14,234	23,373	3,761	-17,016
Đài Loan	9,377	-15,257	-15,604	-44,007
Indonesia	3,465	-3,220	2,688	4,267
Malaysia	-2,683	-5,782	-767	1095.8
Philippines	-240	-2,513	-5	-1246
Thái Lan	-1,496	-8,287	-1,632	5,960

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

### ETF ở Việt Nam đã mua ròng 6 năm liên tiếp



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

## II.2. Triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam

### Điểm sáng định giá thấp

- Chúng tôi tin rằng nỗ lực rất lớn của Chính phủ Việt Nam trong việc làm trong sạch thị trường tài chính, đặc biệt là mảng trái phiếu doanh nghiệp và bất động sản, cuối cùng sẽ giúp nâng cao tính minh bạch của thị trường tài chính Việt Nam. Hơn nữa, chúng tôi cũng cho rằng các nhà hoạch định chính sách vẫn đang rất linh hoạt để hỗ trợ nền kinh tế chung, chẳng hạn như đề xuất sửa đổi, bổ sung Nghị định 65 về trái phiếu doanh nghiệp. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy áp lực khá lớn đối với hệ thống tài chính vẫn từ trái phiếu doanh nghiệp khi một lượng lớn trái phiếu sẽ đáo hạn trong năm 2023 trong bối cảnh lãi suất có xu hướng tăng. Hơn nữa, chúng tôi cũng cho rằng thị trường cần thời gian để thích nghi với khung pháp lý mới có nhiều thay đổi quan trọng.
- Chúng tôi cho rằng mức P/E hiện tại của VN-Index – hiện đang khoảng 10–11x – vẫn còn rất hấp dẫn. Mức P/E hiện tại đang quanh mức trung bình trừ hai độ lệch chuẩn (SD), và hiện vẫn đang là mức thấp trong lịch sử. Theo chúng tôi, mức P/E của thị trường trong 2023 sẽ trở lại mức hợp lý vào khoảng 12–13x (bằng P/E trung bình 10 năm trừ một SD) nhờ: 1) áp lực tăng lãi suất giảm dần sau các tín hiệu gần đây của Fed; 2) tâm lý thị trường được cải thiện; và 3) sự phục hồi của các thị trường xuất khẩu, đặc biệt sau khi Trung Quốc nới lỏng giãn cách.

**Thống kê P/E (trailing 12 tháng) của VN-Index trong 10 năm**



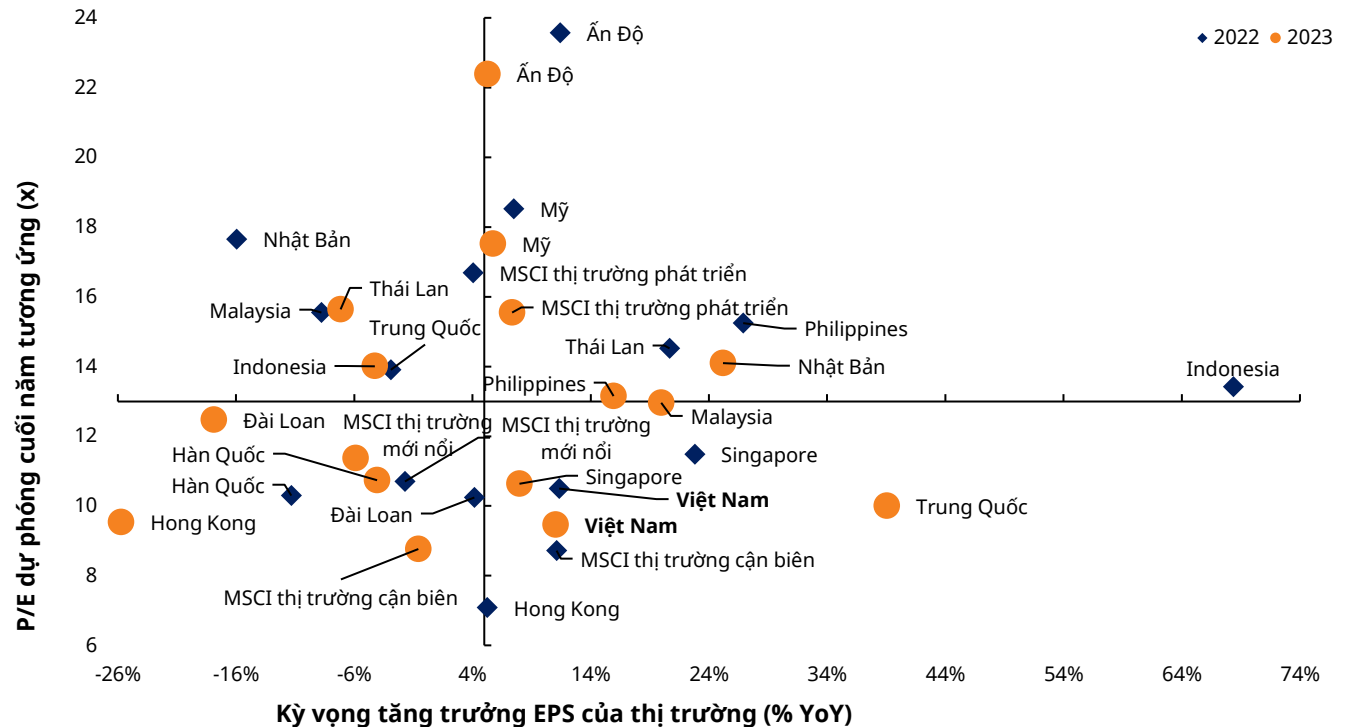
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

## II.2 – Triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam (tiếp theo)

**Định giá của VN-Index vẫn hấp dẫn sau nhịp phục hồi mạnh vừa qua**

- Chúng tôi cho rằng NHNN đã điều hành chính sách tiền tệ rất linh hoạt và điều này đã tạo nền tảng quan trọng cho tăng trưởng bền vững trong bối cảnh kinh tế toàn cầu có nhiều dấu hiệu ảm đạm. Với việc tỷ giá hối đoái hạ nhiệt, chúng tôi chỉ kỳ vọng NHNN sẽ chỉ tăng lãi suất nhẹ trong năm 2023 (+100 điểm cơ bản).
- Với sự ổn định kinh tế vĩ mô cao hơn 2022, chúng tôi cho rằng thị trường sẽ sớm thu hút thêm dòng vốn đầu tư vào trong thời gian tới:** Thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn tương đối hấp dẫn xét về triển vọng tăng trưởng kinh tế và thu nhập doanh nghiệp (cả hai đều được dự báo vượt trội so với các thị trường khác). Hiện tại, P/E dự phóng cuối năm của thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn ở mức thấp so với nhiều thị trường chứng khoán trên thế giới, theo thống kê từ Bloomberg.

**VN-Index vẫn ở trong vùng định giá khá hấp dẫn**



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 30/12/2022).

Lưu ý: (\*) Số liệu dự phóng EPS năm 2022 và 2023 là trung bình dự phóng được thống kê từ Bloomberg.

### III



## Triển vọng các ngành và cổ phiếu





# [Tóm tắt] Triển vọng các ngành

- **Khu công nghiệp:** Tỷ lệ lấp đầy cao tại khu vực phía Nam. Chúng tôi cho rằng mức giá cho thuê sẽ tiếp tục tăng tại một số khu vực trọng điểm kinh tế bao gồm TP.HCM và các khu vực lân cận nhờ: 1) Quỹ đất thuận lợi về hạ tầng kết nối; 2) trong 6T đầu 2023, nguồn cung đất công nghiệp chưa có sự thay đổi trong khi FDI giảm ngân đang tăng mạnh. Trong khi đó, xu hướng “Trung Quốc +1” sẽ thúc đẩy KCN khu vực phía Bắc.
- **Cảng biển:** Dựa trên dự phóng tăng trưởng GDP tại ba thị trường chính chiếm 60% tổng giá trị xuất khẩu Việt Nam, bao gồm Mỹ (2022: 0.5%, 2023: 0.5%, nguồn: Fed), EU (2022: 3.4%, 2023: 0.5%, nguồn: ECB) và Trung Quốc (2022: 2.8%, 2023: 4.1%, nguồn: Fitch Rating), với giả định thị phần của Việt Nam được duy trì, chúng tôi cho rằng giá trị xuất khẩu của Việt Nam vẫn tăng trưởng, tuy nhiên, sẽ giảm tốc về mức 9%-12% trong 2023 (11T2022: +13.4% CK). Trong năm 2023, chúng tôi cho rằng xuất nhập khẩu hàng hóa cũng hưởng lợi từ chi phí vận tải biển đã và đang giảm đáng kể.
- **Ngành sữa:** Theo Rabobank, suy thoái nguồn cung sữa toàn cầu sau 5 quý liên tiếp khả năng sẽ kết thúc từ Q4/2022. Trong 2023, nguồn cung sữa dự kiến sẽ phục hồi ở hầu hết các khu vực nhờ chi phí sản xuất dần hạ nhiệt, ngoại trừ Úc (do điều kiện thời tiết trở nên khắc nghiệt hơn trong chu kỳ El Nino). Cụ thể, sản lượng sữa từ 7 quốc gia xuất khẩu lớn ước tính sẽ tăng 1% so với năm 2022, đủ để bù đắp mức giảm 0.8% vào năm 2022 và duy trì ngang gần với sản lượng năm 2021. Nguồn cung tăng lên dự kiến sẽ được hấp thụ nhờ việc Trung Quốc mở cửa trở lại.
- **Bán lẻ:** Trong năm 2023, các yếu tố vĩ mô tiêu cực sẽ là thách thức đối với mức tiêu thụ của các mặt hàng không thiết yếu, các thiết bị điện tử hay điện gia dụng có giá trị cao. Mặc dù tăng trưởng dân số đang dần chậm lại trong nhiều năm trở lại đây, các lo ngại liên quan đến vấn đề sức khỏe và an toàn thực phẩm sẽ hướng người tiêu dùng đến các nguồn cung cấp thực phẩm có chất lượng hơn, qua đó thúc đẩy tăng trưởng của ngành lương thực thực phẩm. Nhóm sản phẩm chăm sóc sức khỏe được kỳ vọng tăng trưởng ấn tượng nhất.
- **Ngân hàng:** Mức định giá hiện tại theo trailing P/B của các NHTM quốc doanh là 1.9x và NHTM tư nhân là 1.0x, giảm lần lượt 40% và 60% từ đỉnh. Trong ngắn và trung hạn, sẽ rất khó để ngành NH nói chung lấy lại được mức định giá trên mức trung bình 5-năm (NHTM quốc doanh: 2.2x, NHTM tư nhân: 1.6x) do các yếu tố vĩ mô tương đối tiêu cực và các rủi ro chính dẫn đến các đợt giảm gần đây sẽ khó được loại bỏ hoàn toàn. Đối với tình hình rủi ro tiềm ẩn như hiện tại, yếu tố an toàn nên được đặt lên hàng đầu. Chúng tôi cho rằng khối các ngân hàng quốc doanh sẽ là một lựa chọn tốt nhờ 1) định giá tương đối thấp so với mức định giá quá khứ, 2) rủi ro hoạt động liên tục thấp, 3) có sự hỗ trợ tốt từ cổ đông lớn, 4) liên kết nội khối tốt, 5) lợi thế huy động vốn, và 6) dư nợ đối với TPDN tương đối thấp.
- **Dệt may:** Một điểm tích cực trong năm 2023 là một số mặt hàng may mặc thuộc chương 61 và 62 thuộc danh mục B3 sẽ bắt đầu được hưởng thuế nhập khẩu 0% vào EU theo hiệp định EVFTA, phần nào hỗ trợ tích cực hơn trong việc XK vào TT EU trong bối cảnh thị phần hàng VN mới chỉ chiếm khoảng 4%. CPTPP sẽ hỗ trợ hàng Việt Nam ở các thị trường mới tiềm năng như Canada và Mexico. Theo Tổng cục hải quan, xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam sang thị trường Canada và Mexico tăng trưởng cao trong 11T2022, ước đạt lần lượt 1.23 tỷ USD (+50% CK) và 162.5 triệu USD (+82% CK).

# [Tóm tắt] Triển vọng các ngành (tiếp theo)

- **Công nghệ thông tin:** Chúng tôi cho rằng ngành phần mềm và dịch vụ CNTT kỳ vọng vẫn giữ đà tăng trưởng tốt trong 2023, nhờ vào: 1) Các doanh nghiệp/tổ chức ngày càng chú trọng vào việc tối ưu hiệu quả hoạt động, ưu tiên chiến lược chuyển đổi số. Theo dự phóng của Gartner, tốc độ tăng trưởng ngành phần mềm và dịch vụ CNTT toàn cầu trong năm 2023 lần lượt đạt 11.3% và 7.9% so với năm 2022. Theo dự phóng của International Data Corporation (IDC), chi tiêu cho chuyển đổi số toàn cầu dự kiến tăng với mức 2021-2026 CAGR đạt 16.3%. 2) Xuất khẩu phần mềm của Việt Nam sang các nước duy trì đà tăng trưởng tốt với lợi thế về nguồn lực lao động và vị thế gia công phần mềm của Việt Nam trên thế giới ngày càng được củng cố.
- **Năng lượng điện:** Theo dự thảo Quy hoạch Phát triển Điện lực Quốc gia VIII (QHĐ VIII) do Bộ Công Thương (BCT) đệ trình vào T8/2022, mức tiêu thụ điện của Việt Nam sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng kép 8.8% trong giai đoạn 10 năm tiếp theo. Gần 90% nhu cầu sử dụng điện đến từ khu vực công nghiệp, xây dựng và dân dụng sẽ tiếp tục thúc đẩy nhu cầu sử dụng điện, đặc biệt tại các khu vực kinh tế trọng điểm. Mức tiêu thụ điện bình quân đầu người của Việt Nam khoảng 2,500 kWh trong 2021, khá thấp so với khu vực châu Á nói chung (3,300 kWh), Malaysia (5,200 kWh) và Singapore (9,300 kWh) nói riêng.
- **Dầu khí:** Việc Luật Dầu Khí (sửa đổi) được thông qua là điểm tích cực trong bối cảnh trữ lượng khí tự nhiên đang giảm đi hằng năm, và cần nhiều dự án mới được triển khai để bù đắp, đặc biệt chúng tôi cho rằng đây cũng là tiền đề để có thể xúc tiến tiến độ của đại dự án Lô B Ô Môn sớm được triển khai với việc phê duyệt quyết định đầu tư cuối cùng chậm nhất trong 6T2023 và hướng đến dòng khí đầu tiên vào Q4/2026. Việc triển khai lô B sẽ tạo khối lượng công việc lớn cho các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ khâu thượng nguồn (tổng vốn đầu tư dự kiến 6.7 tỷ USD) như PVS, PVD, và tác động tích cực sau đó tới các doanh nghiệp trung nguồn thông qua hoạt động truyền dẫn và phân phối.
- **Bất động sản:** Dự kiến sẽ có nhiều giải pháp tháo gỡ cho ngành bất động sản: Gần đây đã có nhiều kiến nghị nhằm vực dậy ngành bất động sản, có thể kể đến như đề xuất hỗ trợ 2% lãi suất cho người mua nhà dưới 2 tỷ. Bên cạnh đó, Nghị định 65 cũng đang được Chính phủ xem xét sửa đổi để gỡ khó cho doanh nghiệp. Nhiều quy định liên quan đến nâng chuẩn nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, xếp hạng tín nhiệm với trái phiếu sẽ lùi thời điểm thực hiện sang năm 2024 thay vì áp dụng ngay. Ngoài ra một số nội dung như thay đổi kỳ hạn trái phiếu hay chuyển đổi trái phiếu lấy tài sản hay chuyển thành khoản vay cũng được nói lỏng hơn cho doanh nghiệp.
- **Xây dựng:** Phân khúc xây dựng dân dụng dự có khả năng thu hẹp, dự kiến chỉ một số ít chủ đầu tư có tiềm lực mạnh đủ năng lực triển khai dự án mới. Theo đó, sự cạnh tranh trong mảng dân dụng sẽ trở nên gay gắt hơn nữa trong 2023. Ngược lại, phân khúc nhà xưởng-khu công nghiệp và hạ tầng là hai phân khúc còn dư địa cho tăng trưởng. Quốc hội đã thông qua kế hoạch đầu tư công năm 2023 với tổng số vốn trên 700,000 tỷ đồng, tăng khoảng 25% (khoảng 140,000 tỷ đồng) so với kế hoạch năm 2022.
- **Thép:** Cho cả năm 2022, chúng tôi dự phóng sản lượng thép toàn ngành năm 2022 sẽ đạt 27 triệu tấn (-12.5% CK), sản lượng xuất khẩu đạt mức 6.28 triệu tấn (-17% CK) và sản lượng thép tiêu thụ nội địa đạt 20.7 triệu tấn (-12% CK). Năm 2023, chúng tôi dự phóng sản lượng thép toàn ngành sẽ đạt 26 triệu tấn (-3.7% CK), trong đó sản lượng xuất khẩu đạt mức 5.9 triệu tấn (-6% CK) và sản lượng thép tiêu thụ nội địa chỉ đạt 20.09 triệu tấn (-3% CK). Chúng tôi ước tính lượng hàng tồn kho giá cao đã giảm nhiều trong Q3/2022 và dự phóng đến hết Q1/2023, hầu hết các công ty thép sẽ hoàn tất bán các hàng tồn kho giá cao. Lợi nhuận toàn ngành thép trong Q4/2022 sẽ tiếp tục ở mức thấp hoặc lỗ do giá thép trong nước đã giảm 20% từ đỉnh T4/2022. Lợi nhuận ngành trong 2023 dự kiến chỉ ở mức 50% so với giai đoạn đỉnh cao Q4/2020 – Q1/2022, tuy nhiên, theo góc nhìn tích cực thì thời điểm khó khăn nhất đang dần qua đi và lợi nhuận ngành kỳ vọng ghi nhận dương trở lại từ Q2/2023.

# [Tóm tắt] Các cổ phiếu khuyến nghị

Ngành	Khuyến nghị Mua/Tăng Tỷ Trọng (Giá mục tiêu 12T: VND/Lợi nhuận kỳ vọng)			
Khu công nghiệp	IDC	PHR		
	48,100	50,000		
	52%	27%		
Cảng biển	GMD	DVP		
	57,000	56,000		
	26%	22%		
Tiêu dùng/Bán lẻ/BDS thương mại	VNM	MWG	VRE	
	91,200	47,900	32,600	
	20%	12%	24%	
Ngân hàng	CTG	VCB		
	33,400	90,300		
	23%	13%		
Dệt may	TNG	MSH		
	20,500	43,000		
	54%	30%		
Khác	FPT	PPC	DHG	VEA
	102,900	15,900	107,900	51,700
	34%	26%	27%	27%

Nguồn: Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam. Lợi nhuận kỳ vọng so với giá đóng cửa ngày 30/12/2022

# Khu công nghiệp – Giữ đà tăng trưởng

## Giữ vững kết quả kinh doanh tăng trưởng

### Giữ vững tăng trưởng kết quả kinh doanh

- Ngành KCN tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong kết quả kinh doanh 9T2022. Cụ thể, các doanh nghiệp niêm yết ghi nhận doanh thu tăng 34.5% so với cùng kỳ (CK) trong khi LNST có mức tăng trưởng 77.5% CK.

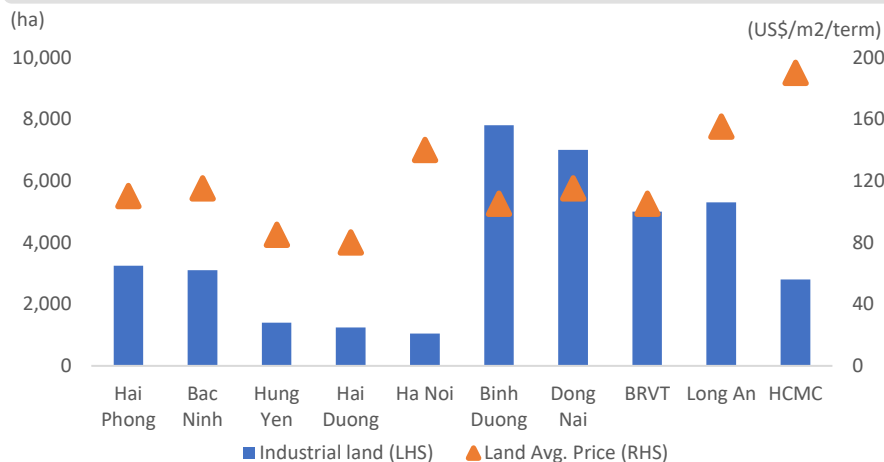
### Tỷ lệ lấp đầy cao tại khu vực phía Nam

- Tại thị trường KCN phía Nam, trong Q3/2022, tỷ lệ lấp đầy của các KCN được duy trì ở mức cao quanh 88% (+3% CK) với tổng diện tích đất công nghiệp đạt 27,780ha (không có nguồn cung mở mới), theo Cushman & Wakefield. Trong thời gian tới, thị trường KCN phía Nam dự kiến đón thêm nguồn cung mới đến từ một số dự án tiêu biểu như: KCN VSIP 3 (1000 ha), KCN NTC3 – mở rộng (346 ha), KCN Phước An (330 ha), ...
- Chúng tôi cũng cho rằng mức giá cho thuê sẽ tiếp tục tăng tại một số khu vực trọng điểm kinh tế bao gồm TP.HCM và các khu vực lân cận nhờ: 1) Quỹ đất thuận lợi về hạ tầng kết nối; 2) trong 6T đầu 2023, nguồn cung đất công nghiệp chưa có sự thay đổi trong khi FDI giảm ngân hàng đang tăng mạnh sau trì trệ trong năm 2021.
- Nhu cầu nhà xưởng xây sẵn (NXXS) đang được dịch chuyển sang các khu vực vệ tinh xung quanh TP.HCM, chủ yếu tập trung tại Long An, Đồng Nai, Bình Dương nhờ sự phát triển của thị trường thương mại điện tử.

### Xu hướng “Trung Quốc +1” thúc đẩy KCN khu vực phía Bắc

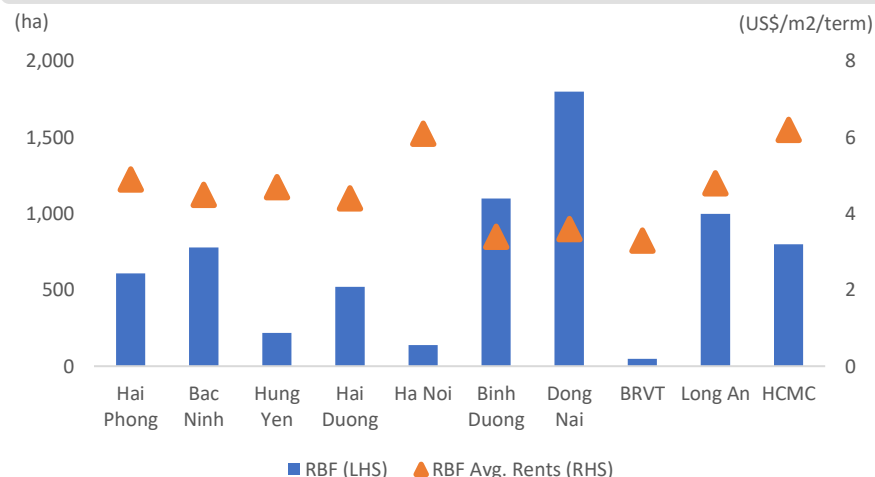
- Các DN có sở hữu quỹ đất nằm ở khu vực phía Bắc là đối tượng được hưởng lợi chính trong xu hướng này nhờ: 1) Liên quan đến thời gian giao hàng, và chuỗi cung ứng sẵn có với thị trường Trung Quốc; 2) các dự án lớn đầu tư vào sẽ kéo theo các doanh nghiệp vệ tinh. Nhiều dự án mới dự kiến cam kết sẽ đầu tư vào VN trong thời gian tới như LG (4 tỷ USD), Foxconn (300 triệu USD), ...

**Nguồn cung và mức giá cho thuê KCN Q3/2022**



Nguồn: JLL, Mirae Asset Vietnam Research

**Nguồn cung và mức giá cho thuê NXXS Q3/2022**



Nguồn: JLL, Mirae Asset Vietnam Research

# Khu công nghiệp – Giữ đà tăng trưởng (tt.)

## Cơ hội cho các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn

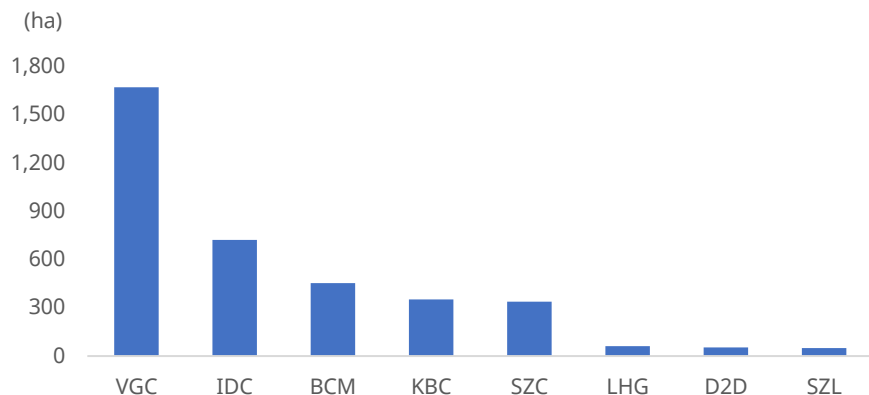
**Cơ hội cho các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn, cũng như lượng MOU đã ký từ trước**

- Việc có quỹ đất cho thuê lớn sẽ giúp các doanh nghiệp kịp thời đón được dòng vốn đầu tư mới, trong đó nổi bật là VGC, KBC, IDC, ...
- Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng các dự án mở rộng tại thị trường Việt Nam sẽ ưu tiên thuê đất tại các KCN mà nhà máy trước đó đã hiện hữu như Foxconn mở rộng hoạt động tại KCN Quang Châu, LG tiếp tục mở rộng tại KCN Trảng Dục, ... Hiện Heneiken đang đầu tư nhà máy tại KCN Mỹ Xuân A (đã lấp đầy), vì vậy chúng tôi kỳ vọng Heineken sắp tới sẽ đầu tư tại khu vực Mỹ Xuân, cụ thể là KCN Mỹ Xuân B1 mở rộng. Theo đó, chúng tôi cho rằng KBC, IDC sẽ là các doanh nghiệp tiềm năng được hưởng lợi nhờ vào việc đã có những hợp tác trước đó và quỹ đất cho thuê còn lớn.

**Dòng vốn đầu tư công cũng là yếu tố then chốt**

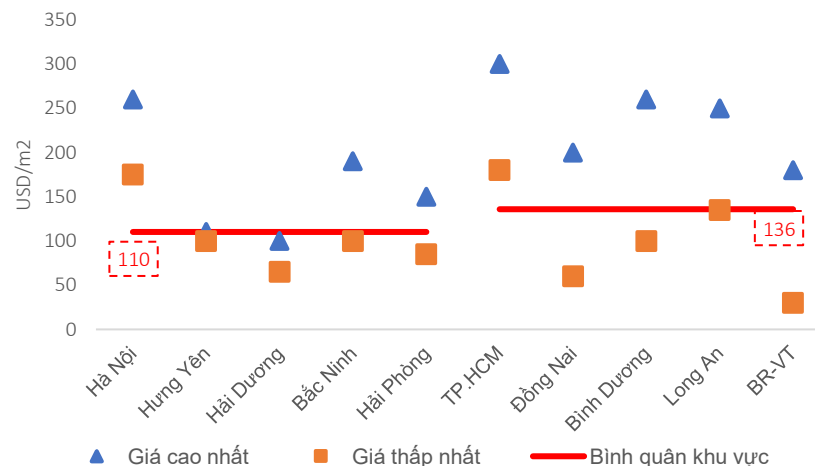
- Chúng tôi cho rằng việc giải ngân vốn đầu tư công, cụ thể là hoàn thiện kết nối hạ tầng giao thông sẽ trực tiếp ảnh hưởng đến sự hấp dẫn của các KCN (liên quan đến chi phí logistic). Trong đó, việc hoàn thành các tuyến cao tốc Bắc – Nam, Vành đai 3 TP.HCM, Biên Hòa – Vũng Tàu, ... sẽ tác động đáng kể đến lợi thế cạnh tranh của các KCN có quỹ đất thương phẩm lớn trong khu vực được kết nối hạ tầng.

