

BÁO CÁO MID & SMALL CAP

Tư vấn đầu tư Khách hàng cá nhân
Tháng 2/2024



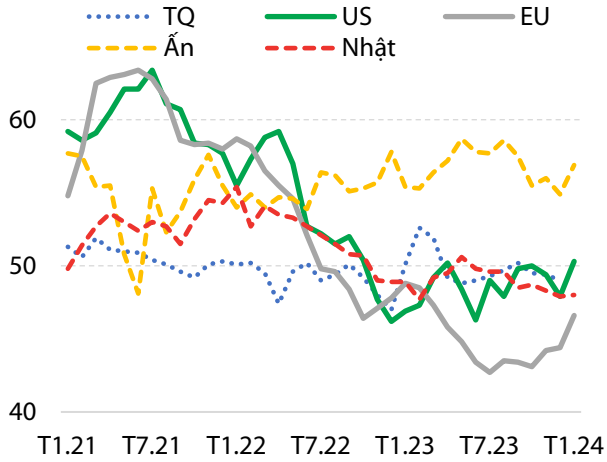


VĨ MÔ

HƯỚNG TỚI MỘT NĂM KINH TẾ KHỎI SẮC!

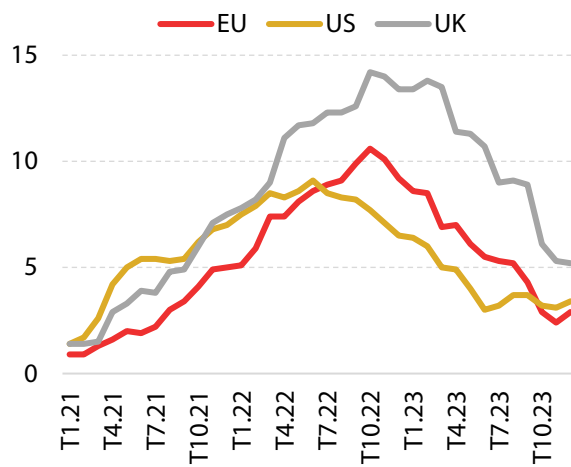


Hình 1: Chỉ số PMI của một số quốc gia



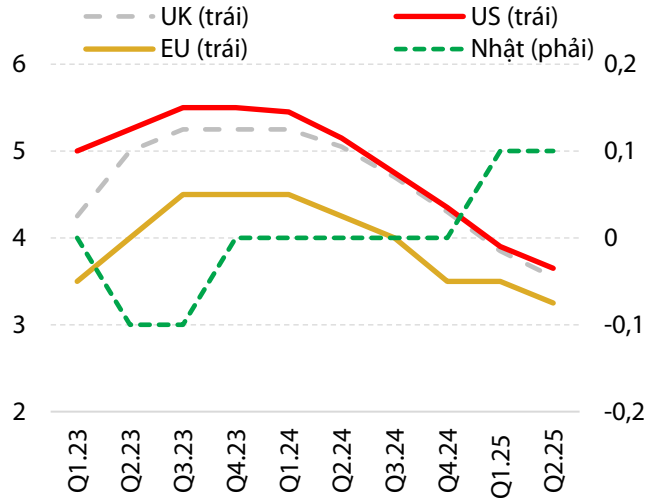
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Chỉ số CPI tại Mỹ, EU & UK (%)



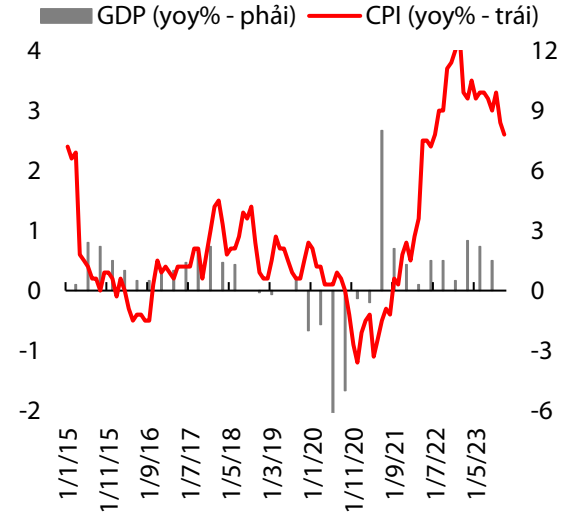
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Dự báo cắt giảm lãi suất các NHTW



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Lạm phát và GDP của Nhật

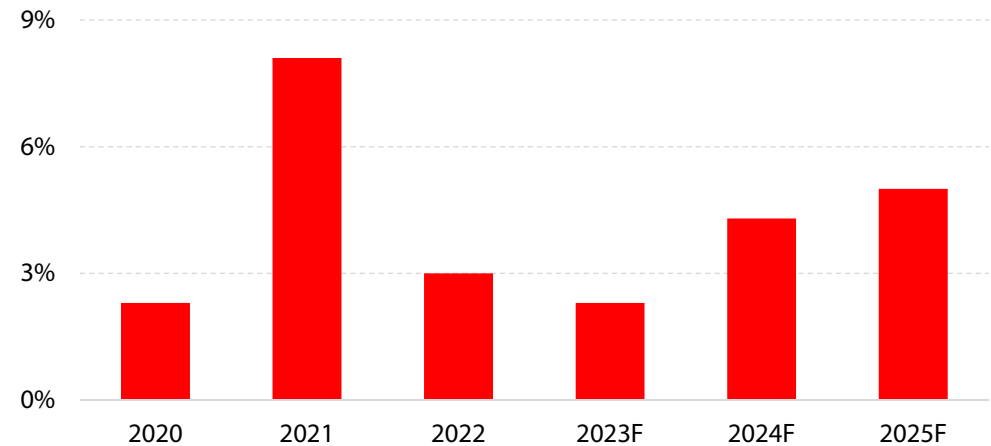


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Sự đồng thuận chung có được từ dữ liệu kinh tế của các trụ cột chính như Mỹ và EU đều cho thấy suy thoái có thể chưa xảy ra và lãi suất đã đạt đỉnh khi CPI đang đi đúng hướng về gần mức mục tiêu, thị trường việc làm vẫn thắt chặt cùng tăng trưởng GDP ở mức dương với kim ngạch xuất nhập khẩu, tăng trưởng bán lẻ... hồi phục. Bám sát theo xu hướng này, kịch bản đảo chiều cắt giảm lãi suất của các NHTW khi lạm phát hạ nhiệt (kỳ vọng cả năm giảm xuống dưới 3%) và kinh tế tăng trưởng dương nhưng ở mức độ chậm, trong khi nền kinh tế Trung Quốc dần hồi phục khi các gói kích thích được đẩy mạnh và thẩm thấu là đích đến cho kịch bản cơ sở của kinh tế vĩ mô toàn cầu năm 2024.
- Mặt khác, dù triển vọng của kinh tế vĩ mô toàn cầu dần có sáng hơn nhưng vẫn còn nhiều mối nguy tiềm tàng xung quanh, nổi bật là rủi ro liên quan đến địa chính trị có nguy cơ mở rộng hay rủi ro thay đổi chính sách kinh tế, đối ngoại sau bầu cử của nhiều quốc gia trên toàn cầu (lưu ý năm 2024 có nhiều cuộc bầu cử diễn ra) làm tăng thêm biến động của thị trường trong thời gian tới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các rủi ro này chỉ mang tính cục bộ, diễn ra trong thời gian ngắn và khó tác động lên diện rộng. Đơn cử như giá cước vận chuyển chỉ chiếm phần nhỏ trong tổng chi phí hàng hóa, trong khi giá dầu khó có thể tăng mạnh khi nhu cầu thế giới yếu do tăng trưởng kinh tế chưa cao.
- Tổng kết lại, nếu như cách thức suy thoái là biến số được quan tâm trong năm 2023 thì năm 2024 tốc độ hạ lãi suất của các NHTW, trong đó đi đầu là FED và mức độ hồi phục của Trung Quốc là yếu tố quan trọng hàng đầu. Khi lạm phát cùng các mục tiêu vĩ mô khác như tỷ lệ thất nghiệp, kim ngạch XNK hay tiêu dùng bán lẻ đi đúng hướng thì việc giảm dần những đợt điều chỉnh hạ lãi suất, bắt đầu từ Q2 hoặc Q3/2024 là kỳ vọng chung đang được thế giới hướng đến. Đối lại, khi có cú sốc từ địa chính trị hay trong tăng trưởng kinh tế xảy ra sẽ là điểm mìn cho bối cảnh chung và có thể dẫn tới suy thoái kinh tế toàn cầu. Hay nói cách khác, diễn biến kinh tế vĩ mô của một số quốc gia, khu vực quan trọng như Mỹ và EU được kỳ vọng sẽ định hình xu hướng chung của thế giới trong năm 2024.

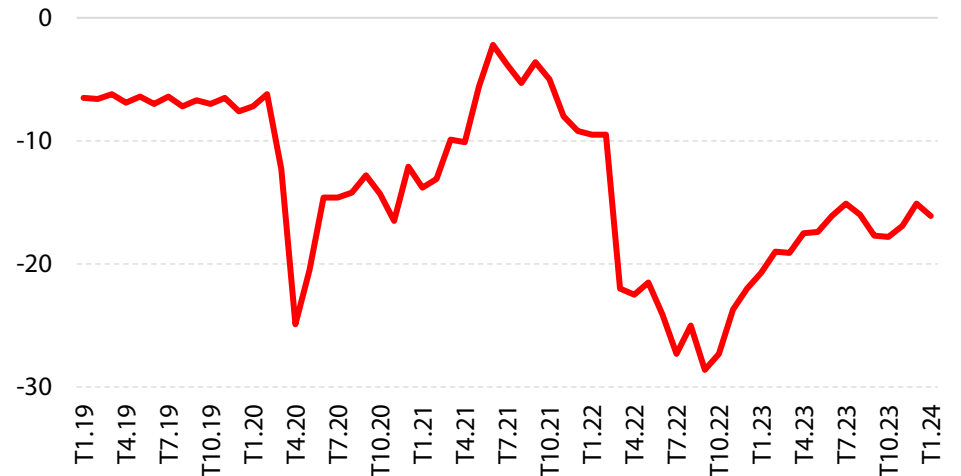
- **Mỹ:** Nhờ đẩy mạnh chi tiêu đầu tư của khu vực dân cư và chi tiêu Chính phủ giúp nền kinh tế Mỹ ghi nhận đà tăng trưởng dẻo dai trong năm 2023. Tuy nhiên, vấn đề chi phí vốn đang gây áp lực lên kế hoạch mở rộng đầu tư cho doanh nghiệp và suy giảm trong hoạt động sản xuất của nước này, trong khi động lực từ ngành dịch vụ cũng đang giảm dần. Do đó, nền kinh tế Mỹ nhiều khả năng sẽ tăng trưởng chậm hơn trong 1-2 quý tới trước khi phục hồi tốt hơn khi nhu cầu đầu tư tăng lên trong bối cảnh mặt bằng lãi suất quay đầu giảm.
- **Trung Quốc:** Kinh tế đã có những tín hiệu tích cực hơn dù chưa rõ ràng, các biện pháp kích thích kinh tế của Chính phủ như: dỡ bỏ các hạn chế về sở hữu bất động sản (BDS), giảm lãi suất cho vay, hay cung cấp tài chính cho chính quyền địa phương và nới lỏng điều kiện vay... đã hỗ trợ cho sự hồi phục chung. Tuy nhiên mức độ phục hồi còn chậm và thiếu vắng động lực từ nguồn vốn đầu tư từ nước ngoài. Trong năm 2024, kỳ vọng Trung Quốc tiếp tục triển khai thêm các biện pháp kích thích bổ sung (như giảm lãi suất và tỷ lệ dự trữ bắt buộc) nhằm tiếp tục hỗ trợ nền kinh tế phục hồi. Tuy nhiên, rất khó để kỳ vọng Trung Quốc sẽ có đà tăng trưởng cao trong năm 2024 khi vấn đề xung quanh thị trường BĐS & xây dựng (chiếm trên 20% GDP) chưa được giải quyết triệt để và giá trị xuất khẩu khó tăng cao do vốn đầu tư FDI suy giảm.
- **Nhật Bản:** Tăng trưởng GDP, tiền lương và lạm phát đã đạt kế hoạch mục tiêu dài hạn của các nhà điều hành nước này sau nhiều thập kỷ chờ đợi. Dự kiến sẽ tiếp tục có ít nhất một đợt tăng lương nữa trong năm 2024 giúp kích thích các hộ gia đình chuyển dịch từ tiết kiệm sang chi tiêu, điều này giúp nhu cầu tiêu dùng tiếp tục cải thiện. Hơn nữa, NHTW Nhật Bản hiện vẫn duy trì chính sách tiền tệ siêu nới lỏng và vẫn đang cân nhắc việc đảo chiều chính sách bởi cân bằng chứng rõ ràng hơn về khả năng đạt được mục tiêu kinh tế lâu dài.
- **Liên minh Châu Âu (EU):** Nhìn chung, các quốc gia khu vực EU đã trải qua năm 2023 đầy khó khăn với tăng trưởng kinh tế kém sắc nhất, sản xuất ngưng trệ, ECB thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt mạnh tay và liên tục đưa ra những quan điểm điều hòa. Về triển vọng, đồng thuận chung đều cho rằng GDP của khu vực này sẽ tăng trưởng dương trên 1% trong năm 2024 khi tâm lý người tiêu dùng tại EU cải thiện lên mức cao nhất trong hơn 1 năm và kim ngạch xuất nhập khẩu tăng trưởng dương trở lại. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng EU sẽ là vùng trũng của tăng trưởng toàn cầu bởi hoạt động sản xuất vẫn kém, dù đã có chút cải thiện và thiếu đi các động lực tăng trưởng.

Hình 5: Dự báo tăng trưởng Trung Quốc



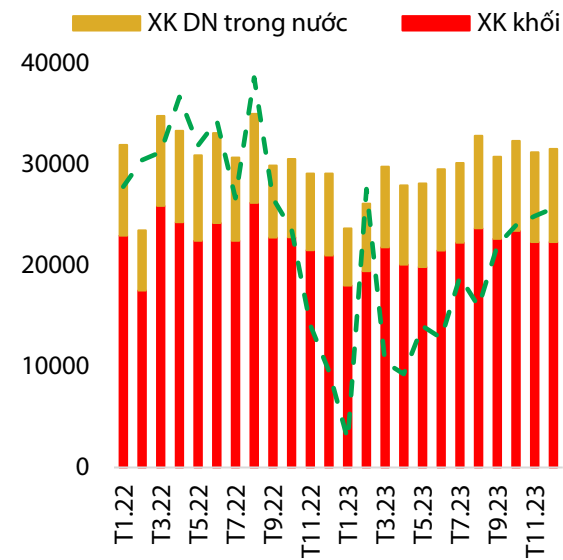
Nguồn: World bank, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Tâm lý người tiêu dùng tại EU



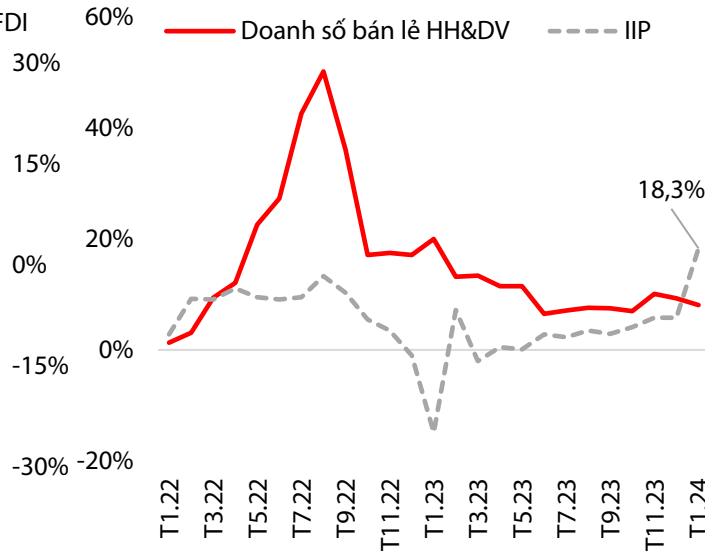
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Kim ngạch XNK trong nước (triệu USD)



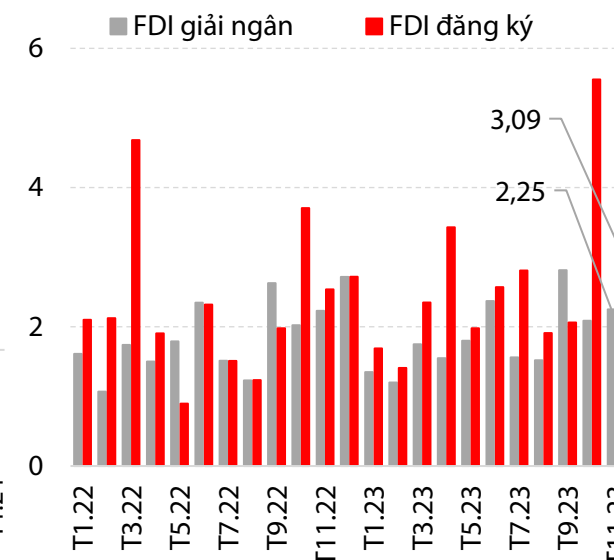
Nguồn: TCHQ & TCTK, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Tăng trưởng doanh số bán lẻ HH, IIP (%)



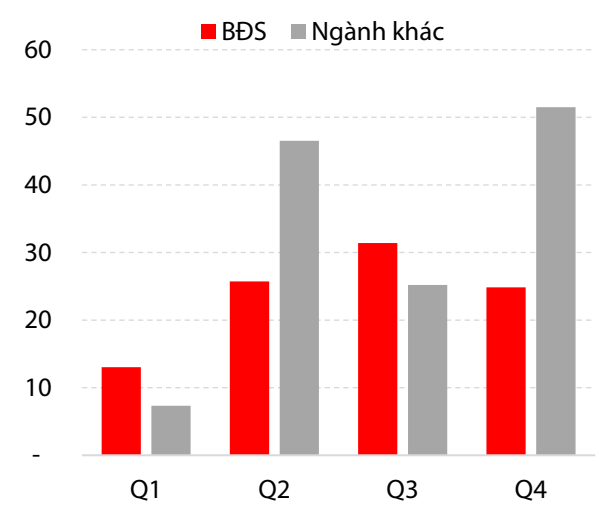
Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

Hình 9: FDI đăng ký và giải ngân (tỷ USD)



Nguồn: Bộ KH&ĐT, CTCK Rồng Việt

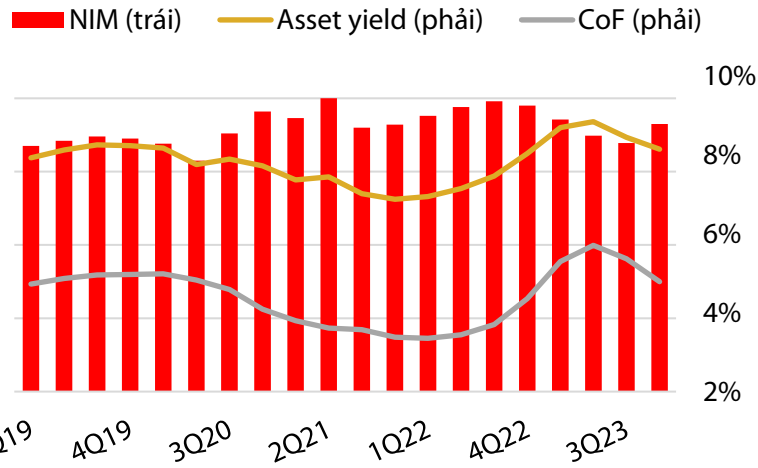
Hình 10: Trái phiếu DN đáo hạn năm 2024 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

