

VĨ MÔ VÀ CHIẾN LƯỢC

BÁO CÁO GIỮA NĂM 2023



NỘI DUNG

I. Bối cảnh kinh tế vĩ mô

3

II. Danh mục khuyến nghị (trung và dài hạn)

22



I — BỐI CẢNH KINH TẾ VĨ MÔ



[Tóm tắt] Bối cảnh kinh tế vĩ mô

Bối cảnh thế giới

- Sau lần tạm dừng tăng lãi suất tháng 6, Fed có thể tăng lãi suất trong tháng 7, với mức kỳ vọng tăng 25bps.
- Nhìn chung, lạm phát ở Mỹ tiếp tục hạ nhiệt. Theo quan điểm của chúng tôi, mặc dù lạm phát vẫn còn cao hơn nhiều so với mục tiêu 2% nhưng Fed đang tiến gần hơn đến điểm kết thúc của chu kỳ thắt chặt tiền tệ khi cân nhắc thêm độ trễ của chính sách đến nền kinh tế, qua đó nền kinh tế Mỹ có thể hạ cánh mềm thành công. Giai đoạn tiếp theo sẽ là giữ lãi suất ở mức cao đó trong khi theo dõi chặt chẽ dữ liệu kinh tế sắp tới.
- Bối cảnh kinh tế thế giới chung cho năm 2023 vẫn là tăng trưởng kinh tế giảm tốc. Tuy nhiên, theo tổng hợp của chúng tôi về mức dự báo tăng trưởng GDP các nước lớn và các nước là đối trọng thương mại lớn với Việt Nam, chúng tôi nhận thấy mức kỳ vọng đã được nâng lên so với thời điểm cuối năm 2022.

Kinh tế vĩ mô Việt Nam

- Trong bối cảnh toàn cầu vẫn suy yếu, để đạt mức tăng trưởng GDP mục tiêu cả năm là thách thức không nhỏ. Do đó, chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ đẩy mạnh hơn nữa trong việc giải ngân đầu tư công, cũng như tiếp tục đưa ra các chính sách hỗ trợ từ phía Chính phủ và Ngân hàng nhà nước (NHNN).
- Về xuất khẩu, chúng tôi cho rằng xuất khẩu sang Mỹ và châu Âu sẽ thu hẹp đà giảm khi áp lực chuỗi cung ứng toàn cầu giảm xuống, trong khi xuất khẩu sang Trung Quốc và các nước ASEAN tiếp tục hồi phục sẽ là động lực tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam trong nửa cuối năm.
- Giải ngân vốn FDI vẫn ổn định trong nửa đầu năm, trong khi dòng vốn FDI đăng ký mới có sự cải thiện gần đây. Thúc đẩy đầu tư công để phát triển cơ sở hạ tầng và Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia VIII được thông qua gần đây, cũng như chính sách hỗ trợ cho sự phục hồi và phát triển kinh tế xã hội của Chính phủ, sẽ là động lực quan trọng để thu hút FDI trong dài hạn. Do đó, chúng tôi tin rằng Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn khi các doanh nghiệp cân nhắc chiến lược Trung Quốc+1, cũng như khi kinh tế toàn cầu có sự khởi sắc.
- Mặc dù tăng trưởng bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng vẫn tiếp tục xu hướng giảm tốc, chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng bán lẻ trong nửa cuối năm 2023 sẽ đến từ: 1) Thuế GTGT giảm 2 điểm phần trăm xuống 8% trong nửa cuối năm; 2) tỷ lệ thất nghiệp duy trì mức thấp; 3) du lịch tiếp tục hồi phục.
- Nhờ lạm phát tiếp tục hạ nhiệt và dư địa chính sách trong việc điều hành tỷ giá, NHNN đã chuyển hướng sang chính sách tiền tệ nới lỏng. Do mức hấp thụ tín dụng của nền kinh tế vẫn yếu nên NHNN được kỳ vọng sẽ tiếp tục điều hành theo hướng giảm lãi suất cho vay trong thời gian sắp tới.