**Quỹ đất sẵn sàng cho thuê của các doanh nghiệp niêm yết đến Q3/2022**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

**Mức giá chào thuê trong Q2-Q3/2022**



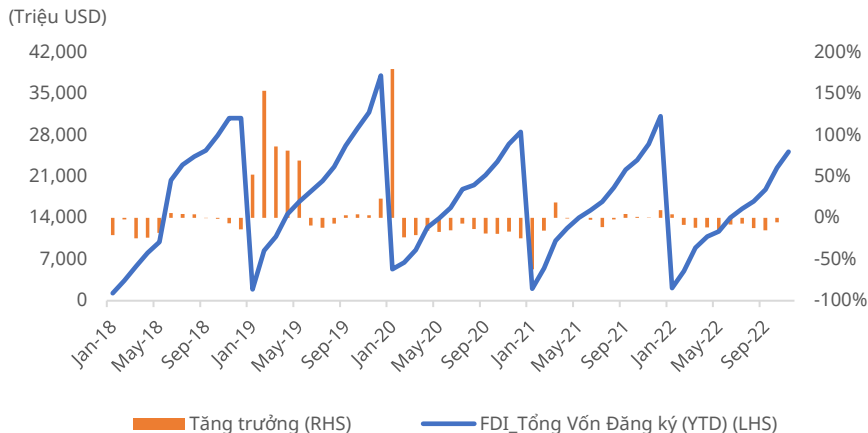
Nguồn: CBRE, Kland, Mirae Asset Vietnam Research

# Khu công nghiệp – Giữ đà tăng trưởng (tt.)

## Rủi ro

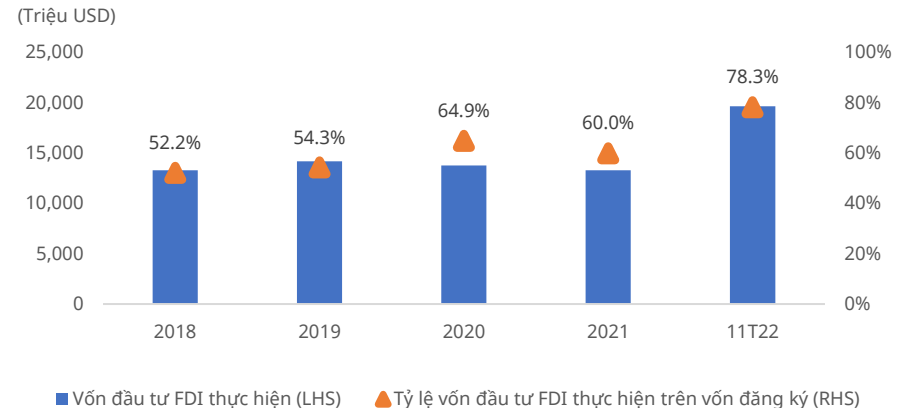
- Chi phí đền bù tăng mạnh là yếu tố rủi ro hiện hữu nhất đối với các nhà phát triển KCN, có khả năng thu hẹp biên lợi nhuận của các dự án mở mới trong dài hạn do không còn lợi thế quỹ đất giá rẻ.
- Dòng vốn FDI đăng ký cho thấy dấu hiệu chững lại. Điều này phản ánh sự chậm lại trong tăng trưởng kinh tế toàn cầu và nhu cầu mở rộng sản xuất của các doanh nghiệp FDI trở nên yếu đi. Vốn FDI đăng ký 11T2022 chỉ đạt 25.1 tỷ USD (-5% CK), và sự suy giảm vốn đăng ký trong năm 2022 có thể sẽ ảnh hưởng đến dòng vốn giải ngân trong giai đoạn 2023 trở đi.

### Vốn FDI đăng ký cho thấy dấu hiệu giảm tốc trong bối cảnh tiêu cực của kinh tế toàn cầu



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

### Tỷ lệ giải ngân trên vốn đăng ký ghi nhận kỷ lục đến từ việc: 1) Vốn đăng ký thấp; 2) Các dự án được giải ngân sau trì trệ 2020-2021



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Mirae Asset Vietnam Research

# Tổng Công ty IDICO – CTCP (HNX: IDC)

## Động lực tăng trưởng từ khu công nghiệp

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

(Cập nhật)	MUA
<b>Giá mục tiêu (VND, 12T)</b>	<b>48,100</b>
Thị giá (30/12/22)	31,700
Lợi nhuận kỳ vọng	52%

LNST (23F, tỷ đồng)	2,019		
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	n/a		
Tăng trưởng EPS (23F, %)	-19.1		
P/E (23F, x)	5.6		
Vốn hóa (tỷ đồng)	11,319		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	330		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	63.2		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	0.6		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	23,600		
Cao nhất 52 tuần (VND)	75,364		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	10.4	-26.7	-53.8
Tương đối	4.3	-12.6	-22.7

### Điểm nhấn đầu tư

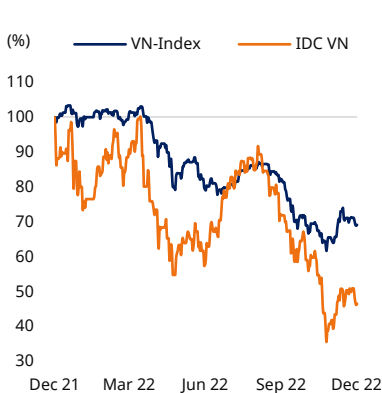
- Quỹ đất KCN lớn với vị trí thuận lợi.
- KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng sẽ trở thành động lực dẫn dắt tăng trưởng.
- Biên lợi nhuận vượt trội so với bình quân ngành.
- Các lĩnh vực khác, như năng lượng và dịch vụ KCN, hoạt động ổn định với dòng tiền mạnh.
- Cổ tức bình quân ước tính 4,000 đồng/CP hàng năm trong giai đoạn 2022-2026.
- Cơ cấu tài chính lành mạnh: Nợ vay thấp, số dư tiền mặt dồi dào.

### Dự phóng 2023

- Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi đưa ra dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng của IDC lần lượt đạt 7,654 tỷ đồng (-19.6% svck) và 2,019 tỷ đồng (-19.1% svck):
  1. Chúng tôi giả định IDC sẽ không ghi nhận hồi tố doanh thu từ các KCN đã lấp đầy (9T2022: 1,849 tỷ đồng, Q4/2022: dự kiến ghi nhận 641 tỷ đồng, từ KCN Nhơn Trạch 5, KCN Mỹ Xuân B1).
  2. Hoạt động cho thuê đất KCN (không bao gồm hồi tố) vẫn duy trì tăng trưởng diện tích cho thuê 181ha với sự dẫn dắt của các KCN ở phía Nam, trong đó đóng góp chính từ KCN PM2 & PM2MR, và IDC cũng tiến hành ghi nhận doanh thu của những hợp đồng đã ký MOU trước đó tại KCN Hựu Thạnh.
  3. Các mảng kinh doanh khác tăng trưởng ổn định, trong đó mảng năng lượng dự phóng tăng trưởng doanh thu 9% CK nhờ nhu cầu tiêu thụ điện gia tăng bởi sự lấp đầy tại KCN Hựu Thạnh; các mảng còn lại không có nhiều sự thay đổi đáng kể nhưng bù lại đều là các hoạt động mang lại dòng tiền đều cho IDC.

### Rủi ro

- Suy thoái kinh tế toàn cầu ảnh hưởng đến dòng vốn FDI.
- Chi phí giải phóng mặt bằng cao cho các dự án KCN mới dẫn đến tỷ suất lợi nhuận thấp trong tương lai.



	FY (31/12)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)		4,929	5,356	4,301	9,522	7,654	8,837
Tăng trưởng doanh thu (%)		-3.7	8.7	-19.7	121.4	-19.6	15.5
LN HKKD (tỷ đồng)		559	1,236	477	3,577	2,750	3,071
Biên LN HKKD (%)		11.3	23.1	11.1	37.6	35.9	34.7
EBITDA (tỷ đồng)		1,201	1,973	1,439	4,770	4,074	4,587
LNST (tỷ đồng)		345	873	454	2,497	2,019	2,314
EPS (VND)		1,149	2,911	1,514	7,566	6,117	7,013
ROE (%)		8.2	19.0	9.1	43.4	29.4	29.6
P/E (x)		14.2	10.7	43.1	4.6	5.6	4.9
P/B (x)		1.4	2.2	5.0	2.2	2.0	1.7

Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

# CTCP Cao su Phước Hòa (HOSE: PHR)

## Tiềm năng lớn từ quỹ đất khu công nghiệp

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

(Cập nhật)	MUA
<b>Giá mục tiêu (VND, 12T)</b>	<b>50,000</b>
Thị giá (30/12/22)	39,400
Lợi nhuận kỳ vọng	27%

LNST (23F, tỷ đồng)	850		
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	NA		
Tăng trưởng EPS (23F, %)	1.7		
P/E (23F, x)	6.3		
<hr/>			
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,494		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	135		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	31.9		
Tỷ lệ sở hữu của HĐQT (%)	13.2		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	30,600		
Cao nhất 52 tuần (VND)	90,700		
<hr/>			
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-11.8	-34.3	-43.1
Tương đối	-7.6	-23.0	-12.2

### Điểm nhấn đầu tư

- Trong Q3/2022, PHR ghi nhận doanh thu đạt 522 tỷ (+0% CK) và lợi nhuận ròng đạt 140 tỷ (-17.6% CK). Tính chung 9T2022, doanh thu đạt 1,132 tỷ (-12% CK) và lợi nhuận ròng đạt 468 tỷ (+53% CK). Chúng tôi cho rằng trong Q4/2022, PHR sẽ tiếp tục nhận 341 tỷ tiền đền bù từ VSIP 3.
- Chúng tôi dự phóng sản lượng thương phẩm cao su năm 2022 và năm 2023 của PHR lần lượt đạt 35,931 tấn (+1.5% CK) và 37,652 tấn (+5% CK). Với kịch bản giá cao su năm 2022 và 2023 lần lượt đạt 42.5 triệu đồng/tấn (-6% CK) và 40.4 triệu đồng/tấn (-5% CK), doanh thu dự phóng cho mảng cao su và chế biến gỗ là 1,697 tỷ (+0.3% CK) và 1,746 tỷ (+3% CK).
- Do tỉnh Bình Dương tiếp tục lùi thời hạn bàn giao đất KCN cho NTC qua năm 2023, chúng tôi dự phóng từ năm 2023, PHR mới bắt đầu ghi nhận cổ tức và lợi nhuận được chia từ KCN Nam Tân Uyên 3 và VSIP 3. Chúng tôi dự phóng tổng lợi nhuận được chia và cổ tức nhận được từ công ty NTC và VSIP 3 năm 2023 đạt 360 tỷ đồng.
- Về mảng KCN, PHR chủ yếu chỉ còn đất từ KCN Tân Bình 1 với tổng diện tích là 15ha. Chúng tôi giả định PHR sẽ cho thuê được 7ha trong năm 2022 với giá USD115/m2 và 8ha trong năm 2023 với giá USD130/m2, doanh thu dự phóng lần lượt sẽ đạt 192 tỷ (+0% CK) và 249 tỷ (+30% CK).
- LNR trong năm 2022 / 2023 dự kiến lần lượt đạt 836 tỷ đồng (+75% CK) và 850 tỷ đồng (+1.7% CK). Dự phóng cổ tức 2022-2023 đạt 4,500 đồng/CP, tương ứng tỷ suất cổ tức 11.5%.



Năm (31/12)	12/18	12/29	12/20	12/21	12/22F	12/23F
Doanh thu (Tỷ VND)	1,558	1,639	1,632	1,945	1,917	2,028
Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND)	171	235	275	370	261	304
Biên LNHD (%)	11.0%	14.4%	16.9%	19.0%	13.6%	15.0%
LNR (tỷ VND)	628	450	1,082	478	836	850
EPS (VND)	4,637	3,320	7,985	3,524	6,167	6,273
ROE (%)	24.6%	19.3%	35.2%	17.2%	26.0%	24.4%
P/E (x)	6.2x	9.0x	6.6x	20.6x	6.4x	6.3x
P/B (x)	0.8x	0.8x	1.1x	1.8x	1.1x	1.0x

Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

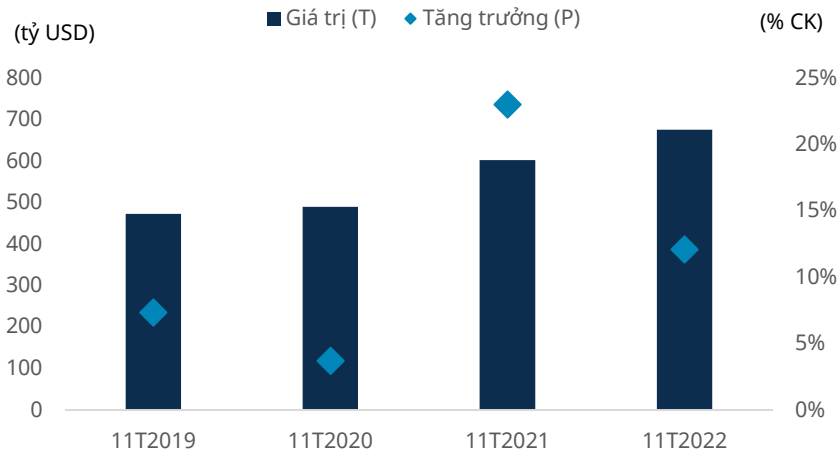


# Cảng biển – Xuất nhập khẩu duy trì tăng trưởng

## Năm 2023, giá trị XNK dự kiến duy trì tăng trưởng

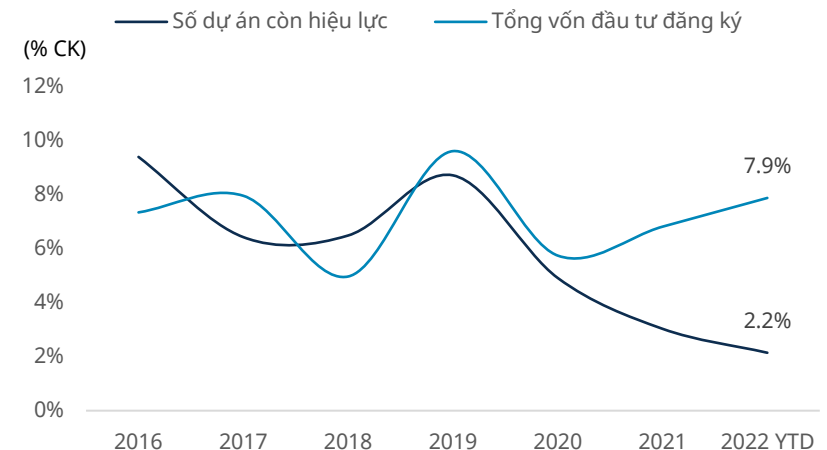
- Dựa trên dự phóng tăng trưởng GDP tại ba thị trường chính chiếm 60% tổng giá trị xuất khẩu Việt Nam, bao gồm Mỹ (2022: 0.5%, 2023: 0.5%, nguồn: Fed), EU (2022: 3.4%, 2023: 0.5%, nguồn: ECB) và Trung Quốc (2022: 2.8%, 2023: 4.1%, nguồn: Fitch Rating), với giả định thị phần của Việt Nam được duy trì, chúng tôi cho rằng giá trị xuất khẩu của Việt Nam vẫn tăng trưởng, tuy nhiên, sẽ giảm tốc về mức 9%-12% trong 2023 (11T2022: +13.4% CK).
- Giá trị XNK giữ tốc độ tăng trưởng trên 2 chữ số sau 11T2022, ước đạt 675.5 tỷ USD (+12.1% CK), giảm tốc nhẹ so với 10T2022 ở mức 14.1% CK. Thông thường hoạt động XNK sẽ chậm lại trong Q4 hàng năm.
- Trong năm 2023, chúng tôi cho rằng xuất nhập khẩu hàng hóa cũng hưởng lợi từ chi phí vận tải biển đã và đang giảm đáng kể. Chỉ số vận tải biển hiện nay đã giảm về mức trung bình giai đoạn 2011-2020 và giảm khoảng 4 lần từ mức đỉnh giữa năm 2021. Tình trạng ùn tắc tại các cảng biển cũng không còn, điều này giúp việc tính toán thời gian thực hiện đơn hàng của các công ty chính xác hơn. Ngoài ra, việc Trung Quốc cũng đã giảm bớt và dự kiến sẽ bỏ dần các biện pháp phong tỏa chống COVID, sẽ giúp nguồn cung nguyên liệu ổn định hơn và bình thường hóa các hoạt động vận tải biển.
- Số dự án FDI Công nghiệp chế biến, chế tạo còn hiệu lực duy trì tốc độ tăng trưởng quanh 2% CK sau 11T với tổng số DA ước đạt 15,893 DA. Tổng vốn đầu tư đăng ký tăng 7.9% CK, lên mức 259.2 tỷ USD. Tốc độ tăng trưởng đã cải thiện hơn so với 10T, FDI Công nghiệp tiếp tục duy trì mức tăng trưởng dương là yếu tố tích cực hỗ trợ hoạt động XNK.
- Trong 9T2022, tốc độ tăng trưởng khối lượng thông quan cảng biển duy trì đà tăng nhẹ 3.4% CK, ước đạt 608.3 triệu tấn. KL container thông quan 9T cũng ghi nhận cải thiện hơn, ước đạt 20.9 triệu TEU (+4.4% CK). Hoạt động thông quan container duy trì mức tăng trưởng dương trong bối cảnh có nhiều lo ngại hoạt động XNK nhiều khả năng bị ảnh hưởng bởi biến động bất lợi từ kinh tế thế giới.

Giá trị XNK



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

FDI Công nghiệp



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

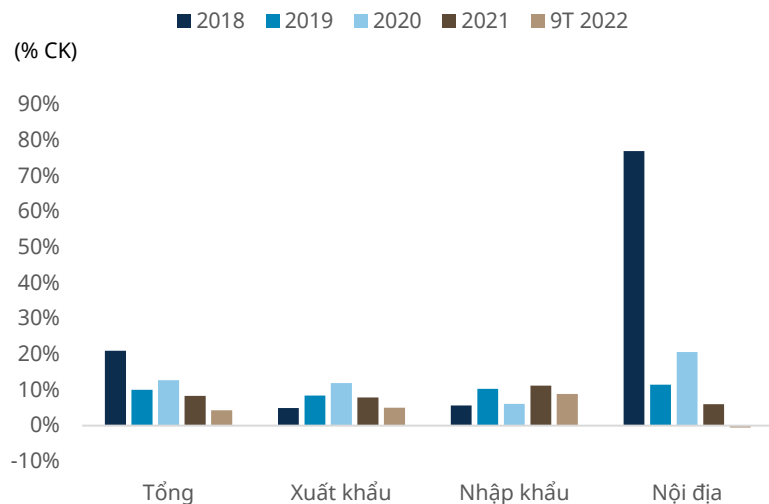
# Cảng biển – Xuất nhập khẩu duy trì tăng trưởng (tt.)

## Một số cổ phiếu ngành cảng biển và logistics

Mã	TTM PE	TTM PB	Tăng trưởng DT 9T2022 (% CK)	Tăng trưởng LNST 9T2022 (% CK)	Biến động giá so với đầu năm (%)	Biến động giá so với VN-Index (%)
HAH	3.3	1.1	83.8	203.4	-26.0	3.8
GMD	15.7	2.0	31.4	83.6	1.4	31.4
VSC	10.6	1.3	7.4	5.2	-21.1	8.8
CDN	10.9	1.8	5.5	8.8	-4.7	25.1
DVP	6.4	1.3	-2.1	5.1	-23.7	6.1

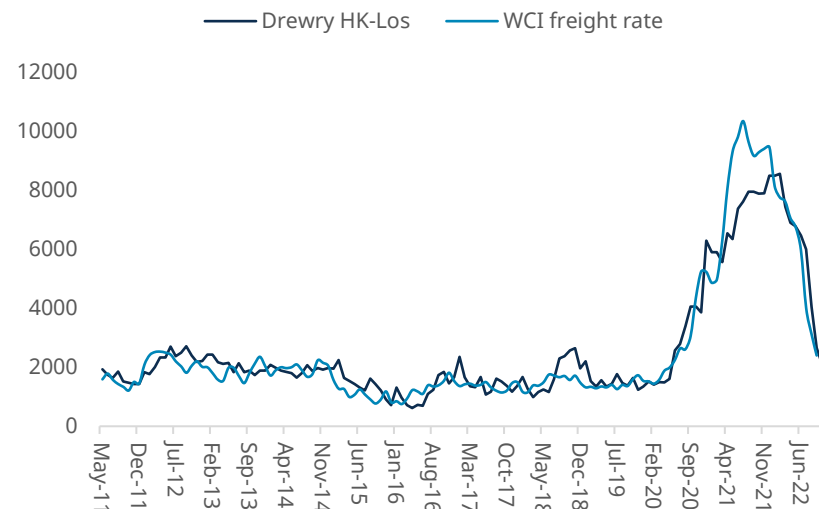
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

## Tăng trưởng thông quan container



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

## Chỉ số giá vận tải biển



Nguồn: Bloomberg-Cập nhật 16/12/2022, Mirae Asset Vietnam Research

# CTCP Gemadept (HOSE: GMD)

## Bứt phá

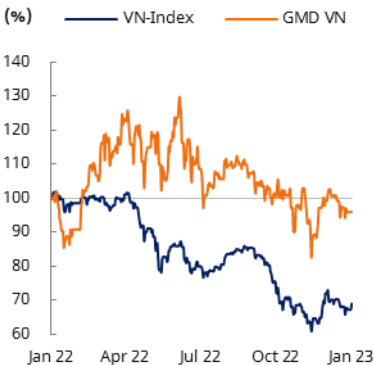
Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
<b>Giá mục tiêu (VND, 12T)</b>	<b>57,000</b>
Thị giá (30/12/22)	45,400
Lợi nhuận kỳ vọng	26%

LNST (232F, tỷ đồng)	1,030		
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	NA		
Tăng trưởng EPS (23F, %)	6.4		
P/E (23F, x)	14.2		
Vốn hóa (tỷ đồng)	13,713		
SL cổ phiếu (triệu)	301		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	96.0		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	49.0		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	36,400		
Cao nhất 52 tuần (VND)	62,200		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.2	-3.6	-3.8
Tương đối	1.1	7.8	27.2

### Điểm nhấn đầu tư

- KQKD bứt phá trong Q3/2022:** GMD ghi nhận DT và lợi nhuận gộp Q3/2022 đạt gần 992 tỷ VND (+36.2% CK) và 402.4 tỷ VND (+52.7% CK). Biên LNG tiếp tục tăng và ở mức cao 40.5% (so với mức 36.1% trong Q3/2021). LN từ các công ty liên kết tăng mạnh, đạt hơn 109.4 tỷ VND (+61.3% CK). LNST Q3 ghi nhận hơn 287 tỷ VND (+77.2% CK). LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt gần 244 tỷ VND (+92.8% CK). DT và LNST lũy kế 9T2022 của GMD đạt lần lượt 2,849.7 tỷ VND (+31.4% CK) và 941.4 tỷ VND (+83.6% CK).
- GML và SCS là trụ cột trong cơ cấu LN từ công ty liên kết (CTLK):** Lợi nhuận thuộc về GMD từ GML và SCS trong Q3/2022 đạt lần lượt gần 34.6 tỷ VND và 48.5 tỷ VND, chiếm 31.6% và 44.3% trong tổng LN từ CTLK.
- Dự phóng sản lượng và KQKD năm 2023:** Chúng tôi dự phóng sản lượng container thông quan các cảng chính GMD (trừ Gemalink) đạt mức 2 triệu TEU (+5.2% CK). Sản lượng của cảng Gemalink dự kiến duy trì mức tối đa công suất 1.2 triệu TEU. Sản lượng cảng Dung Quất dự phóng ổn định so với năm 2022, dự kiến đạt 2.8 triệu tấn (+3.7 CK). Chúng tôi dự phóng DT và LNST cổ đông công ty mẹ năm 2023 của GMD lần lượt 3,542 tỷ (+2.5% CK) và 1,030 tỷ VND (+6.5% CK).
- Rủi ro:** Mảng vận tải biển của GMD, dưới hình thức các công ty liên kết nhiều khả năng sẽ gặp trở ngại trong giai đoạn sắp đến do giá vận tải biển giảm mạnh. Ngoài ra, mặt bằng lãi suất tăng cao ảnh hưởng bất lợi đến GMD khi công ty đang có nhiều dự án mở rộng và thâm dụng nguồn vốn lớn. Việc này ảnh hưởng đến khả năng mở rộng công suất và đi kèm với đó là tiềm năng tăng trưởng doanh thu dài hạn



Năm (31/12)	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F	12/24F
Doanh thu (Tỷ VND)	2,643	2,606	3,206	3,457	3,542	3,713
Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND)	544	496.3	861.5	1,509.6	1,603.0	1,834.5
Biên LN/ĐH (%)	20.6	19.0	26.9	43.7	45.3	49.4
LNST cổ đông công ty mẹ (tỷ VND)	517	370	612	967	1,030	1,185
EPS (VND)	1,602	1,166	1,930	3,049	3,247	3,738
ROE (%)	8.1	6.7	10.2	12.1	12.1	13.1
P/E (x)	14.5	42.0	26.6	15.4	14.2	13.8
P/B (x)	1.2	2.2	2.2	1.6	1.5	1.4

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

# CTCP Đầu tư & Phát triển Cảng Đình Vũ (HOSE: DVP)

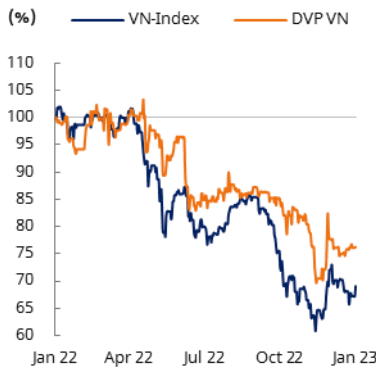
## Duy trì sự ổn định

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

(Cập nhật)	MUA
<b>Giá mục tiêu (VND, 12T)</b>	<b>56,000</b>
Thị giá (30/12/22)	45,900
Lợi nhuận kỳ vọng	22%
LNST (23F, tỷ đồng)	291
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (23F, %)	4.2
P/E (23F, x)	6.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,840
SL cổ phiếu (triệu)	40
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	30.1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	12.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	40,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	63,900
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-1.8-9.8-23.7
Tương đối	2.31.57.2

### Điểm nhấn đầu tư

- Doanh thu giảm nhẹ, LNST tăng nhẹ nhờ cổ tức và lãi tiền gửi: Trong Q3/2022, DVP ghi nhận DT và lợi nhuận gộp lần lượt 146.1 tỷ VND (-6.7% CK) và 74.5 tỷ VND (-2.6% CK). DT hoạt động tài chính tăng lên mức 49.9 tỷ VND (+30.6% CK). Trong đó, cổ tức từ SITC- Đình Vũ tăng mạnh, đạt 39 tỷ VND (+27% CK). LNST Q3 đạt gần 93.5 tỷ VND (+9.3% CK).
- Bên cạnh đó, với số dư tiền gửi ngân hàng lớn, DVP hưởng lợi từ đà tăng lãi suất giai đoạn gần đây khi lãi tiền gửi 9T tăng 21.9% CK lên mức 25.4 tỷ VND. Lũy kế 9T, DVP ghi nhận DT và LNST lần lượt 445.5 tỷ VND (-2.1% CK) và 229.6 tỷ VND (+5.1% CK).
- Trong năm 2023, chúng tôi dự kiến hoạt động khai thác cảng của DVP vẫn diễn ra ổn định với mức sản lượng container thông quan 620,000 TEU (+3.3% CK). Doanh thu và LNST dự phóng ở mức lần lượt 618 tỷ VND (+3% CK) và 290.5 tỷ VND (+4.3% CK).
- Cổ tức 2023 dự phóng đạt 4,500 đồng/CP, tương đương tỷ suất cổ tức 9.8%/năm.
- Rủi ro trong ngắn hạn: Hoạt động của cảng Lạch Huyện; tiềm năng đầu tư mở rộng HĐKD và tăng trưởng doanh thu, LNST của công ty so với ngành và thị trường chung; mặt bằng lãi suất là các yếu tố không chắc chắn có thể làm thay đổi giá trị của doanh nghiệp và cổ phiếu DVP.



Năm (31/12)	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F	12/24F
Doanh thu (Tỷ VND)	559.9	518.2	608.6	600.0	618.0	636.5
Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND)	300.1	290.3	340.9	339.7	354.3	369.8
Biên LNHD (%)	53.6	56.0	56.0	56.6	57.3	58.1
LNST (tỷ VND)	247.6	237.7	277.1	278.6	290.5	303.2
EPS (VND)	6,191	5,942	6,928	6,965	7,263	7,581
ROE (%)	21.1	18.5	20.2	19.2	18.6	18.0
P/E (x)	7.6	7.7	7.4	6.7	6.2	6.1
P/B (x)	1.6	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2

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

# Ngành Sữa – Tiêu dùng bền vững

## Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng phục hồi

### Giá sữa bột nguyên liệu dự kiến về mức bình quân 2021

- Theo Rabobank, suy thoái nguồn cung sữa toàn cầu sau 5 quý liên tiếp khả năng sẽ kết thúc từ Q4/2022. Trong 2023, nguồn cung sữa dự kiến sẽ phục hồi ở hầu hết các khu vực nhờ chi phí sản xuất dần hạ nhiệt, ngoại trừ Úc (do điều kiện thời tiết trở nên khắc nghiệt hơn trong chu kỳ El Nino). Cụ thể, sản lượng sữa từ 7 quốc gia xuất khẩu lớn ước tính sẽ tăng 1% so với năm 2022, đủ để bù đắp mức giảm 0.8% vào năm 2022 và duy trì ngang gần với sản lượng năm 2021.
- Nguồn cung tăng lên dự kiến sẽ được hấp thụ nhờ việc Trung Quốc mở cửa trở lại. Sản lượng nhập khẩu sữa Trung Quốc kỳ vọng tăng trở lại sau khi sụt giảm 17% CK đối với sữa WMP và 24% CK đối với sữa SMP trong 9T2022 (nguồn: AHDB). Tuy nhiên, nhu cầu tiêu dùng toàn cầu vẫn đang đối mặt với rủi ro suy thoái khi dự phóng GDP của các nền kinh tế lớn đều đang được điều chỉnh giảm. Vì vậy, chúng tôi cho rằng giá sữa bột nguyên liệu thế giới sẽ duy trì ngang mức 2021.