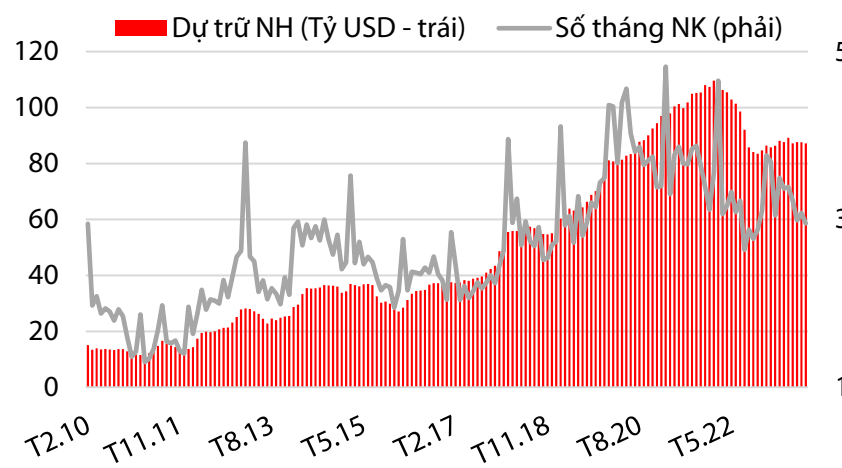
- Bước sang năm 2024, với sự đồng thuận của nhiều trợ lực giúp bức tranh kinh tế trong nước phục hồi khả quan hơn và mục tiêu tăng trưởng GDP từ 6,0-6,5% của Chính Phủ là hoàn toàn khả thi nếu không có bất cứ một biến cố tiêu cực bên ngoài xảy ra. Trong đó nhờ nền tảng tăng trưởng thấp ở 1H23, thì ngay nửa đầu năm 2024 trong nước sẽ ghi nhận kết quả tăng trưởng GDP cao khi đà phục hồi của xuất khẩu tiếp tục tiếp diễn (nổi bật là khu vực FDI), nhu cầu đầu tư và tiêu dùng tiếp tục cải thiện nhờ mặt bằng chi phí vốn thấp lan tỏa rõ ràng hơn tới nền kinh tế và chính sách giảm thuế GTGT. Ở phía tài khóa, kỳ vọng năm thứ hai đầu tư công bùng nổ với 677,3 nghìn tỷ đồng được phân bổ so với 579,8 nghìn tỷ thực hiện trong năm 2023, tập trung vào giai đoạn xây dựng và đây sẽ là năm mà tác động của đầu tư công tới nền kinh tế bắt đầu có tính lan tỏa.
- Ngoài ra, dù áp lực đáo hạn trái phiếu vẫn còn khá lớn, đặc biệt là nhóm BDS nhưng giai đoạn khó khăn nhất đối với ngành đã qua khi thanh khoản thị trường BDS gần đây đã có sự cải thiện. Nền lãi suất thấp có thể kích thích thị trường ảm dần, cùng việc sửa đổi luật nhà ở, luật kinh doanh BDS và luật đất đai được thông qua kỳ vọng sẽ tạo ra khung pháp lý rõ ràng hơn cho ngành, hỗ trợ thị trường bất động sản phục hồi một cách bền vững.
- Hơn nữa, trong năm 2023, bao trùm toàn thế giới là nỗi lo suy thoái, nhưng Việt Nam vẫn ghi nhận lượng vốn FDI đăng ký cao kỷ lục, đạt 36,61 tỷ USD (+32,1% svck) trong khi lượng FDI giải ngân đạt 23,2 tỷ USD (+3,5% svck). Đặc biệt, từ nửa cuối năm 2023 đến nay, Việt Nam liên tiếp nâng cấp và xúc tiến quan hệ thương mại với nhiều quốc gia, nổi bật như ba siêu cường thế giới là Mỹ, Trung Quốc và Nhật Bản. Điều này cho thấy, triển vọng sáng từ động lực xuất khẩu ở nhóm FDI tiếp tục khả quan và bền vững trong nhiều năm tới.

Hình 11: Chi phí vốn của ngành ngân hàng



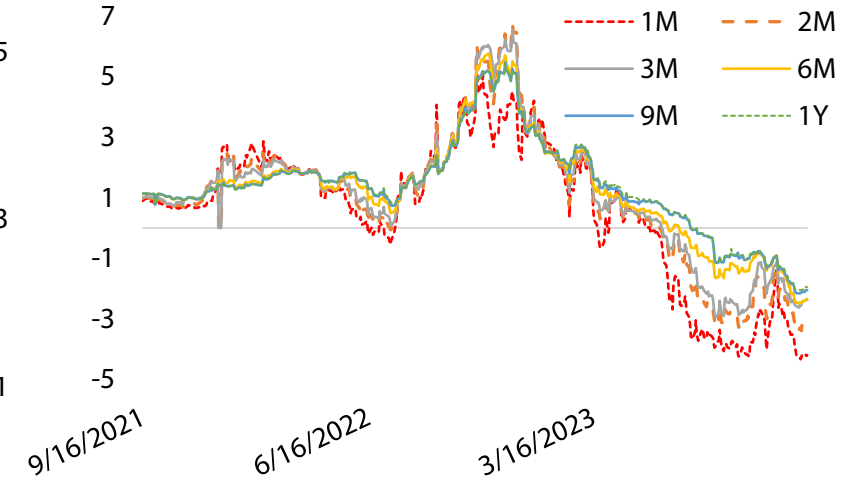
Nguồn: 27 NH niêm yết, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Dự trữ ngoại hối trong nước (Tỷ USD)



Nguồn: Bloomberg, TCHQ, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Chênh lệch lãi suất VND-USD (%)



Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt

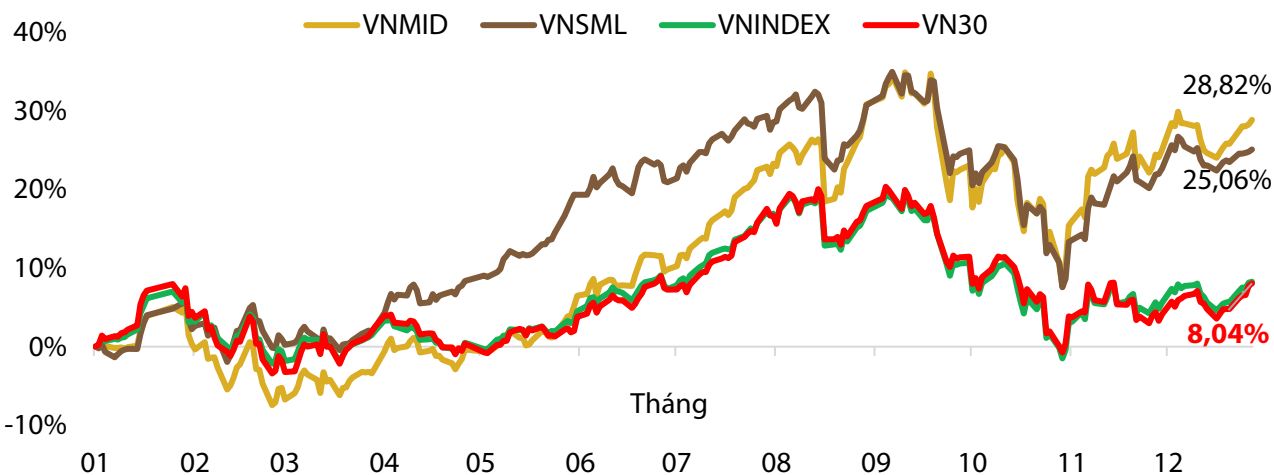
- Tỷ giá biến động theo chiều hướng tiêu cực với đà tăng USD/VND là ~0,72% trong tháng đầu tiên của năm tiếp tục là một vấn đề đáng lo ngại. Như đã đề cập trước đó, sự phân kỳ điều hành chính sách lãi suất giữa SBV và FED, nhu cầu USD phục vụ nhập khẩu trong các tháng đầu năm phần nào tác động đến tỷ giá USD/VND. Bên cạnh đó việc dự trữ ngoại hối đã giảm xuống bằng giá trị của 3 tháng nhập khẩu sẽ là mối lo tất yếu cho dư địa sử dụng nhằm kiểm soát tỷ giá ổn định, đồng thời mặt bằng dự trữ thấp cũng tạo ra rào cản cho dư địa nới lỏng tiền tệ trong năm 2024.
- Tuy nhiên, xét trên bối cảnh chung, dù môi trường thắt chặt tiền tệ của Mỹ là chưa kết thúc nhưng rõ ràng dư địa để USD tăng giá (tăng sốc) là không lớn so với 2 năm trước và biến động tỷ giá sẽ chỉ diễn ra trong nửa đầu năm 2024, khi gần như chắc chắn FED sẽ sớm hạ lãi suất chính sách trong nửa cuối năm 2024. Như vậy, chênh lệch lãi suất giữa VND và USD hay áp lực lên tỷ giá trong nước sẽ giảm thiểu trong nửa cuối năm.
- Về mặt lạm phát, CPI những tháng gần đây đã ghi nhận đà tăng cao hơn so với đầu năm 2023, chủ yếu đến từ chi phí đẩy ở nhóm giáo dục (tăng học phí), dịch vụ y tế (điều chỉnh giá dịch vụ chữa bệnh) hay giá điện mới điều chỉnh. Trong khi đó áp lực từ phía cầu vẫn thấp và sẽ tiếp diễn trong thời gian tới. Do vậy, mục tiêu lạm phát từ 4,0 - 4,5% của Chính phủ trong năm 2024 là khả thi.
- Trước bối cảnh vĩ mô thế giới vẫn còn nhiều rủi ro khó lường hóa như CPI của Mỹ và EU tăng cao trở lại hay kinh tế Mỹ tăng tốt hơn kỳ vọng hay kinh tế Trung Quốc rơi vào suy thoái do thị trường BĐS tê liệt, căng thẳng địa chính trị..., kinh tế trong nước sẽ vẫn gặp nhiều thách thức.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 2024

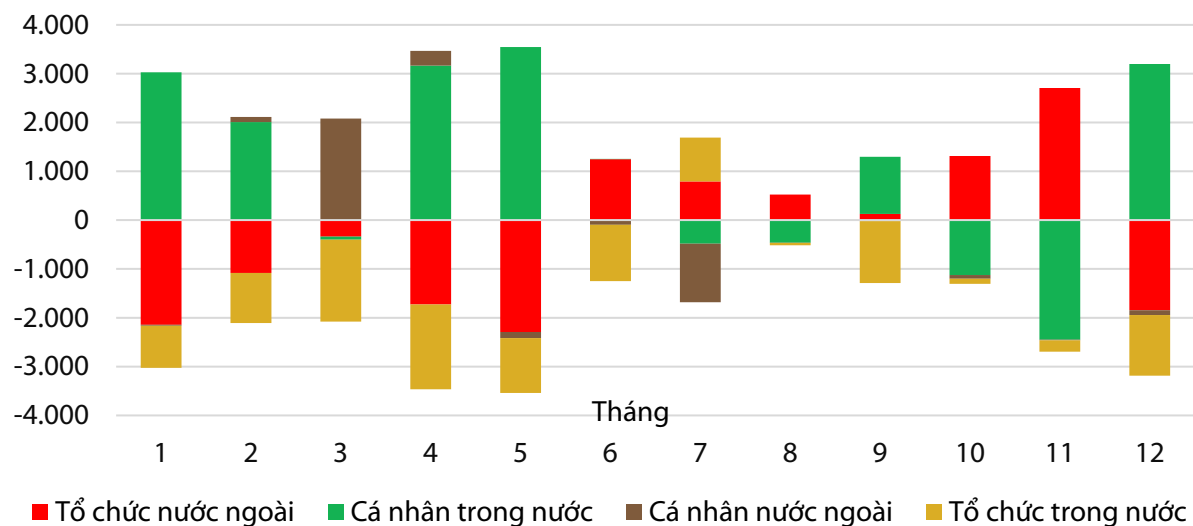
**QUAY LẠI CHU KỲ
TĂNG TRƯỞNG MỚI!**



Hình 14: Diễn biến lợi suất nhóm VN30, VNMID, VNSML so với VNINDEX năm 2023

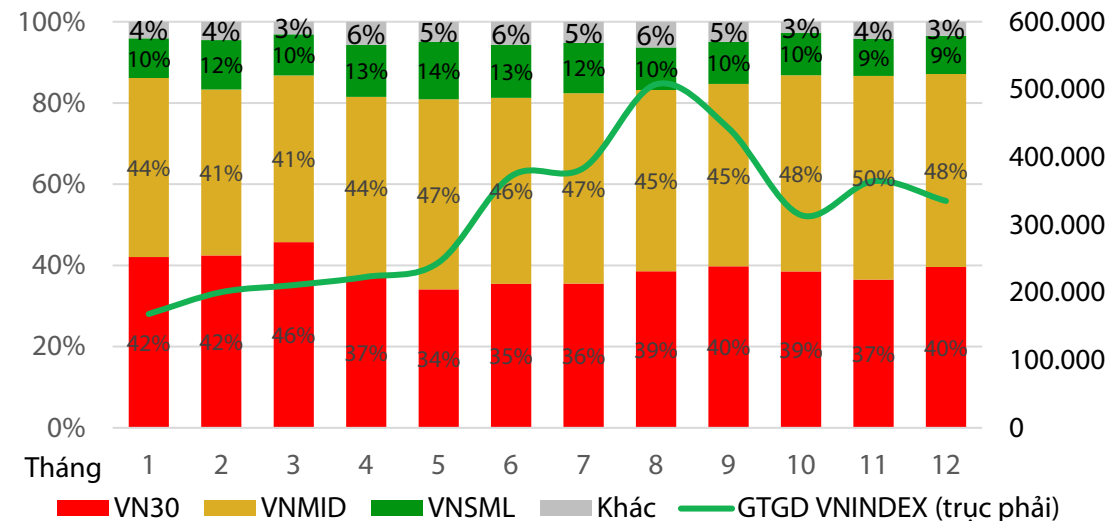


Hình 16: Giá trị giao dịch theo NĐT của nhóm MID SMALL Cap năm 2023 (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt, dữ liệu từ 04/01/2023 đến 19/01/2024

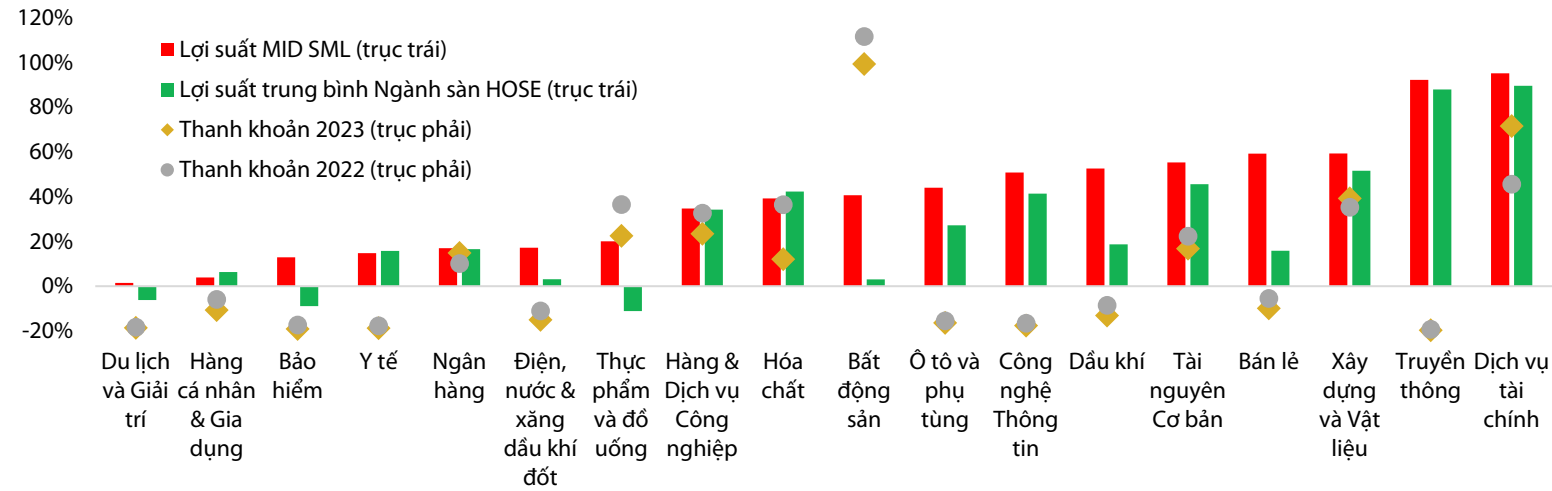
Hình 15: Thanh khoản VNINDEX (tỷ đồng) và tỷ trọng theo nhóm vốn hóa năm 2023



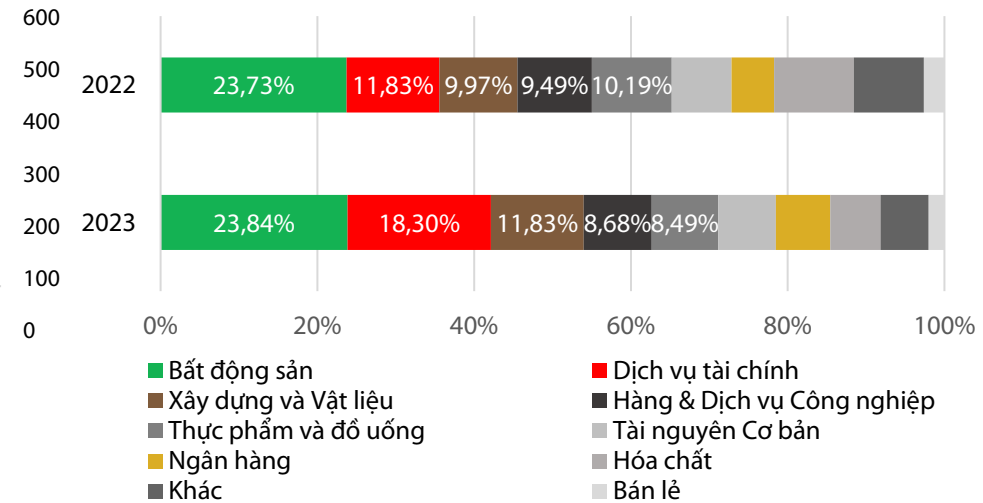
Nhóm Mid Small Cap ghi nhận hiệu suất tốt và thu hút dòng tiền trong năm 2023

- Lợi suất năm 2023 ở nhóm Mid Cap (28,82%) & Small Cap (25,06%) vượt trội so với thị trường chung, đặc biệt từ giữa tháng 5 trở đi. Động lực chính nhóm Mid Small Cap chủ yếu đến từ nhóm dịch vụ tài chính (chứng khoán ..) khi thị trường chứng khoán diễn biến tốt trong phần lớn năm 2023.
- Với đà tăng tốt hơn so với thị trường chung, dòng tiền năm 2023 có xu hướng chuyển dịch vào nhóm Mid & Small Cap kể từ tháng 5 đến hết phần còn lại của năm và đạt đỉnh cùng với trung bình thanh khoản toàn VNINDEX vào tháng 9.
- Cá nhân trong nước vẫn đóng góp lớn nhất vào giá trị mua ròng của nhóm Mid & Small Cap năm 2023. Trong khi đó, khối ngoại bán ròng nhiều nhất với hơn 1,9 nghìn tỷ đồng nhóm này, nổi bật là EIB (5,4 nghìn tỷ đồng), DPM (1,4 nghìn tỷ đồng) và KDC (1 nghìn tỷ đồng). Ngược lại, cổ phiếu Mid & Small Cap được mua ròng nhiều nhất là HSG (1,5 nghìn tỷ đồng).