[Tóm tắt] Bối cảnh kinh tế vĩ mô

Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam

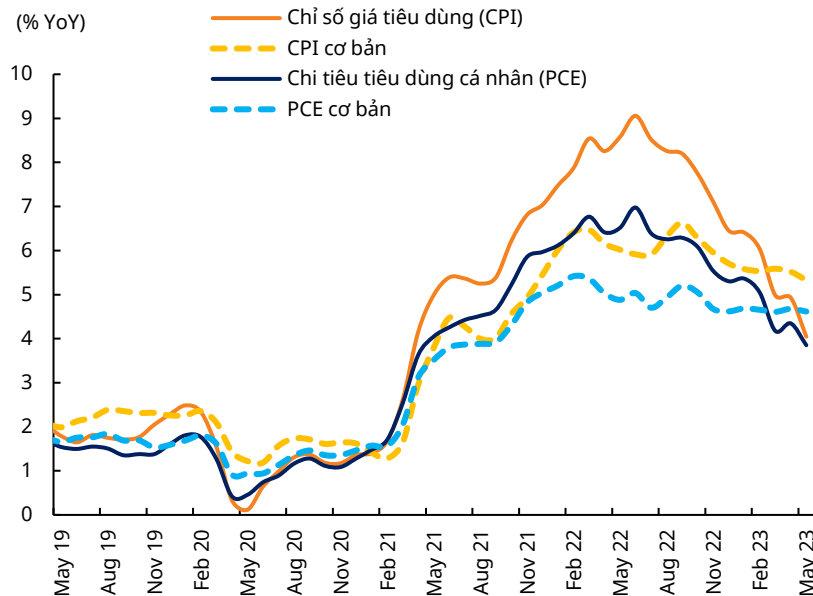
- Sau một năm với nhiều yếu tố không thuận lợi như năm 2022, các nhà đầu tư chuyển hướng sang kỳ vọng chu kỳ tăng lãi suất của Fed sẽ sớm kết thúc trên cơ sở lạm phát đã hạ nhiệt. Cùng với việc nhà đầu tư hy vọng các điều kiện kinh tế sẽ tốt hơn, thị trường chứng khoán toàn cầu đã đồng pha hồi phục trong nửa đầu năm 2023. Thị trường chứng khoán Việt Nam cũng phục hồi, với các động lực bao gồm: 1) Chính phủ nỗ lực tháo gỡ nút thắt cho ngành bất động sản, cũng như các tổ chức phát hành trái phiếu, qua đó giúp cải thiện niềm tin của các nhà đầu tư; 2) NHNN liên tiếp 4 lần cắt giảm lãi suất, với lãi suất tái cấp vốn và chiết khấu giảm tổng cộng 150bps so với đầu năm xuống lần lượt là 4,5% và 3%; 3) chính sách tài khóa nhìn chung vẫn theo hướng hỗ trợ nền kinh tế, đặc biệt là đẩy mạnh đầu tư công.
- Nhìn từ góc độ vĩ mô, chúng tôi thấy điểm đáng chú ý là sự nỗ lực của Chính phủ nhằm đạt được các mục tiêu tăng trưởng kinh tế đầy tham vọng. Chúng tôi cũng tin rằng NHNN đã điều hành chính sách tiền tệ linh hoạt và phù hợp tạo nền tảng quan trọng cho kinh tế tăng trưởng bền vững trong bối cảnh kinh tế toàn cầu còn nhiều bất ổn. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng EPS hàng quý sẽ phục hồi theo hình chữ U theo sự phục hồi của nền kinh tế.
- Việc chuyển trọng tâm động lực tăng trưởng GDP sang đầu tư công tạo ra tiền đề thuận lợi cho ngành xây dựng và vật liệu xây dựng. Trong khi đó, với kỳ vọng lãi suất giảm, các ngành nhạy cảm với lãi suất được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng. Ngoài ra, Quy hoạch Phát triển Điện VIII được phê duyệt gần đây dự kiến sẽ thúc đẩy quá trình chuyển đổi năng lượng, điều này có hàm ý đối với các khoản đầu tư dài hạn.
- Với tâm lý tích cực của nhà đầu tư cá nhân trong nước, cùng với mùa công bố kết quả kinh doanh quý 2 sắp tới, chúng tôi cũng kỳ vọng P/E của thị trường sẽ tiếp tục tăng, hướng về mức trung bình 5 năm.

