

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC

Cẩn tắc vô ưu

Phòng Phân tích
Công ty Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Nội dung

I. Kinh tế Việt Nam: Một số dấu hiệu tiêu cực ban đầu	3
II. Thị trường chứng khoán: Giữ tâm thế thận trọng	11
III. Cập nhật triển vọng các ngành và cổ phiếu khuyến nghị	17
Các cổ phiếu khuyến nghị	18
Khu công nghiệp – Tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao	19
Bán lẻ - Duy trì triển vọng tích cực	23
Năng lượng điện – Tăng cường nhập khẩu điện từ Lào	27
Dầu khí – Rủi ro địa chính trị	31
Cảng biển – Xuất nhập khẩu tiếp tục tăng trưởng	34
Công nghệ thông tin – Nhu cầu số hóa mạnh mẽ	37
Xây dựng – Kỳ vọng hưởng lợi từ đầu tư công	39
Ngân hàng – Áp lực gia tăng lên lãi suất	41
Dệt May – Tăng trưởng sản xuất giảm tốc	43
Nhóm khác – AST, VEA	45
Phụ lục – Danh mục theo dõi	47

I. Kinh tế Việt Nam: Một số dấu hiệu tiêu cực ban đầu

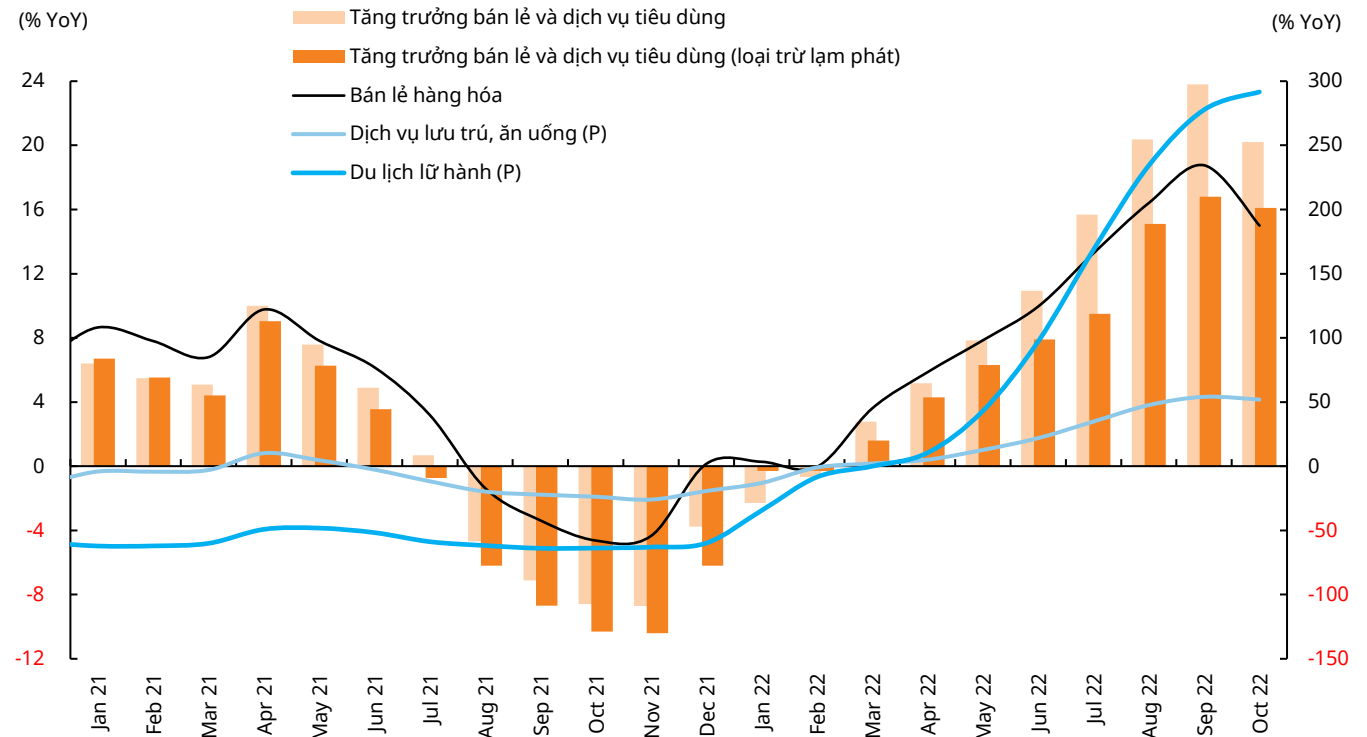
- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP Việt Nam năm 2022 đạt ít nhất 7,5%-8% YoY trong kịch bản cơ sở, và trên 8% trong trường hợp tốt nhất, với bốn động lực tăng trưởng chính sau: 1) Tiêu dùng phục hồi mạnh mẽ, 2) Tăng trưởng FDI giải ngân ổn định, 3) Giải ngân đầu tư công tăng tốc, và 4) Tăng trưởng sản xuất công nghiệp và xuất khẩu tích cực.
- Những yếu tố cần theo dõi trong thời gian tới:
 - 1) Tiêu dùng nhìn chung vẫn là động lực chính cho tăng trưởng GDP quý 4 năm nay, một phần nhờ so sánh với mức nền thấp của cùng kỳ năm 2021. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng có thể sẽ chậm lại so với quý 3 trong bối cảnh lạm phát tăng cao và nguy cơ suy thoái toàn cầu, cũng như bị ảnh hưởng bởi những xáo trộn gần đây trên thị trường tài chính và bất động sản.
 - 2) Tốc độ giải ngân FDI có thể chậm lại trong thời gian tới do kỳ vọng tỷ giá USD/VND tăng lên. Quan sát thấy, giải ngân FDI tháng 10 tăng chậm lại đạt 2 tỷ USD, tương đương mức tăng 8% YoY.
 - 3) Xuất khẩu gần đây đã thể hiện vài dấu hiệu tiêu cực. Xuất khẩu đang chậm lại do tình hình tiêu thụ khó khăn trên toàn cầu. Theo quan điểm của chúng tôi, rủi ro lớn nhất hiện nay là nguy cơ tăng trưởng đình trệ trong bối cảnh lạm phát cao ở các nước châu Âu.
- Về mặt ổn định vĩ mô, áp lực giảm giá của Việt Nam Đồng đã được giảm bớt, đặc biệt là sau hai lần tăng lãi suất gần đây của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) vào ngày 23/9 và 25/10 (mỗi lần 100 điểm cơ bản). Chúng tôi kỳ vọng việc tăng lãi suất sẽ giúp: 1) ổn định tỷ giá hối đoái; 2) tốc độ tăng tiền gửi ngân hàng sẽ tăng nhanh hơn so tốc độ tăng trưởng tín dụng; và 3) lạm phát được kiểm soát ở mức 4,5%; cả 3 điều này đóng góp đáng kể cho việc ổn định kinh tế vĩ mô và duy trì tăng trưởng kinh tế bền vững hơn trong bối cảnh bất ổn kinh tế toàn cầu gia tăng.

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

Tiêu dùng vẫn trong xu hướng hồi phục, nhưng có sự chậm lại trong tháng 10

- Tiêu dùng, nhìn chung, vẫn đóng vai trò chủ đạo trong quá trình phục hồi kinh tế Việt Nam từ đầu năm đến nay. Tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 10 ước tính tăng 17,1% YoY (lũy kế 10T22 tăng 20,2% YoY; nếu loại trừ lạm phát tăng 16,1% YoY) - giảm nhẹ so với tháng 9 (lũy kế 9T22 tăng 21%; nếu loại trừ lạm phát, tăng 16,8% YoY).
- Tiêu dùng được kỳ vọng vẫn là động lực chính cho tăng trưởng GDP quý 4 năm nay, một phần nhờ so sánh với mức nền thấp của cùng kỳ năm 2021. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng có thể sẽ chậm lại so với quý 3 trong bối cảnh lạm phát tăng cao và nguy cơ suy thoái toàn cầu, cũng như bị ảnh hưởng bởi những xáo trộn gần đây trên thị trường tài chính và bất động sản.

Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa, dịch vụ lưu trú – ăn uống, dịch vụ lữ hành so với cùng kỳ



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

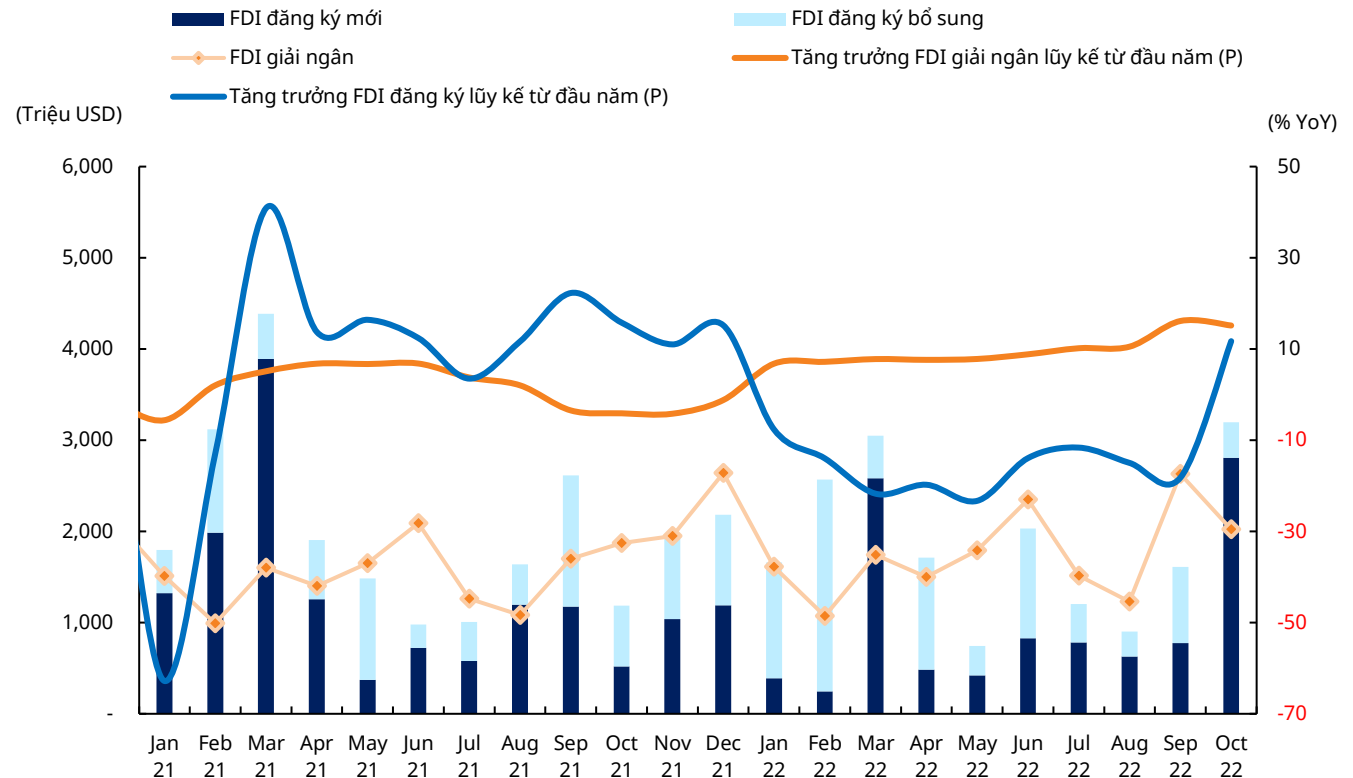
Lưu ý: Ước tính sơ bộ tháng 10 của GSO sẽ được điều chỉnh đáng kể trong tháng tới.

I.1. Cập nhật các động lực tăng trưởng kinh tế (tiếp theo)

**Tăng trưởng giải ngân
vốn FDI ổn định;
tuy nhiên, tốc độ có thể
chậm lại**

- Tổng vốn FDI đăng ký hồi phục đáng kể trong tháng 10; tuy nhiên, lũy kế 10T22 vẫn giảm 5,4% YoY đạt 22,46 tỷ USD (cho thấy vẫn chưa phục hồi hoàn toàn sau dịch COVID-19). Trong đó, vốn đăng ký cấp mới 10T22 giảm 23,7% YoY, trong khi vốn đăng ký bổ sung tăng 23,3% YoY.
- Lĩnh vực sản xuất tiếp tục dẫn đầu về thu hút FDI, chiếm 65% tổng vốn đăng ký trong 10T22. Điều này cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài vẫn đánh giá cao vai trò của Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu.
- Giải ngân FDI tăng 15,2% YoY trong 10 tháng đầu năm. Tuy nhiên, giải ngân FDI tháng 10 chỉ tăng 8,1% YoY, đạt 2 tỷ USD. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ giải ngân có thể chậm lại trong thời gian tới do kỳ vọng tỷ giá USD/VND tăng lên.

FDI giải ngân vẫn duy trì đà tăng trưởng trong 10T22



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu MPI (tính đến ngày 20/10/2022)

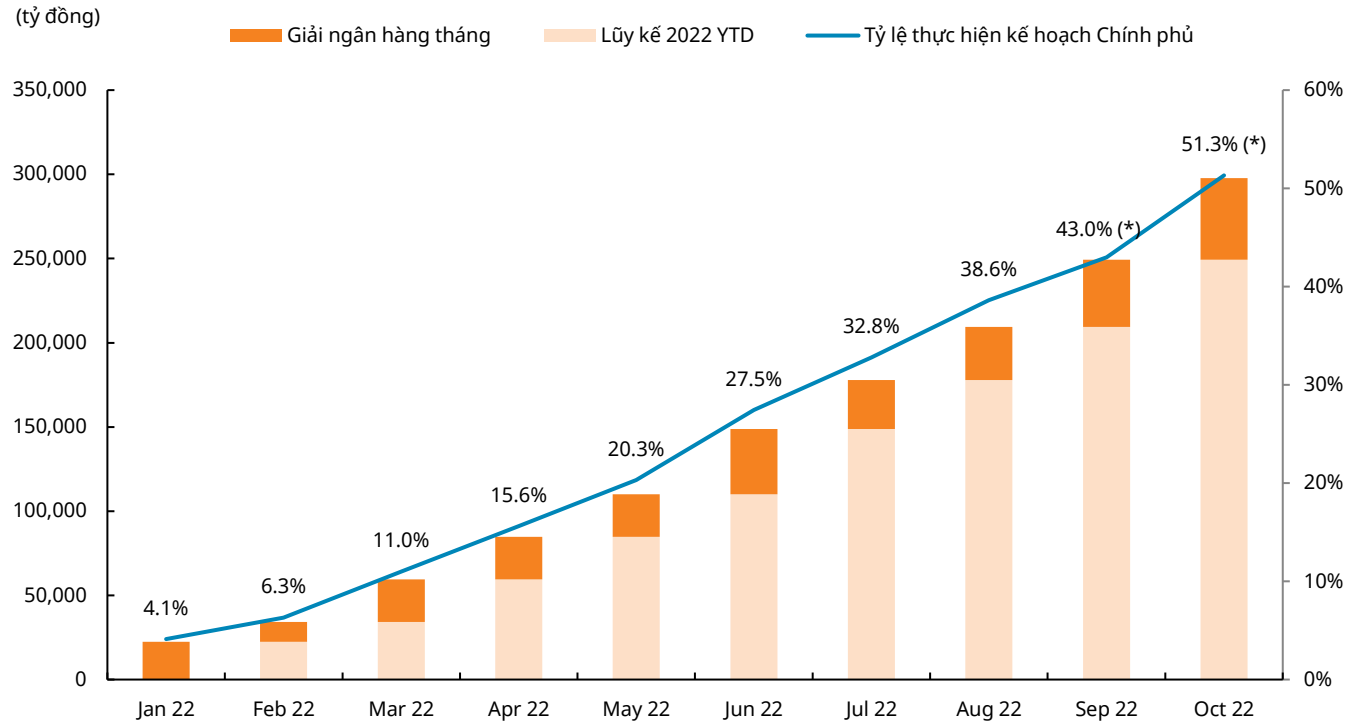
(*) Vốn đăng ký mới gồm vốn FDI đăng ký cấp mới và đăng ký tăng thêm, chưa bao gồm vốn góp và mua cổ phần

I.1. Cập nhật các động lực tăng trưởng kinh tế (tiếp theo)

Giải ngân đầu tư công tăng tốc hơn nữa

- Tổng thu ngân sách nhà nước lũy kế 10T22 ước đạt 1.464 nghìn tỷ đồng, tăng 16,2% YoY (tương đương 103,7% dự toán năm), trong khi lũy kế chi ngân sách chỉ tăng 6,3% YoY đạt 1.219 nghìn tỷ đồng (tương đương 68,3% dự toán năm). Thặng dư ngân sách nhà nước sẽ tạo dư địa cho Việt Nam tích cực giải ngân vốn đầu tư công. Trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu tiếp tục gặp khó khăn, chúng tôi kỳ 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 thu hút FDI (trong bối cảnh tái cấu trúc chuỗi cung ứng toàn cầu).
- Về giải ngân kế hoạch vốn đầu tư công năm 2022, trong tháng 10, kế hoạch vốn cả năm được bổ sung tăng thêm 38 nghìn tỷ đồng từ Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế - xã hội. So với kế hoạch đã điều chỉnh, lũy kế giải ngân trong 10 tháng đầu năm 2022 đạt 51,3% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao.

Giải ngân đầu tư công tăng tốc



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

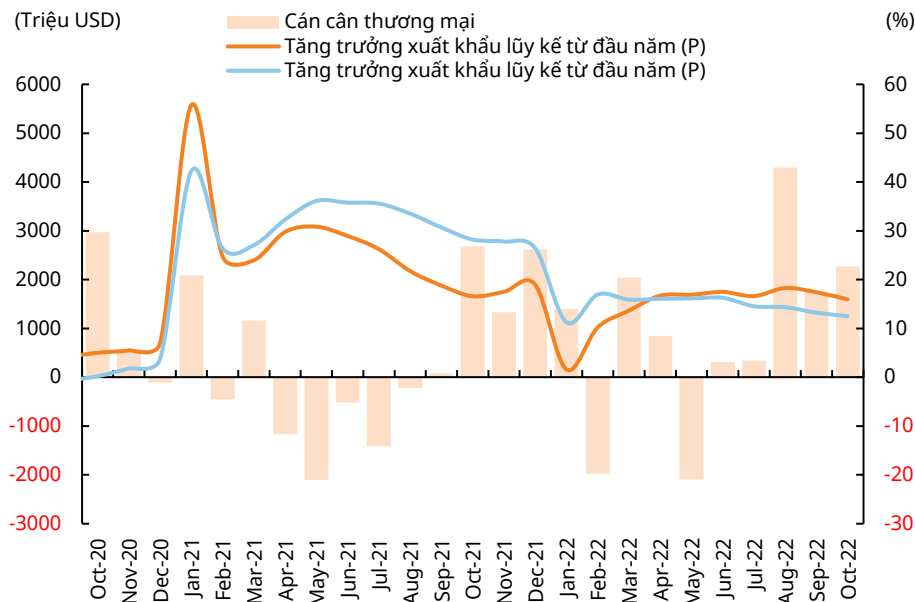
Lưu ý: (*) Kế hoạch giải ngân vốn 2022 được điều chỉnh tăng thêm hơn 38 nghìn tỷ đồng theo Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế xã hội được Chính phủ giao vào tháng 10/2022

I.1. Cập nhật các động lực tăng trưởng kinh tế (tiếp theo)

Xuất khẩu gần đây đã cho thấy một số dấu hiệu tiêu cực ban đầu

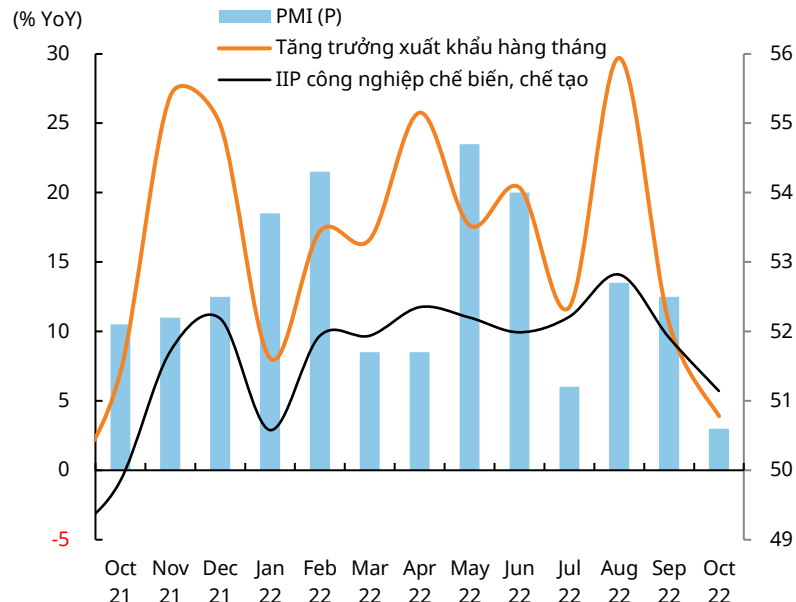
- Xuất khẩu tăng 15,9% YoY trong 10T22 lên hơn 312,82 tỷ USD (giảm nhẹ so với mức tăng trưởng 17,3% của 9T22). Đáng chú ý, Việt Nam xuất siêu 9,4 tỷ USD trong 10T22. Chúng tôi tin rằng xuất khẩu vẫn là động lực quan trọng cần theo dõi trong Quý 4 vì tăng trưởng xuất khẩu không chỉ giúp tăng GDP nói chung mà còn góp phần quan trọng vào ổn định kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, như chúng tôi quan sát, xuất khẩu đang chậm lại do tình hình tiêu thụ khó khăn trên toàn cầu. Theo quan điểm của chúng tôi, rủi ro lớn nhất hiện nay là nguy cơ tăng trưởng đình trệ trong bối cảnh lạm phát cao, đặc biệt ở các nước châu Âu.
- Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của nhóm công nghiệp chế biến và chế tạo tháng 10 chỉ tăng 5,7% YoY (lũy kế 10T22 tăng 9,6% YoY, mức tăng trưởng chậm lại khá nhiều so với 9T22 là 10,4%). Bên cạnh đó, chỉ số PMI tháng 10 cũng giảm xuống còn 50,6 điểm – dù vẫn nằm trong vùng mở rộng sản xuất (trên 50 điểm) – nhưng là mức thấp nhất trong 10 tháng gần đây, với các dấu hiệu cho thấy nhu cầu suy giảm như sau: 1) Sản lượng và số lượng đơn đặt hàng mới tăng chậm lại; 2) Mở rộng sản xuất chậm hơn; 3) Lượng công việc tồn đọng giảm đi; 4) Tồn kho cả hàng mua và hàng thành phẩm đều giảm trong tháng 10.
- Chúng tôi kỳ vọng Trung Quốc sẽ mở cửa lại nền kinh tế, điều này sẽ thúc đẩy xuất khẩu của Việt Nam trong quý 4. Ước tính sơ bộ 10T22 cho thấy xuất khẩu sang Trung Quốc đã bị ảnh hưởng bởi chính sách zero-COVID của Trung Quốc (10T22 chỉ tăng 5,6% YoY). Sau chuyến thăm Trung Quốc của Tổng Bí thư Nguyễn Phú Trọng vừa qua, chúng tôi kỳ vọng quan hệ hai nước sẽ ngày càng được phát triển, cũng như sự phục hồi trong thương mại song phương Việt - Trung.