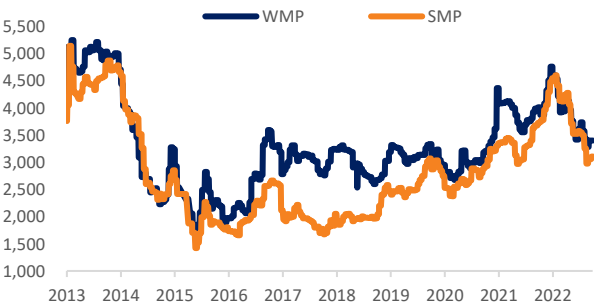
### Dự địa phát triển

- Tiêu dùng sữa trên đầu người của Việt Nam vẫn ở mức thấp 27 lít/người/năm, so với mức 35 lít/người/năm và 45 lít/người/năm tại Thái Lan và Singapore trong 2021. Theo Research and Markets dự báo, mức tiêu thụ bình quân sữa đầu người sẽ đạt 40 lít/người/năm vào 2030, tương đương tốc độ tăng trưởng kép khoảng 4% hàng năm.
- Nhờ tốc độ gia tăng tầng lớp trung lưu đáng kể, chúng tôi cho rằng các sản phẩm sữa tươi, sữa organic sẽ nằm trong xu hướng tiêu dùng. Theo Tổng cục Thống kê, hiện Việt Nam có hơn 28,000 trang trại và hộ nông dân nuôi bò sữa với tổng đàn bò sữa gần 375,000 con. Sản lượng sữa tươi của Việt Nam đạt 1.2 tỷ lít vào năm 2021 (+10.5% CK) và dự báo sẽ tăng lên 2 tỷ lít vào năm 2030, với tốc độ tăng trưởng kép 5.8%. Tính đến 2021, sản lượng sữa tươi nội địa chỉ đáp ứng khoảng 42% nhu cầu tiêu thụ, còn lại chủ yếu dựa vào nhập khẩu.

### Nhu cầu tiêu dùng bền vững

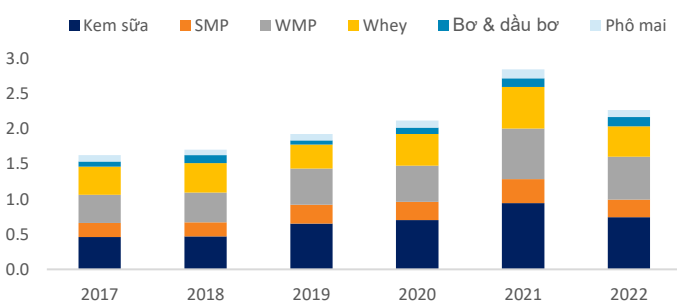
- Với đặc thù về sản phẩm dinh dưỡng thiết yếu, chúng tôi cho rằng ngành sữa sẽ ít chịu ảnh hưởng tiêu cực so với các nhóm ngành khác trong bối cảnh điều kiện kinh tế khó khăn. Theo Hiệp Hội Sữa Việt Nam, doanh thu ngành sữa Việt Nam ghi nhận tăng trưởng kép 4.5% trong giai đoạn 2017-2021.

Giá bột sữa thế giới giai đoạn 2013-2022 (USD/MT)

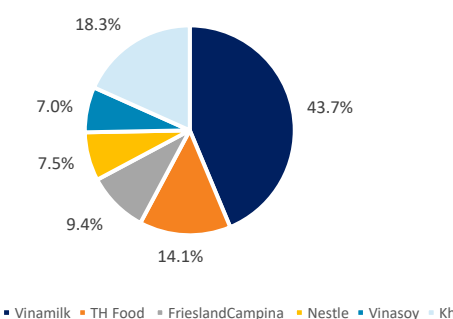


Nguồn: Bloomberg, AHDB, Euromonitor, Mirae Asset Vietnam Research

Sản lượng nhập khẩu sữa Trung Quốc 9 tháng (Triệu tấn)



Thị phần ngành sữa 2021



Duy trì phục hồi

Huỳnh Hồng Hương, huong.hh@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	91,200
Thị giá (30/12/22)	76,100
Lợi nhuận kỳ vọng	20%

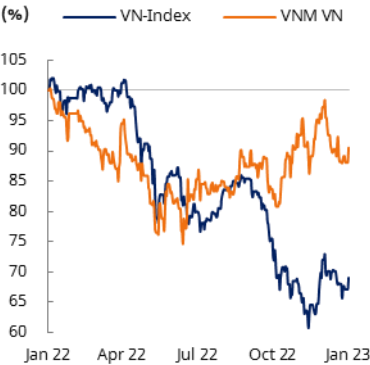
LNST cổ đông cty mẹ (23F, tỷ đồng)	10,712
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (23F, %)	14%
P/E (23F, x)	17.2

Vốn hóa (tỷ đồng)	163,435
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,090
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	35.1
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	55.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	64,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	87,400

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-6.9	7.1	-9.5
Tương đối	-2.8	18.3	21.4

Điểm nhấn đầu tư

- VNM công bố sẽ nâng tổng vốn đầu tư cho các dự án tại Campuchia từ 23 triệu USD lên 42 triệu USD. Cụ thể, công ty sẽ nâng công suất sản xuất nhà máy Angkormilk từ 50 lên 90 triệu lít sữa các loại/năm và xây dựng trang trại chăn nuôi bò sữa công nghệ cao, dự kiến sẽ cung cấp 4,000 tấn sữa/năm. 9T2022, doanh thu thuần của Angkormilk tăng trưởng nổi bật 19% CK. Trong 6 năm hoạt động, tổng doanh thu của Angkormilk đạt 310 triệu USD nhờ hoạt động phát triển thị trường hiệu quả. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi tình hình đầu tư dự án do thông tin còn sơ bộ.
- Giá nguyên liệu bột sữa thế giới dự kiến sẽ tăng nhẹ và biến động quanh mức 2021 trong năm 2023 nhờ nguồn cung sữa thế giới phục hồi và nhu cầu bột sữa từ Trung Quốc suy yếu khi kinh tế đang giảm tốc. Biên lợi nhuận gộp của VNM dự phóng cải thiện từ Q4/2022 trở đi theo chu kỳ chốt giá bột sữa của VNM. Ngoài ra, trong 2023, thuế nhập khẩu các mặt hàng sữa bột từ EU (chiếm khoảng 10% nhu cầu nhập khẩu của VNM) sẽ tiếp tục giảm về 0% (từ mức 2.2%) theo hiệp định EVFTA. Tham khảo giá bột sữa thế giới WMP và SMP, giá bình quân 2022 cao hơn lần lượt 1.5% và 16% so với 2021. Trường hợp giá bột sữa điều chỉnh như kỳ vọng sẽ tác động tích cực đến biên lợi nhuận cả ngành nói chung và VNM nói riêng.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNR năm 2023 của VNM đạt lần lượt 64,690 tỷ đồng (+4.7% CK) và 10,712 tỷ đồng (+14.4% CK) nhờ các yếu tố: 1) nhu cầu tiêu thụ trong & ngoài nước phục hồi; 2) giá bán bình quân tăng 3% CK; 3) giá nguyên liệu bột sữa giảm từ Q4/2022. Từ 2023-2025, doanh thu nội địa dự phóng tăng trưởng trung bình 4% theo tốc độ tăng trưởng dân số gần 1% và giá bán bình quân tăng 3% hằng năm. Thị trường quốc tế sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu trong dài hạn với tốc độ trung bình hai chữ số 10-12%/năm.



FY (31/12)	FY19	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
Doanh thu (tỷ đồng)	56,318	59,636	60,919	61,804	64,690	67,797
TT doanh thu (%)	7.1	5.9	2.2	1.5	4.7	4.8
LNHD (tỷ đồng)	12,182	12,263	11,760	10,439	12,177	12,742
Biên LNHD (%)	21.6	20.6	19.3	16.9	18.8	18.8
LN ròng (tỷ đồng)	10,581	11,099	10,532	9,360	10,712	11,226
EPS (đồng)	5,468	4,780	4,536	4,031	4,613	4,834
ROE (%)	39.7	37.8	32.7	28.2	31.0	30.6
P/E (x)	14.6	16.7	17.6	19.8	17.2	16.5
P/B (x)	5.1	5.3	5.1	4.9	4.6	4.4
Cổ tức/thị giá (%)	5.6	5.1	4.8	4.8	4.9	5.1

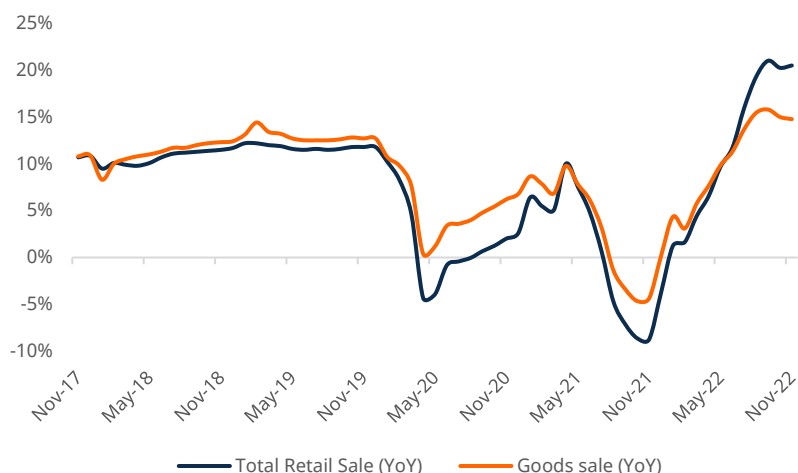
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

# Bán lẻ - Đối mặt nhiều áp lực

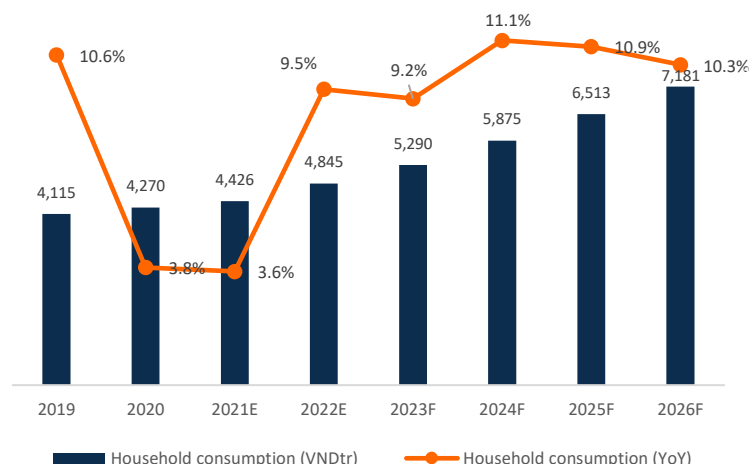
## Áp lực gia tăng từ phát triển kinh tế giảm tốc

- Áp lực lạm phát tăng dần ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng ngành trong ngắn hạn. Lạm phát cơ bản và chỉ số giá tiêu dùng (CPI) đến cuối T11/2022 ghi nhận mức tăng cao với +4.81% CK và +4.37% CK do các tác nhân chính: 1) ảnh hưởng của nền thấp trong năm 2021; và 2) nhu cầu thuê tăng dẫn đến giá thuê cũng như giá dịch vụ sửa chữa và bảo dưỡng nhà tăng. Giá xăng trong nước có chiều hướng tăng trở lại từ tháng 10, khả năng thay đổi chính sách điều tiết giá của các mặt hàng thiết yếu trong 2023 (vd: xăng, điện, thuốc, v.v.), và sức mạnh đồng nội tệ suy yếu gia tăng áp lực lạm phát trong nước, có thể dẫn đến suy giảm nhu cầu mua sắm trong Q4/2022 và năm 2023 so với kỳ vọng. Nhằm ứng phó với các tác nhân trong và ngoài nước lên lạm phát, Chính phủ cũng đã phân não nới lạm phát định hướng cho 2023 từ mức trần là 4% trong các năm liền trước lên mức 4.5%.
- Chúng tôi lo ngại sự suy yếu của các động lực tăng trưởng:
  - Mặc dù tăng trưởng thu nhập bình quân trong 9T2022 tích cực (+11% CK), sự gia tăng sẽ khó duy trì trong ngắn và trung hạn do kết quả kinh doanh của doanh nghiệp không khả quan. Tham khảo các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết, theo số liệu Fiinpro, LNST đảo chiều, ghi nhận mức giảm 5.4% CK trong Q3/2022 (Q1/2022: +51% CK, Q2/2022: +27% CK);
  - Tỷ lệ thất nghiệp có khả năng tăng trở lại do nhu cầu cắt giảm nhân sự nhằm tiết kiệm chi phí hoạt động và tỷ lệ doanh nghiệp dừng kinh doanh gia tăng;
  - Ngành du lịch chưa hồi phục như kỳ vọng do các yếu tố như căng thẳng giữa Nga và Ukraine, các rào cản du lịch quốc tế liên quan đến nỗ lực kiểm soát COVID-19;
  - Ngoài ra, tăng lãi suất và áp lực lạm phát cũng ảnh hưởng tiêu cực đến tiêu thụ nội địa và hành vi mua sắm.

Tăng trưởng bán lẻ (% CK)



Chi tiêu hộ gia đình



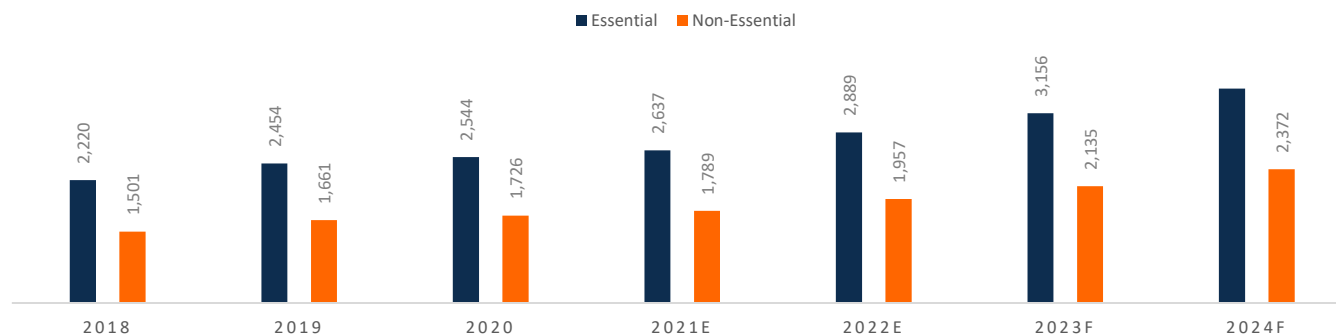
Nguồn: GSO, FiinPro, Fitch Solutions, Mirae Asset Vietnam Research

# Bán lẻ – Đối mặt nhiều áp lực (tt.)

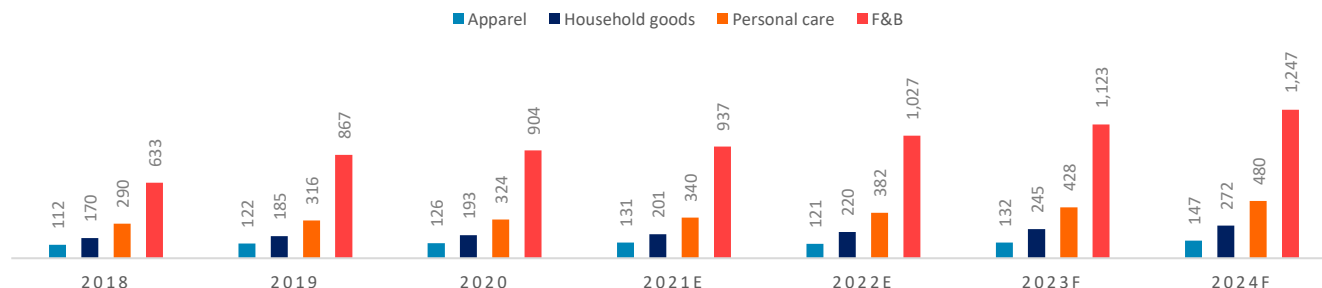
**Tăng trưởng mặt hàng thiết yếu, sản phẩm chăm sóc sức khỏe dự kiến vượt trội so với tốc độ chung**

- Trong năm 2023, các yếu tố vĩ mô tiêu cực sẽ là thách thức đối với mức tiêu thụ của các mặt hàng không thiết yếu, các thiết bị điện tử hay điện gia dụng có giá trị cao.
- Mặc dù tăng trưởng dân số đang dần chậm lại trong nhiều năm trở lại đây, các lo ngại liên quan đến vấn đề sức khỏe và an toàn thực phẩm sẽ hướng người tiêu dùng đến các nguồn cung cấp thực phẩm có chất lượng hơn, qua đó thúc đẩy tăng trưởng của ngành lương thực thực phẩm.
- Nhóm sản phẩm chăm sóc sức khỏe được kỳ vọng tăng trưởng ấn tượng nhất với các tác nhân hỗ trợ như: 1) các chương trình thúc đẩy bán hàng được khởi động trở lại sau 2 năm tạm ngưng do dịch bệnh; 2) độ tuổi trung bình gia tăng; và 3) chuyển từ mua sắm các sản phẩm cụ thể sang mua trọn gói sau thời gian trải nghiệm ban đầu, đặc biệt là các dòng sản phẩm mỹ phẩm và làm đẹp.
- Tốc độ đô thị hóa nhanh và tăng trưởng tầng lớp trung lưu ổn định sẽ là động lực tăng trưởng cho nhóm sản phẩm thời trang.

**Tiêu thụ hàng thiết yếu và không thiết yếu (nghìn tỷ)**



**Tiêu thụ các mặt hàng trọng yếu (nghìn tỷ)**



Nguồn: Fitch Solutions, GSO, Mirae Asset Vietnam

Chú thích: Apparel: may mặc; Household goods: vật dụng gia đình; Personal care: chăm sóc sức khỏe; F&B: lương thực thực phẩm

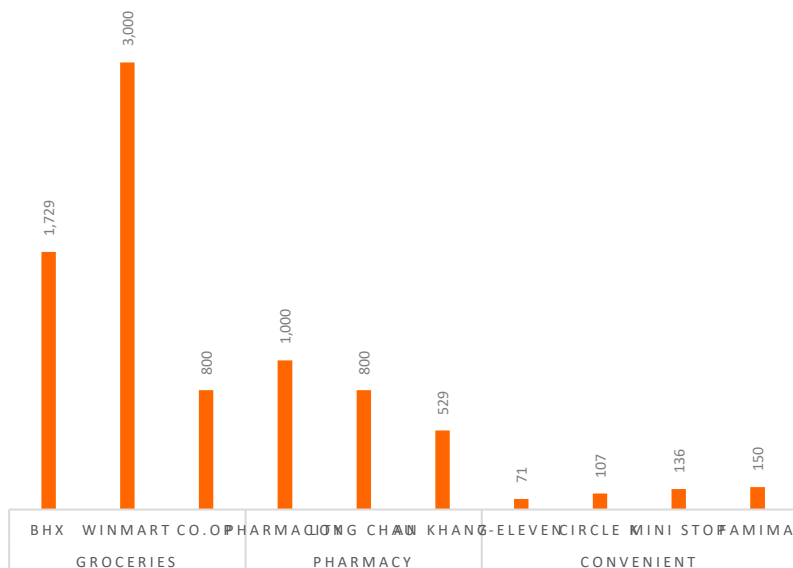


# Bán lẻ – Đối mặt nhiều áp lực (tt.)

## Sự cạnh tranh cao làm suy giảm biên lợi nhuận

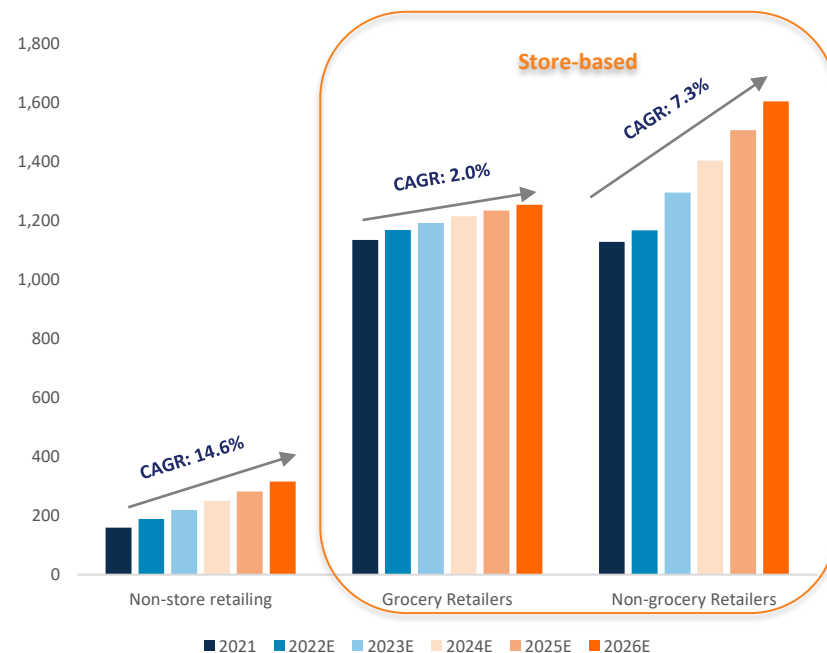
- Trong bối cảnh triển vọng ngành bán lẻ Việt Nam về dài hạn vẫn tích cực, các nhà bán lẻ hiện đại đang vấp phải sự cạnh tranh mạnh mẽ từ các chuỗi bán lẻ tương tự và cả các kênh bán lẻ khác (bán lẻ truyền thống và thương mại điện tử), dẫn đến việc biên lợi nhuận của các nhà bán lẻ bị thu hẹp. Các chuỗi bán lẻ lớn trong ngành phân phối lương thực thực phẩm đã tiến hành tái cơ cấu chuỗi, nhằm nâng cao hiệu quả vận hành cũng như cải thiện tình hình tài chính, lợi nhuận. Tuy nhiên, các chuỗi này vẫn chưa đạt được điểm hòa vốn. Các cửa hàng mở mới trong 1-2 năm trở lại đây tại các tỉnh và các thành phố với mật độ dân cư không cao vẫn chưa theo kịp các cửa hàng tại 4 thành phố lớn nhất cả nước, do sự khác biệt trong thói quen và hành vi tiêu dùng của nhóm khách hàng tại các địa phương này.
- Tương tự như phân khúc bán lẻ thực phẩm, số lượng cửa hàng phân phối dược phẩm cũng tăng đột biến trong 2 năm trở lại đây. Ví dụ, chuỗi nhà thuốc An Khang, số lượng cửa hàng đã tăng từ 68 trong năm 2020 lên 178 năm 2021 và 529 cuối T10/2022. Việc mở rộng của các chuỗi vẫn chưa có dấu hiệu dừng lại, cho thấy mức độ cạnh tranh sẽ tiếp tục tăng trong ngắn hạn.
- Nhìn chung, sự gia tăng cạnh tranh sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận vốn đã mỏng của các nhà bán lẻ.**

Số lượng cửa hàng đến T12/2022



Nguồn: Euromonitor, Mirae Asset Vietnam

Doanh thu dự phóng các kênh phân phối và ngành hàng (nghìn tỷ)



# CTCP Đầu Tư Thế Giới Di Động (HOSE: MWG)

## Bách Hóa Xanh tiếp tục lỗ hện thời gian đạt điểm hòa

Nguyễn Dương Công Nguyên, [nguyen.ndc@miraeasset.com.vn](mailto:nguyen.ndc@miraeasset.com.vn)

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
<b>Giá mục tiêu (VND, 12T)</b>	<b>47,900</b>
Thị giá (30/12/22)	42,900
Lợi nhuận kỳ vọng	12%
LNST (23F, tỷ đồng)	4,243
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (23F, %)	-6.4
P/E (23F, x)	14.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	64,242
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,463
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	76.2
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	49.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	35,250
Cao nhất 52 tuần (VND)	81,400
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-6.6-31.4-35.4
Tương đối	-2.4-20.1-4.5

### Tóm tắt KQKD

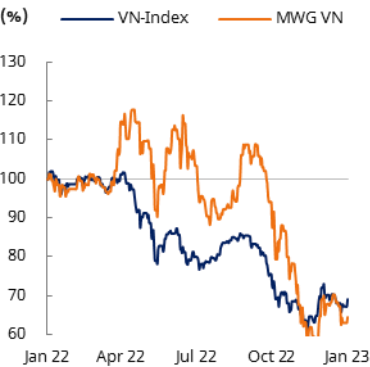
- Doanh thu và LNST tháng 11 của MWG tiếp tục giảm 13.5% và 67.5% sv. ck. Doanh thu và LNST lũy kế 11T2022 đạt 123.7 nghìn tỷ (+11.9% CK) và 4 nghìn tỷ (-9% CK), và hoàn thành 88% và 63% KHKD năm 2022.

### Điểm nhấn đầu tư

- Chuỗi BHX vẫn chưa thể xác định thời gian đạt điểm hòa vốn:** Sau khi hoàn thành tái cấu trúc với việc đóng các cửa hàng không hiệu quả và cải tạo lại không gian trưng bày trong quý 2 và quý 3/2022, tăng trưởng doanh thu của các cửa hàng BHX đã chững lại trong tháng 10. Mục tiêu doanh thu trung bình hàng tháng trên mỗi cửa hàng đạt 1.5-1.6 tỷ cuối năm 2022 cũng sẽ khó hoàn thành trong năm 2022 hoặc 2023.
- Cầu yếu và thâm nhập thị trường mới sẽ càng làm suy giảm lợi nhuận:** Ngoài việc chuỗi BHX sẽ tiếp tục ghi nhận lỗ trong 1-2 năm tới, nhu cầu đối với các mặt hàng điện tử và điện máy suy giảm sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận. Ngoài ra, MWG vừa thông báo khai trương cửa hàng điện máy đầu tiên tại Indonesia, chính thức thâm nhập thị trường mới này. Thông thường, các chuỗi mới hoặc thị trường mới sẽ khó mang lại lợi nhuận cho các nhà bán lẻ do chi phí đầu tư mở rộng cũng như chi phí marketing cao. Nhìn chung, lợi nhuận của MWG có khả năng đi lùi trong năm 2022 và 2023.

### Định giá

- Dựa trên KQKD 11T2022 và cũng như thách thức mà BLĐ TGĐĐ đã chia sẻ trong buổi họp mặt nhà đầu tư cuối quý 3 2022, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng doanh thu cũng như lợi nhuận. Qua đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu cho cổ phiếu MWG từ 54,000 VNĐ/cp xuống 47,900 VNĐ/cp, tương đương với mức PE mục tiêu cho năm 2023 là 16.5 lần.



FY (31/12)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	102,174	108,546	122,958	134,391	141,381	155,905
LNHD (tỷ đồng)	4,977	5,216	5,888	5,486	5,579	6,981
Biên LNHD (%)	4.9	4.8	4.8	4.1	3.9	4.5
LNST (tỷ đồng)	3,836	3,920	4,901	4,465	4,243	4,947
EPS (VND)	8,916	8,838	7,008	3,095	2,898	3,379
ROE (%)	36.32	28.38	27.34	20.07	16.18	16.05
P/E (x)	4.78	4.82	6.08	13.76	14.70	12.61
P/B (x)	1.56	1.26	1.49	2.59	2.20	1.91

Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Giữ vững vị thế dẫn đầu

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	32,600
Thị giá (30/12/22)	26,300
Lợi nhuận kỳ vọng	24%

LNST (23F, tỷ đồng)	2,797		
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	NA		
Tăng trưởng EPS (23F, %)	21		
P/E (23F, x)	21.5		
Vốn hóa (tỷ đồng)	59,535		
SL cổ phiếu (triệu)	2,272		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	26.4		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN(%)	32.8		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	21,400		
Cao nhất 52 tuần (VND)	37,000		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	0.2	-4.9	-16.8
Tương đối	-7.1	8.9	14.0

Luận điểm đầu tư

- VRE tiếp tục có đà tăng trưởng mạnh mẽ, lũy kế 9T2022 doanh thu đạt 5,224 tỷ đồng (+15% sv ck), lợi nhuận sau thuế đạt 1,944 tỷ đồng (+63% sv ck). Như vậy, VRE đã hoàn thành 65% chỉ tiêu doanh thu và 81% chỉ tiêu lợi nhuận cho cả năm 2022. Các gói hỗ trợ cho khách thuê sẽ không còn, do đó chúng tôi dự phòng doanh thu và lợi nhuận sau thuế cả năm đạt lần lượt 8,348 và 2,312 tỷ đồng (lần lượt +41.7% và +75.8% sv ck).
- Dự kiến VRE sẽ khai trương 6 trung tâm thương mại (TTTM) mới trong năm sau, gồm có 2 TTTM Vincom Mega Mall tại Vinhomes Grand Park với diện tích khoảng 46,000 m<sup>2</sup> và tại Vinhomes Ocean Park 2 – The Empire với diện tích khoảng 66,000 m<sup>2</sup> (dự kiến sẽ lần lượt khai trương vào tháng 7 và tháng 12 trong năm 2023), và 4 TTTM Vincom Plaza tại Hà Giang, Bắc Giang, Điện Biên Phủ và Đồng Hà.
- Theo kế hoạch khai trương các TTTM kể trên, VRE sẽ nâng tổng số lượng TTTM lên 89 (so với 83 hiện có) và nâng diện tích sàn lên 1.94 triệu m<sup>2</sup> (+11% so với 1.75 triệu m<sup>2</sup> hiện nay). Xa hơn, chúng tôi dự phóng VRE sẽ tăng dần 10% – 15% hàng năm diện tích sàn trong giai đoạn 2024 – 2026.
- Về dài hạn, chúng tôi vẫn đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của VRE khi đang nắm giữ vị thế dẫn đầu về thị phần, quỹ đất, thương hiệu, cũng như khả năng kết nối với hệ sinh thái của Vingroup. Bên cạnh đó, thị trường bất động sản bán lẻ Việt Nam còn nhiều triển vọng khi các yếu tố vĩ mô như thu nhập bình quân, tỷ lệ đô thị hóa, cơ cấu dân số ... vẫn thuận lợi so với các nước trong khu vực. Trong giai đoạn 2023 – 2024, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép hàng năm cho lợi nhuận sau thuế là khoảng 20%; đạt đỉnh mới gần 3,200 tỷ đồng vào năm 2024.