1. Bối cảnh thế giới

Chu kỳ thắt chặt tiền tệ ở Mỹ sắp kết thúc

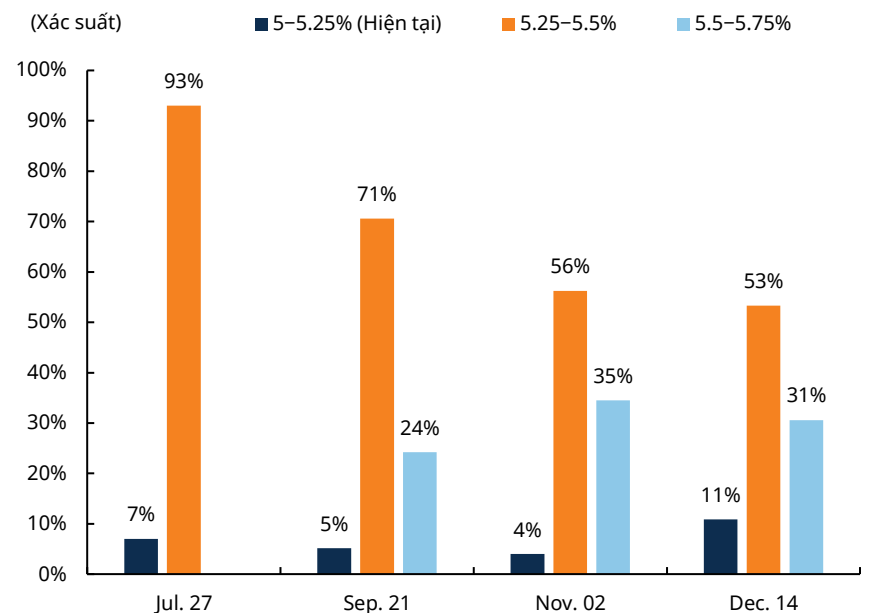
- Fed đã tạm dừng tăng lãi suất trong kỳ họp tháng 6 sau 10 lần tăng liên tiếp; tuy vậy, theo bản tóm tắt dự phóng kinh tế của FOMC thì trong nửa cuối năm 2023 có thể còn 2 lần tăng lãi suất nữa, mỗi lần 25bps.
- Lạm phát ở Mỹ tiếp tục hạ nhiệt. Cụ thể, cả chỉ số lạm phát và chỉ số giá chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE) của Mỹ tiếp tục giảm mạnh trong tháng 5 xuống 4% và 3,8% YoY, một phần do so sánh với mức nền cao của cùng kỳ và do giá năng lượng hạ nhiệt. Số liệu lạm phát tháng 6 sẽ được công bố vào ngày 12/7 có thể cho thấy quá trình giảm phát tiếp tục, do so với mức đỉnh của cùng kỳ.
- Tuy nhiên, chỉ số PCE cơ bản (loại giá năng lượng và thực phẩm) tháng 5 tăng 4,6% YoY – đây có thể là cơ sở để Fed tiếp tục tăng lãi suất trong kỳ họp tháng 7. Theo dữ liệu của công cụ CME FedWatch, xác suất cao là Fed sẽ tăng thêm 25bps trong cuộc họp FOMC ngày 27/7 lên mức 5,25 – 5,5%.
- Theo quan điểm của chúng tôi, mặc dù lạm phát vẫn còn cao hơn nhiều so với mục tiêu 2% nhưng Fed đang tiến gần hơn đến điểm kết thúc của chu kỳ thắt chặt tiền tệ khi cân nhắc thêm độ trễ của chính sách đến nền kinh tế, qua đó nền kinh tế Mỹ có thể hạ cánh mềm thành công. Giai đoạn tiếp theo sẽ là giữ lãi suất ở mức cao đó trong khi theo dõi chặt chẽ dữ liệu kinh tế sắp tới (đặc biệt là tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát).

