

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC

Cơ hội để tích sản

Phòng Phân tích
Công ty Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Nội dung

I. Kinh tế Việt Nam: Điểm sáng xuất khẩu và đầu tư công	3
II. Thị trường chứng khoán: Lạc quan trên tâm thế thận trọng	12
III. Cập nhật triển vọng các ngành và cổ phiếu khuyến nghị	21
Các cổ phiếu khuyến nghị	22
Ngân Hàng – Tập trung nhóm chiến lược phòng thủ	23
Bán lẻ - Duy trì triển vọng tích cực	32
Khu công nghiệp – Điểm sáng về tăng trưởng lợi nhuận	37
Dầu khí – Tăng trưởng lợi nhuận dưới tác động giá dầu	42
Năng lượng điện – Sản lượng tăng tốc trong T7/2022	47
Dệt May - Mảng may mặc tích cực	52
Công nghệ thông tin – Nhu cầu số hóa mạnh mẽ	55
Xây dựng – Hưởng lợi từ thúc đẩy đầu tư công	57
Nhóm khác – AST, DGC	59
Phụ lục – Dự phóng kết quả kinh doanh	61
Phụ lục – Danh mục theo dõi	63

I. Kinh tế vĩ mô: Điểm sáng xuất khẩu và đầu tư công

- Xu hướng phục hồi kinh tế tiếp tục được củng cố trong tháng 8, thể hiện rõ nét qua tăng trưởng hoạt động sản xuất công nghiệp, bán lẻ, xuất khẩu và đầu tư công. Đáng chú ý, tăng trưởng xuất khẩu đã tăng tốc trở lại trong tháng 8, với kim ngạch xuất khẩu hàng hóa tháng 8 ước đạt 33,4 tỷ USD, tăng 9,1% so với tháng trước và tăng 22,1% so với cùng kỳ năm trước. Bên cạnh dòng vốn FDI giải ngân vẫn tiếp tục tăng trưởng ổn định, tiêu dùng vẫn tiếp đà hồi phục mạnh mẽ, chúng tôi cũng thấy thêm điểm sáng từ việc đẩy mạnh giải ngân đầu tư công.
- Chỉ số PMI cũng cho thấy kỳ vọng mở rộng sản xuất trong 11 tháng liên tiếp (với PMI duy trì trên 50 điểm liên tục từ tháng 10/2021). Theo S&P Global, tăng trưởng sản xuất của Việt Nam đạt tốc độ nhanh hơn trong bối cảnh nhu cầu cải thiện, cùng với sản lượng, số lượng đơn đặt hàng mới tăng nhanh hơn trong tháng.
- Chúng tôi kì vọng hoạt động sản xuất công nghiệp sẽ tiếp tục duy trì được mức tăng trưởng dương trong những tháng cuối năm, nhờ vào những yếu tố tích cực sau: 1) tốc độ tăng chi phí đầu vào tiếp tục ở mức thấp; 2) chuỗi cung ứng của thế giới được kỳ vọng ổn định lại sau khi Trung Quốc nới lỏng bớt các biện pháp giãn cách do dịch bệnh Covid-19; và 3) các dự án đầu tư công trong nước đang được thúc đẩy.
- Lạm phát tháng 8 hạ nhiệt mạnh xuống 2,89% nhờ giá xăng trong nước giảm; tuy nhiên, lạm phát cơ bản tháng 8 tiếp tục tăng lên 3,06% chủ yếu do giá thịt heo tăng. Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đang hành động rất linh hoạt, khi vừa kiểm soát được lạm phát, vừa bình ổn được lãi suất, lại vừa linh hoạt điều hành tỷ giá trong bối cảnh bên ngoài còn nhiều bất ổn.
- Kinh tế thế giới vẫn chưa quá khởi sắc, lạm phát Châu Âu duy trì ở mức cao trước viễn cảnh mùa đông đang đến gần; trong khi nền kinh tế Trung Quốc giảm tốc mạnh, phủ thêm bóng đen lên triển vọng toàn cầu. Rủi ro lớn nhất cần theo dõi là rủi ro đình lạm (stagflation) ở các nước trên thế giới (đang có dấu hiệu trở lại).

[Tóm tắt] Các chỉ số kinh tế Việt Nam hàng tháng

Xu hướng từ 2021		2021					2022							
		8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8
Ước tính														
Tăng trưởng kinh tế hàng tháng (% YoY)														
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)		-7	-6	-2	8	9	3	9	9	11	10	9	9	16
Bán lẻ		-34	-28	-20	-12	1	-2	1	10	13	19	28	53	50
Xuất khẩu		-2	0	7	27	25	8	17	17	26	18	20	12	22
Nhập khẩu		21	12	9	24	15	11	24	14	17	16	17	4	12
Vốn đầu tư từ ngân sách nhà nước		-34	-32	-16	-11	0	12	16	8	8	11	12	22	51
Vốn FDI giải ngân		-12	-29	-8	-5	24	7	8	9	7	8	12	20	14
Lạm phát (% YoY)														
CPI		2.8	2.1	1.8	2.1	1.8	1.9	1.4	2.4	2.6	2.9	3.4	3.1	2.9
CPI cơ bản		1.0	0.7	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	1.1	1.5	1.6	2.0	2.6	3.1
Hàng ăn và dịch vụ ăn uống		1.2	1.3	0.1	-0.1	0.5	-0.1	-0.2	1.0	1.1	1.3	2.3	3.0	3.3
Lương thực		5.1	4.7	4.3	3.9	3.9	3.1	1.7	1.8	2.1	2.4	2.9	2.8	2.3
Thực phẩm		0.1	0.4	-1.4	-1.7	-0.8	-1.7	-1.8	-0.1	-0.2	0.1	1.3	1.9	2.3
Ăn uống ngoài gia đình		2.1	2.1	2.2	2.3	2.4	2.4	3.1	3.4	3.8	3.9	4.5	5.7	6.3
Đồ uống và thuốc lá		1.9	2.0	2.2	2.4	2.5	2.8	2.2	2.6	2.7	3.0	3.2	3.4	3.5
May mặc, mũ nón và giày dép		0.9	0.8	0.9	1.0	1.1	0.9	0.7	1.0	1.1	1.3	1.5	1.8	2.1
Nhà ở và vật liệu xây dựng		4.3	1.6	1.1	1.5	1.0	3.5	0.4	1.7	2.7	2.2	1.5	1.1	1.4
Thiết bị và đồ dùng gia đình		0.6	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2	2.5
Thuốc và dịch vụ y tế		0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
Giao thông		13.6	13.6	16.5	20.7	15.8	14.5	15.5	18.3	16.6	18.4	21.4	15.2	8.9
Bưu chính viễn thông		-0.9	-0.9	-0.9	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	-0.5	-0.2	-0.2
Giáo dục		4.0	-1.1	-2.2	-3.1	-3.5	-3.8	-3.3	-3.2	-2.3	-2.2	-2.1	-2.0	-0.6
Văn hoá, giải trí và du lịch		-0.9	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	-0.1	0.3	0.5	1.8	2.8	3.4	4.3	4.8

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

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

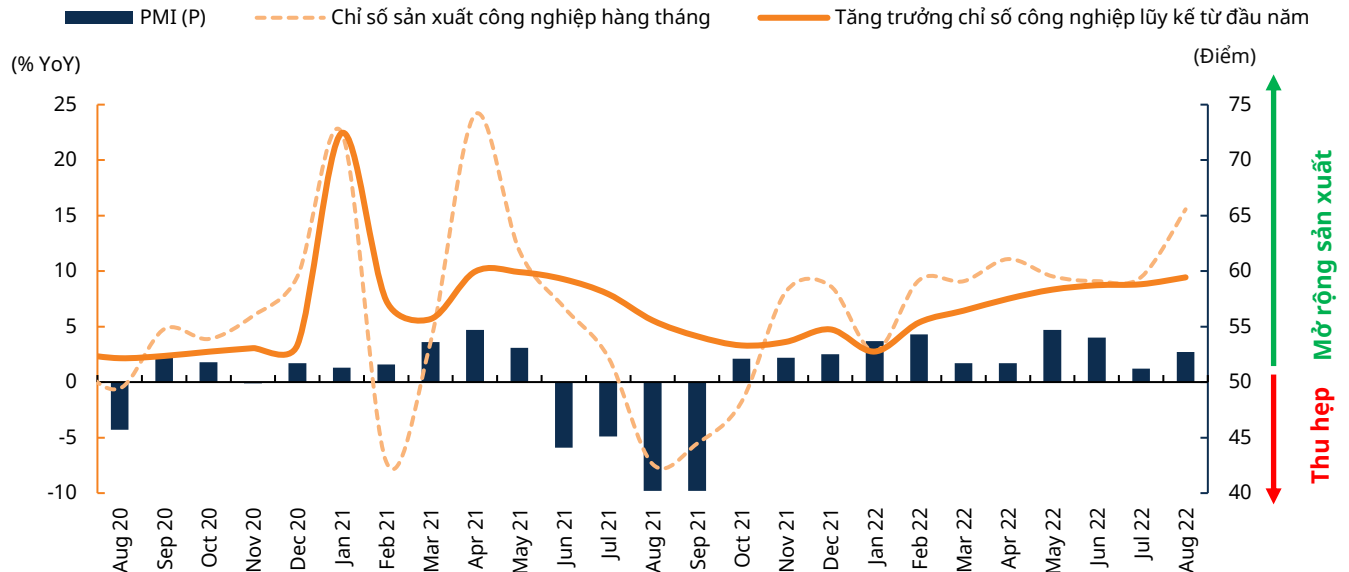
2/ Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng từ 2021 là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.

I.1. Cập nhật các động lực tăng trưởng kinh tế tháng 8

Sản xuất công nghiệp tiếp tục đà tăng trưởng

- Sản xuất công nghiệp tăng trưởng mạnh mẽ khi chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tăng 15,6% YoY (lũy kế 8 tháng tăng 9,4% YoY).
- Chỉ số PMI cũng cho thấy kỳ vọng mở rộng sản xuất trong 11 tháng liên tiếp (với PMI duy trì trên 50 điểm liên tục từ tháng 10/2021). Theo S&P Global, tăng trưởng sản xuất của Việt Nam đạt tốc độ nhanh hơn trong bối cảnh nhu cầu cải thiện, cùng với sản lượng, số lượng đơn đặt hàng mới tăng nhanh hơn trong tháng.
- Mặc dù trên thế giới vẫn có một số tín hiệu tiêu cực về suy giảm tiêu dùng, xung đột Ukraine và Nga chưa có dấu hiệu dừng lại, cũng như mùa đông đang tới gần nhưng vẫn có những tín hiệu khả quan: 1) tốc độ tăng giá cả đầu vào đã chậm lại đáng kể và là mức tăng thấp nhất trong 27 tháng; 2) sản lượng, số lượng đơn đặt hàng mới của tháng 8 tăng nhanh hơn nhờ kỳ vọng áp lực lạm phát trên thế giới giảm từ cuối tháng 7; và 3) thời gian giao hàng của nhà cung cấp được rút ngắn lần đầu tiên từ tháng 11/2019 khi nguồn cung nguyên vật liệu cải thiện đã cho phép người bán tăng tốc độ giao hàng.
- Chúng tôi kỳ vọng hoạt động sản xuất công nghiệp sẽ tiếp tục duy trì được mức tăng trưởng dương trong những tháng cuối năm, nhờ vào những yếu tố tích cực sau: 1) tốc độ tăng chi phí đầu vào tiếp tục ở mức thấp; 2) chuỗi cung ứng của thế giới được kỳ vọng ổn định lại sau khi Trung Quốc nới lỏng bớt các biện pháp giãn cách do dịch bệnh Covid-19; và 3) các dự án đầu tư công trong nước đang được thúc đẩy.

Sản xuất công nghiệp theo tháng: Tăng trưởng IIP và chỉ số PMI



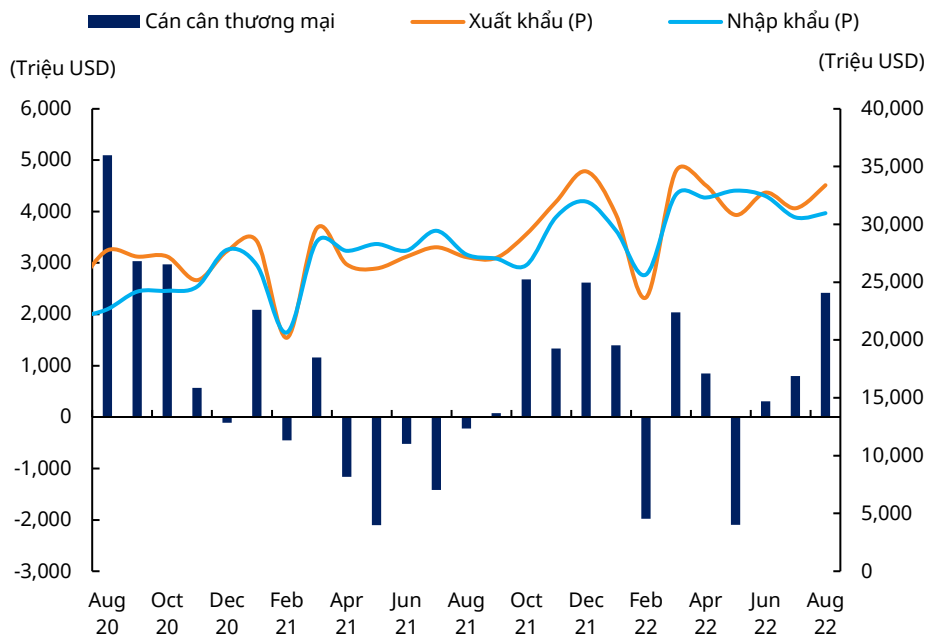
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO và Bloomberg

I.1. Cập nhật các động lực tăng trưởng kinh tế tháng 8

Thương mại quốc tế chậm lại, nhưng dự kiến sẽ sớm phục hồi

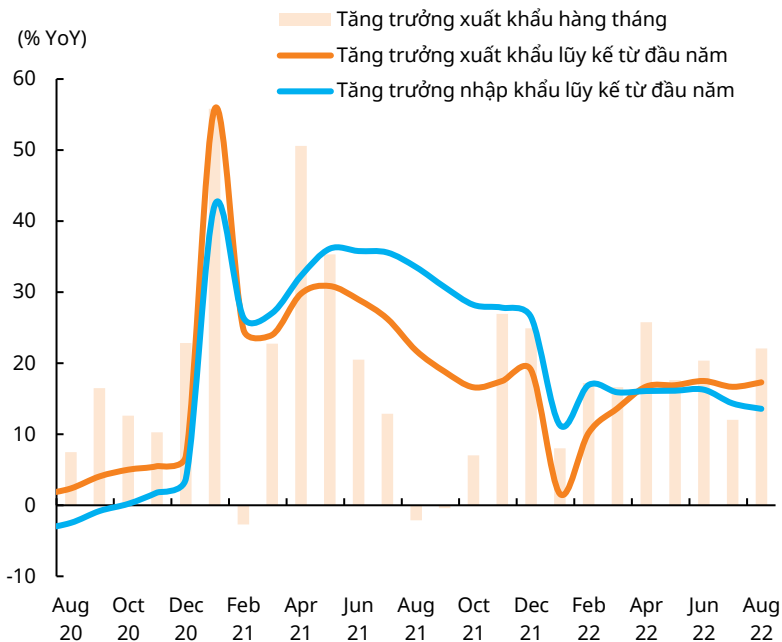
- Với số liệu kinh tế Mỹ được công bố vào cuối tháng 7 (GDP quý 2/2022 giảm 0,9% YoY, ít hơn dự kiến) kèm với triển vọng hồi phục kinh tế vào quý 3 đã giúp phần nào cởi bỏ tâm lý bi quan về nhu cầu tiêu dùng của thế giới.
- Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa tháng 8 ước đạt 33,4 tỷ USD, tăng 9,1% so với tháng trước và tăng 22,1% so với cùng kỳ năm trước).
- Tính chung 8 tháng năm 2022, kim ngạch xuất khẩu ước đạt 250,8 tỷ USD, tăng 17,3%. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu của khu vực kinh tế trong nước có mức tăng cao hơn của khối FDI ước đạt 66,1 tỷ USD (+18,4% YoY), so với kim ngạch xuất khẩu của khối FDI ước đạt 184,7 tỷ USD (+17% YoY). Trong 8 tháng đầu năm đã có tới 30 mặt hàng đạt kim ngạch xuất khẩu trên 1 tỷ USD, chiếm 91,8% tổng kim ngạch xuất khẩu (có 6 mặt hàng xuất khẩu trên 10 tỷ USD, chiếm 63,4%).
- Áp lực chi phí và nguồn cung cũng đã cải thiện rõ rệt khi giá xăng dầu giảm mạnh (hơn 33% từ đỉnh). Theo S&P Global, điểm ấn tượng nhất trong tháng 8 là tốc độ tăng chi phí đầu vào tiếp tục giảm mạnh, và chi phí chỉ tăng nhẹ, qua đó giúp các công ty có thể hạn chế mức tăng giá đầu ra, từ đó thúc đẩy thêm nhu cầu.

Cán cân thương mại tiếp tục nở rộng thặng dư một cách mạnh mẽ



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

Tăng trưởng xuất khẩu tháng 8 tăng tốc trở lại



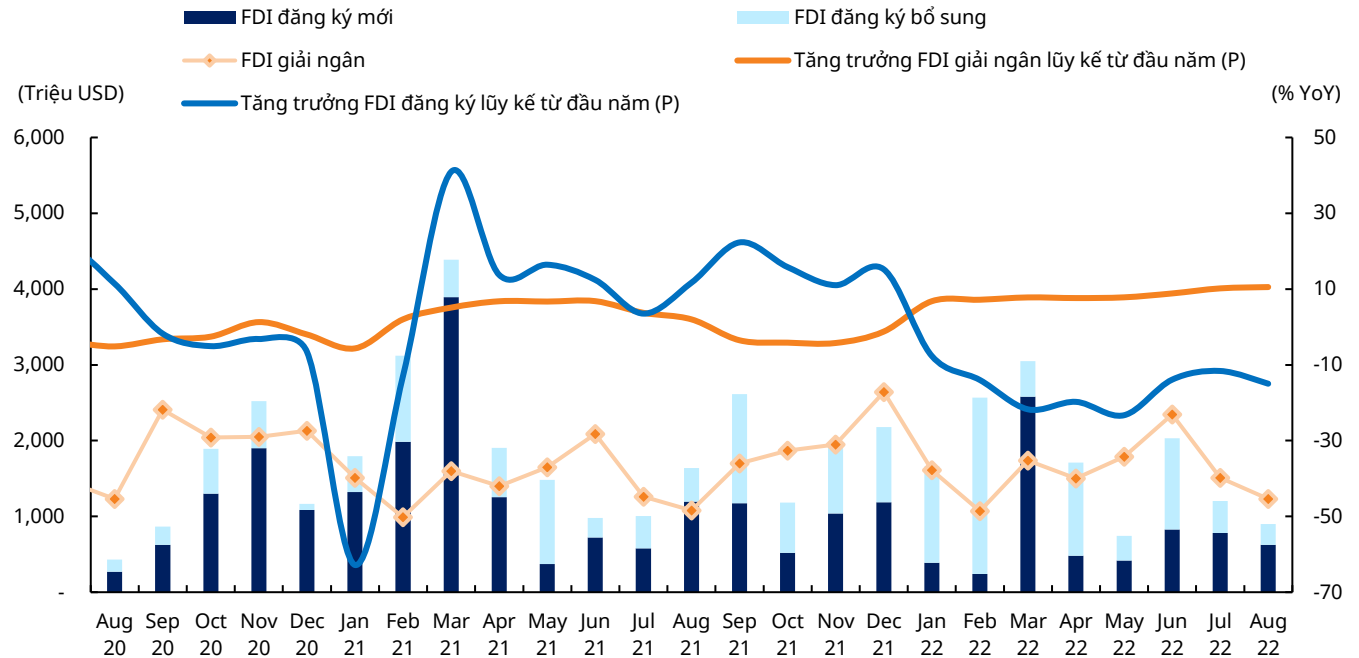
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO

I.1. Cập nhật các động lực tăng trưởng kinh tế tháng 8

Tăng trưởng FDI giải ngân duy trì ổn định

- Mặc dù tổng vốn đăng ký chưa phục hồi hoàn toàn sau giai đoạn gián đoạn vì Covid-19, vốn đầu tư thực hiện của các dự án đầu tư nước ngoài (FDI) trong 8 tháng đầu năm ước đạt 12,8 tỷ USD (+10,5% YoY).
- Về vốn FDI đăng ký, tổng vốn đăng ký cấp mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần đạt trong 8 tháng đầu năm ước đạt gần 16,8 tỷ USD (-12,3% YoY). Trong đó, mặc dù vốn đăng ký cấp mới giảm 44% YoY, vốn đăng ký tăng thêm tăng 50,7% YoY. Trong tháng 8, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo vẫn tiếp tục dẫn đầu thu hút FDI (chiếm 72,4% tổng vốn đăng ký mới và đăng ký điều chỉnh), theo sau là ngành kinh doanh bất động sản (chiếm 15,7%). Điều này cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài vẫn đang đặt niềm tin rất lớn vào Việt Nam với vai trò là một mắt xích quan trọng trong chuỗi cung ứng toàn cầu.
- Hàn Quốc vẫn được ghi nhận là đối tác có nhà đầu tư quan tâm và đưa ra các quyết định đầu tư mới cũng như mở rộng dự án đầu tư và góp vốn mua cổ phần nhiều nhất trong 8 tháng qua, chiếm 26,4% số dự án mới và 18,7% tổng vốn FDI đăng ký.

FDI giải ngân vẫn duy trì đà tăng trưởng



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu MPI (tính đến ngày 20/8/2022)

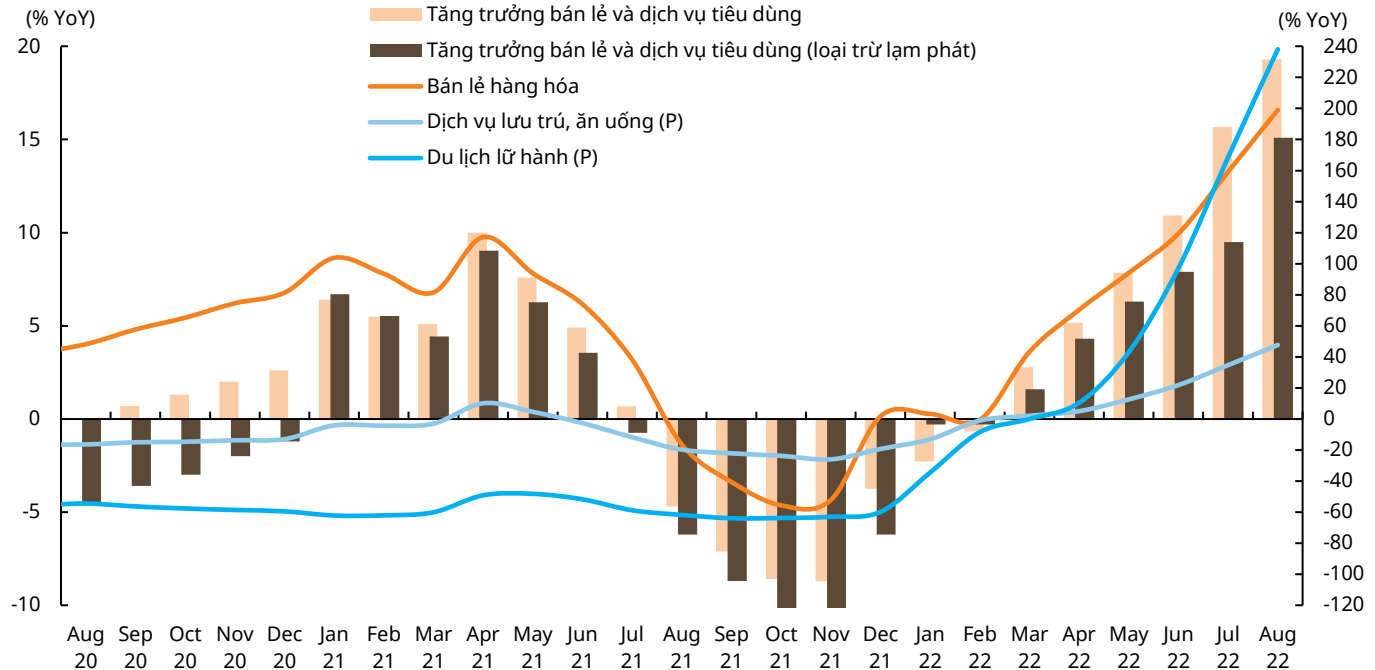
(*) Vốn đăng ký mới gồm vốn FDI đăng ký cấp mới và đăng ký tăng thêm, chưa bao gồm vốn góp và mua cổ phần

I.1. Cập nhật các động lực tăng trưởng kinh tế tháng 8

Tiêu dùng tiếp tục phục hồi mạnh mẽ

- Tăng trưởng bán lẻ vẫn là điểm sáng lớn trong tăng trưởng kinh tế Việt Nam từ đầu năm tới nay, với tổng mức bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng tháng 8 ước tính tăng 50% YoY (lũy kế 8 tháng đầu năm tăng 19,3% YoY; nếu loại trừ lạm phát tăng 15,1% YoY). Theo Tổng cục Thống kê, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng 8 tháng năm 2022 có quy mô cũng như tốc độ tăng cao hơn so với cùng kỳ nhiều năm trở lại đây.
 - Doanh thu bán lẻ hàng hóa 8 tháng năm 2022 ước đạt 2.925 nghìn tỷ đồng, tăng 15,4% so với cùng kỳ năm trước (loại trừ yếu tố giá tăng 11,3%), chủ yếu do doanh thu cùng kỳ năm trước đạt thấp do ảnh hưởng của dịch COVID-19.
 - Được hưởng lợi lớn từ nhu cầu vui chơi và du lịch tăng cao trong dịp hè sau hơn 2 năm hạn chế đi du lịch và ăn uống ngoại, doanh thu 8 tháng năm 2022 của ngành Dịch vụ lưu trú và ăn uống đạt 377,8 nghìn tỷ đồng (+48% YoY), trong khi Du lịch lữ hành đạt 15,4 nghìn tỷ đồng (+240% YoY).
- Chúng tôi vẫn tin tưởng ngành bán lẻ nói chung sẽ vẫn là điểm sáng nhất trong tăng trưởng GDP quý 3-4/2022, một phần là do tăng trưởng trên nền thấp của cùng kỳ năm 2021.

Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa, dịch vụ lưu trú – ăn uống, dịch vụ lữ hành đều tăng trưởng mạnh



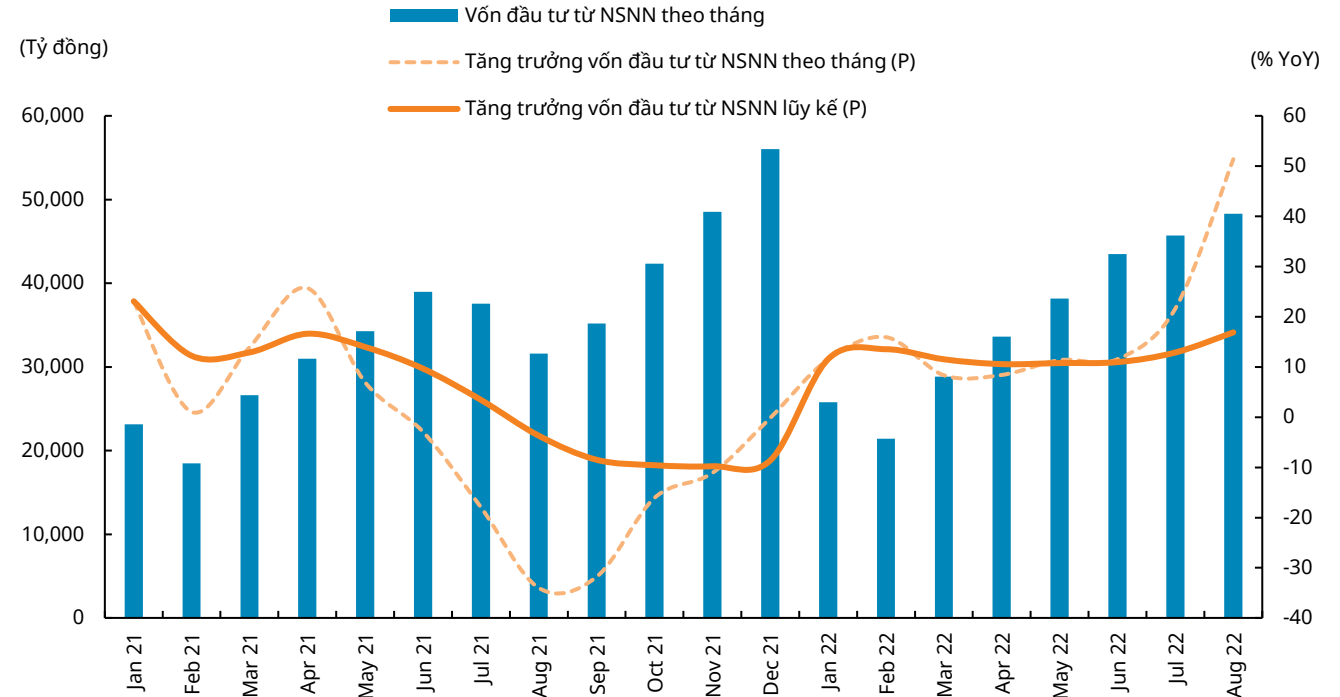
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO

I.1. Cập nhật các động lực tăng trưởng kinh tế tháng 8

Tiếp tục thúc đẩy giải ngân đầu tư công

- Lũy kế tổng thu ngân sách Nhà nước 8 tháng đầu năm ước đạt 1,2 triệu tỷ đồng tăng 19,4% YoY (bằng 85,6% dự toán năm), trong khi lũy kế chi ngân sách chỉ tăng 4,2% YoY đạt 956,5 nghìn tỷ đồng (bằng 53,6% dự toán năm). Điều này, bên cạnh việc kiểm soát tốt kinh tế vĩ mô, được dự đoán sẽ tạo tiền đề cho Việt Nam tích cực giải ngân cho đầu tư công trong thời gian tới để giúp GDP Việt Nam tăng trưởng tốt cả trong ngắn lẫn dài hạn (khi giúp doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí vận tải).
- Về giải ngân vốn kế hoạch năm 2022, Bộ Tài chính cho biết, lũy kế thanh toán 7 tháng đầu năm là 177,8 nghìn tỷ đồng, đạt 29,74% kế hoạch và đạt 32,8% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao (cùng kỳ năm 2021 đạt 30,61% kế hoạch và đạt 34,77% kế hoạch Thủ tướng giao). Ước tính 8 tháng đầu năm, là 212,2 nghìn tỷ đồng, đạt 35,49% kế hoạch, đạt 39,15% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao (cùng kỳ năm 2021 đạt 35,74% kế hoạch và đạt 40,6% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao). Trong bối cảnh kinh tế thế giới vẫn chưa quá khởi sắc, chúng tôi kì vọng Chính phủ sẽ tiếp tục thúc đẩy giải ngân đầu tư công để hỗ trợ tăng trưởng GDP, cũng như nâng cao năng lực cạnh tranh của Việt Nam trong việc thu hút FDI từ quá trình tái cơ cấu chuỗi cung ứng toàn cầu.