Việt Nam đã xuất siêu 9,4 tỷ USD trong 10T22



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO
Lưu ý: Ước tính sơ bộ tháng 8, 9, 10 của GSO sẽ được điều chỉnh đáng kể trong tháng tới.

Một số dấu hiệu tiêu cực ban đầu



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO
Lưu ý: Ước tính sơ bộ dữ liệu xuất khẩu tháng 8, 9, 10, và IIP tháng 10 của GSO sẽ được điều chỉnh đáng kể trong tháng tới.

I.2. Lạm phát, tỷ giá USD/VND, và lãi suất

Lạm phát vẫn sẽ được kiểm soát quanh mức 4,5%

Lạm phát (% YoY)	Tỷ trọng	Xu hướng từ 2021	2022									
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
CPI			1.9	1.4	2.4	2.6	2.9	3.4	3.1	2.9	3.9	4.3
CPI cơ bản			0.7	0.7	1.1	1.5	1.6	2.0	2.6	3.1	3.8	4.5
Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	33.6%		-0.1	-0.2	1.0	1.1	1.3	2.3	3.0	3.3	3.7	5.1
Lương thực	3.7%		3.1	1.7	1.8	2.1	2.4	2.9	2.8	2.3	2.1	2.4
Thực phẩm	21.3%		-1.7	-1.8	-0.1	-0.2	0.1	1.3	1.9	2.3	2.8	5.0
Ăn uống ngoài gia đình	8.6%		2.4	3.1	3.4	3.8	3.9	4.5	5.7	6.3	6.6	6.6
Đồ uống và thuốc lá	2.7%		2.8	2.2	2.6	2.7	3.0	3.2	3.4	3.5	3.4	3.6
May mặc, mũ nón và giày dép	5.7%		0.9	0.7	1.0	1.1	1.3	1.5	1.8	2.1	2.2	2.3
Nhà ở và vật liệu xây dựng	18.8%		3.5	0.4	1.7	2.7	2.2	1.5	1.1	1.4	4.4	5.4
Thiết bị và đồ dùng gia đình	6.7%		1.2	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2	2.5	2.5	2.6
Thuốc và dịch vụ y tế	5.4%		0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Giao thông	9.7%		14.5	15.5	18.3	16.6	18.4	21.4	15.2	8.9	6.7	1.8
Bưu chính viễn thông	3.1%		-0.7	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	-0.5	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2
Giáo dục	6.2%		-3.8	-3.3	-3.2	-2.3	-2.2	-2.1	-2.0	-0.6	8.4	10.6
Văn hoá, giải trí và du lịch	4.6%		-0.1	0.3	0.5	1.8	2.8	3.4	4.3	4.8	4.8	4.8

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

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.

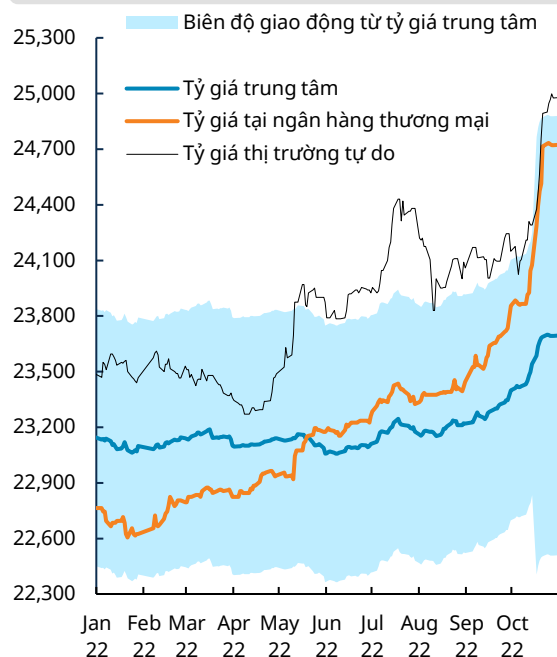
2/ Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng từ 2021 là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.

I.2. Lạm phát, tỷ giá, và lãi suất (tiếp theo)

Tỷ giá tăng vọt trong tháng 10; NHNN điều chỉnh biên độ tỷ giá từ $\pm 3\%$ lên $\pm 5\%$

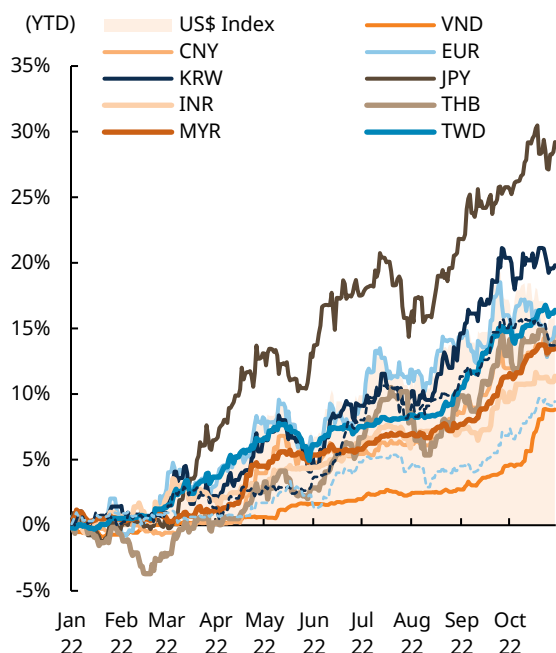
- Tính đến cuối tháng 10, tỷ giá USD/VND đã tăng khoảng 4,1% so với tháng trước và 8,8% so với đầu năm. Đáng chú ý, từ ngày 17/10, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã nới biên độ tỷ giá giao ngay USD/VND từ $\pm 3\%$ lên $\pm 5\%$.
- Tỷ giá USD/VND đã tăng vọt gần đây do: 1) Fed tăng lãi suất và đồng đô la Mỹ mạnh; 2) Xuất khẩu gần đây chậm lại, đặc biệt khi một số thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam đang đối mặt với suy thoái.
- Trong bối cảnh USD tăng mạnh (với chỉ số USD tăng 16,6% YTD), Việt Nam Đồng (VND) có mức độ mất giá ít hơn so với sự mất giá của các đồng tiền châu Á khác, do Việt Nam đã bán USD từ dự trữ ngoại hối. Mặc dù vậy, tình hình vẫn có thể xấu đi khi dự trữ ngoại hối của Việt Nam đã giảm xuống còn khoảng 3 tháng nhập khẩu (tính đến cuối tháng 8, dự trữ ngoại hối của Việt Nam còn 92 tỷ USD).

Tỷ giá USD/VND tăng vọt trong tháng 10



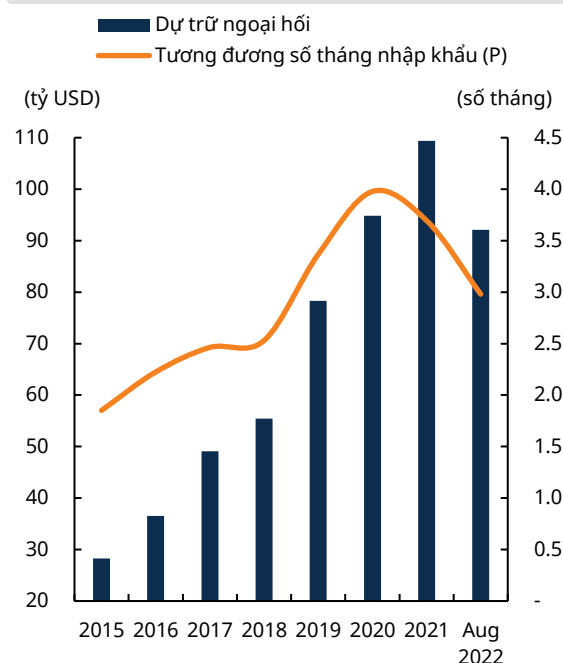
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam
Dữ liệu Bloomberg đến 31/10/2022

Mức độ mất giá của tiền đồng (VND) tương đối



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam
Dữ liệu Bloomberg đến 31/10/2022
Lưu ý: CNY = Nhân dân tệ Trung Quốc, EUR = Euro, KRW = Won Hàn Quốc, JPY = Yên Nhật, INR = Rupee Ấn Độ, THB = Baht Thái Lan, MYR = Ringgit Malaysia, TWD = Tiền Đài Loan, PHP = Peso Philippines, IDR = Rupiah Indonesia

Dự trữ ngoại hối giảm mạnh



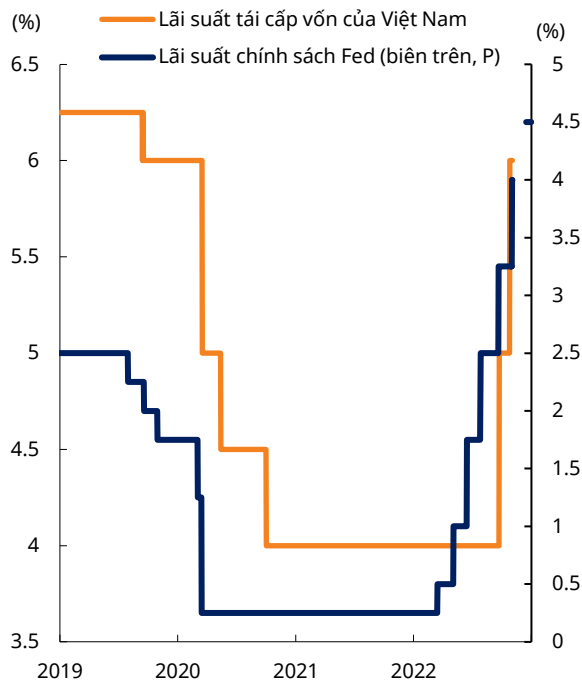
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam
Dữ liệu World Bank và Bloomberg, tính đến 31/8/2022

I.2. Lạm phát, tỷ giá, và lãi suất (tiếp theo)

NHNN đã nâng lãi suất chính sách từ 4% lên 6% sau hai lần tăng liên tiếp (mỗi lần tăng 100 điểm cơ bản) vào ngày 23/9 và 25/10

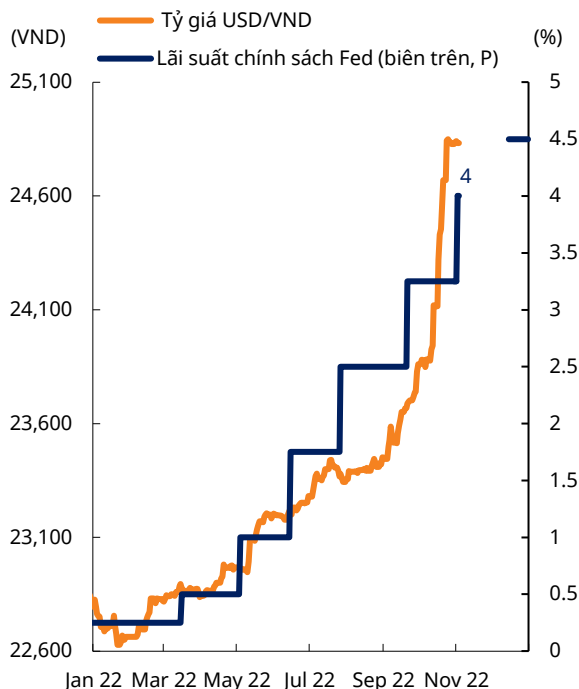
- Đầu tháng 11, lãi suất của Fed đã tăng tiếp 75 điểm cơ bản (lần thứ 4 liên tiếp) lên mức 3,75–4%, nếu kỳ họp ngày 15/12 sắp tới (theo giờ Việt Nam), lãi suất Fed tiếp tục tăng thêm 50 điểm cơ bản thì sẽ đẩy mức tăng tổng cộng trong cả năm 2022 lên 4,25 điểm %.
- Trong bối cảnh đó, áp lực tăng lãi suất của NHNN đã gia tăng đáng kể trong tháng 10 để đối phó với lạm phát và tỷ giá USD/VND tăng mạnh. Do đó, NHNN đã nâng lãi suất tái cấp vốn lên 6% (bằng mức trước Covid) sau hai lần tăng liên tiếp (mỗi lần tăng 100 điểm cơ bản) vào ngày 23/9 và 25/10.
- Về mặt tích cực chúng tôi kỳ vọng việc tăng lãi suất sẽ giúp: 1) ổn định tỷ giá hối đoái; 2) tốc độ tăng tiền gửi ngân hàng sẽ tăng nhanh hơn so tốc độ tăng trưởng tín dụng; và 3) lạm phát được kiểm soát ở mức 4,5%; cả 3 điều này đóng góp đáng kể cho việc ổn định kinh tế vĩ mô và duy trì tăng trưởng kinh tế bền vững hơn trong bối cảnh bất ổn kinh tế toàn cầu gia tăng.

Lãi suất Fed và tái cấp vốn của Việt Nam



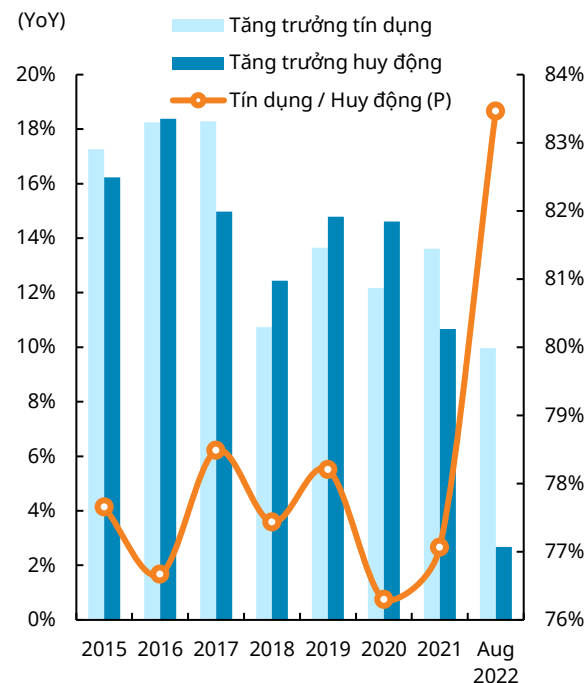
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam
Dữ liệu Bloomberg đến 3/11/2022

Tỷ giá USD/VND tăng vọt trước áp lực từ Mỹ



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam
Dữ liệu Bloomberg đến 3/11/2022

Tỷ lệ tín dụng/huy động tăng mạnh trong 2022



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam
Dữ liệu Ngân hàng Nhà nước, tính đến 31/8/2022

II. Thị trường chứng khoán: Giữ tâm thế thận trọng

- Bên cạnh các rủi ro liên quan đến suy thoái kinh tế ở một số thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam, áp lực từ việc Fed tăng lãi suất, đồng USD mạnh, lạm phát trong nước gia tăng, thị trường trong tháng 10 còn thể hiện thêm những lo ngại xoay quanh những vụ vi phạm trên thị trường tài chính nói chung, thị trường trái phiếu doanh nghiệp và bất động sản nói riêng.
- Đáng chú ý, trong tháng 10, áp lực tăng lãi suất của NHNN đã gia tăng đáng kể để đối phó với lạm phát và tỷ giá USD/VND tăng mạnh. Việc lãi suất tăng có tác động trực tiếp đến các ngành và công ty có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao.
- Sau hai lần tăng lãi suất gần đây của NHNN, áp lực mất giá của Việt Nam Đồng đã được giảm bớt, cũng như áp lực lạm phát. Chúng tôi cho rằng NHNN đã điều hành chính sách tiền tệ linh hoạt, giúp ổn định kinh tế vĩ mô và duy trì tăng trưởng kinh tế bền vững hơn trong bối cảnh bất ổn kinh tế toàn cầu gia tăng. Như đã đề cập trong các báo cáo chiến lược trước, chỉ số định giá P/E của VN-Index quanh mức 10-10,7 lần (tức là, ngưỡng trung bình 10 năm trừ đi hai độ lệch chuẩn) là cơ hội tốt để tích lũy các cổ phiếu có tính chất phòng thủ và có định giá hấp dẫn. Tuy nhiên, trong bối cảnh lãi suất gia tăng, định giá hiện tại của VN-Index đang đối mặt với nhiều sự bất định. Do đó, chúng tôi cho rằng vẫn cần thêm thời gian để thu hút dòng tiền tham gia vào thị trường.
- Việc các ETF mua ròng trong tháng 10 (trị giá 41 triệu USD) được coi là điểm sáng nhất trên thị trường chứng khoán, phần nào giúp giảm bớt đà giảm của thị trường. Trong đó, dòng vốn chủ yếu đến từ Fubon FTSE Vietnam ETF (35 triệu USD). Tính từ đầu năm, dòng vốn ròng từ các quỹ ETF là 371 triệu USD, trong đó Fubon mua ròng 288 triệu USD.
- Tổng hợp lại, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ tìm được điểm cân bằng trong tháng 11 trên cơ sở: 1) Sự phục hồi gần đây của các thị trường tài chính trên thế giới; 2) Tâm lý nhà đầu tư cải thiện; 3) Kỳ vọng Fed sẽ giảm tốc độ tăng lãi suất trong tháng 12; và 4) Xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc sẽ phục hồi sau khi Trung Quốc nới lỏng các biện pháp thực hiện zero-COVID, cũng như được thúc đẩy bởi chuyến thăm Trung Quốc gần đây của Tổng Bí thư Nguyễn Phú Trọng.

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

Bên cạnh lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu, thị trường Việt Nam phản ánh những xáo trộn gần đây ở thị trường tài chính/bất động sản

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	1,028	165		-9.2%	-14.8%	-24.8%	-30.5%	-28.8%	35.2%	20.6%	18.1%	10.7	9.9	8.3
Mỹ	SPX	3,872	33,925		8.0%	-6.3%	-6.3%	-14.3%	-15.9%	69.2%	6.6%	6.9%	18.9	17.4	16.3
MSCI thị trường phát triển	MXWO	2,548	54,264		7.1%	-7.2%	-8.9%	-16.7%	-19.8%	94.0%	4.5%	5.2%	16.4	15.3	14.6
MSCI thị trường mới nổi	MXEF	848	17,317		-3.2%	-14.7%	-21.2%	-29.8%	-32.9%	68.8%	-17.5%	3.0%	9.6	10.4	10.1
MSCI thị trường cận biên	MXFM	458	279		-4.5%	-12.0%	-22.3%	-28.7%	-33.6%	26.4%	13.5%	5.8%	8.3	8.2	7.7
Hàn Quốc	KOSPI	2,313	1,223		7.3%	-5.7%	-14.2%	-13.2%	-22.1%	142.8%	-21.0%	-0.7%	10.2	10.5	10.6
Nhật Bản	NKY	27,531	3,231		6.1%	-1.0%	2.5%	2.0%	-4.7%	89.4%	11.7%	0.3%	26.9	14.9	14.8
Trung Quốc	SHCOMP	2,893	5,583		-4.3%	-11.1%	-5.0%	-13.9%	-18.4%	38.4%	3.3%	14.5%	13.0	10.3	9.0
Hong Kong	HIS	14,687	2,054		-14.7%	-27.1%	-30.4%	-38.3%	-42.1%	2.6%	-9.0%	14.7%	5.6	8.3	7.2
Đài Loan	TWSE	12,950	1,247		-3.5%	-13.7%	-22.0%	-26.7%	-23.8%	74.5%	7.1%	-12.5%	9.3	9.2	10.5
Ấn Độ	SENSEX	60,747	1,442		5.8%	5.5%	6.5%	4.7%	2.4%	62.9%	14.9%	15.6%	22.3	22.7	19.6
Thái Lan	SET	1,609	510		1.2%	2.1%	-3.5%	-2.4%	-0.9%	132.9%	22.4%	5.4%	15.2	15.3	14.5
Malaysia	FBMKLCI	1,456	207		4.4%	-2.4%	-9.0%	-3.7%	-6.8%	35.7%	5.8%	11.8%	16.2	14.3	12.8
Philippines	PCOMP	6,153	149		7.2%	-2.6%	-8.6%	-16.4%	-12.8%	51.5%	27.0%	14.5%	15.7	14.7	12.8
Singapore	STI	3,111	338		-0.6%	-3.1%	-7.3%	-4.3%	-2.7%	187.3%	22.2%	11.8%	11.5	11.8	10.5

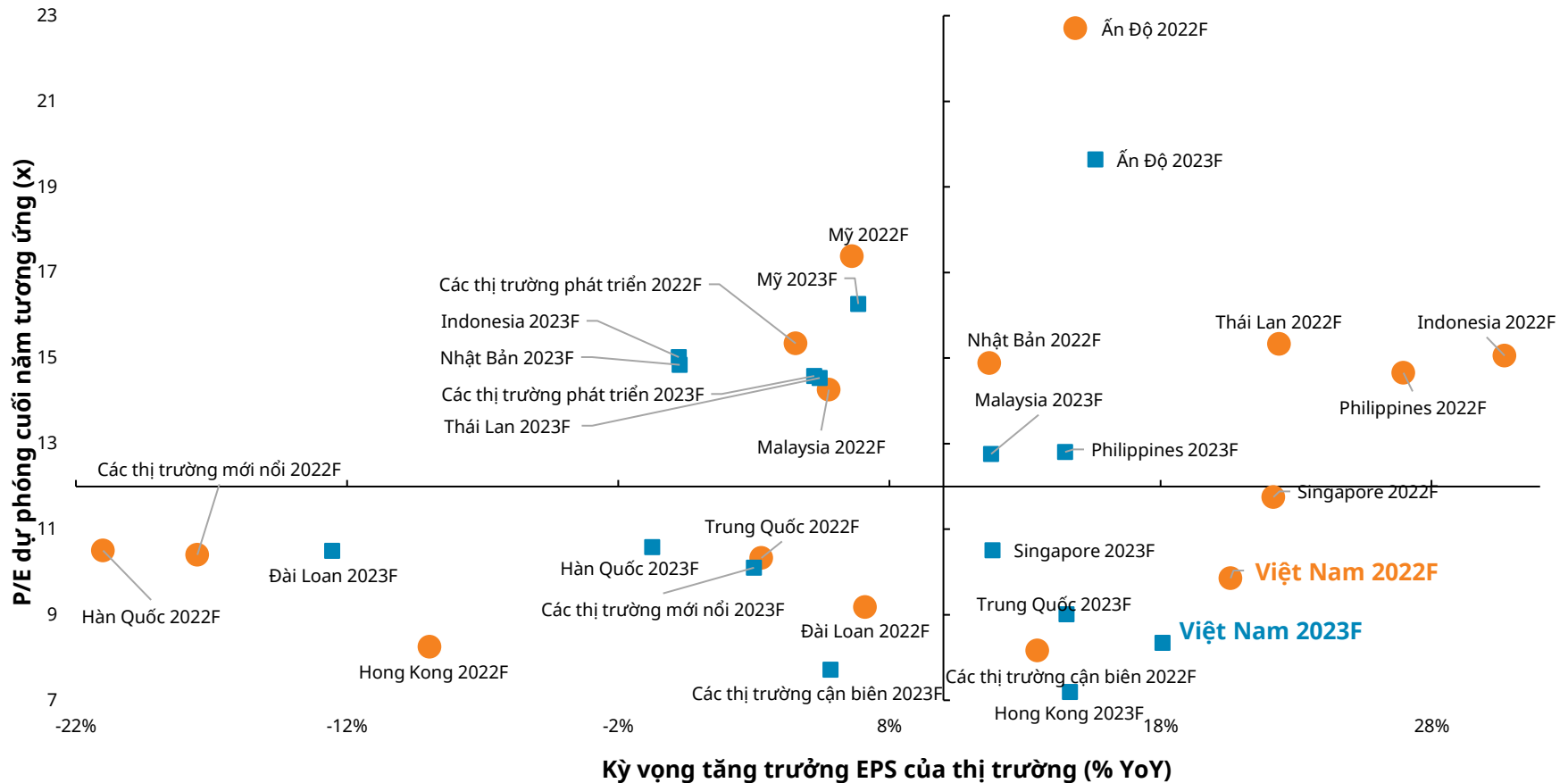
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 31/10/2022). Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng giá là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.
Lưu ý: (*) Số liệu dự phóng EPS năm 2022 và 2023 là mức kỳ vọng của thị trường được tổng hợp từ nguồn Bloomberg.