Lạm phát ở Mỹ tiếp tục hạ nhiệt, dù còn xa mức mục tiêu 2%



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

Xác suất lãi suất chính sách của Fed trong các cuộc họp FOMC sắp tới



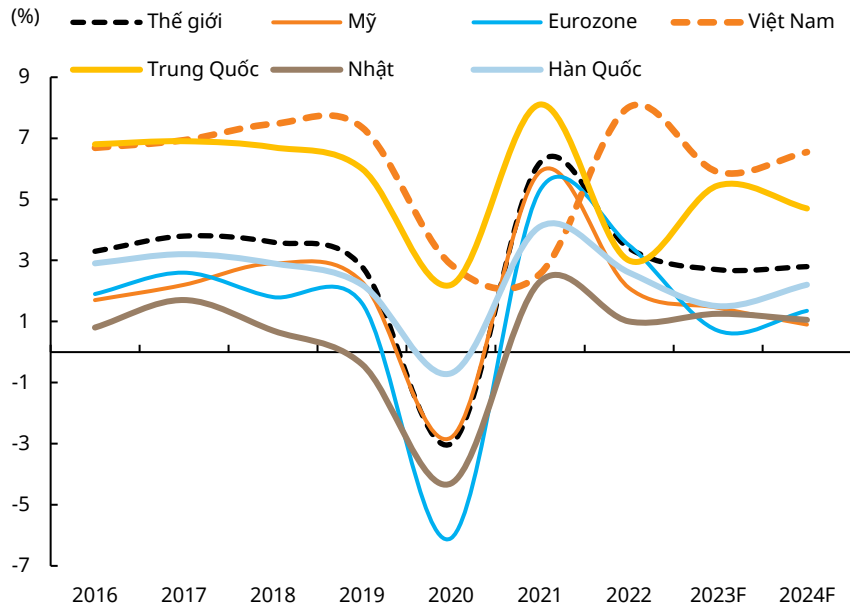
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu CME
Ghi chú: Cập nhật ngày 7/7/2023; Thời gian cuộc họp tính theo giờ Việt Nam.