Tăng trưởng vốn đầu tư từ ngân sách nhà nước (NSNN) tháng 8 tăng tốc mạnh



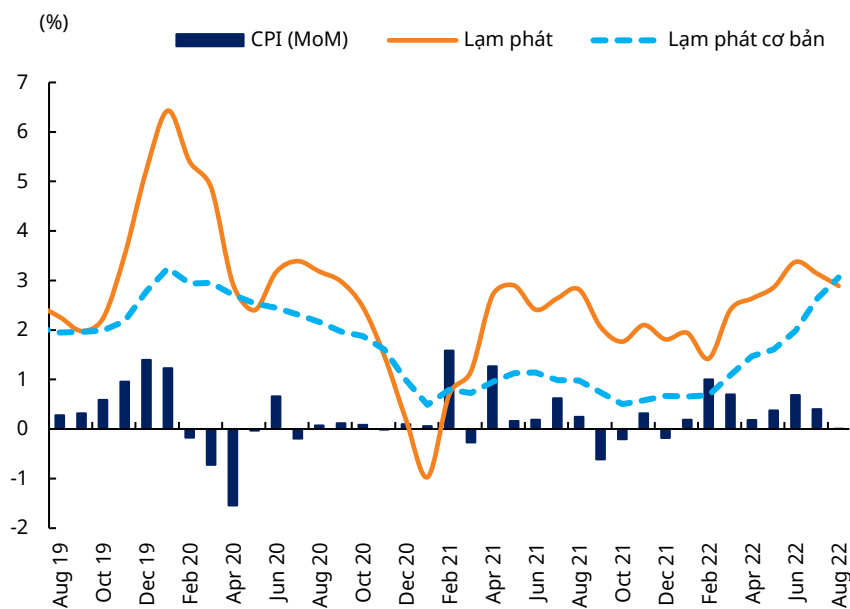
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO

I.2. Cập nhật lạm phát, lãi suất và tỷ giá

Bài toán cân đối lạm phát – lãi suất – tỷ giá

- Fed đã tăng lãi suất thêm 2,25% trong 7 tháng đầu năm, và đang được dự kiến tăng thêm từ 0,5% đến 0,75% trong kỳ họp ngày 22 tháng 9. Điều này đã trực tiếp dẫn đến việc đồng USD tăng giá (cuối tháng 8: tăng 14% YTD) và gián tiếp gây áp lực lên các ngân hàng trung ương của các nước khác – bao gồm cả Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) – phải tăng lãi suất để ổn định tỷ giá hối đoái.
- Cuối tháng 8, chỉ số CPI Việt Nam tăng 2,9% YoY (so với cuối tháng 7 là 3,14%) nhờ giá xăng trong nước giảm, trong khi chỉ số CPI cơ bản tăng mạnh lên mức 3,06% YoY (so với cuối tháng 7 là 2,63%) chủ yếu do giá thịt heo tăng. Giá nhiều mặt hàng chủ chốt, bao gồm năng lượng (trừ khí đốt tự nhiên và than đá - Việt Nam đã có sự tự chủ nhất định về nguồn cung) và nông sản, đang giảm dần sau một thời gian dài tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm 2022. Việc hạ nhiệt này được kỳ vọng tiếp tục giúp giảm áp lực lạm phát trong tương lai.
- Mặc dù NHNN tiếp tục chịu áp lực hút tiền về để kiềm chế lạm phát nhưng không được để cho lãi suất tăng mạnh, tuy nhiên, áp lực này đã giảm hơn so với tháng 7 nhờ cán cân thương mại tháng 8 đã có thặng dư lớn (2,4 tỷ USD) và tăng trưởng xuất khẩu đã tăng tốc trở lại trong bối cảnh mùa đông đang đến gần (sẽ góp phần giúp thúc đẩy nhu cầu mua hàng hóa của Việt Nam).

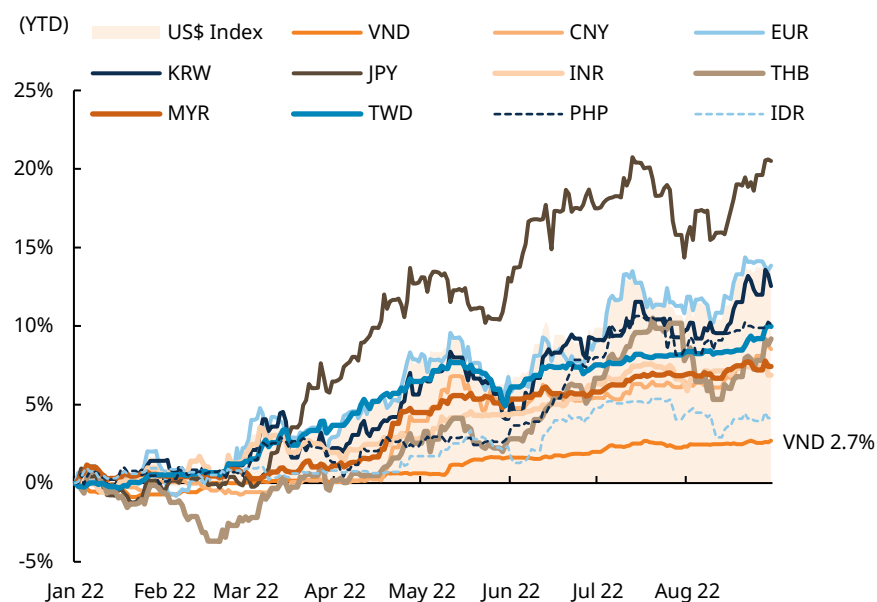
Lạm phát giảm tốc, nhưng lạm phát cơ bản tăng mạnh



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

Ghi chú: 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.

Đồng USD tăng giá đặt áp lực giảm giá lên nhiều đồng tiền khác



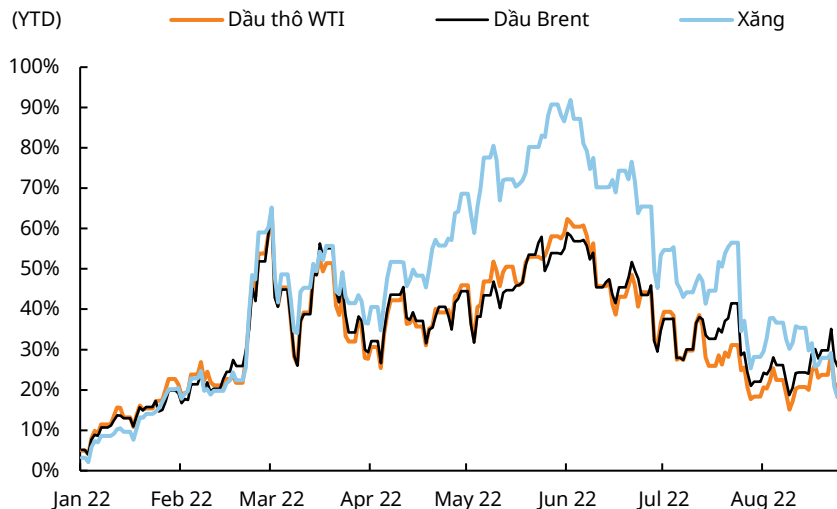
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Ghi chú tiền của các nước trong tỷ giá so với đồng USD:

VND = Việt Nam, CNY = Trung Quốc, EUR = Euro, KRW = Hàn Quốc, JPY = Nhật, INR = Ấn Độ, THB = Thái Lan, MYR = Malaysia, TWD = Đài Loan, PHP = Philippines, IDR = Indonesia

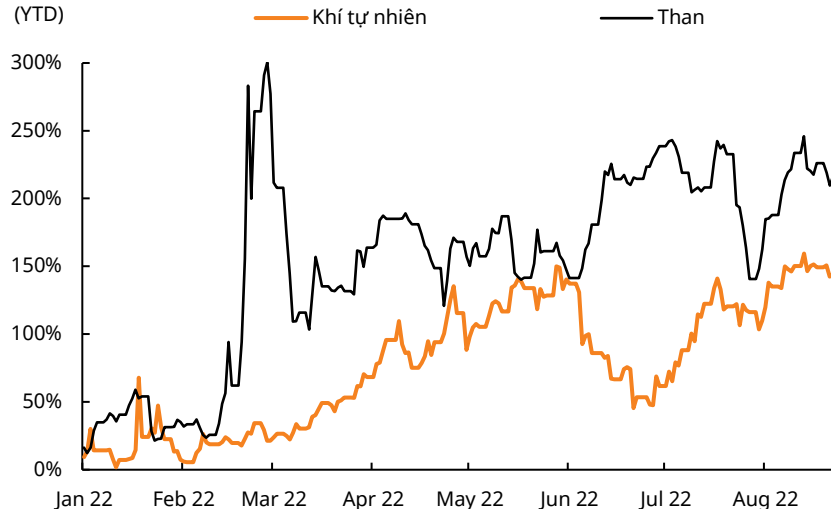
I.2. Cập nhật lạm phát, lãi suất và tỷ giá

Thay đổi giá năng lượng lũy kế kể từ đầu năm 2022



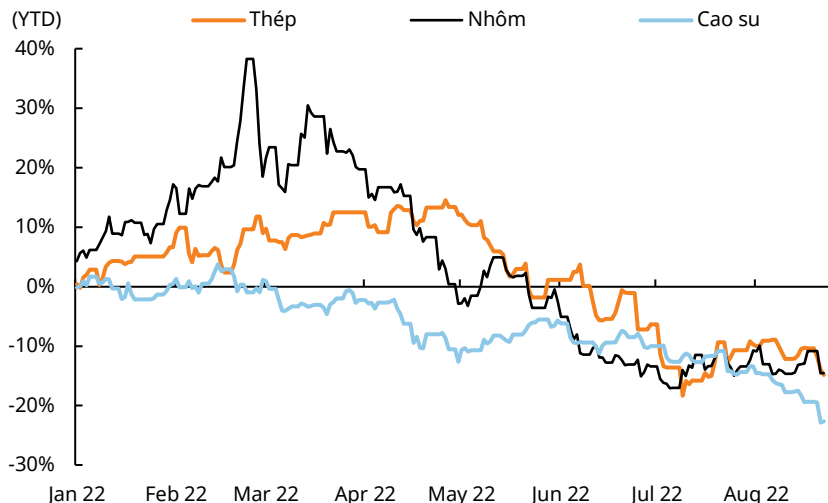
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Thay đổi giá Khí tự nhiên và Than lũy kế kể từ đầu năm 2022



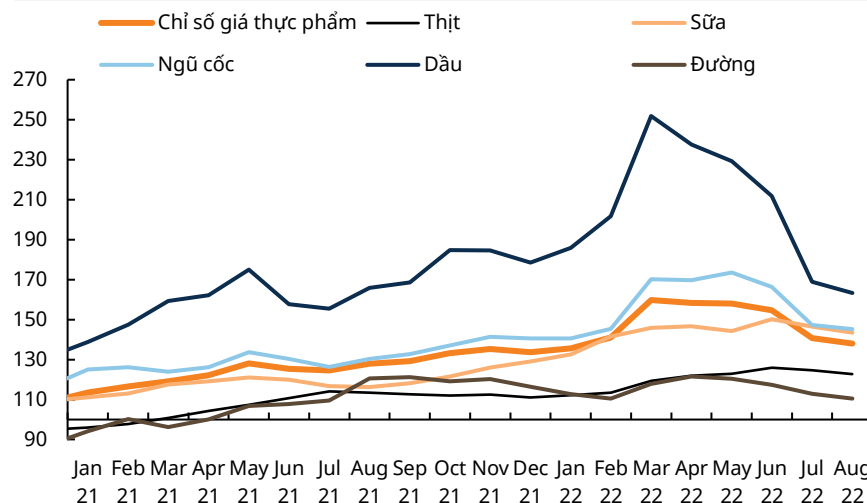
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Thay đổi giá hàng hóa chủ chốt lũy kế kể từ đầu năm 2022



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

Chỉ số giá thực phẩm (FAO)



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu FAO lấy thời gian 2014-2016 làm năm gốc.

II. Thị trường chứng khoán: Lạc quan trên tâm thế thận trọng

- Theo quan sát của chúng tôi, áp lực lạm phát ở Việt Nam và trên thế giới hạ nhiệt, giá dầu và hàng hóa ổn định hơn, và sự phục hồi của chuỗi cung ứng toàn cầu gần đây đã giúp cởi bỏ tâm lý bi quan về nhu cầu tiêu dùng của thế giới, qua đó cũng góp phần cởi bỏ tâm lý bi quan trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong tháng 8.
- Những bất ổn gần đây do các sự kiện địa chính trị trên thế giới càng giúp những ưu điểm của Việt Nam nổi bật hơn nữa. Nhìn về cuối năm 2022, chúng tôi có những quan sát/ kì vọng như sau: 1) giá cả hàng hóa hạ nhiệt góp phần giảm áp lực lạm phát và nới rộng biên lợi nhuận của các nhà sản xuất trong cuối năm 2022; 2) thương mại quốc tế dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh do hạn hán kỷ lục đang xảy ra trên toàn cầu, dẫn đến tình trạng khan hiếm lương thực và các hàng hóa khác trong tương lai; 3) tiếp tục thúc đẩy giải ngân đầu tư công để hỗ trợ tăng trưởng GDP, cũng như nâng cao năng lực cạnh tranh của Việt Nam trong việc thu hút FDI từ quá trình tái cơ cấu chuỗi cung ứng toàn cầu; 4) kết quả kinh doanh khả quan của ngành Năng lượng có thể chưa được phản ánh đầy đủ; 5) mặt bằng lãi suất dự kiến tăng nhẹ cuối năm 2022 (với mục tiêu ổn định tỷ giá và kiểm soát lạm phát) sẽ tác động đến các ngành/ công ty sử dụng tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao.
- Tăng trưởng EPS năm 2022 được chúng tôi dự báo khoảng 17,5% YoY (thận trọng hơn mức đồng thuận của thị trường hiện tại là 29%). Theo thống kê của Bloomberg, EPS của VN-Index nửa đầu năm 2022 tăng 15,2% YoY. Tương ứng với mức tăng trưởng EPS kỳ vọng của chúng tôi, VN-Index được chúng tôi dự phóng sẽ tiếp tục xu hướng hồi phục trong trung và dài hạn. Vì vậy, các nhịp điều chỉnh (nếu có, do ảnh hưởng từ việc thế giới tiếp tục tăng lãi suất trong tháng 9), sẽ mở ra cơ hội tích lũy cổ phiếu tốt để đầu tư trong trung và dài hạn.

II.1. Cập nhật thị trường chứng khoán thế giới

So sánh với các thị trường chứng khoán Mỹ và các nước trong khu vực, VN-Index ghi nhận mức tăng tháng 8 tương đối cao 6% MoM do thị trường chứng khoán Việt Nam đã bị bán tháo và tâm lý bi quan quá mức trong một giai đoạn dài (3 tháng trước đó).

Thị trường	Chỉ số	Giá đóng cửa	Vốn hóa (tỷ USD)	Xu hướng từ 2021	Biến động giá					Tăng trưởng EPS			P/E (x)		
					1 tháng	3 tháng	6 tháng	9 tháng	1 năm	2021	2022F	2023F	Hiện tại	2022F	2023F
Việt Nam	VNINDEX	1,281	217		6.1%	-0.9%	-14.1%	-13.4%	-3.8%	35.1%	28.6%	16.7%	13.7	11.5	9.9
Mỹ	SPX	3,955	34,407		-4.2%	-4.3%	-9.6%	-13.4%	-12.6%	69.2%	8.4%	8.0%	19.2	17.5	16.2
MSCI thị trường phát triển	MXWO	2,627	55,641		-4.3%	-5.9%	-11.8%	-15.3%	-16.4%	94.0%	6.2%	6.2%	16.8	15.6	14.7
MSCI thị trường mới nổi	MXEF	994	19,673		0.0%	-7.8%	-15.1%	-18.0%	-24.0%	68.8%	-12.6%	5.4%	10.9	11.5	10.9
MSCI thị trường cận biên	MXFM	529	333		1.6%	-3.6%	-13.8%	-19.4%	-19.5%	26.4%	3.8%	9.2%	9.7	10.3	9.4
Hàn Quốc	KOSPI	2,472	1,347		0.8%	-8.0%	-8.4%	-12.9%	-22.7%	142.8%	-14.0%	7.1%	10.1	10.3	9.6
Nhật Bản	NKY	28,092	3,324		1.0%	3.0%	5.9%	1.0%	0.0%	89.4%	9.5%	4.9%	27.9	15.5	14.8
Trung Quốc	SHCOMP	3,202	6,446		-1.6%	0.5%	-7.5%	-10.2%	-9.6%	38.4%	6.1%	13.8%	13.9	11.1	9.8
Hong Kong	HIS	19,954	2,668		-1.0%	-6.8%	-12.1%	-15.0%	-22.9%	2.6%	-2.2%	13.9%	7.3	10.4	9.2
Đài Loan	TWSE	15,095	1,493		0.6%	-10.2%	-14.5%	-13.4%	-13.7%	74.5%	9.2%	-4.2%	10.6	10.5	11.0
Ấn Độ	SENSEX	59,537	1,455		3.4%	7.1%	5.8%	4.3%	3.4%	62.9%	17.1%	16.1%	22.8	21.8	18.8
Thái Lan	SET	1,639	531		4.0%	-1.5%	-2.7%	4.5%	0.0%	132.9%	21.2%	5.7%	16.5	15.8	14.9
Malaysia	FBMKLCI	1,512	221		1.3%	-3.7%	-6.0%	-0.1%	-5.6%	35.7%	6.9%	11.4%	16.4	14.6	13.1
Indonesia	JCI	7,179	628		3.3%	0.4%	4.2%	9.9%	16.7%	193.6%	25.2%	5.3%	16.0	15.9	15.1
Philippines	PCOMP	6,584	165		4.2%	-2.8%	-9.9%	-8.6%	-4.0%	51.5%	26.7%	18.7%	17.2	15.7	13.2
Singapore	STI	3,222	353		0.3%	-0.3%	-0.6%	5.9%	5.5%	187.3%	19.7%	14.2%	12.1	12.4	10.9

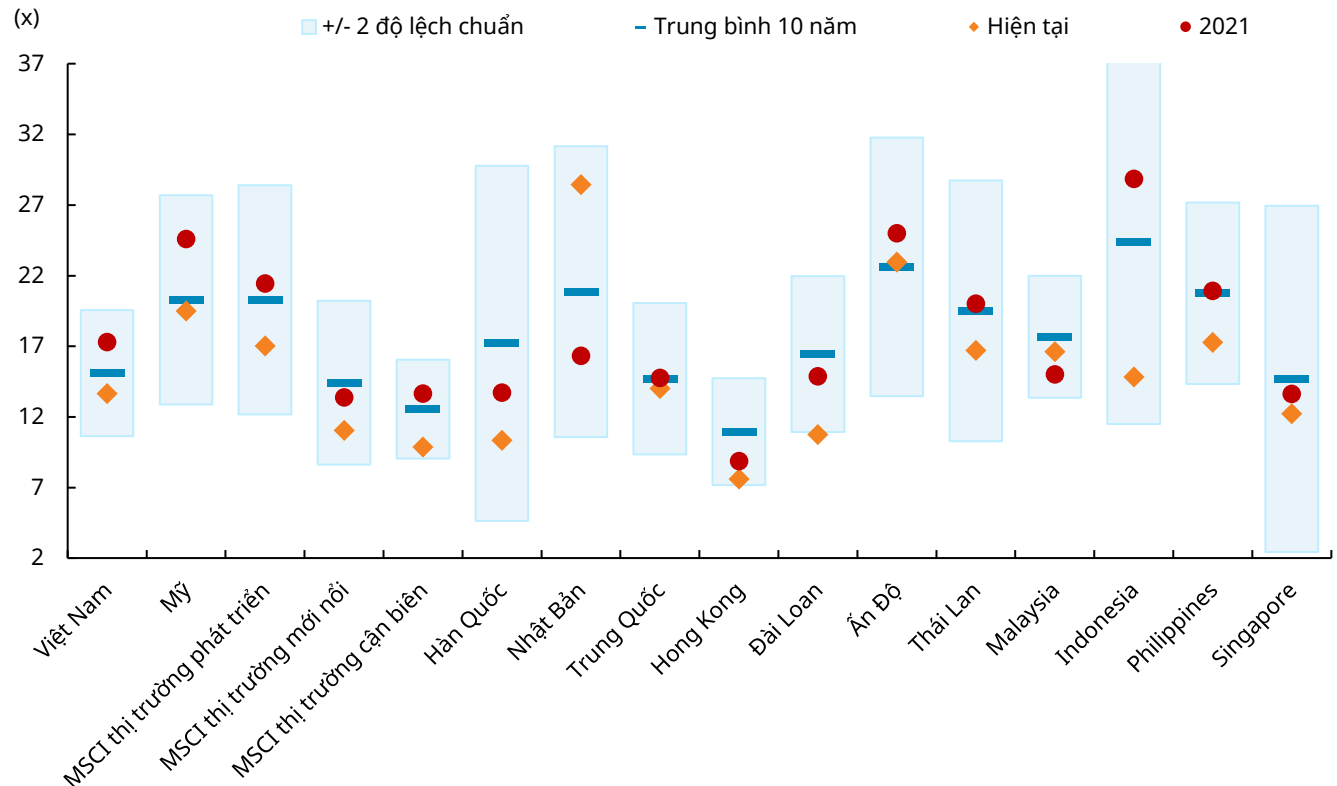
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 31/8/2022).
Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng giá từ 2020 là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.
(*) Số liệu dự phóng EPS năm 2022 và 2023 là mức kỳ vọng của thị trường được tổng hợp từ nguồn Bloomberg.

II.1. Cập nhật thị trường chứng khoán thế giới

Nhiều thị trường đang giao dịch dưới mức P/E trung bình 10 năm

- Trong khi thị trường chứng khoán Mỹ và MSCI các thị trường phát triển, Trung Quốc và Hong Kong giảm điểm trong tháng 8, các thị trường chứng khoán trong khu vực châu Á tăng điểm nhẹ, VN-Index ghi nhận mức tăng điểm khá cao (+6.1% MoM). Mặc dù vậy, VN-Index đang giao dịch ở mức P/E 13,7 lần, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 10 năm là 15,1 lần. Chúng tôi tin rằng NHNN đã điều hành chính sách tiền tệ rất uyển chuyển và kịp thời, giúp Việt Nam chủ động kiểm soát tốt lạm phát. Điều này đã tạo nền tảng vững chắc cho việc phục hồi kinh tế và lợi nhuận doanh nghiệp tiếp tục tăng trưởng cao trong năm 2022 (với mức đồng thuận của thị trường theo thống kê Bloomberg hiện tại là gần 30% YoY – cao nhất so với mức tăng của hầu hết các thị trường khác trên thế giới); và qua đó, gián tiếp hạ mức định giá P/E của VN-Index xuống thấp hơn nữa tính theo mức đóng của VN-Index cuối tháng 8/2022.

Thống kê chỉ số định giá P/E của các thị trường trong 10 năm



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

II.2 – Cập nhật thị trường chứng khoán Việt Nam

Các nhóm cổ phiếu thuộc các ngành có tính chu kỳ đã tạo đáy ngắn hạn và kéo dài đã tăng sang tháng 8

Phân ngành GICS	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tỷ trọng vốn hóa	Xu hướng từ 2021	Biến động giá				
				1 tháng	3 tháng	6 tháng	9 tháng	1 năm
Ô tô và phụ tùng	9,423	0.2%		1.8%	-0.8%	1.1%	-6.3%	2.2%
Ngân hàng	1,622,859	31.9%		6.6%	3.8%	-13.2%	-7.2%	0.6%
Xây dựng cơ bản	251,545	4.9%		6.0%	-2.4%	-24.3%	-16.5%	26.5%
Dịch vụ thương mại	6,404	0.1%		11.1%	17.8%	20.1%	7.6%	23.0%
May mặc và trang sức	50,555	1.0%		0.3%	-7.3%	-4.8%	-0.9%	16.1%
Dịch vụ tiêu dùng	7,674	0.2%		-0.1%	-0.1%	-15.4%	-4.4%	10.6%
Dịch vụ tài chính	136,397	2.7%		13.4%	5.4%	-26.2%	-32.6%	8.6%
Dầu khí	75,665	1.5%		8.0%	-3.0%	-28.8%	-17.6%	-6.1%
Thực phẩm, đồ uống	569,624	11.2%		5.6%	6.7%	-2.6%	-2.2%	5.2%
Y tế	3,044	0.1%		-7.7%	-4.8%	-28.1%	-32.8%	-13.3%
Bảo hiểm	57,341	1.1%		2.1%	8.5%	-0.5%	-4.4%	3.8%
Nguyên vật liệu	408,859	8.0%		9.7%	-6.0%	-25.0%	-28.2%	-24.3%
Dược phẩm	29,075	0.6%		-1.6%	-4.6%	-14.2%	-11.2%	-15.2%
Bất động sản	1,063,947	20.9%		4.4%	-7.0%	-14.2%	-20.6%	-10.2%
Bán lẻ	138,352	2.7%		20.3%	2.1%	9.7%	12.8%	43.8%
Phần mềm và dịch vụ	102,238	2.0%		3.4%	-5.3%	11.3%	7.0%	13.4%
Vận tải	182,837	3.6%		0.4%	-6.3%	-15.9%	-8.3%	-2.1%
Tiện ích	357,726	7.0%		6.4%	-1.0%	-5.9%	24.2%	37.1%
VN-Index	5,087,369	100%		6.1%	-0.9%	-14.1%	-13.4%	-3.8%

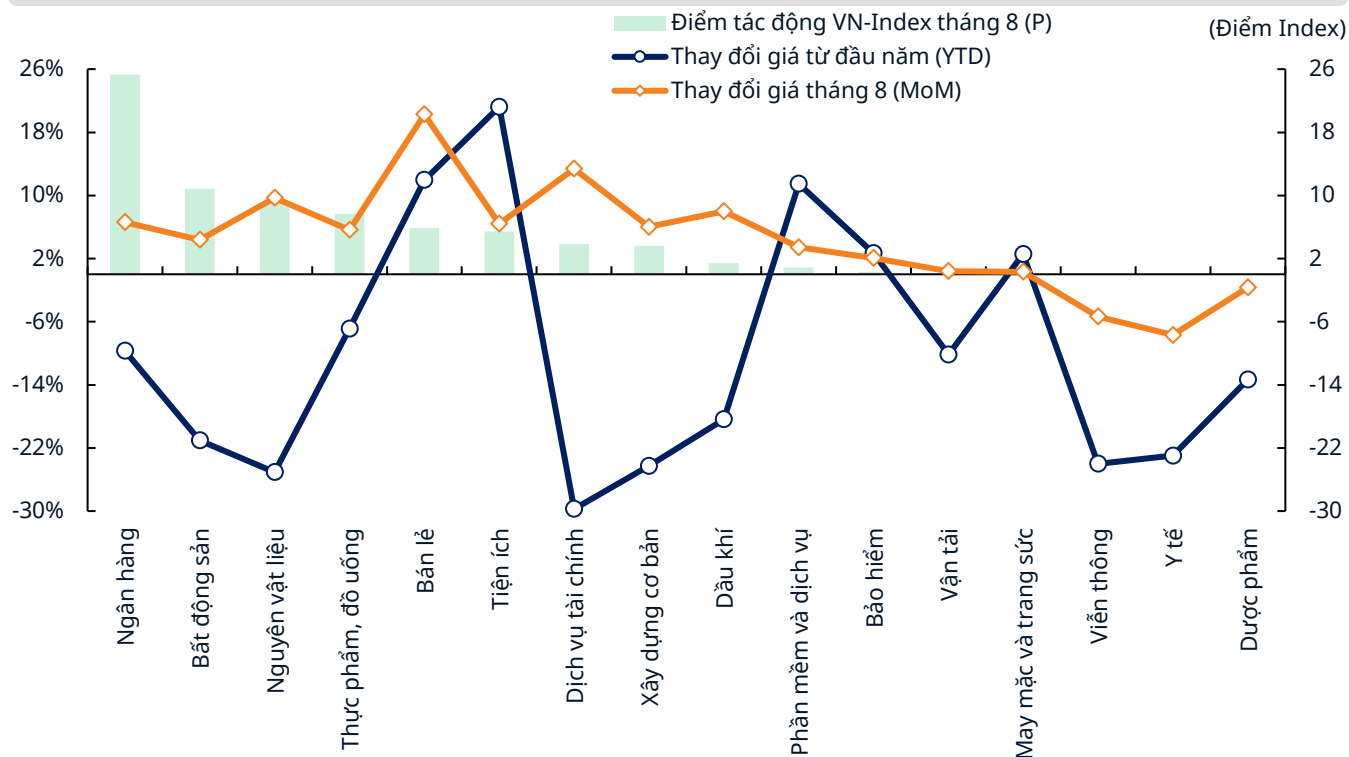
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 29/7/2022). Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng giá từ 2020 là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.

II.1. Cập nhật thị trường chứng khoán Việt Nam

Sự phục hồi kinh tế mạnh mẽ gần đây đã bắt đầu phản ánh vào giá cổ phiếu khi tâm lý bị quan được gỡ bỏ

- Theo quan sát của chúng tôi, quá trình phục hồi kinh tế đã cho thấy những tín hiệu lan tỏa lớn vào thị trường chứng khoán. Trong đó, ngành ngân hàng đã đóng góp phần lớn nhất giúp VN-index tăng điểm mạnh trong tháng 8. Chúng tôi cho rằng, niềm tin vào sự phục hồi của nền kinh tế (dự kiến sẽ còn diễn ra mạnh mẽ hơn nữa trong 4 tháng cuối năm, đặc biệt là khi Việt Nam đã mở cửa du lịch trở lại sau 2 năm đóng cửa) đã giúp cởi bỏ tâm lý lo ngại về nợ xấu/ nợ tái cơ cấu của ngành ngân hàng trong thời gian qua. Thêm vào đó, niềm tin càng được củng cố khi các ngân hàng ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận rất tích cực trong 6T22 giữa bối cảnh phải tăng cường trích lập dự phòng rất lớn.
- Ngành Nguyên vật liệu cũng đã hồi phục mạnh sau đợt bán tháo nặng nề do được hưởng lợi từ các hoạt động đầu tư công của chính phủ.

Ngân hàng dẫn dắt đà hồi phục trong tháng 8



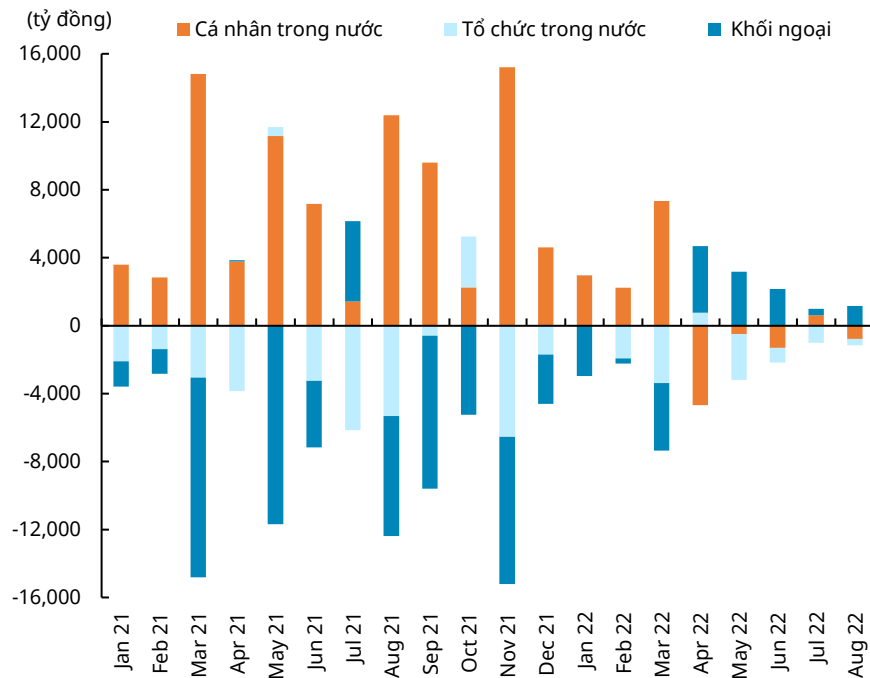
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

II.2 – Cập nhật thị trường chứng khoán Việt Nam

Thanh khoản cải thiện; khối ngoại tiếp tục mua ròng

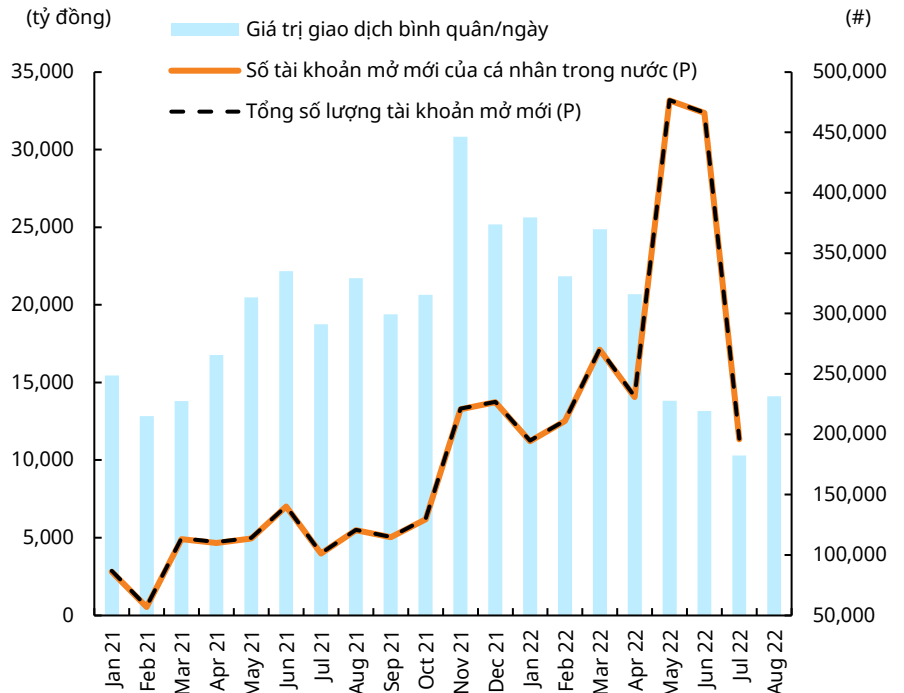
- Thanh khoản thị trường cải thiện đáng kể trong tháng 8, với giá trị giao dịch hàng ngày tăng 37% so với tháng trước lên khoảng 14 nghìn tỷ đồng/ngày.
- Theo phân loại nhà đầu tư, các cá nhân trong nước (chiếm 87,5% tổng giá trị giao dịch) và tổ chức trong nước (~6,6% tổng giá trị giao dịch) bán ròng với giá trị lần lượt là 773 và 386 tỷ đồng; tương ứng, khối ngoại (~6% tổng giá trị giao dịch) mua ròng 1158 tỷ đồng.
 - Trong tháng 8, các nhà đầu tư nước ngoài mua ròng tập trung vào ngành ngân hàng (1.515 tỷ đồng), chứng khoán (616 tỷ đồng), thực phẩm và đồ uống (578 tỷ đồng), và dầu khí (535 tỷ đồng).