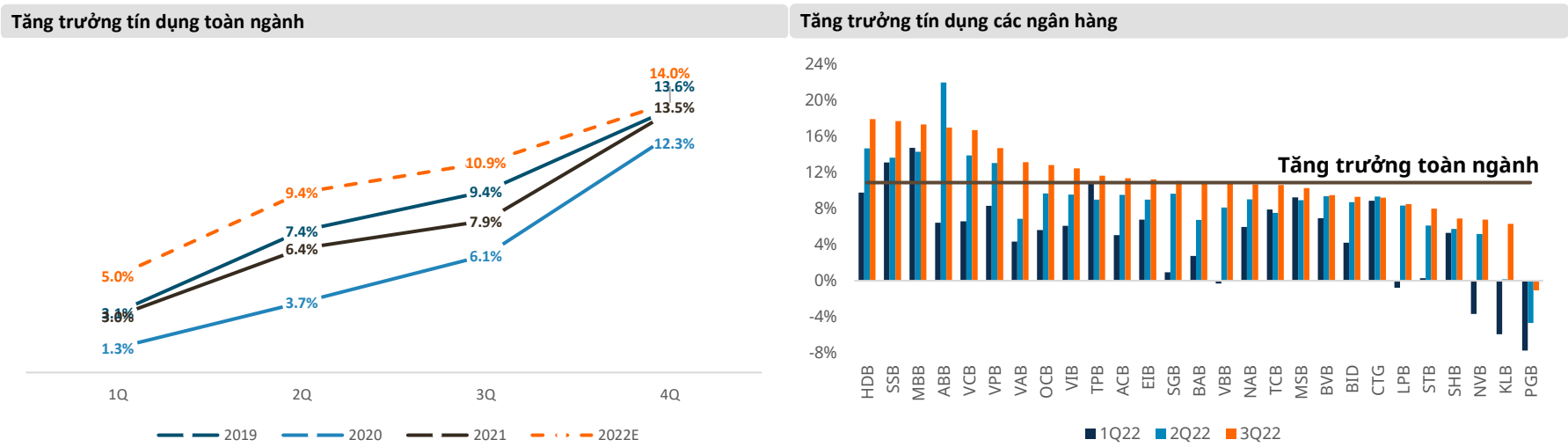
FY (31/12)	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F	12/24F
Doanh thu (tỷ đồng)	9,259	8,329	5,891	8,348	10,238	12,055
Tăng trưởng doanh thu (%)	1.5	-10.1	-29.3	41.7	22.6	17.7
LN HKKD (tỷ đồng)	3,583	3,093	1,757	2,838	3,431	4,021
Biên LN HKKD (%)	38.7	37.1	29.8	34.0	33.5	33.4
EBITDA (tỷ đồng)	5,292	4,841	3,626	4,529	5,225	5,941
LNST (tỷ đồng)	2,851	2,382	1,315	2,312	2,797	3,277
EPS (VND)	1,226	1,048	564	992	1,201	1,407
ROE (%)	10.3	8.5	4.4	7.0	7.8	8.4
P/E (x)	27.7	30.0	52.0	26.0	21.5	18.3
P/B (x)	2.9	2.4	2.2	2.8	2.6	2.4

Nguồn: Báo cáo tài chính, MAS research dự phóng

# Nghân Hàng – Thận trọng hơn trong việc phân bổ tài sản

Áp lực từ lạm phát và tỷ giá tác động đến chính sách tiền tệ; tăng trưởng tín dụng có thể chậm lại trong năm 2023

- **Nới trần hạn mức tăng trưởng tín dụng mới vào cuối quý 3/2022, dẫn đến tăng trưởng tín dụng theo quý thấp:** Đến hết quý 3 2022, tăng trưởng tín dụng chỉ đạt 10.9% sv. 2021, chỉ tăng 1.5%p sv. quý trước.
- **Các yếu tố vĩ mô bất lợi gia tăng áp lực lên các ngân hàng yếu:** Trong 9T2022, tốc độ tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng nhỏ không bắt kịp so với mặt bằng chung. Sự khác biệt sẽ tiếp tục duy trì trong trung hạn bởi các yếu tố như: 1) bảng cân đối thiếu lành mạnh với khả năng sinh lời thấp; 2) tệp khách hàng nhỏ và ngân sách hạn hẹp cho đầu tư công nghệ; và 3) sức mạnh thương hiệu không cao đi kèm với mạng lưới hạn chế, dẫn đến khả năng huy động thấp cũng như khả năng thiếu thanh khoản.
- **Kinh tế vĩ mô bất ổn và chi phí lãi vay tăng tác động giảm tăng trưởng tín dụng trong năm 2023:** Trước mắt, nền kinh tế VN đang phải đối mặt với nhiều thách thức như lạm phát cao, chỉ số sản xuất thấp do nhu cầu xuất khẩu giảm, và đồng nội tệ suy yếu. Ở khía cạnh tích cực, thu hút FDI duy trì góp phần làm dịu tỷ giá hối đoái ở một mức độ nhất định. Tuy nhiên, các biện pháp thắt chặt tiền tệ dự kiến sẽ không thay đổi trong ngắn hạn. Mặt khác, động thái tăng lãi suất điều hành hai lần tổng cộng 2%p, khả năng tiếp tục tăng lãi suất trong thời gian tới vẫn đang bỏ ngõ, và triển vọng kinh tế chưa quả quan khuyến khích cả doanh nghiệp lẫn cá nhân giảm đòn bẩy tài chính, đặc biệt là vay nợ cho các nhu cầu như mở rộng kinh doanh hay mua sắm tài sản. Dựa trên các yếu tố bất lợi đã đề cập, NHNN nhiều khả năng sẽ không đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao như các năm trước là 14%.

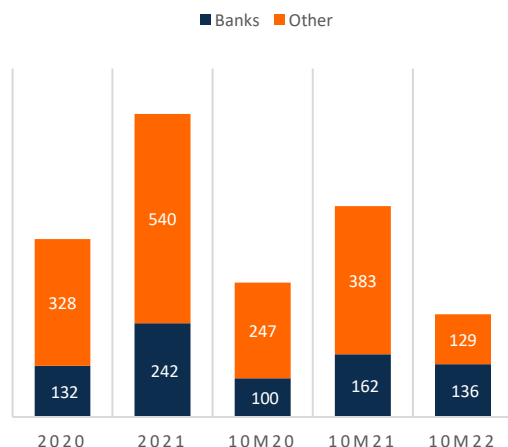


# Ngân Hàng – Thận trọng hơn trong việc phân bổ tài sản (tt.)

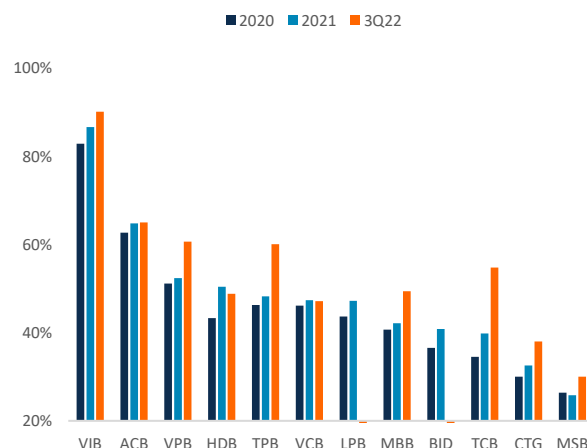
## Thận trọng và chọn lọc hơn trong việc phân bổ tài sản

- **Thị trường TPDN vẫn ảm đạm, dù nghị định 65 đã được ban hành:** Trong giai đoạn 10T2022, tổng khối lượng phát hành của TPDN đạt 265 nghìn tỷ, giảm 51.4% so với cùng kỳ. Trong đó, tổng phát hành của các NHTM và các doanh nghiệp khác lần lượt đạt 136.1 nghìn tỷ và 128.6 nghìn tỷ, giảm 16% và 664% svck. Liên quan đến nghị định mới ban hành, các thay đổi chính bao gồm điều chỉnh quy định về công bố thông tin, mục đích cũng như việc sử dụng vốn được huy động, và thắt chặt hơn quy định nhà đầu tư chuyên nghiệp.
- **Lành mạnh hóa thị trường trái phiếu hướng đến phát triển bền vững:** Nhìn chung, thị trường TP sẽ có nhiều biến động trong ngắn hạn, liên quan đến việc rà soát lại mức độ tuân thủ của các doanh nghiệp đã và đang phát hành. Các hoạt động này sẽ là nền tảng cho việc phát triển bền vững của thị trường trái phiếu trong dài hạn. Theo nhận định của chúng tôi, tiềm năng phát triển của thị trường này vẫn rất lớn. Nếu so sánh với các nước trong cùng khu vực thì tỷ trọng TPDN trên GDP của nước ta hiện đang ở mức thấp với 15% (GDP đã điều chỉnh), trong khi Thái Lan đạt khoảng 97% hay Malaysia 58%.
- **Trong ngắn hạn, cho vay cá nhân sẽ là động lực cho tăng trưởng tín dụng:** Do các bất ổn về kinh tế vĩ mô cũng như áp lực lạm phát, một bộ phận lớn cư dân sẽ có xu hướng hạn chế chi tiêu và tăng tiết kiệm cũng như tìm kiếm kênh đầu tư an toàn dài hạn. Thêm vào đó, các ngân hàng cũng đang nỗ lực giảm thiểu rủi ro tập trung; vì vậy, kênh tín dụng bán lẻ vẫn được kỳ vọng là động lực tăng trưởng tín dụng trong năm 2023.

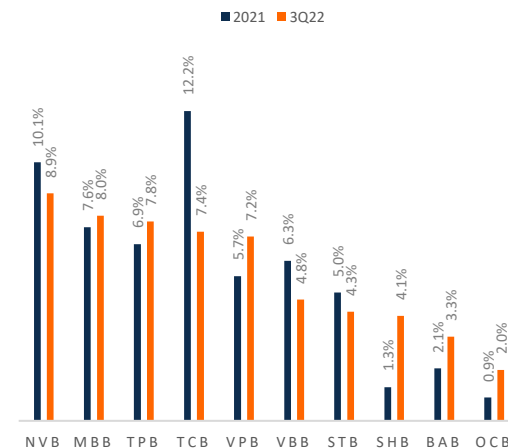
Phát hành TPDN



Tỷ trọng mảng bán lẻ



TPDN/tài sản sinh lãi (\*)



Nguồn: NHNN, FiinPro, Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam

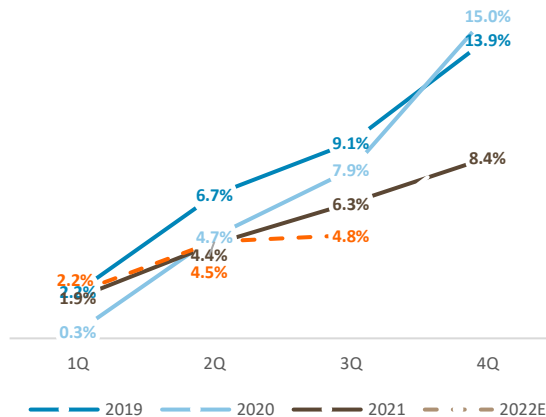
Chú ý: “\*” chỉ bao gồm các ngân hàng có tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp trên 2%

# Nghân Hàng – Thận trọng hơn trong việc phân bổ tài sản (tt.)

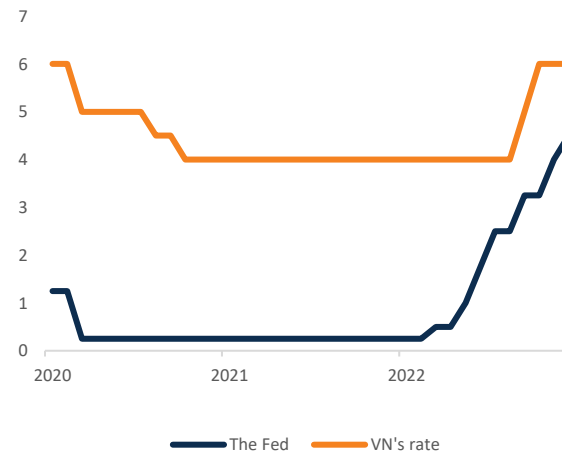
**NHNN tăng lãi suất điều hành nhằm gia tăng khoảng cách với lãi suất của các nền kinh tế lớn**

- **Hai đợt tăng lãi suất trong 2 tháng liên tiếp:** Cuối tháng 10 2022, NHNN đã có đợt tăng lãi suất lần thứ 2 với 100bps, nhằm giảm áp lực từ tỷ giá cũng như suy giảm dự trữ ngoại hối. Đến cuối tháng 10, giá trị đồng nội tệ đã giảm khoảng 9.1% sv. 2021 so với USD, trước khi hồi phục lại mức giảm 3.2% vào giữa T12/2022. Theo đó, dự trữ ngoại hối được đưa về mức 3 tháng nhập khẩu. Như vậy kể từ đầu năm 2022, lãi suất điều hành đã tăng 200bps, nhưng vẫn thấp hơn mức tăng lãi suất của FED 225bps.
- **Nhiều khả năng NHNN sẽ tiếp tục tăng lãi suất:** So với lãi suất điều hành (LSDH) của Mỹ vốn đã vượt mức trước dịch Covid-19, mức LSDH của Việt Nam chỉ mới ngang bằng so với trước dịch. Bên cạnh đó, Fed vẫn đang có kế hoạch tăng LSDH trong 2023 với mức đỉnh kỳ vọng 5.1%. Vì vậy, nhiều khả năng NHNN sẽ tiếp tục tăng lãi suất trong nước nhằm ổn định tỷ giá với dự báo thặng dư thương mại chưa khả quan trong Q4/2022, trong khi dự trữ ngoại hối cần được hạn chế sử dụng để can thiệp vào tỷ giá hối đoái trong dài hạn.
- **Tình trạng khan tiền dẫn đến lãi suất huy động liên tục tăng:** Trái ngược với tăng trưởng tín dụng cao, tăng trưởng tiền gửi vẫn ở mức thấp, đến cuối Q3/2022 chỉ tăng 4.8% sv cuối năm 2021. Vì vậy, các NHTM đã phải đồng loạt tăng lãi suất huy động để thu hút dòng tiền nhàn rỗi.
- **Lợi thế của các NHTM lớn trong vấn đề huy động tiền gửi:** Do các sự kiện bất thường có tầm ảnh hưởng lớn đến thị trường TPDN cũng như NHTM tầm trung, sẽ có rào cản để các NHTM nhỏ và vừa có thể huy động từ thị trường tiền gửi, đặc biệt là các ngân hàng yếu hay chưa có sự nhận diện thương hiệu tốt. Lo ngại mất tiền gốc sẽ cần được bù đắp bởi mức lãi suất hợp lý. Ngược lại, các ngân hàng lớn, đặc biệt là các ngân hàng quốc doanh sẽ có nhiều lợi thế trong việc huy động tiền gửi với mức chi phí huy động thấp hơn đáng kể. Chênh lệch lãi suất tiền gửi giữa các NH quốc doanh và NHTM trong T11/2022 ở mức 2-3%p.

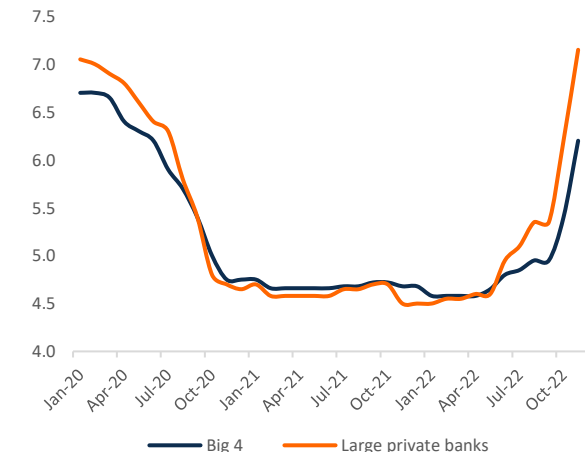
**Tăng trưởng tiền gửi**



**Lãi suất điều hành**



**Lãi suất tiền gửi (12 tháng)**



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

# Ngân Hàng – Thận trọng hơn trong việc phân bổ tài sản (tt.)

## Sự mất cân đối giữa rủi ro và lợi nhuận

- **Vẫn có hiện tượng bán tháo tại một số cổ phiếu ngân hàng:** Tương tự với đợt giảm sâu từ đỉnh cuối tháng 4 2022, việc bán tháo lại xuất hiện đến từ sự hoảng loạn của các NĐT cá nhân liên quan đến tin tức tiêu cực, lợi suất kỳ vọng cao hơn, cũng như nhu cầu thanh khoản của các nhà đầu tư. Đầu tiên, việc tăng lãi suất sẽ làm tăng lợi nhuận kỳ vọng từ các khoản đầu tư rủi ro, gián tiếp tăng mức chiết khấu thu nhập thặng dư. Ngoài ra, tình trạng khan hiếm dòng tiền của các thành phần tham gia thị trường trái phiếu, đặc biệt là bên phát hành và bên bảo lãnh, dẫn đến tình trạng bán tháo cổ phiếu. Và cuối cùng là các yếu tố bất ổn vĩ mô khiến các CTCK thu hẹp dư nợ cho vay và tăng tỷ lệ ký quỹ, dẫn đến tình trạng thừa cung/thanh lý cổ phiếu một cách không tự nguyện khi tỷ lệ đòn bẩy chạm ngưỡng an toàn.
- **Nợ xấu tiềm ẩn liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp, nợ tái cơ cấu liên quan đến COVID-19, và nợ xấu phát sinh từ lãi vay tăng:** Nợ cơ cấu và nợ xấu mới phát sinh từ việc tăng lãi suất sẽ tạo gánh nặng lên lợi nhuận của ngành nói chung. Ngoài ra, TPDN cũng có thể tạo ra các cú sốc về rủi ro thanh khoản và rủi ro hệ thống. Đây là rủi ro mà cả nội bộ ngân hàng cũng như các chuyên gia trong ngành khó lường hóa chính xác, vì vậy nhà đầu tư cần lưu ý khi chọn đầu tư vào các ngân hàng có rủi ro tập trung cao hay chất lượng tài sản thấp.
- **Định giá hấp dẫn nhưng cổ phiếu vẫn có rủi ro tiếp tục điều chỉnh:** Mức định giá hiện tại theo trailing P/B của các NHTM quốc doanh là 1.9x và NHTM tư nhân là 1.0x, giảm lần lượt 40% và 60% từ đỉnh. Trong ngắn và trung hạn, sẽ rất khó để ngành NH nói chung lấy lại được mức định giá trên mức trung bình 5-năm (NHTM quốc doanh: 2.2x, NHTM tư nhân: 1.6x) do các yếu tố vĩ mô tương đối tiêu cực và các rủi ro chính dẫn đến các đợt giảm gần đây sẽ khó được loại bỏ hoàn toàn.
- **Đối với tình hình rủi ro tiềm ẩn như hiện tại, yếu tố an toàn nên được đặt lên hàng đầu. Chúng tôi cho rằng khối các ngân hàng quốc doanh sẽ là một lựa chọn tốt nhờ 1) định giá tương đối thấp so với mức định giá quá khứ, 2) rủi ro hoạt động liên tục thấp, 3) có sự hỗ trợ tốt từ cổ đông lớn, 4) liên kết nội khối tốt, 5) lợi thế huy động vốn, và 6) dư nợ đối với TPDN tương đối thấp.**

## Bước tiến vào ngân hàng bán lẻ

Nguyễn Dương Công Nguyên, [nguyen.ndc@miraeasset.com.vn](mailto:nguyen.ndc@miraeasset.com.vn)

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	33,400
Thị giá (30/12/22)	27,250
Lợi nhuận kỳ vọng	23%

LNST (23F, tỷ đồng)	21,871
Kỳ vọng thị trường(23F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS(23F, %)	25
P/E (23F, x)	6.0
Vốn hóa (tỷ đồng)	133,119

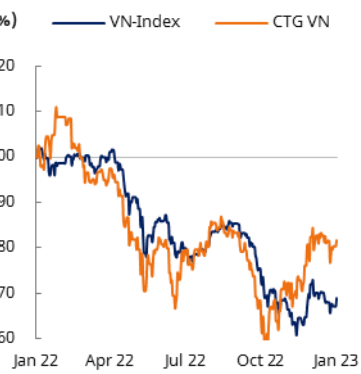
SLCP đang lưu hành(triệu cp)	4,806		
Tỷ lệ CP tự do CN(%)	35.5		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	27.8		
Giá thấp nhất 52 tuần	19,500		
Giá cao nhất 52 tuần	38,200		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.9	5.3	-18.3
Tương đối	3.3	16.6	12.7

### Tóm tắt KQKD

- Tương tự đa phần các ngân hàng thương mại, danh mục cho vay của CTG gần như không tăng trưởng trong quý 2 và quý 3 2022, đạt 1,206 nghìn tỷ vào cuối quý 3. Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ 16bps sv. 2021 lên 1.42% cuối quý 3 2022, trong khi tỷ lệ nợ xấu mở rộng (bao gồm nợ nhóm 2) tăng 90bps lên 3.22%. Ngược lại, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tăng mạnh hơn 42%p sv. 2021, đạt 222.3% - là một mốc cao mới.
- NIM có phần giảm nhẹ 5bps xuống 3.00%. Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) tăng nhẹ 4bps sv. 2021 lên 20.5%. Lũy kế 9T2022, LNTT của ngân hàng đạt 15.8 nghìn tỷ, tăng 13.3% sv. Ck và hoàn thành 78% KHKD năm.

### Điểm nhấn đầu tư

- So với các ngân hàng quốc doanh còn lại, CTG đang gặp khó khăn trong vấn đề tăng vốn do quy định mức thấp nhất về sở hữu nhà nước trong nhóm này. Mặc dù Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) bày tỏ mong muốn đầu tư vào CTG thay mặt NHNN, tiến trình chỉ đang ở giai đoạn nghiên cứu. Nói cách khác, CTG sẽ gặp khó khăn trong việc tăng vốn cấp 1 trong trung hạn. Bên cạnh đó, tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của ngân hàng ở mức thấp (>9%) so với đa phần các ngân hàng khác. Vì vậy, khả năng tăng trưởng tín dụng của CTG sẽ có phần thấp hơn so với mặt bằng chung của ngành.
- Trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng kỳ vọng sẽ chững lại trong 2023, mở rộng NIM nhiều khả năng sẽ là động lực dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận cho CTG. Đến hết quý 3 2022, cho vay khối khách hàng cá nhân của CTG tăng trưởng mạnh mẽ 25.8% sv. 2021, nâng tỷ trọng cho vay nhóm này lên mức 37% từ 32.6% tại cuối năm 2021. Vì vậy, lợi suất danh mục cho vay của CTG sẽ được mở rộng trong năm 2023.
- Hiện tại, CTG đang phải đối mặt với nút thắt tăng vốn, là một yếu tố quyết định trong việc tăng trưởng tín dụng bền vững. Tuy nhiên, theo quan điểm chúng tôi, khó khăn này đã được phản ánh qua định giá rẻ tương đối so với các NHQD khác. CTG đang được giao dịch ở mức 1.4x GTSS, thấp hơn nhiều so với định giá trung bình của nhóm 3 NHQD là 2.1x GTSS.



FY (31/12)	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F	12/24F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	33,199	35,581	41,788	46,259	52,183	57,960
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	7,320	9,699	11,360	13,496	11,195	13,764
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	11,781	17,070	17,589	21,786	27,252	35,191
LNST (tỷ đồng)	9,461	13,679	14,092	17,484	21,871	28,242
EPS (đồng)	2,541	3,674	2,932	3,638	4,551	5,877
ROE (%)	13.1	16.8	15.7	17.4	18.9	20.7
P/E (x)	11.5	5.1	9.8	5.8	6.0	5.9
P/B (x)	1.4	1.2	1.4	1.3	1.1	0.9
Giá trị sổ sách (đồng)	20,775	22,935	19,488	22,257	25,897	30,801

Nguồn: Company data, Mirae Asset Vietnam Research



## Giữ vững ngôi vương

Nguyễn Dương Công Nguyên, [nguyen.ndc@miraeasset.com.vn](mailto:nguyen.ndc@miraeasset.com.vn)

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG		
<b>Giá mục tiêu (VND, 12T)</b>	<b>90,300</b>		
Thị giá (30/12/22)	80,000		
Lợi nhuận kỳ vọng	13%		
LNST (23F, tỷ đồng)	32,693		
Kỳ vọng thị trường(23F, tỷ đồng)	NA		
Tăng trưởng EPS(23F, %)	21		
P/E (23F, x)	11.3		
Vốn hóa (tỷ đồng)	383,334		
SLCP đang lưu hành(triệu cp)	4,733		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	25.2		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	23.6		
Giá thấp nhất 52 tuần	62,000		
Giá cao nhất 52 tuần	96,000		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-4.7	7.3	2.8
Tương đối	-0.4	18.7	33.8

### Tóm tắt KQKD - dẫn đầu ngành trong ghi nhận lợi nhuận

- Danh mục cho vay VCB tăng trưởng vượt trội 17% sv. đầu năm trong 9T2022, top 4 trong các NH niêm yết nhờ thực hiện nhiệm vụ hỗ trợ các TCTD yếu kém. NIM tăng 0.2%p sv. đầu năm. CASA giảm nhẹ xuống 34.9% sv. đầu năm, theo xu hướng chung của ngành, trong bối cảnh các yếu tố vĩ mô kém tích cực và chính sách thắt chặt tiền tệ. Lũy kế 9T2022, LNTT của VCB đạt gần 25 nghìn tỷ, cao nhất toàn ngành.

### Điểm nhấn đầu tư - triển vọng tăng trưởng tích cực nhờ chất lượng tài sản tốt

- Chúng tôi kỳ vọng mức NIM hiện tại sẽ được duy trì dựa trên các giả định: 1) tăng trưởng tín dụng cao trong 9T2022 chưa được phản ánh toàn bộ trong tăng trưởng thu nhập lãi thuần; 2) chi phí và cơ cấu huy động ổn định nhờ sức khỏe thương hiệu; và 3) chất lượng tài sản tốt sẽ là tiền đề cho việc ổn định nguồn thu từ lãi.
- Tỷ lệ nợ xấu nội bảng được duy trì ở mức lành mạnh 0.8% (+16bps sv. 2021), tỷ lệ nợ xấu mở rộng cũng tăng tương tự lên 1.16%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm xuống mức 401.8% (-22.6%p sv. 2021). Tuy nợ xấu có phần tăng nhẹ trong khi LLR giảm, các chỉ số này của ngân hàng vẫn tỏ ra vượt trội so với các ngân hàng khác. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ duy trì được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trong trung hạn.
- Rủi ro giảm giá chính đối với CP VCB là mức định giá cao so với mặt bằng chung. Hiện tại, VCB đang được giao dịch quanh mức 3.0x lần GTSS, cao hơn 41% so với định giá trung bình của nhóm ngân hàng quốc doanh hay 2.4x lần so với nhóm các ngân hàng tư nhân. Ngoài ra, thị giá CP VCB chỉ điều chỉnh tương đối -15% từ mức đỉnh đầu năm, trong khi các ngân hàng khác đã điều chỉnh từ 40% - 50% từ đỉnh.