II.1. Cập nhật thị trường chứng khoán thế giới (tiếp theo)

Sự phục hồi của thị trường chứng khoán toàn cầu gần đây khiến định giá của VN-Index hấp dẫn hơn trước

- Hiện tại, P/E dự phóng cuối năm của thị trường Việt Nam khá thấp so với các nước trên thế giới, theo mức dự phóng đồng thuận của thị trường được thống kê bởi Bloomberg.
- Chúng tôi cho rằng NHNN đã điều hành chính sách tiền tệ linh hoạt, giúp ổn định kinh tế vĩ mô và duy trì tăng trưởng kinh tế bền vững hơn trong bối cảnh bất ổn kinh tế toàn cầu gia tăng. Tuy nhiên, trong bối cảnh lãi suất gia tăng, định giá hiện tại của VN-Index đang đối mặt với nhiều sự bất định. Do đó, chúng tôi cho rằng vẫn cần thêm thời gian để thu hút dòng tiền tham gia vào thị trường.

Mức định giá của VN-Index vẫn nằm trong vùng định giá tương đối hấp dẫn



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 31/10/2022).

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

Giá cổ phiếu tiếp tục giảm do tâm lý bi quan quá mức

- Lãi suất tăng (nhằm ổn định tỷ giá và kiểm soát lạm phát) có tác động đến các ngành và công ty có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao như Dịch vụ tài chính, Xây dựng cơ bản, Nguyên vật liệu, và Bất động sản...
- Đối với sự sụt giảm mạnh của ngành Bán lẻ trong tháng 10, chúng tôi lý giải qua sự kỳ vọng tốc độ tăng trưởng của ngành sẽ chậm hơn một chút so với Quý 3 trong bối cảnh lạm phát gia tăng, cũng như đến từ nỗi lo về suy thoái kinh tế toàn cầu, chẳng hạn ở khu vực Châu Âu nơi có mức lạm phát đặc biệt cao và doanh số bán lẻ các tháng 6, 7, 8 đều sụt giảm mạnh so với cùng kỳ.
- Tích cực hơn, trong tháng 10, bên cạnh ngành Tiện ích và Bảo hiểm, ngành thực phẩm và đồ uống (F&B) có suất sinh lời vượt trội hơn thị trường chung. Chúng tôi kỳ vọng giá hàng hóa hạ nhiệt sẽ thúc đẩy tỷ suất lợi nhuận của các công ty F&B trong quý 4; từ đó, kỳ vọng ngành này đang trên đà phục hồi.

Thị trường chứng khoán Việt Nam: Bán tháo trên diện rộng do tâm lý bi quan quá mức

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	Lũy kế 2022	1 năm
Ngân hàng	1,338,319	32.6%		-4.7%	-12.1%	-20.3%	-31.7%	-25.5%	-20.0%
Xây dựng cơ bản	163,325	4.0%		-21.7%	-31.4%	-40.5%	-44.5%	-51.1%	-34.4%
May mặc và trang sức	42,105	1.0%		-7.4%	-16.4%	-26.4%	-15.3%	-14.6%	-18.1%
Dịch vụ tài chính	88,984	2.2%		-23.5%	-26.0%	-40.6%	-46.1%	-54.2%	-41.4%
Dầu khí	54,616	1.3%		-13.9%	-23.6%	-34.8%	-43.8%	-42.8%	-43.2%
Thực phẩm, đồ uống	501,435	12.2%		-4.3%	-7.0%	-9.4%	-10.2%	-18.0%	-13.5%
Bảo hiểm	50,107	1.2%		-4.0%	-10.8%	-18.1%	-6.6%	-10.3%	-21.2%
Nguyên vật liệu	275,439	6.7%		-21.8%	-26.3%	-45.9%	-43.0%	-49.6%	-54.9%
Bất động sản	850,901	20.8%		-11.0%	-16.5%	-27.7%	-35.5%	-36.9%	-34.2%
Bán lẻ	103,044	2.5%		-14.5%	-10.4%	-27.5%	-13.4%	-16.6%	-10.5%
Phần mềm và dịch vụ	89,381	2.2%		-6.9%	-9.6%	-13.6%	1.8%	-2.5%	-6.5%
Vận tải	151,754	3.7%		-6.3%	-16.7%	-26.1%	-22.2%	-25.4%	-25.9%
Tiện ích	323,469	7.9%		-3.6%	-3.8%	-5.0%	2.5%	9.6%	-3.9%
VN-Index	4,099,823	100%		-9.2%	-14.8%	-24.8%	-30.5%	-31.4%	-28.8%

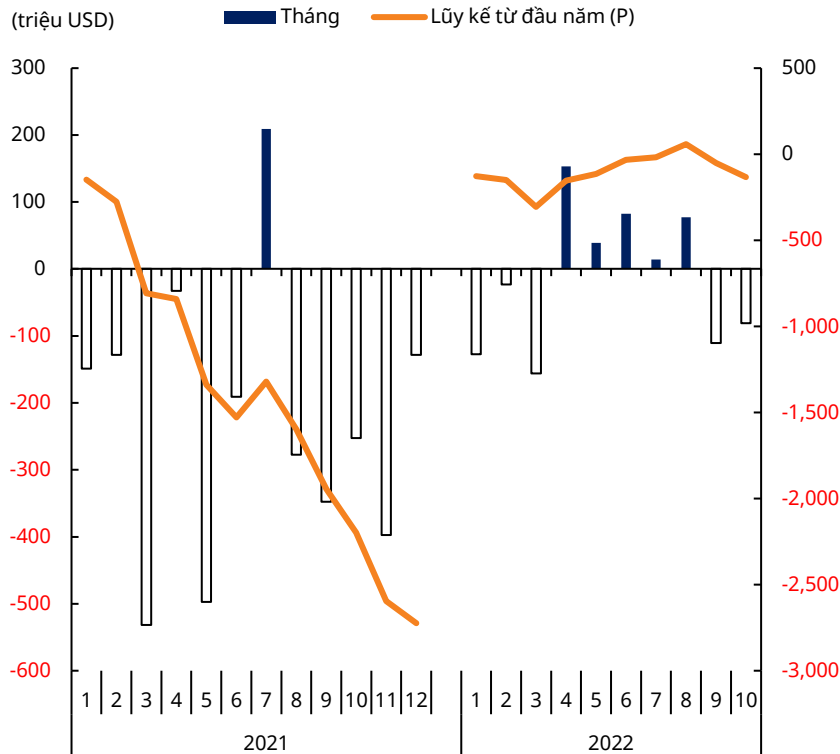
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 31/10/2022).
Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng giá là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.

II.2 – Cập nhật thị trường chứng khoán Việt Nam (tiếp theo)

Các quỹ ETF đã mua ròng đáng kể trong tháng 10

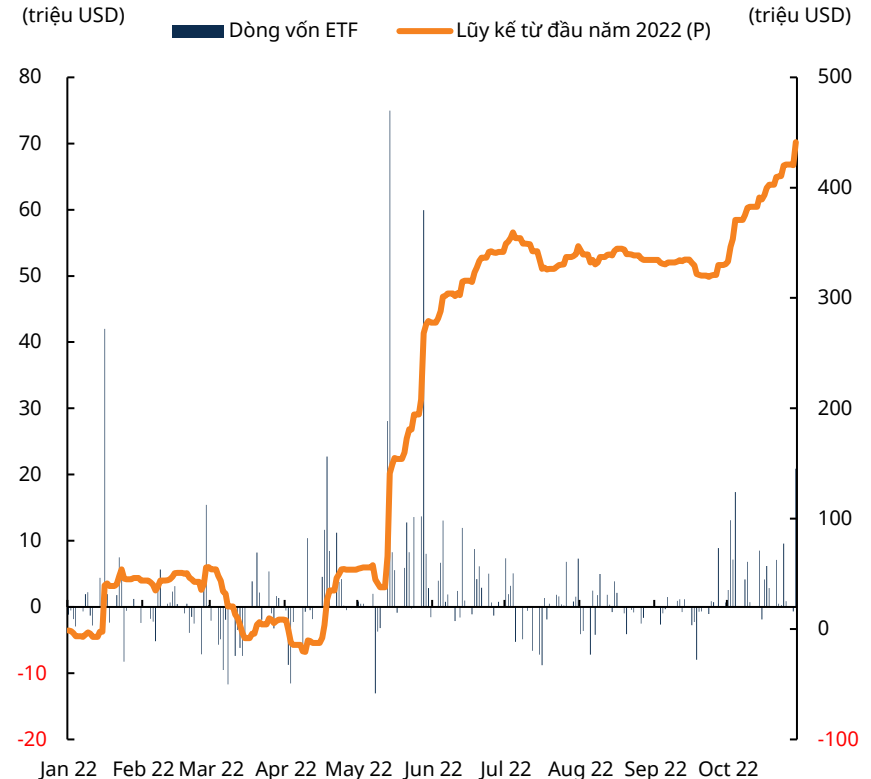
- Trong tháng 10, khối ngoại đã bán ròng 81 triệu USD trên sàn HOSE. Ở các thị trường châu Á, nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục chiến lược bán ròng tại Đài Loan (3 tỷ USD), Malaysia (128 triệu USD) và Philippines (12 triệu USD); ngược lại, các thị trường được mua ròng là Hàn Quốc (2,1 tỷ USD), Ấn Độ (1 tỷ USD), Indonesia (730 triệu USD), Thái Lan (227 triệu USD).
- Đáng chú ý, ở Việt Nam, việc các ETF mua ròng trong tháng 10 (trị giá 41 triệu USD) được coi là điểm sáng nhất trên thị trường chứng khoán, phần nào giúp giảm bớt đà giảm của thị trường. Trong đó, dòng vốn chủ yếu đến từ Fubon FTSE Vietnam ETF (35 triệu USD) và VanEck Vietnam ETF (6 triệu USD). Tính từ đầu năm, dòng vốn ròng từ các quỹ ETF là 371 triệu USD, trong đó Fubon mua ròng 288 triệu USD.

Thống kê giao dịch của khối ngoại hàng tháng trên sàn HOSE



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến 31/10/2022)

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



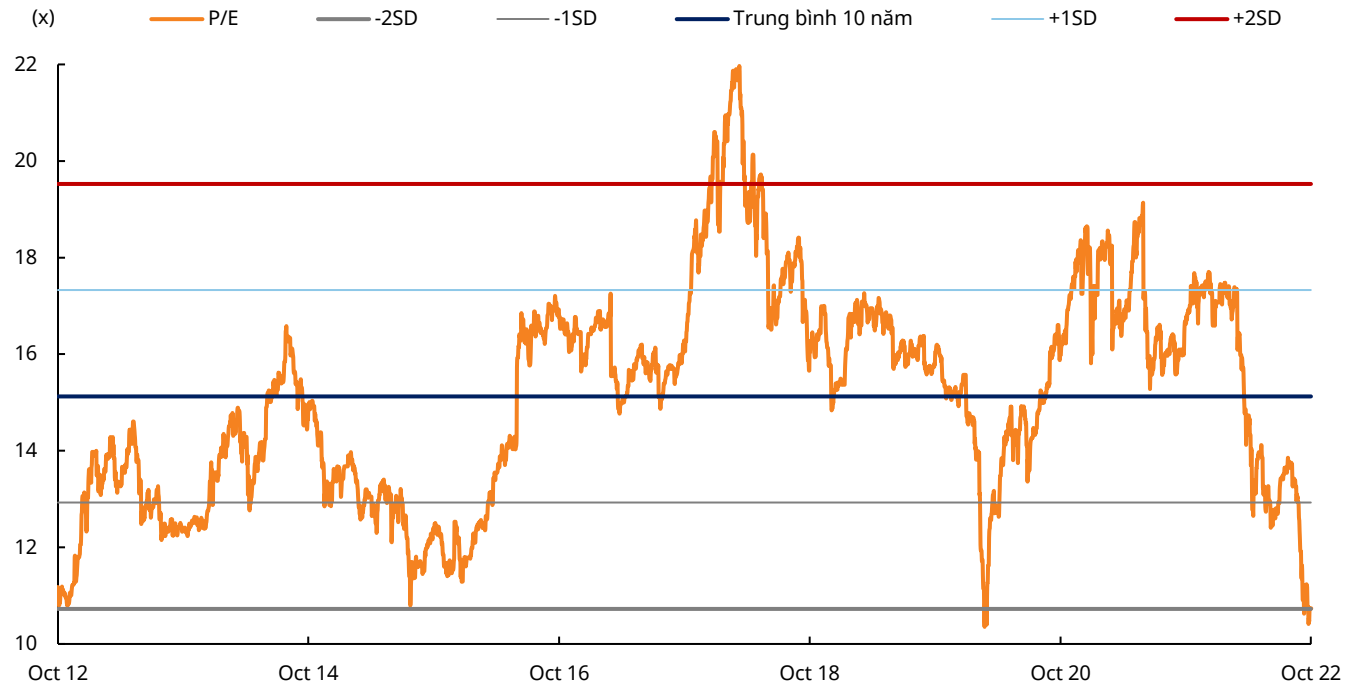
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến 31/10/2022)

II.2 – Cập nhật thị trường chứng khoán Việt Nam (tiếp theo)

P/E của VN-Index giảm xuống mức thấp nhất kể từ đợt suy thoái liên quan đến đại dịch COVID-19 vào năm 2020

- Thị trường đối mặt với đợt bán tháo lớn trong tháng 10 đưa chỉ số VN-Index xuống mức thấp nhất (kể từ 2021) là 962,45 điểm trước khi đóng cửa ở mức 1.027,94 điểm (-9,2% MoM; -31,4% YTD). Bên cạnh các rủi ro liên quan đến suy thoái kinh tế ở một số thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam, áp lực từ việc Fed tăng lãi suất, đồng USD mạnh, lạm phát trong nước gia tăng, thị trường trong tháng 10 còn thể hiện thêm những lo ngại xoay quanh những vụ vi phạm trên thị trường tài chính nói chung, thị trường trái phiếu doanh nghiệp và bất động sản nói riêng.
- Như đã đề cập trong các báo cáo chiến lược trước, chỉ số định giá P/E của VN-Index quanh mức 10–10,7 lần (tức là, ngưỡng trung bình 10 năm trừ đi hai độ lệch chuẩn) là cơ hội tốt để tích lũy các cổ phiếu có tính chất phòng thủ và có định giá hấp dẫn.
- Tổng hợp lại, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ tìm được điểm cân bằng trong tháng 11 trên cơ sở: 1) Sự phục hồi gần đây của các thị trường tài chính trên thế giới; 2) Tâm lý nhà đầu tư cải thiện; 3) Kỳ vọng Fed sẽ giảm tốc độ tăng lãi suất trong tháng 12; và 4) Xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc sẽ phục hồi sau khi Trung Quốc nới lỏng các biện pháp thực hiện zero-COVID, cũng như được thúc đẩy bởi chuyến thăm Trung Quốc gần đây của Tổng Bí thư Nguyễn Phú Trọng.

P/E của VN-Index giảm xuống mức thấp nhất trong 10 năm



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến 31/10/2022)

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

- **Bất động sản khu công nghiệp:** Theo báo cáo thị trường của Cushman & Wakefield trong Q3/2022, tại thị trường KCN phía Nam, tỷ lệ lấp đầy của các KCN được duy trì ở mức cao quanh 88% (+3% CK) với tổng diện tích đất công nghiệp đạt 27,780ha (không có nguồn cung mới). Trong thời gian tới, thị trường KCN phía Nam dự kiến đón thêm nguồn cung mới đến từ một số dự án tiêu biểu như: KCN VSIP 3 (1000 ha), KCN NTC3 – mở rộng (346 ha), KCN Phước An (330 ha), ...
- **Bán lẻ:** Áp lực lạm phát tăng dần ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng ngành trong ngắn hạn. Lạm phát đến cuối T10/2022 ghi nhận mức tăng tăng 4.16% so với T12/2021 và tăng 4.3% CK do các tác nhân chính: 1) tăng giá của các dịch vụ giáo dục do kết thúc các chương trình giảm học phí liên quan đến dịch COVID cũng như giá điều chỉnh tăng tại một số địa phương; và 2) nhu cầu thuê tăng dẫn đến giá thuê tăng cũng như giá dịch vụ sửa chữa và bảo dưỡng nhà tăng. Nhìn chung, tuy lạm phát sẽ gây một áp lực nhất định lên tiêu thụ nội địa trong ngắn hạn, 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.
- **Năng lượng điện:** Công trình đường dây 220kV Nậm Mô (Lào) - Tương Dương (Việt Nam) đang được đẩy nhanh tiến độ nhằm nhập khẩu điện từ cụm Nhà máy Thủy điện Nậm Mô về Việt Nam, thực hiện Hợp đồng mua bán điện đã được ký kết ngày 04/01/2020 giữa Chính phủ hai nước Việt Nam và Lào. Đến T10/2022, dự án đã đạt 91% tiến độ và dự kiến đóng điện toàn tuyến trong tháng 11/2022. Đối với các nhà máy NLTT chuyển tiếp (COD sau khi hết thời hạn ưu đãi giá FIT), ngày 3/10/2022, Bộ Công Thương đã ban hành Thông tư số 15/2022/TT-BCT v/v quy định phương pháp xây dựng khung giá phát điện nhà máy điện mặt trời, điện gió chuyển tiếp.
- **Dầu khí:** Trong cuộc họp tháng 10/2022, OPEC+ đã quyết định giảm 2 triệu thùng/ngày sản lượng dầu tháng 11 so với tháng 10 (tương đương 2% tổng nguồn cung dầu toàn cầu). Mặc dù một số nền kinh tế trên thế giới đang đối mặt với rủi ro suy thoái, OPEC+ vẫn giữ dự kiến duy trì giá dầu ở vùng cao. Theo IEA, tỷ lệ lấp đầy các kho khí đốt ở châu Âu đã đạt mức 90% mặc dù xuất khẩu khí đốt từ Nga sang EU giảm 50% sau khi ngưng đường ống Nord Stream 1, trong đó một vài quốc gia đã hoàn tất việc tích trữ cho giai đoạn mùa đông sắp tới.
- **Cảng biển:** Giá trị XNK giữ tốc độ tăng trưởng trên 2 chữ số sau 10T2022, ước đạt 616.2 tỷ USD (+14.1% CK), giảm tốc nhẹ so với 9T2022 ở mức 15.1% CK. Thông thường hoạt động XNK sẽ chậm lại trong Q4 hàng năm. Số dự án FDI Công nghiệp chế biến, chế tạo còn hiệu lực duy trì tốc độ tăng trưởng quanh 2% CK sau 10T với tổng số DA ước đạt 15,850 DA. Tổng vốn đầu tư đăng ký tăng 7.7% CK, lên mức 257.4 tỷ USD. Dù tốc độ tăng trưởng chậm lại, FDI Công nghiệp tiếp tục giữ mức tăng trưởng dương là yếu tố tích cực hỗ trợ hoạt động XNK.
- **Công nghệ thông tin:** 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). Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết ngành công nghệ thông tin duy trì khả quan, nhờ vào nhu cầu chuyển đổi số vẫn tiếp tục mạnh mẽ trong 9T2022.
- **Xây dựng:** Cập nhật tiến độ Cao tốc Bắc Nam: Giai đoạn 2017-2020: Ước tính đến 31/10/2022, dự án giải ngân được 9,569 tỷ đồng, đạt 61.8% kế hoạch năm 2022 (15,484 tỷ đồng). Giai đoạn 2021-2025: Ước tính đến 31/10/2022, dự án giải ngân được 949 tỷ đồng, đạt 11.1% kế hoạch năm 2022 (8,591 tỷ đồng).
- **Ngân hàng:** NIM có thể giảm nhẹ. Trong 9T2022, NIM trung bình của các NH niêm yết tăng 31bps YTD dựa vào giảm tỷ trọng huy động tiền gửi và lợi suất của tài sản sinh lời tăng. Việc thắt chặt tính sách tiền tệ và nâng lãi suất sẽ làm gia tăng chi phí huy động của các tổ chức tín dụng. Tuy nhiên, theo quan sát, các NHTM cũng đã điều chỉnh lãi suất huy động (mốc tham chiếu cho việc tính lãi suất cho vay) từ giữa năm 2022, vì vậy, chúng tôi cho rằng ảnh hưởng của việc tăng lãi suất lên NIM của ngân hàng sẽ không quá tiêu cực, đặc biệt là các ngân hàng trong nhóm chúng tôi theo dõi.
- **Dệt may:** XK tiếp tục tăng trưởng nhưng tốc độ chậm lại. Trong T10/2022 và 10T2022, giá trị XK hàng dệt may Việt Nam ước đạt 2.8 tỷ USD (+5.7% CK) và 31.8 tỷ USD (+21.9% CK). Mặc dù giá trị XK đi ngang so với T9, tốc độ tăng trưởng trong T10 giảm khi so với mức 24.1% CK trong tháng trước. Hoạt động sản xuất mùng may mặc có dấu hiệu chậm lại trong T10 khi IIP T10/2022 và 10T2022 tăng lần lượt 5.5% CK và 19.2% CK (so với 24.2% CK và 22.5% CK trong T9 và 9T 2022).