Giá trị giao dịch ròng theo loại nhà đầu tư



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

Thanh khoản thị trường cải thiện trong tháng 8



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Fiinpro, Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam

II.2 – Cập nhật thị trường chứng khoán Việt Nam

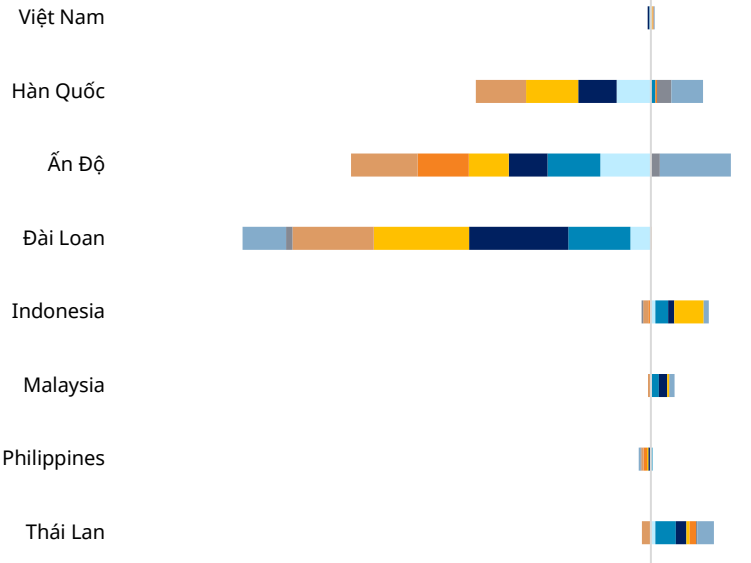
Các thị trường châu Á thu hút được dòng vốn khối ngoại tháng thứ 2 liên tiếp

- Tại khu vực châu Á, nhìn chung, khối ngoại nhìn chung đã quay lại mua ròng tháng thứ 2 liên tiếp. Trong đó, thị trường Ấn Độ (6,8 tỷ USD), Hàn Quốc (3 tỷ USD), Thái Lan (1,6 tỷ USD), Indonesia (508 triệu USD), Malaysia (460 triệu USD), và Việt Nam (77 triệu USD) là những thị trường thu hút được dòng vốn ngoại trong tháng 8.
- Tại Việt Nam, khối ngoại đã mua ròng liên tiếp trong 5 tháng qua với giá trị lũy kế đạt 365 triệu USD, sau khi bán ròng liên tiếp 8 tháng trước đó.
 - Về thống kê dòng vốn ETF, tháng 8 ghi nhận mức mua ròng không đáng kể, do lượng mua ròng của Xtrackers (27,9 triệu USD) và Fubon (11 triệu USD) bù đắp giá trị bán ròng của DCVFMVN Diamond (37,6 triệu USD). Lũy kế 8 tháng đầu năm, Việt Nam ghi nhận dòng vốn ETF vào ròng khoảng 337 triệu USD, chủ yếu đến từ Fubon (247,8 triệu USD) và DCVFMVN Diamond (183,9 triệu USD).

Thống kê giao dịch của khối ngoại ở các thị trường trong khu vực

01/2022 02/2022 03/2022 04/2022 05/2022 06/2022 07/2022 08/2022

(triệu USD) -50000 -40000 -30000 -20000 -10000 0 10000

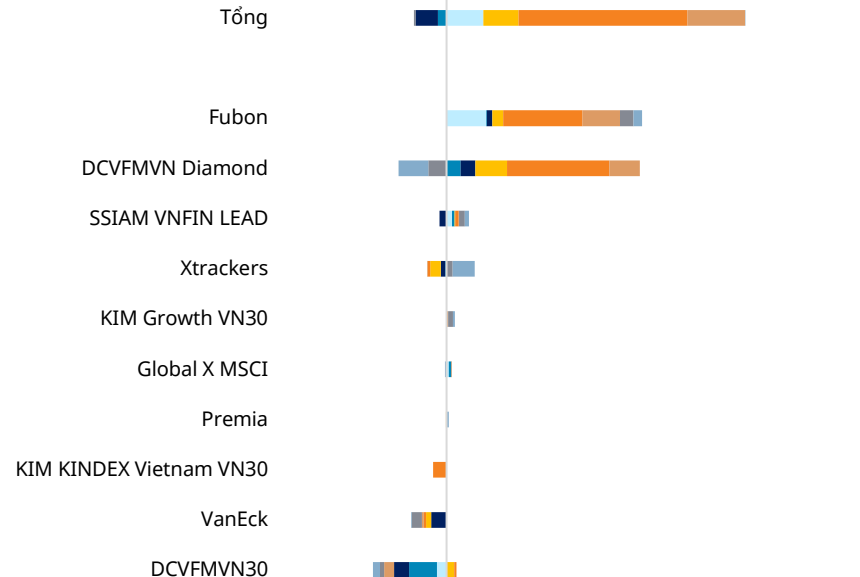


Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Thống kê dòng vốn ETF vào/ra ròng thị trường Việt Nam

01/2022 02/2022 03/2022 04/2022 05/2022 06/2022 07/2022 08/2022

(triệu USD) -200 -100 0 100 200 300 400 500



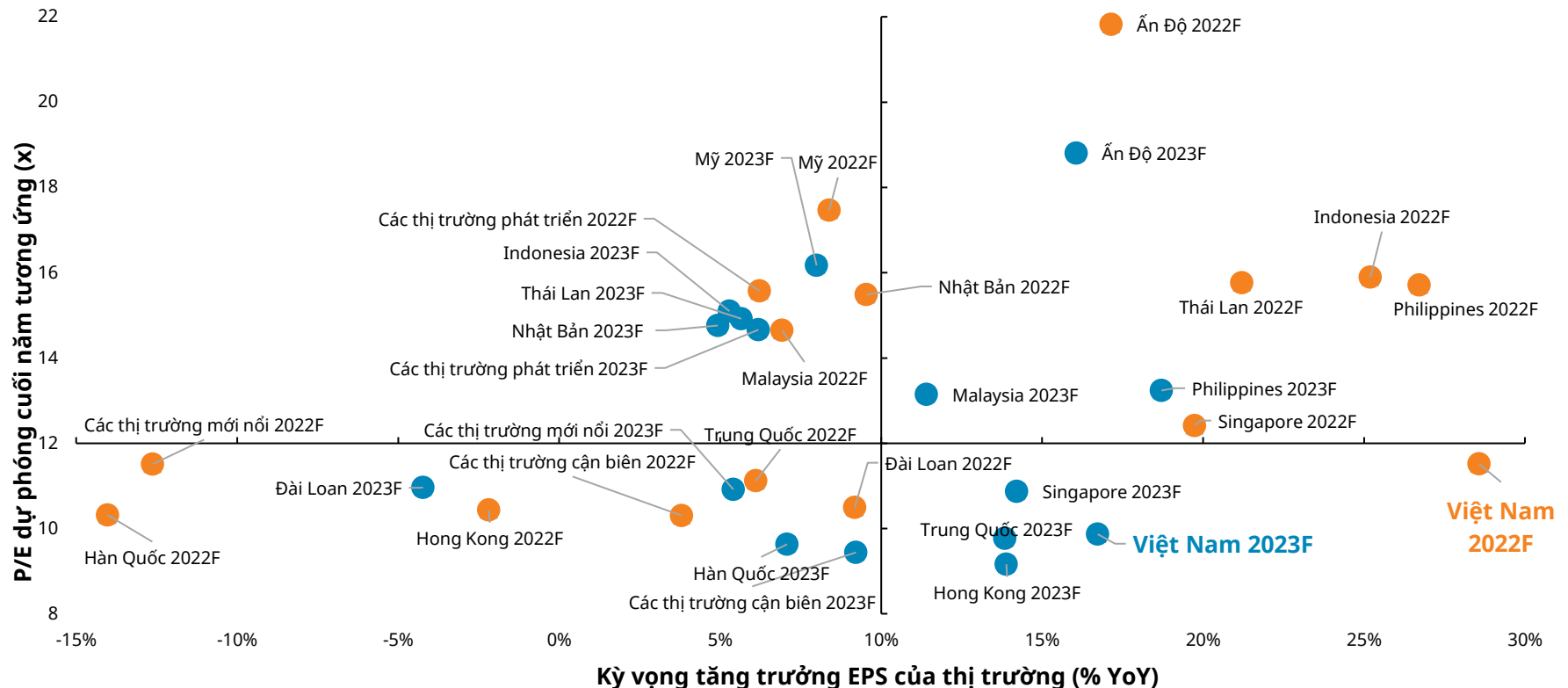
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

II.3 – Cập nhật triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam

Mức định giá vẫn còn hấp dẫn so với các thị trường khác, thu hút khối ngoại quay lại giải ngân mạnh mẽ

- Hiện nay, P/E dự phóng cuối năm của thị trường Việt Nam so với các nước trên thế giới vẫn còn thấp đặt trong bối cảnh thị trường đang được kỳ vọng có mức tăng trưởng EPS gần 29% YoY trong năm 2022 và tiếp tục tăng gần 17% YoY trong năm 2023, theo Bloomberg consensus. Điều này thể hiện rằng thị trường chứng khoán Việt Nam hiện được giao dịch tại mức định giá khá rẻ so với tiềm năng tăng trưởng trong tương lai. Hơn nữa, trong bối cảnh kinh tế vĩ mô trong nước vẫn tiếp tục phục hồi, định giá thị trường chứng khoán vẫn đang là điểm sáng hấp dẫn trong mắt những nhà đầu tư nước ngoài, minh chứng qua việc khối ngoại kéo dài đà mua ròng xuyên suốt 5 tháng qua.

Mức định giá của VN-Index hấp dẫn hơn so với các thị trường khác nhờ tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận được kỳ vọng duy trì 2 chữ số



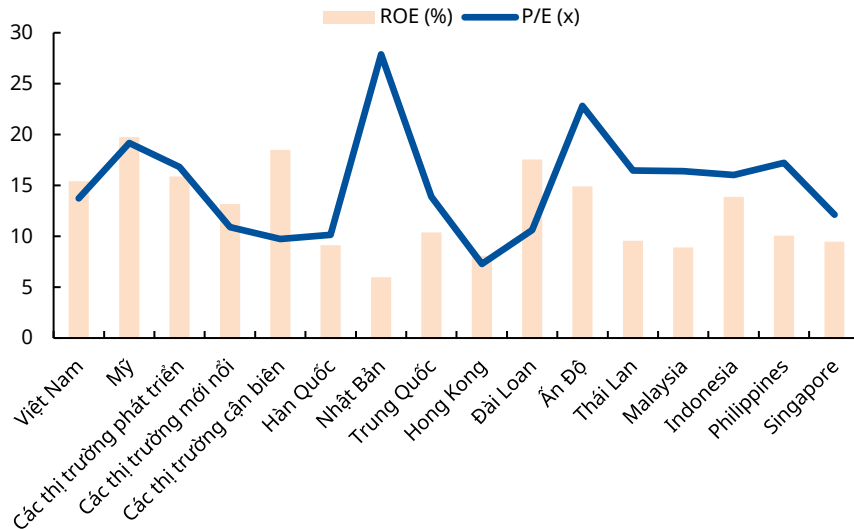
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

II.3 – Cập nhật triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam

Kỳ vọng vào các ngành có kết quả kinh doanh tích cực

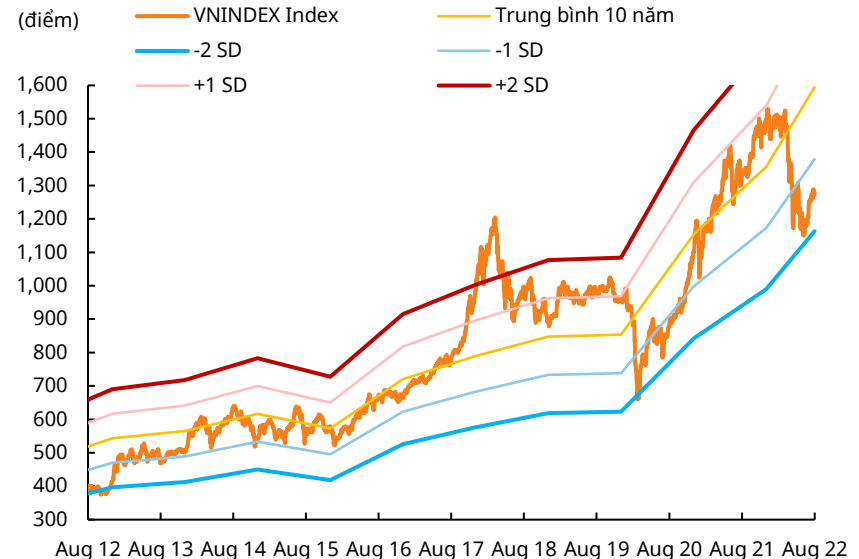
- Những bất ổn gần đây do các sự kiện địa chính trị trên thế giới càng giúp những ưu điểm của Việt Nam nổi bật hơn nữa. Nhìn về cuối năm 2022, chúng tôi có những quan sát/ kì vọng như sau: 1) giá cả hàng hóa hạ nhiệt góp phần giảm áp lực lạm phát và nới rộng biên lợi nhuận của các nhà sản xuất trong cuối năm 2022; 2) thương mại quốc tế dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh do hạn hán kỷ lục đang xảy ra trên toàn cầu, dẫn đến tình trạng khan hiếm lương thực và các hàng hóa khác trong tương lai; 3) tiếp tục thúc đẩy giải ngân đầu tư công để hỗ trợ tăng trưởng GDP, cũng như nâng cao năng lực cạnh tranh của Việt Nam trong việc thu hút FDI từ quá trình tái cơ cấu chuỗi cung ứng toàn cầu; 4) kết quả kinh doanh khả quan của ngành Năng lượng có thể chưa được phản ánh đầy đủ; 5) mặt bằng lãi suất dự kiến tăng nhẹ cuối năm 2022 (với mục tiêu ổn định tỷ giá và kiểm soát lạm phát) sẽ tác động đến các ngành/ công ty sử dụng tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao.
- Đáng chú ý, đầu tháng 9/2022, Moody's vừa nâng xếp hạng của Việt Nam từ Ba3 lên Ba2, với triển vọng ổn định.
- Tăng trưởng EPS năm 2022 được chúng tôi dự báo khoảng 17,5% YoY (thậm trọng hơn mức đồng thuận của thị trường hiện tại là 29%). Theo thống kê của Bloomberg, EPS của VN-Index nửa đầu năm 2022 tăng 15,2% YoY. Tương ứng với mức tăng trưởng EPS kỳ vọng của chúng tôi, VN-Index được chúng tôi dự phóng sẽ tiếp tục xu hướng hồi phục trong trung và dài hạn. Vì vậy, các nhịp điều chỉnh (nếu có, do ảnh hưởng từ việc thế giới tiếp tục tăng lãi suất trong tháng 9), sẽ mở ra cơ hội tích lũy cổ phiếu tốt để đầu tư trong trung và dài hạn.

Mặc dù có ROE cao, VN-Index vẫn giao dịch ở mức P/E tương đối thấp



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

Định giá VN-Index theo P/E dự phóng 12 tháng tới



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

IV. Cập nhật triển vọng các ngành & cổ phiếu khuyến nghị

- **Ngân hàng:** Bộ đệm vốn là nhân tố quyết định tăng trưởng tín dụng trong trung-dài hạn. Nhờ lợi nhuận khả quan của nhóm ngân hàng nói chung trong nhiều năm trở lại đây, kể cả trong giai đoạn COVID-19, tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của hầu hết các ngân hàng vẫn được duy trì dù không có quá nhiều lần tăng vốn. Đây là thước đo giúp ngân hàng và các nhà điều hành cân đối giữa rủi ro và tăng trưởng. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng có bộ đệm vốn tốt, lợi nhuận tăng trưởng bền vững, và sở hữu danh mục tín dụng không có quá nhiều rủi ro tập trung sẽ được nhận hạn mức tăng trưởng tín dụng tốt hơn.
- **Bán lẻ:** Giá cả hàng hóa tăng dần cũng phần nào hỗ trợ biên lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ phục hồi dần, vốn suy giảm mạnh trong quý 2 bởi ảnh hưởng tiêu cực của giá xăng dầu. Tuy lạm phát sẽ gây một áp lực nhất định lên tiêu thụ nội địa, chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực đối với tăng trưởng của ngành bán lẻ nói chung nhờ sự vượt trội của các yếu tố tích cực so với tiêu cực.
- **Bất động sản khu công nghiệp:** Ngành KCN tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2022. Cụ thể các doanh nghiệp trong ngành ghi nhận doanh thu tăng 24% so với cùng kỳ (CK) trong khi đó LNST có mức tăng trưởng lên đến 95% CK. Các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê như IDC, BCM, VGC... là những đầu tàu tạo nên sự tăng trưởng ấn tượng về LNST trong nửa đầu năm. Các doanh nghiệp đã hết quỹ đất công nghiệp sẵn sàng cho thuê ghi nhận kết quả kém khả quan hơn, đa số đều thể hiện sự sụt giảm cả doanh thu và lợi nhuận so với cùng kỳ trong 6T2022.
- **Dầu khí:** Chúng tôi xem xét các kịch bản giá dầu và đánh giá tác động đến các doanh nghiệp nửa cuối 2022 (SVCK). Trường hợp giá dầu Brent duy trì trên 85 USD/thùng, chúng tôi cho rằng GAS, PVD, BSR, PVT có khả năng duy trì tăng trưởng lợi nhuận kinh doanh chính trên 30% trong 2H22. Trường hợp giá dầu Brent giảm dưới mức 85 USD/thùng, chúng tôi đánh giá có rủi ro trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho của BSR. Riêng PVS, giai đoạn cuối năm 2022 sẽ là giai đoạn PVS chuẩn bị triển khai các hợp đồng lớn như dự án “Điện gió Hải Long (Đài Loan)”, do đó so với cùng kỳ năm 2021 chúng tôi đánh giá chưa có nhiều đột biến.
- **Năng lượng điện:** Theo EVN, sản lượng sản xuất điện Việt Nam tăng 7.6% CK trong T7/2022 và 4.2% trong 7T2022. Thủy điện (T7/2022: +40% CK, 7T2022: +37% CK) và năng lượng tái tạo (NLTT, T7/2022: +7.5% CK, 7T2022: +27% CK) là các loại hình ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong T7 và 7T2022. Ngược lại, sản lượng nhiệt điện than giảm 20% CK trong T7/2022 và 17% CK trong 7T2022. Theo nhận định của Trung tâm Dự báo khí tượng thủy văn Quốc gia, trong T8/2022, nắng nóng vẫn tiếp tục xuất hiện ở Bắc Bộ và Trung Bộ, tuy nhiên cường độ nắng nóng không gay gắt; khu vực Tây Nguyên và Nam Bộ sẽ xuất hiện nhiều ngày mưa rào và dông.
- **Dệt may:** Trong T8 2022 và 8T 2022, giá trị XK hàng dệt may Việt Nam ước đạt 3.8 tỷ USD (+42.4% CK) và 26 tỷ USD (+23.1% CK). Tốc độ tăng trưởng trở lại mức cao sau khi giảm tốc trong T7 và 7T ở mức +14.8% CK và +19.8% CK. Hoạt động sản xuất mại may mặc vẫn duy trì đà tăng trưởng mạnh khi IIP T8/2022 và 8T2022 tăng lần lượt 28.2% CK và 22.5% CK (so với 28.9% CK và 23.1% CK trong T7 và 7T 2022). Chỉ số sử dụng lao động ngành may mặc tính đến đầu T8 ghi nhận tăng 1.3% MoM và 18.8% CK.
- **Công nghệ thông tin:** Kết quả kinh doanh nửa đầu năm ngành công nghệ thông tin (CNTT) của các doanh nghiệp niêm yết khả quan, nhờ vào nhu cầu chuyển đổi số mạnh mẽ. Doanh nghiệp đầu ngành như FPT với lợi thế về năng lực tư vấn, sản phẩm và giải pháp công nghệ vẫn duy trì và đẩy mạnh được các đơn hàng từ thị trường nước ngoài lẫn trong nước, với doanh thu và lợi nhuận sau thuế duy trì mức tăng trưởng ổn định. CMG cũng ghi nhận tăng trưởng mạnh cả doanh thu và lợi nhuận trong 6T2022, với các mảng kinh doanh chính (kinh doanh quốc tế, khối giải pháp công nghệ và viễn thông) đều tăng cao so với cùng kỳ.
- **Xây dựng:** Theo Bộ Tài Chính, tính từ đầu năm đến 31/07/2022, giải ngân đầu tư công ước đạt 34.47% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao, thấp hơn so với cùng kỳ là 36.71%. Tuy nhận được nhiều sự quan tâm và chỉ đạo của Chính phủ, tiến độ giải ngân vốn đầu tư công vẫn đang ở mức thấp, nguyên nhân do: 1) Yếu tố chủ quan từ các Bộ, ngành và địa phương, 2) Giá cả nguyên vật liệu tăng cao, nhất là sắt, thép, xăng dầu, và 3) Nguồn cung cấp nguyên vật liệu (đất, cát, sỏi) cho công trình lớn còn hạn chế.

Các cổ phiếu khuyến nghị

Ngành	Khuyến nghị Mua/Tăng Tỷ Trọng (Giá mục tiêu 12T: VND/Lợi nhuận kỳ vọng)			
Ngân hàng	VIB	ACB		
	38,350	27,300		
	53%	11%		
Bán lẻ/BDS thương mại	MSN	MWG	VRE	
	138,000	89,400	36,600	
	21%	22%	29%	
Khu công nghiệp	NTC	IDC	PHR	
	251,000	78,500	85,300	
	37%	27%	21%	
Dầu khí	PVT	BSR	GAS	
	28,000	31,200	133,600	
	26%	20%	12%	
Tiện ích	PC1	PPC	NT2	BWE
	46,600	20,900	29,600	55,300
	21%	20%	16%	10%
Khác	TNG	DGC	FPT	AST
	36,200	132,800	102,200	69,500
	37%	33%	18%	16%

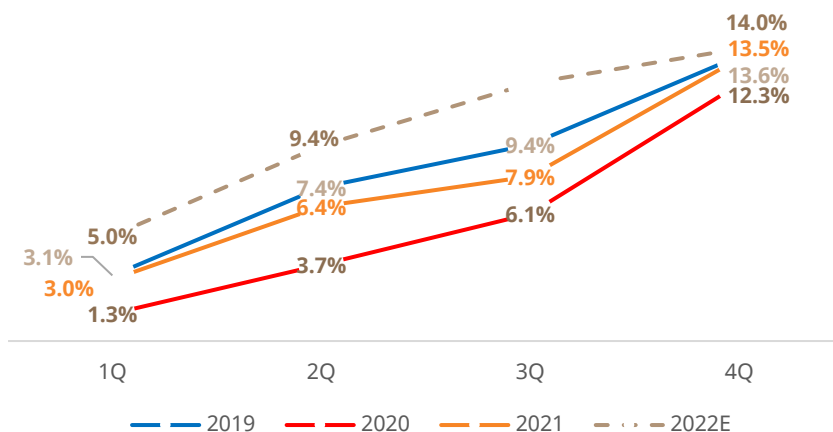
Nguồn: Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam. Lợi nhuận kỳ vọng so với giá đóng cửa ngày 30/08/2022

Ngân Hàng – Tập trung nhóm chiến lược phòng thủ

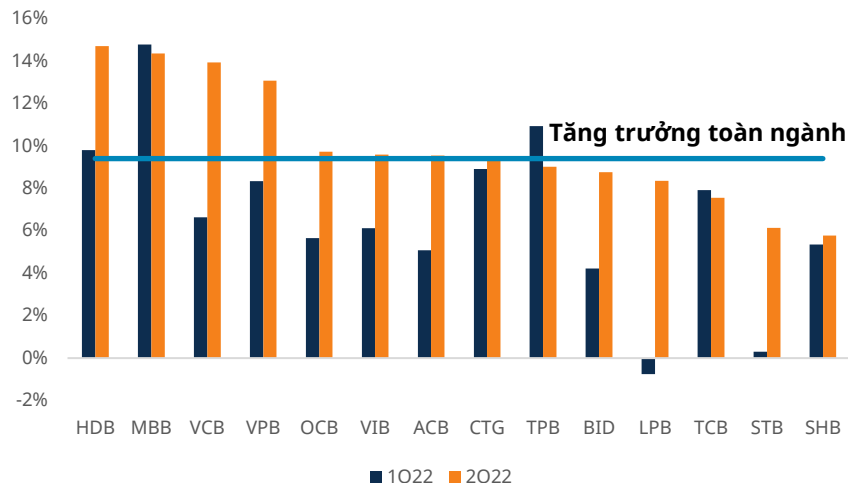
Tăng trưởng tín dụng cao được duy trì

- **Tăng trưởng tín dụng trong quý 3/2022 kỳ vọng chậm lại:** Do nhu cầu vốn cao từ cả khối KHCN và KHTC, tăng trưởng tín dụng đạt 9.35% YTD, hơn một nửa mức kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cho cả năm từ NHNN là 14%. Tuy nhiên, do các bất ổn về địa chính trị và kinh tế trên thế giới cũng như quan ngại rủi ro tập trung liên quan đến cho vay BĐS (đặc biệt là doanh nghiệp BĐS), NHNN vẫn đang sử dụng hạn mức tăng trưởng tín dụng nhằm kiểm soát dòng vốn vay chảy vào BĐS.
- **Tăng trưởng cho cả năm vẫn có thể đạt 14%:** Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng năm 2022 sẽ vượt 14%, dựa trên kết quả tăng trưởng đột biến trong 6T2022. Trong nửa đầu năm, sự tăng giá của các mặt hàng thiết yếu trên thế giới là nguyên nhân chính dẫn đến lạm phát nội địa tăng, hơn là tăng trưởng tiêu thụ nội địa. Vì vậy, việc hạn chế tăng tín dụng không hẳn là biện pháp hiệu quả để kiềm chế lạm phát, nhưng bơm thêm tiền vào nền kinh tế sẽ làm tình hình trở nên khó kiểm soát hơn. Nhìn chung, việc ngưng cấp thêm tín dụng chỉ mang tính chất tạm thời, và một phần điều tiết lại dòng vốn tín dụng sang các ngành nghề ít rủi ro.
- **Bộ đệm vốn là nhân tố quyết định tăng trưởng tín dụng trong trung-dài hạn:** Nhờ lợi nhuận khả quan của nhóm ngân hàng nói chung trong nhiều năm trở lại đây, kể cả trong giai đoạn COVID-19, tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của hầu hết các ngân hàng vẫn được duy trì dù không có quá nhiều lần tăng vốn. Đây là thước đo giúp ngân hàng và các nhà điều hành cân đối giữa rủi ro và tăng trưởng.
- Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng có bộ đệm vốn tốt, lợi nhuận tăng trưởng bền vững, và sở hữu danh mục tín dụng không có quá nhiều rủi ro tập trung sẽ được nhận hạn mức tăng trưởng tín dụng tốt hơn.

Tăng trưởng tín dụng toàn ngành



Tăng trưởng tín dụng các ngân hàng



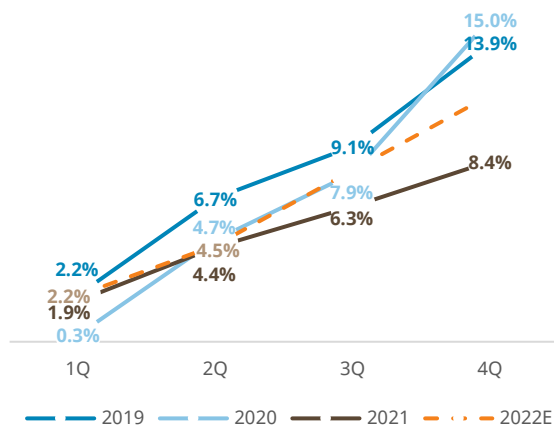
Ngân Hàng – Tập trung nhóm chiến lược phòng thủ

Kỳ vọng tiền gửi phục hồi

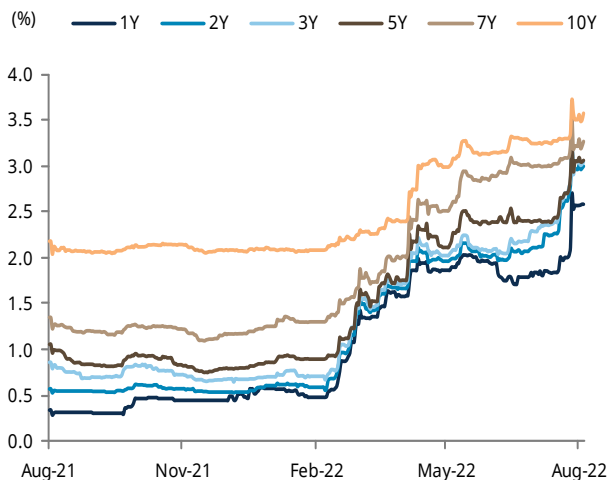
Giai đoạn tiền rẻ gần kết thúc

- **Thắt chặt thanh khoản thúc đẩy lãi suất:** Trái ngược với tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng tiền gửi chỉ đạt hơn 4.5% trong nửa đầu năm 2022, thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng tín dụng là gần 9.4%. Thêm vào đó, NHNN cũng có động thái rút ròng khoảng 111 nghìn tỷ qua kênh OMO. Vì vậy, nhiều ngân hàng (đặc biệt là các ngân hàng nhỏ) đã điều chỉnh tăng lãi suất tiền gửi. Mức tăng lãi suất cũng khá phân hóa giữa các nhóm ngân hàng dao động từ 0.1%p đến 0.5%p trong giai đoạn cuối quý 2 2022.
- **Kỳ vọng tiền gửi phục hồi từ động lực lãi suất hấp dẫn:** Nhằm bù cho các rủi ro đang gia tăng như áp lực lạm phát và tăng lãi suất điều hành của các nền kinh tế lớn, dẫn đến rủi ro mất giá của đồng nội địa, các ngân hàng đang điều chỉnh tăng lãi suất để thu hút dòng tiền tìm kiếm kênh trú ẩn an toàn. Vì vậy, các đợt điều chỉnh lãi suất sắp tới sẽ thúc đẩy tăng trưởng tiền gửi.