FY (31/12)	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F	12/24F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	34,577	36,285	42,400	49,559	56,999	61,964
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	11,153	12,777	14,324	16,024	16,473	18,502
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	23,122	23,050	27,389	33,436	40,671	47,648
LNST (tỷ đồng)	18,511	18,451	21,919	26,877	32,693	38,301
EPS (đồng)	4,991	4,975	5,910	5,679	6,908	8,093
ROE (%)	25.9	21.1	21.6	22.2	22.4	21.6
P/E (x)	6.1	16.4	11.9	14.1	11.3	11.9
P/B (x)	3.6	3.1	2.7	2.9	2.4	2.0
Giá trị sổ sách (đồng)	21,808	25,370	29,421	27,769	33,652	40,665

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

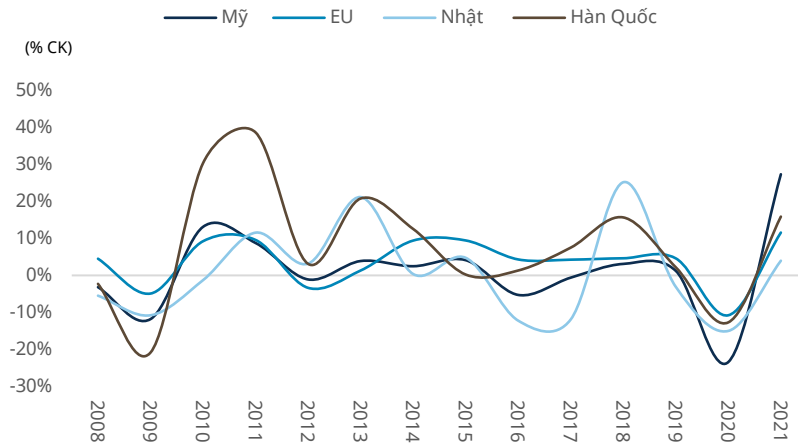
# Dệt May – Các thị trường mới cho tín hiệu tích cực

## Dự phóng 2023

- **Giá trị XK hàng may mặc có thể giảm nhẹ:** Với việc FED quyết tâm thắt chặt tiền tệ bằng mục tiêu lãi suất 5.1% cuối năm 2023, nền kinh tế toàn cầu nói chung và nhu cầu tiêu thụ hàng dệt may ở các thị trường XK chủ chốt của VN nhiều khả năng rơi vào suy giảm. Trong quá khứ, nhập khẩu hàng may mặc ở các TT chính đã lao dốc mạnh, điển hình trong năm 2009: Mỹ (-11.8%), EU (-4.8%), Nhật (-10.8%), Hàn Quốc (-20.8%). Với thị phần lớn hơn nhiều so với giai đoạn 2009, XK hàng may mặc của VN sẽ bị ảnh hưởng mạnh.
  - Một điểm tích cực trong năm 2023 là một số mặt hàng may mặc thuộc chương 61 và 62 thuộc danh mục B3 sẽ bắt đầu được hưởng thuế nhập khẩu 0% vào EU theo hiệp định EVFTA, phần nào hỗ trợ tích cực hơn trong việc XK vào TT EU trong bối cảnh thị phần hàng VN mới chỉ chiếm khoảng 4%.
  - CPTPP sẽ hỗ trợ hàng Việt Nam ở các thị trường mới tiềm năng như Canada và Mexico. Theo Tổng cục hải quan, xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam sang thị trường Canada và Mexico tăng trưởng cao trong 11T2022, ước đạt lần lượt 1.23 tỷ USD (+50% CK) và 162.5 triệu USD (+82% CK). Chúng tôi dự phóng tăng trưởng giá trị XK hàng may mặc VN trong năm 2023 có thể giao động trong phạm vi -4% đến +2%.
- **Giá trị XK sợi khả năng đi ngang:** Với đặc điểm phụ thuộc vào thị trường TQ, XK sợi VN nhiều khả năng sẽ ngưng đà giảm mạnh trong năm 2023 nhờ việc TQ bắt đầu giảm các biện pháp phong tỏa giúp hoạt động sản xuất quay trở lại bình thường. Tuy nhiên, nhu cầu tiêu thụ sản phẩm dệt may trên thế giới gặp khó sẽ khiến việc phục hồi của ngành sợi không bằng phẳng. Chúng tôi dự phóng giá trị XK sợi VN trong năm 2023 nhiều khả năng sẽ đi ngang trước khi có các tín hiệu tích cực hơn từ tiêu thụ.
- **Rủi ro đối tác tăng lên trong ngắn hạn:** Bên cạnh khả năng nhu cầu suy giảm, nền kinh tế khó khăn thúc đẩy rủi ro liên quan đến đối tác thương mại ở các TT XK. Các công ty VN thường là bên chịu rủi ro khi hợp tác với các nhà phân phối, đặc biệt là vụ việc GIL kiện Amazon Robotics về vấn đề không thực hiện đúng thỏa thuận đã cam kết khiến công ty dư thừa năng lực sản xuất. Trước đó, MSH và TCM đã gặp rủi ro thanh toán từ các đối tác lớn tại Mỹ là NYCO và Sears, khi các đối tác này đệ đơn phá sản. Trong tình huống khó khăn, dù là đối tác lớn, đã từng hợp tác lâu dài và có uy tín vẫn sẽ có khả năng xảy ra rủi ro và hầu hết các rủi ro này rất khó dự báo trước. Ảnh hưởng của nguy cơ này đặc biệt lớn đối với các công ty có doanh thu phụ thuộc vào số ít khách hàng chủ chốt.

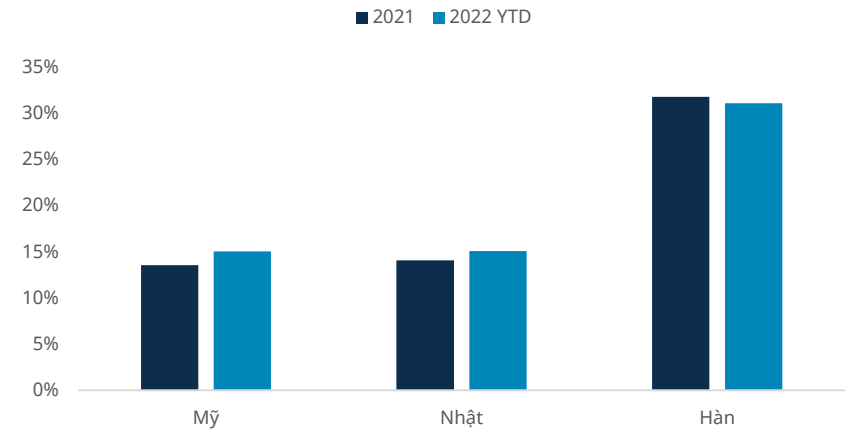
# Dệt May – Các thị trường mới cho tín hiệu tích cực (tt.)

## Tăng trưởng giá trị nhập khẩu hàng thời trang các TT chính



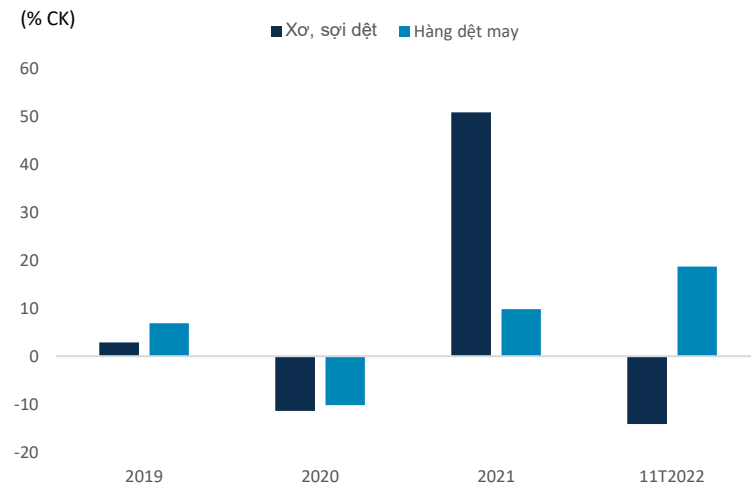
Nguồn: Thống kê các nước, Mirae Asset Vietnam Research

## Thị phần của hàng thời trang VN



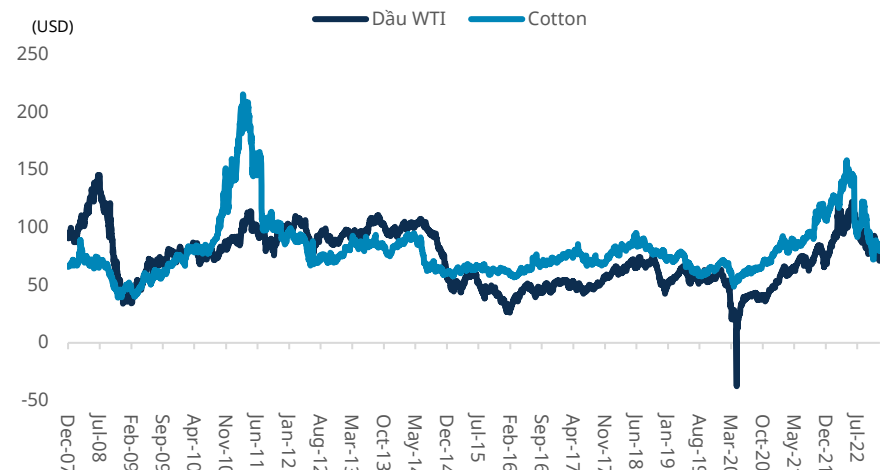
Nguồn: Thống kê các nước, Mirae Asset Vietnam Research

## Tăng trưởng xuất khẩu hàng may mặc và sợi Việt Nam



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

## Giá NVL ngành sợi



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

# Dệt May – Các thị trường mới cho tín hiệu tích cực (tt.)

Biểu thuế nhập khẩu vào EU một số mặt hàng dệt may danh mục B3

Mã HS	Mô tả hàng hóa	2022	2023
6101 30 10	Áo khoác dài, áo khoác mặc khi đi xe (car -coat), áo khoác không tay, áo choàng không tay từ sợi nhân tạo	3%	0%
6101 90 20	Áo khoác dài, áo khoác mặc khi đi xe (car -coat), áo khoác không tay, áo choàng không tay từ sợi nhân tạo	3%	0%
6101 90 80	Áo khoác có mũ (kể cả áo jacket trượt tuyết), áo gió, áo jacket chống gió và các loại tương tự	3%	0%
6102 20 10	Áo khoác dài, áo khoác mặc khi đi xe (car -coat), áo khoác không tay, áo choàng không tay từ vật liệu khác	3%	0%
6102 20 90	Áo khoác có mũ (kể cả áo jacket trượt tuyết), áo gió, áo jacket chống gió từ vật liệu khác	3%	0%
6102 30 10	Áo khoác dài, áo khoác mặc khi đi xe (car -coat), áo khoác không tay, áo choàng không tay từ vật liệu khác	3%	0%
6104 63 00	Các loại chân váy (skirt) và chân váy dạng quần từ sợi tổng hợp	3%	0%

Nguồn: EVFTA, Mirae Asset Vietnam Research

Một số cổ phiếu ngành dệt may

Mã	TTM PE	TTM PB	Tăng trưởng DT 9T2022 (% CK)	Tăng trưởng LNST 9T2022 (% CK)	Biến động giá so với đầu năm (%)	Biến động giá so với VN-Index (%)
TNG	5.2	1.0	28.9	37.5	-50.0	-20.1
MSH	6.3	1.5	27	-16.4	-33.2	-3.3
VGT	7.0	0.8	27.7	23.2	-59.1	-29.2
TCM	21.6	2.3	25.5	86.6	-3.5	26.4
HTG	4.4	1.3	48.6	115	5.5	35.4
EVE	5.1	0.6	29.5	355.6	-13.8	16.1
GIL	3.2	0.7	5.5	72	-49.3	-19.4
STK	7.8	1.4	9	-2.9	-46.5	-16.6

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

# CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (HOSE: TNG)

## Đa dạng hóa thị trường tiêu thụ

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

(Cập nhật)	MUA		
Giá mục tiêu (VND, 12T)	20,500		
Thị giá (30/12/22)	13,300		
Lợi nhuận kỳ vọng	54%		
LNST (23F, tỷ đồng)	283		
Kỳ vọng thị trường(23F, tỷ đồng)	NA		
Tăng trưởng EPS(23F, %)	-2.5		
P/E (23F, x)	5.0		
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,493		
SLCP đang lưu hành(triệu cp)	105		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	62.5		
Tỷ lệ sở hữu của HĐQT (%)	7.6		
Giá thấp nhất 52 tuần	8,700		
Giá cao nhất 52 tuần	39,444		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.4	-45.4	-53.2
Tương đối	0.8	-34.1	-22.3

### Điểm nhấn đầu tư

- Hoạt động kinh doanh tiếp tục tăng trưởng tốt:** Trong T11/2022, TNG ghi nhận doanh thu đạt 507.2 tỷ VND (+16.3% CK). Biên LNG T11 đạt 18.6%, tiếp tục cải thiện so với T11 2021 ở mức 16.1%. Lợi nhuận từ HĐKD và LNST nhìn chung đi ngang so với cùng kỳ, đạt lần lượt 25.5 tỷ VND và 20.6 tỷ VND. Lũy kế 11T2022, TNG duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu cao 27.3% CK, đạt 6,335.7 tỷ VND. Biên LNG và LNST cải thiện, đạt lần lượt 14.9% và 4.4% sau 11T. LN HĐKD và LNST lần lượt đạt 352.9 tỷ VND (+34.2% CK) và 277 tỷ VND (+29.4% CK).
- Đa dạng hóa thị trường tiêu thụ:** Đến cuối T10, TNG đã phát triển số lượng thị trường tiêu thụ đa dạng hơn so với cuối năm 2021, mặc dù thị trường Mỹ và EU vẫn chiếm chủ đạo với tỷ trọng lần lượt 40.13% và 35.63% (giảm so với mức 51% và 40% năm 2021). Tỷ trọng thị trường Nga duy trì quanh 7%. TNG cũng phát triển mạnh các thị trường mới tiềm năng như Canada (4.59%), Thổ Nhĩ Kỳ (2.29%).
- Hợp tác với Decathlon ổn định:** Trong 10T2022, TNG hợp tác với Decathlon để phát triển các sản phẩm mới và sản phẩm áo Fast Hiking Jacket Second Ultralight của công ty đã đạt giải Decathlon Innovation 2022.
- Dự phóng:** Trong năm 2023, do tình hình kinh tế chung ở các thị trường tiêu thụ chính nhiều khả năng không tích cực, chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ giảm nhẹ 5%, ở mức 6,113.3 tỷ VND. LNHD và LNST tương ứng dự phóng ở mức lần lượt 348.2 tỷ VND (-2.6% CK) và 282.7 tỷ VND (-2.5% CK).
- Các yếu tố rủi ro:** TNG huy động một lượng vốn vay đáng kể từ trái phiếu và việc thị trường trái phiếu có diễn biến bất lợi có thể khiến công ty gặp khó khăn để huy động vốn thông qua kênh này.



Năm (31/12)	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F	12/24F
Doanh thu (Tỷ VND)	4,612	4,480	5,444	6,435.0	6,113.3	6,871.3
Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND)	407	312	288.3	357.4	348.2	425.3
Biên LNHD (%)	8.8	7.0	5.3	5.6	5.7	6.2
LNST (tỷ VND)	230	154	232	290.1	282.7	345.2
EPS (VND)	3,187	2,297	2,506	2,759.8	2,689.4	3,283.9
ROE (%)	24.7	13.9	15.9	18.2	15.3	16.2
P/E (x)	4.0	6.3	15.5	4.9	5.0	4.4
P/B (x)	0.9	1.0	2.5	0.9	0.8	0.7

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

# CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH)

## Doanh thu tiếp tục tăng trưởng

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	43,000
Thị giá (30/12/22)	33,000
Lợi nhuận kỳ vọng	30%

LNST (23F, tỷ đồng)	323
Kỳ vọng thị trường(23F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS(23F, %)	-7.1
P/E (23F, x)	7.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,445

SLCP đang lưu hành(triệu cp)	75
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	45.1
Tỷ lệ sở hữu của NGTNN (%)	4.2
Giá thấp nhất 52 tuần	30,000
Giá cao nhất 52 tuần	68,667

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-18.5	-24.5	-38.2
Tương đối	-14.3	-13.3	-7.3

### Điểm nhấn đầu tư

- Doanh thu tiếp tục tăng trưởng:** Trong Q3/2022, MSH ghi nhận doanh thu đạt 1,645.2 tỷ VND (+26.9% CK). Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp (LNG) và biên lợi nhuận hoạt động (LNHD) sụt giảm còn lần lượt 14.9% và 8.9% (so với 17.6% và 11.5% trong Q3/2021). Doanh thu từ hoạt động tài chính tăng mạnh trong Q3, đạt 41.4 tỷ VND (+57.4% CK). LNST Q3 đạt 111.3 tỷ VND (-6.3% CK).
- Cập nhật năng lực sản xuất và các dự án:** Đến hết năm 2021, MSH vận hành 6 cụm sản xuất gồm 14 xưởng cắt may và 1 cụm sản xuất chần ga. Trong đó, số chuyên may cắt may là 155 dây chuyền với số nhân viên/dây chuyền khoảng 60-70 nhân viên. Đến cuối Q3 2022, tổng số nhân viên MSH (bao gồm dự án SH10) tăng lên 12,732 nhân viên (+11.2% so với đầu năm 2022). MSH đang triển khai hai dự án sản xuất mới là Dự án nhà máy may xuất khẩu Sông Hồng 10 (đã đưa vào vận hành từ T2/2022) và Dự án nhà máy Xuân Trường.
- Các yếu tố rủi ro:** Giảm biên LN do tình hình kinh tế chung khó khăn. Nguy cơ nền kinh tế thế giới bước vào đợt suy thoái mới do các NHTW liên tục tăng lãi suất để kiềm chế lạm phát. Điều này ảnh hưởng đến cả sản lượng và đơn giá của các đơn hàng mới, khiến cho biên LN các đơn đặt hàng suy giảm.
- Dự phóng:** Là doanh nghiệp thường xuyên nằm trong top các doanh nghiệp XK sang TT Mỹ, chúng tôi dự phóng doanh thu MSH sẽ tăng nhẹ trong năm 2023, ước đạt 5,125 tỷ VND (+4.4% CK), mặc dù tỷ trọng hàng gia công nhiều khả năng sẽ tăng mạnh khi các đối tác thắt chặt chi phí đầu vào. Với dự trữ tiền gửi dồi dào, doanh thu tài chính có thể tiếp tục duy trì ở mức cao, khoảng 123 tỷ VND (đi ngang). LNST 2023 dự phóng ở mức 322.5 tỷ VND (+3.2% CK).
- Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE) để xác định mức giá hợp lý của cổ phiếu MSH. Với mức lợi suất yêu cầu (Re) 14% và giả định tăng trưởng dài hạn sau năm 2032 là 0%, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu MSH ở mức 43,000 VND/cp.



Năm (31/12)	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F	12/24F
Doanh thu (Tỷ VND)	4,411	3,813	4,749.1	4,909.8	5,125.0	5,330.0
Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND)	545.5	282.7	545.7	393.6	406.1	526.0
Biên LNHD (%)	12.4	7.4	11.5	8.0	7.9	9.9
LNST (tỷ VND)	450	232	442.1	312.5	322.5	418.4
EPS (VND)	9,113	4,635	8,840	4,632	4,299	5,578
ROE (%)	42.9	18.3	31.1	19.8	17.6	20.9
P/E (x)	4.9	8.6	8.9	6.9	7.5	5.8
P/B (x)	1.9	1.5	2.8	1.5	1.5	1.3

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

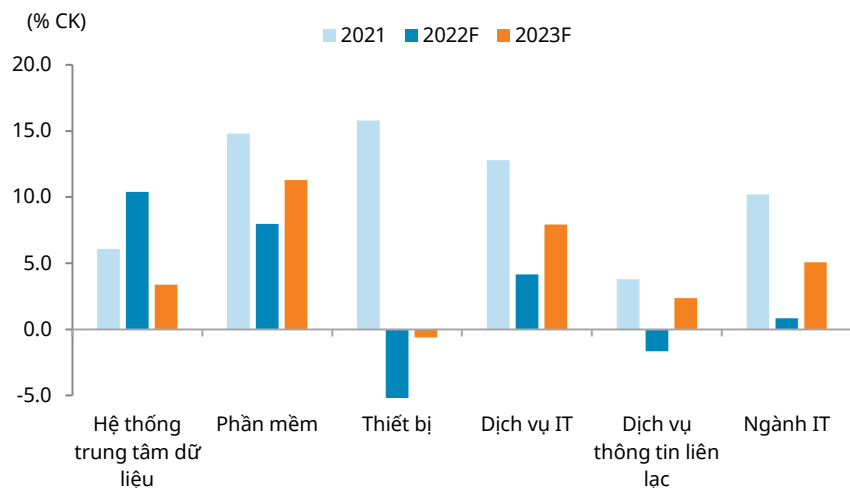
# Công nghệ thông tin – Nhu cầu số hóa mạnh mẽ

## Phần mềm và dịch vụ CNTT kỳ vọng giữ đà tăng trưởng trong 2023

Chúng tôi cho rằng ngành phần mềm và dịch vụ CNTT kỳ vọng vẫn giữ đà tăng trưởng tốt trong 2023, nhờ vào:

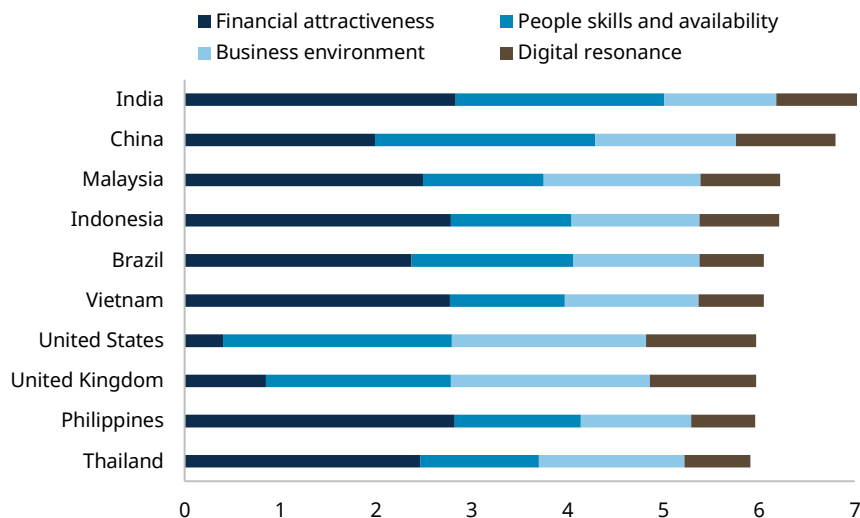
- Các doanh nghiệp/tổ chức ngày càng chú trọng vào việc tối ưu hiệu quả hoạt động, ưu tiên chiến lược chuyển đổi số. Theo dự phóng của Gartner, tốc độ tăng trưởng ngành phần mềm và dịch vụ CNTT toàn cầu trong năm 2023 lần lượt đạt 11.3% và 7.9% so với năm 2022. Theo dự phóng của International Data Corporation (IDC), chỉ tiêu cho chuyển đổi số toàn cầu dự kiến tăng với mức 2021-2026 CAGR đạt 16.3%.
- Xuất khẩu phần mềm của Việt Nam sang các nước duy trì đà tăng trưởng tốt với lợi thế về nguồn lực lao động và vị thế gia công phần mềm của Việt Nam trên thế giới ngày càng được củng cố;
- Nhu cầu số hóa của doanh nghiệp nội địa và Chính phủ vẫn đang rất mạnh mẽ, phù hợp với định hướng của Chính phủ về chuyển đổi số quốc gia. Trong chương trình chuyển đổi số quốc gia theo Quyết định 749/QĐ-TTg, Việt Nam đặt mục tiêu kinh tế số chiếm 20% GDP đến năm 2025 và 30% GDP đến năm 2030 (từ mức 5% GDP trong năm 2019).

### Ngành phần mềm, dịch vụ IT kỳ vọng duy trì tăng trưởng khả quan trong 2023



Nguồn: Gartner dự phóng, cập nhật vào tháng 10/2022

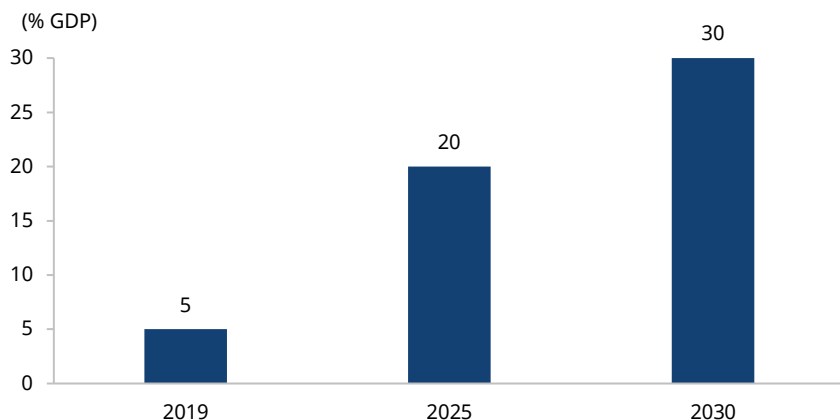
### Việt Nam xếp vị trí thứ 6 trên thế giới về năng lực cung cấp dịch vụ CNTT



Nguồn: Kearney. Ghi chú: Chỉ số Global Services Location Index (GSLI) đánh giá năng lực cung cấp dịch vụ CNTT dựa vào 47 tiêu chí, phân loại thành 4 nhóm chính: Sức hấp dẫn về tài chính, Kỹ năng và nguồn nhân lực, Môi trường kinh doanh, Sự cộng hưởng kỹ thuật số.

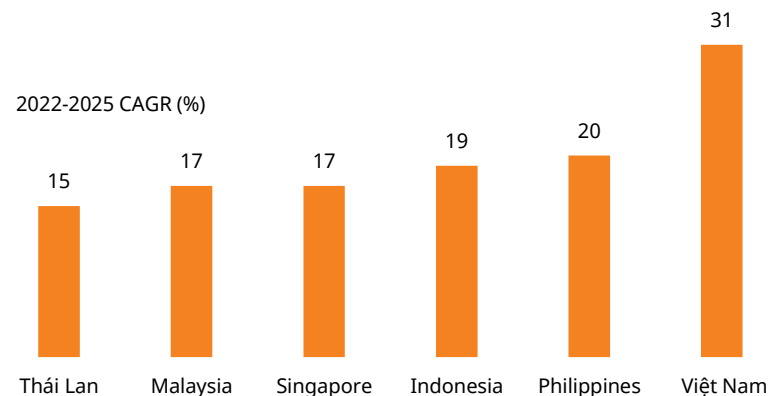
# Công nghệ thông tin – Nhu cầu số hóa mạnh mẽ (tt.)