Các cổ phiếu khuyến nghị

Luận điểm đầu tư	Ngành	Khuyến nghị Mua/Tăng Tỷ Trọng (Giá mục tiêu 12T: VND/Lợi nhuận kỳ vọng)			
FDI giải ngân	Khu công nghiệp	PHR	IDC		
		61,300	57,200		
		50%	30%		
Tiêu dùng phục hồi	Bán lẻ/Tiêu dùng	MWG	PNJ	VNM	
		71,700	134,100	90,000	
		49%	33%	15%	
Tiêu dùng phục hồi	Tiện ích	VSH	BWE	PPC	GAS
		45,400	55,300	18,000	133,600
		33%	26%	25%	21%
Tăng trưởng xuất nhập khẩu	Cảng biển	GMD	DVP		
		57,000	56,000		
		25%	13%		
	Khác	FPT	AST	VCG	VEA
		102,200	69,500	20,700	51,700
		38%	34%	31%	30%

Nguồn: Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam. Lợi nhuận kỳ vọng so với giá đóng cửa ngày 2/11/2022

Khu công nghiệp – Tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao

Kết quả kinh doanh Q3/2022 kỳ vọng duy trì ở mức cao mặc dù bối cảnh kinh tế chung có tín hiệu chậm lại

Chúng tôi kỳ vọng trong các tháng cuối 2022 kết quả kinh doanh vẫn duy trì được tín hiệu khả quan nhờ việc ghi nhận các MOUs đã ký kết trước đó đối với các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn như IDC, BCM, VGC, ...

Theo báo cáo thị trường của Cushman & Wakefield trong Q3/2022:

- Tại thị trường KCN phía Nam, tỷ lệ lấp đầy của các KCN được duy trì ở mức cao quanh 88% (+3% CK) với tổng diện tích đất công nghiệp đạt 27,780ha (không có nguồn cung mở mới). Trong thời gian tới, thị trường KCN phía Nam dự kiến đón thêm nguồn cung mới đến từ một số dự án tiêu biểu như: KCN VSIP 3 (1000 ha), KCN NTC3 – mở rộng (346 ha), KCN Phước An (330 ha), ...
- Thị trường nhà xưởng xây sẵn (RBF) vẫn cho thấy mức tiềm năng lớn trong Q3/2022 với tỷ lệ lấp đầy ở mức 92% (+7% QoQ; +1% CK). Hiện tại, khu vực TP.HCM có mức giá thuê bình quân khoảng US\$6/tháng (mức cao giá cao nhất trong mảng này), tuy nhiên với nguồn cung đất hạn hẹp, thị trường RBF đã và đang hình thành làn sóng dịch chuyển sang các khu vực thành phố vệ tinh như Long An, Đồng Nai, ...

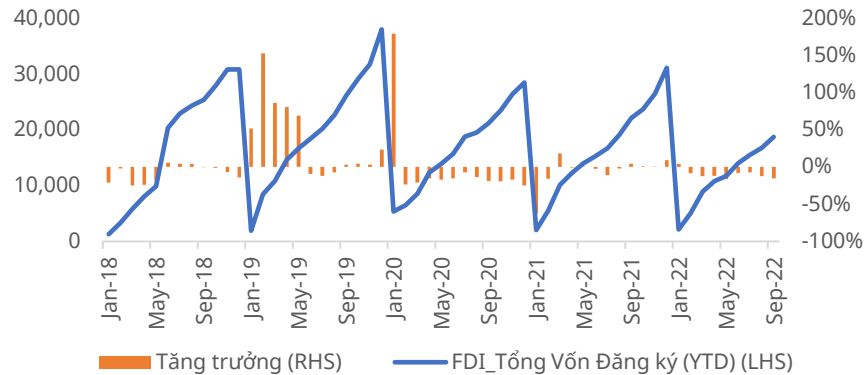
Rủi ro:

- Chi phí đền bù đã tăng mạnh trong thời gian gần đây sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến các dự án mới, và về dài hạn sẽ có thể gây áp lực giảm biên lợi nhuận của các DN. Nổi bật, chi phí GPMB cho năm 2022 của SZC ở khu vực tỉnh BR-VT dự kiến có đơn giá cao hơn khoảng 2.3 lần so với 2019.
- Sự chậm lại của nền kinh tế toàn cầu nói chung trong bối cảnh lạm phát ở mức cao, chưa có tín hiệu dừng lại, và việc hầu hết các NHTW trên thế giới vẫn đang duy chính sách tiền tệ thắt chặt sẽ có thể làm chậm đi dòng vốn đầu tư của các doanh nghiệp FDI vào thị trường Việt Nam.

Khu công nghiệp – Tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao

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

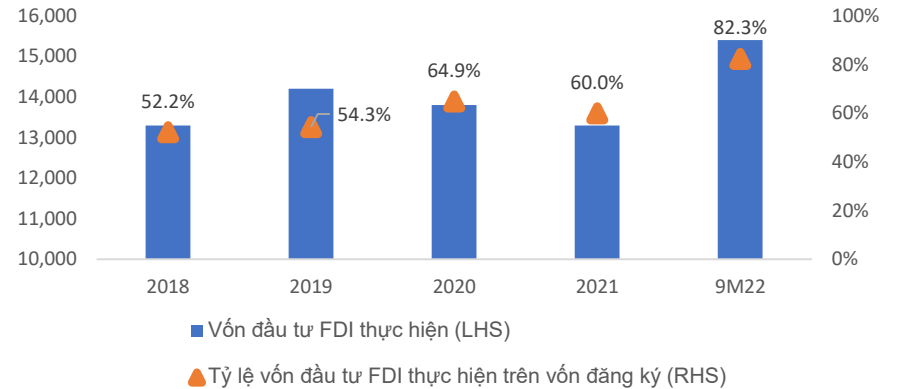
(Triệu USD)



Nguồn: Fiinpro, Mirae Asset Vietnam Research

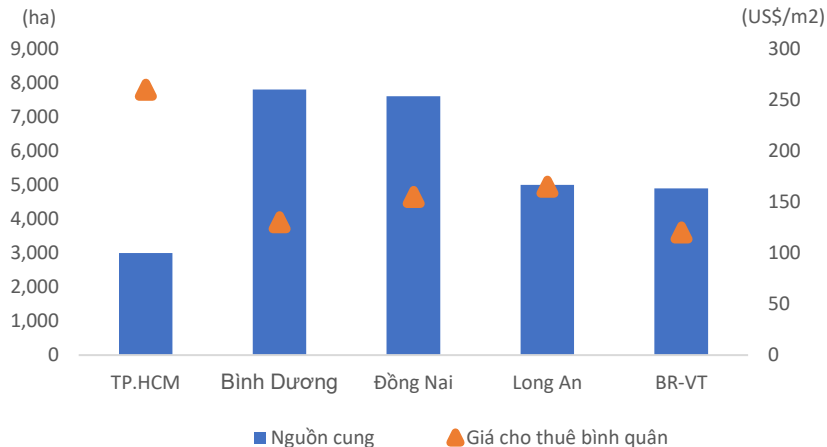
Tỷ lệ giải ngân trên vốn đăng ký ghi nhận kỷ lục đến từ việc: 1) Vốn đăng ký thấp; 2) Các dự án được giải ngân sau trì trệ 2020-2021

(Triệu USD)



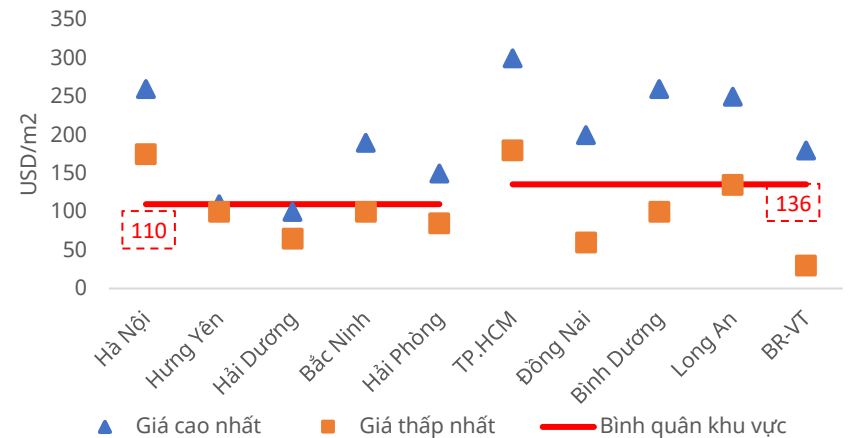
Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Mirae Asset Vietnam Research

Nguồn cung và mức giá cho thuê phía Nam Q3/2022



Nguồn: Cushman & Wakefield, Mirae Asset Vietnam Research

Mức giá chào thuê trong Q2/2022



Nguồn: CBRE, Kland, Mirae Asset Vietnam Research

Tiềm năng lớn từ quỹ đất khu công nghiệp

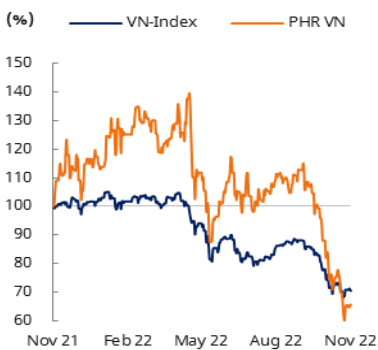
Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	61,300
Thị giá (02/11/22)	41,000
Lợi nhuận kỳ vọng	50%

LN HDKD (22F, tỷ đồng)	1,028
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	Na
Tăng trưởng EPS (22F, %)	115
P/E (22F, x)	5.3
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,549
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	135
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	32.0
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	11.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	37,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	90,700
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-20.5-38.0-35.5
Tương đối	-15.3-14.9-6.3

Điểm nhấn đầu tư

- Trong Q3/2022, PHR ghi nhận doanh thu đạt 522 tỷ (+0% CK) và lợi nhuận ròng đạt 140 tỷ (-17.6% CK). Chúng tôi cho rằng trong Q4/2022, PHR sẽ tiếp tục nhận 341 tỷ tiền đền bù từ VSIP 3. Tính chung 9T2022, doanh thu đạt 1,132 tỷ (-12% CK) và lợi nhuận ròng đạt 468 tỷ (+53% CK).
- Chúng tôi dự phóng sản lượng thương phẩm cao su năm 2022 và năm 2023 của PHR lần lượt đạt 35,931 tấn (+1.5% CK) và 37,652 tấn (+5% CK). Với kịch bản giá cao su năm 2022 và 2023 lần lượt đạt 42.5 triệu đồng/tấn (-6% CK) và 40.4 triệu đồng/tấn (-5% CK), doanh thu dự phóng cho mảng cao su và chế biến gỗ là 1,697 tỷ (+0.3% CK) và 1,746 tỷ (+3% CK).
- Từ năm 2022 – 2023, PHR sẽ ghi nhận mức cổ tức lớn hơn từ KCN Nam Tân Uyên 3 và VSIP 3. Chúng tôi dự phóng tổng lợi nhuận được chia và cổ tức nhận được từ NTC và VSIP 3 năm 2022 / 2023 đạt 128.5 tỷ / 478.5 tỷ đồng.
- Về mảng KCN, PHR chủ yếu chỉ còn đất từ KCN Tân Bình 1 với tổng diện tích là 15ha. Chúng tôi giả định PHR sẽ cho thuê được 7ha trong năm 2022 với giá USD115/m2 và 8ha trong năm 2023 với giá USD130/m2, doanh thu dự phóng lần lượt sẽ đạt 192 tỷ (+0% CK) và 249 tỷ (+30% CK).
- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng trừ cổ đông thiểu số của PHR trong năm 2022 / 2023 ở mức 1,028 tỷ đồng (+115% CK) và 1,135 tỷ đồng (+10% CK).
- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần với giá trị của PHR theo phương pháp FCFF là 6,514 tỷ đồng. Giá trị chiết khấu (NPV) của cổ phần PHR trong VSIP 3 và NTC lần lượt là 1,930 tỷ đồng và 792 tỷ đồng. Tổng cộng, chúng tôi định giá giá trị mỗi cổ phiếu PHR đạt VND 61,300/cp, tỷ suất cổ tức theo thị giá hiện tại ở mức hấp dẫn đạt 10%.



Năm (31/12)	12/18	12/29	12/20	12/21	12/22F	12/23F
Doanh thu (Tỷ VND)	1,558	1,639	1,632	1,945	1,917	2,028
Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND)	171	235	275	370	261	304
Biên LNHD (%)	11.0%	14.4%	16.9%	19.0%	13.6%	15.0%
LN/R (tỷ VND)	628	450	1,082	478	1,028	1,135
EPS (VND)	4,637	3,320	7,985	3,524	7,589	8,375
ROE (%)	24.6%	19.3%	35.2%	17.2%	30.2%	28.7%
P/E (x)	6.2x	9.0x	6.6x	20.6x	5.3x	4.8x
P/B (x)	0.8x	0.8x	1.1x	1.8x	1.3x	1.2x

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

Động lực tăng trưởng từ khu công nghiệp

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	57,200
Thị giá (02/11/22)	44,000
Lợi nhuận kỳ vọng	30%

LNST (22F, tỷ đồng)	2,293
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (22F, %)	359
P/E (22F, x)	6.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	14,520
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	330
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	64.9
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	0.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	37,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	88,182
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-3.7-8.5-33.6
Tương đối	1.414.6-4.4

Tóm tắt KQKD

- 9T2022 tiếp tục ghi nhận kết quả kinh doanh ấn tượng với doanh thu và lợi nhuận ròng đạt 7,034 tỷ đồng (+118% svck) và 2,104 tỷ đồng (+364% svck) nhờ: 1) Ghi nhận doanh thu một lần tại KCN Phú Mỹ 2, Phú Mỹ 2 mở rộng, KCN Hựu Thạnh; 2) Hồi tố KCN Mỹ Xuân B1 với giá trị khoảng 461 tỷ đồng; 3) Các mảng hoạt động kinh doanh khác phục hồi trở lại sau ảnh hưởng của dịch. Chúng tôi cho rằng trong Q4/2022, IDC nhiều khả năng sẽ thực hiện quyết toán vốn đầu tư KCN Mỹ Xuân B1 và ghi nhận doanh thu 1 lần khoản 641 tỷ doanh thu chưa thực hiện dài hạn còn lại tính đến cuối Q3/2022. Theo đó, KQKD Q4 và cả năm 2022 có khả năng vượt kỳ vọng của chúng tôi.

Điểm nhấn đầu tư

- Quỹ đất KCN lớn với vị trí thuận lợi:** Quỹ đất thương phẩm còn lại sẵn sàng cho thuê tính đến hết Q2/2022 đạt khoảng 758 ha với 5 dự án tại các tỉnh công nghiệp hai miền Bắc – Nam. Các KCN của IDC đều được giải phóng mặt bằng từ trước với chi phí thấp, đối với các KCN ở phía Bắc - hầu hết là đất lúa nên GPMB theo đơn giá nhà nước. Tại các khu vực kinh tế có sức hấp dẫn mà KCN của IDC hiện hữu đều ghi nhận mức giá cho thuê tăng cao, và nguồn cung đất công nghiệp tại đây cũng trở nên hạn hẹp, vì vậy, chúng tôi cho rằng giá cho thuê tiếp tục duy trì ở mức cao trong thời gian tới.
- KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng sẽ trở thành động lực dẫn dắt trong giai đoạn 2022-2023:** KCN có lợi thế cạnh tranh khi nằm trong khu cảng Cái Mép – Thị Vải, và là 2 trong 4 KCN có vị trí cảng nước sâu tại BR-VT với mức giá thuê thương phẩm hiện tại đạt \$125/m² (+14% CK), và dự kiến sẽ duy trì đà tăng nhờ vị trí đặc biệt của KCN và nhu cầu đầu tư vào khu vực này vẫn ở mức cao.
- Mảng năng lượng mở rộng:** Hiện IDC đã được cấp giấy phép truyền tải và phân phối điện lực tại KCN Hựu Thạnh với trạm biến áp 189 MW (3x63 MW). Sự gia tăng tỷ lệ lấp đầy của KCN Hựu Thạnh sẽ làm động lực tăng trưởng rõ rệt nhất cho mảng năng lượng trong giai đoạn 2022-2026 với CAGR dự phóng đạt 9%/năm và nâng tổng sản lượng mục tiêu lên 2.2-2.3 tỷ kWh (từ mức quanh 1.5 tỷ kWh như hiện tại).



	FY (31/12)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)		4,929	5,356	4,301	8,484	7,920	9,411
LNHĐ (tỷ đồng)		559	1,236	477	3,141	2,474	2,823
Biên LNHĐ		11.3	23.1	11.1	37.0	31.2	30.0
LNST (tỷ đồng)		345	873	454	2,293	1,795	2,133
EPS (VND)		1,149	2,911	1,514	6,948	5,441	6,463
ROE		8.2	19.0	9.1	41.1	27.9	29.7
P/E (x)		14.2	10.7	43.1	6.4	8.1	6.8
P/B (x)		1.4	2.2	5.0	3.0	2.7	2.4

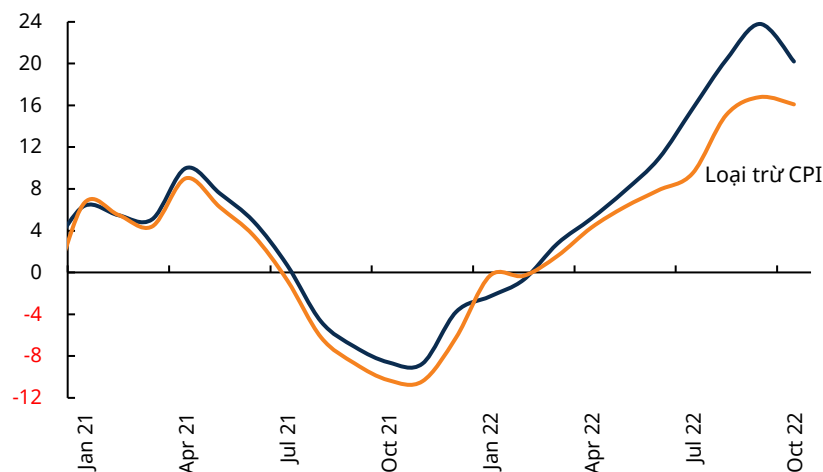
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Bán lẻ - Duy trì triển vọng tích cực

Áp lực gia tăng từ lạm phát và tỷ giá

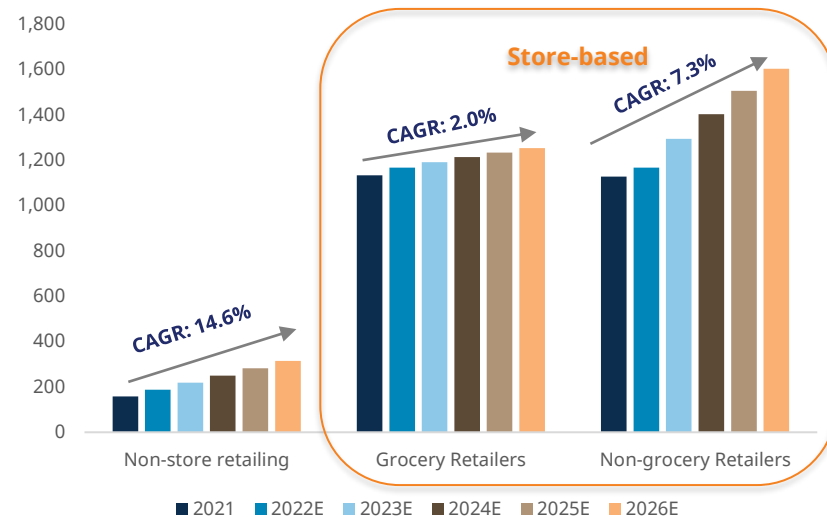
- Áp lực lạm phát tăng dần ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng ngành trong ngắn hạn. Lạm phát đến cuối T10/2022 ghi nhận mức tăng tăng 4.16% so với T12/2021 và tăng 4.3% CK do các tác nhân chính: 1) tăng giá của các dịch vụ giáo dục do kết thúc các chương trình giảm học phí liên quan đến dịch COVID cũng như giá điều chỉnh tăng tại một số địa phương; và 2) nhu cầu thuê tăng dẫn đến giá thuê tăng cũng như giá dịch vụ sửa chữa và bảo dưỡng nhà tăng. Giá xăng trong nước có chiều hướng tăng trở lại từ tháng 10 và sức mạnh đồng nội tệ suy yếu gia tăng áp lực lạm phát trong nước, có thể dẫn đến suy giảm nhu cầu mua sắm trong Q4/2022 và năm 2023. Nhằm ứng phó với các tác nhân trong và ngoài nước lên lạm phát, Chính phủ cũng đã phần nào nới lạm phát định hướng cho 2023 từ mức trần là 4% trong các năm liền trước lên mức 4.5%.
- 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 (+11% CK) trong 9T2022; 2) tỷ lệ thất nghiệp đang trên đà giảm từ mức đỉnh là 4% trong giai đoạn giãn cách vào Q3/2021 về 2.28% trong Q3/2022; 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 bền vững. Trong nửa sau năm 2022, tăng trưởng bán lẻ ghi nhận ở mức cao nhờ nền thấp cùng kỳ, tuy nhiên, các yếu tố bất ổn vĩ mô như tăng lãi suất và lạm phát cao sẽ tạo áp lực lên ngành bán lẻ trong giai đoạn năm 2023. Nhìn chung, tuy lạm phát sẽ gây một áp lực nhất định lên tiêu thụ nội địa trong ngắn hạn, 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 (% CK)



Nguồn: GSO, Euromonitor, Mirae Asset Vietnam

Xu hướng ngành bán lẻ (doanh thu nghìn tỷ VNĐ)



Kỳ vọng đột phá

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	71,700
Thị giá (02/11/22)	48,000
Lợi nhuận kỳ vọng	49%

LNST (22F, tỷ đồng)	5,481
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	Na
Tăng trưởng EPS (22F, %)	-45
P/E (22F, x)	13.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	72,592
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)	46,800
Cao nhất 52 tuần (VND)	81,400
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-18.7-32.3-23.0
Tương đối	-13.5-9.26.3

Tóm tắt KQKD

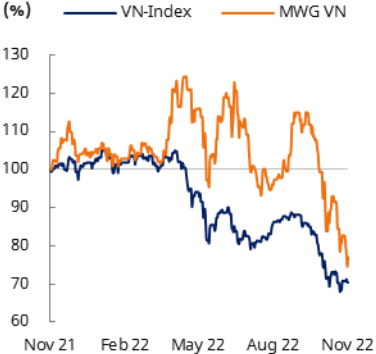
- Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của CTCP TGDĐ (MWG) dần phục hồi trong Q3/2022 nhờ nền thấp do ảnh hưởng của các đợt giãn cách cùng kỳ. Lợi nhuận ròng ghi nhận mức tăng trưởng 15.4% trong quý 3. Lũy kế 9T2022, doanh thu và LNST đạt 102.8 nghìn tỷ và 3.5 nghìn tỷ, tăng lần lượt 18% và 4% svck.