Hình 17: Lợi suất nhóm Mid & Small so với trung bình sàn HOSE và tổng thanh khoản (nghìn tỷ đồng)
(lợi suất cho thời gian nắm giữ một năm 2023)

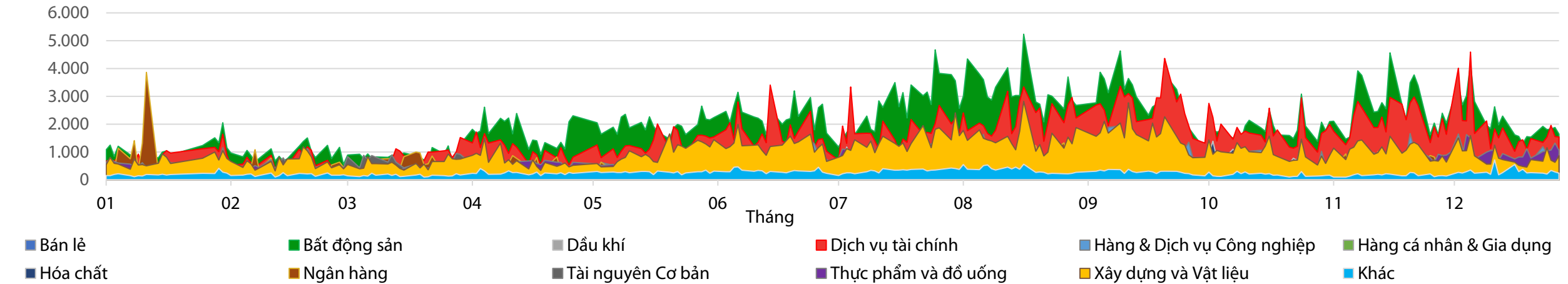


Hình 18: Tỷ trọng giá trị giao dịch nhóm MID SML Cap theo Ngành ICB cấp 2 năm 2022 - 2023



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt, dữ liệu từ 04/01/2023 đến 19/01/2024

Hình 19: Diễn biến thanh khoản vào nhóm MID SML Cap theo Ngành ICB cấp 2 năm 2023 (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt, dữ liệu từ 04/01/2023 đến 19/01/2024

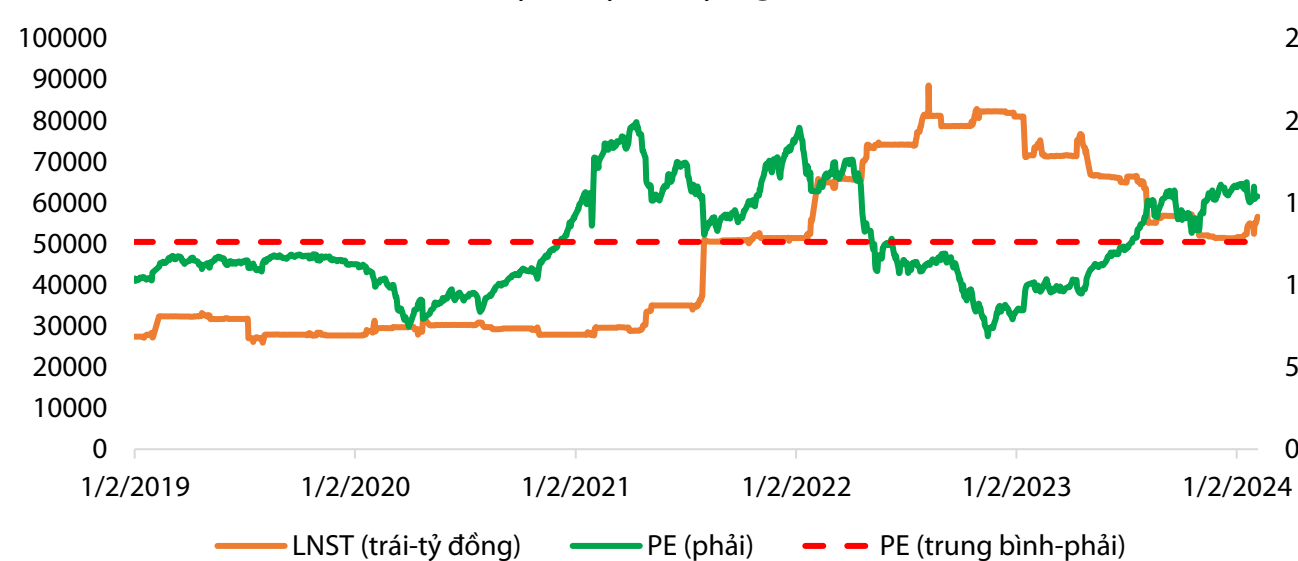
Trạng thái chỉ số VNMIID và VNSML sau mùa công bố KQKD Quý 4/2023

- Chỉ số VNMIID: Sau khi công bố KQKD Q4/2023, LNST trượt 4 quý của các cổ phiếu trong chỉ số VNMIID tăng 9,7%. Đi cùng với sự phục hồi của lợi nhuận các cổ phiếu trong chỉ số VNMIID, chúng tôi cho rằng dư địa tăng điểm vẫn còn nhưng với mức P/E hiện tại khoảng 15,4 lần (cao hơn mức bình quân giai đoạn 2019-2023 là 12,6 lần) sẽ khiến việc lựa chọn cổ phiếu cần phải mang tính chọn lọc nhiều hơn.
- Chỉ số VNSML: Hiện mức lợi nhuận sau thuế của nhóm VNSML ghi nhận sự phục hồi khá tốt sau mùa công bố KQKD Q4/2023 với tỷ lệ tăng trưởng khoảng 10,4% (lũy kế 4 quý). Chỉ số VNSML đang giao dịch tại mức P/E 17,7 lần (cao hơn mức bình quân giai đoạn 2019-2023 là 11,6 lần). Cũng như VNMIID, nhà đầu tư cần có chiến lược giao dịch hợp lý và thậm chí mang tính chọn lọc cao hơn khi đây là nhóm có mức độ biến động mạnh hơn nhiều so với nhóm VNMIID.

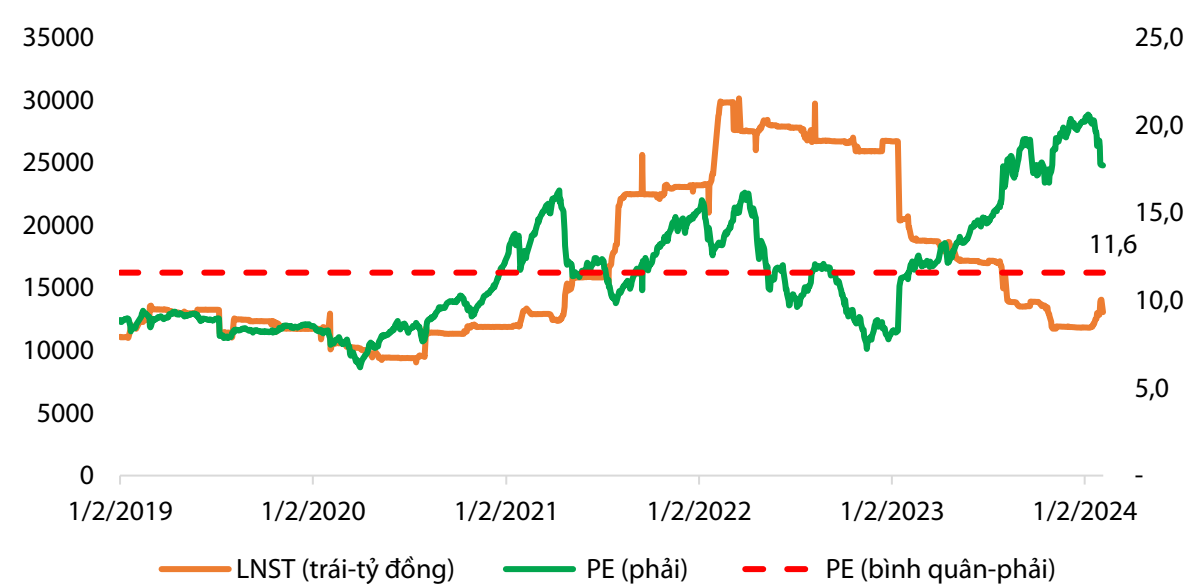
Góc nhìn kỹ thuật

- Bước qua tháng 2, diễn biến của VNMIID và VNSML có thể sẽ tiếp tục theo chiều hướng tăng nhờ diễn biến khởi sắc từ 2 tháng trước và dư địa tăng điểm vẫn còn. Vùng mục tiêu của VNMIID đang là vùng 1.815 điểm, vùng 1.450 điểm đối với VNSML.
- Quý nhà đầu tư có thể tìm kiếm và khai thác cơ hội tại nhóm vốn hóa vừa và nhỏ trong thời gian tới. Tuy nhiên, do yếu tố tăng đang mang tính chất ngắn hạn và kiểm tra lại vùng cản trong quá khứ nên vẫn cần cân nhắc chốt lời khi giá đạt vùng mục tiêu hoặc đến vùng kháng cự.

Hình 20: Diễn biến lợi nhuận và định giá chỉ số VNMIID



Hình 21: Diễn biến lợi nhuận và định giá chỉ số VNSML



Bảng 1: Kết quả đánh giá xếp hạng các thị trường chứng khoán theo tiêu chuẩn FTSE tháng 09/2023

	DEVELOPED	ADVANCED EMERGING	SECONDARY EMERGING	FRONTIER	VIETNAM
Xếp hạng GNI bình quân đầu người của Ngân hàng Thế giới					Lower Middle
Tín dụng xứng đáng					Xem xét
Thị trường và môi trường pháp lý					
Cơ quan quản lý thị trường chứng khoán chính thức tích cực giám sát thị trường	X	X	X	X	Đáp ứng
Đối xử công bằng và không gây thiệt hại cho cổ đông thiểu số	X	X			Hạn chế
Không có hoặc có sự hạn chế có chọn lọc về sở hữu nước ngoài	X	X			Hạn chế
Không phân đối hoặc hạn chế hoặc hình phạt đáng kể áp dụng cho việc đầu tư vốn hoặc chuyển vốn và thu nhập về nước	X	X	X	X	Đáp ứng
Không có hoặc quy trình đăng ký đơn giản cho NĐT quốc tế	X	X			Hạn chế
Thị trường ngoại hối					
Thị trường ngoại hối phát triển	X	X			Hạn chế
Thị trường chứng khoán					
Môi giới - Đủ cạnh tranh để đảm bảo dịch vụ môi giới chất lượng	X	X	X		Đáp ứng
Chi phí giao dịch rõ ràng và hợp lý	X	X	X		Đáp ứng
Thuế – việc áp dụng thuế phải hợp lý, nhất quán về bản chất và có thể so sánh được giữa các NĐT trong nước và ngoài nước	X	X			Đáp ứng
Cho phép cho vay cổ phiếu	X				Hạn chế
Cho phép bán khống	X				Không đáp ứng
Thị trường phái sinh phát triển	X				Hạn chế
Cho phép giao dịch ngoại hối	X				Không đáp ứng
Cơ chế giao dịch hiệu quả	X	X			Hạn chế
Tính minh bạch - thông tin/khả năng hiển thị chuyên sâu về thị trường và quy trình báo cáo giao dịch kịp thời	X	X	X	X	Đáp ứng
Thanh toán bù trừ, thanh toán và lưu ký					
Thanh toán - chi phí liên quan đến giao dịch thất bại	X	X	X	X	Không đánh giá
Chu kỳ thanh toán (DVP)	X	X	X	X	T+2
Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Trung ương	X	X	X		Đáp ứng
Trung tâm thanh toán bù trừ (Cổ phiếu)	X	X			Không đáp ứng
Không tính phí thanh toán – Chuyển đổi	X				Không đáp ứng
Lưu ký-Cạnh tranh đủ để đảm bảo dịch vụ lưu ký chất lượng cao	X	X	X		Đáp ứng
Giám sát cấu trúc tài khoản hoạt động ở cấp độ cao	X				Không đáp ứng

Nguồn: FTSE, CTCK Rong Viet

Theo tiêu chí của FTSE Russell, Việt Nam đã được thêm vào danh sách theo dõi để có thể nâng hạng lên Thị trường mới nổi thứ cấp vào tháng 9/2018 và đã đáp ứng được 7/9 tiêu chí của FTSE. Tiến độ chậm hơn dự kiến, một phần do Covid-19.

Việt Nam vẫn chưa đáp ứng tiêu chí **“Chu kỳ thanh toán (DvP)”**, hiện đang được FTSE đánh giá là **“Hạn chế”** do thông lệ thị trường là tiến hành kiểm tra trước giao dịch để đảm bảo có sẵn tiền trước khi thực hiện giao dịch.

Vì theo mặc định, thị trường không gặp phải các giao dịch thất bại nên tiêu chí **“Thanh toán - chi phí liên quan đến giao dịch thất bại”** không được xếp hạng.

Ngoài ra, cần phải cải tiến quy trình đăng ký tài khoản mới, cũng như đưa ra cơ chế hiệu quả nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho giao dịch giữa các nhà đầu tư trong nước đối với các chứng khoán đã đạt hoặc đang tiến tới giới hạn sở hữu nước ngoài.

Một điểm đáng ghi nhận trong báo cáo đánh giá kỳ T09/2023 khi FTSE nêu rõ nhận định tích cực về tính cam kết của UBCKNN đã có nhiều động thái tìm kiếm giải pháp khả thi để gỡ bỏ yêu cầu cần ký quỹ trước giao dịch (pre-funding). Hiện nay, UBCKNN đang triển khai **Dự án Công nghệ thông tin KRX**, kỳ vọng khi đưa vào hoạt động sẽ giúp Việt Nam đáp ứng được về các tiêu chí Thanh toán & Bù trừ.

Bảng 2: Kết quả đánh giá xếp hạng các thị trường chứng khoán theo tiêu chuẩn MSCI tháng 06/2023

	Emerging Markets				Frontier Markets
	Philippines	Thái Lan	Hàn Quốc	Đài Loan	Việt Nam
Cởi mở với sở hữu nước ngoài					
Yêu cầu về năng lực nhà đầu tư	++	++	++	+	++
Mức giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL)	-	-	++	+	-
Mức room nước ngoài	-	-	+	++	-
Quyền bình đẳng đối với nhà đầu tư nước ngoài	+	-	+	+	-
Sự dễ dàng của dòng vốn vào/ra					
Mức độ hạn chế dòng vốn	++	++	++	++	++
Mức độ tự do hóa thị trường ngoại hối	-	+	-	-	-
Hiệu quả của khuôn khổ hoạt động					
<u>Khả năng tham gia thị trường</u>					
Đăng ký và thiết lập tài khoản của nhà đầu tư	++	++	-	-	+
<u>Tính tổ chức của thị trường</u>					
Quy định thị trường	++	++	++	++	+
Luồng thông tin	++	++	-	+	-
<u>Cơ sở hạ tầng thị trường</u>					
Thanh toán bù trừ và thanh toán	+	+	-	-	-
Lưu ký	++	++	++	++	++
Cơ quan đăng ký/lưu ký	++	++	++	++	++
Giao dịch	++	++	++	++	++
Khả năng chuyển nhượng	++	++	-	+	-
Cho vay cổ phiếu	-	+	++	+	-
Bán khống	-	+	+	+	-
Tính sẵn có của các công cụ đầu tư	++	++	-	++	++
Sự ổn định của khung thể chế	+	+	+	+	+
Số điểm đạt được trên mức điểm tối đa	23/38	21/38	20/38	19/38	15/38

Nguồn: MSCI, CTCK Rong Viet

Theo tiêu chí của MSCI, hiện tại Việt Nam đã đạt 9/18 tiêu chí định tính về khả năng tiếp cận thị trường, và về các nhóm tiêu chí định lượng thì đã thỏa mãn hoàn toàn. Xem xét dựa trên 9 tiêu chí chưa đạt, nhìn chung thì hạn chế NĐT nước ngoài, cơ chế bù trừ và thanh toán, và công bố thông tin song ngữ là những rào cản chính cho việc nâng hạng TTCK Việt Nam. Cụ thể:

(1) Hiện nay, **giới hạn sở hữu nước ngoài** ở các doanh nghiệp kinh doanh có điều kiện là từ 0 đến 51%. Theo đánh giá của MSCI thì những hạn chế này có ảnh hưởng tới hơn 10% thị trường chứng khoán Việt Nam. Bên cạnh đó, nước ta vẫn chưa có thị trường tiền tệ nước ngoài và có nhiều hạn chế khi các giao dịch ngoại hối đều phải được liên kết với giao dịch bảo đảm.

(2) **Cơ chế bù trừ và thanh toán hiện tại vẫn chưa có phương tiện thấu chi** và NĐT cần phải ký quỹ 100% tiền hoặc chứng khoán cho các giao dịch. Theo thông lệ quốc tế, hệ thống thanh toán sẽ phải thực hiện theo cơ chế DVP, tức chỉ cần kiểm tra số dư trên T+2 rồi chuyển chứng khoán và thực hiện thanh toán, thay vì kiểm tra tài khoản và trừ tiền trên T+ 0 như hiện nay.

(3) Ngoài ra, về công bố thông tin, không phải tất cả các văn bản quy định hiện nay đều có phiên bản tiếng Anh, và nhiều thông tin liên quan đến doanh nghiệp và thị trường vẫn chưa được dịch sang tiếng Anh. Điều này khiến cho Việt Nam vẫn chưa đáp ứng được về tiêu chí **quyền bình đẳng đối với nhà đầu tư nước ngoài, quy định và công bố thông tin thị trường**.

Hệ thống KRX đi vào hoạt động và kỳ vọng nâng hạng thị trường

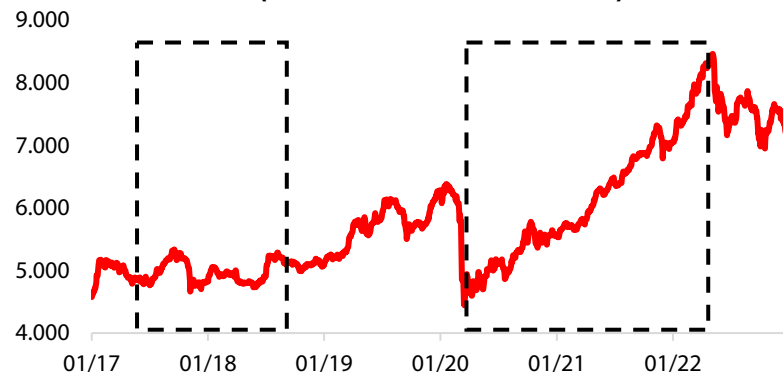
Để nâng hạng lên thị trường mới nổi, MSCI yêu cầu khắt khe hơn về cơ sở hạ tầng thị trường so với thị trường cận biên trước đó. Với tiêu chí này, hiện tại Việt Nam chỉ đáp ứng được 6/14 điểm, cụ thể chúng ta chưa đáp ứng được các yêu cầu về thanh toán & bù trừ, khả năng chuyển nhượng, cho vay và bán khống. Nhìn sang một số TTCK trong khu vực như Đài Loan, Hàn Quốc, cả 2 quốc gia này đều được đánh giá cao hơn Việt Nam ở hệ thống hạ tầng thị trường. Đó cũng là một trong những yếu tố giúp các thị trường này được MSCI xếp hạng mới nổi. Do vậy, việc hệ thống KRX đi vào hoạt động sẽ góp phần nâng cấp công nghệ hệ thống và cơ sở hạ tầng sàn giao dịch chứng khoán tại Việt Nam, cho phép giao dịch trong ngày (T+0), bán khống, rút ngắn thời gian thanh toán, hợp đồng quyền chọn... Tạo tiền đề giải quyết các nút thắt để tiến tới được nâng hạng thị trường từ cận biên lên mới nổi.



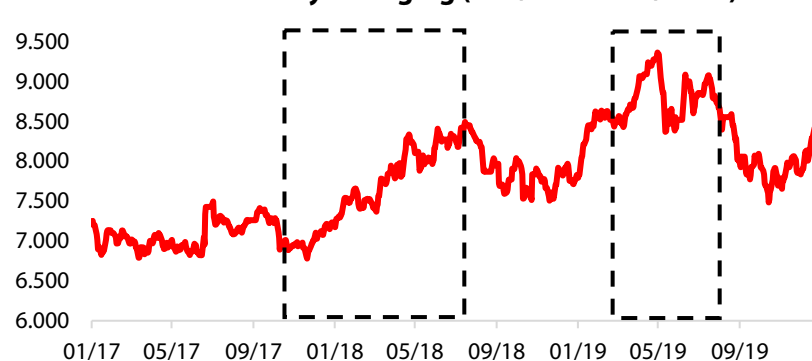
Dòng vốn lớn từ các Quỹ đầu tư nước ngoài sẽ “đổ bộ” vào TTCK Việt Nam

Trong trường hợp Việt Nam được các tổ chức FTSE, MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi, ước tính TTCK Việt Nam sẽ thu hút ròng hơn 3 tỷ, với giả định tỷ trọng các cổ phiếu Việt Nam được mua mới ở mức bình quân khoảng 0,7% - mức tỷ trọng thấp nhất của khu vực Châu Á Thái Bình Dương trong các danh mục đầu tư các quỹ hiện tại. Bên cạnh đó, các. Ngoài ra, nhiều khả năng thị trường chứng khoán sẽ tăng điểm mạnh mẽ trong giai đoạn trước khi chính thức được nâng hạng.