## Việt Nam đặt mục tiêu tăng tỷ trọng nền kinh tế số (% GDP)



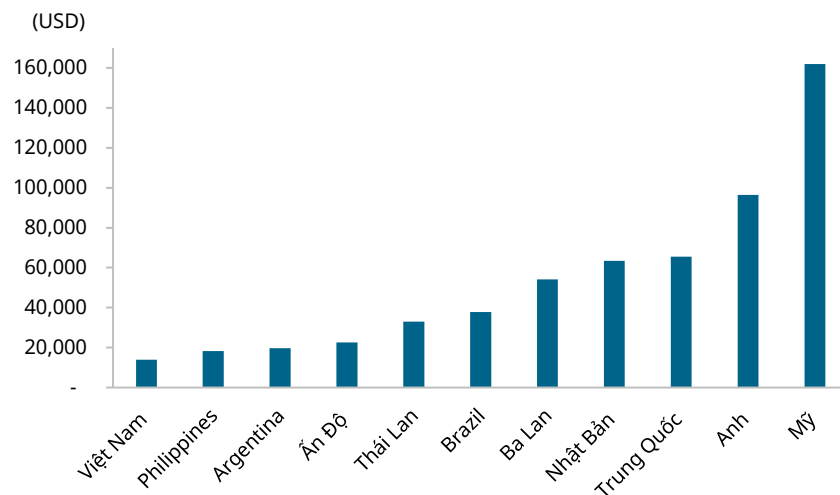
Nguồn: Chính phủ Việt Nam

## Nền kinh tế số của Việt Nam và các nước trong khu vực



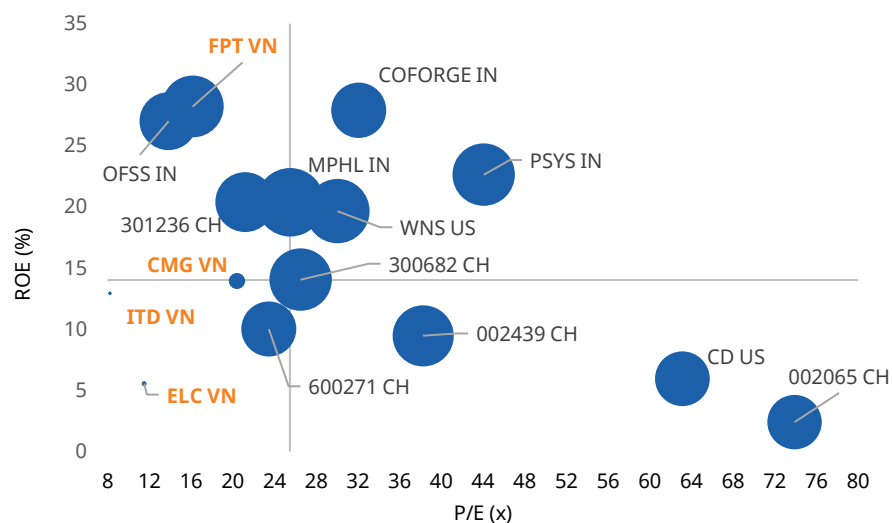
Nguồn: Google, Temasek, Bain & Company

## Mức lương hàng năm của kỹ sư phần mềm của các nước



Nguồn: levels.fyi

## Định giá các công ty CNTT trong khu vực



Nguồn: Bloomberg



## Duy trì đà tăng trưởng

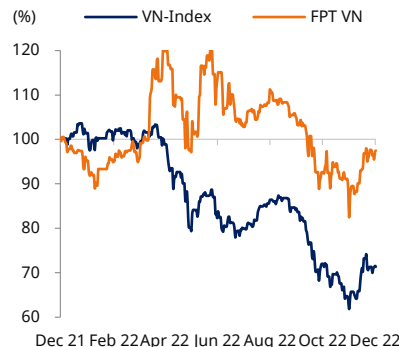
Trần Thị Ngọc Hòa, hoa.ttn@miraeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
<b>Giá mục tiêu (VND, 12T)</b>	<b>102,900</b>
Thị giá (30/12/22)	76,900
Lợi nhuận kỳ vọng	34%

LNST (23F, tỷ đồng)	7,083		
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	6,732		
Tăng trưởng EPS (23F, %)	20.8		
P/E (23F, x)	14.0		
<hr/>			
Vốn hóa (tỷ đồng)	85,458		
SL cổ phiếu (triệu)	1,097		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	84.3		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN(%)	49.0		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	61,300		
Cao nhất 52 tuần (VND)	99,100		
<hr/>			
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	12.4	-15.3	-2.1
Tương đối	0.8	-1.8	26.6

### Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi dự phóng FPT sẽ duy trì tăng trưởng hai chữ số trong năm 2023, với doanh thu và lợi nhuận sau thuế kỳ vọng đạt 52,862 tỷ đồng (+20.6% CK) và 7,083 tỷ đồng (+20.9% CK). Các động lực tăng trưởng trong năm 2023 bao gồm: 1) Chuyển đổi số tiếp tục giữ đà tăng trưởng trên 30%, khi các doanh nghiệp trong nước và nước ngoài vẫn ưu tiên cho chiến lược chuyển đổi số; cùng với việc FPT tập trung gia tăng tỷ trọng mảng chuyển đổi số và phát triển các sản phẩm made-by-FPT; 2) Mảng viễn thông kỳ vọng tăng trưởng nhờ vào dịch vụ giá trị tăng thêm như truyền hình trả tiền (PayTV), cũng như nhu cầu thuê trung tâm dữ liệu dự kiến gia tăng.
- Chúng tôi cho rằng FPT sẽ ít chịu ảnh hưởng xấu trong môi trường lãi suất tăng, nhờ vào lượng tiền dồi dào và tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu giảm xuống 76% tính tới cuối quý 3 (từ mức 94% vào cuối 2021).
- Kết hợp hai phương pháp định giá FCFF và P/E, chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu của FPT lên 102,900 VND (từ mức 99,800 VND). Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 12% LNR dự phóng trong giai đoạn 2023-2027 so với dự phóng trước đây dựa trên nền lợi nhuận cao trong 2022.
- Rủi ro cần theo dõi: 1) FPT chịu tác động của biến động tỷ giá khi doanh thu từ các thị trường Nhật, Mỹ, APAC, và châu Âu chiếm lần lượt khoảng 17%, 14%, 9%, và 3% tổng doanh thu (tính trong 9T2022); 2) Chi tiêu công nghệ thông tin tại các thị trường nước ngoài tăng chậm hơn kỳ vọng trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng chậm lại; 3) Chuyển đổi số trong nước vẫn còn một số rào cản nhất định, bao gồm khó khăn về nguồn tài chính, về thay đổi văn hóa tổ chức, về năng lực triển khai.



FY (31/12)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F
Doanh thu (tỷ đồng)	23,214	27,717	29,830	35,657	43,850	52,862
LN H&KD (tỷ đồng)	3,122	4,147	4,605	5,415	6,752	8,088
Biên LN H&KD (%)	13.4	15.0	15.4	15.2	15.4	15.3
LNST (tỷ đồng)	2,620	3,135	3,538	4,337	5,860	7,083
EPS (VND)	2,236	2,659	2,982	3,624	4,500	5,439
ROE (%)	20.0	21.6	21.7	23.4	25.2	26.9
P/E (x)	10.8	13.8	14.4	21.4	17.3	14.0
P/B (x)	2.1	2.8	2.9	4.7	3.4	3.1

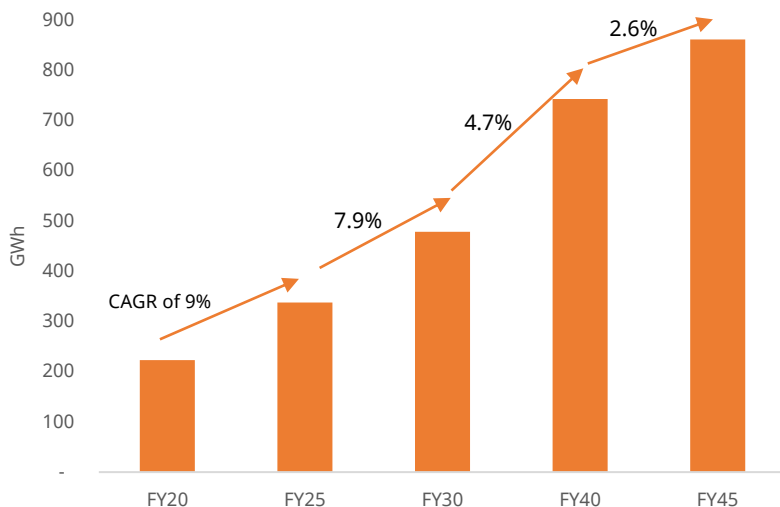
Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTK Mirae Asset Việt Nam dự báo

# Năng lượng điện – Khả năng tăng giá điện bán lẻ

## Duy trì đà tăng

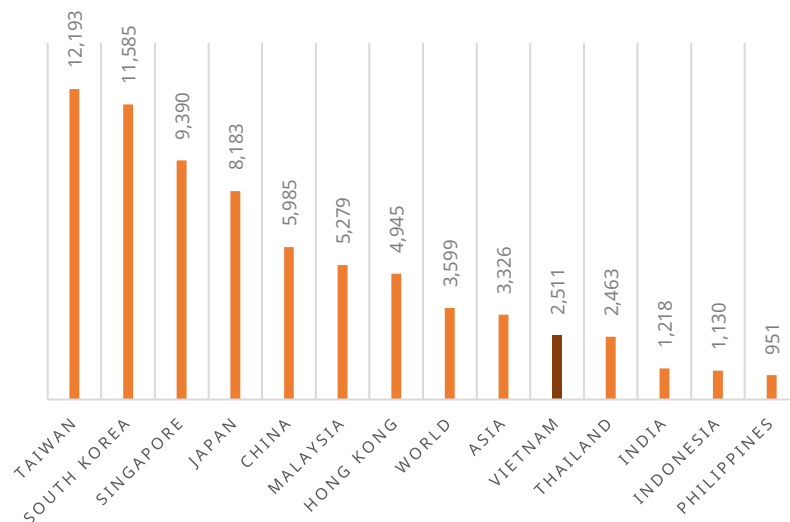
- Theo dự thảo Quy hoạch Phát triển Điện lực Quốc gia VIII (QHĐ VIII) do Bộ Công Thương (BCT) đệ trình vào T8/2022, mức tiêu thụ điện của Việt Nam sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng kép 8.8% trong giai đoạn 10 năm tiếp theo. Gần 90% nhu cầu sử dụng điện đến từ khu vực công nghiệp, xây dựng và dân dụng sẽ tiếp tục thúc đẩy nhu cầu sử dụng điện, đặc biệt tại các khu vực kinh tế trọng điểm.
- Mức tiêu thụ điện bình quân đầu người của Việt Nam khoảng 2,500 kWh trong 2021, khá thấp so với khu vực châu Á nói chung (3,300 kWh), Malaysia (5,200 kWh) và Singapore (9,300 kWh) nói riêng.
- Dự thảo QHĐ VIII đã được thẩm định từ T3/2021. Chính phủ đang xem xét hài hòa ba vấn đề chính: 1) đảm bảo cung ứng điện cho phát triển kinh tế; 2) thực hiện cam kết của Việt Nam tại Hội nghị Biến đổi khí hậu của Liên Hợp Quốc (COP26) với mục tiêu đưa lượng khí thải CO<sub>2</sub> ròng về 0 vào 2050; và 3) cung cấp điện với giá hợp lý. Chúng tôi kỳ vọng quá trình xem xét sẽ được hoàn thành trong 2023.

Mục tiêu tăng trưởng tiêu thụ điện hàng năm của Việt Nam



Nguồn: BCT, Mirae Asset Vietnam Research

Tiêu thụ điện bình quân đầu người 2021 (kWh)



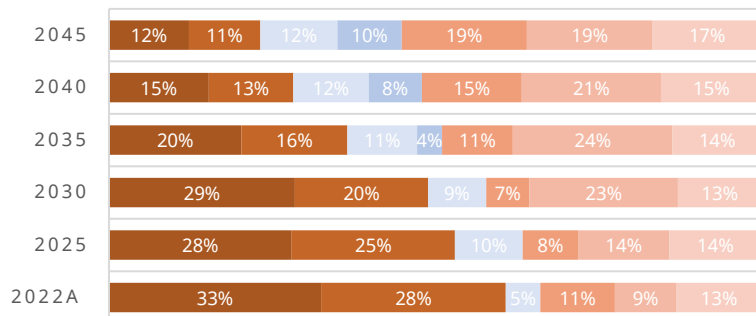
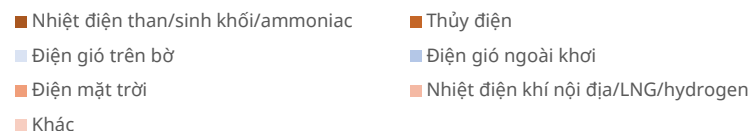
Nguồn: Our World in Data, Mirae Asset Vietnam Research

# Năng lượng điện – Khả năng tăng giá điện bán lẻ (tt.)

## Chuyển dịch năng lượng sạch

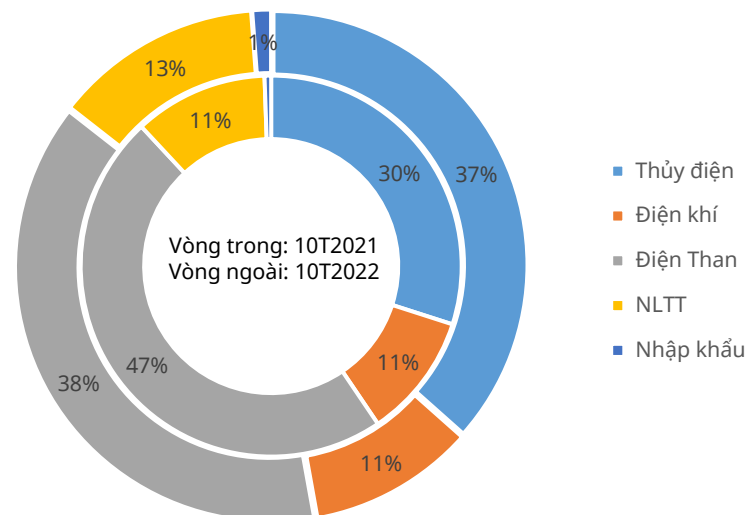
- Công suất điện lắp đặt của Việt Nam đạt 79,351 MW trong 2022, chủ yếu dựa vào thủy điện (28% tổng công suất), nhiệt điện than (33%), nhiệt điện khí (9%) và năng lượng tái tạo (27 %). Theo dự thảo QHĐ VIII, tổng công suất lắp đặt sẽ tăng 66% so với 2022 lên 131 GW trong 2030 để đáp ứng nhu cầu điện (theo kịch bản nhu cầu phụ tải cơ bản).
- Định hướng phát triển công suất các nguồn điện đã có những thay đổi lớn để thực hiện cam kết của Việt Nam tại COP26.
  - Công suất nhiệt điện than dự kiến giảm từ 33% trong 2022 về 12% trong 2045. Nhiệt điện than sẽ chuyển dần sang sử dụng nhiên liệu sinh khối hoặc amoniac.
  - Công suất nhiệt điện LNG ước tăng mạnh cho đến 2035 (16% tổng công suất điện), và dần chuyển sang hydrogen vào 2045 (10%), chuyển đổi dưới tác động của COP26, cũng như cuộc chiến Nga-Ukraine làm tăng tính cấp thiết của việc tăng cường an ninh năng lượng.
  - Đến 2045, công suất lắp đặt của năng lượng tái tạo và thủy điện sẽ chiếm 63% tổng công suất điện (2022: 55%).

### Tỷ trọng công suất lắp đặt mục tiêu



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

### Cơ cấu sản lượng điện sản xuất 10T2022/10T2021



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

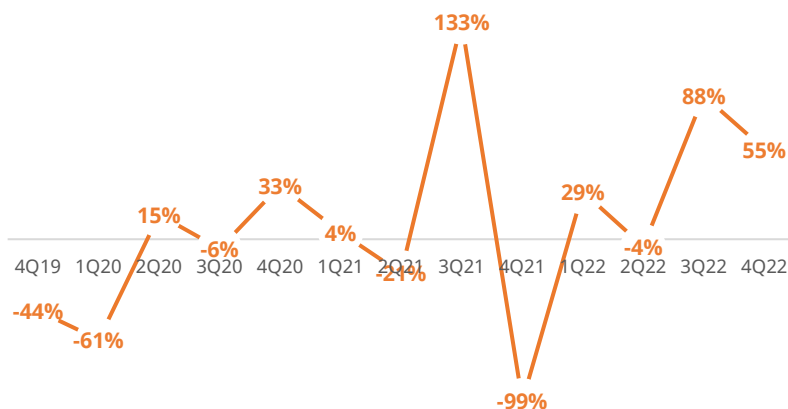
# Năng lượng điện – Khả năng tăng giá điện bán lẻ (tt.)

## Chuyển trạng thái El Nino từ 6T cuối 2023

## Khả năng tăng giá điện bán lẻ trong 2023

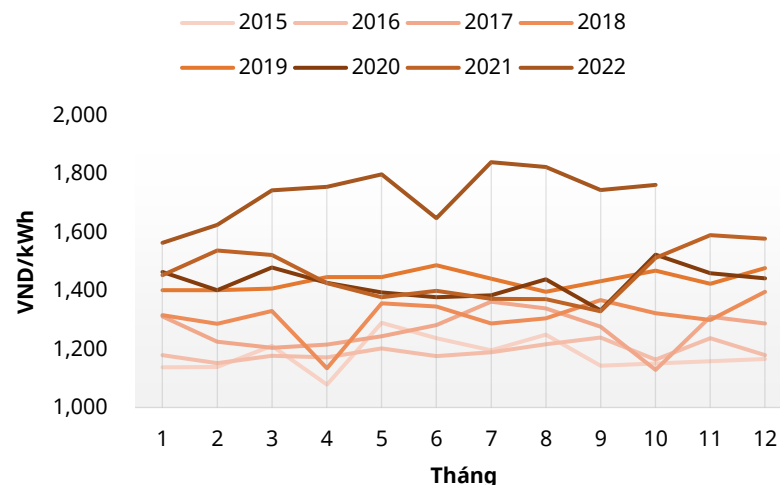
- Chúng tôi kỳ vọng diễn biến thời tiết sẽ tiếp tục thuận lợi cho nhóm thủy điện đến Q1/2023. Ngược lại, từ 6T cuối 2023, tỷ lệ huy động dự phóng tập trung nhiều vào nhóm nhiệt điện khi lượng mưa dự kiến ở mức thấp hơn trung bình nhiều năm. Bên cạnh đó, công suất nhóm năng lượng tái tạo được kỳ vọng giải tỏa hiệu quả hơn khi dự án đường dây 500kV Vân Phong – Vĩnh Tân hoàn thành vào cuối 2022.
- Đến đầu T12/2022, mực nước trung bình một số sông chính ở mức cao hơn 55% CK tại khu vực miền Trung và miền Nam, và đi ngang so với CK tại khu vực miền Bắc. Theo Trung tâm Dự báo Khí tượng Thủy văn Quốc gia, trong T12/2022 - T2/2023, trạng thái La Nina tiếp tục duy trì với xác suất khoảng 65%-75%. Từ T3-T5/2023, ENSO có khả năng chuyển sang trạng thái trung tính với xác suất 50%-60%.
- Theo EVN, 2022 là năm đầu tiên trong 5 năm gần đây EVN phải báo lỗ do biến động giá đầu vào khiến chi phí sản xuất và mua điện tăng mạnh. Trong 10T2022, EVN ghi nhận lỗ 15,758 tỷ đồng. EVN đã đề xuất điều chỉnh giá bán lẻ điện và BCT cùng Bộ Tài chính, Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp đang rà soát đề xuất này theo Quyết định số 24/2017/QĐ-TTg.
- Chúng tôi cho rằng nhiều khả năng giá điện bán lẻ sẽ được điều chỉnh tăng trong 2023, dựa trên: 1) Dự địa kiểm soát lạm phát định hướng cho 2023 sẽ nhiều hơn nếu mức trần được nâng từ 4% lên 4.5%. 2) Theo Quyết định số 24/2017/QĐ-TTg, Thủ tướng Chính phủ cho phép EVN xem xét định kỳ các thông số đầu vào tính giá điện 6 tháng/lần. 3) Từ năm 2019 đến nay, Việt Nam chưa điều chỉnh giá bán điện bán lẻ, trong khi chi phí đầu vào đã tăng cao. Giá mua điện bình quân của EVN trong 10T2022 đạt 1,730 đồng/kWh (+21% CK, +20% so với giá bình quân 2019-2021).

Mực nước trung bình khu vực miền Trung và miền Nam (% CK)



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Giá mua điện bình quân của EVN



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

# CTCP Nhiệt điện Phả Lại (HOSE: PPC)

## Thoát đáy lợi nhuận

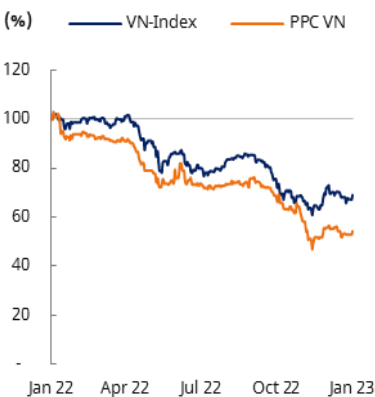
Nguyễn Hoàng Bích Ngọc, ngoc.nhb@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
<b>Giá mục tiêu (VND, 12T)</b>	<b>15,900</b>
Thị giá (30/12/22)	12,650
Lợi nhuận kỳ vọng	26%

LNST (23F, tỷ đồng)	657		
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	NA		
Tăng trưởng EPS (23F, %)	168		
P/E (23F, x)	6.5		
<hr/>			
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,168		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	321		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	23.9		
Tỷ lệ sở hữu của HĐQT (%)	13.2		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,500		
Cao nhất 52 tuần (VND)	25,200		
<hr/>			
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-2.6	-24.6	-45.9
Tương đối	1.6	-13.3	-15.0

### Điểm nhấn đầu tư

- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu đối với PPC về mức 15,900 đồng/CP (từ 18,000 đồng/CP) dựa trên điều chỉnh tăng 1.5%p tỷ lệ Re trong phương pháp DDM. Cổ tức 2023 dự phóng ở mức 1,600 đồng/CP, tương đương tỷ suất cổ tức 12%.
- PPC công bố KQKD Q3/2022 với doanh thu đạt 1,173 tỷ đồng (+12% CK) và LNR đạt 155 tỷ đồng (Q3/2021: -35 tỷ đồng). 1) LNG Q3/2022 đạt âm 6.4 tỷ đồng (Q3/2021: -44 tỷ đồng) và 2) doanh thu tài chính tăng 5.5x CK đạt 188 tỷ đồng nhờ ghi nhận cổ tức được nhận, thúc đẩy LNR hồi phục trong kỳ. Lũy kế 9T2022, doanh thu tăng 5.8% CK đạt 3,540 tỷ đồng và LNR cải thiện 36% CK đạt 304 tỷ đồng.
- 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu đạt 5,654 tỷ đồng (+46% CK) và lợi nhuận ròng đạt 245 tỷ đồng (+13% CK). Dự phóng của chúng tôi tương ứng với 110% và 98% kế hoạch năm 2022 về tổng doanh thu và LNTT.
- 2023, các vấn đề kỹ thuật tại tổ máy số 6 nhà máy nhiệt điện than Phả Lại 2 (300 MW/ tổng công suất 1,040 MW) dự kiến được khắc phục. Theo đó, doanh thu và LNR dự phóng tăng lần lượt 26% và 169% CK trong 2023. Sản lượng điện dự kiến tăng 29% CK và chi phí bảo trì bảo dưỡng ước giảm 20% CK trong 2023 khi tổ máy số 6 hoàn tất sửa chữa trong 6T đầu 2023. Định phí/kWh dự phóng giảm 75 đồng/kWh trong 2023. Bên cạnh đó, tỷ lệ anpha (sản lượng điện bán theo Hợp đồng mua bán điện/tổng huy động) dự kiến tăng từ 81% trong 2022 lên mức 85% trong 2023, giúp mảng sản xuất điện ghi nhận LNTT 263 tỷ đồng trong 2023 (2022F: -19 tỷ đồng).
- Lợi nhuận tài chính 2023 ước tăng 54% CK. Chúng tôi dự phóng cổ tức được chia từ HND đạt 2,300 đồng/CP (+190% CK), khi chi phí khấu hao của HND dự kiến giảm 740 tỷ đồng trong 2023.



FY (31/12)	FY19	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
Doanh thu (tỷ đồng)	8,183	7,929	3,868	5,654	7,122	8,064
LNHĐ (tỷ đồng)	1,203	928	(321)	(19)	263	582
Biên LNHĐ (%)	15%	12%	-8%	0%	4%	7%
LNST (tỷ đồng)	1,261	1,011	216	245	657	970
EPS (VND)	3,933	3,153	674	717	1,928	2,845
ROE (%)	22%	16%	4%	5%	13%	19%
P/E (x)	6.6x	7.8x	35.7x	18.5x	6.5x	4.4x
P/B (x)	1.4x	1.2x	1.6x	1.1x	1.1x	1.1x

Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

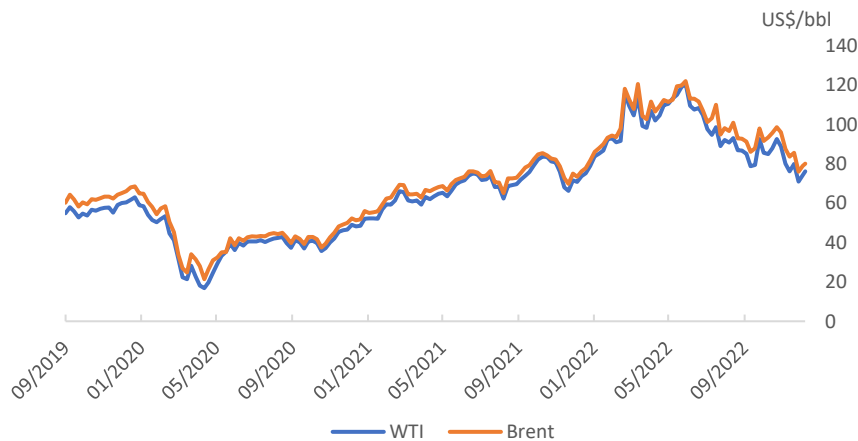
# Dầu khí – Luật dầu khí sửa đổi được thông qua

## Giá dầu Brent được kỳ vọng duy trì mức 80-85 USD/thùng trong 2023

Trong T12/2022, giá dầu đã quay về vùng US\$80/thùng và ngang bằng với mức giá được xác lập từ đầu năm 2022 bởi những lo ngại về sự sụt giảm của nền kinh tế toàn cầu, đặc biệt là nhu cầu chưa thực sự quay lại của thị trường Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ duy trì được ở mức US\$80-85/thùng trong năm 2023 dựa trên các yếu tố sau:

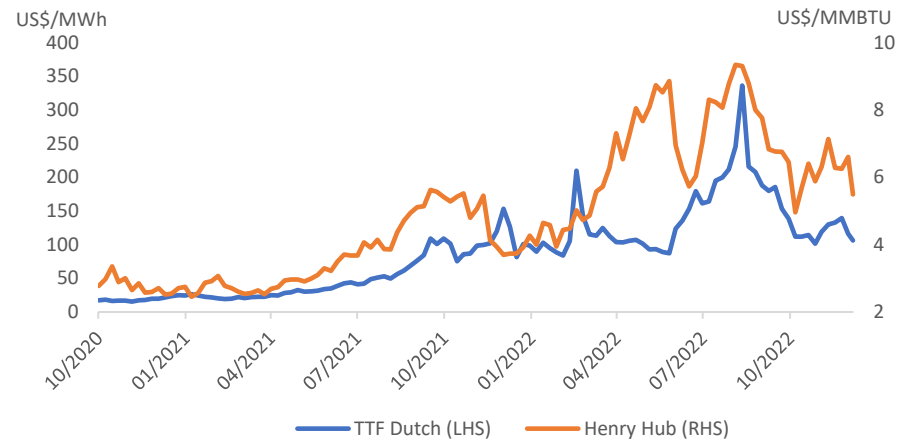
- Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) đã phát đi tín hiệu giảm đà tăng lãi suất, tăng 0.5%p vào kỳ họp tháng 12/2022, cùng với đó là việc lạm phát cơ bản tiếp tục hạ nhiệt.
- Trung Quốc - nền kinh tế tiêu thụ dầu mỏ lớn thứ 2 trên thế giới (sau Mỹ) - đã có những tín hiệu tích cực về việc mở cửa trở lại nền kinh tế sau giai đoạn dài duy trì chính sách Zero covid.
- Việc áp giá trần vào dầu Urals của Nga đã chính thức có hiệu lực vào 5/12 với mức giá US\$60/thùng đối với dầu thô được vận chuyển bằng đường biển. Nếu các giao dịch dầu thô của Nga vượt quá mức giá trần thì sẽ không được cung cấp các bảo hiểm vận tải, cũng như ảnh hưởng đến lộ trình di chuyển đường biển (nếu không có bảo hiểm thì tàu sẽ không thể vào cảng hoặc các tuyến đường biển quốc tế; và khoảng 95% bảo hiểm hàng hải được phát hành tại Anh). Điều này có thể dẫn đến những phản ứng khó lường từ phía Nga.

### Kỳ vọng giá dầu vẫn duy trì quanh mức US\$80-85/thùng



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

### Giá khí đốt TTF điều chỉnh giảm trong bối cảnh EU cân nhắc cơ chế áp trần giá khí đốt của Nga



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

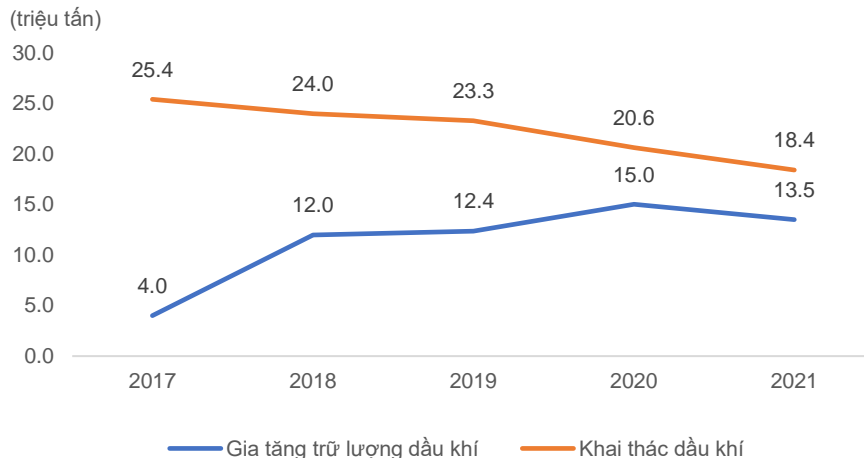
# Dầu khí – Luật dầu khí sửa đổi được thông qua (tt.)