Điểm nhấn đầu tư

- Hoàn thành tái cấu trúc BHX:** Bằng việc đóng cửa các cửa hàng không hiệu quả cũng như thiết kế lại cửa hàng cả về trưng bày và danh mục hàng hóa, doanh thu trên mỗi cửa hàng tăng trưởng rõ rệt trong thời gian ngắn. Kể từ T4/2022 khi MWG khởi động chiến dịch tái cơ cấu BHX, 414 cửa hàng đã đóng cửa, chiếm 19.3% số lượng cửa hàng giai đoạn đỉnh. Từ tháng 8, doanh thu trung bình hàng tháng trên mỗi cửa hàng đạt 1.36 tỷ, tăng 33% so với Q1/2022. Từ đây đến cuối năm, BLĐ đề ra mục tiêu tăng doanh thu hàng tháng của cửa hàng lên mức 1.5-1.6 tỷ. Ngoài mục tiêu tăng doanh thu, BHX cũng kỳ vọng đạt điểm hòa vốn cuối năm 2022.
- Thách thức đi kèm cơ hội:** So với doanh nghiệp cùng ngành như FRT, nợ/vốn chủ của MWG thấp hơn gần 3 lần. Nợ ròng chỉ chiếm khoảng 67.6% VCSH vào cuối Q3/2022 (-11.35%p YoY). Với tỷ lệ đòn bẩy tài chính tương đối thấp, lợi nhuận của MWG sẽ ít bị ảnh hưởng bởi việc tăng lãi suất. Ngoài ra, nếu BHX có khả năng đạt điểm hòa vốn và tiếp tục duy trì, MWG có thể tái khởi động việc mở rộng chuỗi trong thời gian tới. Tuy nhiên, việc tăng doanh thu trên mỗi cửa hàng có thể một phần do lưu lượng kết chuyển từ các cửa hàng cũ đã đóng cửa, vì vậy, tính bền vững của việc doanh thu tăng vẫn cần thời gian quan sát thêm.

Định giá

- Dựa trên kết quả 9T2022, những điều chỉnh dự phóng KQKD và chi phí vốn do đợt tăng lãi suất, chúng tôi giảm giá mục tiêu MWG xuống 71,700VNĐ/cp (từ 81,600VNĐ/cp), tương đương với mức P/E mục tiêu 2023 là 17.6x.



FY (31/12)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	102,174	108,546	122,958	139,018	155,061	168,753
LNHĐ (tỷ đồng)	4,977	5,216	5,888	7,143	8,022	9,395
Biên LNHĐ (%)	4.9	4.8	4.8	5.1	5.2	5.6
LNST (tỷ đồng)	3,836	3,920	4,901	5,481	5,955	7,195
EPS (VND)	8,916	8,838	7,008	3,799	4,068	4,772
ROE (%)	36.32	28.38	27.34	24.09	21.60	21.75
P/E (x)	5.72	5.77	7.28	13.42	12.54	10.69
P/B (x)	1.86	1.50	1.78	2.97	2.56	2.19

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

Duy trì hồi phục

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	134,100
Thị giá (02/11/22)	101,100
Lợi nhuận kỳ vọng	33%

LNST (22F, tỷ đồng)	1,714
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	1,836
Tăng trưởng EPS (22F, %)	63.6
P/E (22F, x)	14.9
Vốn hóa (tỷ đồng)	25,092
SL cổ phiếu (triệu)	246
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	82.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN(%)	49.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	91,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	131,100

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-4.7	-5.8	-1.9
Tương đối	5.1	18.4	27.4

Luận điểm đầu tư

- PNJ ghi nhận sự hồi phục mạnh (từ mức thấp CK), hoàn thành KH năm trong 9T2022, với doanh thu thuần ghi nhận 25,574 tỷ đồng (+104.4% CK, tương đương 99% kế hoạch năm) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,340 tỷ đồng (+132.7% CK, tương đương 101.5% kế hoạch năm), nhờ vào sự hồi phục của thị trường bán lẻ, các chương trình marketing triển khai hiệu quả, nhu cầu đầu tư vàng trong bối cảnh áp lực lạm phát và bất ổn về địa chính trị. Biên lợi nhuận gộp giảm xuống 17.4% (từ mức 18.5% trong 9T2021), do sự thay đổi cơ cấu hàng bán của kênh bán lẻ.
- Dự địa tăng trưởng ở các khu vực ngoài Thành phố Hồ Chí Minh
 - Theo nghiên cứu của McKinsey Global Institute, tốc độ tăng trưởng số lượng hộ gia đình trung lưu ở các thành phố nhỏ hơn (và thậm chí cả khu vực nông thôn) đang vượt xa Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh, với tốc độ hàng năm 2020–2030 là khoảng 8%, so với 5% của hai thành phố lớn.
 - Đây là cơ hội để PNJ mở rộng chuỗi cửa hàng tại các khu vực ngoài TP.HCM. PNJ có kế hoạch mở thêm các cửa hàng mới tại các thành phố cấp 1, cũng như cấp 2 và cấp 3, với số lượng cửa hàng mở trung bình dự kiến là 30-40 cửa hàng/năm.
 - 9T2022, PNJ đã mở thêm 12 cửa hàng mới, đạt tổng số 354 cửa hàng trên toàn quốc. Trong đó, 30% tại Thành phố Hồ Chí Minh; trong khi đó, 7.4% ở Hà Nội và 21.2% ở 13 thành phố lớn tiếp theo tính theo đóng góp GDP.
- Mở rộng công suất
 - Vị thế của công ty dự kiến tiếp tục được củng cố bằng cách tăng công suất của các nhà máy cũ và có kế hoạch xây dựng nhà máy thứ ba trong tương lai. Hoạt động sản xuất tại hai nhà máy hiện tại của PNJ đã gần hết công suất. PNJ tiếp tục nâng cấp nhà máy Long Hậu (công suất sản xuất hiện tại là 2 triệu sản phẩm/năm) và nâng công suất sản xuất Nhà máy Gò Vấp (từ 4 triệu sản phẩm/năm lên 4.1 triệu sản phẩm/năm).



FY (31/12)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F
Doanh thu (tỷ đồng)	14,571	17,001	17,511	19,547	29,261	35,575
LN HĐKD (tỷ đồng)	1,263	1,623	1,508	1,409	2,254	2,739
Biên LN HĐKD (%)	8.7	9.5	8.6	7.2	7.7	7.7
LNST (tỷ đồng)	960	1,194	1,069	1,029	1,714	2,105
EPS (VND)	4,107	4,986	4,308	4,197	6,866	8,436
ROE (%)	26.3	26.7	20.0	17.0	23.3	22.2
P/E (x)	17.0	17.2	18.8	22.9	14.9	12.1
P/B (x)	4.2	4.2	3.5	3.6	2.7	2.3

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

Đón đà phục hồi

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

(Lần đầu)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	90,000
Thị giá (02/11/22)	78,300
Lợi nhuận kỳ vọng	15%

LNST cổ đông cty mẹ (22F, tỷ đồng)	9,420		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	N/A		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	-10.6%		
P/E (22F, x)	19.3		
Vốn hóa (tỷ đồng)	163,644		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,090		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	35.2		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	55.5		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	64,500		
Cao nhất 52 tuần (VND)	91,100		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	12.8	14.0	-9.3
Tương đối	18.1	37.1	20.0

Điểm nhấn đầu tư

- Biên lợi nhuận gộp dự kiến cải thiện từ Q4/2022 nhờ giá nguyên liệu bột sữa giảm.** Theo Rabobank, giá nguyên liệu bột sữa thế giới có thể đã đạt đỉnh vào Q1/2022 và dự kiến sẽ giảm trong nửa cuối năm (xuống ngang mức 2021) nhờ nguồn cung sữa thế giới phục hồi và nhu cầu bột sữa từ Trung Quốc suy giảm do các chính sách phong tỏa COVID. Hiện công ty đã chốt giá bột sữa đến hết T8/2022, dự kiến chi phí đầu vào sẽ cải thiện từ Q4/2022 trở đi. Ngoài ra, trong 6T2022, công ty đã thực hiện điều chỉnh tăng giá một số sản phẩm 4-10% so với mức đầu năm.
- Nỗ lực mở rộng chuỗi giá trị từ trang trại, nhà máy đến hệ thống phân phối.** Dự án trang trại bò Mộc Châu (4,500 con) và Lao-Jagro (24,000 con) được kỳ vọng sẽ cung cấp thêm khoảng 69 triệu lít/năm, nâng khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào của VNM lên thêm 5% khi đi vào hoạt động 2023. Theo đó, chúng tôi dự phóng mức độ tự chủ nguyên liệu của VNM sẽ tăng từ 28% lên 33%. Ngoài ra, công ty đã lên kế hoạch khởi công siêu nhà máy sữa Hưng Yên vào Q4/2022. Dự kiến giai đoạn 1 của nhà máy sẽ đi vào hoạt động cuối năm 2025 và chúng tôi kỳ vọng sẽ đóng góp thêm khoảng 11-14% vào doanh thu 2026. Đối với mảng phân phối nội địa, chuỗi Giấc mơ sữa Việt dự kiến mở thêm 120 cửa hàng, nâng tổng số cửa hàng lên khoảng 700 vào cuối năm 2022. Bên cạnh đó, VNM sẽ tiếp tục M&A với các công ty sữa tại các quốc gia khác nhằm mở rộng thị phần quốc tế.
- Kỳ vọng nguồn thu nhập mới đến từ dự án bò thịt với tập đoàn Sotjitz Nhật Bản.** Ban Lãnh Đạo dự kiến mảng bò thịt sẽ đem về 2,000-3,000 tỷ đồng doanh thu hằng năm khi sản phẩm chính thức bán ra thị trường cuối năm 2023.
- Tiềm lực tài chính vững mạnh.** Giữ vị thế đầu ngành sữa với tổng thị phần đạt 55.5% về giá trị trong 2021, VNM có nền tảng tài chính vững chắc với lượng tiền và tiền gửi lớn đạt 44% tổng tài sản tại cuối Q3/2022. Tiền ròng (sau khi trừ các khoản vay) đạt khoảng 12,900 tỷ đồng đến cuối Q3/2022. Chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt của VNM được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức cao với tỷ lệ 40-50%/mệnh giá trong giai đoạn 2022-2026.



FY (31/12)	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Doanh thu (tỷ đồng)	52,562	56,318	59,636	60,919	61,804	64,690
LNHD (tỷ đồng)	11,212	12,182	12,263	11,760	10,439	12,177
Biên LNHD (%)	21.3	21.6	20.6	19.3	16.9	18.8
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	10,227	10,581	11,099	10,532	9,420	10,777
EPS (đồng)	5,285	5,468	4,780	4,536	4,056	4,641
ROE (%)	41.6	39.7	37.8	32.7	28.4	31.1
P/E (x)	14.0	13.5	15.5	16.3	19.3	16.9
P/B (x)	5.0	4.7	4.9	4.7	4.8	4.5
Cổ tức/thị giá (%)	5.6	6.1	5.5	5.2	4.9	5.0

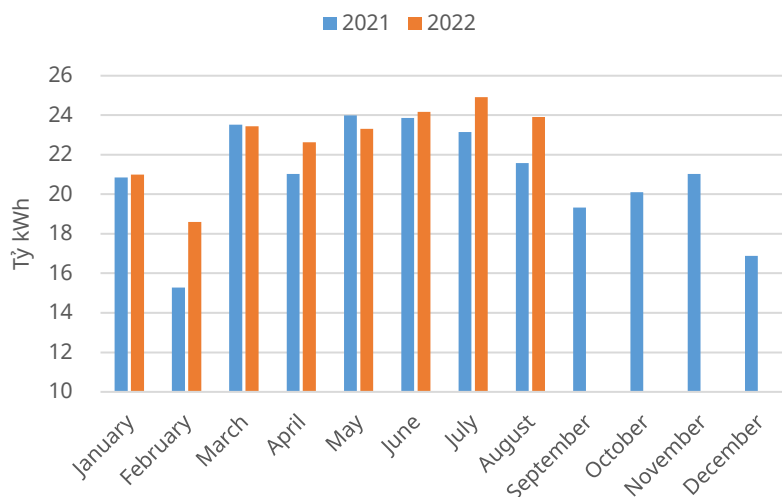
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Năng lượng điện – Tăng cường nhập khẩu điện từ Lào

Quy định phương pháp xây dựng khung giá phát điện nhà máy điện mặt trời, điện gió chuyển tiếp

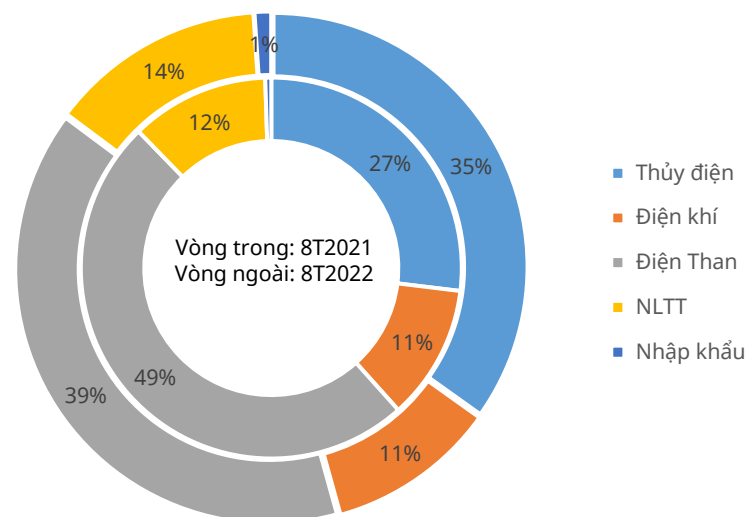
- Theo EVN, sản lượng sản xuất điện Việt Nam tăng 11% CK trong T8/2022 và 5% trong 8T2022, tăng tốc so với tốc độ tăng trưởng 7.6% CK trong T7/2022 và 4.2% CK trong 7T2022. Thủy điện là loại hình ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng cao nhất trong T8 (+30% CK) và 8T2022 (+36% CK). Đáng chú ý, sản lượng nhiệt điện khí hồi phục với mức tăng trưởng 24% CK trong T8/2022 (8T2022: -0.6% CK), trong khi năng lượng tái tạo (NLTT) ghi nhận mức giảm nhẹ 2.4% CK trong T8/2022 (8T2022: +23% CK). Ngược lại, sản lượng nhiệt điện than giảm 7.6% CK trong T8/2022 và 16% CK trong 8T2022. Dự kiến sản lượng tiêu thụ điện bình quân toàn hệ thống tăng 18.6% CK trong T9/2022.
- PVGas thông báo nhà thầu Hibiscus dừng cấp khí PM3-Cà Mau để di chuyển giàn khoan ra khỏi khu vực giàn BRB dẫn đến khả năng cấp khí cho điện trong các ngày từ 17/10-19/10 khoảng 0 - 1,1 triệu m3/ngày. Theo Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia, lượng khí cung cấp khi đó chỉ đủ vận hành tối đa 16% so với công suất đặt nhà máy.
- Công trình đường dây 220kV Nậm Mô (Lào) - Tương Dương (Việt Nam) đang được đẩy nhanh tiến độ nhằm nhập khẩu điện từ cụm Nhà máy Thủy điện Nậm Mô về Việt Nam, thực hiện Hợp đồng mua bán điện đã được ký kết ngày 04/01/2020 giữa Chính phủ hai nước Việt Nam và Lào. Đến T10/2022, dự án đã đạt 91% tiến độ và dự kiến đóng điện toàn tuyến trong tháng 11/2022.
- Đối với các nhà máy NLTT chuyển tiếp (COD sau khi hết thời hạn ưu đãi giá FIT), ngày 3/10/2022, Bộ Công Thương đã ban hành Thông tư số 15/2022/TT-BCT v/v quy định phương pháp xây dựng khung giá phát điện nhà máy điện mặt trời, điện gió chuyển tiếp. Giá phát điện của nhóm NLTT chuyển tiếp bao gồm các thành phần: 1) giá cố định bình quân và 2) giá vận hành, bảo dưỡng cố định, được xác định dựa trên các yếu tố suất đầu tư, công suất lắp đặt, điện năng giao nhận bình quân nhiều năm... Tỷ suất LNST trên phần vốn góp chủ sở hữu (r_e) được xác định là 12%.

Sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu Việt Nam



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Cơ cấu sản lượng điện sản xuất 8T2022/8T2021



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Thủy văn thuận lợi

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	45,400
Thị giá (02/11/22)	34,100
Lợi nhuận kỳ vọng	33%

LNST (22F, tỷ đồng)	1,082		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	N/A		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	179%		
P/E (22F, x)	7.5		
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,009		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	236		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	21.2		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	11.5		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	26,550		
Cao nhất 52 tuần (VND)	48,000		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.9	-4.0	15.3
Tương đối	4.4	19.2	44.6

Điểm nhấn đầu tư

- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng LNST 2022 từ 848 tỷ đồng lên 1,082 tỷ đồng do sản lượng điện thương phẩm trong quý 3/2022 cao hơn dự kiến. Tuy nhiên, dựa trên điều chỉnh tăng 1.4 điểm % WACC trong mô hình FCFF để phản ánh rủi ro lãi suất gia tăng, giá mục tiêu CP VSH giảm từ 48,700 VNĐ xuống còn 45,400 VNĐ.
- 9T2022, VSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,122 tỷ đồng (+117% CK) và LNST đạt 882 tỷ đồng (+353% CK), lần lượt hoàn thành 105% và 168% kế hoạch cả năm. Lượng mưa lớn hơn ở khu vực Nam Trung Bộ và Tây Nguyên đã giúp lượng nước dự trữ tăng cao và sản lượng điện thương phẩm tăng lên 1,786 triệu kWh (+66% CK). Đồng thời, giá bán điện bình quân của VSH cũng tăng khoảng 33% CK. Tuy nhiên, công ty phát sinh khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 26 tỷ đồng khi đánh giá lại các khoản nợ ngoại tệ và khoản chi phí phải trả cho Tổ hợp Nhà thầu Trung Quốc 35 tỷ đồng trong kỳ.
- Dự án Thương Kontum (220MW) đã đi vào hoạt động từ tháng 4 năm 2021. Nhà máy ước tính cung cấp khoảng 814 triệu kWh điện mỗi năm, nâng tổng công suất sản xuất lên 356MW. Hiện tại, công ty đang đàm phán với EVN để nâng giá bán trung bình của Thương Kontum từ 1,100 đồng/kWh lên 1,300 đồng/kWh. Nếu thành công, lợi nhuận trước thuế (LNTT) của VSH dự kiến sẽ tăng thêm trung bình 200 tỷ đồng/năm.
- Trường hợp dự thảo đề xuất của Bộ Công Thương thay thế Quyết định số 24/2017/QĐ-TTg v/v quy định về cơ chế điều chỉnh mức giá bán lẻ điện bình quân, trong đó cho phép EVN chủ động tăng giá bán lẻ điện bình quân trong phạm vi 1-5% được thông qua, EVN có khả năng tăng giá bán lẻ điện bình quân và phần nào giảm áp lực trong việc đàm phán giá bán của VSH. EVN dự kiến mức giá bán 2022 tăng 2.74% so với giá hiện hành.
- Với kỳ vọng KQKD cuối năm tích cực, công ty mẹ của VSH - TNHH Năng lượng REE, tiếp tục nâng tỷ lệ sở hữu từ 50.45% lên 52.15% trong T10/2022. Cụ thể, REE đã hoàn tất mua thêm 4 triệu cổ phiếu VSH khi thị giá giảm.