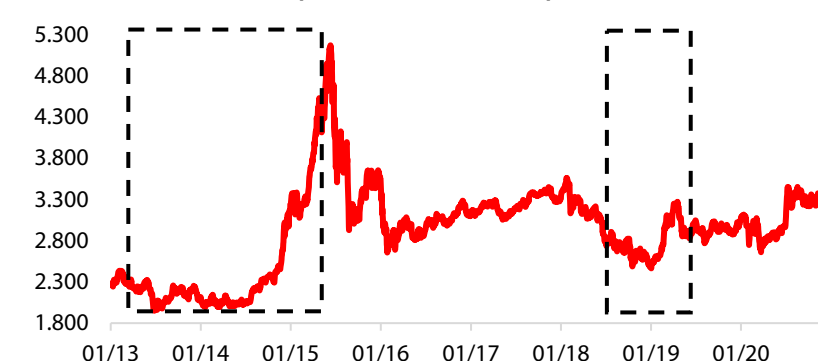
Hình 23: Kuwait - Chỉ số Kuwait All Share tăng 90,3% trong giai đoạn chờ đợi kết quả chính thức vào rổ MSCI Emerging Markets (T4/2020 đến đỉnh T5/2022)



Hình 24: Saudi Arabia - Chỉ số Tadawul All share tăng 24% trong GD trước khi chính thức vào cả 2 rổ MSCI Emerging Market & FTSE Secondary Emerging (T11/2017 – T8/2018)



Hình 25: China - Chỉ số Shanghai Composite tăng nóng 2,6 lần sau khi được thông báo vào rổ MSCI Emerging Markets (T6/2013 – T5/2015)

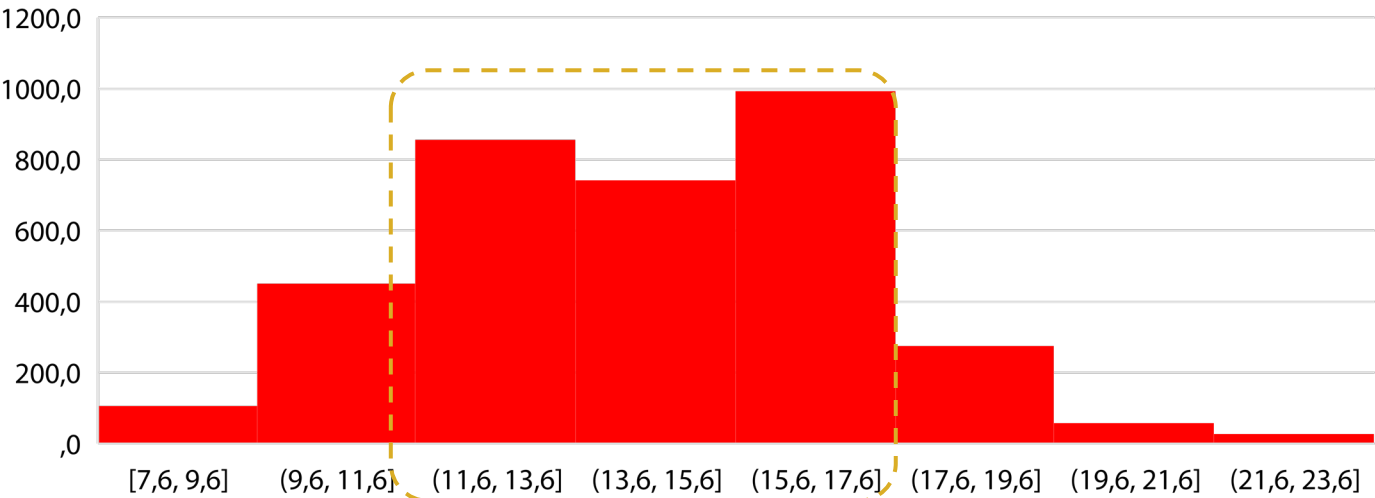


Bảng 3: Thống kê dự báo về biên trên của VN-Index

Tổ chức	Tăng trưởng lợi nhuận 2024	P/E 2024	Biên trên của VN-INDEX
1	14,0% - 18,0%	13,9 - 15,0	1.280 - 1.430
2	15,1%	10,5 – 13,2	1.300 - 1.350
3	18,0%	14,0	1.350
4	13,6%	12,5	1.345
5	16,8%	12,0 – 12,5	1.250 – 1.280
Trung bình	15,0% - 18,0%	12,0 – 15,0	1.300 - 1350
VDSC	15,0%	15,0	1.380

Nguồn: CTCK Rồng Việt thu thập

Hình 26: Phân phối P/E VNINDEX theo phiên giao dịch



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt, dữ liệu từ 04/01/2010 đến 31/01/2024

Trong kịch bản tích cực, VN-Index được dự báo có thể đạt 1.430 điểm

- Theo thống kê, các dự báo đều cho rằng lợi nhuận toàn thị trường tăng trưởng trung bình 15%-18% trong năm 2024. P/E 2024 hợp lý của thị trường ở mức 12,0 – 15,0. Đây cũng là mức phân phối phổ biến của P/E trong lịch sử khi mà không có điều “bất thường” xuất hiện.
- Trong kịch bản tích cực nhất, thị trường tin rằng VN-Index có thể đạt 1.430 điểm trong khi mức dự báo phổ biến của VN-Index cho năm 2024 dao động từ 1.300 – 1.350.

VN-Index vẫn có khả năng vượt cao hơn kỳ vọng nếu thị trường được nâng hạng

- Trong quá khứ, PE của VN-Index vẫn có những “outlier” khi xuất hiện những sự kiện đặc biệt. Do đó trong bối cảnh sự kiện thị trường Việt Nam được nâng hạng trở thành hiện thực, mức cận trên của VN-Index sẽ có thể tích cực hơn so với các dự báo hiện tại.
- Nhìn lại các trường hợp nâng hạng trước đó như Kuwait, Saudi Arabia, chỉ số P/E của các thị trường dao động **17,0 – 18,0** so với mức phân phối P/E phổ biến của VN-Index là 11,6 – 15,6.

Nhìn lại nhanh về diễn biến thị trường giai đoạn 2022-2023

- Năm 2022: Mặc dù thời điểm Lợi nhuận sau thuế (NPAT) của VN-Index đạt đỉnh vào Q3/2022, chỉ số VN-Index cũng đã có sự điều chỉnh mạnh trước đó kể từ tháng 6/2022 và nhanh chóng bước vào xu hướng giảm giá ngắn hạn trong vòng hơn 1 tháng sau. Với sự lo ngại về vấn đề tỷ giá, chính sách tiền tệ cũng đã rất linh hoạt, điều chỉnh mức lãi suất điều hành lên cao để hạn chế rút ròng USD, đồng thời, việc bán USD liên tục để chặn đứng đà giảm và hỗ trợ thanh khoản cho thị trường cũng đã tạo tâm lý tích cực trở lại khi VN-Index tạo đáy tại ngày 15/11/2022 tại mức giá đóng cửa 912 điểm, tính trong năm 2022, VN-Index đã giảm 26%
 - Năm 2023: Trước sự lo ngại về sụt giảm kinh tế và thị trường bất động sản dân dụng. Hệ thống ngân hàng cũng gặp nhiều thách thức trong 9 tháng 2023 và KQKD của các doanh nghiệp bất động sản dân dụng (ngoại trừ VHM) cũng sụt giảm rất mạnh. Các chính sách hỗ trợ gỡ khó cho hệ thống tài chính, thị trường bất động sản cũng liên tục được đưa ra. Lãi suất điều hành cũng như các mức lãi suất thị trường cũng đã giảm mạnh trước nhu cầu tín dụng yếu và định hướng chính sách tiền tệ nới lỏng nhất quán. Mặc dù vậy, lợi nhuận sau thuế của Vnindex cũng đã có sự điều chỉnh giảm 13% trong năm 2023, NPAT tạo đáy vào Q3/2023 và hiện đang trên đà phục hồi khi ghi nhận KQKD Q4/2023. Chỉ số Vnindex phục hồi nhẹ sau đà giảm mạnh vào năm 2022 khi tăng khoảng 19,3% tính tới tháng 9/2023 sau đó giảm trở lại 17,5% tính tới cuối tháng 10/2023.
- ➔ Dựa trên các quan sát này, chúng tôi nhận thấy sự tác động của các biến số là tương đối khác nhau trong giai đoạn 2022-2023, trong đó, đặc biệt đối với biến NPAT của Vnindex đã có tương quan thuận chiều với chỉ số trong năm 2022 và năm 2023, các tín hiệu về chính sách thúc đẩy lại có tác động lớn hơn tới tâm lý thị trường

Các biến số chính tác động tới chỉ số VN-Index trong năm 2024

Trong bối cảnh vĩ mô tương đồng của năm 2024 so với giai đoạn 2013-2014 (được chúng tôi phân tích kĩ hơn trong phần chu kỳ lợi nhuận của thị trường), sự kì vọng phục hồi đến từ hàng loạt các nỗ lực trong chính sách tiền tệ và tài khóa sẽ “thấm dần” vào nền kinh tế. Từ đó, giúp cho lợi nhuận của Vnindex có thể tăng trưởng trở lại và bắt đầu một chu kỳ phục hồi mới. Trên cơ sở đó, chúng tôi lựa chọn các biến số chính sẽ tác động tới chỉ số VN-Index (biến độc lập) năm 2024 bao gồm (các biến độc lập, dữ liệu từ 2019-Tháng 1/2024) (biến phụ thuộc là giá đóng cửa của chỉ số Vnindex):

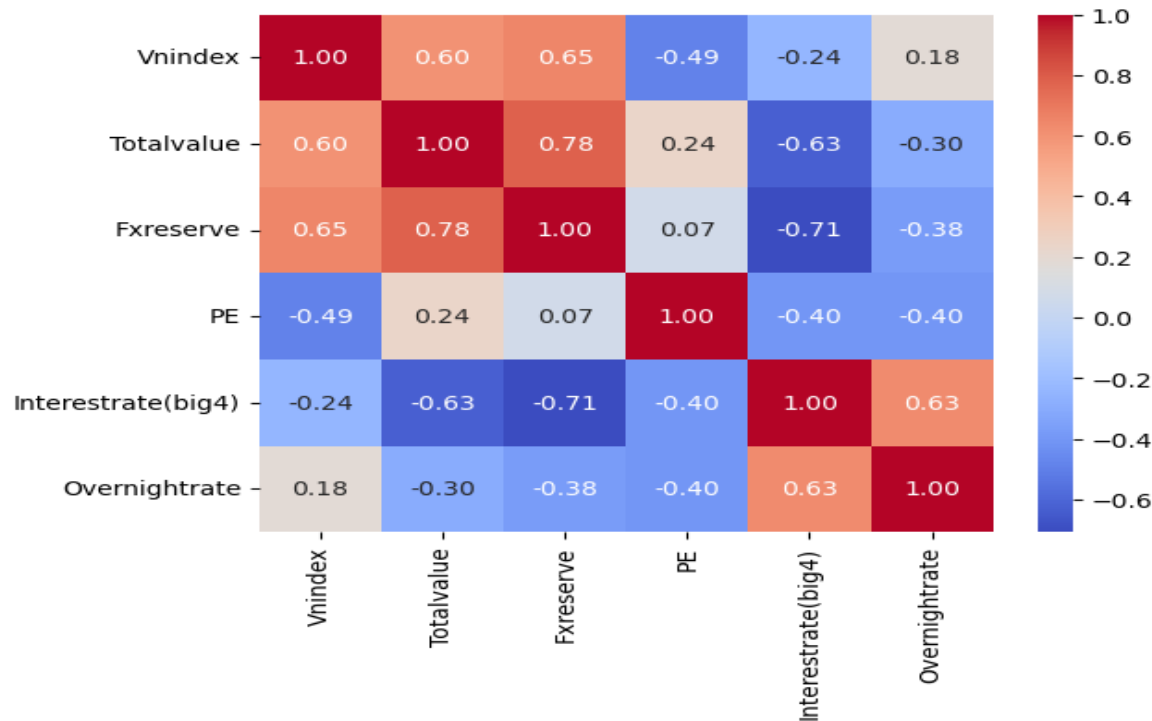
- Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp của nhóm các doanh nghiệp trong chỉ số (**VN-Index**): Xét trong dài hạn, lợi nhuận là biến số quan trọng nhất có sự tương quan và giải thích cao nhất cho xu hướng biến động của chỉ số
- Giá trị giao dịch của VN-Index (TotalValue): Giá trị giao dịch thể hiện sức mạnh của dòng tiền và đi cùng xu hướng thị trường trong dài hạn
- Giá trị dự trữ ngoại hối (quy USD, Fx reserve): Là giá trị quan trọng thể hiện việc điều hành chính sách tiền tệ và có tương quan thuận với thanh khoản của thị trường
- Chỉ số PE thị trường (PE): Thể hiện mức định giá và cảm quan (sentiment) của thị trường ở từng giai đoạn, thời điểm
- Bình quân lãi suất huy động của 3 ngân hàng quốc doanh (thuộc big4) : Vietcombank, BID, CTG
- Lãi suất cho vay liên ngân hàng qua đêm: thể hiện nhu cầu thanh khoản của hệ thống các tổ chức tín dụng và ảnh hưởng tới tâm lý thị trường

Chúng tôi cho rằng, 6 biến số này sẽ thể hiện được 3 điều (1) Chu kỳ kinh doanh (2) Chu kỳ dòng tiền (3) Kỳ vọng của thị trường

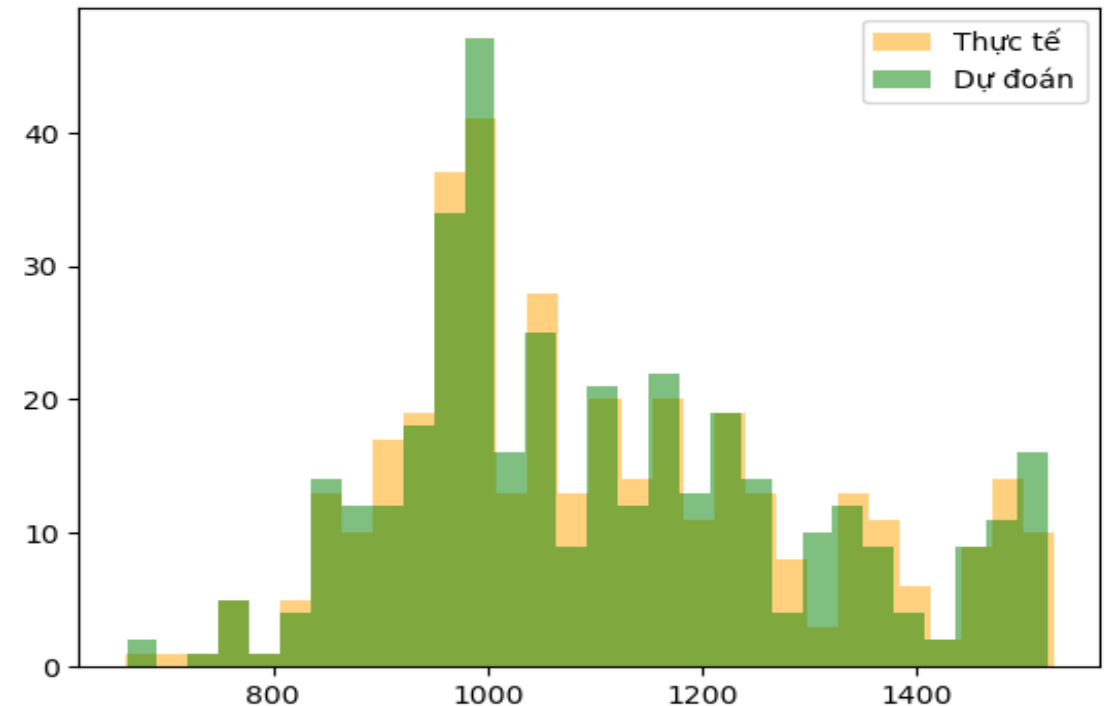
Chúng tôi sử dụng 2 mô hình Machine learning là DecisionTreeRegressor và LogisticRegression để đánh giá sự phù hợp của các biến số cũng như đưa ra dự báo cho các kịch bản của VN-Index trong năm 2024.

- Về ma trận tương quan (Hình 27): Một số cặp biến có sự tương quan (thuận và ngược chiều) cao hơn các cặp còn lại như: Vnindex-Totalvalue, Vnindex-Fxreserve, Vnindex-PE, Total Value-Fxreserve, Totalvalue-Interestrates (big4), Fxreserve-Interestrates(big4).
- Test tình trạng đa cộng tuyến với chỉ số Vif cho thấy tổng điểm ở mức 28, đây là mức theo thông lệ có thể chấp nhận được. Biến số lợi nhuận thị trường (VN-Index) là nhân tố chủ yếu đưa chỉ số Vif tăng cao và đây là nhân tố quan trọng nhất trong mô hình với mức điểm độc lập là 7,8. Nếu loại trừ biến này ra, chỉ số Vif sẽ giảm chỉ còn 14 nhưng tổng thể mô hình sẽ kém hiệu quả.
- Chia bộ dữ liệu: Chúng tôi thực hiện tách bộ dữ liệu dùng để huấn luyện (train) mô hình theo tỷ lệ 70/30 (70% train và 30% kiểm định –test)

Hình 27: Ma trận tương quan giữa các biến độc lập



Hình 28: Phân phối dự báo Vnindex của mô hình DecisionTreeRegressor



Bảng 4: Kiểm định kết quả và áp dụng các phương pháp

Hệ số kiểm định	Mô hình DecisionTreeRegressor	Áp dụng n-estimator (DecisionTreeRegressor)	Tách tham số (min-sample-split)- DecisionTreeRegressor	Mô hình LogisticRegression
Mean Squared Error (MSE)	266,9	155,9	305,11	266,9
Mean Absolute Error on Validation Data (MAE)	8,9	8,7	9,17	9,14
Cross Validation Scores (CV)	Test 10 lần	Test 10 lần	Test 10 lần	
Fold 1	0,66	0,66	0,69	
Fold 2	0,13	0,14	0,14	
Fold 3	0,03	-0,12	0,01	
Fold 4	0,38	0,30	0,29	
Mean CV Score	0,08-0,32	0,07-0,30	0,09-0,31	
R-Squared (R2)	0,993	0,992	0,992	0,993

Sử dụng phương pháp giới hạn số lượng cây- độ sâu (n-estimator) và phương pháp chia tách tham số (min-sample-split) để giảm hiện tượng tự tương quan, đánh giá các chỉ số:

- MAE (giá trị tuyệt đối chênh lệch giữa dự báo và thực tế) ở các mô hình (từ 8 tới 9 điểm), đây là chênh lệch khá thấp.
 - Giá trị trung bình (Mean CV Score) tại CV =4 là giá trị tối ưu nhất, khi thực hiện giới hạn số cây, độ sâu hay tách tham số thì giá trị này có sự sụt giảm nhưng vẫn thể hiện sự hiệu quả nhất định trong việc dự báo VN-Index. Tuy nhiên, sự hiệu quả sẽ thể hiện khác nhau qua từng giai đoạn và đạt mức cao hơn trong khoảng thời gian từ Fold1: 2/1/2019 – 9/4/2020 và Fold4: 13/10/2022 – 12/1/2024. Điều này cũng phù hợp với phân tích ban đầu của chúng tôi khi nhìn lại giai đoạn 2022-2023, khi NPAT sụt giảm và tâm lý thị trường tập trung vào các biến số khác. Tương tự cho giai đoạn 2019, khi tương quan giữa biến động chỉ số Vnindex và NPAT rất thấp. Tuy nhiên, quá trình chạy thử cho thấy Fold 4 có sự biến động rất cao khi giá trị có thể chuyển từ mức âm -0,3 tới +0,3 cho thấy sự tác động đa dạng của các biến số tới chỉ số VN-Index.
 - Giá trị R-Squared (R2) gần tiệm cận mức 1 đang cho thấy bộ dữ liệu có thể dự báo Vnindex với sự chính xác cao.
- ✓ Note: n-estimator: với giới hạn số cây là 100, độ sâu là 10

✓ Min_samples_split=5, min_sample_leaf=2

✓ cv_scores =4, đã được lựa chọn để tối ưu với giá trị chạy từ 2->10

✓ Giá trị Mean CV Score thường ở mức dương (tối đa là 1) thể hiện mô hình đang hiệu quả

Dựa trên việc lựa chọn các biến số trước đó, chúng tôi đưa ra các kịch bản cho chỉ số VN-Index trong năm 2024 với các giả định như sau:

Giả định chung: Thanh khoản thị trường nằm trong khoảng 15.000-22.000 tỷ đồng, PE nằm trong khoảng 13-17 lần (là vùng có tần suất PE xuất hiện nhiều nhất)

1. Kịch bản 1: NPAT giảm nhẹ và giá trị dự trữ ngoại hối, lãi suất huy động đi ngang so với năm 2023, tuy nhiên lãi suất liên ngân hàng qua đêm tăng cao đạt mức bình quân 3%/năm tương tự như năm 2022
2. Kịch bản 2: NPAT và dự trữ ngoại hối sẽ cải thiện nhẹ, mức lãi suất huy động tăng nhẹ đạt mức 5,5%/năm, lãi suất liên ngân hàng qua đêm tương đương bình quân năm 2023 và đạt 2,2%
3. Kịch bản 3: NPAT gần như đi ngang, dự trữ ngoại hối cải thiện tốt hỗ trợ cho thanh khoản thị trường, lãi suất huy động bình quân duy trì 5,5%/năm
4. Kịch bản 4: NPAT tăng trưởng tốt khoảng 5% so với năm 2023, giá trị giao dịch bình quân cải thiện lên 20.000 tỷ đồng/phiên, dự trữ ngoại hối tăng trưởng tốt nhờ thặng dư cao.
5. Kịch bản 5: NPAT tăng trưởng tốt hơn với tốc độ 10%, dự trữ ngoại hối tăng mạnh sẽ cải thiện thanh khoản thị trường tăng lên 22.000 tỷ đồng/phiên, tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ nguyên mức P/E là 15 lần.