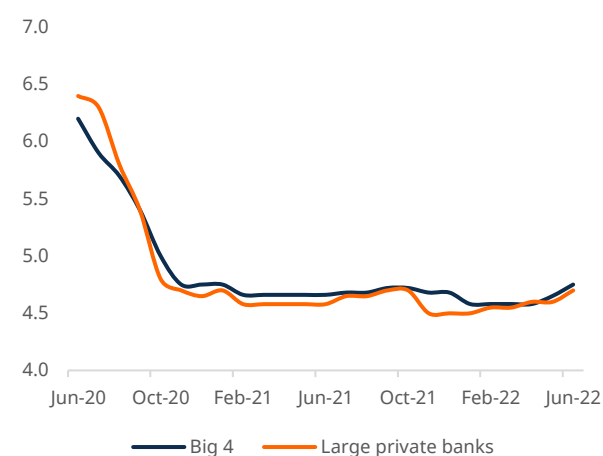
Tăng trưởng tiền gửi



Lãi suất TPCP



Lãi suất tiền gửi (12 tháng)



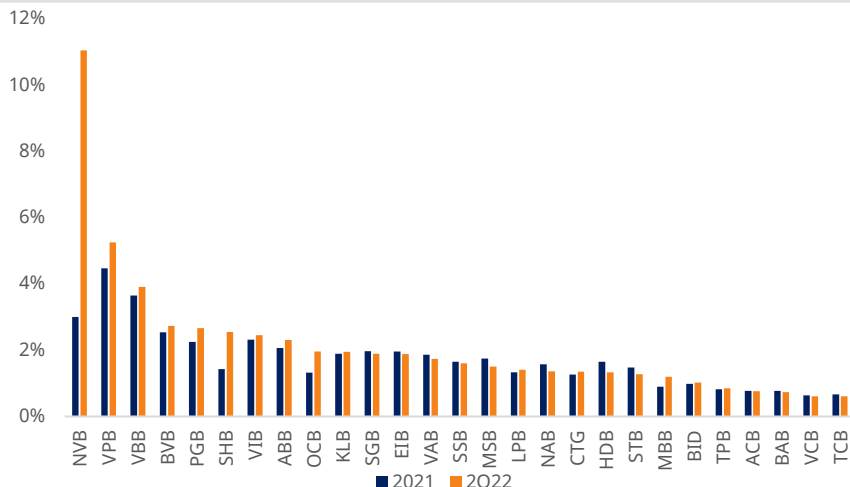
Nguồn: NHNN, Bloomberg, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Nghân Hàng – Tập trung nhóm chiến lược phòng thủ

Nợ xấu nội bảng tăng dần

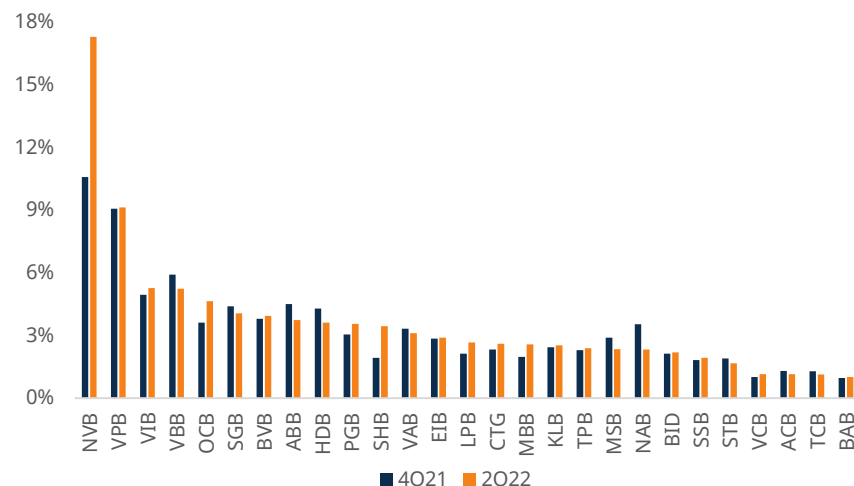
- **Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của các ngân hàng có nhiều phân hóa trong 6T2022:** NPL trung bình của nhóm ngân hàng niêm yết tăng 20bps lên mức 2.1% cuối Q2/2022. Cụ thể, các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt như VCB, TCB, và ACB, vẫn duy trì được tỷ lệ NPL thấp, trong khi các ngân hàng nhỏ lại ghi nhận NPL tăng đáng kể. Đáng lưu ý, nợ xấu của NHTM CP Quốc Dân (NVB) vượt ngưỡng 10%, cũng dẫn đến một vài quan ngại về tình trạng nợ xấu tại các ngân hàng nhỏ. Ngoại trừ trường hợp cá biệt này, thì nhìn chung tỷ lệ nợ xấu mở rộng không ghi nhận chuyển biến xấu. Nói cách khác, một vài ngân hàng cũng đã cải thiện được tỷ lệ nợ xấu tiềm ẩn (nợ nhóm 2).
- **Tỷ lệ nợ xấu vẫn có thể tăng trong giai đoạn còn lại của năm 2022:** Chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu gia tăng của các ngân hàng gần đây là do các khoản nợ tái cơ cấu đang dần hết thời gian ân hạn. Theo các TT của NHNN nhằm ứng phó với tác động COVID-19 lên hệ thống ngân hàng như 01/2020, 03/2021, 14/2021, các khoản cho vay khách hàng sẽ được phép tái cơ cấu và được giữ nguyên nhóm nợ (nợ nhóm 1). Đến hết thời gian ân hạn, nếu khoản nợ tái cơ cấu không được trả đúng định kỳ, thì sẽ ngay lập tức trở thành nợ xấu (bỏ qua bước chuyển sang nợ nhóm 2), và các khoản nợ khác của cá thể đi vay đó tại cùng hoặc các tổ chức tín dụng khác sẽ cùng bị xếp hạng tại nhóm nợ thấp nhất. Tuy nhiên, nếu “khoản nợ tái cơ cấu” có thể hoàn thành giai đoạn thử thách – trả nợ gốc và lãi phát sinh đầy đủ trong 3 tháng liên tiếp sẽ được chuyển lại về nợ nhóm 1 sau khi kết thúc thời gian ân hạn. Mặc dù vậy, xu hướng chung của nợ xấu vẫn có thể tiếp tục tăng trong nửa sau năm 2022 vì đa phần nợ tái cơ cấu phát sinh trong quý 3 2021. Tuy nhiên, tình trạng nợ xấu sẽ có sự phân hóa giữa các ngân hàng tùy thuộc vào tính chất tập khách hàng của từng ngân hàng cũng như các yếu tố vĩ mô như sự phục hồi của nền kinh tế và kiểm soát lạm phát.

NPL



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam

Nợ xấu mở rộng (bao gồm nợ nhóm 2)

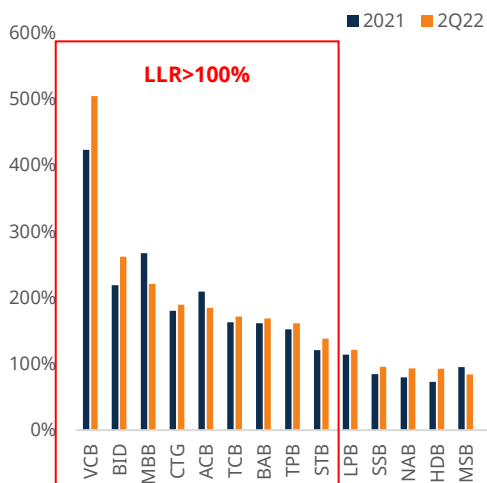


Ngân Hàng – Tập trung nhóm chiến lược phòng thủ

Các ngân hàng vẫn đang lạc quan về triển vọng của chất lượng tài sản

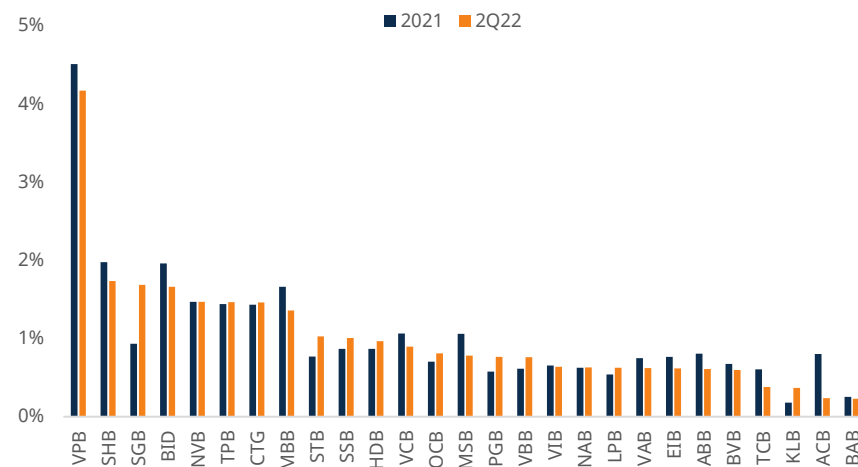
- **Chi phí tín dụng đi ngang trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tăng:** Tỷ lệ dự phòng nợ xấu giữa các ngân hàng vẫn tiếp tục phân hóa trong nửa đầu năm 2022. Đáng chú ý, nhiều ngân hàng đã bắt đầu tiết giảm chi phí dự phòng ngay trong bối cảnh các khoản nợ tái cấu trúc đang dần kết thúc thời gian ân hạn, đi kèm với tỷ lệ nợ xấu tăng. Như vậy, có thể tỷ lệ nợ tái cấu trúc chuyển thành nợ xấu đang diễn biến tốt hơn dự báo, qua đó cho phép các ngân hàng hoàn nhập dự phòng hay hạ thấp tỷ lệ bao phủ nợ xấu.
- **Do các tình hình kinh tế chung vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro, chúng tôi ưa chuộng các ngân hàng có chiến lược phòng thủ:** Các ngân hàng sở hữu tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao có khả năng duy trì mục tiêu kép là duy trì tăng trưởng lợi nhuận và chất lượng tài sản tốt. Các cái tên tiêu biểu như VCB, ACB, và MBB. Tại thời điểm cuối quý 1, nợ xấu và nợ xấu tiềm ẩn (bao gồm cả nợ đã bán cho VAMC, nợ tái cơ cấu, và nợ nhóm 2) trung bình ngành rơi vào khoảng 5.8%. Trong đó khoảng 4% là nợ tiềm ẩn/ngoại bảng. Với tỷ lệ thu hồi vào khoảng 65%, phần còn lại khoảng 35% “có thể” trở thành nợ xấu sẽ không phải là một áp lực quá lớn đối với các ngân hàng thương mại lớn có chất lượng tài sản tốt được liên tục duy trì trong nhiều năm trở lại đây.

LLR



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam

Chi phí tín dụng

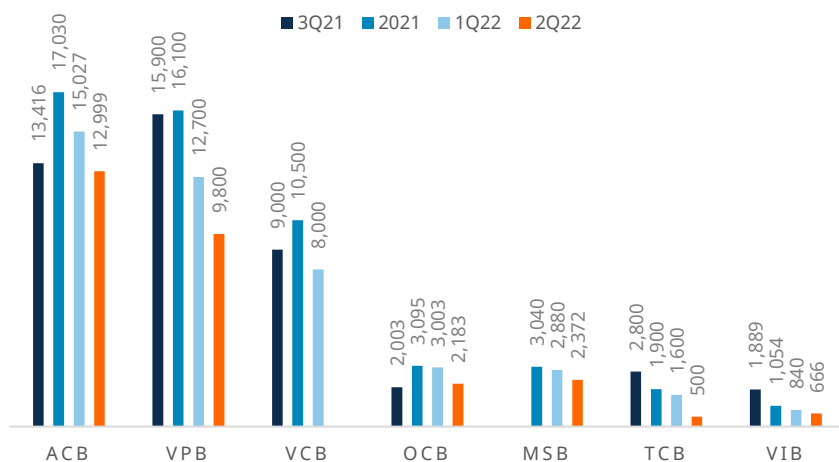


Ngân Hàng – Tập trung nhóm chiến lược phòng thủ

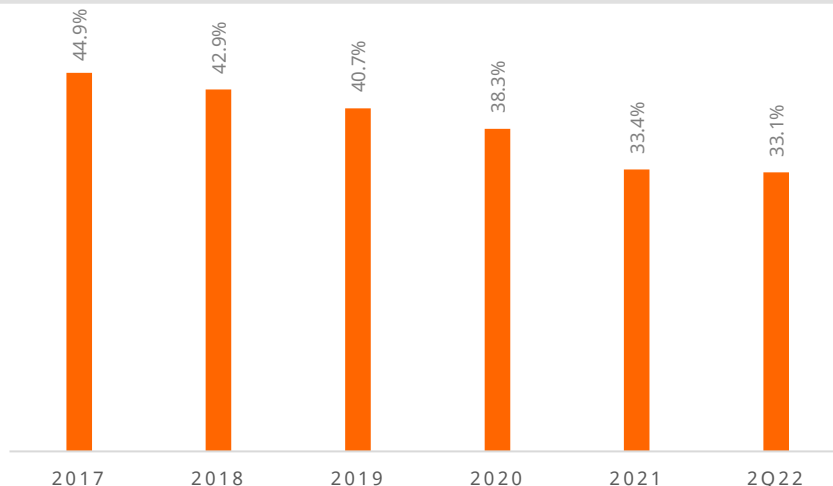
Chi phí tín dụng đóng vai trò quyết định trong tăng trưởng lợi nhuận chung của ngành

- **Số dư nợ tái cơ cấu vào thời điểm cuối Q2/2022 vẫn còn khá lớn:** Mặc dù nợ tái cơ cấu đã giảm đáng kể trong giai đoạn nửa đầu năm 2022, dư nợ tái cơ cấu của một số ngân hàng vẫn còn khá lớn. Một điểm đáng lưu ý nữa là nợ tái cơ cấu của các ngân hàng có tỷ trọng bán lẻ cao hơn hẳn so với các ngân hàng có tỷ trọng cho vay doanh nghiệp hay đầu tư trái phiếu cao. Thêm vào đó, một số ngân hàng cũng cho rằng họ đã trích lập đầy đủ cho nợ tái cơ cấu trước kỳ hạn (2023). Chúng tôi cho rằng các thông tin này có mức độ tin cậy nhất định. Vì vậy, nếu tỷ lệ nợ tái cơ cấu có thể trở về lại nhóm 1 sau thời gian ân hạn, hoàn thành “giai đoạn thử thách”, hay tất toán trước hạn cao hơn so với dự phóng thì chi phí tín dụng có thể đã đạt đỉnh. Như trong 6T2022, dựa trên sự phục hồi tích cực của các khoản nợ tái cơ cấu, một số ngân hàng đã có thể hoàn nhập các khoản dự phòng đã trích lập cho nợ tái cơ cấu. Vì vậy, nhà đầu tư vẫn nên thận trọng nhưng không quá bi quan về hoạt động chung của ngành.
- **Lo ngại về rủi ro hệ thống:** Đề cập đến các ngân hàng có tỷ trọng cho vay doanh nghiệp (đặc biệt là doanh nghiệp lớn) và đầu tư TPDN lớn, nhà đầu tư cũng vẫn nên thận trọng. Tuy các ngân hàng này sở hữu tỷ lệ nợ tái cơ cấu và NPL thấp, rủi ro các doanh nghiệp lớn không hoàn thành các nghĩa vụ nợ vẫn có thể xảy ra, đặc biệt là trong bối cảnh kinh tế vĩ mô biến động. Việc này có thể dẫn đến gánh nặng trích lập dự phòng trong dài hạn.
- **Tỷ lệ chi phí hoạt động (CIR) giảm nhẹ:** Do lợi nhuận dự kiến sẽ không ổn định trong ngắn hạn, các ngân hàng cần duy trì kiểm soát chặt chẽ chi phí hoạt động. Ngân sách cho chi phí hoạt động sẽ lệ thuộc vào thu nhập thặng dư của ngân hàng. Dựa trên kết quả kinh doanh khả quan của các ngân hàng trong 6T2022 (với mức tăng trưởng lợi nhuận trung bình là +32% so với cùng kỳ), ngân hàng có thể chưa quá khắt khe trong đầu tư về nhân lực cũng như chuyển đổi số—là các động lực chính cho tăng trưởng thu nhập của ngân hàng trong dài hạn.

Dư nợ tái cơ cấu (Tỷ đồng)



CIR

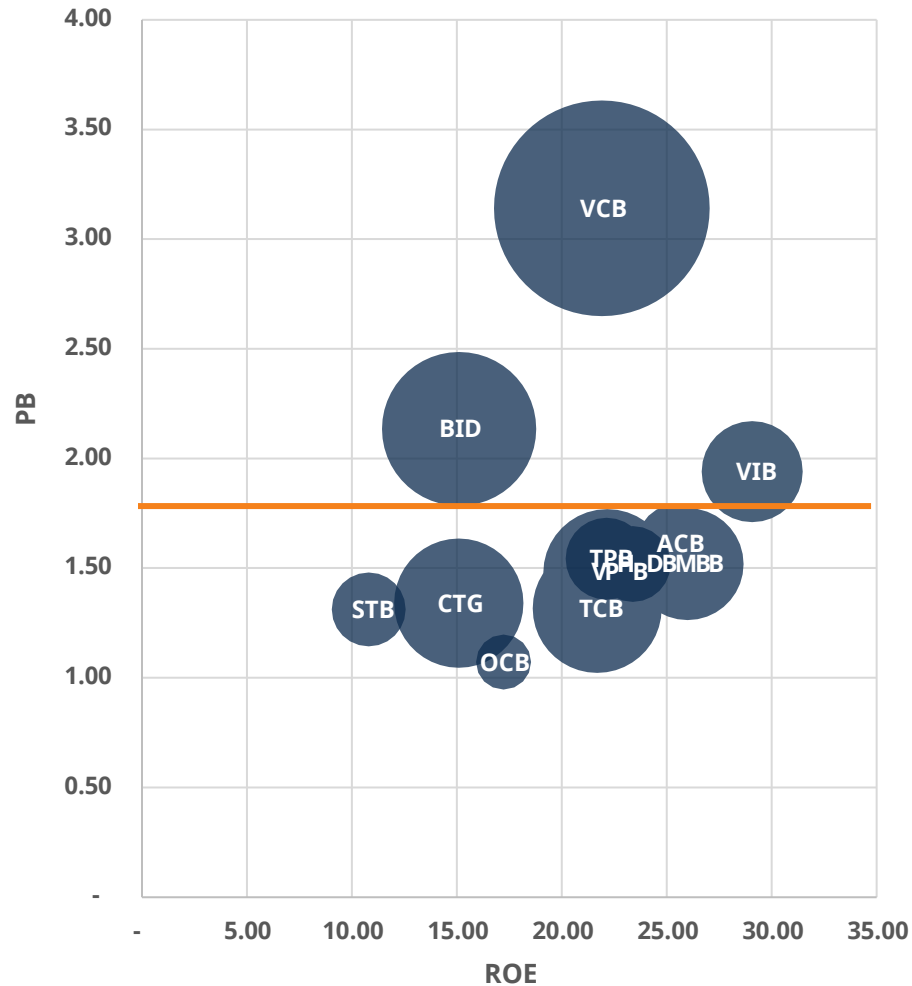


Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam

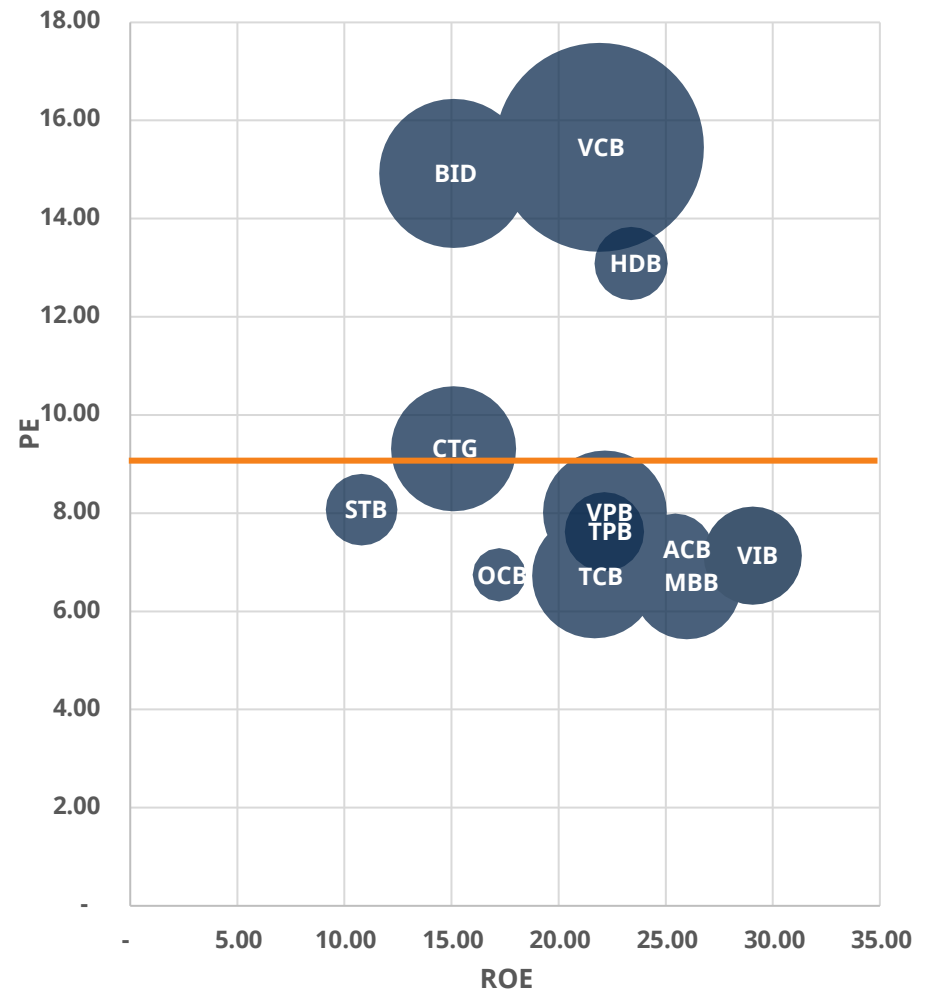
Ngân Hàng – Định giá

Mức định giá hiện tại

Vốn hóa hiện tại, ROE, và PB 12T (PB Trung bình: 1.66x)



Vốn hóa hiện tại, ROE, và PE 12T (PE Trung bình: 8.07x)



Nguồn: Bloomberg (10/08/2022), Mirae Asset Vietnam

Ngân hàng – Tạo đáy

“Chọn mặt gửi vàng”

- **Hiện tượng bán tháo đã dừng lại:** Việc bán CP của các nhà đầu tư cá nhân (do hoảng loạn) bên cạnh kỳ vọng cao về tỷ suất sinh lợi (dẫn tới việc cổ phiếu ngân hàng kém hấp dẫn) cùng với lo ngại nợ xấu tăng cao, theo chúng tôi, là những tác nhân chính dẫn đến sự điều chỉnh sâu của nhóm cổ phiếu ngân hàng. Hiện nay, giá cổ phiếu của hầu hết các ngân hàng đã phục hồi mạnh, với mức tăng phổ biến từ 15% đến hơn 30% so với mức đáy của tháng 6.
- **Định giá hiện tại vẫn còn hấp dẫn đối với các nhà đầu tư dài hạn, mặc dù đã có mức tăng khá:** Các NHTM quốc doanh (SOCB) và NHTM Tư nhân (PCB) hiện đang giao dịch ở mức Trailing P/B lần lượt là 2.2 lần và 1.4 lần; dao động quanh mức định giá -1 std (theo Trailing P/B 5 năm), hồi phục từ vùng đáy tháng 6, một phần nhờ vào lợi nhuận tăng trưởng tốt. So với mức P/B lịch sử, thị giá của nhiều ngân hàng vẫn đang giao dịch dưới mức trung bình 5 năm. Do đó, chúng tôi cho rằng vùng giá này vẫn tương đối hấp dẫn cho nhà đầu tư dài hạn và ưa chuộng cổ phiếu ngân hàng, đặc biệt là những ngân hàng có chất lượng tài sản tốt với triển vọng tăng trưởng bền vững.
- **Đối với các PCB, chúng tôi ưu tiên các ngân hàng có lợi nhuận tốt và chất lượng tài sản vượt trội như MBB, ACB và VIB. Đối với các SOCB, chúng tôi lựa chọn VCB dựa vào vị thế dẫn đầu toàn ngành trong cả chất lượng tài sản, hiệu quả hoạt động, thị phần và lợi nhuận.**
- **Nợ xấu tiềm ẩn liên quan tới trái phiếu doanh nghiệp và nợ tái cơ cấu vẫn luôn là vấn đề cần thận trọng:** Đây là rủi ro mà cả nội bộ ngân hàng cũng như các chuyên gia trong ngành khó lượng hóa chính xác, vì vậy nhà đầu tư cần phải lưu ý khi chọn đầu tư vào các ngân hàng có rủi ro tập trung cao hay chất lượng tài sản thấp.

Hướng về tương lai

Nguyễn Nam Sơn, son.nn@miraesasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	38,350
Thị giá (30/08/22)	25,000
Lợi nhuận kỳ vọng	53%

Lợi nhuận sau thuế (22F, tỷ đồng) 8,424

Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) NA

Tăng trưởng EPS (22F, %) -1.7

P/E (22F, x) 6.3

Vốn hoá (tỷ đồng) 52,797

SLCP đang lưu hành (triệu cp) 2,108

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) 63.4

Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%) 20.5

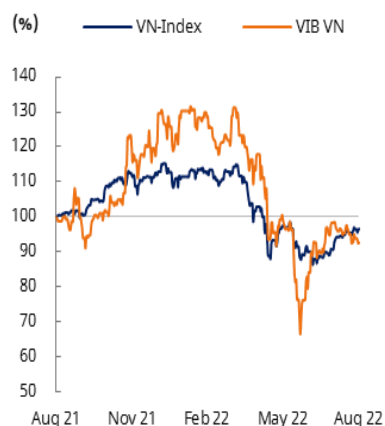
Giá thấp nhất 52 tuần 18,000

Giá cao nhất 52 tuần 36,296

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-6.0	-26.2	-6.7
Tương đối	-10.3	-11.4	-3.1

Luận điểm đầu tư

- Đến cuối quý 2/2012, tăng trưởng tín dụng của VIB đạt 221.8 nghìn tỷ đồng, +10.02% YTD (mức tối đa theo hạn mức đang được phê duyệt). Khoảng 89% dư nợ cho vay của VIB đến từ cho vay bán lẻ.
- Tăng trưởng tín dụng năm 2022: Do sự bất ổn trong lĩnh vực trái phiếu gần đây, chúng tôi vẫn tạm giữ nguyên dự báo tăng trưởng tín dụng 20% cho VIB (dưới mục tiêu của ngân hàng) cho giai đoạn 2022-2023.
- Lợi nhuận trước thuế: Dự phóng LNTT năm 2022 ở mức 10,530 tỷ đồng. Trong 6T2022, VIB ghi nhận LNTT xấp xỉ 5,000 tỷ đồng (~ 48% dự báo của chúng tôi), mức này chưa bao gồm phí Banca đang được đàm phán lại. VIB dự kiến các khoản phí sẽ được ghi nhận vào cuối năm 2022.
- Nợ xấu: Theo VIB, tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng ở mức 2.44% tính đến tháng 6/2022 (tăng nhẹ so với mức 2.32% cuối năm 2021). Chúng tôi đánh giá VIB có thể vượt qua tác động tiêu cực của Covid-19 và chính sách thắt chặt trái phiếu doanh nghiệp gần đây nhờ: 1) tỷ trọng cho vay bán lẻ lớn; 2) số tiền cho vay nhỏ cho mỗi khách hàng; và 3) số lượng trái phiếu doanh nghiệp khiêm tốn. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu của VIB sẽ cải thiện trong thời gian còn lại của năm.
- Trong tương lai, chúng tôi vẫn nhận thấy tiềm năng lớn đối với phân khúc cho vay bán lẻ (cho vay mua nhà và ô tô), cũng như nhu cầu về bảo hiểm nhân thọ và đặc biệt là thanh toán bằng thẻ. Điều này cũng phù hợp với xu hướng thanh toán không dùng tiền mặt đang diễn ra trên thế giới. Chúng tôi cho rằng VIB sẽ tiếp tục là cổ phiếu tăng trưởng trong giai đoạn 2022-2023 và hiện đang giao dịch với mức chiết khấu lớn.



	FY (31/12)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F
Thu nhập lãi thuần		4,825	6,213	8,496	11,816	14,251	16,935
Thu nhập ngoài lãi		735	1,797	2,389	2,742	3,586	4,175
Lợi nhuận hoạt động		6,086	8,152	11,216	14,891	18,176	21,379
LNST (tỷ đồng)		2,194	3,266	4,642	6,410	8,424	9,931
EPS (VND)		3,873	3,894	4,096	4,067	3,997	4,712
ROE (%)		22.55%	27.11%	29.57%	30.33%	29.43%	26.21%
P/E (x)		4.42	4.34	6.58	10.01	6.3	5.6
P/B (x)		1.24	1.19	2	3.02	1.6	1.3
Giá trị sổ sách (VND)		13,616	14,527	16,202	15,640	15,638	20,312

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

NH TMCP Á Châu (HOSE: ACB)

Vị thế an toàn

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	27,300
Thị giá (30/08/22)	24,550
Lợi nhuận kỳ vọng	11%

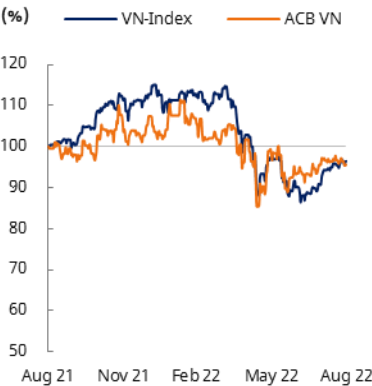
LNST (22F, tỷ đồng)	12,067		
Kỳ vọng thị trường(22F, tỷ đồng)	Na		
Tăng trưởng EPS(22F, %)	-0.3		
P/E (22F, x)	6.7		
Vốn hóa (tỷ đồng)	83,085		
SLCP đang lưu hành(triệu cp)	3,377		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	84.5		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	30.0		
Giá thấp nhất 52 tuần	22,000		
Giá cao nhất 52 tuần	29,080		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.6	-10.3	-3.9
Tương đối	-5.7	4.5	-0.2

Kết quả kinh doanh

- Kết thúc quý 2 2022, tổng tài sản NH TMCP Á Châu (ACB) đạt 543.7 nghìn tỷ, tăng nhẹ ở mức 3% YTD. Chất lượng tài sản có phần sụt giảm. Tổng nợ xấu tăng 7.1% YTD lên 3 nghìn tỷ, tỷ lệ nợ xấu giảm 2bps xuống 0.76%. Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (bao gồm nợ nhóm 2) giảm 2bps xuống 1.14%. Đáng chú ý, tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm 24%p xuống 181%. Lợi nhuận trước thuế nửa đầu năm của ACB đạt 7.2 nghìn tỷ (+42.6% sv CK), nhờ thu nhập từ hoạt động kinh doanh tăng trưởng tốt và hoàn nhập dự phòng (chi phí dự phòng âm 270 tỷ).

Điểm nhấn đầu tư

- Ngoài chất lượng tài sản tốt so với các đối thủ cùng ngành, ví dụ như tỷ lệ nợ xấu thấp và tỷ lệ bao phủ nợ xấu vẫn được duy trì ở mức cao so với mức trung bình ngành, tỉ trọng cho vay bán lẻ cao cũng giảm rủi ro hệ thống, là một điểm cộng trong bối cảnh kinh tế khó khăn. Cuối quý 2 2022, cho vay KHCN và doanh nghiệp SME chiếm 93% tỉ trọng cho vay của ngân hàng, đồng nghĩa với áp lực trích lập dự phòng sẽ thấp hơn và nhanh hơn vì các khoản dư nợ của KHCN hay SME sẽ nhỏ hơn các công ty hay tập đoàn lớn. Ngoài ra, việc dự phóng và đưa ra kế hoạch ứng phó cho nợ xấu của nhóm khách hàng này sẽ dễ dàng hơn so với công ty lớn.
- Tổng dư nợ tái cơ cấu theo các thông tư liên quan đến COVID-19 của ACB giảm còn 13 nghìn tỷ vào thời điểm cuối quý 2, giảm 23.7% YTD và chiếm khoảng 3.3% tổng danh mục cho vay. Mặc dù số dư nợ là tương đối lớn, chúng tôi cho rằng áp lực trích lập dự phòng sẽ không quá nặng nề, vì theo ACB, tỉ lệ cho vay trên giá trị TSDB chỉ khoảng 55.4%.