	FY (31/12)	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Doanh thu (tỷ đồng)		564	400	341	1,611	2,762	1,823
LNHĐ (tỷ đồng)		324	174	114	770	1,631	827
Biên LNHĐ (%)		57.4	43.5	33.4	47.8	59.1	45.4
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)		307	158	190	388	1,082	437
EPS (đồng)		1,489	766	921	1,642	4,578	1,851
ROE (%)		10.4	5.1	5.9	10.6	24.4	8.8
P/E (x)		23.1	44.9	37.3	20.9	7.5	18.6
P/B (x)		2.4	2.3	2.1	1.8	1.5	1.4
Cổ tức/mệnh giá (%)		2.9	-	-	2.9	2.9	2.9

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

Thoát đáy lợi nhuận

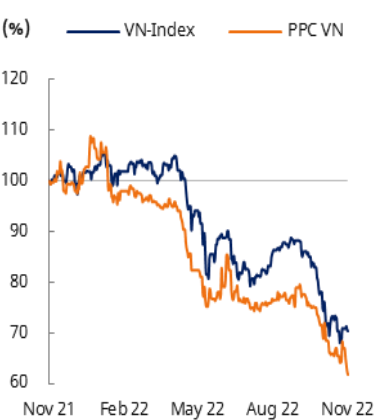
Nguyễn Hoàng Bích Ngọc, ngoc.nhb@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	18,000
Thị giá (02/11/22)	14,400
Lợi nhuận kỳ vọng	25%

LNST (22F, tỷ đồng)	245
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (22F, %)	6
P/E (22F, x)	21.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,569
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	321
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	23.9
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	13.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14,150
Cao nhất 52 tuần (VND)	25,800
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-10.4-23.8-37.8
Tương đối	-5.0-0.6-8.4

Điểm nhấn đầu tư

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



	FY (31/12)	FY19	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
Doanh thu (tỷ đồng)		8,183	7,929	3,868	5,654	7,122	8,064
LNHĐ (tỷ đồng)		1,203	928	(321)	(19)	263	582
Biên LNHĐ (%)		15%	12%	-8%	0%	4%	7%
LNST (tỷ đồng)		1,261	1,011	216	245	657	970
EPS (VND)		3,933	3,153	674	717	1,928	2,845
ROE (%)		22%	16%	4%	5%	13%	19%
P/E (x)		6.6x	7.8x	35.7x	21.1x	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

Dòng tiền ổn định

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	55,300
Thị giá (02/11/22)	44,000
Lợi nhuận kỳ vọng	26%

LNST (22F, tỷ đồng)	824		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	n/a		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	13		
P/E (22F, x)	12.3		
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,257		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	193		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	4.5		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	17.8		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	38,700		
Cao nhất 52 tuần (VND)	62,000		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-8.7	-15.4	-2.7
Tương đối	-3.4	7.8	26.6

Tóm tắt KQKD

- KQKD Q3/2022 ghi nhận tăng trưởng ấn tượng với doanh thu đạt 860 tỷ đồng (+31.9% svck) và lợi nhuận ròng đạt 196 tỷ đồng (+24.1% svck) nhờ: 1) Mức nền thấp trong cùng kỳ do giảm giá nước; 2) Đưa vào vận hành các dự án mới và gia tăng được số đầu ống cấp mới.
- Lũy kế 9T2022, BWE ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 2,440 tỷ đồng (+16.1% svck) và 575 tỷ đồng (+13.8% svck), trong đó sản lượng nước tiêu thụ đạt 135.6 triệu m³ (+5.4% svck). Tỷ lệ thất thoát nước tiếp tục duy trì mức thấp 5% kể từ đầu năm.

Điểm nhấn đầu tư

- BWE đang giữ vị thế độc quyền trong cung cấp nước trên địa bàn tỉnh Bình Dương:** sở hữu 9 nhà máy nước với tổng công suất thiết kế gần 800,000 m³/ngày đêm.
- BWE đã hoàn thành nâng cấp xong 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; 5) Nâng cấp công suất nhà máy nước Chơn Thành từ 30,000 m³/ngày đêm lên 60,000 m³/ngày đêm
- 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 kỳ vọng rằng giá bán nước theo quy định mới sắp tới sẽ duy trì được mức tăng 3%/năm.



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%	19.5%	19.3%
P/E (x)	8.5	11.5	13.2	12.3	11.3	10.1
P/B (x)	1.5	1.8	2.1	2.5	2.3	2.0

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

Dầu khí – Rủi ro địa chính trị

Giá dầu kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức cao trong bối cảnh bất ổn địa chính trị leo thang

Trong cuộc họp tháng 10/2022, OPEC+ đã quyết định giảm 2 triệu thùng/ngày sản lượng dầu tháng 11 so với tháng 10 (tương đương 2% tổng nguồn cung dầu toàn cầu). Mặc dù một số nền kinh tế trên thế giới đang đối mặt với rủi ro suy thoái, OPEC+ vẫn giữ dự kiến duy trì giá dầu ở vùng cao.

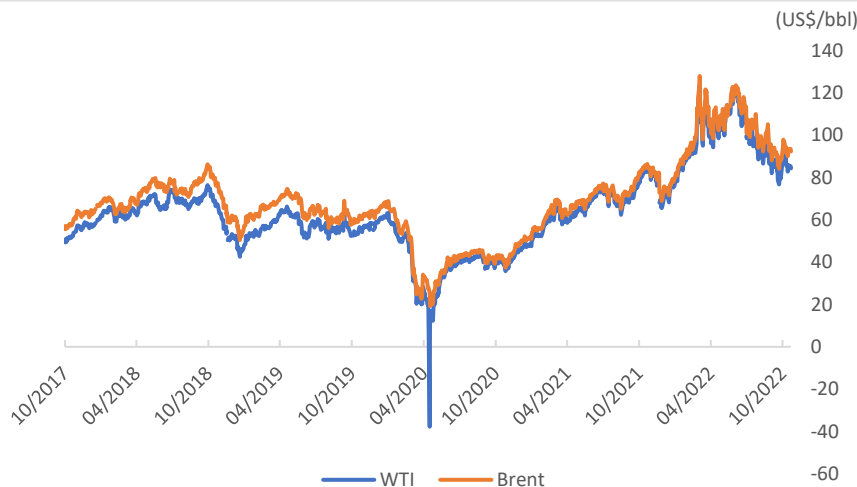
Theo IEA, tỷ lệ lấp đầy các kho khí đốt ở châu Âu đã đạt mức 90% mặc dù xuất khẩu khí đốt từ Nga sang EU giảm 50% sau khi ngưng đường ống Nord Stream 1, trong đó một vài quốc gia đã hoàn tất việc tích trữ cho giai đoạn mùa đông sắp tới. Tỷ lệ này sẽ dự kiến giảm về quanh 25%-30% trong tháng 3/2023 sau khi mùa đông đã qua đi.

Một số dự án tiềm năng trong nước:

Thủ tướng đã ký quyết định phê duyệt Kế hoạch phát triển mỏ Bạch Hổ điều chỉnh và mỏ Kinh Ngự Trẫm – Kinh Ngự Trẫm Nam để mở rộng nguồn cung mới trong tương lai. Sản lượng dầu khí ở cụm mỏ Bạch Hổ chỉ còn khoảng 3 triệu tấn dầu thô/năm và sản lượng cả nước suy giảm tự nhiên 5-8%/năm do các mỏ cũ đã khai thác lâu.

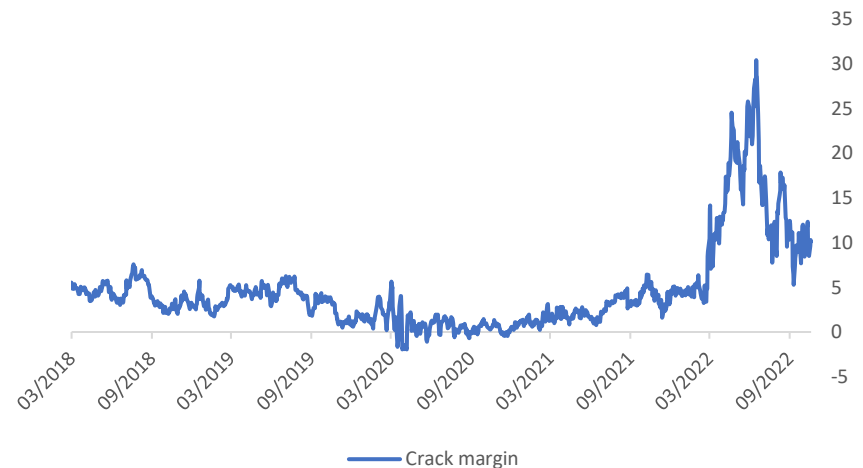
Kho LNG Thị Vải (giai đoạn 1: công suất 1 triệu tấn/năm) theo kế hoạch sẽ đi vào hoạt động trong 6T2023, mở đầu cho xu hướng nhập khẩu LNG và chuyển đổi năng lượng của Việt Nam trong thời gian tới. Theo Năng lượng Việt Nam, Việt Nam sẽ nhập khẩu khoảng 8 tỷ m³ LNG/năm từ năm 2030.

Kỳ vọng giá dầu quanh mức US\$85-95/thùng trong 2T cuối 2022



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

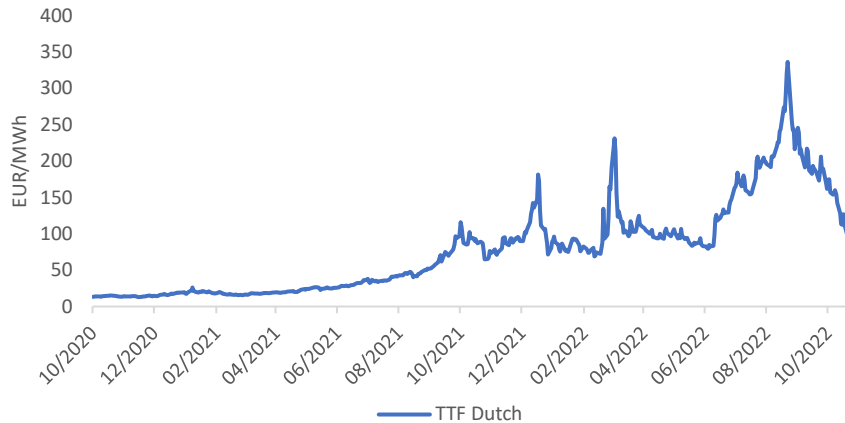
Chênh lệch giá dầu thô và sản phẩm tinh chế sụt giảm mạnh tạo áp lực lên biên lợi nhuận của các nhà máy lọc hóa dầu



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Dầu khí – Rủi ro địa chính trị

Giá khí đốt EU Dutch TTF đã dần hạ nhiệt sau khi tạo đỉnh vào cuối T8/2022. Mỹ xuất khẩu hơn 70% sản lượng LNG vào thị trường EU trong 9T2022 (2021: 21%)



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Giá dầu FO Singapore đang có xu hướng giảm sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận của DCM, DPM



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng. Tổng hợp KQKD 9T2022

Mã CK	DT 9M21	DT 9M22	% svck	Biến động DT	LNST 9M21	LNST 9M22	% svck	Biến động NPAT
OIL	37,801	79,617	110.6%		404	314	-22.4%	
DPM	7,700	14,727	91.3%		1,473	4,439	201.3%	
BSR	66,588	126,741	90.3%		4,021	12,952	222.1%	
DCM	6,048	11,466	89.6%		823	3,263	296.6%	
PVD	2,665	3,902	46.4%		-31	-150	387.8%	
GAS	58,815	78,672	33.8%		6,709	11,544	72.1%	
PVT	5,290	6,609	24.9%		472	630	33.5%	
PVC	1,699	1,982	16.7%		9	1	-84.1%	
PVS	9,651	11,082	14.8%		518	415	-19.8%	
PVP	891	961	7.9%		154	207	34.2%	
Trung bình			70.3%				131.0%	

(*Biến động được tính từ thời điểm Q1/2021)

Nguồn: Fiinpro, Mirae Asset Vietnam Research

Duy trì tăng trưởng

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	133,600
Giá hiện tại (02/11/22)	110,000
Lợi nhuận kỳ vọng	21%

LNST (22F, tỷ đồng)	14,445		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	Na		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	63.7		
P/E (22F, x)	15.0		
Vốn hóa (tỷ đồng)	213,980		
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)	91,000		
Cao nhất 52 tuần (VND)	134,000		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	5.5	1.8	-6.8
Tương đối	10.9	25.1	22.6

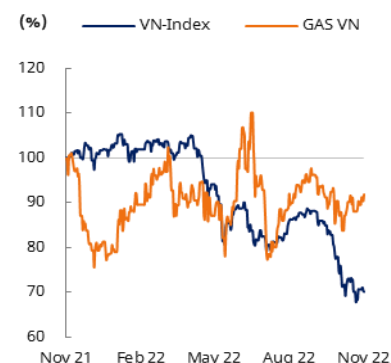
Điểm nhấn đầu tư

Tóm tắt KQKD 9T2022

- GAS ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng trong Q3/2022 đạt 24,329 tỷ đồng (+31.2% svck) và 3,089 tỷ đồng (+25.3% svck). Giá dầu Brent bình quân trong Q3/2022 đạt mức 100.8 USD/thùng (+37% svck) đã hỗ trợ giá khí khô mặc dù sản lượng tiêu thụ giảm 12% svck. Lũy kế 9T2022, doanh thu và lợi nhuận ròng hoàn thành lần lượt 98.3% và 164% kế hoạch của năm 2022.
- Dựa trên KQKD 9T2022, GAS đạt mục tiêu về KQKD cả năm 2022 như sau:
 - Sản lượng bán khí khô tự nhiên 7.75 tỷ m³ (+9.2% CK).
 - Sản lượng LPG sản xuất 2.01 triệu tấn (+0.5% CK).
 - Doanh thu 100,000 tỷ đồng (+27% CK).
 - LNTT đạt 15,500 tỷ đồng (+38% CK).

Rủi ro

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu và LNR thể hiện sự giảm tốc so với Q2/2022 do giá dầu đã tạo đỉnh trong Q2/2022 trong bối cảnh lo ngại về suy thoái kinh tế. Biên lợi nhuận ròng giảm mạnh về 12.4% từ mức 18.4% trong Q2/2022.
- Cuối Q3/2022, GAS có hơn 174 triệu USD nợ dài hạn (chiếm 46% tổng nợ), việc tỷ giá USD/VND tăng mạnh 4.8% đến cuối Q3 đã làm GAS ghi nhận lỗ tỷ giá khoảng 223 tỷ đồng trong 9T2022. Tính đến T10/2022, tỷ giá USD/VND đã tăng khoảng 8.6% kể từ đầu năm và chưa có dấu hiệu dừng lại trong bối cảnh FED còn tăng lãi suất. Chúng tôi cho rằng trong Q4/2022, vấn đề tỷ giá sẽ còn gây áp lực lên biên lợi nhuận của GAS.



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 HKKD (tỷ đồng)	14,581	15,072	9,923	11,173	18,363	20,005
Biên LN HKKD (%)	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	15.0	12.7
P/B (x)	3.7	3.7	3.5	3.4	3.8	3.2

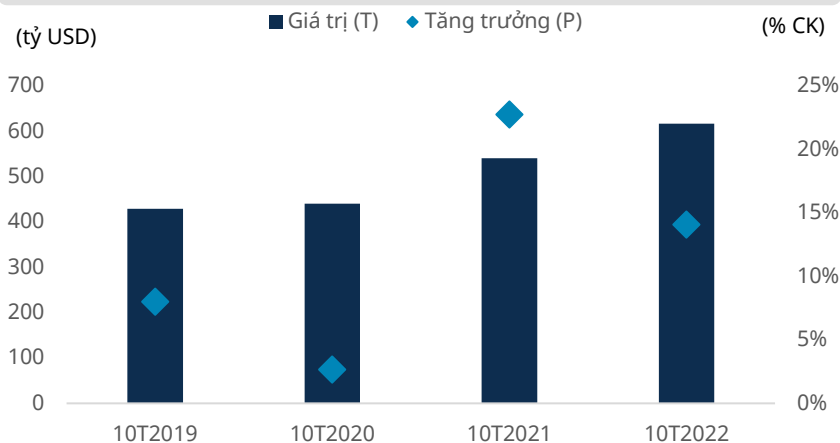
Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Cảng biển – Xuất nhập khẩu tiếp tục tăng trưởng

Giá trị XNK tiếp tục tăng trưởng tốt

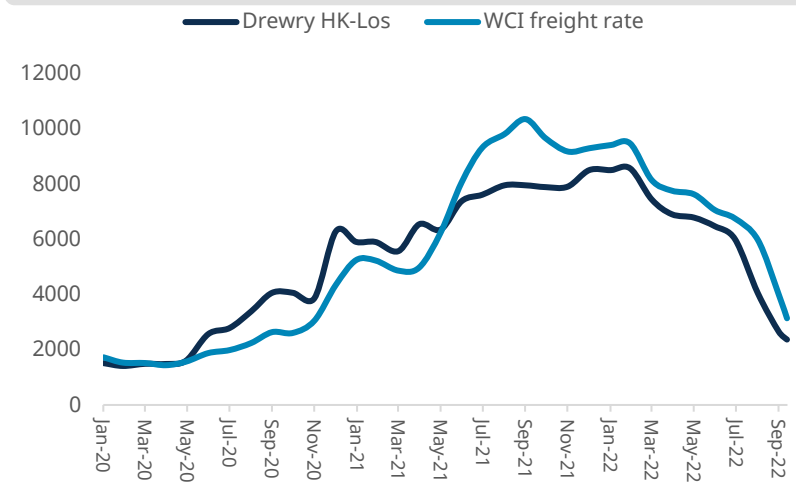
- Giá trị XNK giữ tốc độ tăng trưởng trên 2 chữ số sau 10T2022, ước đạt 616.2 tỷ USD (+14.1% CK), giảm tốc nhẹ so với 9T2022 ở mức 15.1% CK. Thông thường hoạt động XNK sẽ chậm lại trong Q4 hàng năm.
- Số dự án FDI Công nghiệp chế biến, chế tạo còn hiệu lực duy trì tốc độ tăng trưởng quanh 2% CK sau 10T với tổng số DA ước đạt 15,850 DA. Tổng vốn đầu tư đăng ký tăng 7.7% CK, lên mức 257.4 tỷ USD. Dù tốc độ tăng trưởng chậm lại, FDI Công nghiệp tiếp tục giữ mức tăng trưởng dương là yếu tố tích cực hỗ trợ hoạt động XNK.
- Trong 8T 2022, tốc độ tăng trưởng khối lượng thông quan cảng biển cải thiện so với cuối Q2, ước đạt 495.8 triệu tấn (+3.0% CK). KL container thông quan 8T cũng ghi nhận cải thiện hơn, ước đạt 17 triệu TEU (+2.2% CK). Hoạt động thông quan container duy trì mức tăng trưởng dương trong bối cảnh có nhiều lo ngại hoạt động XNK nhiều khả năng bị ảnh hưởng bởi biến động bất lợi từ kinh tế thế giới.
- Chỉ số giá vận tải biển thế giới tiếp tục giảm mạnh trong T10/2022 và hiện đã về mức cuối năm 2020. Với triển vọng tăng trưởng kinh tế chung của thế giới bị ảnh hưởng mạnh bởi: (1) Hoạt động sản xuất ở khu vực châu Âu chịu tác động bởi khủng hoảng năng lượng khi Nga cắt giảm cung khí đốt và sự kiện đường ống Nord Stream bị rò rỉ, (2) Chính sách giãn cách chặt chẽ chống lại dịch COVID ở Trung Quốc và (3) Fed quyết tâm theo đuổi việc nâng lãi suất để giảm lạm phát, chúng tôi cho rằng giá vận tải biển khả năng cao sẽ chịu áp lực giảm trong thời gian tới. Việc này nhìn chung có thể gây bất lợi trực tiếp cho các công ty có tỷ trọng doanh thu lớn đến từ hoạt động vận tải biển.

Giá trị XNK



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Chỉ số giá vận tải biển



Nguồn: Bloomberg (cập nhật đến 28/10/2022), Mirae Asset Vietnam Research

Bứt phá

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	57,000
Thị giá (02/11/22)	47,750
Lợi nhuận kỳ vọng	25%

LNST (22F, tỷ đồng)	1,209
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (22F, %)	58
P/E (22F, x)	15.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	13,924
SL cổ phiếu (triệu)	301
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	95.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	47.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	39,850
Cao nhất 52 tuần (VND)	62,200
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-4.9-17.6-8.7
Tương đối	0.55.620.7

Điểm nhấn đầu tư

- KQKD bứt phá trong Q3/2022:** GMD ghi nhận DT và lợi nhuận gộp Q3/2022 đạt gần 992 tỷ VND (+36.2% CK) và 402.4 tỷ VND (+52.7% CK). Biên LNG tiếp tục tăng và ở mức cao 40.5% (so với mức 36.1% trong Q3/2021). LN từ các công ty liên kết tăng mạnh, đạt hơn 109.4 tỷ VND (+61.3% CK). LNST Q3 ghi nhận hơn 287 tỷ VND (+77.2% CK). LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt gần 244 tỷ VND (+92.8% CK). DT và LNST lũy kế 9T2022 của GMD đạt lần lượt 2,849.7 tỷ VND (+31.4% CK) và 941.4 tỷ VND (+83.6% CK).
- GML và SCS là trụ cột trong cơ cấu LN từ công ty liên kết (CTLK):** Lợi nhuận thuộc về GMD từ GML và SCS trong Q3/2022 đạt lần lượt gần 34.6 tỷ VND và 48.5 tỷ VND, chiếm 31.6% và 44.3% trong tổng LN từ CTLK.
- Dự phóng sản lượng và KQKD năm 2022:** chúng tôi dự phóng sản lượng container thông quan các cảng chính GMD (trừ Gemalink) đạt khoảng 1.9 triệu TEU (+4.2% CK). Sản lượng của cảng Gemalink dự kiến sẽ đạt mức tối đa công suất 1.2 triệu TEU. Sản lượng cảng Dung Quất dự phóng đạt 2.7 triệu tấn (+12.5% CK). Bên cạnh đó, chúng tôi loại trừ thu nhập từ mảng cao su khi GMD định hướng thoái vốn khỏi mảng này. Chúng tôi dự phóng DT và LNST năm 2022 của GMD lần lượt 3,456 tỷ (+7.7% CK) và 1,209 tỷ VND (+67.8% CK).
- Rủi ro trong ngắn hạn:** Triển vọng kinh tế chung của thế giới âm ảm, mặc dù trong Q3 GDP của Mỹ tăng trưởng trở lại ở mức 2.6% CK, nguy cơ nền kinh tế EU gặp rủi ro liên quan đến vấn đề khí đốt nhiều khả năng tạo áp lực giảm cho nhu cầu XNK hàng hóa và vận tải biển ở VN. GMD có hệ thống cảng biển trải dài trên cả nước, do đó có khả năng chịu tác động lớn khi nhu cầu suy giảm. Thêm vào đó, việc FED duy trì định hướng tăng lãi suất để kiềm chế lạm phát tại Mỹ gây áp lực làm mất bằng lãi suất tăng cao, ảnh hưởng đến định giá của cổ phiếu.