Bảng 5: Các kịch bản của VN-Index năm 2024

Kịch bản/ Biến số	NPAT (tỷ đồng)	Giá trị giao dịch hàng ngày (tỷ đồng)	Giá trị dự trữ ngoại hối (triệu USD)	Hệ số P/E	Lãi suất huy động (%)	Lãi suất liên ngân hàng qua đêm (%)	Chỉ số VN-Index
Kịch bản 1	346.000	15.000	87.000	13	5,1	3	1.100
Kịch bản 2	360.000	15.000	90.000	14	5,5	2,2	1.201
Kịch bản 3	360.000	20.000	93.000	15	5,5	0,5	1.209
Kịch bản 4	372.000	20.000	96.000	15	5,5	0,5	1.268
Kịch bản 5	390.000	22.000	100.000	15	5,5	0,5	1.320

Kết luận: Chỉ số VN-Index có thể dao động quanh vùng 1.100-1.320, tuy nhiên trong kịch bản tích cực hơn, với mức tăng trưởng LNST khoảng 15%, **chỉ số Vnindex có thể mức cận trên khoảng 1.379 điểm. Cho năm 2024, chúng tôi nghiêng về kịch bản thị trường sẽ nằm trong vùng từ kịch bản 3 trở đi nhiều hơn**

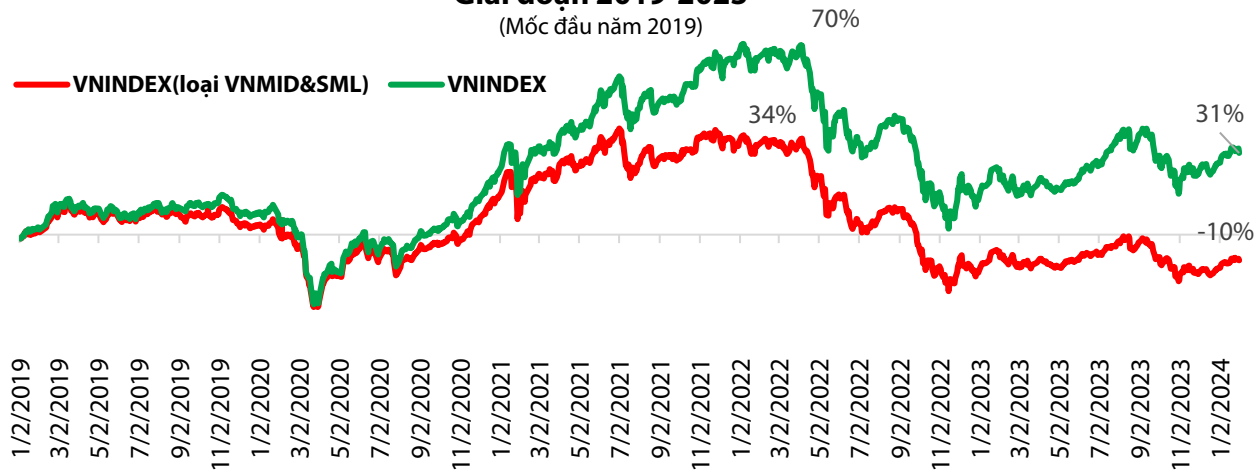
Lưu ý: Mô hình dự báo có thể bị thay đổi trường hợp có các tác động trọng yếu tới 6 biến số trên thay đổi nhiều hơn dự tính

- Chúng tôi nhận thấy rằng, biến động của chỉ số VNINDEX tuy nhiên, ở giai đoạn thị trường thuận lợi (Giai đoạn 2&3), hiệu suất sinh lời của VNINDEX và VNSML tốt hơn đáng kể so với VNINDEX. Khi câu chuyện về lợi nhuận thị trường kém nổi bật, dòng tiền thường tìm tới nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn (VN30).
- Tính chung trong giai đoạn 2019-2023, **chỉ số Vnindex nếu loại các mã trong VNINDEX và VNSML, hiệu suất của giai đoạn này sẽ thấp hơn đáng kể.**

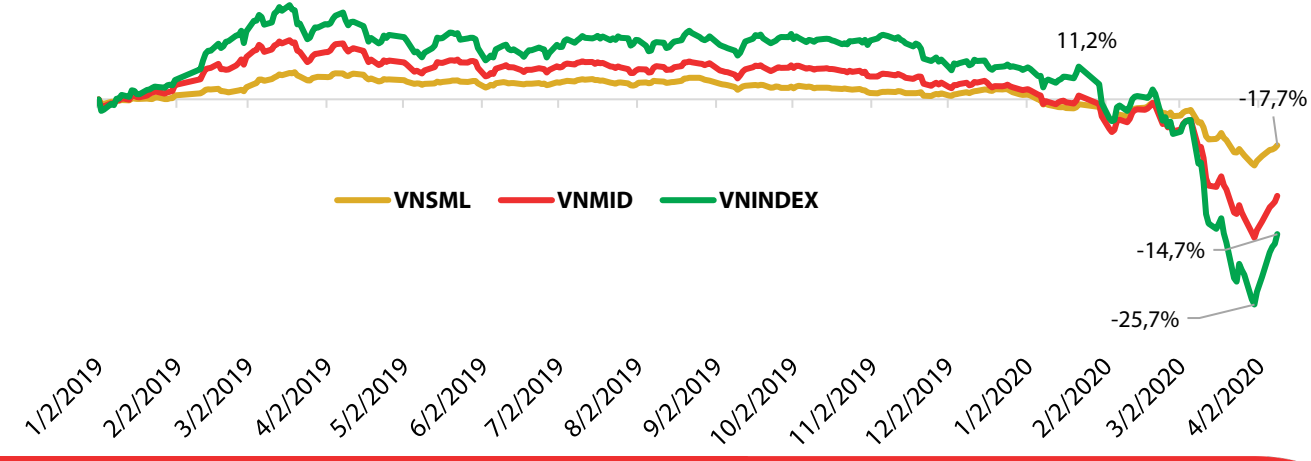
Hình 29: Tỷ suất sinh lời của các chỉ số qua các giai đoạn

Giai đoạn 2019-2023

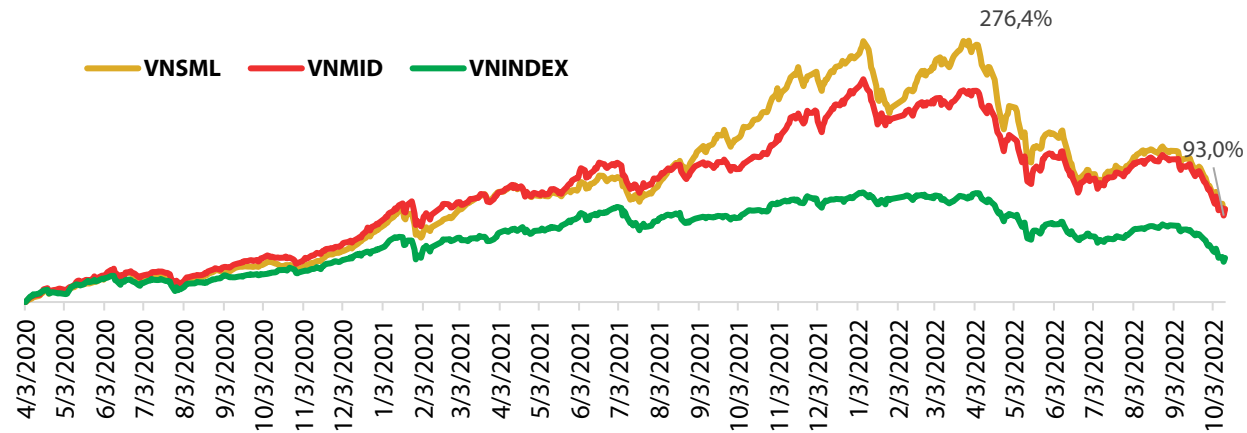
(Mốc đầu năm 2019)



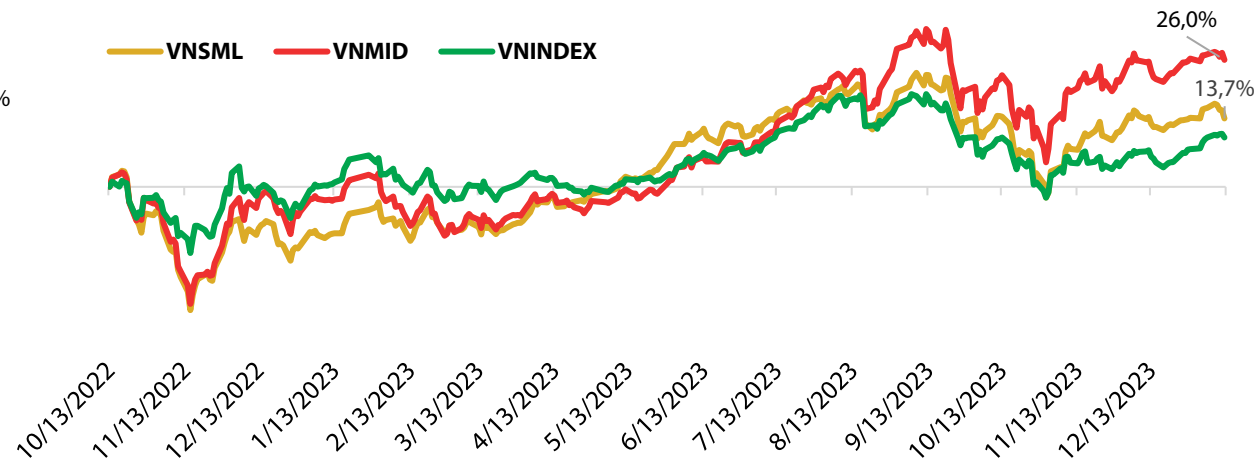
Giai đoạn 1 (Fold 1)



Giai đoạn 2 và 3 (Fold 2&3)



Giai đoạn 4 (Fold 4)



CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NĂM 2024

**CHỌN NGÀNH TIỀM NĂNG
QUA GÓC NHÌN CHU KỲ
LỢI NHUẬN!**

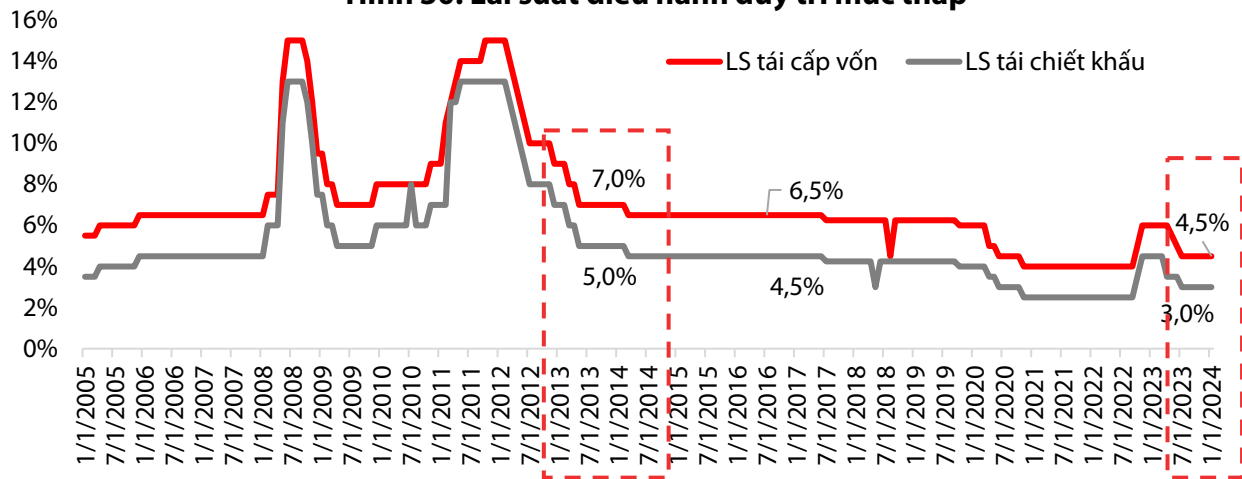


- **Trải qua một năm đầy khó khăn**, thách thức, năm 2023 đã chính thức khép lại một thập kỷ phát triển của nền kinh tế nói chung và thị trường chứng khoán (TTCK) nói riêng. Giai đoạn này chứng kiến đầy đủ 4 giai đoạn của 1 chu kỳ, đi từ “Suy thoái - Phục hồi - Tăng trưởng - Suy thoái” của thị trường khoán đi cùng sự phát triển của nền kinh tế. Với rất nhiều sự kiện, biến số tác động tới chu kỳ thị trường, chu kỳ kinh doanh của doanh nghiệp và từ đó ảnh hưởng tới diễn biến **“lợi nhuận”** và sự tăng/giảm của TTCK qua thời gian.
- **Năm 2024 được đánh giá là năm “bản lề”**, khi TTCK bước vào 1 chu kỳ, thập kỷ tăng trưởng mới với bối cảnh vĩ mô tương đồng giai đoạn 2013-2014, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi cũng sẽ diễn ra tương tự khi TTCK ở đáy của chu kỳ trước. Qua đó, tổng thể lợi nhuận của các doanh nghiệp trong chỉ số VN-Index cũng sẽ có sự phục hồi.
- **Tập trung vào lợi nhuận sẽ là chiến lược khả thi nhất trong năm 2024**, điều này cũng sẽ được xem xét thông qua góc nhìn về (1) Lợi nhuận thị trường (2) Lợi nhuận của các nhóm ngành phục hồi tốt nhất. Chiến lược này sẽ được xem xét cụ thể hơn thông qua góc nhìn về chu kỳ lợi nhuận thị trường trong giai đoạn trước.
- **Kỳ vọng kịch bản nghiêng về phía phục hồi tốt của chỉ số VN-Index**, sự phục hồi về lợi nhuận thị trường cũng sẽ tác động đáng kể tới chỉ số VN-Index trong năm 2024, từ đó, tạo 1 môi trường “thuận lợi” cho việc lựa chọn các nhóm ngành, cổ phiếu tiềm năng.

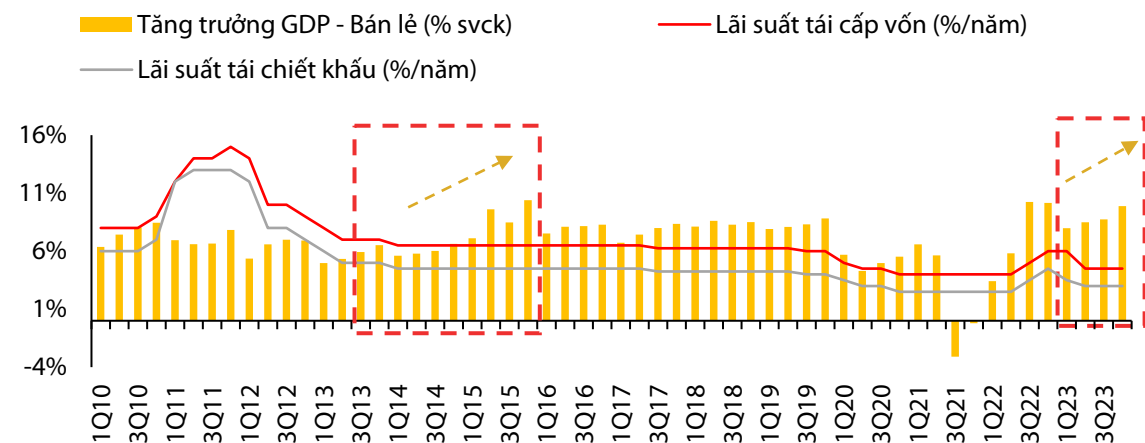
Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi nhận thấy môi trường vĩ mô cho năm 2024 có nhiều điểm khá tương đồng với giai đoạn 2013-2014 khi (1) lãi suất điều hành giảm sau giai đoạn tăng cao trước đó và được duy trì thấp để hỗ trợ nền kinh tế (2) Các cấu phần trong tăng trưởng GDP yếu đi như hoạt động xuất nhập khẩu, bán lẻ hàng hóa dịch vụ (3) Nhà nước tiếp tục đẩy mạnh giải ngân vốn ngân sách nhà nước nhằm thúc đẩy đầu tư công.

Trước sự tương đồng này, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng năm 2024 sẽ là “đáy” của một chu kỳ mới, từ đó **lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp sẽ quay trở lại đà tăng trưởng**.