FY (31/12)	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F	12/24F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	12,141	14,600	18,945	21,140	23,002	24,848
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	4,003	3,560	4,619	5,550	6,395	8,162
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	7,516	9,594	11,998	15,077	19,497	17,880
LNST (tỷ đồng)	6,010	7,683	9,603	12,067	15,604	14,310
EPS (đồng)	2,235	2,809	3,555	3,543	3,825	3,460
ROE (%)	26.9	24.2	24.0	23.7	23.8	25.5
P/E (x)	6.3	8.0	6.7	6.7	6.2	7.5
P/B (x)	1.4	1.7	2.4	1.4	1.4	1.5
Giá trị sổ sách (đồng)	10,315	13,119	10,101	16,463	16,255	19,581

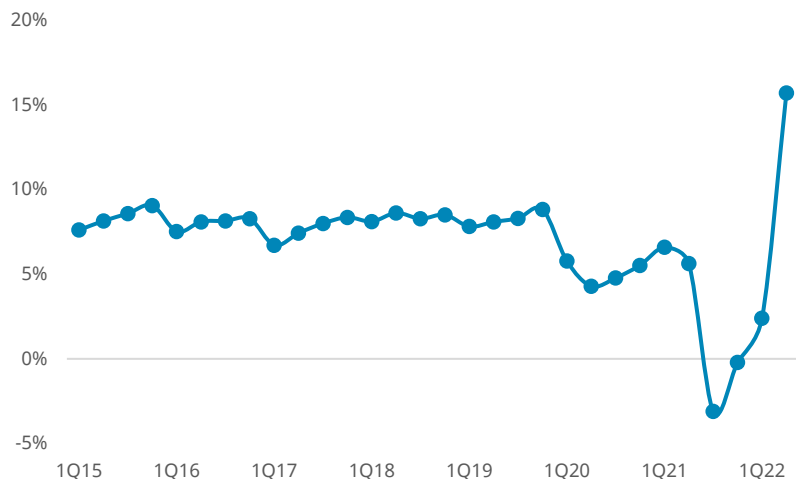
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Ngành bán lẻ - Duy trì triển vọng tích cực

Nền tảng thấp là bước đệm cho tăng trưởng nhanh trong giai đoạn hậu COVID-19

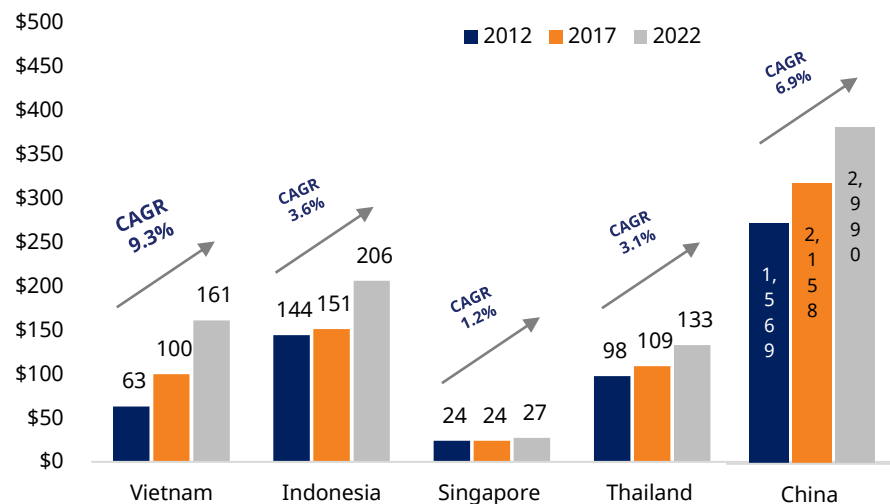
- Từ cuối tháng 7/2022, giá các loại nhiên liệu trên thế giới điều chỉnh phần nào giảm bớt áp lực lạm phát nội địa, lạm phát tháng 7 chỉ còn tăng 3.14% sv CK trong khi tháng 6 là 3.37% CK. Tương tự, giá xăng nội địa cũng đã giảm khoảng 30% từ đỉnh trong các đợt điều tiết giá gần đây. Tuy nhiên, căng thẳng giữa các nước phương tây chưa có dấu hiệu hạ nhiệt trong khi nhu cầu nhiên liệu, đặc biệt là khí đốt tăng dần, do đó rủi ro tăng giá trở lại của các loại nhiên liệu vẫn tồn tại. Giá các mặt hàng nhu yếu phẩm vẫn đang trong xu hướng tăng cũng như nhu cầu về du lịch nội địa và các dịch vụ liên quan tăng mạnh và mùa cao điểm du lịch sẽ là các tác nhân chính tạo áp lực lên lạm phát trong nửa sau năm 2022.
- Ở chiều tích cực, tăng trưởng doanh thu bán lẻ vẫn được hỗ trợ bởi các yếu tố như: 1) tăng trưởng thu nhập bình quân (+5.7% CK) trong 6T2022; 2) tỷ lệ thất nghiệp đang trên đà giảm từ mức đỉnh là 4% trong giai đoạn giãn cách vào quý 3/2021; 3) nền thấp trong nửa sau năm 2021 do các biện pháp giãn cách xã hội; 4) sự phục hồi mạnh mẽ của ngành du lịch cũng như các ngành nghề liên quan như vận tải, lưu trú, v.v.; 5) FDI phục hồi. Ngoài ra, giá cả hàng hóa tăng dần cũng phần nào hỗ trợ biên lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ phục hồi dần, vốn suy giảm mạnh trong quý 2 bởi ảnh hưởng tiêu cực của giá xăng dầu. Nhìn chung, tuy lạm phát sẽ gây một áp lực nhất định lên tiêu thụ nội địa, chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực đối với tăng trưởng của ngành bán lẻ nói chung nhờ sự vượt trội của các yếu tố tích cực so với tiêu cực.

Tăng trưởng bán lẻ và dịch vụ Việt Nam (% CK)



Nguồn: GSO, PwC, Mirae Asset Vietnam

Ngành bán lẻ của Việt Nam duy trì mức tăng trưởng cao nhất so với các nền kinh tế lớn trong khu vực (tỷ USD)



Ngành bán lẻ - Duy trì triển vọng tích cực

Phương thức phân phối thay đổi không ngừng cùng ứng dụng của công nghệ

- Các nhà bán lẻ có khả năng cung cấp nguồn hàng đảm bảo chất lượng, cùng với hệ sinh thái tiêu dùng tích hợp và phân bổ cửa hàng phù hợp tạo sự tiện nghi cho khách hàng sẽ nắm bắt được cơ hội tăng trưởng.
- Masan (MSN) và CTCP Đầu tư TGDD (MWG) đang có vị thế tốt để phát triển chuỗi bán lẻ lương thực thực phẩm và các mặt hàng tiêu dùng nhanh trong xu hướng bán lẻ hiện đại.

Giai đoạn 1 – mới và phân mảnh	Giai đoạn 2 – tăng trưởng thị phần nhờ tập trung vào trải nghiệm khách hàng	Giai đoạn 3 – hệ sinh thái khép kín
2000–2020	2015–2025	Sau 2025
<div>Yếu tố dẫn dắt</div> <ul style="list-style-type: none">▪ Sản phẩm▪ Kênh phân phối▪ Nhận diện thương hiệu	<ul style="list-style-type: none">▪ Cấu trúc dân số vàng và thay đổi hành vi khách hàng (đô thị hóa)▪ Vệ sinh, chất lượng, tiện nghi, tươi sống▪ Chuyển dịch từ chợ truyền thống sang các hệ thống bán hàng hiện đại (siêu thị, siêu thị mini)	<ul style="list-style-type: none">▪ Tăng cường áp dụng công nghệ trong quá trình vận hành khi chi phí đầu tư thấp hơn▪ Phân khúc khách hàng trẻ sẽ kích thích doanh thu bán hàng trực tuyến.▪ Gia tăng tỉ lệ chi tiêu trên thu nhập
<div>Nhu cầu tiêu dùng</div> <ul style="list-style-type: none">▪ Sản phẩm và đóng gói theo các tiêu chuẩn ISO▪ Phát triển thương hiệu	<ul style="list-style-type: none">▪ Sản phẩm tốt, sạch sẽ, tươi ngon▪ Phong cách sống và sự tiện nghi: sản phẩm đã qua chế biến	<ul style="list-style-type: none">▪ Điểm bán lẻ có thể đáp ứng mọi nhu cầu mua sắm: khách hàng trung thành và hệ sinh thái▪ Có thể truy xuất nguồn gốc 100%▪ Sản phẩm thân thiện môi trường▪ Cá nhân hóa dịch vụ và sản phẩm
<div>Trải nghiệm khách hàng</div> <ul style="list-style-type: none">▪ Phổ biến▪ Bắt đầu có nhu cầu về chất lượng phục vụ▪ Giao dịch tiền mặt	<ul style="list-style-type: none">▪ Chuyển dịch từ mua sắm cho nhu cầu thuần túy sang trải nghiệm khách hàng và hậu mãi.▪ Phân phối đa kênh▪ Tăng trưởng thanh toán không tiền mặt	<ul style="list-style-type: none">▪ Sự khác biệt trong các loại hình phân phối dần được xóa bỏ▪ Các dịch vụ giá trị gia tăng

Nguồn: Mirae Asset Vietnam tổng hợp

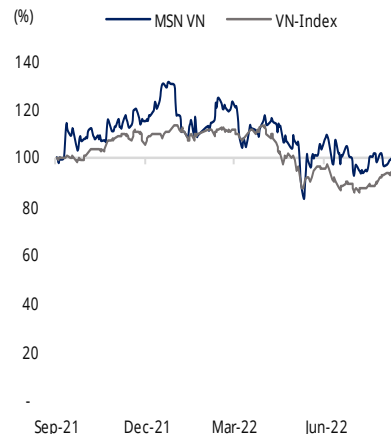
Tiếp tục mở rộng

Nguyễn Tiến Đức, duc.nt@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA		
Giá mục tiêu (VND, 12T)	138,000		
Thị giá (30/08/22)	113,700		
Lợi nhuận kỳ vọng	21%		
LNST (22F, tỷ đồng)	5,434		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	N/a		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	-37.0		
P/E (22F, x)	25.0		
Vốn hóa (tỷ đồng)	164,440		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,424		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	45.4		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	28.9		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	85,700		
Cao nhất 52 tuần (VND)	145,833		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	10.5	-1.3	6.7
Tương đối	8.4	-0.4	11.7

Luận điểm đầu tư

- 6T2022, MSN ghi nhận biến động doanh thu (DT) và Lợi nhuận ròng (LNR) ngược chiều với DT giảm 13.9% so CK do thoái vốn mảng thức ăn chăn nuôi còn LNR tăng 163.3% so CK lên mức 2,577 tỷ đồng nhờ lợi nhuận gộp tăng 9.8% so CK, thu nhập tài chính tăng 244.6% CK và lợi nhuận được chia từ liên doanh tăng 24.1% CK. Trong đó, đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi chủ yếu đến từ mảng kinh doanh hàng tiêu dùng và nguyên liệu công nghệ cao. Đặc biệt mảng nguyên liệu công nghệ cao đạt lãi ròng 299 tỷ đồng trong 6T2022 trong khi lỗ 291 tỷ đồng trong cùng kỳ 2021.
- Hoạt động của mảng bán lẻ tiếp tục cải thiện mạnh trong 6T2022 với lỗ ròng giảm xuống 788 tỷ đồng so với mức lỗ ròng 984 tỷ đồng trong cùng kỳ. Đáng lưu ý, WCM thành công mở rộng mạng lưới bán lẻ thêm 301 cửa hàng tiện lợi lên 2,873 cửa hàng trong khi biên lợi nhuận gộp vẫn cải thiện 1.8 điểm phần trăm so cùng kỳ nhờ giảm được chi phí khuyến mại và tối ưu hóa danh mục hàng hóa.
- Điều chỉnh giảm dự phóng LNR 2022 do tiêu thụ thịt lợn mát kém hơn dự báo và chính sách mở rộng số lượng cửa hàng bán lẻ nhanh hơn dự kiến. Chúng tôi giảm dự báo LNR mảng thịt từ lãi 225 tỷ năm 2022 xuống lỗ ròng 436 tỷ do lạm phát cao dẫn tới tiêu thụ thịt lợn mát thấp. Bên cạnh đó, WCM đưa ra kế hoạch mở mới 700 cửa hàng tiện ích, 40 siêu thị trong nửa sau 2022 nằm ngoài dự báo ban đầu của chúng tôi sẽ dẫn tới biên lợi nhuận dự phóng giảm. Do đó, mức lỗ ròng của WCM được nâng từ 575 tỷ trong dự báo trước lên mức 1,400 tỷ. Kết quả, lợi nhuận ròng hợp nhất của MSN 2022 được dự phóng giảm từ 6,300 tỷ xuống 5,434 tỷ đồng.



FY (31/12)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	77,218	88,629	83,458	93,473
LNHĐ (tỷ đồng)	1,682	6,283	5,425	7,010
Tăng trưởng LNHĐ (%)	-65.3%	273.6%	-13.7%	29.2%
LNTT (tỷ đồng)	2,325	11,489	7,155	8,018
LNR (tỷ đồng)	1,234	8,563	5,434	6,059
EPS (VND)	1,045	7,253	4,603	5,132
ROE	8.8%	30.8%	17.6%	17.0%
ROA	1.2%	8.0%	5.3%	5.6%

Lưu ý: LNR là LNST phân bổ cho cổ đông thường đã trừ đi các khoản trích lập quỹ.
 Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Tìm kiếm động lực tăng trưởng

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	89,400
Thị giá (30/08/22)	73,300
Lợi nhuận kỳ vọng	22%

LNST (22F, tỷ đồng)	5,777
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	Na
Tăng trưởng EPS (22F, %)	-42
P/E (22F, x)	16.5

Vốn hóa (tỷ đồng)	106,851
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,464
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	76.5
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	49.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	54,450
Cao nhất 52 tuần (VND)	81,400

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	19.1	7.5	31.5
Tương đối	14.9	22.3	35.2

Tóm tắt KQKD

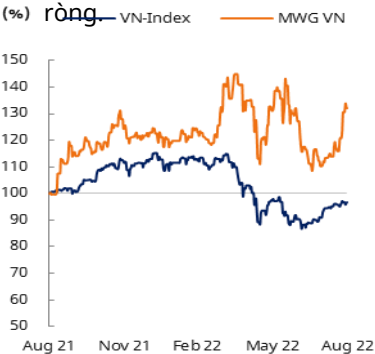
- Trong khi doanh thu tăng trưởng vẫn khả quan trong 6T2022, lợi nhuận đi ngang do chi phí bán hàng và chi phí hoạt động gia tăng. Lũy kế 6T2022, doanh thu thuần của MWG đạt 70.8 nghìn tỷ, +13% CK, trong khi LNST chỉ đạt 2.6 nghìn tỷ (+1% CK); qua đó, biên lợi nhuận thuần giảm xuống 3.6% (-0.6%p YoY).

Điểm nhấn đầu tư

- Thay vì tiếp tục gia tăng độ phủ của hệ thống cửa hàng Bách Hóa Xanh (BHX), MWG sẽ tập trung vào cải thiện biên lợi nhuận và hiệu quả hoạt động của chuỗi này trong năm 2022. Đến hết tháng 7/2022, công ty đã gần như hoàn tất cải tạo các cửa hàng BHX đang hoạt động, và đóng khoảng 400 cửa hàng kém hiệu quả, giảm số lượng của hàng xuống còn 1,735 đơn vị. Việc thay đổi cách trưng bày cũng như số hóa một số quy trình hoạt động sẽ cải thiện tính hiệu quả của chuỗi. Theo MWG, tổng doanh thu của chuỗi không hề suy giảm ngay cả khi đóng cửa một lượng lớn các cửa hàng có hiệu quả hoạt động kém, và cũng đưa mục tiêu tăng doanh thu trung bình hàng tháng trên mỗi cửa hàng lên mức 1.3 tỷ (2021: 1.1-1.2 tỷ đồng).
- Ngoài ra, nhằm tìm kiếm động lực tăng trưởng trong giai đoạn tiếp theo, MWG đã cho ra mắt một số chuỗi mới có thể kể đến như AVASport (đồ thể thao) và AVAKids (sản phẩm cho mẹ và bé) bên cạnh việc phát triển các chuỗi tiềm năng như BHX và An Khang (dược phẩm).

Định giá

- Dựa trên KQKD 6T2022 cũng như định hướng đẩy mạnh kênh online, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ 3.5% LNR dự phóng 2022-2023. Theo đó, giá mục tiêu được xác định ở mức 89,400 VNĐ/cp (từ 92,200 VNĐ/cp), tương đương với P/E mục tiêu 2023 là 19.3x (+2 STD). Bên cạnh đó, việc thoái vốn tối đa 20% BHX và kỳ vọng đạt điểm hòa vốn vào cuối năm 2022 sẽ củng cố bảng cân đối tài chính của MWG cũng như gia tăng biên lợi nhuận



	FY (31/12)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)		102,174	108,546	122,958	139,018	155,061	170,169
LNHĐ (tỷ đồng)		4,977	5,216	5,888	7,331	8,608	9,821
Biên LNHĐ (%)		4.9	4.8	4.8	5.3	5.6	5.8
LNST (tỷ đồng)		3,836	3,920	4,901	5,777	6,705	7,584
EPS (VND)		8,916	8,838	7,008	4,051	4,632	5,087
ROE (%)		36.32	28.38	27.34	26.05	25.58	25.01
P/E (x)		15.58	15.72	19.82	16.5	14.36	13.07
P/B (x)		5.07	4.10	4.86	4.01	3.49	3.17

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

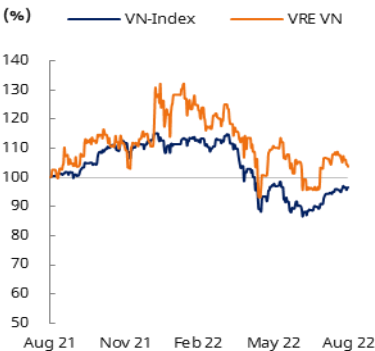
Từng bước hồi phục

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	36,600
Thị giá (30/08/22)	28,400
Lợi nhuận kỳ vọng	29%
LNST (22F, tỷ đồng)	2,312
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (22F, %)	71.6
P/E (22F, x)	28.8
Vốn hóa (tỷ đồng)	64,079
SL cổ phiếu (triệu)	2,272
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	23.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN(%)	32.1
Cao nhất 52 tuần (VND)	25,100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	37,000
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-2.8-16.43.3
Tương đối	-6.9-1.76.9

Luận điểm đầu tư

- Trong quý 2, VRE ghi nhận 1,850 tỷ đồng doanh thu thuần (+22% sv ck). Trong đó, phần lớn đến từ hoạt động cho thuê bất động sản đầu tư với 1,822 tỷ đồng (+33% sv ck). Lợi nhuận sau thuế quý 2 cũng tăng trưởng mạnh, gấp đôi cùng kỳ năm trước với 773 tỷ đồng. Tuy vậy, trong 6 tháng đầu năm, VRE ghi nhận 3,219 tỷ đồng doanh thu thuần (-14% sv ck) do doanh thu từ việc bán bất động sản giảm mạnh (từ 548 tỷ đồng còn 93 tỷ đồng). Lợi nhuận sau thuế nửa đầu năm ghi nhận 1,150 tỷ đồng, xấp xỉ cùng kỳ năm ngoái.
- Với kết quả trên, VRE đã hoàn thành 40% chỉ tiêu doanh thu (8,000 tỷ đồng) và 48% mục tiêu lợi nhuận sau thuế (2,400 tỷ đồng). Chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ tiếp tục đà tăng trưởng khi thói quen mua sắm của người dân trở lại bình thường: lượng khách trong quý 2 đạt xấp xỉ 12 triệu lượt/tháng, tính tổng lượng khách cả quý tăng trưởng 36% so với quý trước.
- Trong quý 2, VRE đã khánh thành Vincom Mega Mall Smart City tại Hà Nội, Vincom Plaza Trần Huỳnh (tỉnh Bạc Liêu) và Vincom Plaza Mỹ Tho (tỉnh Tiền Giang), nâng tổng số lượng trung tâm thương mại lên 83 và tổng diện tích sàn thương mại lên 1.75 triệu m2.
- Trong năm 2023, VRE dự kiến sẽ mở thêm 2 Vincom Mega Mall tại Vinhomes Ocean Park 2 – The Empire và tại Vinhomes Grand Park; ngoài ra cũng sẽ mở thêm Vincom Plaza tại một số địa phương như Hà Giang, Điện Biên Phủ, Quảng Trị ..., nâng tổng diện tích lên gần 2 triệu m2. Mục tiêu đến năm 2026, VRE sẽ sở hữu tổng diện tích sàn lên đến khoảng 4.7 triệu m2, hơn gấp đôi so với diện tích hiện tại.
- Chúng tôi dự phóng lượng khách đến trung tâm thương mại sẽ tăng dần đạt trung bình 13 – 14 triệu lượt/tháng trong nửa cuối năm nay và có thể quay lại mức 16 triệu lượt/tháng (tương đương với mức trước dịch) trong năm 2023.



FY (31/12)	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F	12/24F
Doanh thu (tỷ đồng)	9,259	8,329	5,891	8,348	10,238	12,055
LN HKKD (tỷ đồng)	3,545	2,901	1,757	2,838	3,431	4,021
Biên LN HKKD (%)	38.3	34.8	29.8	34.0	33.5	33.4
LNST (tỷ đồng)	2,851	2,382	1,315	2,312	2,797	3,277
EPS (VND)	1,226	1,048	578	992	1,201	1,407
ROE (%)	10.6	8.1	4.4	7.0	7.8	8.4
P/E (x)	27.7	30.6	52.0	28.8	23.4	20.0
P/B (x)	2.9	2.5	2.2	2.8	2.6	2.4

Nguồn: Báo cáo tài chính, MAS research dự phóng

Khu công nghiệp – Điểm sáng về tăng trưởng lợi nhuận

Nghị định 35/2022/NĐ-CP gỡ bỏ một số thủ tục thành lập KCN

Giá thuê đất công nghiệp trung bình tăng 5% - 13% tại các tỉnh phía Nam và 3% - 12% tại các tỉnh phía Bắc

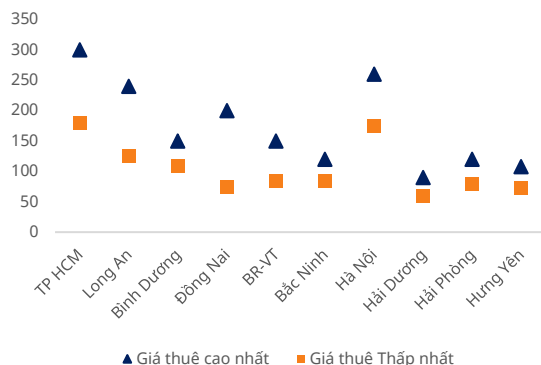
- Báo cáo thị trường bất động sản quý 2-2022 do Công ty TNHH CBRE Việt Nam thực hiện và công bố mới đây ghi nhận tỷ lệ lấp đầy các khu công nghiệp trên cả nước 6 tháng đầu năm ổn định. Trong đó, tỷ lệ lấp đầy các khu công nghiệp phía Bắc đạt 80%, các khu công nghiệp phía Nam đạt 90%. Giá thuê cũng duy trì xu hướng tăng trong nửa đầu năm, trung bình các tỉnh phía Nam tăng 5% - 13% và các tỉnh phía Bắc tăng trung bình từ 3% - 12% so với cuối 2021.
- Tại một số khu công nghiệp có sức hấp dẫn cao, mức giá chào thuê tăng từ 20% - 26% tùy theo khu vực. Các địa phương ghi nhận mức tăng trên có thể kể đến như Bà Rịa - Vũng Tàu, Bắc Giang, Hưng Yên.

Nghị định 35/2022/NĐ-CP ban hành vào ngày 28/05/2022 nổi bật với việc gỡ bỏ một số thủ tục thành lập KCN

- Nghị định quy định rõ các điều kiện, nguyên tắc xác định số lượng, quy mô diện tích, các trường hợp điều chỉnh KCN, khu kinh tế (KKT) nhằm rút ngắn thời gian, tiết kiệm chi phí cho địa phương trong quá trình lập, thẩm định và điều chỉnh quy hoạch trong quy hoạch vùng, tỉnh. Theo đó, các doanh nghiệp hiểu rõ các điều kiện phải tuân thủ khi thực hiện quy hoạch KCN và KKT.
- Phân quyền quản lý nhà nước nhiều hơn cho Bộ kế hoạch đầu tư và Ủy ban nhân dân tỉnh trong triển khai hoạt động các KCN. Chúng tôi cho rằng việc đơn giản hóa các thủ tục pháp lý, phân quyền nhiều hơn cho các địa phương, có thể giúp giảm thủ tục cấp phép đầu tư các khu công nghiệp, đặc biệt khi các khu công nghiệp sẽ có thể có giấy phép đầu tư ngay khi được chấp thuận đầu tư.
- Tuy nhiên vấn đề lớn nhất của các doanh nghiệp phát triển KCN gặp phải hiện nay là chi phí đền bù giải phóng mặt bằng (GPMB) cho người dân đã tăng mạnh từ cuối 2019 đến nay. Cụ thể, giá đền bù GPMB các dự án KCN tại khu vực Long An của IDC đã có mức tăng hơn 3 lần từ 2019 đến nay, SZC cũng lên kế hoạch đền bù GPMB cho năm 2022 với đơn giá cao hơn khoảng 2.3 lần so với 2019.

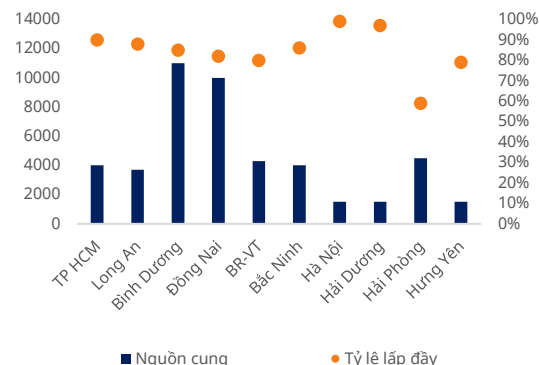
Nguồn cung nhà xưởng xây sẵn (NXXS) tăng trưởng mạnh tại phía Nam: Theo ghi nhận của Jones Lang Leasalle (JLL), nguồn cung nhà xưởng xây sẵn đến cuối Q2/2022 tại khu vực phía Nam đạt 4.2 triệu m² tăng 27.3% so với đầu năm, cao hơn mức tăng trưởng 22% của năm 2021. Giá thuê nhà xưởng xây sẵn tăng nhẹ 0.52% so với quý I/2022, duy trì ổn định ở mức trung bình 4.8 USD/m²/tháng.

Giá thuê đất KCN tại các tỉnh thành lớn 6T2022



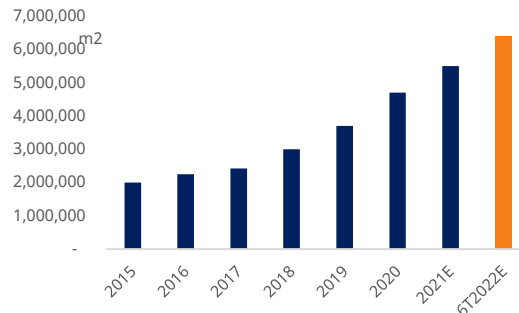
Nguồn: CBRE, JLL, Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam

Nguồn cung KCN tại các tỉnh thành lớn Q1/2022



Nguồn: CBRE, JLL, Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam

Nguồn cung NXXS tại các tỉnh/ thành phố lớn miền Bắc và miền Nam



Nguồn: JLL, Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam

Khu công nghiệp – Điểm sáng về tăng trưởng lợi nhuận

Các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê trên đà bứt phá

Ngành KCN tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2022. Cụ thể các doanh nghiệp trong ngành ghi nhận doanh thu tăng 24% so với cùng kỳ (CK) trong khi đó LNST có mức tăng trưởng lên đến 95% CK.

- Các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê như IDC, BCM, VGC... là những đầu tàu nên sự tăng trưởng ấn tượng về LNST trong nửa đầu năm. IDC là doanh nghiệp ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất lên đến 490% so với cùng kỳ. Ngoài hoạt động cho thuê đất công nghiệp khả quan, trong kỳ IDC còn ghi nhận các khoản hồi tố từ doanh thu chưa thực hiện dài hạn đã ghi nhận từ các hợp đồng thuê trước đó.
- Các doanh nghiệp đã hết quỹ đất công nghiệp sẵn sàng cho thuê ghi nhận kết quả kém khả quan hơn, đa số đều thể hiện sự sụt giảm cả doanh thu và lợi nhuận so với cùng kỳ trong 6T2022.
- Một số trường hợp đặc biệt:
 - SZC ghi nhận doanh thu tăng 34% so với cùng kỳ nhưng LNST suy giảm đến 28% do trong kỳ doanh nghiệp hạch toán các hợp đồng cho thuê sử dụng đất công nghiệp cho bên liên quan là D2D, dẫn đến biên lãi gộp bị ảnh hưởng.
 - KBC ghi nhận doanh thu cho thuê đất giảm 61% nhưng LNST tăng trưởng 271% so với cùng kỳ, trong đó công ty ghi nhận “thu nhập khác” gần 2,400 tỷ đồng đến từ hoạt động mua rẻ tài sản.

Mã CK	Sàn	Tên	Doanh thu 6T2021	Doanh thu 6T2022	Biến động	LNST 6T2021	LNST 6T2022	Biến động
IDC	HNX	IDICO	2,309	4,981	116%	285	1,682	490%
VGC	HOSE	Tổng Công ty Viglacera	5,301	8,101	53%	618	1,345	118%
TID	UPCOM	Tổng Công ty Tín Nghĩa	3,633	5,275	45%	114	61	-46%
CCI	HOSE	CIDICO	171	246	44%	19	7	-63%
SZC	HOSE	Sonadezi Châu Đức	403	540	34%	189	136	-28%
ITA	HOSE	Đầu tư CN Tân Tạo	322	373	16%	75	132	76%
SZG	UPCOM	Sonadezi Giang Điền	150	174	16%	18	47	161%
MH3	UPCOM	KCN Cao su Bình Long	36	40	11%	19	30	58%
BCM	HOSE	Becamex IDC	3,092	3,358	9%	939	1,343	43%
NTC	UPCOM	KCN Nam Tân Uyên	127	135	6%	164	153	-7%
SIP	UPCOM	Đầu tư Sài Gòn VRG	2,996	3,087	3%	514	483	-6%
SZB	HNX	Sonadezi Long Bình	181	182	1%	61	63	3%
SZL	HOSE	Sonadezi Long Thành	204	204	0%	48	39	-19%
IDV	HNX	PT Hạ tầng Vĩnh Phúc	44	42	-5%	71	49	-31%
TIX	HOSE	TANIMEX	172	130	-24%	76	58	-24%
LHG	HOSE	KCN Long Hậu	666	348	-48%	251	90	-64%
TIP	HOSE	PT KCN Tín Nghĩa	156	77	-51%	59	17	-71%
KBC	HOSE	TCT Đô thị Kinh Bắc	2,752	1,087	-61%	640	2,374	271%
HPI	UPCOM	Khu công nghiệp Hiệp Phước	125	45	-64%	13	13	0%
Tổng cộng			22,838	28,425	24%	4,173	8,124	95%

Nguồn: Fiinpro, Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam

Kỳ vọng tăng trưởng từ dự án NTC3

Phạm Bình Phương, Phuong.pb@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	251,000
Thị giá (30/08/22)	183,000
Lợi nhuận kỳ vọng	37%

LNST (22F, tỷ đồng)	846		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	n/a		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	187		
P/E (22F, x)	5.2		
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,416		
SL cổ phiếu (triệu)	24		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	20.1		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	4.0		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	155,000		
Cao nhất 52 tuần (VND)	230,000		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	5.4	-9.2	-7.9
Tương đối	1.2	5.6	-4.2

Điểm nhấn đầu tư

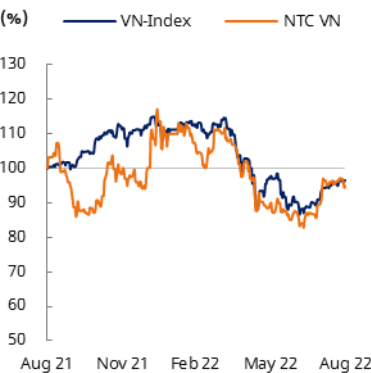
6T2022, do dự án NTC-3 vẫn chưa thể triển khai nên doanh nghiệp ghi nhận doanh thu từ việc phân bổ các hợp đồng đã ký trước đó. Cụ thể doanh thu nửa đầu năm đạt 135 tỷ đồng, tăng 6.4%; lãi sau thuế 153 tỷ đồng, giảm 6% so với cùng kỳ năm trước. So với kế hoạch, công ty đã thực hiện được 58% mục tiêu lợi nhuận năm.

Vướng mắc pháp lý dự án NTC-3 được tháo gỡ. Theo ban lãnh đạo NTC chia sẻ, dự án KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 (NTC-3) được Chính phủ phê duyệt chủ trương từ 2018, theo kế hoạch dự án có thể đã được triển khai từ 2021 tuy nhiên do Nghị định 67/2021/NĐ-CP được ban hành nên phía UBND cần thực hiện rà soát lại.