## Triển vọng theo chuỗi giá trị ngành

### Thượng nguồn

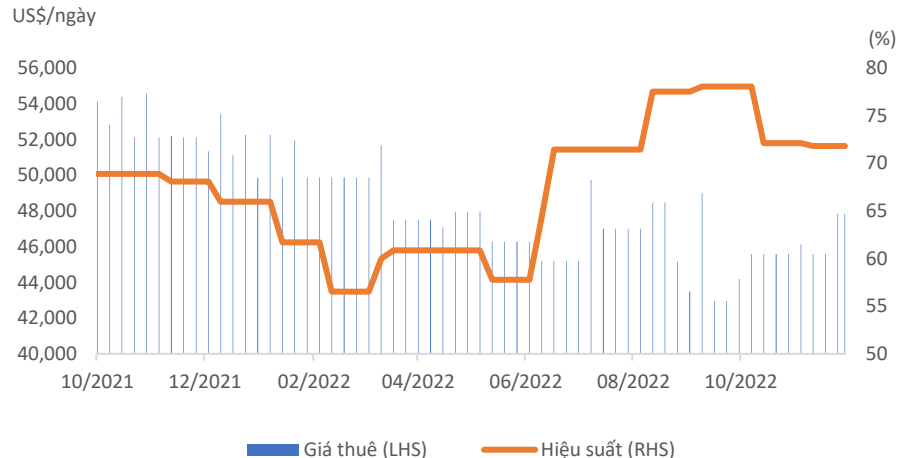
- Luật dầu khí sửa đổi đã được thông qua, và bắt đầu áp dụng chính thức từ 1/7/2023, trong đó điểm nhấn chính của sự thay đổi liên quan đến cơ chế thu hút đầu tư của lĩnh vực thượng nguồn (thăm dò và khai thác khí): 1) Điều chỉnh về mặt thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế suất thuế xuất khẩu dầu thô; 2) Nâng thời hạn khai thác dầu khí; 3) Phân quyền và tháo gỡ các nút thắt trong hợp đồng của PVN và các công ty con của PVN; 4) Minh bạch hóa đối với các hợp đồng/dự án dầu khí thông qua công tác kế toán, kiểm toán.
- Việc Luật Dầu Khí (sửa đổi) được thông qua là điểm tích cực trong bối cảnh trữ lượng khí tự nhiên đang giảm đi hằng năm, và cần nhiều dự án mới được triển khai để bù đắp, đặc biệt chúng tôi cho rằng đây cũng là tiền đề để có thể xúc tiến tiến độ của đại dự án Lô B Ô Môn sớm được triển khai với việc phê duyệt quyết định đầu tư cuối cùng chậm nhất trong 6T2023 và hướng đến dòng khí đầu tiên vào Q4/2026. Việc triển khai lô B sẽ tạo khối lượng công việc lớn cho các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ khâu thượng nguồn (tổng vốn đầu tư dự kiến 6.7 tỷ USD) như PVS, PVD, và tác động tích cực sau đó tới các doanh nghiệp trung nguồn thông qua hoạt động truyền dẫn và phân phối.
- Bên cạnh đó, trong giai đoạn 2022-2025, việc triển khai các dự án LNG là cần thiết khi các dự án lớn khai thác khí nội địa chưa đi vào vận hành. Nguồn cung khí nội địa 11T2022 chỉ đạt 7.05 tỷ m<sup>3</sup>, tương đương 87% KH và chỉ tăng nhẹ 8% CK.
- Tuy nhiên, quá trình phê duyệt và triển khai các dự án lớn thường mất nhiều thời gian trước khi phản ánh vào KQKD của doanh nghiệp. Vì vậy, chúng tôi cho rằng KQKD 2023 của nhóm dầu khí vẫn chịu tác động chính từ diễn biến giá dầu.

### Kết quả hoạt động, thăm dò khai thác dầu khí



Nguồn: PVN, Mirae Asset Vietnam Research

### Hiệu suất sử dụng giàn khoan khu vực Đông Nam Á



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

# Dầu khí – Luật dầu khí sửa đổi được thông qua (tt.)

## Triển vọng theo chuỗi giá trị ngành

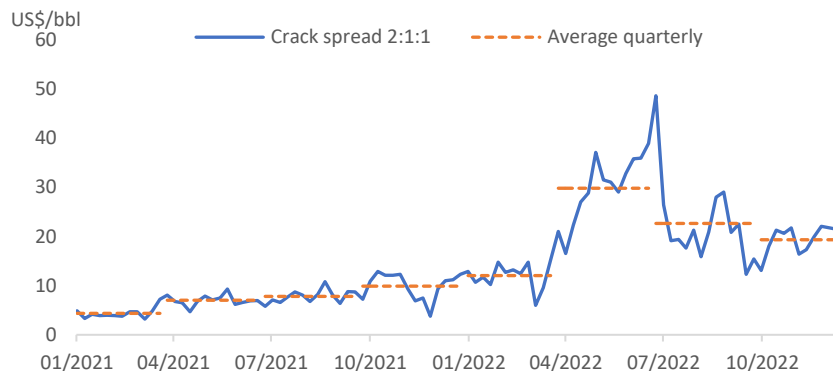
### Trung nguồn

- Việc áp trần giá dầu vận tải đường biển của Nga có thể tác động đến nhu cầu thuê tàu khi liên quan đến các vấn đề bảo hiểm hàng hải và việc di chuyển qua eo biển Thổ Nhĩ Kỳ. Điều này có khả năng dẫn đến sự thay đổi về quãng đường vận chuyển, khiến “dòng chảy” dầu thô phải định hình lại và thúc đẩy chi phí vận chuyển năng lượng toàn cầu gia tăng. Chúng tôi cho rằng PVT là doanh nghiệp được hưởng lợi trong trung hạn khi tái ký các hợp đồng cho chu kỳ kinh doanh mới với phần lớn đội tàu của PVT đang hoạt động ở thị trường quốc tế. Giá cước tàu Suezmax và Aframax với hợp đồng thuê có thời hạn một năm đã ghi nhận mức tăng lần lượt 126.3% và 131.4% kể từ đầu năm.

### Hạ nguồn

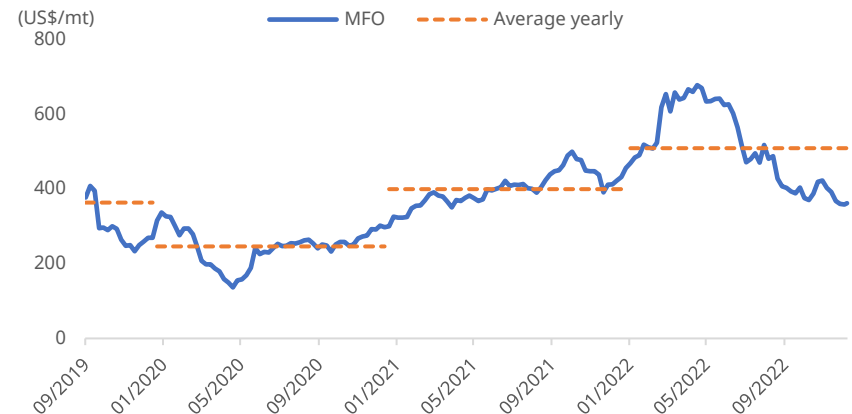
- Chúng tôi cũng cho rằng ngành phân bón tuy KQKD không còn ở mức đỉnh lợi nhuận như 2022 nhưng vẫn ở mặt bằng cao so với các năm quá khứ trước đó: 1) Giá Ure đang quanh US\$470/tấn và các hợp đồng tương lai trong 2023 đang dao động trong vùng US\$460-550/tấn (giá Ure bình quân 2022: US\$576/tấn, +21% CK; 2021: US\$475/tấn, +108% CK). (2) DCM, DPM đẩy mạnh thị trường xuất khẩu để tận dụng được sự mất cân đối nguồn cung trong bối cảnh xung đột Nga – Ukraine; 3) Tài chính vững mạnh với lượng tiền mặt dồi dào sau khi đạt đỉnh chu kỳ kinh doanh trong năm 2022.

## Chênh lệch giá dầu thô và sản phẩm tinh chế sụt giảm mạnh tạo áp lực lên biên lợi nhuận của các nhà máy lọc hóa dầu



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

## Giá dầu FO Singapore đang có xu hướng giảm sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận của DCM, DPM thông qua cơ chế tính giá khí đầu vào của Chính phủ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research



# Bất động sản - Ngóng chờ giải pháp cho ngành bất động sản

Nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ chưa hồi phục như kỳ vọng khi thị trường đón nhận nhiều yếu tố tác động tiêu cực trong 2022. Giá bán sơ cấp tiếp tục đà tăng phản ánh áp lực chi phí phát triển dự án, đồng thời, sự bất cân xứng trong cơ cấu nguồn cung vẫn tiếp diễn. Trong 2023, nguồn cung dự kiến gia tăng theo tiến độ bàn giao dự án, tuy nhiên, để duy trì tỷ lệ hấp thụ hiện tại, chúng tôi cho rằng mức tăng giá bán trên thị trường sơ cấp sẽ giảm tốc đối với phân khúc căn hộ và mức giá kỳ vọng đi ngang đối với phân khúc biệt thự/ nhà phố.

## Phân khúc căn hộ

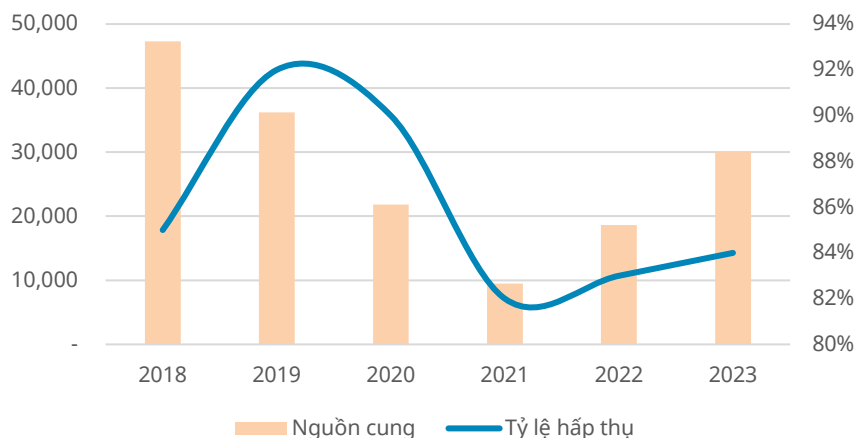
### Thị trường TP.HCM:

- Nguồn cung sẽ tiếp tục tăng trưởng trong Q4/2022, chủ yếu đến từ 18 dự án đang bàn giao và 4 dự án mới, nâng tổng nguồn cung lên xấp xỉ gần 20,000 căn hộ trong cả năm 2022, gấp đôi so với năm 2021. Tuy nhiên, tổng nguồn cung vẫn chưa quay lại được mức trước dịch Covid-19. Tỷ lệ hấp thụ chỉ tăng nhẹ, đạt 83% so với mức 82% trong 2021.
- Mức giá của tất cả các phân khúc tiếp tục đà tăng, đặc biệt trong Q3/2022, rõ rệt nhất là phân khúc hạng sang khi đã dần trở lại mức đỉnh được thiết lập cuối năm 2020. Giá bán sơ cấp trung bình toàn thị trường đạt 2,500 USD/m<sup>2</sup>, tăng 3.4% so với quý trước và 12% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Nguồn cung kỳ vọng tăng 61% CK trong 2023, với tỷ lệ hấp thụ dự kiến 84% và mức tăng giá bán sơ cấp sẽ giảm tốc về 4%-5% CK.

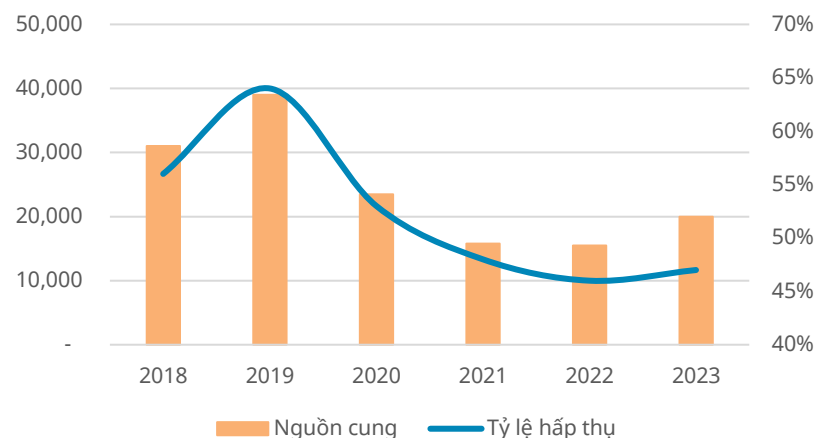
### Thị trường Hà Nội:

- Nguồn cung căn hộ chưa có dấu hiệu hồi phục, 9T2022 chỉ tăng trưởng nhẹ 3% CK đạt hơn 11,000 căn hộ và dự kiến xấp xỉ 15,000 căn trong năm 2022, tương đương số lượng của năm 2021. Trong 2023, nguồn cung dự kiến cải thiện 29% CK khi nhiều dự án được đẩy lùi thời gian bàn giao sang 2023. Tuy nhiên, tỷ lệ hấp thụ ước vẫn duy trì ở mức thấp 47%.
- Giá bán căn hộ trung cấp lập đỉnh, trong khi các phân khúc khác gần như không thay đổi. Giá bán sơ cấp trung bình đạt khoảng 47 triệu/m<sup>2</sup>, tăng 11% so với cùng kỳ, và cao hơn 53% so với trước dịch, chủ yếu nhờ sự đóng góp của phân khúc trung cấp.

### Phân khúc căn hộ thị trường HCM



### Phân khúc căn hộ thị trường Hà Nội



Nguồn: Savills, Mirae Asset Research Vietnam

# Bất động sản - Ngóng chờ giải pháp cho ngành bất động sản (tt.)

## Phân khúc biệt thự/ nhà phố

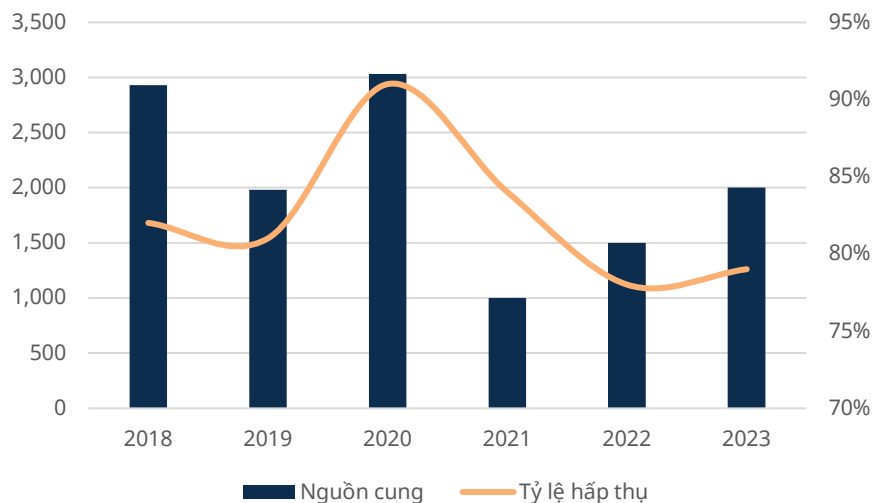
### Thị trường TP. HCM:

- Nguồn cung trong 9T2022 đạt khoảng 1,000 sản phẩm, bằng tổng nguồn cung của năm trước. Theo Savills, nguồn cung dự kiến tiếp tục tăng 33% trong 2023 với các dự án tập trung tại Thủ Đức, Bình Chánh, Bình Tân. Giá bán sơ cấp bình quân tăng mạnh 128% CK, đạt hơn 10,000 USD/m<sup>2</sup> trong Q3/2022 với sự tham gia của các dự án cao cấp như Global City (Quận 2), Senturia An Phú (Quận 2), Classia (Quận 9), ...
- Tuy nhiên, trong tình hình kinh tế khó khăn, tỷ lệ hấp thụ tiếp tục đà giảm sau khi đạt đỉnh vào năm 2020, và chúng tôi dự phóng sẽ chỉ đạt chưa tới 80% trong 2022, mức thấp nhất từ 2018 trở lại đây.

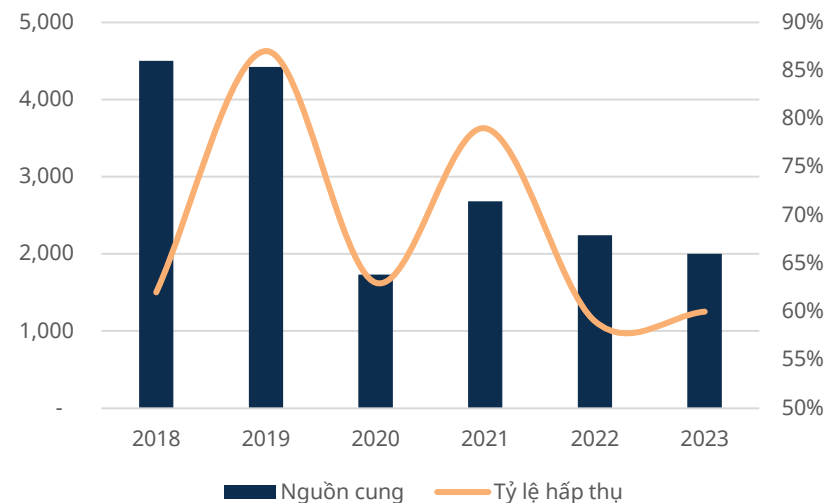
### Thị trường Hà Nội:

- Nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ đều sụt giảm trong 2022. Cụ thể, nguồn cung trong 9T2022 đạt khoảng 1,200 sản phẩm, chỉ bằng ½ tổng nguồn cung của năm trước. Dự kiến tổng nguồn cung trong 2022 giảm 16% CK với tỷ lệ hấp thụ khoảng 59%, thấp hơn so với mức 79% trong 2021. Chúng tôi dự phóng nguồn cung tại Hà Nội sẽ tiếp tục bị hạn chế trong tương lai do giới hạn của quỹ đất nội đô cũng như mặt bằng giá cao so với dự án tại các khu vực lân cận.
- Các sản phẩm mới đều ở phân khúc cao từ Vinhomes hay Bitexco đẩy giá sơ cấp tăng 36% so với cùng kỳ trong Q3/2022, giá bán thứ cấp cũng ghi nhận mức tăng từ 18% - 25%.

Phân khúc biệt thự/ nhà phố thị trường HCM



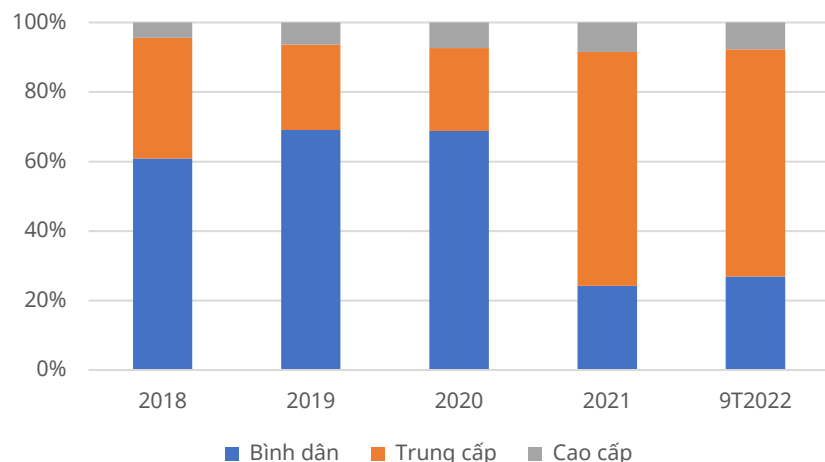
Phân khúc biệt thự/ nhà phố thị trường Hà Nội



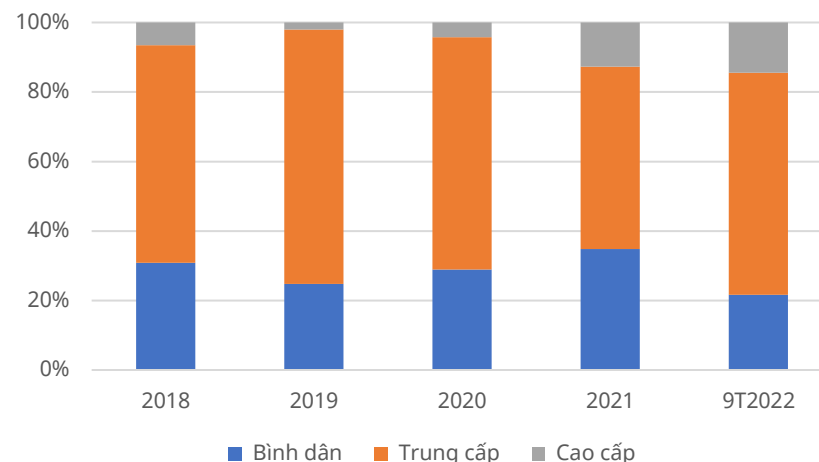
Nguồn: Savills, Mirae Asset Research Vietnam

# Bất động sản - Ngóng chờ giải pháp cho ngành bất động sản (tt.)

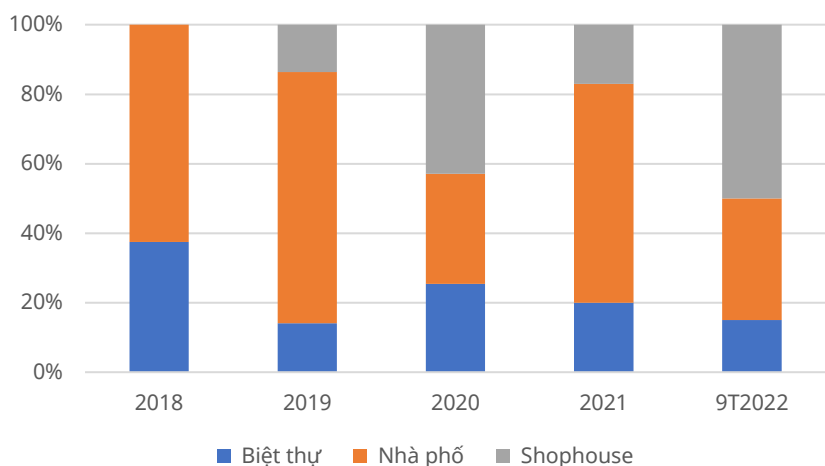
Tỷ trọng sản phẩm phân khúc căn hộ thị trường HCM



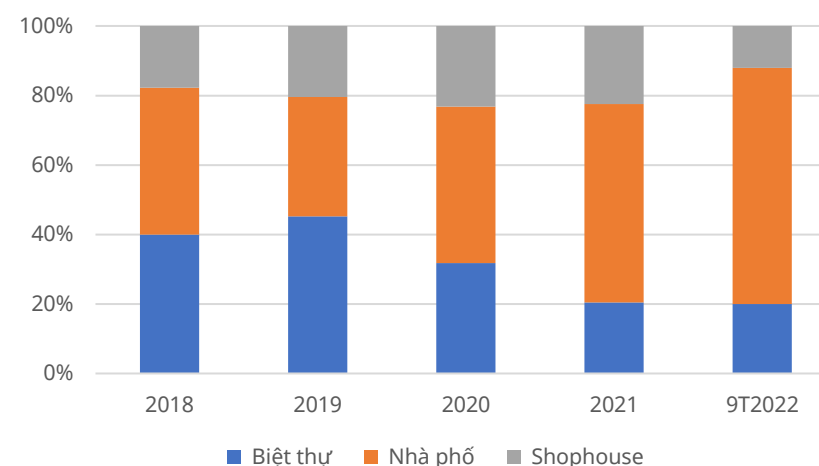
Tỷ trọng sản phẩm phân khúc căn hộ thị trường Hà Nội



Tỷ trọng sản phẩm phân khúc biệt thự/ nhà phố thị trường HCM



Tỷ trọng sản phẩm phân khúc biệt thự/ nhà phố thị trường Hà Nội



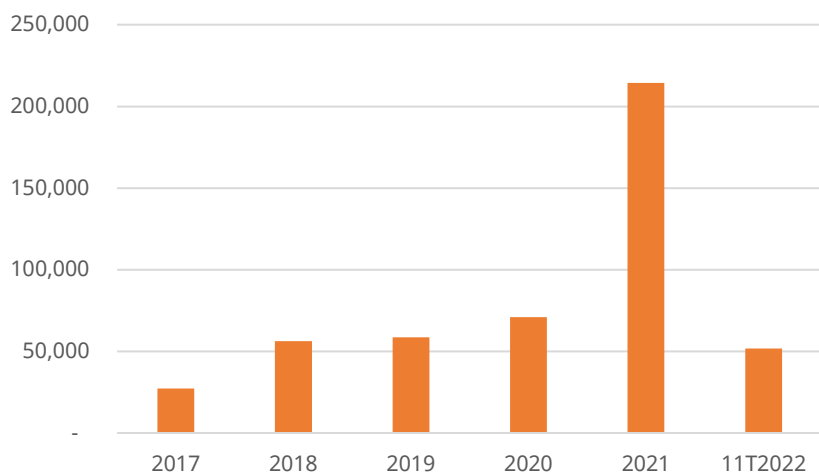
Nguồn: Savills, Mirae Asset Research Vietnam

# Bất động sản - Ngóng chờ giải pháp cho ngành bất động sản (tt.)

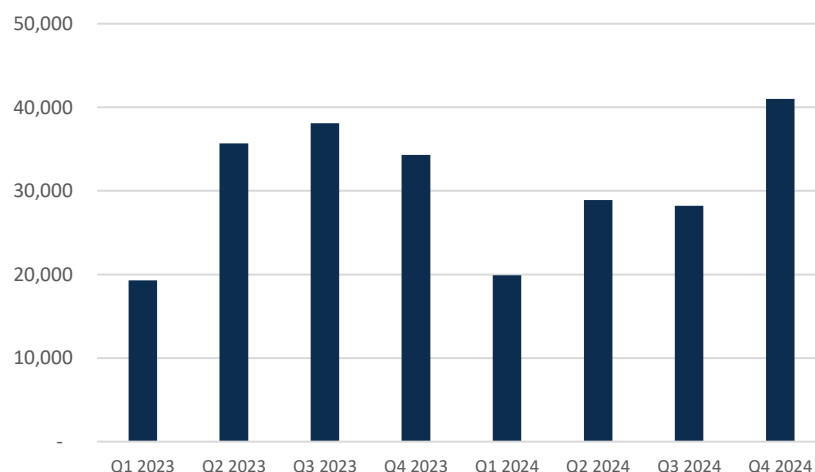
## Ngóng chờ giải pháp cho ngành bất động sản

- **Dự kiến sẽ có nhiều giải pháp tháo gỡ cho ngành bất động sản:** Gần đây đã có nhiều kiến nghị nhằm vực dậy ngành bất động sản, có thể kể đến như đề xuất hỗ trợ 2% lãi suất cho người mua nhà dưới 2 tỷ. Bên cạnh đó, Nghị định 65 cũng đang được Chính phủ xem xét sửa đổi để gỡ khó cho doanh nghiệp. Nhiều quy định liên quan đến nâng chuẩn nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, xếp hạng tín nhiệm với trái phiếu sẽ lùi thời điểm thực hiện sang năm 2024 thay vì áp dụng ngay. Ngoài ra một số nội dung như thay đổi kỳ hạn trái phiếu hay chuyển đổi trái phiếu lấy tài sản hay chuyển thành khoản vay cũng được nói lỏng hơn cho doanh nghiệp.
- **Kỳ vọng hồi phục từ 6T cuối 2023: Trường hợp các đề xuất trên được triển khai, chúng tôi kỳ vọng thanh khoản ngành bất động sản sẽ được giải tỏa đáng kể.** Theo đó, KQKD của các doanh nghiệp trong ngành có khả năng tăng trưởng trở lại từ nửa cuối 2023. Đối với Vingroup, chúng tôi cho rằng mảng bất động sản sẽ khả quan hơn, tuy nhiên, dự phóng tập đoàn vẫn phải bù lỗ cho mảng xe điện trong tương lai gần.