Năm (31/12)	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F	12/24F
Doanh thu (Tỷ VND)	2,643	2,606	3,206	3,457	3,542	3,713
Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND)	544	496.3	861.5	1,509.6	1,603.0	1,834.5
Biên LNHD (%)	20.6	19.0	26.9	43.7	45.3	49.4
LNST (tỷ VND)	517	441	721	1,209	1,288	1,482
EPS (VND)	1,602	1,166	1,930	3,049	3,247	3,738
ROE (%)	8.1	6.7	10.2	12.1	12.1	13.1
P/E (x)	14.5	42.0	26.6	15.1	14.2	13.8
P/B (x)	1.2	2.2	2.2	1.6	1.5	1.4

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

Duy trì sự ổn định

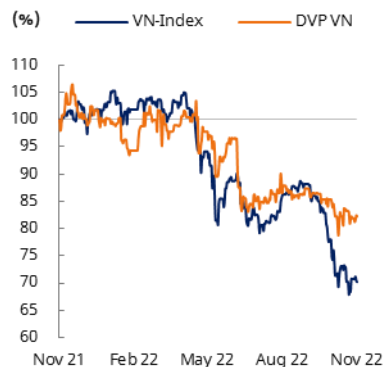
Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	56,000
Thị giá (02/11/22)	49,600
Lợi nhuận kỳ vọng	13%

LNST (22F, tỷ đồng)	340		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	NA		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	0.53		
P/E (22F, x)	7.0		
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,980		
SL cổ phiếu (triệu)	40		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	30.1		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	12.3		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	47,350		
Cao nhất 52 tuần (VND)	65,000		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-2.0	-15.2	-16.1
Tương đối	3.5	8.1	13.3

Điểm nhấn đầu tư

- Doanh thu giảm nhẹ, LNST tăng nhẹ nhờ cổ tức và lãi tiền gửi:** Trong Q3/2022, DVP ghi nhận DT và lợi nhuận gộp lần lượt 146.1 tỷ VND (-6.7% CK) và 74.5 tỷ VND (-2.6% CK). DT hoạt động tài chính tăng lên mức 49.9 tỷ VND (+30.6% CK). Trong đó, cổ tức từ SITC- Đình Vũ tăng mạnh, đạt 39 tỷ VND (+27% CK). LNST Q3 đạt gần 93.5 tỷ VND (+9.3% CK).
- Bên cạnh đó, với số dư tiền gửi ngân hàng lớn, DVP hưởng lợi từ đà tăng lãi suất giai đoạn gần đây khi lãi tiền gửi 9T tăng 21.9% CK lên mức 25.4 tỷ VND. Lũy kế 9T, DVP ghi nhận DT và LNST lần lượt 445.5 tỷ VND (-2.1% CK) và 229.6 tỷ VND (+5.1% CK).
- Trong năm 2022, chúng tôi dự kiến hoạt động khai thác cảng của DVP vẫn diễn ra ổn định với mức sản lượng container thông quan 600,000 TEU (đi ngang so với năm 2021). Doanh thu và LNST dự phóng ở mức lần lượt 600 tỷ VND (-1.4% CK) và 278.6 tỷ VND (đi ngang).
- Với việc NHNN tăng các mức lãi suất điều hành và có khả năng sẽ phải tiếp tục tăng trong tương lai gần, chúng tôi thay đổi mức lợi suất yêu cầu (RRR) từ 10% lên mức 11%** và giữ nguyên tốc độ tăng trưởng dài hạn sau năm 2025 ở mức 3%. Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE), chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu DVP ở mức 56,000 VND/cổ phiếu.
- Rủi ro trong ngắn hạn:** Hoạt động của cảng Lạch Huyện; tiềm năng đầu tư mở rộng HĐKD và tăng trưởng doanh thu, LNST của công ty so với ngành và thị trường chung; mặt bằng lãi suất là các yếu tố không chắc chắn có thể làm thay đổi giá trị của doanh nghiệp và cổ phiếu DVP.



Năm (31/12)	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F	12/24F
Doanh thu (Tỷ VND)	559.9	518.2	608.6	600.0	618.0	636.5
Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND)	300.1	290.3	340.9	339.7	354.3	369.8
Biên LNHH (%)	53.6	56.0	56.0	56.6	57.3	58.1
LNST (tỷ VND)	247.6	237.7	277.1	278.6	290.5	303.2
EPS (VND)	6,191	5,942	6,928	6,965	7,263	7,581
ROE (%)	21.1	18.5	20.2	19.2	18.6	18.0
P/E (x)	7.6	7.7	7.4	7.0	6.7	6.4
P/B (x)	1.6	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2









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

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 của các doanh nghiệp niêm yết ngành công nghệ thông tin (CNTT) duy trì khả quan, nhờ vào nhu cầu chuyển đổi số vẫn tiếp tục mạnh mẽ trong 9T2022: Doanh nghiệp đầu ngành như FPT với lợi thế về năng lực tư vấn, sản phẩm, giải pháp công nghệ vẫn duy trì và đẩy mạnh được các đơn hàng từ thị trường nước ngoài lẫn trong nước trong 9T2022, với doanh thu và lợi nhuận sau thuế duy trì mức tăng trưởng ổn định.
- ❑ Ngành CNTT kỳ vọng sẽ hồi phục 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 vào việc tối ưu hiệu quả hoạt động, ưu tiên chiến lược chuyển đổi số. Theo dự phóng của International Data Corporation (IDC), chi tiêu cho chuyển đổi số toàn cầu dự kiến tăng 17.6% trong 2022 và 2021-2025 CAGR đạt 16.6%;
 - 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 (%)	P/E trung bình 5 năm (x)	P/E hiện tại (x)
	Doanh thu 9T22 (Tỷ đồng)	Tăng trưởng 9T22 (% YoY)	Tăng trưởng quý từ 1Q20-3Q22 (% YoY)	LNST 9T22 (Tỷ đồng)	Tăng trưởng 9T22 (% YoY)	Tăng trưởng quý từ 1Q20-3Q22 (% YoY)			
FPT	30,975	24.1		3,943	30.1		28.3	14.0	15.6
CMG	5,320	32.7		204	47.9		13.8	19.3	21.3
ELC	626	23.5		30	0.4		5.6	21.0	9.7
ITD	636	111.1		28	331.5		7.3	9.9	15.6

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

Tăng trưởng bền vững

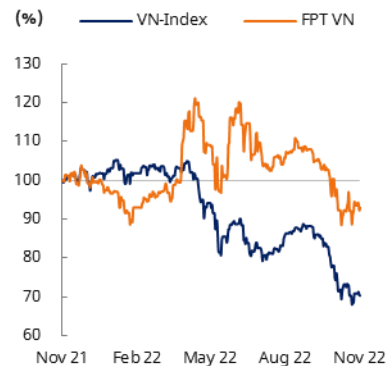
Trần Thị Ngọc Hòa, hoa.ttn@miraeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	102,200
Thị giá (02/11/22)	74,000
Lợi nhuận kỳ vọng	38%

LNST (22F, tỷ đồng)	5,397		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	5,432		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	24.6		
P/E (22F, x)	16.8		
Vốn hóa (tỷ đồng)	82,935		
SL cổ phiếu (triệu)	1,097		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	84.3		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN(%)	49.0		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	70,000		
Cao nhất 52 tuần (VND)	99,100		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-6.1	-13.2	-6.4
Tương đối	3.1	10.6	22.4

Luận điểm đầu tư

- ❑ Kết quả kinh doanh 9T2022 duy trì đà tăng trưởng hai chữ số, với biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 39.2% từ mức 38.4% trong 9T2021. FPT ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 30,975 tỷ đồng (+24.1% CK, tương đương 73% kế hoạch năm) và 5,665 tỷ đồng (+23.8% CK, tương đương 74% kế hoạch năm), lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 3,943 tỷ đồng (+30.1% CK) trong 9T2022, nhờ vào:
 - Dịch vụ chuyển đổi số tiếp tục tăng cao so với cùng kỳ (doanh thu 5,294 tỷ đồng; +34% CK); tuy vậy, tốc độ tăng trong 9T2022 có phần giảm tốc so với tốc độ tăng trong 8T2022 (+41% CK);
 - Mảng xuất khẩu phần mềm tiếp tục đà tăng trưởng mạnh mẽ đạt mức doanh thu 13,479 tỷ đồng (+29.4% CK), đóng góp bởi sức tăng đến từ thị trường Nhật (+12% CK), Mỹ (+42.4% CK), APAC (+56.4% CK) và EU (+23.4% CK). Khối lượng đơn hàng ký mới tại thị trường nước ngoài vẫn giữ tốc độ tăng trưởng trong 9T2022, ghi nhận 16,799 tỷ đồng (+42.6% CK);
 - Biên lợi nhuận trước thuế của mảng viễn thông cải thiện lên 18.8% (từ mức 18.1% trong 9T2021) nhờ tăng trưởng từ mảng PayTV, với mức doanh thu 10,243 tỷ đồng (+16.1% CK);
 - Doanh thu mảng giáo dục, đầu tư đạt 3,344 tỷ đồng (+52.6% CK).
- ❑ Chúng tôi cho rằng FPT sẽ ít chịu ảnh hưởng xấu trong môi trường lãi suất tăng, nhờ vào lượng tiền dồi dào và tỷ lệ nợ vay giảm so với cuối 2021. FPT có lượng tiền và tương đương tiền đạt 3,737 tỷ đồng, tiền gửi có kỳ hạn đạt 20,377 tỷ đồng tính tới cuối Q3/2022, tổng nợ giảm xuống 18,330 tỷ đồng và tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu giảm xuống 76% tính tới cuối quý 3 (từ mức 20,096 tỷ đồng và mức 94% vào cuối 2021).
- ❑ Các rủi ro chính cần theo dõi: 1) FPT chịu tác động của biến động tỷ giá khi doanh thu từ các thị trường Nhật, Mỹ, APAC, và châu Âu chiếm lần lượt khoảng 17%, 14%, 9%, và 3% tổng doanh thu (tính trong 9T2022); 2) Chi tiêu công nghệ thông tin tại các thị trường nước ngoài tăng chậm hơn kỳ vọng.



	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	16.8	13.7
P/B (x)		2.1	2.8	2.9	4.7	3.2	2.8

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

Xây dựng – Kỳ vọng hưởng lợi từ đầu tư công

10T2022, giải ngân vốn đầu tư nguồn ngân sách nhà nước ước đạt 297,774 tỷ đồng, đạt 46.44% kế hoạch và đạt 51.34% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao

- Thị trường xây dựng tại Việt Nam dự kiến đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 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 31/10/2022, giải ngân vốn đầu tư nguồn ngân sách nhà nước ước đạt 297,774 tỷ đồng, đạt 46.44% kế hoạch và đạt 51.34% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ (TTCP) giao; cùng kỳ 2021 đạt 48.79% kế hoạch và đạt 55.8% kế hoạch TTCP giao. Trong đó:
 - Vốn trong nước là 290,807 tỷ đồng, đạt 47.94% kế hoạch.
 - Vốn nước ngoài là 6,967 tỷ đồng, đạt 20.1% kế hoạch
- 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:
 - 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 31/10/2022, dự án giải ngân được 9,569 tỷ đồng, đạt 61.8% kế hoạch năm 2022 (15,484 tỷ đồng).
 - Giai đoạn 2021-2025: Ước tính đến 31/10/2022, dự án giải ngân được 949 tỷ đồng, đạt 11.1% kế hoạch năm 2022 (8,591 tỷ đồng).

Thách thức từ chiến lược đa ngành

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	20,700
Thị giá (02/11/22)	15,800
Lợi nhuận kỳ vọng	31%

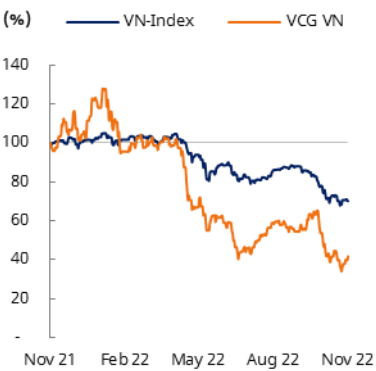
LNST (22F, tỷ đồng)	750
Kỳ vọng thị trường (21F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (22F, %)	62,4
P/E (22F, x)	10.3
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,066
SL cổ phiếu (triệu)	486
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	100.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	3.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13,550
Cao nhất 52 tuần (VND)	52,364
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-10.5-38.1-57.4
Tương đối	-5.1-14.8-28.0

Các mảng hoạt động kinh doanh chính

- VCG hoạt động ở 3 lĩnh vực là Xây lắp, Bất động sản và Đầu tư tài chính. Một số dự án, công trình trọng điểm như sau:
 - Xây lắp: Ga T2 – Cảng HKQT Phú Bài, Cầu Vĩnh Tuy GD2, XL03 Nghi Sơn – Diễn Châu, XL03 Quốc lộ 45– Nghi Sơn.
 - Bất động sản: Khu đô thị du lịch Cát Bà Amatina, Khu du lịch nghỉ dưỡng Condotel Resort Tuy Hòa, Green Diamond Hà Nội
 - Đầu tư tài chính: Nhà máy nước Viwaco, Nhà máy Thủy điện Ngòi Phát

Triển vọng và rủi ro

- Cập nhật 9T2022: Doanh thu và LNTT lần lượt đạt 6,700 tỷ đồng (+86% CK) và 1,011 tỷ đồng (+89% CK), tương ứng 44% và 58% kế hoạch 2022, trong đó doanh thu mảng xây lắp vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất ~ 66%. KQKD 9T2022 vượt kỳ vọng của chúng tôi, theo đó, chúng tôi dự kiến điều chỉnh dự phóng trong thời gian tới.
- Triển vọng: 3 tuyến cao tốc VCG đang thi công dự kiến về đích trong 2022 sẽ đóng góp vào doanh thu ghi nhận trong năm. Việc hoàn thành đúng hạn các tuyến cao tốc giúp VCG gia tăng năng lực và lợi thế cạnh tranh khi tham gia đấu thầu cho các tuyến cao tốc Bắc Nam Giai đoạn 2 – dự kiến khởi công vào cuối 2022.
- Rủi ro: Các khoản phải thu phần lớn nằm ở dạng trả trước để đấu thầu, phát triển các dự án bất động sản. Nguồn lực cho bất động sản được tài trợ bởi nợ vay nhưng hiệu quả mang lại chưa rõ ràng và làm gia tăng rủi ro khi các chỉ số thanh toán suy giảm qua các năm. Trong bối cảnh lãi suất đang tăng cao như hiện nay, tác động từ ảnh hưởng này càng đáng kể. Danh mục dự án bất động sản phần lớn nằm ở dạng tiềm năng, cần nhiều thời gian và nguồn lực để chuyển sang giai đoạn phát triển, bán hàng.



FY (31/12)	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	10,898	9,731	9,502	5,551	5,749	6,952
LN gộp (tỷ đồng)	1,768	1,210	1,311	836	829	963
Biên LN gộp (%)	16.2%	12.4%	13.8%	15.1%	14.4%	13.9%
LNSTCTM (tỷ đồng)	1,341	491	684	1,605	394	750
EPS (VND)	3,037	1,028	1,548	3,667	950	1,543
ROE (%)	21.6%	8.2%	10.2%	23.0%	7.1%	11.0%
P/E (x)	7.6	22.0	18.4	13.1	57.5	10.3
P/B (x)	1.5	1.5	1.7	2.9	3.4	1.1

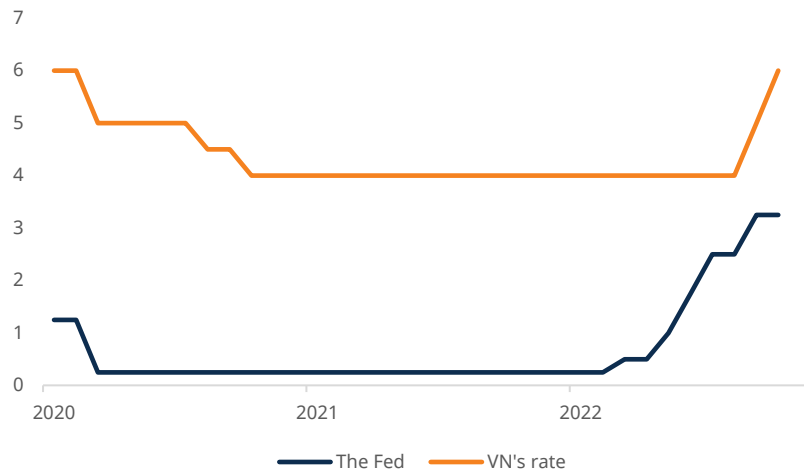
Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Nghân hàng – Áp lực gia tăng lên lãi suất

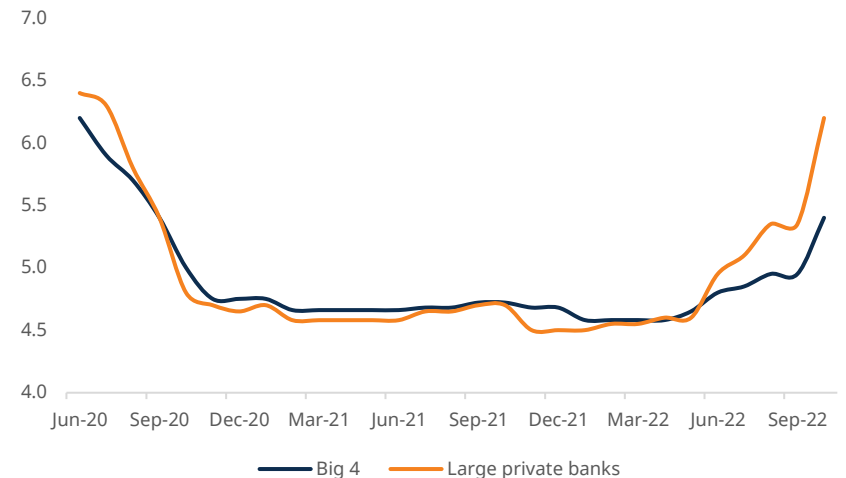
Sức ép tỷ giá và sự khác biệt giữa lãi suất điều hành trong và ngoài nước buộc NHNN liên tiếp tăng lãi suất

- **Đợt tăng lãi suất tiếp theo trong 2 tháng:** Cuối T10/2022, NHNN đã chính thức tăng các mức lãi suất điều hành lên 1%p, nâng tổng mức tăng lãi suất lên 2%p trong vòng 2 tháng, do các áp lực chính đến từ tỷ giá hối đoái và dự trữ ngoại hối suy giảm. Tỷ giá chính thức đồng Việt Nam tăng khoảng 8.8% sv. 2021, trong khi tỷ lệ dự trữ ngoại hối được dự báo giảm 19% so với đầu năm. So với mức tăng LS của Fed từ đầu năm 2022, mức tăng hiện tại của VN vẫn thấp hơn khoảng 100bps. Tuy đã điều chỉnh tăng lãi suất, nhưng trong ngắn hạn tỷ giá vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt.
- **Khả năng cao là sẽ có các đợt tăng lãi suất trong 4Q2022 hay 6T2023:** So với lãi suất của Fed (đã vượt mức lãi suất trước COVID-19), lãi suất điều hành của Việt Nam chỉ mới tiếp cận mốc trước dịch. Thêm vào đó, Fed cũng có kế hoạch cho các đợt nâng tiếp theo trong giai đoạn còn lại của năm 2022, vì vậy, nhiều khả năng NHNN sẽ tiếp tục tăng lãi suất điều hành nội địa vì không còn nhiều dư địa trong nỗ lực điều tiết lãi suất trong bối cảnh cân cân thương mại không quá lạc quan và tỷ lệ dự trữ ngoại hối thấp.
- **NIM có thể giảm nhẹ:** Trong 9T2022, NIM trung bình của các NH niêm yết tăng 31bps YTD dựa vào giảm tỷ trọng huy động tiền gửi và lợi suất của tài sản sinh lời tăng. Việc thắt chặt tính sách tiền tệ và nâng lãi suất sẽ làm gia tăng chi phí huy động của các tổ chức tín dụng. Tuy nhiên, theo quan sát, các NHTM cũng đã điều chỉnh lãi suất huy động (mốc tham chiếu cho việc tính lãi suất cho vay) từ giữa năm 2022, vì vậy, chúng tôi cho rằng ảnh hưởng của việc tăng lãi suất lên NIM của ngân hàng sẽ không quá tiêu cực, đặc biệt là các ngân hàng trong nhóm chúng tôi theo dõi.
- **Kỳ vọng tiền gửi phục hồi:** Đến 20/9/2022, sự lệch pha giữa tăng trưởng tiền gửi (+4.04%) và tăng trưởng tín dụng (+10.54%) vẫn kéo dài. Chúng tôi kỳ vọng việc điều chỉnh lãi suất tiền gửi của các NHTM vào giai đoạn cuối quý 3 sẽ hấp dẫn hơn, thúc đẩy tăng trưởng tiền gửi cũng như khả năng thanh khoản cho ngành ngân hàng nói chung.
- **Rủi ro gia tăng nợ xấu:** Trong lần tăng lãi suất gần đây nhất từ mức 7% lên mức 13% đối với lãi suất tái cấp vốn vào năm 2011, nợ xấu nội bảng đã có mức tăng đột biến (gần gấp đôi). Tuy không thể nói tăng lãi suất là nguyên nhân cốt yếu dẫn đến tăng nợ xấu, tuy nhiên, chi phí vay gia tăng sẽ ảnh hưởng xấu đến khả năng trả nợ của người đi vay, đặc biệt là trong bối cảnh suy thoái kinh tế của các nền kinh tế lớn.