Sau quá trình làm việc, các bên đã xác định nguồn gốc đất không thuộc phạm vi điều chỉnh của Nghị định 67 và cũng không thuộc diện phải đấu giá đất. Lãnh đạo Nam Tân Uyên cho biết, Tập đoàn cao su Việt Nam vẫn đang làm việc với cơ quan có thẩm quyền để sớm tháo gỡ vướng mắc nhằm đưa dự án sớm triển khai.

Dự án NTC-3 tạo động lực tiếp tục tăng trưởng: Diện tích đất thương phẩm 288.52 ha, giá thuê thương phẩm tại khu vực này ước tính 100 – 110 USD/m2/chu kỳ thuê. Bên cạnh đó, với việc chuyển sang hạch toán doanh thu 1 lần đối với hoạt động cho thuê KCN và hạ tầng, chúng tôi nhận định dự án có thể sẽ đóng góp từ 400 – 600 tỷ đồng LNST hàng năm của NTC trong 5 năm (2022 – 2027). NTC đã thanh toán gần hết khoản nợ vay để đầu tư dự án và cũng là khoản nợ vay duy nhất của doanh nghiệp thời điểm hiện tại.

NTC là doanh nghiệp có tỷ lệ chia cổ tức rất cao, luôn duy trì mức trên 80%/VDL bằng tiền mặt mỗi năm (tương đương 65-73% LNST) cho thấy chất lượng lợi nhuận của doanh nghiệp luôn ở mức cao và tạo ra dòng tiền mạnh.



FY (31/12)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F
Doanh thu (tỷ đồng)	532	194	264	271	1,220	1,247
LN HĐKD (tỷ đồng)	438	86	344	343	1,057	1,148
Biên LN HĐKD (%)	82.3	44.5	130.5	126.6	86.7	92.0
LNST (tỷ đồng)	470	237	291	294	846	918
EPS (VND)	19,357	9,855	12,123	12,274	35,248	38,253
ROE (%)	95.9	40.4	46.04	46.3	113.0	70.8
P/E (x)	2.7	11.2	16.3	15.8	5.2	4.7
P/B (x)	2.1	4.6	10.1	7.4	5.9	3.0

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

Tổng công ty IDICO - CTCP (HNX: IDC)

Bứt phá lợi nhuận 2022

Phạm Bình Phương, Phuong.pb@miraeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	78,500
Thị giá (30/08/22)	62,000
Lợi nhuận kỳ vọng	27%

LNST (22F, tỷ đồng)	2,303		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	n/a		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	409		
P/E (21F, x)	9.2		
Vốn hóa (tỷ đồng)	20,460		
SL cổ phiếu (triệu)	330		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	64.9		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN(%)	0.2		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	34,455		
Cao nhất 52 tuần (VND)	88,182		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	12.3	3.0	114.0
Tương đối	4.9	17.8	115.6

Điểm nhấn đầu tư

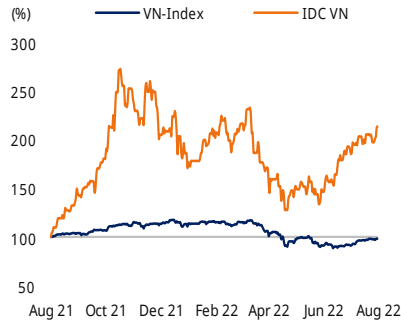
Lợi nhuận nửa đầu năm tăng trưởng gấp 6 lần cùng kỳ: Trong quý 2/2022, IDC ghi nhận kết quả kinh doanh cao kỷ lục với doanh thu thuần 3,307 tỷ đồng và lãi sau thuế 1,467 tỷ đồng, lần lượt gấp 2.6 lần và 4.6 lần so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ gấp 6.2 lần lên 1,426 tỷ đồng. Đây cũng là mức lợi nhuận kỷ lục trong một quý của đơn vị này ghi nhận kể từ khi lên sàn. Lũy kế 6 tháng đầu năm, IDC đạt doanh thu thuần 4,981 tỷ đồng, gấp 2.1 lần so với cùng kỳ năm trước. Lãi sau thuế cổ đông công ty mẹ đạt 1,681 tỷ đồng, gấp gần 6 lần nửa đầu năm 2021.

Quỹ đất KCN có vị trí thuận lợi, đang thu hút đầu tư tốt: Đến cuối 2021, chúng tôi ước tính IDC có quỹ đất công nghiệp sẵn sàng cho thuê khoảng 862 ha, tại các tỉnh BR-VT, Bắc Ninh, Thái Bình và Long An. Đây là quỹ đất được đền bù GPMB giai đoạn từ 2019 trở về trước, chi phí thấp hơn nhiều so với mặt bằng hiện nay. Bên cạnh đó, IDC sẽ phát triển 8 dự án bất động sản dân dụng trong giai đoạn 2022-2026 với tổng diện tích khoảng 90 ha.

Mảng khu công nghiệp trở thành trụ cột đóng góp lợi nhuận cho công ty. Doanh thu dịch vụ KCN chiếm phần lớn doanh thu nửa đầu năm với 3,060 tỷ đồng, gấp 8.5 lần cùng kỳ. Kết quả trên đến từ việc IDC đã hồi tố toàn bộ khoản doanh thu chưa thực hiện dài hạn tại dự án KCN Nhơn Trạch 5 (1,395 tỷ đồng), ngoài ra còn có sự đóng góp của khoản hồi tố hơn 400 tỷ đồng từ 2 dự án KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 MR. IDC chia sẻ trong 6T2022, công ty đã ký MOU và hợp đồng cho thuê 91.4 ha, trong tổng số 160ha theo kế hoạch năm 2022.

Quỹ đất tại Long An và BR-VT đảm bảo cho kế hoạch kinh doanh đến 2025: IDC hiện có 342 ha đất thương phẩm tại KCN Hữu Thạnh (Long An) đã thực hiện GPMB 90% và 275 ha đất thương phẩm tại KCN Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng. Với quỹ đất trên, tổng doanh thu ước tính theo mức giá thuê hiện nay đạt hơn 17,000 tỷ đồng, đủ nguồn lực để kinh doanh hiệu quả đến 2025.

Kế hoạch mở rộng quỹ đất: Chuẩn bị cho mục tiêu kinh doanh sau 2025, công ty có kế hoạch phát triển quỹ đất 2,000 – 3,000 ha trong giai đoạn 2022 – 2030. Trong đó, có khoảng 1,000-2,000 ha ở phía Bắc và 500-1,000 ha ở phía Nam tại các tỉnh Tiền Giang, Hải Phòng, Hưng Yên, Thái Bình.



FY (31/12)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F
Doanh thu (tỷ đồng)	5,119	4,929	4,542	4,325	7,381	8,119
LN HĐKD (tỷ đồng)	634	559	525	773	2,844	2,544
Biên LN HĐKD (%)	12.4	11.3	11.6	17.9	38.5	31.3
LNST (tỷ đồng)	349	345	304	453	2,303	2,069
EPS (VND)	1,165	1,149	1,015	1,508	6,978	6,269
ROE (%)	10.6	10.0	8.6	9.60	39.07	27.64
P/E (x)	19.7	16.4	35.0	49.0	9.2	10.7
P/B (x)	2.0	1.6	3.0	4.4	3.3	2.7

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

Chuyển mình thành nhà phát triển KCN hàng đầu Việt Nam

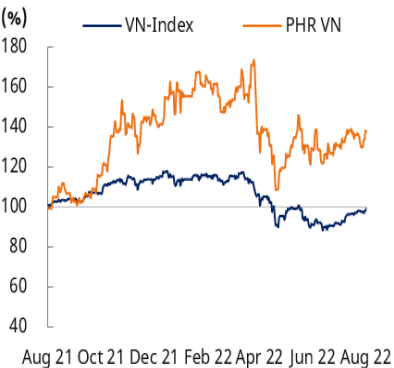
Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	85,300
Thị giá (30/08/22)	70,700
Lợi nhuận kỳ vọng	21%

LNST (22F, tỷ đồng)	1,139		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	Na		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	97.4		
P/E (22F, x)	10.2		
Vốn hóa (tỷ đồng)	9,553		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	135		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	32.2		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	13.0		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	50,500		
Cao nhất 52 tuần (VND)	90,700		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	6.4	-15.0	38.4
Tương đối	-2.2	-0.9	40.1

Điểm nhấn đầu tư

- PHR hiện nay đang phát triển tổng quy mô KCN khoảng 3,000ha, bao gồm Tân Lập 1&2, Tân Bình 2, Hội Nghĩa và Bình Mỹ. Chúng tôi cho rằng từ 2024, PHR có thể bắt đầu ghi nhận doanh thu từ KCN Tân Lập 1 (200ha, PHR sở hữu 51%) và Tân Bình 2 (1,055ha, PHR sở hữu 100%).
- Về mặt hợp tác với VSIP 3, hiện nay đang có 2 phương án được trình: (1) PHR sẽ nhận đền bù 2.5 tỷ/ha, (2) nhận đền bù 1.3 tỷ/ha và góp 20% vốn vào VSIP 3 với định giá 1.2 tỷ/ha. Chúng tôi dự phóng PHR ưu tiên PA2 khi có thể ghi nhận nguồn thu cả trong ngắn hạn và dài hạn. Trong 6T cuối 2022, chúng tôi dự phóng PHR sẽ tiếp tục ghi nhận 341 tỷ tiền đền bù từ VSIP 3, chiếm 49% dự phóng LNR của PHR trong 2H22. Trong năm 2023, dự kiến PHR ghi nhận 267 tỷ đồng tiền đền bù đất cho phần còn lại của KCN VSIP3.
- Chúng tôi dự phóng thận trọng hơn về mảng cao su dựa trên: (1) lạm phát cao, (2) Trung Quốc tiếp tục duy trì chính sách zero Covid. Cả hai lý do này dẫn đến nhu cầu mua sắm giảm và đẩy giá cao su trên thế giới giảm mạnh. Hiện tại giá cao su tháng 8/2022 đang giao dịch ở mức US\$139/tấn, giảm 28% so với đỉnh tháng 2/2022 và 9% so với CK. Chúng tôi dự phóng sản lượng thương phẩm cao su năm 2022 và năm 2023 của PHR lần lượt đạt 36,092 tấn (+2% CK) và 37,538 tấn (+4% CK), thấp hơn 2% so với dự phóng trước của chúng tôi. Với kịch bản giá cao su năm 2022 và 2023 lần lượt đạt 41.5 triệu đồng/tấn và 40.5 triệu đồng/tấn, doanh thu dự phóng năm 2022 và 2023 mảng cao su lần lượt là 1,497 tỷ (+2% CK) và 1,520 tỷ (+1.5% CK).
- Về mảng KCN, PHR chủ yếu chỉ còn đất thương phẩm 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).
- Chúng tôi dự phóng LNR của PHR năm 2022 và 2023 lần lượt đạt 1,139 tỷ (+97.4% CK) và 958 tỷ (-16% CK).



Năm (31/12)	12/18	12/29	12/20	12/21	12/22F	12/23F
Doanh thu (Tỷ VND)	1,561	1,640	1,632	1,947	2,020	2,160
Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND)	362	373	391	513	476	462
Biên LNHD (%)	23.2	22.8	23.2	32.4	23.5	21.5
LNST (tỷ VND)	644	488	1,125	577.7	1,139	958
EPS (VND)	4,674	2,863	7,711	3,850	8,405	7,070
ROE (%)	21.1	15.1	36.5	17.4	32.2	25.5
P/E (x)	8.6	13.3	8.2	23.7	10.2	12
P/B (x)	1.7	2	2.7	3.1	2.6	2.6

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

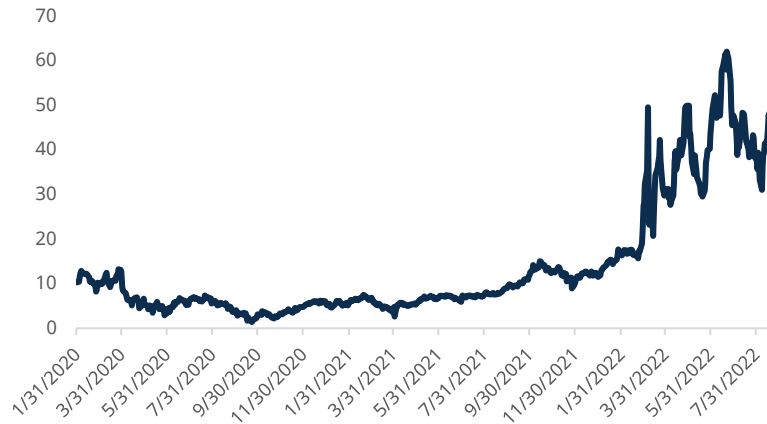
Dầu khí – Tăng trưởng lợi nhuận dưới tác động giá dầu

Các kịch bản giá dầu và đánh giá tác động đến các doanh nghiệp nửa cuối 2022 (SVCK)

Giá dầu (USD/thùng)	< 60	60 - 85	85 - 100	> 100	Diễn giải
GAS					Nửa cuối năm 2021, GAS ghi nhận hơn 4,300 tỷ đồng LNST khi nền kinh tế “lock down” trong phần lớn thời gian Q3/2021. Do đó chúng tôi lạc quan với triển vọng nửa cuối 2022 của GAS trong kịch bản giá dầu Brent duy trì mức trên 60 USD/ thùng.
BSR					Rủi ro lớn nhất của BSR trong nửa cuối năm là khả năng trích lập dự phòng giảm giá tồn kho nếu giá dầu giảm mạnh so với mức cuối Q2/2022. Trường hợp giá dầu rơi về dưới 85 USD/thùng, chi phí dự phòng giảm giá tồn kho có thể kéo LNST nửa cuối năm của BSR về ngang hoặc thấp hơn mức 3,100 tỷ đồng của 6T cuối 2021.
PVD					Theo PVD, giá thuê giàn khoan tự nâng tại khu vực Đông Nam Á đã ghi nhận mức 80,000 USD – 90,000 USD/ngày tăng mạnh so với mức 75,000 USD/ngày của giai đoạn cuối 2021. Hiệu suất cho thuê giàn của PVD từ quý 3/2022 cũng được dự báo sẽ tăng lên mức trên 90% so với mức 78% của cùng kỳ. Rủi ro tiếp tục trích lập dự phòng phải thu khó đòi trong 6T cuối 2022, ước khoảng 21 tỷ đồng (6T2022: đã trích lập 33 tỷ đồng).
PVS					Giai đoạn cuối năm 2022 sẽ là giai đoạn PVS chuẩn bị triển khai các hợp đồng lớn như dự án “Điện gió Hải Long (Đài Loan)”, do đó so với cùng kỳ năm 2021 chúng tôi đánh giá chưa có nhiều đột biến.
PVT					Chỉ số về giá cước các hoạt động vận tải của PVT như: Cước vận tải dầu thô (BIDY), cước vận tải các sản phẩm từ dầu (BAIT) hiện đang duy trì mức cao. Phần lớn các hợp đồng của PVT là cho thuê hạn định (xác định thời hạn thuê) từ 1 – 2 năm, trong nửa cuối 2022 công ty sẽ thực hiện gia hạn các hợp đồng này. Chúng tôi kỳ vọng mức giá mới sẽ tốt hơn và giúp công ty củng cố lợi nhuận giai đoạn cuối năm 2022 và trong năm 2023.
Chú thích màu:					
		LNST không tăng	LNST tăng > 10%	LNST tăng > 30%	

Dầu khí – Tăng trưởng lợi nhuận dưới tác động giá dầu

Chênh lệch giá xăng Mogas 95 và dầu thô (Crack Spread - USD/thùng)



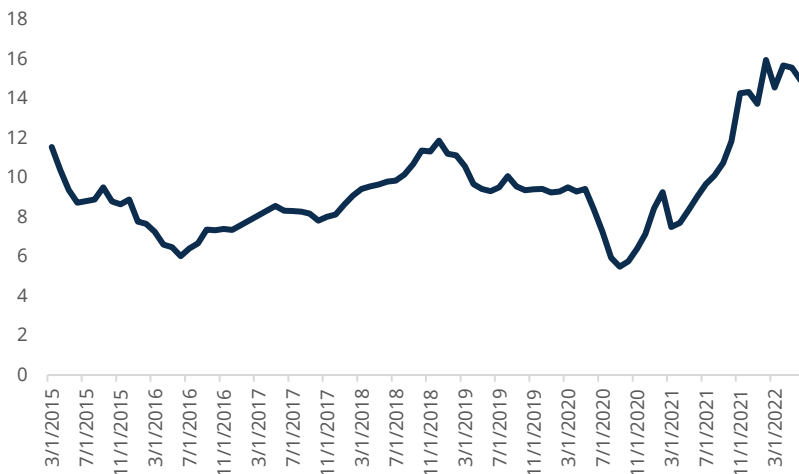
Nguồn: Bloomberg

Chỉ số giá cước vận tải Dầu thô



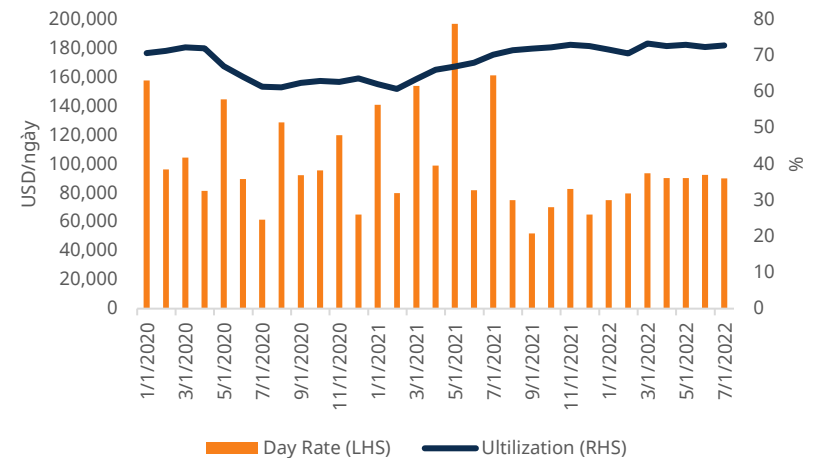
Nguồn: Bloomberg

Giá LNG nhập khẩu từ Mỹ (USD/MMBtu)



Nguồn: Bloomberg

Giá thuê giàn khoan (Day rates) và Hiệu suất sử dụng (Utilization)



Nguồn: Rigzone, Bloomberg

Biên lãi gộp đạt đỉnh trong nửa đầu năm

Phạm Bình Phương, Phuong.pb@miraeasset.com.vn

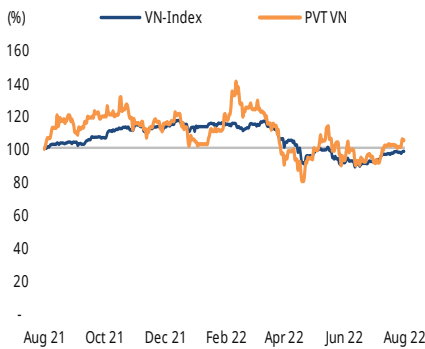
(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	28,000
Thị giá (30/08/22)	22,200
Lợi nhuận kỳ vọng	26%

LNST (22F, tỷ đồng)	811
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (22F, %)	23
P/E (22F, x)	8.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	7,023
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	324
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	48.9
Tỷ lệ sở hữu của NGTNN (%)	13.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,450
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	14.2	-10.7	3.6
Tương đối	6.4	4.1	6.1

Điểm nhấn đầu tư

- Biên lãi gộp tiếp tục cải thiện, củng cố xu hướng tăng dài hạn:** Lợi nhuận đi ngang nhưng biên lãi gộp của PVT trong nửa đầu năm 2022 đạt mức 17.1%, tiếp tục tạo đỉnh mới trong lịch sử. Mảng vận tải năng lượng (dầu và sản phẩm dầu, khí, than) của PVT hiện đang có nhu cầu trong nước lớn do Việt Nam đang trong giai đoạn hồi phục nhanh. Nhu cầu này được dự báo sẽ vẫn tiếp tục duy trì trong năm 2023 tạo cơ hội gia tăng doanh thu, theo đó tạo điều kiện để LNST vươn lên tầm cao mới.
- Đầu tư tàu mới:** Tiếp tục thực hiện chiến lược trẻ hóa đội tàu, trong tháng 3/2022, hai đơn vị thành viên của PVT đã tiếp nhận thêm 2 tàu chở dầu/hóa chất có trọng tải lần lượt 13,102 DWT và 19,957 DWT. Ngay sau khi nhận bàn giao, hai đơn vị thành viên PVTrans Oil và Thang Long Maritime đã đưa tàu đi khai thác tại thị trường quốc tế. Tính đến cuối quý 2, PVT sở hữu đội tàu gồm 37 chiếc tổng trọng tải hơn 1.14 triệu DWT củng cố vị thế dẫn đầu năng lực vận tải biển Việt Nam.
- Chi phí lãi vay bào mòn lợi nhuận nửa đầu năm:** Kết thúc nửa đầu năm 2022, PVT ghi nhận doanh thu thuần đạt 4,287 tỷ đồng (+19% CK) và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ (LNST) đạt 365 tỷ đồng (-2% CK). Chi phí tài chính (CPTC) là khoản mục ảnh hưởng lớn nhất đến lợi nhuận PVT, cụ thể trong kỳ ghi nhận 122 tỷ đồng CPTC (+90% CK). Nguyên nhân do chi phí lãi vay tăng mạnh khi công ty vay thêm 678 tỷ đồng nợ dài hạn, tương đương với mức tăng tài sản cố định trong kỳ.
- Thanh lý tàu PVT Athena có thể giúp PVT lãi 140 tỷ đồng trong nửa cuối năm:** Tháng 7/2022, Công ty CP Vận tải dầu khí Thái Bình Dương (MCK: PVP) là công ty con do PVT sở hữu 64.92% đã thông báo bán đấu giá tàu PVT Athena. Theo dự báo của chúng tôi, giá thanh lý tàu Athena có thể đạt 230 – 250 tỷ, theo đó PVT có khả năng ghi nhận khoảng 140 tỷ đồng LNNT.
- Định giá:** Thực hiện định giá PVT theo Phương pháp FCFF với WACC là 9.1%, giá hợp lý của PVT được xác định ở mức 28,000 đ/cp.



FY (31/12)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F
Doanh thu (tỷ đồng)	7,523	7,758	7,383	7,368	8,728	9,165
LNHĐ (tỷ đồng)	802	928	854	986	1,223	1,318
Biên LNHĐ (%)	10.7	12.0	11.6	13.4	14.0	14.4
LNST (tỷ đồng)	652	690	669	660	811	886
EPS (VND)	1,898	2,017	1,946	2,038	2,505	2,737
ROE (%)	15.9	15.5	13.6	10.04	11.17	11.04
P/E (x)	14.8	12.4	13.0	10.55	8.2	7.86
P/B (x)	2.0	1.8	1.6	1.0	0.9	0.8

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

Trụ cột của ngành hóa dầu Việt Nam

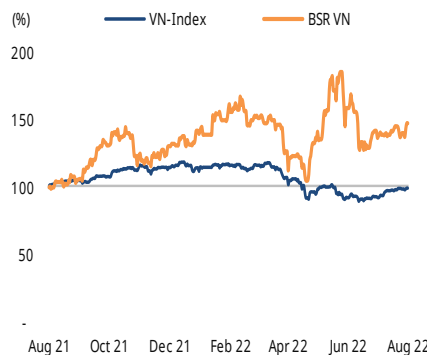
Phạm Bình Phương, Phuong.pb@miraeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	31,200
Thị giá (30/08/22)	26,100
Lợi nhuận kỳ vọng	20%

LNST (22F, tỷ đồng)	13,494
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (22F, %)	103
P/E (22F, x)	5.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	80,613
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	3,101
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	7.9
Tỷ lệ sở hữu của HĐQT (%)	41.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	33,500
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	7.0-5.546.9
Tương đối	-0.89.349.4

Điểm nhấn đầu tư

- Crack Spread hiện nay đang tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động của BSR:** Chỉ số về chênh lệch giá giữa xăng Mogas 95 với dầu Brent lập mức kỷ lục trên 60 USD (tăng 400% so với đầu năm) vào ngày 24/06, đã có diễn biến giảm mạnh và hiện đang giao dịch quanh mức 50 USD. Tuy nhiên so với mức trung bình của năm 2021 là 8.2 USD, chỉ số này vẫn duy trì ở mức cao, tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động lọc hóa dầu của BSR.
- Nhà máy Nghi Sơn giảm sản lượng 20% buộc BSR phải chạy trên 100% công suất:** Công ty TNHH Lọc hoá dầu Nghi Sơn (NSRP), nơi đảm bảo 30-35% nguồn cung xăng dầu trong nước, đã phải cắt giảm khoảng 20% sản lượng lọc dầu do vấn đề về tài chính. Trước nguy cơ thiếu hụt nguồn cung, BSR đã phải hoạt động vượt công suất để bù vào.
- BSR lãi kỷ lục hơn 9.9 ngàn tỷ đồng trong quý 2/2022:** Quý 2/2022, BSR ghi nhận doanh thu thuần hơn 52 ngàn tỷ và lãi ròng hơn 9.9 ngàn tỷ, tăng tương ứng 88% và gấp gần 6 lần cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh là yếu tố cốt lõi làm nên thành tích lợi nhuận của BSR trong thời gian gần đây. Biên lãi gộp trong Q2 đã vươn lên 20.4% từ mức 3.6% của cùng kỳ.
- Lũy kế 6 tháng đầu năm, BSR ghi nhận doanh thu thuần hơn 87 ngàn tỷ và lãi ròng gần 12.3 ngàn tỷ đồng, tăng tương ứng 78% và gấp 3.5 lần cùng kỳ. Tuy nhiên, theo quan điểm thận trọng với khả năng biến động cao của giá dầu dẫn đến rủi ro trích lập dự phòng hàng tồn kho, chúng tôi giữ nguyên LNR dự phóng 2022 ở mức 13,494 tỷ đồng (+101% CK).
- Trước biến động lớn của giá dầu trong giai đoạn vừa qua, chúng tôi đưa thêm chỉ số P/B vào phương pháp định giá BSR. Kết hợp 2 phương pháp với tỷ trọng 50% mỗi phương pháp, chúng tôi kỳ vọng giá mục tiêu của BSR trong 12 tháng tiếp theo sẽ đạt mức 31,200 đ/cp.



FY (31/12)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F
Doanh thu (tỷ đồng)	111,952	102,824	57,959	101,079	182,005	163,805
LNHĐ (tỷ đồng)	3,950	2,869	(3,046)	6,943	17,006	15,574
Biên LNHĐ (%)	3.5	2.8	(5.3)	6.9	9.3	9.5
LNST (tỷ đồng)	3,606	2,914	(2,819)	6,705	13,494	12,456
EPS (VND)	1,163	898	(909)	2,162	4,352	4,017
ROE (%)	11.0	8.5	(8.7)	19.54	30.83	21.68
P/E (x)	13.82	8.73		11.88	5.7	7.79
P/B (x)	2.5	2.3	2.6	2.1	1.4	1.5

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

Động lực tăng trưởng từ dự án Lô B – Ô Môn

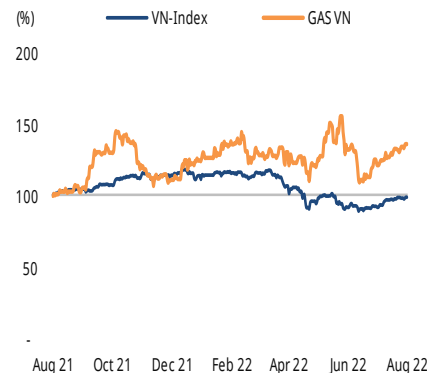
Phạm Bình Phương, Phuong.pb@miraeasset.com.vn

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	133,600
Thị giá (30/08/22)	118,900
Lợi nhuận kỳ vọng	12%

LNST (22F, tỷ đồng)	14,445		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	Na		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	63.7		
P/E (22F, x)	15.6		
Vốn hóa (tỷ đồng)	224,506		
SL cổ phiếu (triệu)	1,914		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	4.2		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	3.0		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	86,000		
Cao nhất 52 tuần (VND)	134,000		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	12.0	0.1	34.4
Tương đối	4.3	14.9	36.8

Điểm nhấn đầu tư

- PV Gas lãi kỷ lục hơn 5,000 tỷ đồng trong quý 2/2022:** Trong quý 2, GAS ghi nhận doanh thu 27,653 tỷ đồng, tăng 22% CK. Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 16.7% trong Q2/2021 lên 25% giúp lợi nhuận gộp đạt 6,912 tỷ đồng, tăng 83% so với cùng kỳ năm trước. LNST cổ đông công ty mẹ đạt 5,086 tỷ đồng, gấp 2.2 lần cùng kỳ năm trước. Đây là mức lãi kỷ lục của doanh nghiệp trong một quý. Lũy kế 6 tháng, doanh thu đạt 54,343 tỷ đồng, tăng 35% CK; lãi ròng 8,515 tỷ đồng, gần gấp đôi cùng kỳ năm trước.
- Các dự án LNG tiếp tục được triển khai ổn định theo kế hoạch đề ra.** Tập trung đầu tư dự án kho LNG 1 triệu tấn tại Thị Vải và các dự án thành phần, sẵn sàng nhập khẩu vào 2023. Trong quý 1/2022, GAS đã thành lập Công ty Kho cảng LNG Sơn Mỹ, chuẩn bị cho công tác triển khai Dự án kho cảng LNG Sơn Mỹ vào 2023.
- Dự kiến góp vốn tỷ lệ 51% vào dự án đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn:** Dự án Đường ống dẫn khí Lô B Ô Môn có tổng mức đầu tư quy đổi 28,788 tỷ đồng. Với nỗ lực triển khai các dự án thượng nguồn và hạ nguồn (nhà máy điện) của chuỗi dự án, dự kiến Chuỗi dự án khí - điện Lô B - Ô Môn sẽ có quyết định đầu tư trong 6T cuối 2022 và có dòng khí đầu tiên vào khoảng quý 4/2025.
- LNR dự phóng tăng trưởng 64% CK trong 2022:** Với dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2022 đạt 95 USD/thùng, chúng tôi kỳ vọng năm 2022 GAS sẽ đạt 112,169 tỷ đồng doanh thu (+42% CK) và LNST của cổ đông công ty mẹ đạt mức 14,445 tỷ đồng (+67% CK), EPS tương ứng đạt 7,419 đ/cp.
- Định giá:** Chúng tôi thực hiện định giá GAS theo phương pháp so sánh mức P/E của chính doanh nghiệp trong quá khứ. Đánh giá rủi ro thị trường hiện tại, chúng tôi cho rằng mức P/E mục tiêu của GAS năm 2022 sẽ hướng về mức trung bình 5 năm tương ứng 18.01 lần, kỳ vọng GAS có thể đạt mức giá 133,600 đ/cp.