Giá trị trái phiếu bất động sản phát hành (tỷ đồng)



Giá trị trái phiếu bất động sản đáo hạn (tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

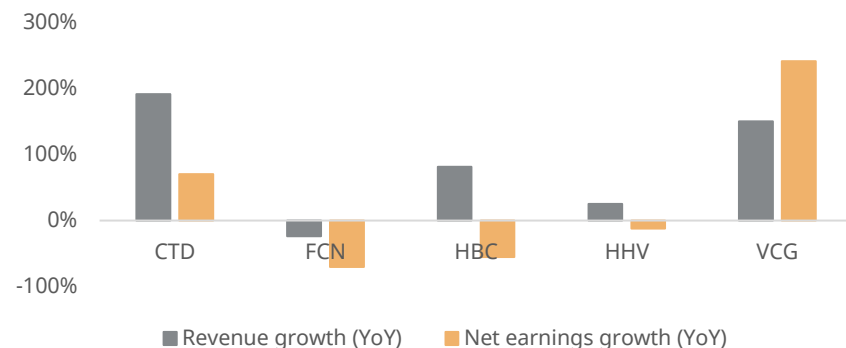
# Xây dựng - Công nghiệp & hạ tầng: Dư địa cho tăng trưởng

## Mảng dân dụng: Sự cạnh tranh gia tăng

## Phân khúc công nghiệp & hạ tầng: Dư địa cho tăng trưởng

- Ngành Xây dựng trải qua năm 2022 với nhiều khó khăn khi doanh thu và lợi nhuận sụt giảm. Nguyên nhân:
  - 6T đầu 2022, chi phí nguyên vật liệu xây dựng biến động mạnh, giá cả vật liệu xây dựng như thép, xi măng, bê tông, gạch nung...đều tăng ở mức 2 con số, phổ biến từ 20%-50% so với cuối 2021. Trong khi đó, hợp đồng được ký từ trước và có độ trễ giữa thời điểm trúng thầu và thi công, khiến cho chênh lệch giữa mức giá đấu thầu và thi công thực tế càng lớn, từ đó ăn mòn mạnh biên lợi nhuận – thậm chí lỗ - của doanh nghiệp.
  - 6T cuối 2022, nguồn khách hàng đầu vào là các doanh nghiệp bất động sản bị ảnh hưởng nặng từ những biến động thị trường trái phiếu doanh nghiệp, khiến các chủ đầu tư chịu áp lực về thanh khoản, từ đó tiến độ phát triển các dự án bất động sản bị chậm lại.
- Kết quả kinh doanh của 95 doanh nghiệp Xây dựng niêm yết trong Q3/2022 phản ánh bức tranh toàn ngành:
  - 46 công ty báo lỗ
  - 33 công ty tăng trưởng âm về doanh thu
  - 56 công ty tăng trưởng lợi âm về nhuận sau thuế
- Chúng tôi lưu ý doanh thu và lợi nhuận Q3/2021 ở mức nền thấp do tác động từ lock-down, tuy nhiên con số Q3/2022 thể hiện kết quả không tích cực.
- Trong bối cảnh thị trường bất động sản dự kiến còn nhiều khó khăn trong 2023, phân khúc xây dựng dân dụng dự có khả năng thu hẹp, dự kiến chỉ một số ít chủ đầu tư có tiềm lực mạnh đủ năng lực triển khai dự án mới. Theo đó, sự cạnh tranh trong mảng dân dụng sẽ trở nên gay gắt hơn nữa trong 2023. Ngược lại, phân khúc nhà xưởng-khu công nghiệp và hạ tầng là hai phân khúc còn dư địa cho tăng trưởng.

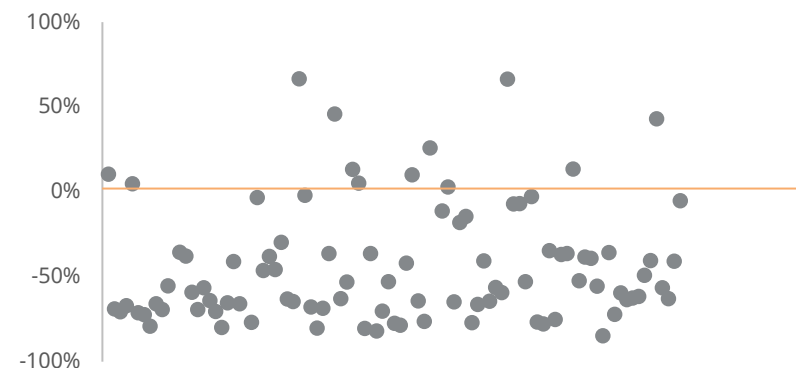
KQKD một số doanh nghiệp đầu ngành Q3/2022



(\* LNR CTD: Q3/2021 -12 tỷ đồng, Q3/2022 -4 tỷ đồng)

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Research Vietnam

Diễn biến giá cổ phiếu (1/1 - 27/12/2022)



# Xây dựng - Công nghiệp & hạ tầng: Dư địa cho tăng trưởng (tt.)

## Kỳ vọng Đầu tư công tăng tốc

- Tính từ đầu năm đến 30/11/2022, giải ngân vốn đầu tư công đạt 338,319 tỷ đồng. Tỷ lệ ước giải ngân 11T2022 đạt 52.43% kế hoạch. Nếu so với kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao, thì tỷ lệ giải ngân đạt 58.33%, thấp hơn so với cùng kỳ năm 2021 đạt 63.86%; trong đó vốn trong nước đạt 60.25%, cùng kỳ năm 2021 đạt 69.19%; vốn nước ngoài đạt 27.99%, cùng kỳ năm 2021 đạt 21.51%.
- Cập nhật tiến độ Cao tốc Bắc Nam:
  - ☐ Giai đoạn 1 (2017-2020): Ước tính đến 31/10/2022, dự án giải ngân được 9,569 tỷ đồng, đạt 61.8% kế hoạch năm 2022 (15,484 tỷ đồng).
  - ☐ Giai đoạn 2 (2021-2025): Ước tính đến 30/11/2022, dự án giải ngân được 3,222 tỷ đồng, đạt 37.5% kế hoạch năm 2022 (8,591 tỷ đồng). Đáng chú ý đối với giai đoạn 2, dự kiến 12/25 gói thầu sẽ được khởi công vào những ngày cuối cùng của năm 2022, 13 gói thầu còn lại dự kiến sẽ được khởi công vào Q1/2023. Tổng giá trị của 25 gói thầu ước tính 115,770 tỷ đồng.
- Quốc hội đã thông qua kế hoạch đầu tư công năm 2023 với tổng số vốn trên 700,000 tỷ đồng, tăng khoảng 25% (khoảng 140,000 tỷ đồng) so với kế hoạch năm 2022. Trong số đó, Bộ GTVT được giao 94,161 tỷ đồng, gấp 1.7 lần năm 2022 và là con số lớn nhất lịch sử.
- Trong bối cảnh các động lực khác của nền kinh tế là xuất khẩu và tiêu dùng có xu hướng chậm lại, chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ là công cụ hỗ trợ đắc lực cho tăng trưởng và kích cầu đầu tư, tạo hiệu ứng lan tỏa cho nhiều nhóm ngành nghề của nền kinh tế.

## Lựa chọn cổ phiếu

- Đối với Cao tốc Bắc Nam Giai đoạn 2, Bộ GTVT được chỉ định thầu và ưu tiên các nhà thầu có năng lực và kinh nghiệm thi công Giai đoạn 1. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp niêm yết đã tham gia vào Giai đoạn 1 như VCG, C4G, HHV, DPG sẽ có lợi thế khi tham gia vào Giai đoạn 2.
- Thị trường bất động sản dự kiến còn nhiều khó khăn, tuy nhiên vẫn có một số ít chủ đầu tư có tiềm lực đủ mạnh để triển khai dự án mới. Chúng tôi kỳ vọng một số ít các nhà thầu lớn với thương hiệu và năng lực đã được khẳng định, và có tình hình tài chính vững mạnh có thể tiếp tục hoạt động trong phân khúc khó khăn này. Một số doanh nghiệp hàng đầu tiêu biểu là: CTD, HBC, Central, Delta, Ricons.
- Chúng tôi lựa chọn 2 doanh nghiệp CTD và VCG với kỳ vọng tích cực cho 2023:
  - ☐ CTD: Thị giá đang nằm sâu dưới giá trị sổ sách (BVPS: 110,948 đồng/cp). Sau thời gian dài biến động, cấu trúc thượng tầng của công ty dần ổn định, gần như đã hoàn thành xong giai đoạn tái cấu trúc doanh nghiệp. Trong thời gian sắp tới, ngoài 2 mảng truyền thống là phân khúc bất động sản dân dụng và nhà xưởng khu công nghiệp, CTD tiếp tục thực hiện chiến lược đa dạng hóa khi bắt đầu tham gia nhiều hơn vào các công trình hạ tầng.
  - ☐ VCG: Là công ty có thương hiệu và bề dày lịch sử với nhiều kinh nghiệm thi công các công trình về hạ tầng, giao thông, các công trình công nghiệp. Với việc đang tham gia thi công 5 gói thầu Cao tốc Bắc Nam Giai đoạn 1, VCG được kỳ vọng sẽ có lợi thế khi Bộ GTVT áp dụng hình thức chỉ định thầu cho các gói thầu Giai đoạn 2.

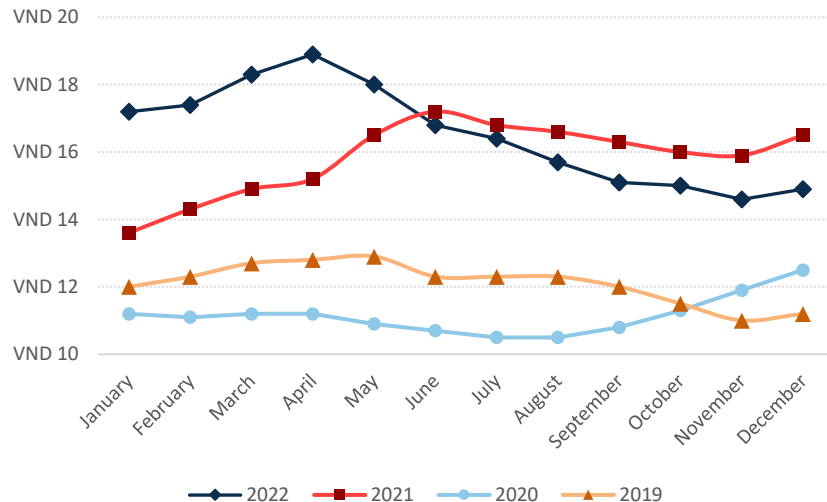
# Thép/Tôn mạ – Khó khăn đang dần qua đi

## Áp lực dồn dập trong 2022

- Trong tháng 11/2022, sản lượng thép và tôn mạ toàn ngành tiếp tục sụt giảm mạnh, chỉ đạt 1.66 triệu tấn (-37.8% CK) (theo FiinPro). Tính hết 11T2022, sản lượng thép toàn ngành đạt 24 triệu tấn (-15% CK).
- Đối với mảng xuất khẩu, thép xây dựng và ống thép là điểm sáng duy nhất về tăng trưởng, với sản lượng xuất khẩu 11T2022 đạt 2.13 triệu tấn (+5.2% CK). Tổng sản lượng xuất khẩu 11T2022 ghi nhận kết quả khiêm tốn ở mức 5.45 triệu tấn (-21.5% CK), trong đó sản lượng xuất khẩu tôn mạ sụt giảm mạnh nhất, về mức 1.9 triệu tấn (-38.5% CK).
- Thị trường xây dựng hiện tại đang trong giai đoạn khó khăn khi lãi suất vay mua nhà ước tăng từ 7.5 – 8.5% trong năm 2021 lên trên 11% vào Q4/2022. Việc siết chặt tín dụng cho bất động sản ảnh hưởng tiêu cực đến toàn bộ ngành vật liệu xây dựng. Chúng tôi cho rằng ngành bất động sản sẽ tiếp tục trầm lắng trong 6T2023, kéo theo nhu cầu thép trong nước sẽ khó có sự tăng trưởng mạnh.
- Bên cạnh đó, lạm phát cao trên toàn cầu sẽ ảnh hưởng nhu cầu xây dựng ở các thị trường xuất khẩu chính của ngành thép – tôn mạ như Châu Âu hay Châu Mỹ.

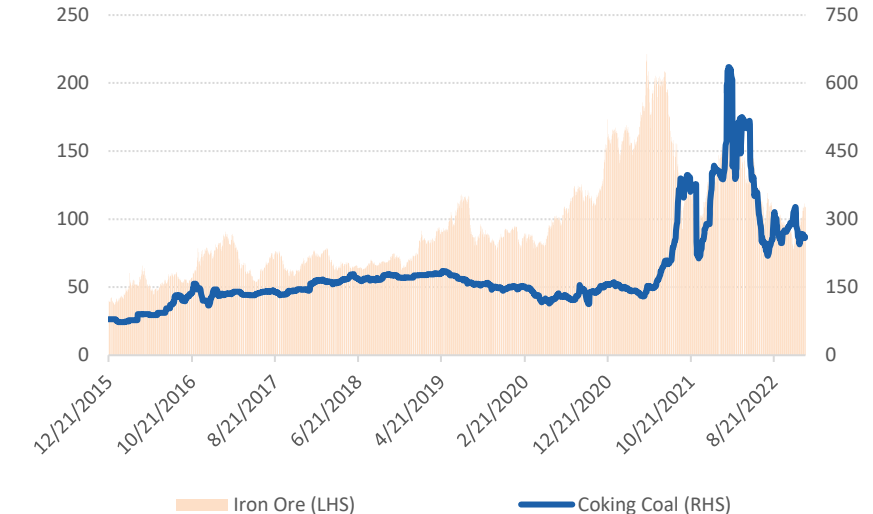
### Diễn biến giá thép xây dựng trong nước

Triệu đồng/tấn



### Giá quặng sắt và than cốc 12/2015 -12/2022

USD/tấn



Nguồn: Fiinpro, VSA, Mirae Asset Research Vietnam

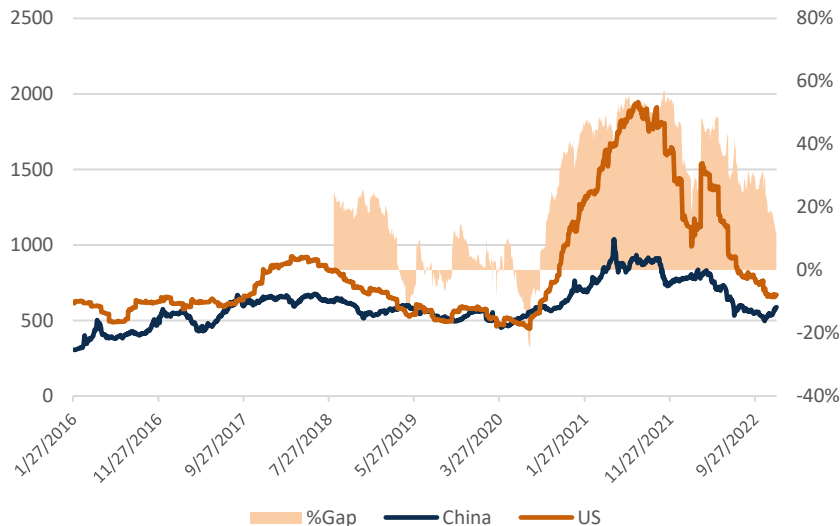
Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

# Thép/Tôn mạ – Khó khăn đang dần qua đi (tt.)

## Hàng tồn kho giá cao dự kiến được hấp thụ toàn bộ đến hết Q1/2023

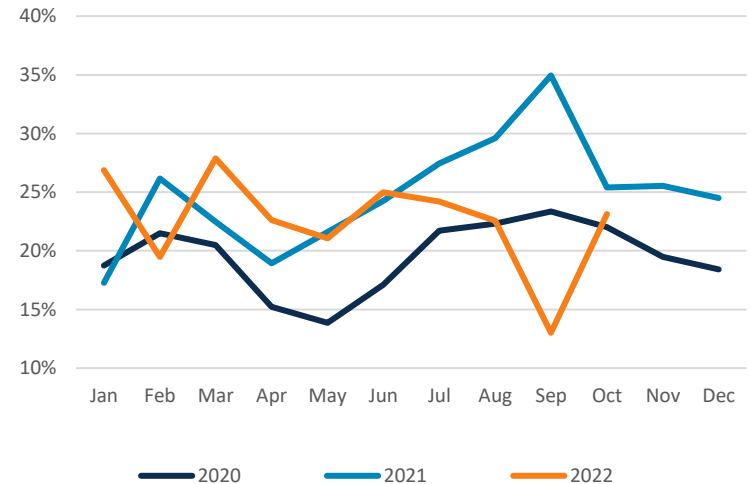
- Sự sụt giảm nhu cầu sắt thép đã đẩy mạnh tỷ lệ tồn kho, qua đó buộc giá thép xây dựng giảm để đẩy đi lượng tồn kho giá cao trong T1-T8/2022. Chúng tôi ước tính lượng hàng tồn kho giá cao đã giảm nhiều trong Q3/2022 và dự phóng đến hết Q1/2023, hầu hết các công ty thép sẽ hoàn tất bán các hàng tồn kho giá cao.
- Cho cả năm 2022, chúng tôi dự phóng sản lượng thép toàn ngành năm 2022 sẽ đạt 27 triệu tấn (-12.5% CK), sản lượng xuất khẩu đạt mức 6.28 triệu tấn (-17% CK) và sản lượng thép tiêu thụ nội địa đạt 20.7 triệu tấn (-12% CK). Năm 2023, chúng tôi dự phóng sản lượng thép toàn ngành sẽ đạt 26 triệu tấn (-3.7% CK), trong đó sản lượng xuất khẩu đạt mức 5.9 triệu tấn (-6% CK) và sản lượng thép tiêu thụ nội địa chỉ đạt 20.09 triệu tấn (-3% CK).
- Lợi nhuận toàn ngành thép trong Q4/2022 sẽ tiếp tục ở mức thấp hoặc lỗ do giá thép trong nước đã giảm 20% từ đỉnh T4/2022. Lợi nhuận ngành trong 2023 dự kiến chỉ ở mức 50% so với giai đoạn đỉnh cao Q4/2020 – Q1/2022, tuy nhiên, theo góc nhìn tích cực thì thời điểm khó khăn nhất đang dần qua đi và lợi nhuận ngành kỳ vọng ghi nhận dương trở lại từ Q2/2023.

Chênh lệch giữa giá HRC Trung Quốc và Mỹ



Nguồn: FiinPro, VSA, Mirae Asset Research Vietnam

Tỷ lệ xuất khẩu/tổng sản lượng tiêu thụ thép giai đoạn 2020 - 2022





# CTCP Dược Hậu Giang (HOSE: DHG)

## Điểm bật của tăng trưởng dài hạn

Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeeasset.vn

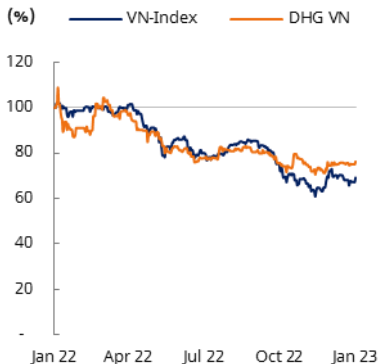
(Cập nhật)	MUA
<b>Giá mục tiêu (VND, 12T)</b>	<b>107,900</b>
Thị giá (30/12/22)	84,900
Lợi nhuận kỳ vọng	27%

LNST (23F, tỷ đồng)	1,085
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (23F, %)	10
P/E (23F, x)	10
Vốn hóa (tỷ đồng)	11,283
SLCP đang lưu hành(triệu cp)	131
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	5.6
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	54.2
Giá thấp nhất 52 tuần	78,000
Giá cao nhất 52 tuần	123,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	2.4	-1.3	-23.6
Tương đối	6.4	9.9	7.2

### Điểm nhấn đầu tư

- Trong 9T2022, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng (LNR) của DHG lần lượt đạt 3,722 tỷ (+13.8% CK) và 752 tỷ (+24% CK). Việc kết thúc dẫn cách xã hội, cộng với những thay đổi tích cực trong chính sách bán hàng và quản trị đã giúp DHG tăng trưởng vượt 10% kế hoạch lợi nhuận trước thuế 2022 chỉ trong 9T2022, dẫn dắt bởi hầu hết các dòng thuốc thị trường OTC và các hợp đồng OEM cho đối tác Nhật Bản.
- Trái ngược với các công ty phụ thuộc lớn vào kênh ETC, đang chịu ảnh hưởng bởi chính sách đấu thầu thuốc và áp lực chi phí nguyên liệu khiến biên lợi nhuận suy giảm, DHG vẫn tiếp tục tăng trưởng năm thứ ba liên tiếp với sự dẫn dắt từ mảng OTC. Đặc biệt, khi Covid-19 diễn ra, chúng tôi đánh giá DHG đã được hưởng lợi lớn khi các dòng hạ sốt giảm đau như Hapacol, kháng sinh như Haginat & Klamentin được sử dụng rộng rãi. Kết hợp với lợi thế chuỗi phân phối rộng khắp (27,000 nhà thuốc toàn quốc/50% tổng số nhà thuốc), chúng tôi ước tính doanh thu của DHG năm 2022 đạt 4,477 tỷ (+11.8% CK). Trong đó, dòng sản phẩm được hưởng lợi nhất từ Covid là hạ sốt giảm đau, ước tính doanh thu đạt mức 1,074 tỷ đồng (+16.7% CK), chiếm 24% tổng doanh thu 2022 (sv. 20%/tổng doanh thu 2019).
- Chúng tôi cho rằng lợi thế về mặt công nghệ từ Taisho cũng như những thay đổi về chính sách quản trị đã giúp DHG đi ngược tình hình chung. 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 EU/Japan-GMP với tổng mức đầu tư gần 700 tỷ. Đây 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. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2022F / 2023F lần lượt 4,477 tỷ (+11.8% CK) / 4,949 (+10.6% CK). Dự phóng LNR của DHG trong năm 2022F / 2023F lần lượt đạt 980 tỷ (+26.3% CK) / 1,085 tỷ (+10.8% CK).



Năm (31/12)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F
Doanh thu ròng (Tỷ VND)	3,882	3,897	3,756	4,003	4,477	4,949
Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND)	706	691	809	861	1,035	1,168
Biên LNHD (%)	18.2%	17.7%	21.5%	21.5%	23.1%	23.6%
LNR(tỷ VND)	651	631	739	776	980	1,085
EPS (VND)	4,982	4,830	5,651	5,935	7,494	8,302
ROE (%)	16.8%	16.2%	19.7%	19.4%	21.9%	21.9%
P/E (x)	14.3x	18.4x	18.4x	16.3x	13.9x	10.1x
P/B (x)	2.7x	2.5x	3.4x	3.0x	2.9x	1.7x

Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

# Tổng CT Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam (UPCoM: VEA)

## Đi qua cơn bão

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

(Cập nhật)	MUA
<b>Giá mục tiêu (VND, 12T)</b>	<b>51,700</b>
Thị giá (30/12/22)	40,800
Lợi nhuận kỳ vọng	27%

LNST (23F, tỷ đồng) 7,836

Kỳ vọng thị trường(23F, tỷ đồng) NA

Tăng trưởng EPS(23F, %)

P/E (23F, x) 6.5

Vốn hóa (tỷ đồng) 52,355

SLCP đang lưu hành(triệu cp) 1,329

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) 11.5

Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%) 5.1

Giá thấp nhất 52 tuần 31,500

Giá cao nhất 52 tuần 52,500

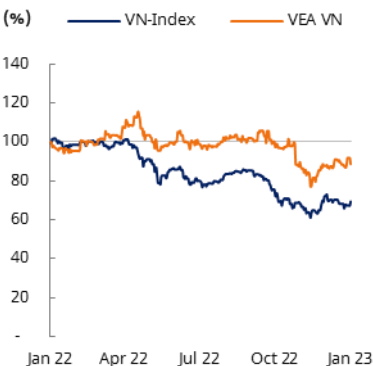
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	1.0	-9.4	-11.3
Tương đối	4.9	1.6	19.5

### Điểm nhấn đầu tư

- Thị trường ô tô: Theo số liệu của VAMA và TC Motor (không bao gồm Vinfast), doanh số 9T2022 đạt 352,732 (+51.3% CK). Chúng tôi cho rằng với một thị trường có tầng lớp trung lưu tăng nhanh (2021: 13% dân số, 2026F: 26% dân số, nguồn: Bộ Lao động – Thương binh và Xã hội) và tỷ lệ sở hữu ô tô còn thấp (2021: 4.6% dân số, nguồn: Nikkei Asia), thị trường ô tô sẽ tiếp tục tăng trưởng trong giai đoạn 2022 – 2023. Chúng tôi dự phóng doanh số ô tô của cả thị trường năm 2022 đạt 584,814 chiếc (+45% CK) và sẽ chậm lại trong năm 2023, ước đạt 643,296 chiếc (+10% CK).
- Thị trường xe máy: Thị trường xe máy Việt Nam trong Q3/2022 chứng kiến sự hồi phục mạnh mẽ với doanh số đạt 762,154 xe (+207.65% CK). Tính tổng 9T2022, doanh số thị trường xe máy đạt 2.18 triệu chiếc (+25.2% CK). Tuy nhiên, thị trường xe máy đã bước vào đoạn bão hòa khi ước tính lượng xe lưu thông đạt trên 54 triệu chiếc. Do đó chúng tôi dự phóng doanh số xe máy bán ra năm 2023 đạt 3 triệu xe (+3% CK) và Honda vẫn sẽ chiếm khoảng 75% thị phần xe máy tại Việt Nam.

### Thị trường xe hồi phục, lợi nhuận được chia từ Honda và Toyota gia tăng trong 2022 / 2023

- Với xu hướng lãi tiền gửi đã tăng gần 2% trong Q3/2022, chúng tôi dự phóng thu nhập tài chính của VEA năm 2022 / 2023 lần lượt đạt 845 tỷ (+19% CK) / 943 tỷ (+12% CK).
- Chúng tôi ước tính lợi nhuận được chia từ công ty liên doanh liên kết của VEA trong năm 2022 / 2023 lần lượt đạt 6,134 tỷ (+18.5% CK) / 7,062 tỷ (+15.1% CK). VEA được hưởng lớn lợi nhờ sự chiếm lĩnh của Honda ở thị trường xe máy và Toyota luôn duy trì ở top 3 thị phần ô tô.
- Với cơ cấu tài chính lành mạnh và lượng tiền mặt chiếm trên 45% tổng tài sản, chúng tôi sử dụng phương pháp DDM để định giá VEA với mức chiết khấu WACC 11.8%. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VEA với giá mục tiêu VND51,700/cp. Cổ tức dự phóng 5,000 – 5,500 đồng/CP, tương ứng tỷ suất cổ tức 12% - 14%/năm.



Năm (31/12)	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Doanh thu (Tỷ VND)	7,070	4,488	3,667	4,019	4,570	4,766
Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND)	(63)	(592)	(299)	56	(5)	(13)
Biên LNHD (%)	-0.9%	-13.2%	-8.1%	1.4%	-0.1%	-0.3%
LNST (tỷ VND)	7,010	7,280	5,552	5,751	6,715	7,836
EPS (VND)	5,276	5,479	4,166	4,320	5,087	5,937
ROE (%)	28.4%	27.3%	22.1%	24.5%	28.4%	32.4%
P/E (x)	8.6x	9.2x	12.0x	11.6x	7.3x	6.5x
P/B (x)	2.4x	2.3x	2.4x	2.6x	2.9x	2.8x

Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

## Phụ lục – Danh mục theo dõi

Mã CK	Ngành	Vốn hóa (tỷ đồng)	Vốn hóa (triệu USD)	KLBQ 12T	P/E	Tăng trưởng EPS (CK/12T)	Thông tin cập nhật
REE	Tiện ích	25,518	1,077	929,135	9.2	18%	Platinum Victory Pte.Ltd tiếp tục đăng ký mua hơn 4.8 triệu cp REE, nhằm nâng tỷ lệ sở hữu từ 33.64% lên 34.99%. Thời gian giao dịch dự kiến từ 29/12/2022-27/01/2023.
VSH	Tiện ích	7,536	318	191,302	7.0	32%	9T2022, VSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,122 tỷ đồng (+117% CK) và LNST đạt 882 tỷ đồng (+353% CK), lần lượt hoàn thành 105% và 168% kế hoạch cả năm. Lượng mưa lớn hơn ở khu vực Nam Trung Bộ và Tây Nguyên đã giúp lượng nước dự trữ tăng cao và sản lượng điện thương phẩm tăng lên 1,786 triệu kWh (+66% CK).
KBC	Khu công nghiệp	17,540	740	7,163,903	7.8	771%	ĐHCD bất thường lần thứ 2 đã thông qua kế hoạch chia cổ tức năm 2023 bằng tiền với tỷ lệ là 20% (2,000 đồng/cp) và mua lại 100 triệu cổ phiếu quỹ (tương đương 13% khối lượng cổ phiếu lưu hành).
HAG	Nông nghiệp	7,976	337	20,076,577	7.7	48%	11T2022, HAG ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế đạt 4,100 tỷ đồng và 1,115 tỷ đồng. Trong đó, mảng chăn nuôi đạt 1,349 tỷ đồng; nhóm cây ăn trái đạt 2,132 tỷ đồng và các mảng khác cũng mang về 619 tỷ đồng.

# Phụ lục – Danh mục theo dõi (tt.)

Mã CK	Ngành	Vốn hóa (tỷ đồng)	Vốn hóa (triệu USD)	KLBQ 12T	P/E	Tăng trưởng EPS (CK/12T)	Thông tin cập nhật
PVT	Vận tải dầu khí	6,991	295	3,069,438	8.5	27%	PVT ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng 2022 đạt 9,150 tỷ đồng (+22.7% svck) và 1,094 tỷ đồng (+65.8% svck), vượt tương ứng 41%/128% kế hoạch nhờ vào thị trường kinh doanh diễn biến thuận lợi.
TLG	Hàng tiêu dùng	3,874	163	204,847	7.7	25%	TLG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng 9T2022 đạt 2,780 tỷ đồng (+48% svck) và 404 tỷ đồng (+124% svck).

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Danh mục theo dõi được lựa chọn theo các tiêu chí:

- 1) Vốn hóa > 3,000 tỷ đồng
- 2) Khối lượng giao dịch bình quân 12T > 100,000 CP
- 3) P/E hiện tại < P/E VNIndex
- 4) Tăng trưởng EPS 12T gần nhất > Bình quân VN- Index

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.			

# Phụ lục

## 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 vì 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 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.

## Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.