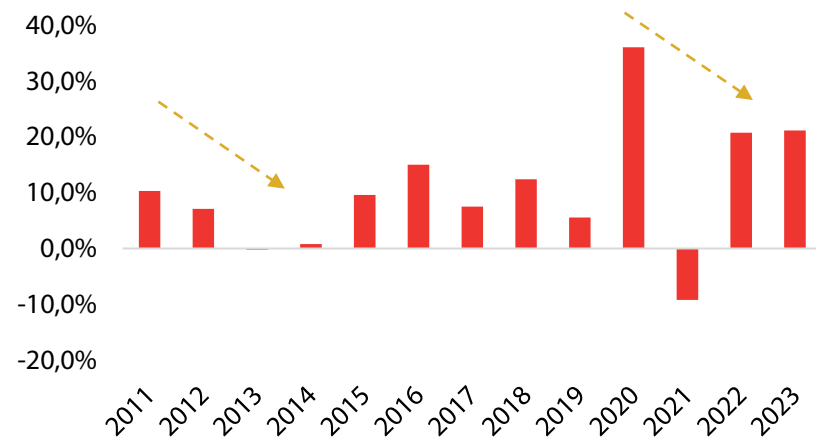
Hình 30: Lãi suất điều hành duy trì mức thấp



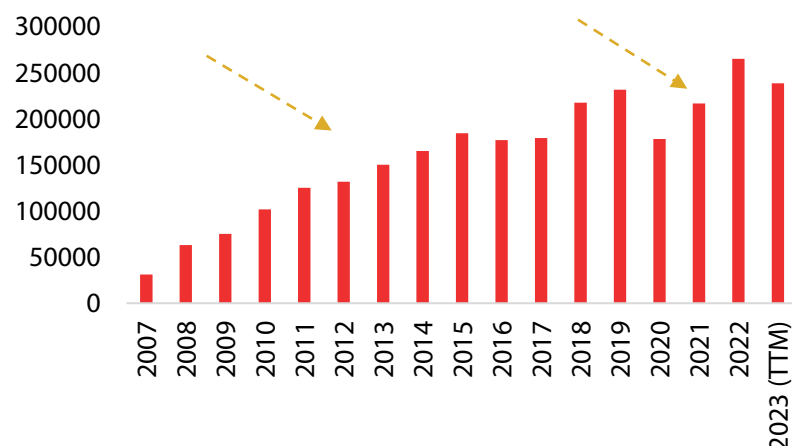
Hình 31: GDP bán lẻ hồi phục trong bối cảnh lãi suất thấp



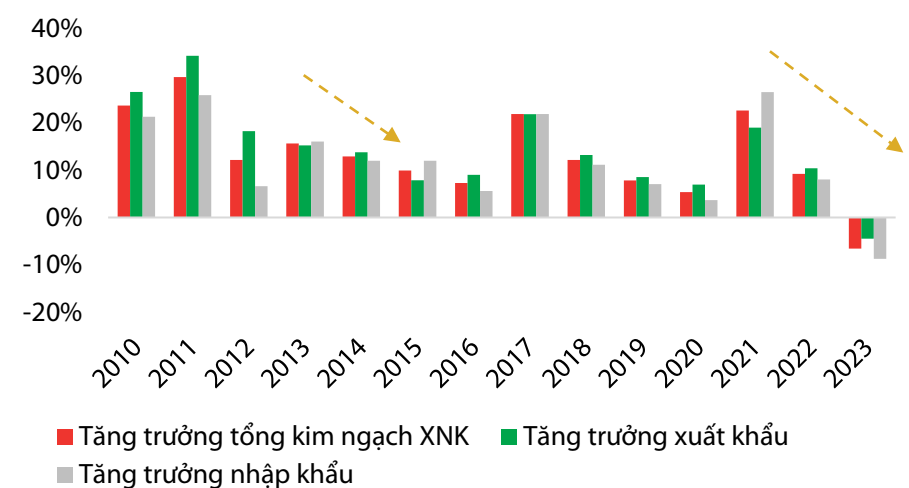
Hình 32: Tăng trưởng giải ngân vốn từ NSNN



Hình 33: Tăng trưởng chi Capex các năm của các DN trên 3 sàn

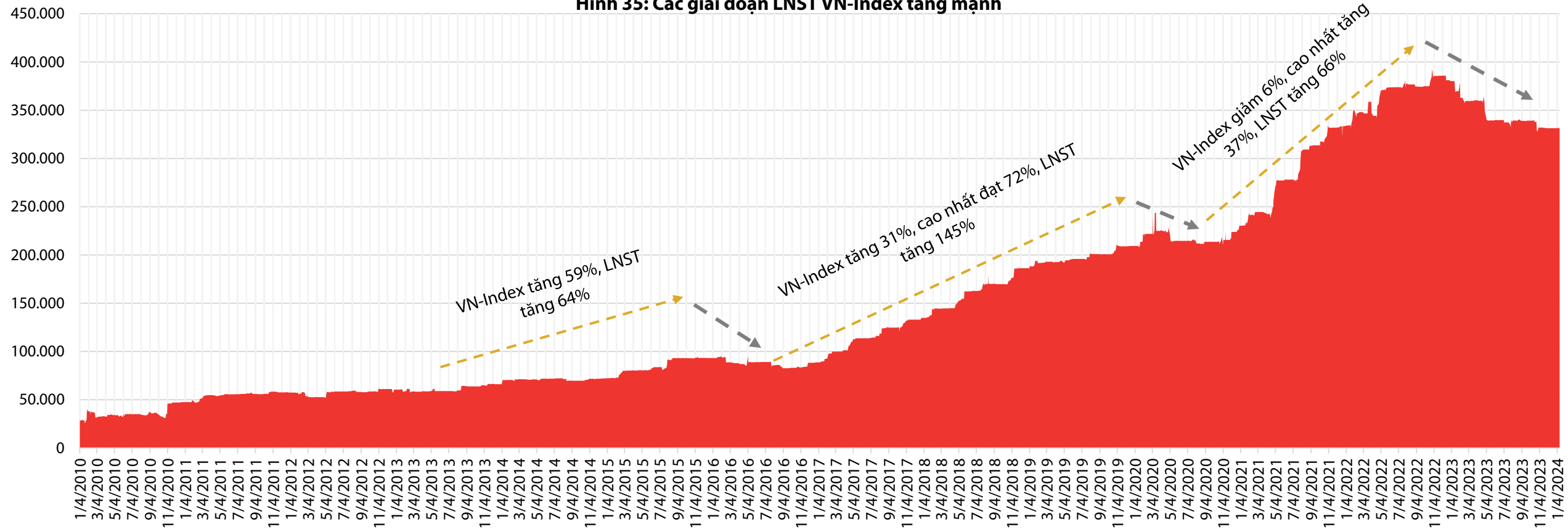


Hình 34: Tăng trưởng xuất nhập khẩu

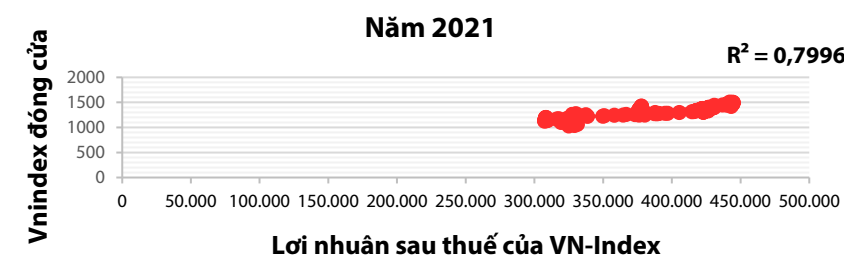
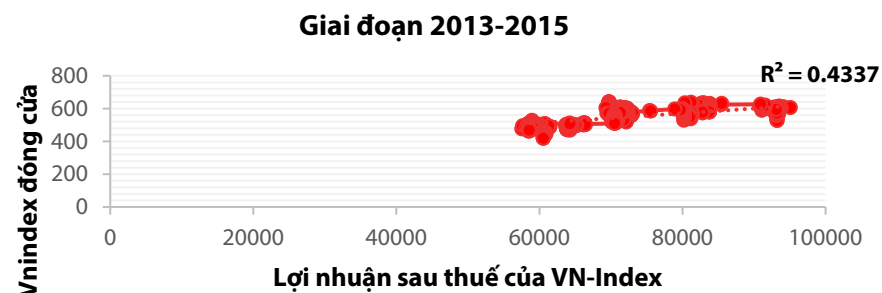
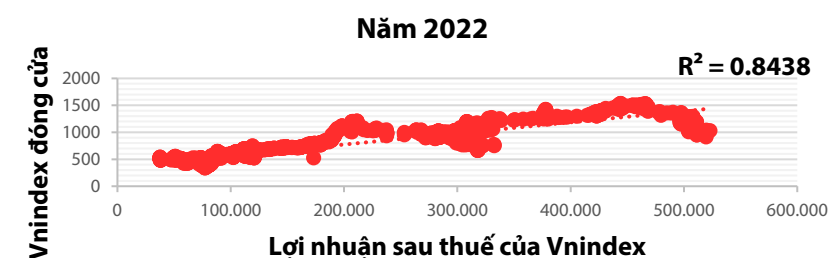
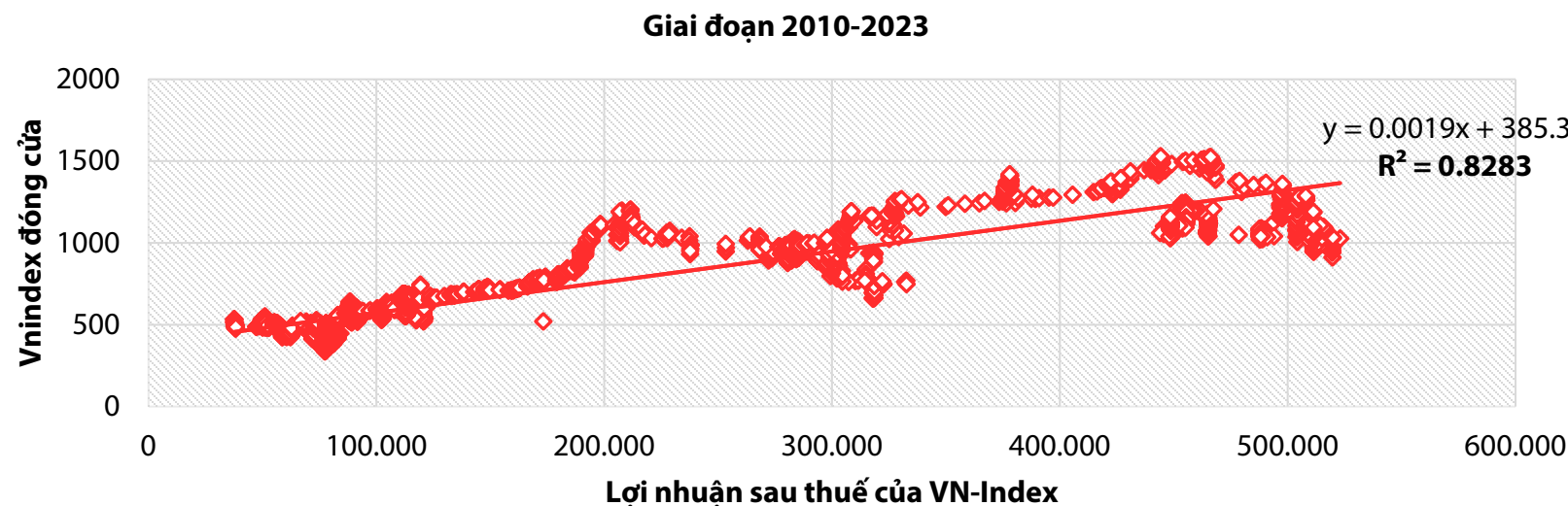


- Tính từ thời điểm phục hồi lợi nhuận kể từ năm 2013-2023, giai đoạn phục hồi có thể chia thành 3 giai đoạn và xen kẽ là các giai đoạn sụt giảm ngắn hơn trong lợi nhuận sau thuế của VN-Index. Trong đó, giai đoạn phục hồi dài nhất khi LNST của VN-Index tăng 145%, kéo dài từ cuối năm 2016 tới đầu năm 2020 (trước khi Đại dịch Covid19) xảy ra. Trong giai đoạn này, LNST của ngành ngân hàng tăng từ 37.000 tỷ đồng lên 94.000 tỷ đồng (tăng 154%), ngành bất động sản cũng tăng từ 4.400 tỷ đồng và đạt gần mức đỉnh vào năm 2019 với 47.500 tỷ đồng nhờ LNST của cổ phiếu VHM cải thiện rất mạnh.
- Các giai đoạn sụt giảm thường diễn ra trong khoảng thời gian ngắn hơn và không kéo dài quá 1 năm trong 2 chu kỳ đầu. Ở chu kỳ thứ 3 kể từ khi đạt đỉnh lợi nhuận vào Quý 3/2022, LNST thị trường đã giảm trong 1,2 năm và hiện tại đang trên đà phục hồi sau mùa công bố BCTC Quý 4/2023.
- Chúng tôi nhận thấy rằng, trong dài hạn mặc dù LNST là biến số giải thích và tác động lớn nhất tới diễn biến của chỉ số, nhưng xét trong các khoảng thời gian ngắn hơn, LNST đôi lúc sẽ không giải thích đầy đủ vì rất nhiều biến số lớn khác cũng sẽ đồng thời tác động tới thị trường.

Hình 35: Các giai đoạn LNST VN-Index tăng mạnh



Hình 36: Tương quan giữa LNST của VN-Index ở các giai đoạn

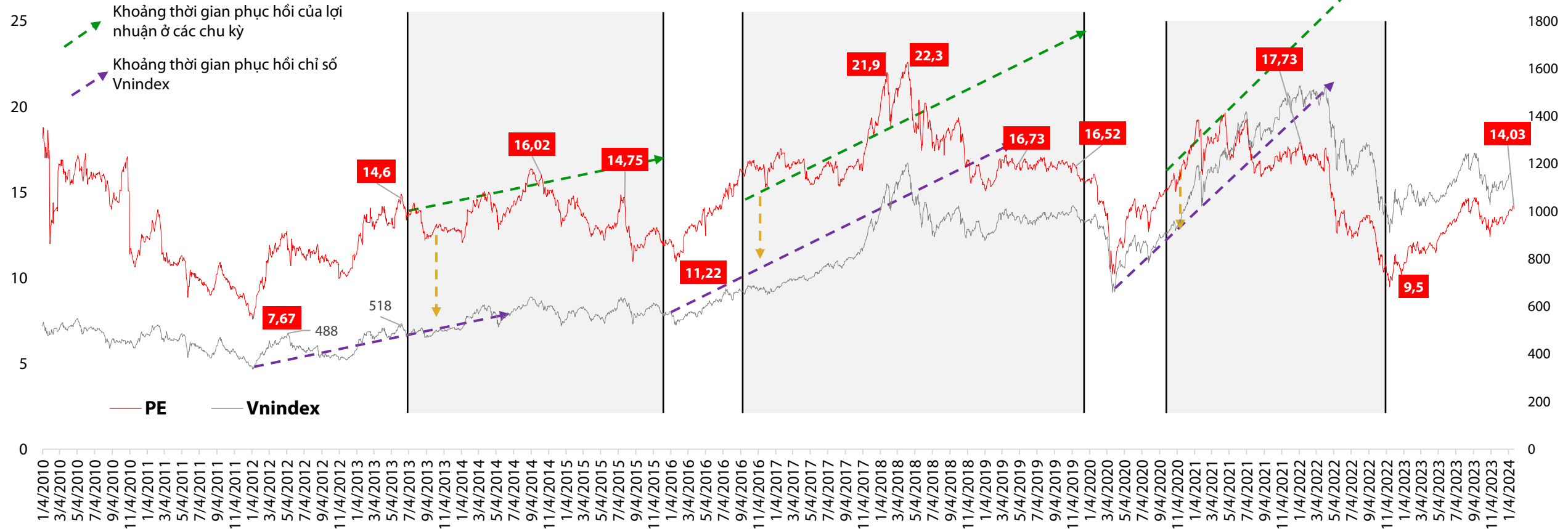


- Trong giai đoạn 2010-2023, lợi nhuận sau thuế (LNST) toàn thị trường sẽ là biến số quan trọng nhất giải thích cho sự tăng trưởng của chỉ số VN-Index qua thời gian. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy nếu xét trên từng năm, LNST sẽ không có nhiều ý nghĩa, đặc biệt vào các năm 2019, 2020 và 2023 khi hệ số R-Squared khá thấp, khi có những sự kiện bất thường (đại dịch Covid19, siết chặt thị trường bất động sản), hoặc trước đó thị trường đã tăng quá nóng và đang được định giá cao.
- Nếu chỉ xét trong các trường hợp chỉ số PE nhỏ hơn 15 lần, LNST sẽ là biến số giải thích rất tốt cho sự biến động của chỉ số Vnindex với hệ số R-Squared là 0,94 lần.
- Trước sự kỳ vọng LNST sẽ phục hồi tiếp trong năm 2024 và không có các biến số đặc biệt “bất thường” xảy ra, chúng tôi cho rằng năm 2024, với mức PE của thị trường hiện tại khoảng 13,75 lần, thì ***LNST sẽ biến số tác động lớn nhất tới chỉ số Vnindex. Điều này đã được chúng tôi xem xét kỹ hơn ở mục kịch bản thị trường.***

Sau khi xác định LNST là biến số quan trọng nhất năm 2024, chúng tôi xem xét “thời điểm” để tham gia vào thị trường thông qua các góc nhìn:

- Xét trên góc độ định giá: quan sát trên cả 3 chu kỳ phục hồi của lợi nhuận (Q1/2013 – Q4/2015, Q2/2016 – Q4/2019, Q2/2020 – Q3/2022), chúng tôi nhận thấy rằng thị trường thường đạt đỉnh vào các giai đoạn P/E trong vùng 16-22 lần.
- Xét trên góc độ tương quan với lợi nhuận: Thị trường có diễn biến tăng trước chu kỳ phục hồi của lợi nhuận ở cả 3 chu kỳ, khi lợi nhuận đạt đỉnh cũng là thời điểm chỉ số thị trường đã rơi về mức đáy. Điều này cho thấy thời gian tăng giá của thị trường có độ dài tương đương với thời gian phục hồi của lợi nhuận thị trường.
- Bình quân chỉ số thị trường sẽ đi trước diễn biến phục hồi lợi nhuận khoảng 1,2 năm, chính vì vậy, khi nhận định thị trường sẽ phục hồi lợi nhuận tốt hơn nữa vào năm 2025 thì thời điểm năm 2024, **việc tập trung vào “lợi nhuận” để lựa chọn và tham gia sớm sẽ là chiến lược phù hợp**

Hình 37: Diễn biến VN-Index và mức định giá



Bảng 6: Thống kê top các giai đoạn các ngành có sự hồi mạnh về LNST (trượt 4 quý) cùng với VN-Index

Ngành	Q4-14	Q4-15	Q1-15	Q2-15	Q3-15	Q2-16	Q3-16	Q4-16	Q1-17	Q2-17	Q3-17	Q4-17	Q1-18	Q2-18	Q1-20	Q1-20	Q4-20	Q2-21	Q3-21	Q1-22	Q2-22
Vnindex	6%	8%	5%	7%	5%	7%	9%	13%	9%	26%	7%	11%	6%	9%	8%	6%	6%	12%	5%	6%	6%
Ngân hàng	15%	3%	3%	9%	10%	11%	0%	8%	6%	18%	10%	15%	4%	27%	7%	7%	8%	8%	4%	9%	9%
BDS dân dụng	8%	-2%	-8%	3%	-2%	14%	8%	42%	33%	13%	21%	39%	38%	-1%	21%	17%	0%	14%	3%	-2%	1%
BDS KCN	33%	12%	5%	7%	8%	6%	2%	-3%	-7%	27%	11%	4%	5%	18%	-4%	2%	1%	6%	-8%	0%	1%
Cảng biển	-4%	4%	3%	25%	19%	1%	1%	8%	4%	87%	-1%	2%	0%	3%	-2%	-4%	7%	3%	13%	20%	15%
Thủy sản	6%	-23%	-25%	-3%	-6%	-1%	0%	-23%	-5%	37%	9%	23%	17%	26%	-8%	-7%	-2%	1%	7%	27%	23%
Đệt may	35%	-4%	-4%	4%	23%	25%	3%	28%	-6%	242%	4%	16%	1%	7%	4%	-4%	-3%	9%	2%	14%	16%
Bán lẻ	-17%	83%	72%	22%	5%	15%	4%	0%	-1%	3%	0%	21%	12%	6%	1%	0%	-1%	9%	0%	4%	3%
Xây dựng	7%	17%	7%	19%	19%	0%	17%	11%	8%	52%	-4%	18%	11%	-2%	10%	5%	0%	5%	-4%	11%	11%
Đá xây dựng	1%	-4%	7%	4%	-4%	3%	1%	21%	0%	69%	3%	-3%	3%	0%	4%	-3%	-4%	-7%	-14%	-5%	-5%
Bia	-1%	12%	14%	6%	3%	-4%	0%	8%	6%	10%	-2%	10%	9%	-3%	3%	4%	11%	-2%	-19%	7%	6%
Sữa	-3%	4%	0%	10%	0%	8%	0%	-1%	-1%	0%	1%	-1%	-1%	-3%	-1%	-1%	6%	2%	-2%	-2%	-2%
Đường	-13%	-26%	-25%	42%	19%	17%	0%	18%	18%	10%	8%	-15%	-15%	-7%	2%	6%	2%	3%	12%	1%	0%
Điện	-8%	51%	38%	17%	2%	-1%	-1%	19%	37%	72%	9%	5%	6%	11%	8%	3%	10%	-4%	8%	13%	11%
Nước	0%	7%	18%	-8%	-1%	0%	72%	7%	0%	97%	3%	3%	-8%	9%	1%	-3%	-4%	4%	-2%	-3%	0%
Chứng khoán	-3%	4%	-13%	4%	2%	6%	1%	-3%	-6%	94%	2%	21%	14%	3%	0%	-2%	-2%	23%	16%	3%	7%
Phần mềm	0%	-1%	-1%	2%	0%	-4%	0%	1%	1%	2%	5%	34%	35%	3%	-1%	-3%	5%	4%	5%	8%	8%
Thép	16%	1%	3%	13%	12%	17%	2%	26%	27%	27%	8%	0%	-1%	-1%	7%	6%	29%	43%	24%	1%	1%
Dầu khí (phân phối)	-2%	21%	21%	-3%	0%	0%	0%	37%	0%	5%	11%	8%	0%	12%	-2%	0%	1%	7%	5%	15%	16%
Dầu khí (khai thác)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-19%	-8%	0%	53%	3%	-3%	68%	-5%	1%	2%
Dầu khí (thiết bị)	20%	3%	3%	-6%	-1%	-15%	9%	-12%	-8%	0%	-1%	-2%	-3%	-28%	-32%	-32%	-15%	-14%	1%	18%	13%

Bảng 7: Thống kê top các ngành có sự hồi mạnh về LNST theo chu kỳ cùng với VN-Index