FY (31/12)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F
Doanh thu (tỷ đồng)	75,612	75,005	64,135	78,992	112,169	123,386
LN HĐKD (tỷ đồng)	14,581	15,072	9,923	11,173	18,363	20,005
Biên LN HĐKD (%)	18.2	18.2	13.6	14.1	16.4	16.2
LNST (tỷ đồng)	11,454	11,902	7,855	8,673	14,445	15,729
EPS (VND)	5,911	6,142	4,028	4,531	7,419	8,074
ROE (%)	26.1	25.1	15.9	17.06	25.21	23.03
P/E (x)	14.7	15.3	22.0	18.5	16.7	15.3
P/B (x)	3.7	3.7	3.5	3.4	3.8	3.2

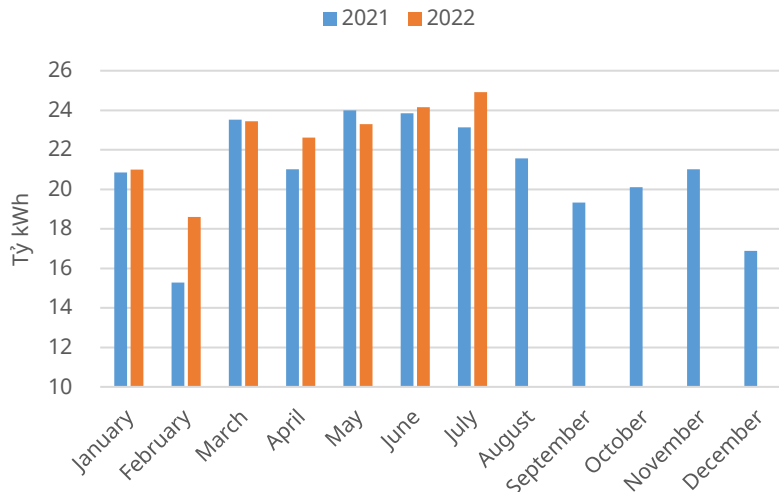
Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Năng lượng điện – Sản lượng tăng tốc trong T7/2022

Sản lượng tăng tốc trong T7/2022

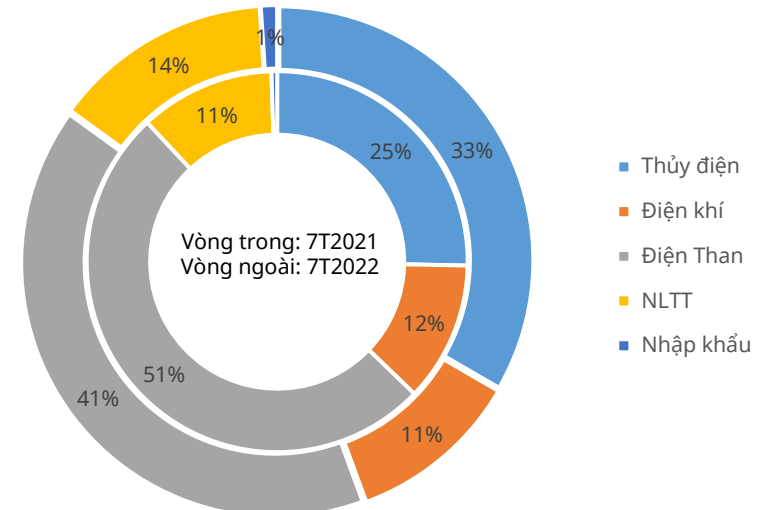
- Theo EVN, sản lượng sản xuất điện Việt Nam tăng 7.6% CK trong T7/2022 và 4.2% trong 7T2022. Thủy điện (T7/2022: +40% CK, 7T2022: +37% CK) và năng lượng tái tạo (NLTT, T7/2022: +7.5% CK, 7T2022: +27% CK) là các loại hình ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong T7 và 7T2022. Ngược lại, sản lượng nhiệt điện than giảm 20% CK trong T7/2022 và 17% CK trong 7T2022.
- Trong T7/2022, nắng nóng gay gắt kéo dài ở miền Bắc đã làm tiêu thụ điện của miền Bắc tăng mạnh. Tiêu thụ điện tại miền Bắc lập đỉnh kỷ lục mới vào trưa 18/7/2022, với công suất tiêu thụ lên 22,800 MW - cao hơn khoảng 1,900 MW so với mức đỉnh của miền Bắc năm 2021.
- Theo nhận định của Trung tâm Dự báo khí tượng thủy văn Quốc gia, trong T8/2022, nắng nóng vẫn tiếp tục xuất hiện ở Bắc Bộ và Trung Bộ, tuy nhiên cường độ nắng nóng không gay gắt; khu vực Tây Nguyên và Nam Bộ sẽ xuất hiện nhiều ngày mưa rào và dông. Nhiệt độ trung bình trên cả nước phổ biến cao hơn từ 0.5-1.0°C so với trung bình nhiều năm cùng thời kỳ. Dự kiến sản lượng tiêu thụ điện bình quân toàn hệ thống tăng 14.8% CK.
- Ngày 17/08/2022, Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia (EVNNPT) đóng điện đường dây 500kV Vũng Áng – Quảng Trạch, qua đó đánh dấu việc hoàn thành toàn bộ cụm dự án đường dây 500kV mạch 3 Vũng Áng – Quảng Trạch – Dốc Sỏi – Pleiku 2. Việc đóng điện dự án đường dây 500kV Vũng Áng – Quảng Trạch giúp giải tỏa hết công suất Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng lên hệ thống điện quốc gia, góp phần đảm bảo cung ứng điện cho tỉnh Hà Tĩnh, Quảng Bình, Quảng Trị, Thừa Thiên Huế, Quảng Nam, Quảng Ngãi, Gia Lai, Kon Tum, thành phố Đà Nẵng và phụ cận. Dự án đường dây 500kV mạch 3 có tổng mức đầu tư 11,949 tỷ đồng, đã khởi công từ T12/2018.

Sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu Việt Nam



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Cơ cấu sản lượng điện sản xuất 7T2022/7T2021



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng từ năng lượng điện

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	46,600
Thị giá (30/08/22)	38,600
Lợi nhuận kỳ vọng	21%

LNST (22F, tỷ đồng)	778
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (22F, %)	4
P/E (22F, x)	12.6
Vốn hóa (tỷ đồng)	9,324
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	235
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	74.2
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	4.5
Thấp nhất 52 tuần (VND)	27,917
Cao nhất 52 tuần (VND)	49,900
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	6.63.037.1
Tương đối	2.417.840.8

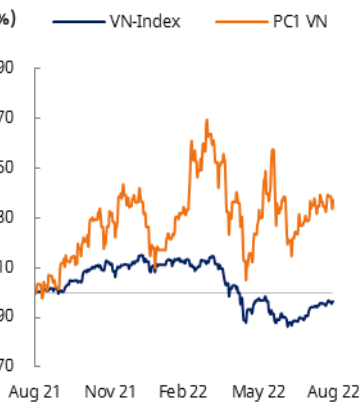
Điểm nhấn đầu tư

Hoạt động sản xuất điện tăng trưởng 3x trong 6T2022

- 6T2022, PC1 công bố doanh thu đạt 2,996 tỷ đồng (-34% CK) và LNR đạt 196 tỷ đồng (-52% CK). Hoạt động xây lắp hạ nhiệt sau khi kết thúc giai đoạn cao trào của nhóm dự án điện gió, ghi nhận doanh thu 1,013 tỷ đồng (-66% CK) và LNG 86 tỷ đồng (-55% CK). Ngược lại, mảng năng lượng điện tăng trưởng gấp 3x CK về doanh thu và LNG, đạt lần lượt 922 tỷ đồng và 548 tỷ đồng, nhờ vận hành ba dự án điện gió (COD vào T10/2021) và tình hình thủy văn thuận lợi. Theo đó, hoạt động sản xuất điện gia tăng tỷ trọng trên tổng LNG từ 36% trong 6T2021 lên 79% trong 6T2022, đóng góp chủ yếu vào mức tăng trưởng 62% CK của tổng LNG trong 6T2022.
- Chi phí lãi vay gia tăng 87% CK lên mức 254 tỷ đồng, dẫn đến LNTT cốt lõi giảm tăng trưởng về mức 39% CK, đạt 333 tỷ đồng. Bên cạnh đó, do phát sinh lỗ tỷ giá đánh giá lại cuối kỳ 78 tỷ đồng và không ghi nhận lợi nhuận tài chính 262 tỷ đồng từ việc đánh giá lại khoản đầu tư vào CTCP Khoáng sản Tấn Phát trong Q2/2021, LNR báo cáo giảm 52% CK.

Tăng tốc LNR trong 6T cuối 2022

- LNR dự kiến gấp đôi CK trong 6T cuối 2022. 1) Mảng năng lượng điện dự phóng doanh thu tăng trưởng 55% CK và lợi nhuận gộp tăng 13% CK. 2) Doanh thu dự kiến 953 tỷ đồng và lợi nhuận gộp 239 tỷ đồng từ chuyển nhượng bất động sản (6T cuối 2021: không phát sinh doanh thu và lợi nhuận từ BĐS). Theo PC1, công ty sẽ ghi nhận doanh thu cho dự án PC1 Gia Lâm 193 tỷ đồng trong 2022 và dự án PC1 Định Công 1,004 tỷ đồng (78% trong 2022 và 22% trong 2023). Những yếu tố này đủ để bù đắp cho chi phí lãi vay ước tăng 26% CK.



FY (31/12)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	5,845	6,679	9,813	9,307	9,146	9,750
LNHĐ (tỷ đồng)	595	823	850	1,425	1,422	1,579
Biên LNHĐ (%)	10.2%	12.3%	8.7%	15.3%	15.5%	16.2%
LNTT (tỷ đồng)	433	652	890	1,014	1,021	1,197
LNST (tỷ đồng)	358	513	691	778	648	775
EPS (VND)	1,871	2,682	3,003	3,126	2,596	3,104
ROE (%)	10.3%	12.1%	12.5%	11.6%	8.6%	9.2%
P/E (x)	9.4x	8.3x	13.1x	12.6x	15.2x	12.7x
P/B (x)	0.9x	0.9x	1.5x	1.3x	1.2x	1x

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

Thoát đáy lợi nhuận

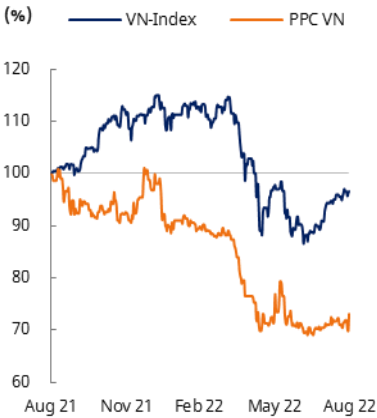
Nguyễn Hoàng Bích Ngọc, ngoc.nhb@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	20,900
Thị giá (30/08/22)	17,350
Lợi nhuận kỳ vọng	20%

LNST (22F, tỷ đồng)	245		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	N/A		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	6		
P/E (22F, x)	24.5		
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,819		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	321		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	23.9		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	13.6		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,000		
Cao nhất 52 tuần (VND)	26,000		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	3.4	-19.0	-26.7
Tương đối	-0.8	-4.2	-23.0

Điểm nhấn đầu tư

- PPC công bố KQKD soát xét 6T2022 với doanh thu đạt 2,367 tỷ đồng (+3% CK) và LNR đạt 149 tỷ đồng (-43% CK). Mặc dù sản lượng điện sản xuất giảm 9% CK, đạt 1,620 triệu kWh, tuy nhiên, giá bán bình quân tăng 13% CK và Qc được giao cao giúp bù đắp sự sụt giảm sản lượng. Bên cạnh đó, theo PPC, công ty đã tiết giảm chi phí nhiên liệu và chi phí sửa chữa lớn trích trước trong Q2/2022 lần lượt 7.7% và 19% CK. Kết quả LNG 6T2022 đạt 153 tỷ đồng (6T2021: -46 tỷ đồng). Tuy nhiên, cổ tức được nhận chỉ đạt 59 tỷ đồng (-79% CK), dẫn đến LNR giảm mạnh.
- 6T cuối 2022, LNR dự phóng quay lại tăng trưởng, đạt 96 tỷ đồng (6T cuối 2021: -43 tỷ đồng). Hoạt động sản xuất điện dự kiến ghi nhận sản lượng sản xuất 2,314 triệu kWh, +95% CK so với mức thấp trong 2021 và LNTT âm 118 tỷ đồng trong 6T cuối 2022 (6T cuối 2021: -225 tỷ đồng). Đối với lợi nhuận tài chính, chúng tôi dự phóng cổ tức được nhận sẽ ghi nhận chủ yếu trong 6T cuối 2022 so với 2021 chủ yếu ghi nhận trong 6T đầu năm. Theo đó, lợi nhuận tài chính ước đạt 218 tỷ đồng trong 6T cuối 2022 (+76% CK).
- 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 dự kiến được khắc phục. Theo đó, doanh thu và LNR dự phóng tăng lần lượt 26% và 169% CK 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	24.5x	9.1x	6.2x
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

Tăng tốc doanh thu 2022

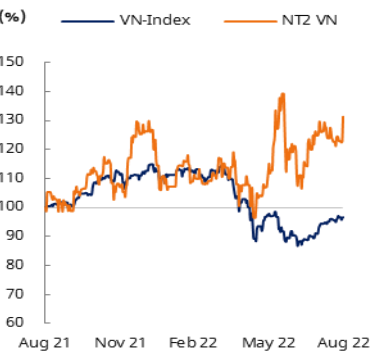
Nguyễn Hoàng Bích Ngọc, ngoc.nhb@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	29,600
Thị giá (30/08/22)	25,600
Lợi nhuận kỳ vọng	16%

LNST (22F, tỷ đồng)	705		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	N/A		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	32		
P/E (22F, x)	11		
Vốn hóa (tỷ đồng)	7,873		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	288		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	32.3		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	14.4		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,000		
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,600		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.4	19.4	32.8
Tương đối	0.2	34.2	36.4

Điểm nhấn đầu tư

- Q2/2022, NT2 công bố doanh thu đạt 2,688 tỷ đồng (+66% CK) và LNR đạt 365 tỷ đồng (+14x CK). Sản lượng điện tăng 24% CK đạt 1,181 triệu kWh, trong đó tỷ lệ alpha (Qc – sản lượng điện bán theo hợp đồng mua bán điện/tổng sản lượng điện huy động) đạt 97%, cao hơn Q2/2021 ~ 85%, giúp giá bán điện bình quân gia tăng. T5-T6/2022, Qc được phân bổ vượt 2%-7% sản lượng huy động thực tế có khả năng phát sinh phần bù Qc.
- Lũy kế 6T2022, doanh thu đạt 4,694 tỷ đồng (+44% CK) và LNR đạt 525 tỷ đồng (+2.8x CK), hoàn thành 58% kế hoạch doanh thu và vượt 12% KH LNR 2022. Kết quả này tương đương 53% dự phóng doanh thu và 74% dự phóng LNR 2022 của chúng tôi. Dòng tiền thuần trong kỳ đạt 204 tỷ đồng (6T2021: -61 tỷ đồng), nhờ NT2 đã tắt toán các khoản vay dài hạn trong 6T2021. Số dư tiền ròng tăng lên 5 tỷ đồng cuối T6/2022, so với mức -209 tỷ đồng cuối 2021.
- T7/2022, doanh thu điện duy trì tăng trưởng 50% CK. Lũy kế 7T2022, doanh thu điện đạt 5,425 tỷ đồng (+46% CK), hoàn thành 67% KH năm.
- 6T cuối 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 4,202 tỷ đồng (+46% CK), tuy nhiên LNR dự kiến đạt 180 tỷ đồng (-54% CK). Chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ đạt mức tăng trưởng 48% CK trên nền thấp trong 6T cuối 2021. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng sẽ không phát sinh phần bù Qc trong 6T cuối 2022, với tỷ lệ alpha 81% (6T cuối 2021: 133%). Theo đó, lợi nhuận gộp ước giảm 50% CK, đạt 226 tỷ đồng trong 6T cuối 2022.
- Năm 2022, dự phóng doanh thu đạt 8,896 tỷ đồng (+45% CK) và LNR đạt 705 tỷ đồng (+32% CK), tương ứng hoàn thành lần lượt là 110% và 151% kế hoạch năm 2022 về doanh thu và LNR. Dòng tiền thuần dự kiến đạt 859 tỷ đồng trong 2022, so với -61 tỷ đồng trong 2021.



FY (31/12)	FY19	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
Doanh thu (tỷ đồng)	7,654	6,082	6,150	8,896	7,236	7,567
LNHĐ (tỷ đồng)	887	810	593	740	492	608
Biên LNHĐ (%)	11.6%	13.3%	9.6%	8.3%	6.8%	8.0%
LNST (tỷ đồng)	754	625	534	705	501	599
EPS (VND)	2,540	2,095	1,778	2,351	1,671	1,998
ROE (%)	19.3%	14.8%	12.5%	16.4%	11.5%	13.4%
P/E (x)	7.6x	11.3x	14.8x	11x	15.4x	12.9x
P/B (x)	1.3x	1.6x	1.8x	1.7x	1.7x	1.6x

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

Dòng tiền ổn định

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG		
Giá mục tiêu (VND, 12T)	55,300		
Thị giá (30/08/22)	50,100		
Lợi nhuận kỳ vọng	10%		
LNST (22F, tỷ đồng)	824		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	n/a		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	13		
P/E (22F, x)	13.0		
Vốn hóa (tỷ đồng)	9,231		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	193		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	4.5		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	17.6		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	37,000		
Cao nhất 52 tuần (VND)	62,000		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	0.4	-2.6	26.5
Tương đối	-5.9	12.4	28.7

Luận điểm đầu tư

BWE đang giữ vị thế độc quyền trong cung cấp nước trên địa bàn tỉnh Bình Dương. BWE hiện sở hữu 9 nhà máy nước với tổng công suất thiết kế gần 800,000 m3/ngày đêm. Hiện BWE đang đẩy mạnh đầu tư hạ tầng truyền tải nước để khai thác được tối đa công suất tăng thêm của các nhà máy.

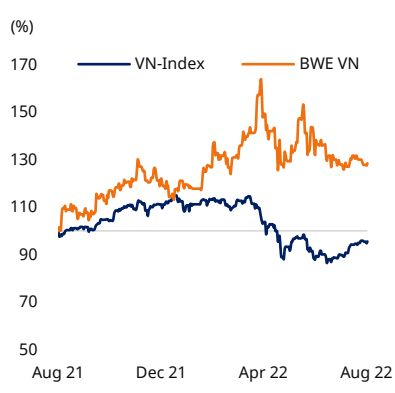
Tỷ lệ thất thoát nước (NRW) tiếp tục duy trì quanh ngưỡng 5%: NRW liên tục cải thiện và duy trì ở mức thấp trong thời gian qua đã giúp cho biên lợi nhuận gộp của BWE tăng mạnh, và đóng góp đáng kể vào lợi nhuận hoạt động của doanh nghiệp.

Becamex IDC (HOSE: BCM) đang là cổ đông chiến lược với tỷ lệ sở hữu 19.4%. Nhờ vậy BWE đã trở thành đơn vị cung cấp và xử lý nước chính cho các dự án KCN và khu dân cư của BCM tại Bình Dương.

BWE đã hoàn thành nâng cấp các dự án trong thời gian qua, bao gồm: 1) Nâng cấp công suất nhà máy nước Uyên Hưng lên 59,500 m3/ngày đêm (+98%); 2) Tăng mạnh công suất trạm bơm Đất Cuốc lên 70,000 m3/ngày đêm (gấp 7x); 3) Hoàn thành mở rộng hạ tầng cấp nước tại khu vực huyện Bắc Tân Uyên; 4) Vận hành tuyến ống chính D1000-1600 kết nối với nhà máy Tân Hiệp để khai thác được tối đa được công suất tăng thêm 100,000 m3/ngày đêm của nhà máy này.

UBND tỉnh Bình Dương đang xem xét ban hành quy định giá bán nước trong giai đoạn 2023-2027 để thay thế cho QĐ 04/2018/QĐ-UBND (giá nước +5%/năm), và chúng tôi cũng thận trọng dự phóng giá bán nước theo quy định mới sẽ duy trì được mức tăng 3%/năm.

Mảng xử lý rác, nước thải được kỳ vọng sẽ cải thiện hơn khi: 1) Nhà máy sản xuất phân compost công suất 840 tấn/ngày và lò đốt rác Nam Bình Dương với công suất 200 tấn/ngày được đưa vào vận hành trong 6T cuối 2022; 2) Hoàn thành nâng cấp công suất nhà máy xử lý nước thải Thủ Dầu Một giai đoạn 2 lên 35,000 m3/ngày đêm (gấp đôi) khi nhà máy đã hoạt động gần hết công suất trong năm 2021; 3) Vận hành tuabin phát điện 5MW sử dụng nhiệt thu hồi từ các lò đốt rác và dự kiến sẽ nâng lên 10MW vào 2023.



	FY (31/12)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)		2,546	3,025	3,119	3,581	3,899	4,292
LNHĐ (tỷ đồng)		619	747	845	979	1,040	1,129
Biên LNHĐ (%)		24.3	24.7	27.1	27.3	26.7	26.3
LNST (tỷ đồng)		476	535	749	824	898	1,001
EPS (VND)		2,540	2,748	3,254	3,672	4,004	4,464
ROE (%)		15.1	19.1	20.6	20.0	19.4	19.3
P/E (x)		8.5	11.5	13.2	13.0	12.0	10.8
P/B (x)		1.5	1.8	2.1	2.2	1.9	1.7

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

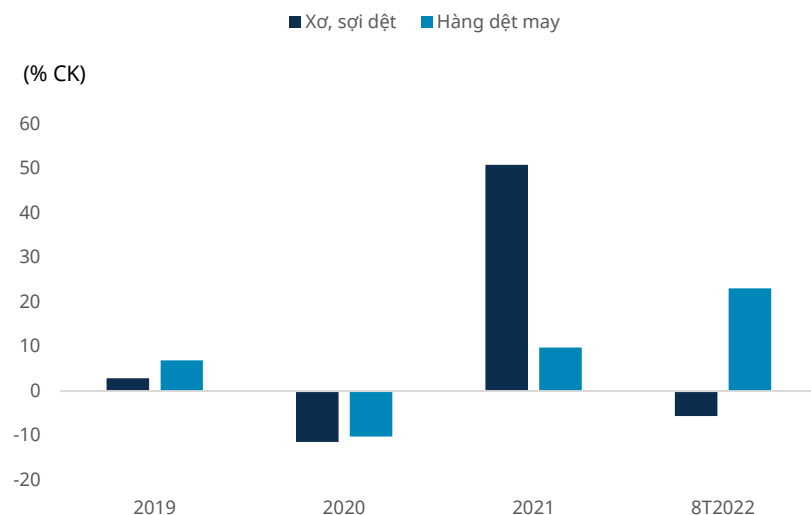
Dệt May - Mảng may mặc tích cực

Mảng may mặc: Sản xuất và XK tiếp tục đà tăng trưởng cao

XK tiếp tục tăng trưởng tốt

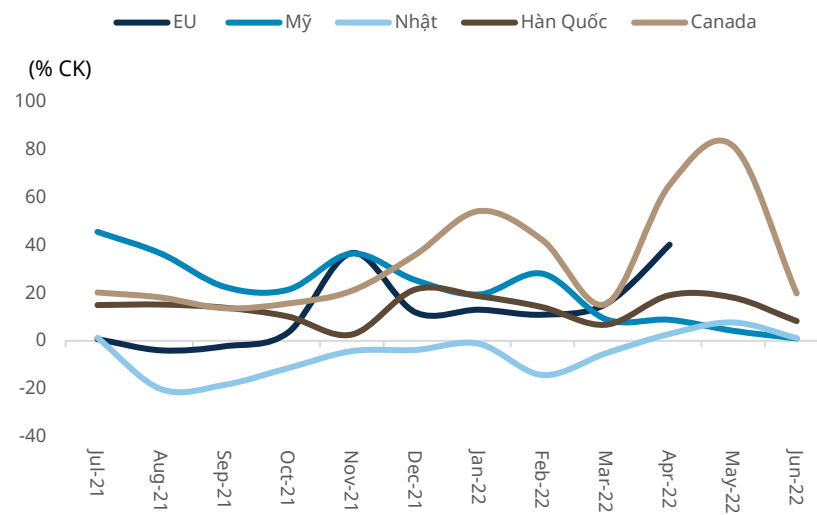
- Trong T8 2022 và 8T 2022, giá trị XK hàng dệt may Việt Nam ước đạt 3.8 tỷ USD (+42.4% CK) và 26 tỷ USD (+23.1% CK). Tốc độ tăng trưởng trở lại mức cao sau khi giảm tốc trong T7 và 7T ở mức +14.8% CK và +19.8% CK.
- Hoạt động sản xuất mảng may mặc vẫn duy trì đà tăng trưởng mạnh khi IIP T8/2022 và 8T2022 tăng lần lượt 28.2% CK và 22.5% CK (so với 28.9% CK và 23.1% CK trong T7 và 7T 2022). Chỉ số sử dụng lao động ngành may mặc tính đến đầu T8 ghi nhận tăng 1.3% MoM và 18.8% CK.
- Tăng trưởng bán lẻ hàng áo quần ở TT Mỹ hồi phục trong T7 ở mức +2.3% CK, tuy nhiên vẫn ở mức thấp so với mức tăng trung bình 4.6% trong Q2. Bán lẻ ở các chuỗi cửa hàng TT Nhật ghi nhận giảm 4.3% trong T7. Ở TT Hàn Quốc, bán lẻ hàng thời trang cũng chậm lại với mức tăng 8.2% CK trong T6 (so với trung bình 15% trong Q2). TT Canada mặc dù tiếp tục mức tăng cao 19.8% CK trong T6 nhưng vẫn cho thấy dấu hiệu giảm tốc so với trung bình Q2 là 55.4%.

Tăng trưởng xuất khẩu hàng may mặc và sợi Việt Nam



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng bán lẻ thời trang tại các TT chính



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Dệt May - Mảng may mặc tích cực

Mảng sợi: XK và tiêu thụ tiếp tục đà giảm; Sản xuất phục hồi nhẹ

- Giá trị XK sợi T8 và 8T 2022 ước đạt 340 triệu USD (-29.2% CK) và 3.4 tỷ USD (-5.6% CK), tiếp tục sụt giảm mạnh so với mức T7 và 7T 2022 lần lượt là -34.8% CK và -1.6% CK. Xét về lượng, XK sợi trong T8 và 8T 2022 ước đạt 120 nghìn tấn (-23.2% CK) và 1.08 triệu tấn (-17.8% CK), tiếp tục đà giảm so với mức T7 và 7T lần lượt -31.6% CK và -16.2% CK.
- Hoạt động sản xuất mảng Dệt trong nước ghi nhận hồi phục nhẹ. Cụ thể, IIP mảng dệt 8T2022 ước tính ở mức +5.1% CK (tăng nhẹ so với mức tăng +4.0% CK trong 7T). Số liệu chính thức trong 7T cho thấy IIP mảng dệt ghi nhận tăng 5.1% CK.

Rủi ro:

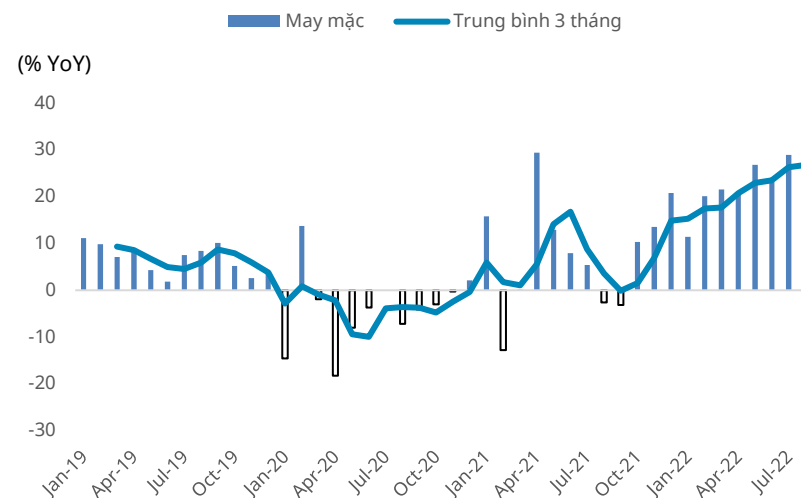
- Mảng Dệt ở Trung Quốc ghi nhận giảm 4.8% CK trong 7T, tiếp tục ở mức tiêu cực. Với việc kiên trì theo đuổi chính sách giãn cách nhằm kiểm soát dịch COVID, hoạt động dệt may ở TQ đang cho thấy dấu hiệu bị ảnh hưởng nặng khi sản xuất trang phục cũng đi xuống, kéo theo nhu cầu của sợi suy giảm.
- Nhu cầu về hàng dệt may trên thế giới bị ảnh hưởng bởi tăng trưởng kinh tế ảm đạm đặc biệt là Mỹ với GDP Q2 giảm 0.9% CK và nguy cơ nền kinh tế EU gặp rủi ro liên quan đến vấn đề khí đốt. Việc này sẽ khiến tăng trưởng chuỗi giá trị ngành dệt may toàn cầu suy giảm.

Tăng trưởng KL sản xuất dệt may TQ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

IIP mảng may mặc



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	36,200
Thị giá (30/08/22)	26,400
Lợi nhuận kỳ vọng	37%

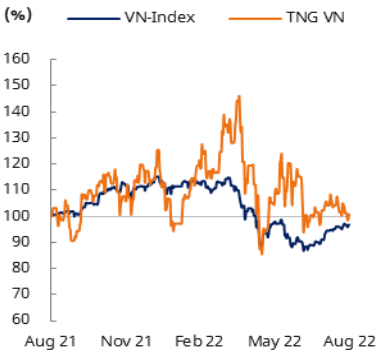
LN hoạt động (22F, tỷ VND)	298
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ VND)	NA
Tăng trưởng EPS (22F, %)	4.2
P/E (22F, x)	11.5
Vốn hóa (Tỷ VND)	2,693

SL cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	100
Tỉ lệ tự do chuyển nhượng (%)	60.7
Tỉ lệ sở hữu NĐTNN (%)	4.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	21,019
Cao nhất 52 tuần (VND)	39,444

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-2.9	-18.6	-0.7
Tương đối	-7.1	-3.9	2.9

Điểm nhấn đầu tư

- Doanh thu và LNST tiếp tục đà tăng:** Trong T7/2022, TNG công bố DT và LNST lần lượt ở mức 765 tỷ VND (+28.6% CK) và 41.1 tỷ VND (+39% CK), tiếp tục duy trì tăng trưởng cao. DT và LNST 7T đạt 4,008 tỷ VND (+36% CK) và 166.3 VND (+39% CK). Biên LNST 7T tiếp tục cải thiện lên mức 4.1% từ mức 3.8% trong 6T2022.
- Đa dạng thị trường tiêu thụ trước tác động phức tạp của tình hình vĩ mô:** Tính đến cuối T6, cơ cấu DT theo thị trường của TNG đã có sự thay đổi đáng kể. TT Bắc Mỹ vẫn giữ tỷ trọng xấp xỉ 55%, nhưng tỷ trọng của TT EU đã giảm xuống 32% (từ mức 40.3% cuối T4). Châu Á (5.1%), Đông Âu (3.9%) và Nam Mỹ (2.2%) đóng góp nhiều hơn vào tổng DT XK trong khi trước đó chiếm tỷ trọng không đáng kể.
- Nguồn thu từ mảng bất động sản:** Tính đến cuối T6/2022, TNG đã ghi nhận 532 tỷ VND đầu tư vào KCN Sơn Cẩm 1 (tổng số vốn đầu tư ước tính ban đầu 520 tỷ VND). Chúng tôi kỳ vọng dự án có thể hoàn thành và đem về nguồn thu đột biến cho TNG trong tương lai.
- Thị trường trái phiếu trong nước biến động và mặt bằng lãi suất tăng:** Việc Chính phủ có động thái chấn chỉnh thị trường phát hành trái phiếu doanh nghiệp thời gian gần đây và mặt bằng lãi suất tăng lên có khả năng ảnh hưởng đến tiến độ huy động thêm vốn từ trái phiếu và tăng gánh nặng tài chính của TNG. Mặt bằng lãi suất tăng lên còn ảnh hưởng đến định giá của cổ phiếu.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư, từ đó, chúng tôi xác định mức giá hợp lý của cổ phiếu TNG là 36,200 VND/cổ phiếu.



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	5,940.0	6,676.6	7,504.5
Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND)	407	312	288.3	298.1	355.6	408.5
Biên LNHD (%)	8.8	7.0	5.3	5.0	5.3	5.4
LNST (tỷ VND)	230	154	232	242.0	288.6	331.6
EPS (VND)	3,187	2,297	2,506	2,417	2,882	3,312
ROE (%)	24.7	13.9	15.9	15.4	15.9	15.9
P/E (x)	4.0	6.3	15.5	11.5	10.7	9.3
P/B (x)	0.9	1.0	2.5	1.8	1.6	1.4

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 2022 và 2023

- Kết quả kinh doanh nửa đầu năm ngành công nghệ thông tin (CNTT) của các doanh nghiệp niêm yết khả quan, nhờ vào nhu cầu chuyển đổi số mạnh mẽ: Doanh nghiệp đầu ngành như FPT với lợi thế về năng lực tư vấn, sản phẩm và giải pháp công nghệ vẫn duy trì và đẩy mạnh được các đơn hàng từ thị trường nước ngoài lẫn trong nước, với doanh thu và lợi nhuận sau thuế duy trì mức tăng trưởng ổn định. CMG cũng ghi nhận tăng trưởng mạnh cả doanh thu và lợi nhuận trong 6T2022, với các mảng kinh doanh chính (kinh doanh quốc tế, khối giải pháp công nghệ và viễn thông) đều tăng cao so với cùng kỳ.
- Ngành CNTT kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng với mảng phần mềm doanh nghiệp và dịch vụ CNTT dự phóng giữ đà tăng trưởng tốt trong cả 2022 và 2023. Các động lực tăng trưởng chính cho ngành CNTT trong thời gian tới, bao gồm:
 - Các doanh nghiệp/tổ chức ngày càng chú trọng việc tối ưu hiệu quả hoạt động, gia tăng sử dụng dịch vụ điện toán đám mây;
 - 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).