Các đợt điều chỉnh lãi suất (%)



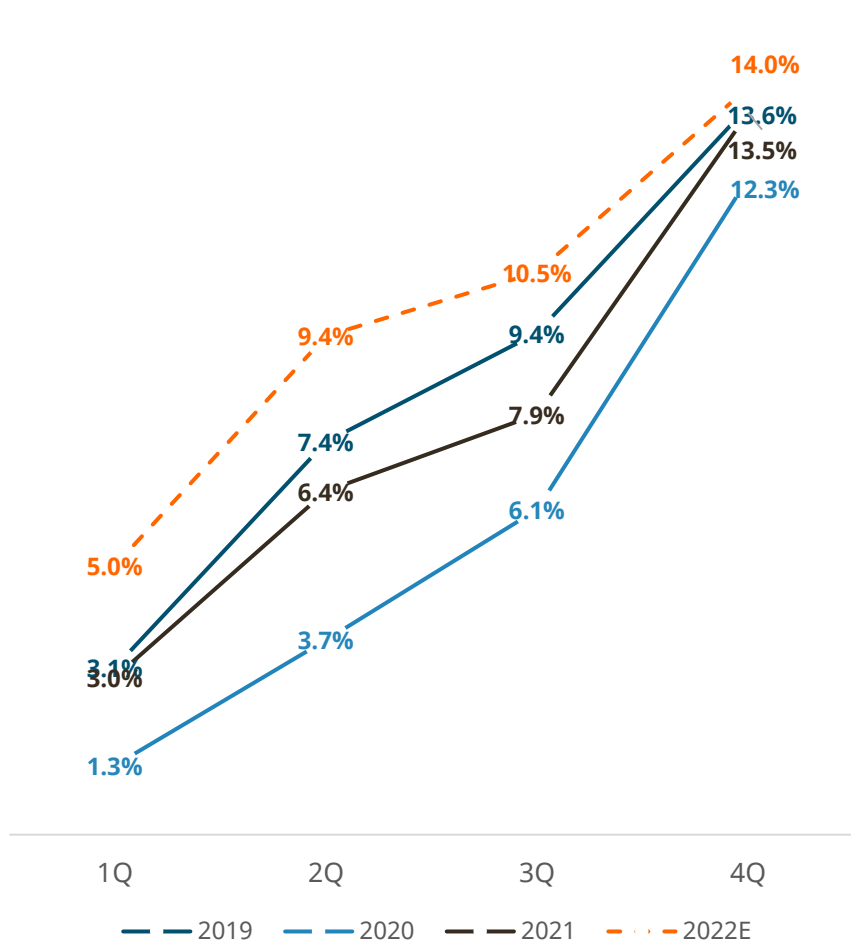
Lãi suất tiền gửi 12T (%)



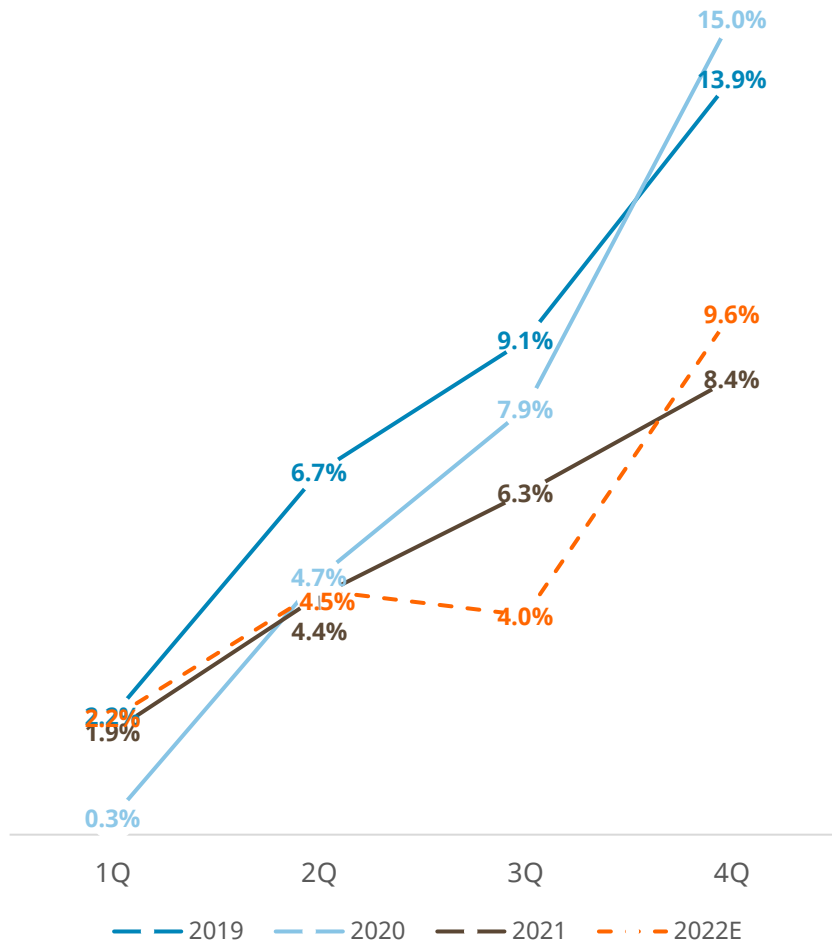
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng - Áp lực gia tăng lên lãi suất

Tăng trưởng tín dụng (YTD)



Tăng trưởng huy động (YTD)



Nguồn: SBV, GSO, Mirae Asset Vietnam

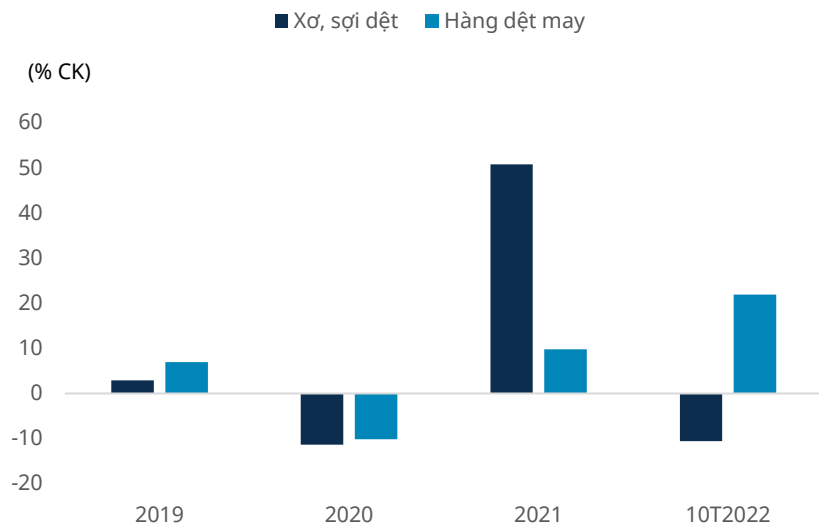
Dệt May – Tăng trưởng sản xuất giảm tốc

Mảng may mặc: Tăng trưởng sản xuất và XK có dấu hiệu chậm lại

XK tiếp tục tăng trưởng nhưng tốc độ chậm lại

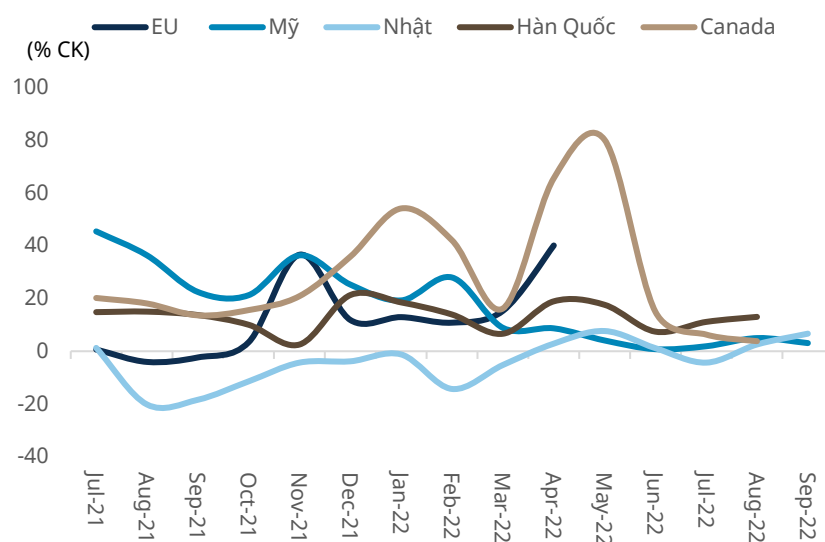
- Trong T10/2022 và 10T2022, giá trị XK hàng dệt may Việt Nam ước đạt 2.8 tỷ USD (+5.7% CK) và 31.8 tỷ USD (+21.9% CK). Mặc dù giá trị XK đi ngang so với T9, tốc độ tăng trưởng trong T10 giảm khi so với mức 24.1% CK trong tháng trước. Tốc độ tăng trưởng XK hàng dệt may giảm nhẹ nhưng vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao so với 9T +24.3% CK.
- Hoạt động sản xuất mảng may mặc có dấu hiệu chậm lại trong T10 khi IIP T10/2022 và 10T2022 tăng lần lượt 5.5% CK và 19.2% CK (so với 24.2% CK và 22.5% CK trong T9 và 9T 2022). Chỉ số sử dụng lao động ngành may mặc tính đến đầu T10 ghi nhận tăng 1% MoM và 3.9% CK. Việc sản xuất có dấu hiệu giảm tốc có thể đến từ: (1) T10/2021 là thời điểm bắt đầu nổi lỏng việc phong tỏa, hoạt động sản xuất trở lại khiến tăng trưởng CK không cao như trong Q2; (2) Các đơn hàng bắt đầu đến chậm hơn do lo ngại về một đợt suy thoái trong năm 2023, khiến cho các công ty trong ngành giảm hoạt động sản xuất.
- Bán lẻ hàng thời trang ở các thị trường chính tiếp tục tăng trưởng:** Tăng trưởng bán lẻ hàng áo quần ở TT Mỹ ước tăng +3.1% CK trong T9/2022. Bán lẻ ở các chuỗi cửa hàng TT Nhật ghi nhận đà tăng trưởng ở mức +6.7% trong T9 sau khi tăng 2.6% vào T8. Ở TT Hàn Quốc, bán lẻ hàng thời trang tăng trưởng 13.1% CK trong T8 (so với trung bình 11.2% trong T7). TT Canada ghi nhận mức tăng 3.8% CK trong T8.

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 – Tăng trưởng sản xuất giảm tốc

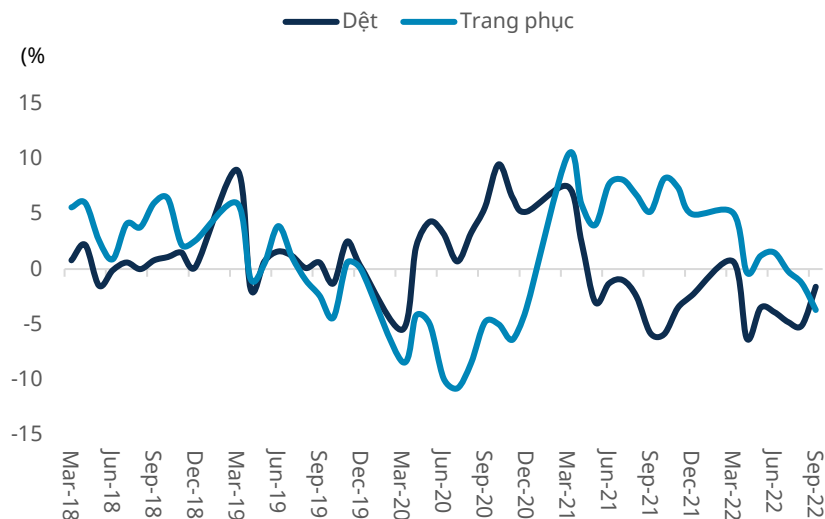
Mảng sợi: XK và sản xuất tiếp tục đà giảm

- Giá trị XK sợi T10 và 10T 2022 ước đạt 309 triệu USD (-34.3% CK) và 4.1 tỷ USD (-10.6% CK), tiếp tục xu hướng giảm so với mức T9 và 9T 2022 lần lượt là -25.7% CK và -7.5% CK. Xét về lượng, XK sợi trong T10 và 10T 2022 ước đạt 115 nghìn tấn (-22.5% CK) và 1.32 triệu tấn (-18.1% CK).
- Hoạt động sản xuất mảng Dệt trong T10/2022 ghi nhận dấu hiệu giảm tốc. Cụ thể, IIP mảng dệt 10T2022 ước tính ở mức +3.7% CK (so với mức tăng +5.0% CK trong 9T). Số liệu chính thức trong T9 cho thấy IIP mảng dệt ghi nhận tăng 4% CK.

Rủi ro:

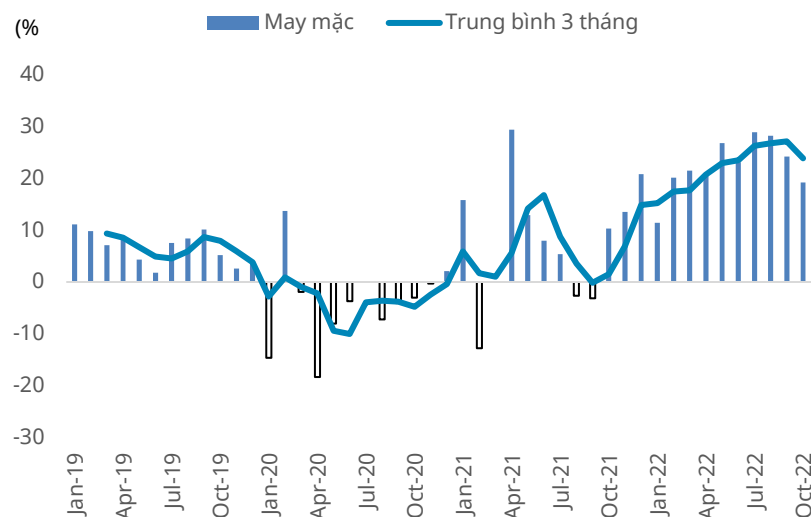
- TT Sợi TQ:** Mảng Dệt ở TQ giảm 1.6% CK trong T9. Với việc kiên trì theo đuổi chính sách giãn cách nhằm kiểm soát dịch COVID và căng thẳng thương mại Mỹ-Trung khiến thị phần hàng dệt may TQ tại Mỹ liên tục giảm, hoạt động sản xuất trang phục cũng đi xuống do lo ngại về suy thoái khiến đơn hàng dệt may chậm lại, 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 kém khả quan trong bối cảnh 1) lạm phát ở các thị trường XK chính của VN ở mức cao, 2) các NHTW tiếp tục tăng lãi suất, và 3) giá khí đốt tăng cao vì cuộc chiến Ukraine. Giá cotton cuối T9/2022 giảm về mức quanh 90\$/lb cho thấy tín hiệu về nhu cầu sụt giảm của chuỗi cung ứng ngành.

Tăng trưởng KL sản xuất dệt may TQ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

IIP mảng may mặc



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Trên đà hồi phục

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	69,500
Thị giá (02/11/22)	51,800
Lợi nhuận kỳ vọng	34%

LNST (22F, tỷ đồng)	48		
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	47		
Tăng trưởng EPS (22F, %)	144		
P/E (22F, x)	48.1		
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,322		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	45		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	20.8		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	44.1		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	49,150		
Cao nhất 52 tuần (VND)	68,100		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-8.3	-15.8	-5.3
Tương đối	-2.9	7.5	24.1

Điểm nhấn đầu tư

- Trong Q3/2022, AST ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 185 tỷ (+988% CK) và 15.5 tỷ (Q3/2021: lỗ 43 tỷ). Tính chung 9T2022, doanh thu và lợi nhuận ròng của AST đạt lần lượt là 387 tỷ (+207% CK) và 8.45 tỷ (9T2021: lỗ 110 tỷ).
- Theo số liệu của Tổng cục du lịch, lượng khách nội địa trong 9T2022 đạt 86.7 triệu lượt, cao hơn cả năm 2019 (85 triệu lượt) và vượt qua mức kỳ vọng là 60 triệu lượt khách cho cả năm 2022 của Tổng cục du lịch. Ở mảng khách quốc tế, Tổng cục du lịch kỳ vọng đạt được 5 triệu lượt khách năm nay. Tuy nhiên đến hết tháng 10/2022, lượng khách quốc tế đến Việt Nam chỉ đạt 2.36 triệu lượt, giảm 83.7% svck năm 2019.
- 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 LNR hợp nhất của AST năm 2022 lần lượt đạt 686 tỷ (+345% CK) và 48 tỷ (sv. lỗ LNR 129 tỷ năm 2021).



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			48.1x	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

Đi qua cơn bão

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	51,700
Thị giá (02/11/22)	39,900
Lợi nhuận kỳ vọng	30%

LNST (22F, tỷ đồng) 6,715

Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) Na

Tăng trưởng EPS (22F, %) 17

P/E (22F, x) 9.4

Vốn hóa (tỷ đồng) 51,823

SLCP đang lưu hành (triệu cp) 1,329

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) 11.5

Tỷ lệ sở hữu của HĐQT (%) 5.0

Thấp nhất 52 tuần (VND) 35,800

Cao nhất 52 tuần (VND) 52,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-9.9	-12.2	-6.9
Tương đối	-4.6	11.1	22.4

Điểm nhấn đầu tư

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

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

- Với xu hướng lãi tiền gửi đã tăng gần 2% trong Q3/2022, chúng tôi dự phóng thu nhập tài chính của VEA năm 2022 / 2023 lần lượt đạt 845 tỷ (+19% CK) / 943 tỷ (+12% CK).
- Chúng tôi ước tính lợi nhuận được chia từ công ty liên doanh liên kết của VEA trong năm 2022 / 2023 lần lượt đạt 6,134 tỷ (+18.5% CK) / 7,062 tỷ (+15.1% CK). VEA được hưởng lớn lợi nhờ sự chiếm lĩnh của Honda ở thị trường xe máy và Toyota luôn duy trì ở top 3 thị phần ô tô.
- Với cơ cấu tài chính lành mạnh và lượng tiền mặt chiếm trên 45% tổng tài sản, chúng tôi sử dụng phương pháp DDM để định giá VEA với mức chiết khấu WACC 11.8%. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VEA với giá mục tiêu VND51,700/cp và P/E 2022F 9.4x. Cổ tức dự phóng 5,000 – 5,500 đồng/CP, tương ứng tỷ suất cổ tức 12% - 14%/năm.



Năm (31/12)	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Doanh thu (Tỷ VND)	7,070	4,488	3,667	4,019	4,570	4,766
Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND)	(63)	(592)	(299)	56	(5)	(13)
Biên LNHD (%)	-0.9%	-13.2%	-8.1%	1.4%	-0.1%	-0.3%
LNST (tỷ VND)	7,010	7,280	5,552	5,751	6,715	7,836
EPS (VND)	4,315	4,491	3,519	3,605	5,087	5,937
ROE (%)	28.4%	27.3%	22.1%	24.5%	28.4%	32.4%
P/E (x)	8.6x	9.2x	12.0x	11.6x	9.4x	8.7x
P/B (x)	2.4x	2.3x	2.4x	2.6x	2.9x	2.8x

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

Phụ lục – Danh mục theo dõi

Mã CK	Ngành	Vốn hóa (tỷ đồng)	KLBQ 12T	P/E	Tăng trưởng EPS (CK/12T)	Thông tin cập nhật
BID	Ngân hàng	172,243	2,151,961	10.6	25%	BID ghi nhận tổng thu nhập lãi thuần và lợi nhuận sau thuế 9T2022 đạt hơn 41,531 tỷ đồng (+15.5% svck) và 14,007 tỷ đồng (+67.6% svck) nhờ giảm mạnh chi phí dự phòng.
BMI	Bảo hiểm	2,664	511,283	7.8	35%	BMI ghi nhận doanh thu hoạt động kinh doanh bảo hiểm và lợi nhuận ròng sau thuế 9T2022 đạt 3,242 tỷ đồng (+21% svck) và 224 tỷ đồng (+18.7% svck), khoản cổ tức nhận được từ Công ty Bảo Hiểm Liên Hiệp tăng trong Q3/2022.
DGC	Hóa chất	28,369	2,223,188	4.8	19%	DGC hoạt động khả quan trong Q3/2022 với doanh thu 3,696 tỷ đồng (+75% CK) và lợi nhuận ròng 1,414 tỷ đồng (+196% CK). 1) Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện từ 30% trong Q3/2021 lên 45%, và 2) doanh thu hoạt động tài chính tăng 260% CK lên 144 tỷ đồng, góp phần thúc đẩy lợi nhuận. Trong 9T2022, DGC báo cáo doanh thu 11,333 tỷ đồng (+86% CK) và lợi nhuận sau thuế 4,535 tỷ đồng (+318% CK).

Phụ lục – Danh mục theo dõi

Mã CK	Ngành	Vốn hóa (tỷ đồng)	KLBO 12T	P/E	Tăng trưởng EPS (CK/12T)	Thông tin cập nhật
REE	Tiện ích	27,366	979,985	9.9	18%	REE ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng Q3/2022 đạt 2,233 tỷ đồng (+104% svck) và 834 tỷ đồng (+209% svck). Trong cơ cấu doanh thu, mảng hạ tầng điện nước đóng góp 1,208 tỷ đồng (chiếm 55%, +87% CK) và mảng cơ điện lạnh là 762 tỷ đồng (tăng 3 lần svck).
GEG	Tiện ích	4,185	1,627,064	10.5	22%	GEG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng 9T2022 đạt 1,579 tỷ đồng (+19.6% svck) và 297 tỷ đồng (+64% svck), trong đó doanh thu bán điện tăng mạnh lên 1,473 tỷ đồng (+59% svck).
PVT	Vận tải dầu khí	5,583	3,305,178	6.7	27%	PVT ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng 9T2022 đạt 6,609 tỷ đồng (+24.9% svck) và 627 tỷ đồng (+33.9% svck) nhờ việc thanh lý tàu PVT Athena với giá 205 tỷ đồng và thị trường cước vận tải diễn biến thuận lợi từ xung đột Nga - Ukraine.

Phụ lục – Danh mục theo dõi

Mã CK	Ngành	Vốn hóa (tỷ đồng)	KLBQ 12T	P/E	Tăng trưởng EPS (CK/12T)	Thông tin cập nhật
TLG	Hàng tiêu dùng	4,162	186,892	8.3	25%	TLG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng 9T2022 đạt 2,780 tỷ đồng (+48% svck) và 145 tỷ đồng (+93% svck).
ANV	Thủy sản	3,674	1,193,141	5.9	28%	ANV ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng 9T2022 đạt 3,773 tỷ đồng (+54% svck) và 567 tỷ đồng (tăng 7.6 lần svck).

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

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

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

Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu		Thang đánh giá ngành	
Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên	Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên	Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%	Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống		
<p>* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.</p> <p>* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.</p> <p>* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, ví mô nói chung.</p>			

Phụ lục

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

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

Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây. Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phân quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

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

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

Disclaimers

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

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

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

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

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