Ngành/Chu kỳ	Chu kỳ 1 (tối Q4/15)	Chu kỳ 2 (tối Q4/19)	Chu kỳ 3 (tối Q3/22)	Chọn ngành Chu kỳ 1	Chọn ngành Chu kỳ 2	Chọn ngành Chu kỳ 3
Vnindex	26%	144%	56%			
Ngân hàng	30%	238%	77%	X	X	X
BĐS dân dụng	-23%	347%	4%		X	
BĐS KCN	436%	353%	76%	X	X	X
Cảng biển	132%	28%	117%	X		X
Thủy sản	34%	197%	95%	X	X	X
Dệt may	114%	122%	99%	X	X	X
Bán lẻ	424%	131%	46%	X	X	
Xây dựng	131%	12%	32%	X		
Đá xây dựng	80%	6%	-63%	X		
Bia	30%	18%	16%			
Sữa	13%	13%	-12%			
Đường	-8%	-5%	28%			
Điện	31%	256%	40%	X	X	
Nước	4%	395%	15%		X	
Chứng khoán	58%	87%	133%	X		X
Phần mềm	8%	65%	42%			
Thép	95%	-1%	22%	X		
Dầu khí (phân phối)	-4%	122%	73%			
Dầu khí (khai thác)	0%	0%	1555%			X
Dầu khí (thiết bị)	29%	11%	-42%			

Các ngành có sự phục hồi LNST tốt hơn chỉ số VN-Index trong chu kỳ 1 bao gồm 11 ngành:

1. Ngân hàng
2. Bất động sản khu công nghiệp
3. Cảng biển
4. Thủy sản
5. Dệt may
6. Bán lẻ
7. Xây dựng
8. Đá xây dựng
9. Điện
10. Thép
11. Chứng khoán

Có thể thấy rằng, đa phần các ngành phục hồi tốt sẽ nằm trong 3 nhóm chính (1) ngành công nghiệp cơ bản (2) tiêu dùng (3) xuất khẩu.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Chu kỳ 1: Q1/2013 – Q4/2015, Chu kỳ 2: Q2/2016 – Q4/2019, Chu kỳ 3: Q2/2020 – Q3/2022

Bảng 8: Thống kê tỷ suất sinh lời của các ngành qua các năm và các chu kỳ

Ngành L5	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Tỷ suất chu kỳ 1	Tỷ suất chu kỳ 2	Tỷ suất chu kỳ 3
Bất động sản công nghiệp	46%	44%	-15%	7%	13%	-3%	25%	74%	87%	-6%	19%	78%	47%	43%
Bất động sản dân cư	14%	15%	13%	11%	77%	23%	15%	8%	74%	-46%	4%	47%	177%	-57%
Cảng biển	83%	14%	36%	-3%	22%	-10%	3%	54%	61%	-13%	48%	186%	9%	-1%
Đường	-14%	7%	83%	13%	-15%	-3%	-10%	42%	38%	-29%	26%	68%	-16%	-62%
Hàng May mặc	117%	55%	8%	0%	-3%	5%	9%	45%	113%	-26%	18%	266%	12%	21%
Khai khoáng	0%	5%	31%	17%	45%	-4%	3%	46%	109%	-44%	21%	38%	67%	-10%
Khai thác đá	33%	62%	34%	31%	12%	17%	20%	15%	43%	-39%	36%	188%	105%	-70%
Môi giới chứng khoán	18%	53%	1%	-2%	73%	-10%	-14%	105%	204%	-57%	86%	83%	31%	79%
Ngân hàng thương mại truyền thống	-4%	15%	39%	-4%	54%	-1%	35%	30%	44%	-18%	17%	54%	96%	-53%
Nước	43%	38%	29%	10%	17%	15%	29%	30%	22%	6%	13%	155%	92%	-69%
Nuôi trồng thủy hải sản	21%	187%	14%	32%	38%	60%	-1%	50%	58%	-14%	12%	297%	188%	-25%
Phần mềm	34%	32%	21%	11%	52%	-13%	61%	21%	81%	1%	41%	114%	135%	-2%
Bán lẻ	49%	2%	-3%	77%	60%	-9%	33%	21%	86%	-32%	16%	47%	244%	-29%
Phân phối xăng dầu & khí đốt	78%	13%	-37%	78%	69%	-5%	13%	-3%	16%	1%	-7%	26%	225%	-84%
Sản phẩm từ sữa	60%	-12%	69%	24%	70%	-30%	-2%	14%	-17%	-4%	-6%	137%	45%	-118%
Sản xuất & Phân phối Điện	75%	69%	-2%	11%	23%	14%	15%	28%	54%	-15%	27%	191%	77%	-42%
Sản xuất bia	29%	53%	11%	1%	20%	4%	-6%	-8%	-20%	7%	-21%	119%	19%	-120%
Sản xuất và Khai thác dầu khí						-13%	-9%	14%	64%	-43%	25%	0%	-21%	-59%
Sản xuất, chế biến thép	85%	46%	-8%	89%	57%	-10%	0%	109%	63%	-50%	47%	148%	167%	-34%
Thiết bị và Dịch vụ Dầu khí	69%	31%	-40%	-5%	33%	-23%	11%	11%	59%	-24%	61%	32%	9%	-50%
Vật liệu xây dựng khác	98%	22%	62%	58%	7%	-13%	8%	39%	102%	-13%	40%	289%	58%	24%
Xây dựng	29%	48%	41%	18%	50%	-19%	8%	57%	165%	-29%	36%	168%	54%	84%

* Chu kỳ 1: Q1/2013 – Q4/2015, Chu kỳ 2: Q2/2016 – Q4/2019, Chu kỳ 3: Q2/2020 – Q3/2022

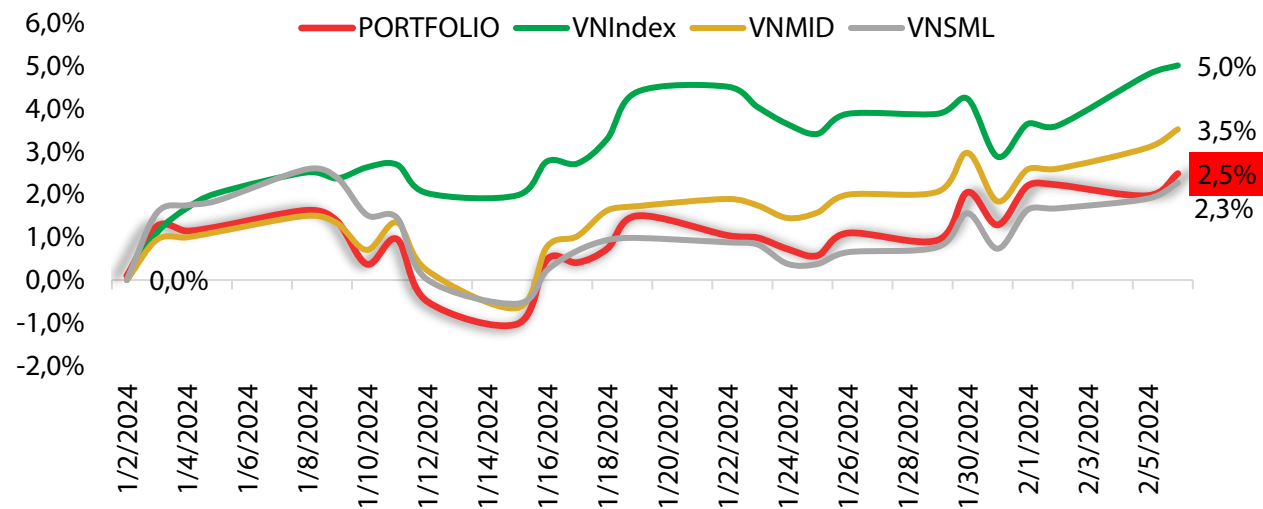
- Xét trong chu kỳ 1, trong nhóm 11 ngành phục hồi lợi nhuận tốt các ngành đạt tỷ suất sinh lời tốt nhất trong chu kỳ này như: dệt may, cảng biển, điện, khai thác đá, xây dựng, thép.
- Nhóm đạt tỷ suất sinh lời tốt sớm nhất trong năm 2013 (tăng trên 40%): Cảng biển, dệt may, điện, sữa, thép, bán lẻ, dầu khí, BĐS khu công nghiệp, vật liệu xây dựng khác (chủ yếu là nhựa). **Đây là những nhóm ngành có thể được xem xét với sự phục hồi sớm hơn các ngành khác cho năm 2024.**
- Các ngành phục hồi lợi nhuận đồng thời được định giá lại với mức P/B và P/E tăng khá mạnh (tăng từ 75-184%), điều này tạo ra mức tăng giá rất mạnh khi LNST phục hồi đối với những ngành này. Tuy nhiên, chúng tôi mặc dù chúng tôi cho rằng bối cảnh năm 2024 là tương đồng so với thời điểm 2013, nhưng vẫn tồn tại nhiều sự khác biệt cần xem xét kĩ hơn trong phần đánh giá về mặt “định tính” và triển vọng.

Nhóm ngành	2013-2014	2024	
	Bối cảnh	Kỳ vọng chính	Cổ phiếu chú ý
Ngân hàng	- Ở khía cạnh định giá, ngành ngân hàng năm 2013 đang ở vùng định giá thấp đáng kể so với trung bình chung khi P/B giao dịch dưới 1,0 lần. Song song với đó hiệu quả của ngành cũng suy giảm với LNST cổ đông công ty mẹ ghi nhận đà tăng trưởng âm, ROE của ngành xuống mức thấp nhất lịch sử ~9% và chạm đáy trong năm 2014. - Sức khỏe vĩ mô yếu khi lạm phát liên tục lập đỉnh và khó kiểm soát cùng với tỷ giá tăng mạnh đã ảnh hưởng trực tiếp tới phía cầu của nền kinh tế, dẫn tới tăng trưởng tín dụng thấp và chi phí vốn tăng cao. Kết quả, NIM cả ngành liên tục thu hẹp trước khi chạm đáy từ giữa năm 2014 (NIM cả ngành ~2,9% cuối năm 2014). - Chất lượng tài sản của ngành ngân hàng yếu với nhiều ngân hàng rơi vào diện tái cấu trúc và sáp nhập. Trong đó, tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 của ngành tăng cao kỷ lục (~10%), tỷ lệ bao phủ nợ xấu thấp (LLR ~ 60%) và nền tảng vốn mỏng là yếu tố gây áp lực đến chất lượng lợi nhuận của ngành. - Khả năng phục hồi của ngành thấp do (1) nền tảng vốn ngành NH yếu (2) thiếu sự đa dạng từ nhu cầu vốn do còn phụ thuộc chủ yếu từ cho vay bán buôn cho khối doanh nghiệp BĐS và khu vực nhà nước trong khi cho vay bán lẻ yếu bởi thu nhập của người dân thấp (3) sự phục hồi biên lãi thuần (NIM) chậm do thanh khoản hệ thống (LDR cao) và tỷ lệ CASA thấp.	- Định giá ngành ngân hàng đang ở vùng tương đối thấp kể từ 2017 khi P/B ngành giao dịch ~1,15 lần (trung bình 1,35 lần), ROE đạt 17,1% (giảm so với đỉnh 19,9% năm 2022) vẫn khá tốt so với hiệu quả quá khứ. - Chất lượng tài sản dần cải thiện khi nợ xấu xác lập đỉnh. Hiện tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 của ngành đã giảm mạnh còn 1,90% và 1,86% trong Q4/2023 từ 2,24% và 2,32% quý trước đó. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cũng tăng trở lại lên 96,5%. Cho năm 2024, từ nhận định kinh tế trong nước có sự phục hồi ở khu vực sản xuất, xuất khẩu và sự ấm dần của thị trường BĐS, sẽ tiếp tục hỗ trợ cho xu hướng cải thiện của chất lượng tài sản của ngành và điều này đồng nghĩa áp lực trích lập dự phòng của ngành cũng giảm bớt. - Kinh tế phục hồi sẽ dẫn dắt nhu cầu về vốn tăng trở lại, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ phục hồi tốt hơn đặc biệt là nửa cuối năm 2024. - Bên cạnh đó lãi suất huy động giảm mạnh trong nửa cuối năm 2023 và hiện đang ở mức thấp nhất trong nhiều năm qua, cùng với đó tỷ lệ CASA cũng tăng mạnh trở lại lên 22,1% trong Q4 từ 19,6% quý trước là những hai yếu tố giúp chi phí vốn - CoF của ngành hạ nhiệt trong năm 2024. Trong đó, CoF hạ nhiệt nhanh hơn tốc độ điều chỉnh của lợi xuất cho vay là điểm nhấn quan trọng giúp NIM của ngành mở rộng. Qua đó giúp ngành ngân hàng đạt được tăng trưởng lợi nhuận cao hơn trong năm 2024.	TCB, MBB, CTG, ACB, VIB, VPB, MSB

Mã CK	Tiêu điểm chú ý	Góc nhìn kỹ thuật	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Tỷ suất lợi nhuận
VLB	- Quý 4/2023, VLB đạt doanh thu thuần 291 tỷ đồng (-18% svck), LNST ghi nhận 56,3 tỷ đồng (-49% svck), giảm so với mức nền cao của cùng kỳ, bên cạnh đó Quý 4/2022, công ty cũng tiết kiệm được gần 14 tỷ đồng do chuyển lỗ từ Quý 3/2022 sang. Tuy nhiên, KQKD cũng đã có sự phục hồi so với Q3/2023 nhờ tính mùa vụ, thời gian cao điểm xây dựng của các công trình, hạ tầng. Lũy kế năm 2023, công ty đạt doanh thu thuần 1.003 tỷ đồng (-21% svck), LNST ghi nhận 143 tỷ đồng (cùng kỳ lỗ 23,2 tỷ đồng), lần lượt hoàn thành 104% và 110% kế hoạch cả năm 2023, tương ứng với khối lượng đá tiêu thụ là 5.200.000 m3. - Trong năm 2024, công ty đặt kế hoạch kinh doanh với doanh thu thuần 878 tỷ đồng (-12,5% svck), lợi nhuận trước thuế ghi nhận 130 tỷ đồng (-25% svck). Chúng tôi đánh giá đây cũng là kế hoạch thận trọng dựa vì (1) thị trường bất động sản sẽ tiếp tục phục hồi trên khía cạnh số lượng dự án tiếp tục được xây dựng (2) giải ngân đầu tư công tiếp tục được thúc đẩy và năm 2024 cũng sẽ tập trung vào giai đoạn xây dựng cơ bản. - Theo số liệu từ Bộ tài chính, giải ngân đầu tư công trong tháng 1/2024 đạt trên 16.934 tỷ đồng, tiếp tục duy trì đà tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ. Đối với vị trí các mỏ đá của VLB, 3 dự án đầu tư công sẽ đóng vai trò quan trọng nhất trong việc tiêu thụ đá của VLB là (1) Sân bay Long Thành (2) Đường vành đai 3 (3) Cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu. Trong đó, gói thầu 4.6 – thi công xây dựng, lắp đặt thiết bị của dự án thành phần 3 đang trong tình trạng khan hiếm nguyên vật liệu, đặc biệt là cát và đá, hiện các nhà thầu cũng đang xin phép bổ sung số lượng nhà cung cấp so với hồ sơ dự thầu, đại dự án này cũng sẽ thực hiện thi công xuyên Tết.	VLB có dao động tạo nền giá mới tại vùng 36 - 37.5 trong thời gian gần đây sau tín hiệu vượt cản 35. Đồng thời VLB liên tục được hỗ trợ khi lùi dưới ngưỡng 36 với trạng thái cung dần giảm. Dự kiến VLB sẽ tiếp tục được hỗ trợ và có cơ hội nới rộng sóng tăng trong thời gian tới	36.100	41.400	 + 15%

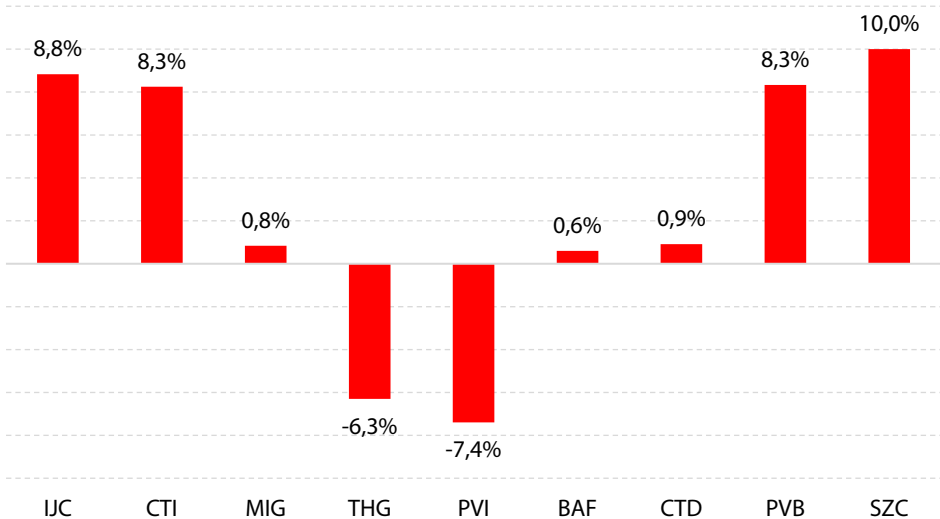
Ngày KN	Cổ phiếu	Giá khuyến nghị	Vùng giá chốt lời	Vùng giá cắt lỗ	Giá mục tiêu	Lợi nhuận kỳ vọng	Trạng thái	Lãi/lỗ	Biến động VN-Index
06/07/2023	IJC*	14.150	17.500-18.600	12.800	18.600	24% - 31%	NẮM GIỮ	8,8%	5,5%
06/07/2023	CTI	15.150	18.000-18.500	13.700	18.500	19% - 22%	NẮM GIỮ	8,3%	5,5%
08/09/2023	MIG	17.950	22.000-23.000	16.300	23.200	22% - 28%	NẮM GIỮ	0,8%	-4,3%
08/09/2023	THG	42.150	56.000-57.800	38.200	57.800	32% - 36%	NẮM GIỮ	-6,3%	-4,3%
08/09/2023	PVI	48.700	55.000-55.900	44.200	59.000	12% - 14%	CẮT LỖ	-7,4%	-4,3%
08/12/2023	BAF*	26.200	30.000-31.000	23.600	30.500	15% - 18%	NẮM GIỮ	0,6%	2,3%
08/12/2023	CTD	65.600	82.000-84.000	59.000	82.900	25% - 28%	CHỐT LỜI	0,9%	2,3%
08/12/2023	PVB	19.200	25.500-26.000	17.300	26.000	33%-35%	NẮM GIỮ	8,3%	2,3%
08/01/2024	SZC	35.000	37.500-38.500	31.800	38.500	7%-10%	CHỐT LỜI	10,0%	2,4%
06/02/2024	VLB	36.000	39.500-41.400	32.700	41.400	10%-15%	MUA MỚI		
06/02/2024	DHC	41.000	47.500-49.000	36.900	49.000	16%-20%	MUA MỚI		

Hình 38: Hiệu suất danh mục khuyến nghị Mid&Small Cap năm 2024



Nguồn: CTCK Rông Việt

Hình 39: Hiệu suất các cổ phiếu trong danh mục Mid&Small Cap năm 2024



Nguồn: CTCK Rông Việt

Cập nhật luận điểm IJC

- Trong Q4/2023, IJC đạt doanh thu thuần 238 tỷ đồng (+11,5% svck), LNST công ty mẹ đạt 76 tỷ đồng (+90% svck). Doanh thu bất động sản Q4/2023 ghi nhận 78,3 tỷ đồng, trong đó hoạt động chuyển một phần quyền sử dụng đất dự án KDC Hòa Lợi cho CTCP Kinh doanh và phát triển Bình Dương ghi nhận 29,7 tỷ đồng. Các phần doanh thu còn lại đến từ phần còn lại của dự án KDC Hòa Lợi và khu biệt thự Sunflower 1, dự án Green River, tại KDC Thới Hòa, thị xã Bến Cát. Trong Q4/2023, công ty không mở bán dự án nào do nhận định tình hình thị trường chung còn nhiều khó khăn. Mảng bán vé cầu đường, các mảng kinh doanh khác (cho thuê văn phòng, khách sạn,..) ghi nhận đóng góp ổn định vào doanh thu, lần lượt là 74,5 tỷ đồng (-1,4% svck) và 88,3 tỷ đồng (-11% svck). Lũy kế năm 2023, IJC ghi nhận doanh thu thuần 1.494 tỷ đồng (-24% svck) và LNST ghi nhận 395 tỷ đồng (-23% svck), lần lượt hoàn thành 91% và 79% kế hoạch năm 2023.
- Về tiến độ các dự án: (1) Với mảng bất động sản, công ty vẫn tiếp tục trong quá trình xin gia hạn chủ trương đầu tư và cấp Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất (2) Dự án Quốc lộ 13 mở rộng vẫn đang trong quá trình xem xét để giao cho IJC (3) Dự án KCN-đô thị- dịch vụ Becamex Bình Phước tiếp tục GPMB và IJC sẽ hoàn thành việc góp vốn sau khi phát hành cho cổ đông hiện hữu thành công (4) Kế hoạch phát hành tăng vốn đang được UBCK xem xét. Hiện tiến độ bị kéo dài hơn so với dự kiến do công ty phải điều chỉnh về ngành nghề kinh doanh có điều kiện để các nhà đầu tư nước ngoài có thể tiếp tục tham gia.
- Chúng tôi thực hiện **điều chỉnh giá mục tiêu IJC xuống mức 18.600 đồng/cổ phiếu** (so với mức cũ 28.500 đồng/cp) để phản ánh những khó khăn ngắn hạn của thị trường bất động sản mà IJC phải đối mặt. Nhìn dài hạn hơn, chúng tôi vẫn đánh giá định giá của IJC theo phương pháp RNAV là không đổi (ở mức định giá 28.500 đồng/cp) và hoạt động kinh doanh của công ty sẽ nhanh chóng bắt đầu khi các khó khăn ngắn hạn qua đi.