Cập nhật kết quả kinh doanh ngành CNTT của các doanh nghiệp niêm yết

Tên công ty	Doanh thu			Lợi nhuận sau thuế			ROE (%)	Gánh nặng lãi vay (%)	Biên LNHD (%)	Vòng quay tài sản	Đòn bẩy tài chính (Tài sản/Vốn CSH)	P/E trung bình 5 năm	P/E hiện tại
	Doanh thu 1H22 (Tỷ đồng)	Tăng trưởng 1H22 (% YoY)	Tăng trưởng quý từ 1Q20-2Q22 (% YoY)	LNST 1H22 (Tỷ đồng)	Tăng trưởng 1H22 (% YoY)	Tăng trưởng quý từ 1Q20-2Q22 (% YoY)							
FPT	19,826	22.2		2,490	30.6		27.1	91.3	14.9	0.8	2.9	13.8	19.2
CMG	3,485	32.5		114	56.7		12.9	85.5	5.9	1.1	2.9	18.7	26.3
ELC	376	26.9		19	-0.2		5.6	98.2	5.3	0.6	1.3	20.9	17.6
ITD	317	22.5		23	43.4		7.3	29.2	2.9	0.8	2.0	9.6	16.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

Duy trì tăng trưởng bền vững

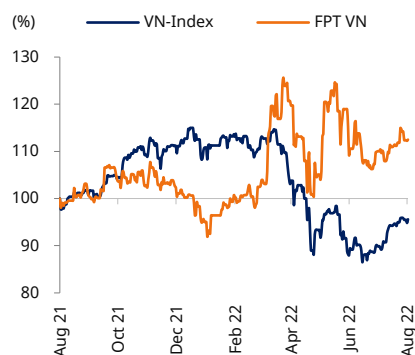
Trần Thị Ngọc Hòa, hoa.ttn@miraeasset.com.vn

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	102,200
Thị giá (30/08/22)	86,400
Lợi nhuận kỳ vọng	18%

LNST (22F, tỷ đồng)	5,397		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	5,470		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	24.6		
P/E (22F, x)	18.9		
<hr/>			
Vốn hóa (tỷ đồng)	95,441		
SL cổ phiếu (triệu)	1,097		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	84.4		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN(%)	49.0		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	70,000		
Cao nhất 52 tuần (VND)	99,100		
<hr/>			
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	2.2	13.5	14.7
Tương đối	-4.1	28.5	16.9

Luận điểm đầu tư

- Kết quả kinh doanh duy trì đà tăng trưởng trong 7 tháng đầu năm 2022.** FPT ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 23,219 tỷ đồng (+22.2% CK, tương đương 55% kế hoạch năm) và 4,242 tỷ đồng và (+23.7% CK, tương đương 56% kế hoạch năm); lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 3,613 tỷ đồng (+28% CK) trong 7 tháng đầu năm.
 - Tăng trưởng doanh thu dịch vụ chuyển đổi số tăng 50% CK, trong đó doanh thu đến từ dịch vụ đám mây tăng 87% CK, chiếm 55% doanh thu dịch vụ chuyển đổi số.
 - Mảng xuất khẩu phần mềm đạt mức doanh thu 10,156 tỷ đồng, tương đương với mức tăng 29.1% CK, đóng góp bởi sức tăng đến từ thị trường Mỹ (tăng 43% CK) và APAC (tăng 62% CK) khi nhu cầu chi tiêu CNTT hồi phục. Khối lượng đơn hàng ký mới tại thị trường nước ngoài tăng mạnh trong 7 tháng đầu năm 2022, đạt 13,762 tỷ đồng (+43.2% CK).
 - Mảng viễn thông ghi nhận doanh thu 8,290 tỷ đồng (+16% CK); lãi trước thuế 1,683 tỷ đồng (+21.4% CK).
 - Doanh thu mảng giáo dục, đầu tư đạt 1,669 tỷ đồng (+68% CK); lợi nhuận trước thuế là 636 tỷ đồng (+25.3% CK).
- Duy trì giá mục tiêu 102,200 VND.** Chúng tôi duy trì giá mục tiêu ở mức 102,200 VND, dựa vào một số giả định chính như sau: 1) tăng trưởng EPS năm 2022 dự phóng ở mức 24.6% CK; 2) mức PE mục tiêu ở mức 22x nhằm phản ánh vị thế nhà cung cấp CNTT trong nước hàng đầu với tốc độ tăng trưởng bền vững và ROE cao so với các công ty cùng ngành. Giả định WACC trong mô hình FCFF là 9.84%.



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	43,181	52,681
LN HKKD (tỷ đồng)	3,122	4,147	4,605	5,415	7,128	8,748
Biên LN HKKD (%)	13.4	15.0	15.4	15.2	16.5	16.6
LNST (tỷ đồng)	2,620	3,135	3,538	4,337	5,397	6,589
EPS (VND)	2,236	2,659	2,982	3,624	4,512	5,509
ROE (%)	20.0	21.6	21.7	23.4	24.3	24.9
P/E (x)	10.8	13.8	14.4	21.4	18.9	15.5
P/B (x)	2.1	2.8	2.9	4.7	3.6	3.2

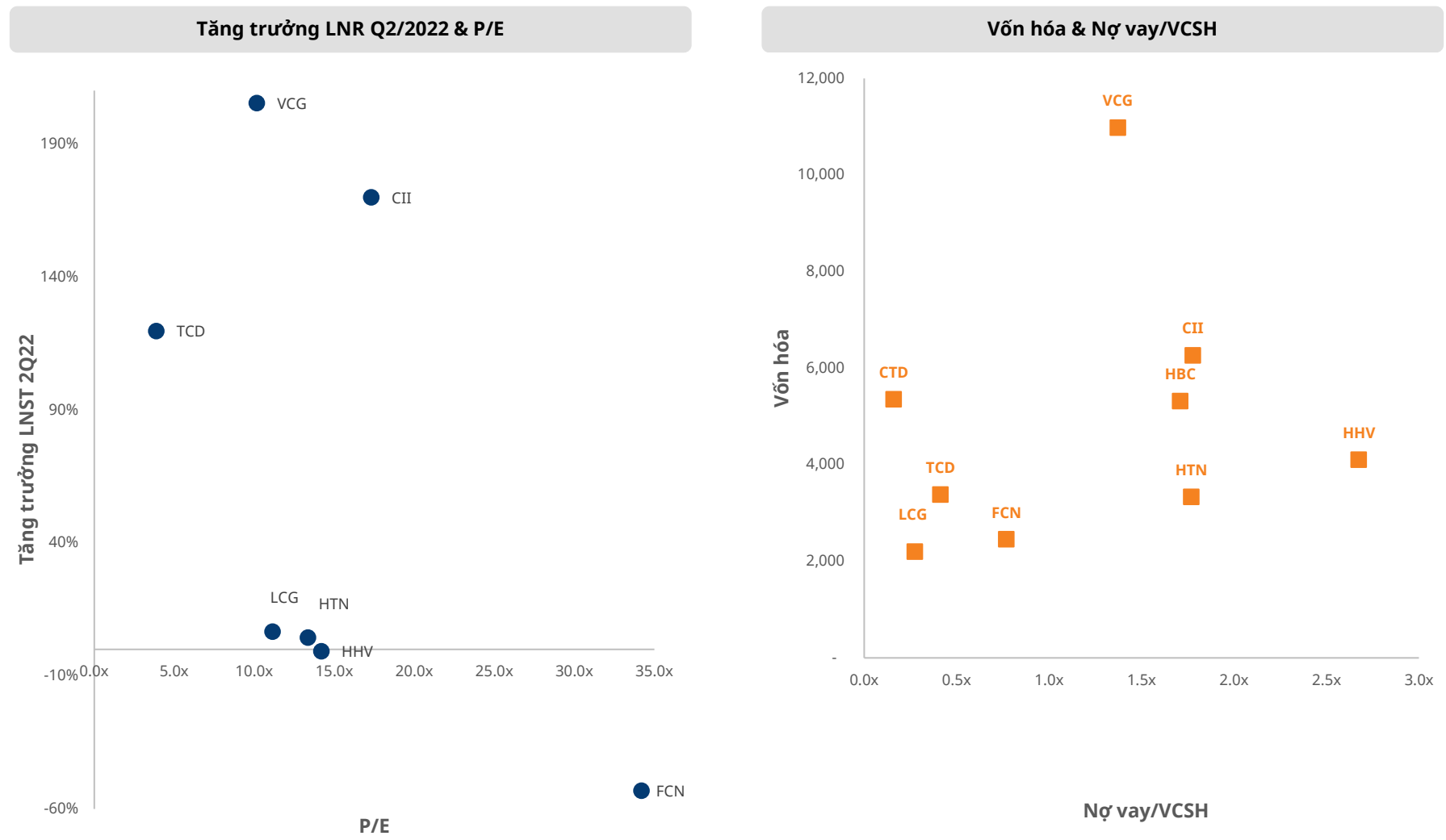
Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Xây dựng – Hưởng lợi từ thúc đẩy đầu tư công

Xuất khẩu, Tiêu dùng và Đầu tư Công được xem là “Cỗ xe tam mã” của Chính phủ trong hoạt động phục hồi và tăng trưởng kinh tế

- Thị trường xây dựng tại Việt Nam dự kiến đạt 94.9 tỷ USD vào 2026, với tốc độ tăng trưởng bình quân dự kiến 8.7%/năm trong giai đoạn 2021- 2026. Xuất khẩu, Tiêu dùng và Đầu tư Công được xem là “Cỗ xe tam mã” của Chính phủ trong hoạt động phục hồi và tăng trưởng kinh tế. Trong thời gian 3-5 năm tới, Đầu tư công là lĩnh vực được dành sự quan tâm đặc biệt và được Chính phủ tập trung nguồn lực cho các dự án hạ tầng nhằm kích thích tăng trưởng và hỗ trợ phục hồi kinh tế.
- Theo Bộ Tài Chính, tính từ đầu năm đến 31/07/2022, giải ngân đầu tư công ước đạt 196,969 tỷ đồng, đạt 34.47% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao, thấp hơn so với cùng kỳ là 36.71%. Trong đó, vốn trong nước là 192,756 tỷ đồng, đạt 36.02% kế hoạch, thấp hơn so với cùng kỳ là 40.38%; vốn nước ngoài là 4,212 tỷ đồng, đạt 11.90% kế hoạch, cao hơn so với cùng kỳ là 7.52%.
- Theo phân bổ kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021 - 2025, Bộ GTVT sẽ triển khai khởi công mới 67 dự án gồm: 6 dự án quan trọng quốc gia, 10 dự án nhóm A, 51 dự án nhóm B, C. Trong đó, 6 dự án quan trọng quốc gia là:
 - Cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2021-2025
 - Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng
 - Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột
 - Vành đai 4 Hà Nội
 - Vành đai 3 TP.HCM
 - Dự án mở rộng cao tốc TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây.
- Các dự án từ (1)-(5) đã được Quốc hội chấp thuận chủ trương đầu tư trong năm 2022.
- Cập nhật tiến độ Cao tốc Bắc Nam:
 - Giai đoạn 2017-2020: Ước tính đến 31/07/2022, dự án giải ngân được 7,200 tỷ đồng, đạt 35% kế hoạch năm 2022 (20,526 tỷ đồng). Lũy kế, tổng giá trị khối lượng ước đạt 25,658 tỷ, tương đương 45% giá trị hợp đồng (57,075 tỷ đồng).
 - Giai đoạn 2021-2025: Ước tính đến 31/07/2022, dự án giải ngân được 185 tỷ đồng, đạt 72% kế hoạch năm 2022 (257 tỷ đồng).
- Chúng tôi cho rằng điều này thể hiện Chính phủ đang khẩn trương và quyết liệt sử dụng đầu tư công là một trong những công cụ kích cầu đầu tư, tạo hiệu ứng lan tỏa cho nhiều nhóm ngành nghề, qua đó hỗ trợ phục hồi kinh tế. Tuy nhận được nhiều sự quan tâm và chỉ đạo của Chính phủ, tiến độ giải ngân vốn đầu tư công vẫn đang ở mức thấp. Nguyên nhân do:
 - Yếu tố chủ quan từ các Bộ, ngành và địa phương
 - Giá cả nguyên vật liệu tăng cao, nhất là sắt, thép, xăng dầu
 - Nguồn cung cấp nguyên vật liệu (đất, cát, sỏi) cho công trình lớn còn hạn chế.

Xây dựng – Hưởng lợi từ thúc đẩy đầu tư công



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

Nguồn cung phốt pho toàn cầu hạn chế

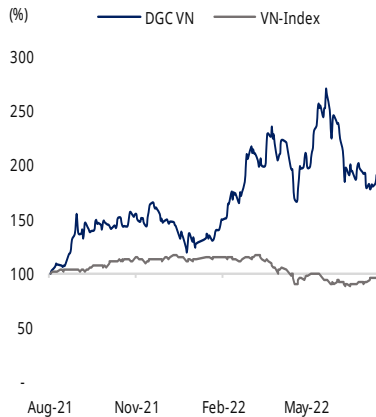
Nguyễn Tiến Đức, duc.nt@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	132,800
Thị giá (30/08/22)	100,100
Lợi nhuận kỳ vọng	33%

LNST (22F, tỷ đồng)	6,180		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	N/a		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	158.8		
P/E (22F, x)	5.9		
Vốn hóa (tỷ đồng)	36,530		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	371		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	56.9		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	13.7		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	48,848		
Cao nhất 52 tuần (VND)	139,000		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	2.8	-0.2	92.9
Tương đối	-5.9	-0.5	93.8

Luận điểm đầu tư

- Trung Quốc, quốc gia xuất khẩu các sản phẩm phốt pho lớn nhất thế giới, quyết định giới hạn lượng phân bón phốt pho xuất khẩu 6T cuối năm 2022 ở mức 3.1 triệu tấn, giảm 43% so cùng kỳ do hạn hán nghiêm trọng ở khu vực miền Trung và Tây Nam quốc gia này. Tính chung 5 tháng đầu năm, sản lượng xuất khẩu phân bón phốt pho của Trung Quốc đã giảm 20% so CK. Dự báo nguồn cung từ Trung Quốc sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp cho tới tháng 6/2023, khi mùa mưa tại lưu vực sông Dương Tử quay lại.
- Tại Việt Nam, giá phân bón DAP vẫn được duy trì ở mức cao lịch sử do nguồn cung khan hiếm. Đầu tháng 8/2022, giá DAP 64% nhập khẩu từ Hàn Quốc duy trì trên 27,200 đồng/kg, giá DAP Việt Nam vẫn được duy trì ở mức trên 21,500 đồng/kg. Tình trạng giá cao và hàng khan hiếm dự báo tiếp tục kéo dài. Chúng tôi dự phóng giá phân DAP thế giới sẽ đạt mức trung bình mức 850~890USD/tấn trong Q4/2022 (+23% CK).
- Chúng tôi dự phóng DGC bán tổng 540,000 tấn sản phẩm phốt pho trong năm 2022, vượt kế hoạch tiêu thụ được cổ đông thông qua 12.7%. Bên cạnh đó, giá tiêu thụ trung bình sản phẩm phốt pho được dự báo đạt 29,000 đồng/kg, cao hơn kế hoạch 14.1%. Nhờ vậy, doanh thu hợp nhất DGC 2022 dự phóng đạt 15,582 tỷ đồng, tăng 63% so cùng kỳ. Lợi nhuận ròng dự phóng đạt 6,180 tỷ đồng, tăng 158% so CK nhờ được lợi từ giá sản phẩm phốt pho cao.
- Trong giai đoạn 2023-2024, DGC sẽ vẫn tiếp tục duy trì được biên lợi nhuận gộp ở mức trên 40% nhờ nguồn cung toàn cầu về các sản phẩm phốt pho hạn chế, trong khi đó, nhu cầu về các sản phẩm phốt pho lại có xu hướng tăng do tác động của ngành công nghiệp pin xe điện.



FY (31/12)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	9,550	15,582	16,684	19,512
LNHĐ (tỷ đồng)	2,542	6,888	7,125	8,333
Tăng trưởng LNHĐ (%)	157.7%	171.0%	3.4%	16.9%
LN Ròng (Tỷ đồng)	2,388	6,180	6,150	7,254
TT LNR (%)	163.4%	158.8%	-0.5%	17.9%
EPS (VND)	6,433	16,646	16,566	19,539
ROE	36.3%	48.4%	36.9%	34.1%
ROA	26.8%	39.8%	29.8%	26.9%
Cổ tức/mệnh giá	10%	40%	60%	70%

Lưu ý: LNR là LNST phân bổ cho cổ đông thường đã trừ đi các khoản trích lập quỹ.
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Trên đà hồi phục

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	69,500
Thị giá (30/08/22)	59,900
Lợi nhuận kỳ vọng	16%
LNST (22F, tỷ đồng)	48
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	47
Tăng trưởng EPS (22F, %)	144
P/E (22F, x)	54.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,687
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	45
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	20.8
Tỷ lệ sở hữu của NGTNN (%)	42.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	48,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	68,100
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-8.0-21.7-8.4
Tương đối	-16.6-7.6-6.6

Điểm nhấn đầu tư

- Trong năm 2022, nhờ chính sách bỏ test Covid-19 và không còn hạn chế về số chuyến đã giúp du lịch nội địa bùng nổ mạnh mẽ. Theo số liệu của Tổng cục du lịch, lượng khách nội địa trong 6T2022 đạt 60.8 triệu lượt, cao hơn 140% svck 2019 và vượt qua mức kỳ vọng là 60 triệu lượt khách cho cả năm 2022 của Tổng cục du lịch. Ở mảng khách du lịch quốc tế, Tổng cục du lịch kỳ vọng đạt được 5 triệu khách du lịch năm nay. Tuy nhiên đến hết tháng 7/2022, lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam chỉ đạt 954 nghìn lượt, giảm 90.3% svck năm 2019.
- Chúng tôi cho rằng các yếu tố khiến khách quốc tế chưa đạt được như kỳ vọng dù Việt Nam đã mở cửa từ ngày 15/03/2022, bao gồm: (1) Lạm phát tăng cao khiến thị trường Châu Âu vẫn chưa hồi phục, (2) Thị trường Đông Bắc Á như Đài Loan, Nhật Bản và Trung Quốc vẫn duy trì hạn chế du lịch (trừ Hàn Quốc), (3) Thời gian lưu trú không cần xin visa Việt Nam giảm còn 15-90 ngày (tùy quốc gia), so với trước dịch là 180 ngày, (4) Chưa vào mùa du lịch của các nước bắc bán cầu (từ tháng 11 đến tháng 03 hàng năm).
- Chúng tôi cho rằng khách nội địa sẽ là trọng tâm phục vụ của AST năm nay. Kỳ vọng năm 2023 – 2024 khi mức độ lo ngại về dịch Covid đã hạ nhiệt, các nước sẽ mở cửa đường bay quốc tế như thời điểm trước dịch.
- Mảng hàng miễn thuế vốn phụ thuộc nhiều hơn vào các đường bay quốc tế. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng hàng miễn thuế năm 2022 / 2023 / 2024 sẽ lần lượt đạt 126 tỷ (+132% CK), 298 tỷ (+136.4% CK) và 387 tỷ (+30% CK).
- Mảng bách hóa lưu niệm (BHLN) và nhà hàng dự phóng sẽ phục hồi nhanh hơn trong năm 2022 do lượng khách nội địa đã tăng mạnh. Chúng tôi dự phóng doanh mảng BHLN và nhà hàng năm 2022 sẽ có 84 cửa hàng (2021: 81 cửa hàng) với doanh thu lần lượt đạt 205 tỷ (+805% CK) và 108.5 tỷ (+190% CK).
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và **LNST hợp nhất của AST năm 2022 lần lượt đạt 686 tỷ (+345% CK) và 48 tỷ (sv**



Năm (31/12)	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Doanh thu (Tỷ VND)	865	1,141	359	154	686	1,232
Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND)	203	228	(65)	(107)	62	185
Biên LNHĐ (%)	23.5%	20.0%	-18.2%	-69.7%	9.0%	15.0%
LNST (tỷ VND)	169	195	(52)	(129)	48	185
EPS (VND)	3,640	5,074	(1,034)	(2,411)	1,071	4,118
ROE (%)	30.8%	33.0%	-10.5%	-34.5%	13.7%	37.9%
P/E (x)	10.9x	19.1x			56.7x	14.7x
P/B (x)	2.8x	4.3x	4.2x	4.9x	5.1x	3.7x

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

Phụ lục – Dự phóng kết quả kinh doanh

Dự phóng lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)										
CP	Ngành	2Q21	2Q22	CK	1H21	1H22	CK	2H21	2H22	CK
ACB	Ngân hàng	2,588	3,943	52%	5,071	7,231	43%	4,532	5,701	26%
BID	Ngân hàng	3,709	5,216	41%	6,307	8,787	39%	4,266	5,341	25%
CTG	Ngân hàng	2,206	4,645	111%	8,712	9,309	7%	5,377	6,846	27%
HDB	Ngân hàng	1,671	2,220	33%	3,115	3,998	28%	2,939	3,382	15%
TCB	Ngân hàng	4,711	5,800	23%	9,108	11,305	24%	8,930	10,026	12%
VCB	Ngân hàng	3,960	5,937	50%	10,863	13,899	28%	11,065	11,705	6%
VIB	Ngân hàng	1,718	2,195	28%	3,164	4,018	27%	3,246	4,406	36%
MSN	Thực phẩm	791	981	24%	978	2,577	163%	7,585	3,723	-51%
ANV	Thực phẩm	24	241	904%	88	447	408%	41	212	417%
GAS	Dầu khí	2,262	5,086	125%	4,292	8,515	98%	4,381	5,930	35%
BSR	Dầu khí	1,688	9,927	488%	3,544	12,251	246%	3,161	1,243	-61%
PVT	Dầu khí	276	213	-23%	378	366	-3%	287	445	55%
KDH	Bất động sản	265	326	23%	473	625	32%	732	811	11%
NLG	Bất động sản	47	111	136%	412	112	-73%	659	686	4%
VHM	Bất động sản	10,572	662	-94%	16,050	5,387	-66%	22,898	24,197	6%
VIC	Bất động sản	1,450	3,191	120%	3,544	5,645	59%	(6,058)	(3,913)	35%
VRE	Bất động sản	388	773	99%	1,168	1,150	-2%	147	1,162	690%
NVL	Bất động sản	1,321	749	-43%	1,857	1,828	-2%	1,368	1,850	35%
PDR	Bất động sản	252	413	64%	504	695	38%	1,361	2,252	65%

Phụ lục – Dự phóng kết quả kinh doanh

Dự phóng lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)										
CP	Ngành	2Q21	2Q22	CK	1H21	1H22	CK	2H21	2H22	CK
SZC	Khu công nghiệp	109	61	-44%	189	136	-28%	135	211	56%
NTC	Khu công nghiệp	51	72	41%	164	154	-6%	130	692	432%
IDC	Khu công nghiệp	232	1,427	515%	285	1,682	490%	168	621	270%
PHR	Khu công nghiệp	81	55	-32%	169	354	109%	409	885	116%
MWG	Bán lẻ	1,213	1,130	-7%	2,551	2,574	1%	2,350	3,203	36%
HPG	Thép/ Tôn mạ	9,745	4,023	-59%	16,751	12,229	-27%	17,769	12,328	-31%
NKG	Thép/ Tôn mạ	848	201	-76%	1,167	708	-39%	1,058	403	-62%
FPT	Công nghệ thông tin	1,000	1,251	25%	1,906	2,490	31%	2,431	2,907	20%
STK	Dệt may	71	69	-3%	141	145	3%	137	147	7%
NT2	Điện	25	365	1360%	140	525	275%	394	180	-54%
PC1	Điện	328	63	-81%	406	196	-52%	285	582	104%
POW	Điện	876	417	-52%	1,358	1,138	-16%	421	644	53%
PPC	Điện	120	75	-38%	258	149	-42%	(42)	96	329%
REE	Điện	383	597	56%	799	1,290	61%	1,056	938	-11%
DVP	Cảng biển	81	82	1%	133	136	2%	144	143	-1%
GMD	Cảng biển	178	334	88%	350	653	87%	371	556	50%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Phụ lục – Danh mục theo dõi

CP	Ngành	Vốn hóa (tỷ đồng)	KLBO 12T	P/E	Tăng trưởng EPS (CK/12T)	Thông tin cập nhật
BSR	Dầu khí	76,765.27	11,861,635	4.98	114.87%	BSR vừa công bố báo cáo tài chính soát xét 6 tháng với khoản lãi ròng tăng 1.8% lên 12,473 tỷ đồng so với trước soát xét, tương ứng với mức tăng 223 tỷ đồng nhờ giá vốn hàng bán cùng một số chi phí giảm. So với năm 2021, doanh thu của Bình Sơn 6 tháng 2022 tăng 78.2%, lãi sau thuế cổ đông công ty mẹ gấp 3.5 lần cùng kỳ.
NT2	Điện	7,355.23	1,333,503	8.00	58.86%	T7/2022, doanh thu điện duy trì tăng trưởng 50% CK. Lũy kế 7T2022, doanh thu điện đạt 5,425 tỷ đồng (+46% CK), hoàn thành 67% KH năm.
CSV	Hóa chất	2,156.96	753,812	6.68	21.70%	CSV ghi nhận doanh thu trong 6T2022 đạt 1,044 tỷ đồng (+49% so CK) và lợi nhuận ròng đạt 208 tỷ đồng (+120% so CK)
IDC	Khu công nghiệp	20,625.00	4,178,457	11.15	156.68%	IDC ghi nhận doanh thu thuần Q2/2022 đạt 3,307 tỷ đồng, gấp 2.6 lần so với cùng kỳ 2021. Biên lãi gộp cải thiện từ 15% lên 56%. Trong đó, các khoản doanh thu và lợi nhuận đột biến tăng mạnh đến từ việc chuyển cách ghi nhận kế toán từ phân bổ sang ghi nhận 1 lần, và ngoài ra cũng ghi nhận toàn bộ doanh thu chưa thực hiện của KCN Nhơn Trạch 5 trong quý 2.
CTG	Ngân hàng	135,762.45	8,420,807	9.24	19.48%	CTG công bố lãi ròng Q2/2022 hơn 4,645 tỷ đồng (+106% so CK), trong đó thu nhập lãi thuần ghi nhận 11,972 tỷ đồng (+10% CK)
ABB	Ngân hàng	10,997.79	2,119,654	5.40	31.72%	Ngân hàng TMCP An Bình ghi nhận lãi trước thuế Q2/2022 đạt 1,086 tỷ đồng (+52% so CK); hầu hết hoạt động kinh doanh của ABB đều tăng trưởng so với cùng kỳ
PRT	Nông nghiệp	4,339.80	155,161	13.20	66.93%	PRT ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng trong Q2/2022 đạt 595 tỷ đồng (+90% so CK) và 161 tỷ đồng (tăng hơn 3 lần so CK). Trong đó biên lợi nhuận ròng trong quý 2 được cải thiện đáng kể lên mức 27% so với mức 16.5% so CK.
TAR	Nông nghiệp	1,737.28	1,362,891	11.82	29.55%	TAR ghi nhận doanh thu Q2/2022 giảm nhẹ 3.4% CK và đạt 765.3 tỷ đồng nhưng lợi nhuận ròng lại ghi nhận mức 21.3 tỷ, tăng 34.2% so CK nhờ sự cải thiện tích cực của biên lợi nhuận gộp.

Phụ lục – Danh mục theo dõi

CP	Ngành	Vốn hóa (tỷ đồng)	KLBO 12T	P/E	Tăng trưởng EPS (CK/12T)	Thông tin cập nhật
HAX	Bán lẻ ô tô	1,272.69	858,342	5.54	30.77%	HAX ghi nhận doanh thu và lãi ròng 6T2022 lần lượt là 3,207 tỷ đồng (+19.4% so CK) và 135 tỷ đồng (+120% so CK). Trong đó, doanh thu từ kinh doanh xe tăng 18.7% so CK, lên hơn 2,972 tỷ đồng trong 6T2022; doanh thu từ dịch vụ đạt hơn 230 tỷ đồng (+29% CK).
DCM	Phân bón	16,940.80	6,220,538	4.23	22.11%	DCM ghi nhận doanh thu thuần Q2/2022 tăng 73% CK lên gần 4,084 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng tăng 3.6 lần CK lên 1,038 tỷ đồng, tuy nhiên giảm -31.6% so với Q1/2022 do giá phân urê suy giảm
DDV	Phân bón	2,753.29	1,819,732	6.98	34.72%	DDV ghi nhận doanh thu thuần tăng 24.7% CK lên hơn 1,739 tỷ đồng trong 6T2022. Đơn vị cho biết doanh thu tăng trưởng chủ yếu do tăng giá bán, giá bán bình quân đã trừ chiết khấu trong kỳ đạt 19.2 triệu đồng/tấn, tăng 104% so với mức 9.4 triệu đồng/tấn cùng kỳ. Lợi nhuận ròng ghi nhận đạt mức 293 tỷ đồng (+224.5% svck)
VHC	Thủy sản	15,752.08	1,479,875	7.64	35.85%	VHC ghi nhận doanh thu T7/2022 đạt 1,198 tỷ đồng (+ 48% CK; +13% sv T6/2022), sản phẩm cá tra mang về 789 tỷ đồng trong tháng 7 (+48% so CK, +31% so với tháng 6). Các sản phẩm khác đều có tăng trưởng hai chữ số so CK nhưng lại sụt giảm so với tháng 6 như: sản phẩm phụ (+69% so CK; -10% so T6), sức khỏe (+22% so CK; -19% so T6), tạp phẩm (+335% so CK; -14% so T6)...
ANV	Thủy sản	6,547.09	1,119,517	13.43	80.72%	ANV ghi nhận doanh thu Q2/2022 đạt 1,294.52 tỷ đồng, tăng 20.5% so với cùng kỳ và lợi nhuận sau thuế đạt 240.69 tỷ đồng (+913.9% so CK) nhờ sản lượng và giá bán tăng đều. Trong đó, biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 12.9% lên 35.1%.
ASM	Thủy sản	5,283.47	5,022,241	6.31	20.20%	ASM ghi nhận doanh thu thuần Q2/2022 đạt 4,011 tỷ đồng (+15.4% so CK) chủ yếu nhờ hoạt động xuất khẩu cá fillet đã trở lại bình thường như trước dịch. Biên lãi gộp được cải thiện từ 9.8% lên 15.8%.

Phụ lục – Danh mục theo dõi

CP	Ngành	Vốn hóa (tỷ đồng)	KLBO 12T	P/E	Tăng trưởng EPS (CK/12T)	Thông tin cập nhật
IDI	Thủy sản	4,632.57	4,206,283	8.97	63.30%	IDI ghi nhận doanh thu thuần Q2/2022 đạt hơn 2,385 tỷ đồng (+30% so CK) và lợi nhuận ròng đạt 224 tỷ đồng (tăng 9.5x CK)
FMC	Thủy sản	3,308.68	281,504	9.96	19.60%	FMC thông báo thành phẩm tôm chế biến 7 tháng 2022 đạt 12,889 tấn, tăng 5.7% CK; thành phẩm tôm tiêu thụ ghi nhận 11,259 tấn, tăng 4% so cùng kỳ năm 2021. Ở mảng nông sản, thành phẩm chế biến đạt 1,389 tấn, hơn gấp đôi CK; thành phẩm tiêu thụ 1,082 tấn, tăng 14% so cùng kỳ năm trước. Theo đó, doanh số tiêu thụ chung gần 140 triệu USD, tăng 15% so cùng kỳ năm 2021.
CMX	Thủy sản	1,523.39	1,702,581	13.54	32.85%	CMX ghi nhận doanh thu thuần Q2/2022 đạt 897 tỷ đồng (+25% so CK). Lợi nhuận ròng đạt 35.6 tỷ đồng (+85.4% CK), nhờ sự cải thiện đáng kể của biên lợi nhuận gộp.
VCG	Xây dựng	10,932.30	4,753,424	10.11	19.36%	Báo cáo hợp nhất Q2/2022, công ty ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 2,172 tỷ đồng (+56.4% so CK) và 131 tỷ đồng (so với mức lỗ 124 tỷ đồng ghi nhận trong Q2/2021). Doanh thu từ hoạt động xây lắp trong 6T/2022 ghi nhận 2,107 tỷ đồng (+71.6% so CK) và chiếm 60% tổng doanh thu hợp nhất.

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

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

- 1) Vốn hóa > 1,000 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 VNIndex

APPENDIX 1

Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (—), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC, we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the “Analysts”) are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

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.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

District 8, Treasury Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-54
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-5088-7000

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098
India

Tel: 91-22-62661336