Cập nhật luận điểm SZC

- Trong Q4/2023, SZC ghi nhận KQKD khả quan với doanh thu đạt 259 tỷ đồng (+32,1% svck), LNST đạt 56 tỷ đồng (+49,2% svck). Doanh thu mảng cho thuê đất và phí quản lý KCN đạt 223 tỷ đồng (+96,3% svck) nhờ bàn giao khoảng 23 ha đất (cả năm bàn giao khoảng 76 ha). Doanh thu bán nhà liên kế, shophouse của KDC Sonadezi Hữu Phước chỉ đạt 17,5 tỷ đồng, cho cả năm 2023 công ty chỉ bàn giao được khoảng 11 căn shophouse. Các mảng kinh doanh khác chiếm tỷ trọng nhỏ và duy trì mức ổn định.
- Lũy kế năm 2023, SZC đạt doanh thu 818 tỷ đồng (-4,7% svck), LNST ghi nhận 219 tỷ đồng (+11% svck), lần lượt hoàn thành 89,4% và 104% kế hoạch của năm 2023. Chúng tôi đánh giá mặc dù ghi nhận sự tăng trưởng so với cùng kỳ nhưng việc bán hàng và ghi nhận doanh thu các sản phẩm của KDC Hữu Phước vẫn diễn biến khá chậm khi công ty đã hoàn thành xây dựng khoảng 70 căn shophouse trong năm 2023 nhưng chỉ bàn giao được 11 căn, khá thấp so với năm 2022.
- Vừa qua, Tập đoàn Sonadezi (SZN) công bố lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản trong đó có nội dung thoái vốn tại các công ty thành viên và SZC (hiện SZN đang sở hữu 46,84%) thì dự kiến sẽ được thoái vốn xuống còn 36% (tương ứng bán ra 10,84%, khoảng 19,51 triệu cổ phiếu và 10,4 phiên giao dịch dựa trên khối lượng giao dịch trung bình 10 phiên của cổ phiếu SZC gần đây).
- Hiện cổ phiếu SZC đã vượt qua mức giá khuyến nghị chốt lời trong Báo cáo Cơ hội đầu tư Mid&Small Cap tháng 1/2024 (giá mục tiêu 38.500 đồng/cp, tỷ suất sinh lời 10% đã đạt được trong ngày 26/01/2024), hiện giá đóng cửa ngày 6/2/2024 là 45.550 đồng nên chúng tôi khuyến nghị **CHỐT LỜI với cổ phiếu SZC** trong báo cáo tháng này.

Cập nhật luận điểm CTI

- Trong Q4/2023, CTI công bố KQKD tăng trưởng với doanh thu thuần đạt 262 tỷ đồng (+26% svck), LNST đạt gần 21 tỷ đồng (+69% svck). Cho cả năm 2023, các mảng kinh doanh chủ đạo như xây lắp, thu phí BOT (trạm thu phí Quốc lộ 1), thương mại khác (xăng dầu, đá, VLXD...) ghi nhận sự sụt giảm so với cả năm 2023. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp năm 2023 ghi nhận 52% cải thiện so với mức 49,7% của năm 2022 nhờ biên gộp của mảng xây lắp cải thiện tốt (27,2% sv 23,3%), trạm BOT 319 (80,8% sv 78,3%).
- Trong Q4/2023, công ty tiếp tục chi tiền GPMB cho dự án so với Q3/2023 như KDC Phước Tân (giá trị tăng thêm 28,6 tỷ đồng), dự án cụm công nghiệp Tân An (giá trị tăng thêm 47 tỷ đồng) và chi phí dự án khai thác đá Thiện Tân 10 (giá trị tăng thêm 41 tỷ đồng). Khoản mục Người mua trả trước tiếp tục gia tăng lên 109,4 tỷ đồng (tăng 14 tỷ đồng), đây là các khoản tiền cọc trước của các khách hàng trong mảng xây lắp và thương mại. Chúng tôi cho rằng, khoản mục này cũng sẽ được hiện thực hóa và thể hiện lên KQKD trong năm 2024. Kết hợp với hoạt động BOT cải thiện hơn trong năm 2024, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của CTI sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2024.

Cập nhật luận điểm THG

- Quý 4/2023 THG đạt KQKD kém khả quan với doanh thu thuần đạt 440 tỷ đồng (-11,1% svck), LNST đạt 20,5 tỷ đồng (-39% svck). Sự sụt giảm chủ yếu tới tới mảng kinh doanh bất động sản khi thiếu hụt dự án để bàn giao. Lũy kế năm 2023, THG đạt doanh thu thuần 1.669,8 tỷ đồng (+1,3% svck), LNST ghi nhận 120 tỷ đồng (-15,5% svck), lần lượt hoàn thành 100% và 80% kế hoạch.
- Năm 2024, chúng tôi kỳ vọng KQKD của công ty sẽ khởi sắc hơn nhờ (1) Sự phục hồi của thị trường bất động sản sẽ giúp công ty bàn giao, bán hàng tốt hơn ở các dự án như KDC Nguyễn Trọng Dân, Khu dân cư D7 (đang làm thủ tục xây dựng) (2) Mặt bằng lãi suất thấp hơn kích thích nhu cầu mua nhà, đầu tư (3) Tiếp tục hưởng lợi và cải thiện tốt hơn trong mảng thương mại bán VLXD, bán bê tông và thi công công trình xây dựng.

Cập nhật luận điểm PVB

- Trong Q4/2023, PVB ghi nhận chủ yếu hoạt động bọc ống cho dự án Kinh Ngư Trắng và giúp KQKD của PVB cải thiện so với các quý trước đó. Cụ thể, doanh thu của PVB ghi nhận 149 tỷ đồng và LNST ghi nhận 11 tỷ đồng so với mức lỗ hoặc huế vốn trong các quý trước đó. Cả năm 2023, PVB ghi nhận doanh thu 244 tỷ đồng và LNST 3 tỷ đồng, tích cực hơn so với doanh thu 34 tỷ đồng và LNST lỗ 13 tỷ đồng của năm 2022.
- Cho năm 2024, kết quả kinh doanh của PVB được kỳ vọng tương đương với 2023 và lợi nhuận tập trung trong Q1/2024 với việc ghi nhận phần còn lại của dự án Kinh Ngư Trắng. Điểm kỳ vọng lớn nhất của PVB chính là FID cho dự án lô B trong năm 2024. Với việc FID được công bố, PVB có thể thực hiện việc bọc ống cho dự án này với giá trị hợp đồng vào khoảng 1.000 tỷ đồng và được phân bổ trong giai đoạn 2025-2026. Theo đó, LNST của PVB sẽ cải thiện tích cực trong giai đoạn trên với ước tính vào khoảng 200 tỷ đồng.

Cập nhật luận điểm PVI

- Quý 4/2023, PVI ghi nhận KQKD kém khả quan hơn so với cùng kỳ khi đạt doanh thu thuần 1.688 tỷ đồng (-8,7% svck), LNST công ty mẹ ghi nhận 124 tỷ đồng (-24% svck). Mặc dù biên lợi nhuận gộp ghi nhận tăng nhẹ lên mức 14,3% (cùng kỳ đạt 14%), nhưng chi phí quản lý doanh nghiệp ghi nhận hơn 219 tỷ đồng (+18,4% svck) do ghi nhận chi phí nhân viên tăng 26% so với cùng kỳ. Điểm tích cực nằm ở doanh thu tài chính đạt 333,9 tỷ đồng (+22% svck), nhờ lãi tiền gửi, cho vay tăng mạnh hơn 93% svck, ở chiều ngược lại lãi từ HĐ kinh doanh cổ phiếu lại giảm mạnh còn 2,5 tỷ đồng (cùng kỳ đạt 27 tỷ đồng).
- Lũy kế năm 2023, PVI ghi nhận doanh thu thuần 6.709 tỷ đồng (+3,3% svck), tổng doanh thu 14.661 tỷ đồng, LNST ghi nhận 973 tỷ đồng (+17% svck), lần lượt hoàn thành 108% và 123% KH năm. Chúng tôi cho rằng, đối với HĐKD cốt lõi là bảo hiểm **PVI đã kiểm soát tốt tỷ lệ bồi thường đối với sản phẩm là tài sản & thiệt hại, xe cơ giới như kỳ vọng**, mặc dù trong bối cảnh tính cạnh tranh của thị trường cao.
- Tuy nhiên, như kỳ vọng của chúng tôi trong Báo cáo Cơ hội đầu tư Mid & Small cap tháng 9/2023, mặc dù thị trường chứng khoán có sự phục hồi tốt trong 2 tháng cuối năm 2023 nhưng sự đóng góp lợi nhuận của việc đầu tư cổ phiếu lại sụt giảm. Vì vậy, đối với triển vọng trong năm 2024, khi nền lãi suất huy động dự kiến sẽ duy trì ở mức thấp hơn có khả năng sẽ gây ra sự sụt giảm cho doanh thu tài chính, từ đó ảnh hưởng tới KQKD chung của công ty. Đồng thời, giá cổ phiếu vào ngày 24/1/2024 cũng đã rơi xuống dưới mức giá cắt lỗ để ra, nên chúng tôi quyết định **LOẠI CỔ PHIẾU PVI ra khỏi danh mục**.

Cập nhật luận điểm MIG

- Trong Q4/2023, MIG ghi nhận KQKD khả quan khi đạt doanh thu thuần HĐ kinh doanh bảo hiểm 964 tỷ đồng (-22% svck), doanh thu tài chính đạt 92,3 tỷ đồng (+87% svck), biên lợi nhuận gộp mảng kinh doanh bảo hiểm ghi nhận 20,9%, cải thiện tốt so với mức 15,7% cùng kỳ. LNST công ty mẹ ghi nhận 109,7 tỷ đồng (gấp 4,5 lần so với cùng kỳ).
- Lũy kế năm 2023, MIG đạt doanh thu thuần 3.594 tỷ đồng (-4,8% svck), LNST ghi nhận 281,6 tỷ đồng (+76% svck), lần lượt hoàn thành 73% kế hoạch doanh thu và 100% kế hoạch LNST năm 2023. Chúng tôi cho rằng, năm 2023 là một năm thách thức đối với hoạt động bảo hiểm phi nhân thọ khi doanh thu phí bảo hiểm gốc tăng trưởng chậm và tình hình cạnh tranh cao đặc biệt đối với sản phẩm về xe cơ giới, sức khỏe và tài sản. Biên lợi nhuận gộp cho cả ba sản phẩm chủ lực này của MIG đều ghi nhận mức sụt giảm so với năm 2022 và MIG chỉ hoàn thành kế hoạch doanh thu nhờ hoạt động tài chính cải thiện tốt đạt 293 tỷ đồng (+51% svck, trong đó lãi tiền gửi chiếm 92%) bù đắp cho phần sụt giảm lãi từ đầu tư cổ phiếu, trái phiếu (ghi nhận 19,4 tỷ đồng và giảm 66% svck). Hiệu quả từ đầu tư tài chính vẫn còn thấp so với những gì mà chúng tôi kỳ vọng về sự phục hồi của thị trường chứng khoán sẽ tạo tác động tích cực cho hoạt động này.
- Vì vậy, đối với năm 2024, khi nền lãi suất huy động dự kiến sẽ duy trì ở mức thấp hơn có khả năng sẽ gây ra sự sụt giảm cho doanh thu tài chính. Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng đợt chào bán cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 100:15, 28,8 triệu cổ phiếu giá 10.000 đồng/cp, sẽ được thực hiện thành công trong Quý 1/2024 và có thể là chất xúc tác đối với giá cổ phiếu trong thời gian này.

Cập nhật luận điểm CTD

- KQKD Q4/2023 của CTD tích cực với doanh thu & lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 5.660 tỷ -9,2% svck (+37,2% qoq) và 69,1 tỷ +266% svck (+3,7% qoq). LNST tăng mạnh chủ yếu nhờ chi phí dự phòng trong kỳ giảm còn 56,8 tỷ so với 88,6 tỷ ở cùng kỳ, từ đó giúp EBIT đạt 47 tỷ so với -11 tỷ của cùng kỳ. Lũy kế cả năm, CTD ghi nhận doanh thu & lợi nhuận lần lượt đạt 16.528 tỷ +13,7% svck hoàn thành 102% kế hoạch và 188 tỷ +807,4% svck hoàn thành 80,7% kế hoạch. Kết quả LNST của CTD cũng thấp hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi. Theo 6 tháng đầu của niên độ tài chính mới, 1H24, doanh thu & lợi nhuận của CTD lần lượt đạt 9.784 tỷ +4,7% svck và 136 tỷ +784,5% svck, hoàn thành 55% & 49,5% kế hoạch niên tài chính mới (theo ĐHCĐ tháng 11.2023).
- Bên cạnh đó chúng tôi nhận thấy CTD tiếp tục có sự cải thiện ở bảng tài sản và dòng tiền tiền khi chu kỳ tiền mặt tiếp tục giảm xuống còn 64 ngày từ 73 ngày của quý trước và gần tiệm cận với mức trung bình trước năm 2020. Ngoài ra, dòng tiền hoạt động tiếp tục dương 536 tỷ đồng và quy mô tiền mặt của CTD tiếp tục tăng cao với giá trị tiền mặt vượt hơn 4.600 tỷ đồng - mức cao trong 7 năm trở lại đây, là những điểm nhấn trong KQKD của CTD.
- Tuy nhiên với KQKD thấp hơn ước tính chúng tôi đưa ra trước đó nên trước mắt **chúng tôi tạm ngưng khuyến nghị cổ phiếu CTD** nhằm xem xét lại dự phóng và điều chỉnh giá mục tiêu mới trong thời gian tới.

Cập nhật luận điểm BAF

- KQKD Q4/2023 của BAF kém khả quan khi ghi nhận sự suy giảm ở cả 2 mảng kinh doanh là mảng nông sản và mảng chăn nuôi. Cụ thể, về mặt doanh thu, mảng nông sản tiếp tục có doanh thu suy giảm, điều này phù hợp với định hướng của công ty khi hướng tới dừng hoạt động kinh doanh mảng này vào năm 2025. Trong Q4/2023 doanh thu mảng nông sản ghi nhận giảm 29% svck.
- Ở mảng chăn nuôi, tổng lượng heo bán ra giảm 10,9% svck và giá heo trung bình Q4/2023 giảm 7,6% svck (-14,7% QoQ) đạt 50.568 đồng/kg khiến doanh thu mảng chăn nuôi giảm 20,7% svck. Trong đó, sản lượng bán hàng giảm là do doanh nghiệp giữ lại đàn heo cai sữa và heo giống cho các trang trại mới (BAF không bán heo cai sữa ra thị trường trong Q4 trong khi cùng kỳ bán ra gần 40 nghìn con, lượng heo giống bán ra giảm 27,4% svck đạt 2.151 con). Trong khi, lượng heo thải loại (heo giống sau chu kỳ khai thác sẽ được bán ra để thay đàn mới, lưu ý loại heo này có biên lợi nhuận rất thấp) bán ra tiếp tục tăng mạnh, tăng 177,1% svck đạt 10.661 con và lượng heo thịt bán ra tăng 64,2% svck đạt 62.748 con.
- Về biên lợi nhuận, việc giá bán heo hơi giảm mạnh so với cùng kỳ, trong khi chi phí TACN vẫn còn ở mức cao và không bán ra đàn heo giống và heo cai sữa khiến biên LNG Q4 của BAF ghi nhận mức thấp nhất kể từ khi niêm yết, chỉ đạt 3,1% so với mức trung bình trên 25%. Điều này kéo theo BAF ghi nhận mức lỗ ròng ở lợi nhuận hoạt động, EBIT lỗ 10,8 tỷ đồng. Ngoài ra, do liên tục sử dụng nợ vay để tăng quy mô đàn, khiến chi phí lãi vay của BAF tăng hơn 2 lần svck khiến LNST có quý đầu tiên lỗ ròng, - 29,5 tỷ đồng.
- Doanh nghiệp cho biết, doanh nghiệp đã hạn chế bán đàn heo thịt ra thị trường trong tháng 12/2023 nhằm tận dụng đà tăng giá cận tết nguyên đán vào tháng 1/2024. Điều này khiến lượng heo bán ra không đạt như kỳ vọng, dẫn tới KQKD ghi nhận lỗ so với kỳ vọng khả quan mà chúng tôi đã đưa ra trước đó. Do đó, chúng tôi cho rằng KQKD sẽ tích cực hơn trong Q1/2024 khi đàn heo giữ lại được bán ra trong dịp cận tết. Cùng với đó, lượng heo cai sữa giữ lại trong Q3&4 năm 2023 sẽ bắt đầu được thu hoạch kể từ Q1/2024 là yếu tố hỗ trợ cho đà tăng trưởng cao của BAF kể từ Q1 trở đi. Trước mắt, chúng tôi chưa đưa ra điều chỉnh định giá cho cổ phiếu BAF.

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
☎ (+84) 28 6299 2006 📧 info@vds.com.vn
☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vds.com.vn
MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa
☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ
☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

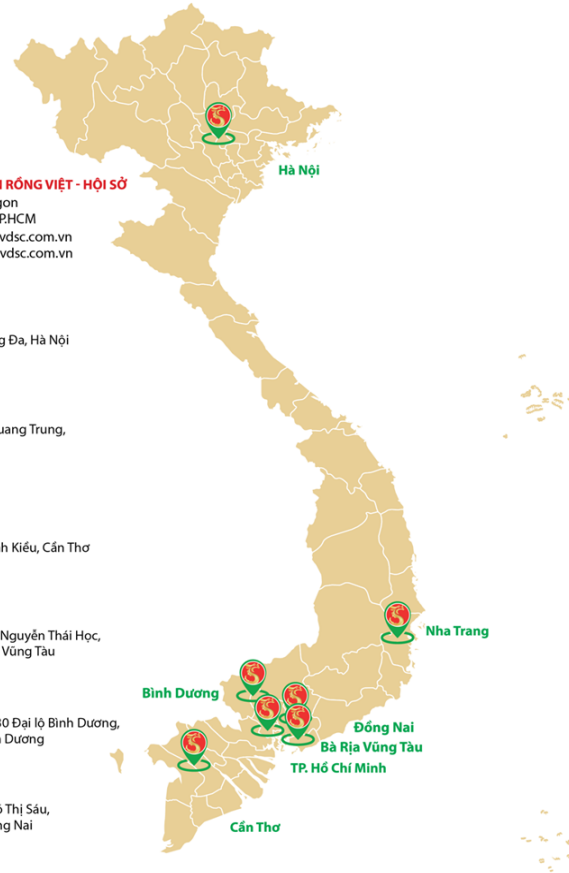
Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc RongViet Securities**

PHÒNG TƯ VẤN ĐẦU TƯ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Trần Hà Xuân Vũ

Trưởng phòng

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1512)

Đoàn Hoàng Gia Bảo

Nhân viên

bao.dhg@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006

Nguyễn Huy Phương

Phó phòng

phuong.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1241)

Lê Huỳnh Hương

Nhân viên

huong.lh@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1501)

Nguyễn Đại Hiệp

Phó phòng

hiep.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1331)

Nguyễn Minh Hiếu

Chuyên viên

hieu1.nm@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (2226)



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến 8 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