1. Bối cảnh thế giới (tiếp theo)

Có sự cải thiện trong kỳ vọng tăng trưởng kinh tế năm 2023 ở các nước lớn

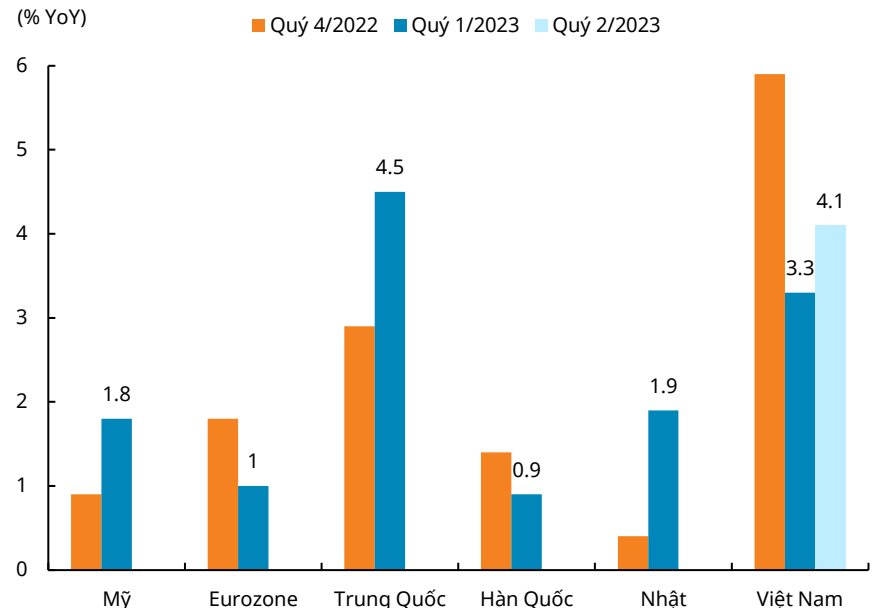
- Bối cảnh kinh tế thế giới chung cho năm 2023 vẫn là tăng trưởng kinh tế giảm tốc. Tuy nhiên, theo tổng hợp của chúng tôi về mức dự báo tăng trưởng GDP các nước lớn và các nước là đối trọng thương mại lớn với Việt Nam, chúng tôi nhận thấy mức kỳ vọng đã được nâng lên so với thời điểm cuối năm 2022, cụ thể:
 - Thế giới:** Dự báo tăng trưởng năm 2023 là 2,7% YoY (+0,5%p so với dự báo cũ), so với mức tăng 3,4% YoY năm 2022.
 - Mỹ:** Dự báo năm 2023 tăng 1,5% YoY (+0,9%p), so với mức tăng 2,1% năm 2022. Điểm tích cực là số liệu ước tính tăng trưởng GDP quý 1/2023 gần đây đã được cập nhật từ mức ước tính 1,6% YoY trước đó lên 1,8%.
 - Eurozone:** Dự báo năm 2023 tăng 0,7% YoY (so với mức dự phóng giảm 0,1% trước đó), mặc dù vẫn giảm tốc đáng kể so với mức tăng năm 2022 là 3,5%.
 - Trung Quốc:** Dự báo cũng được điều chỉnh tăng 5,5% YoY (+0,6%p so với dự báo trước đó) trong 2023. Nền kinh tế Trung Quốc đã mở cửa và được kì vọng hỗ trợ bởi các chính sách nới lỏng tiền tệ.

Mức kỳ vọng chung về tăng trưởng GDP của các nước



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg
Số liệu 2023 – 2024 là trung vị của các mức dự báo kinh tế

Cập nhật tăng trưởng GDP quý của một số nước



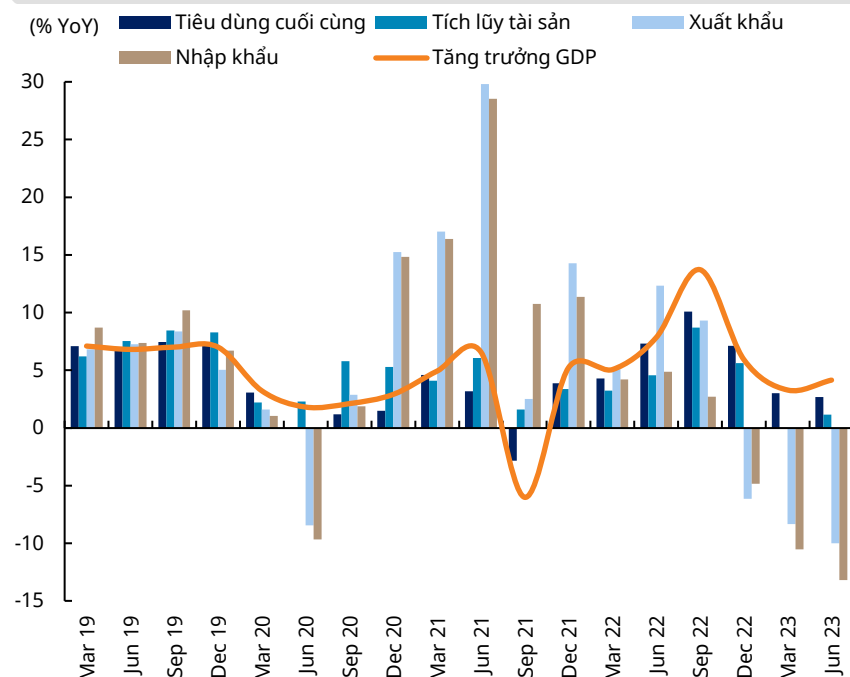
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

2. Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam

Tăng trưởng GDP quý 2 cải thiện hơn so với quý 1

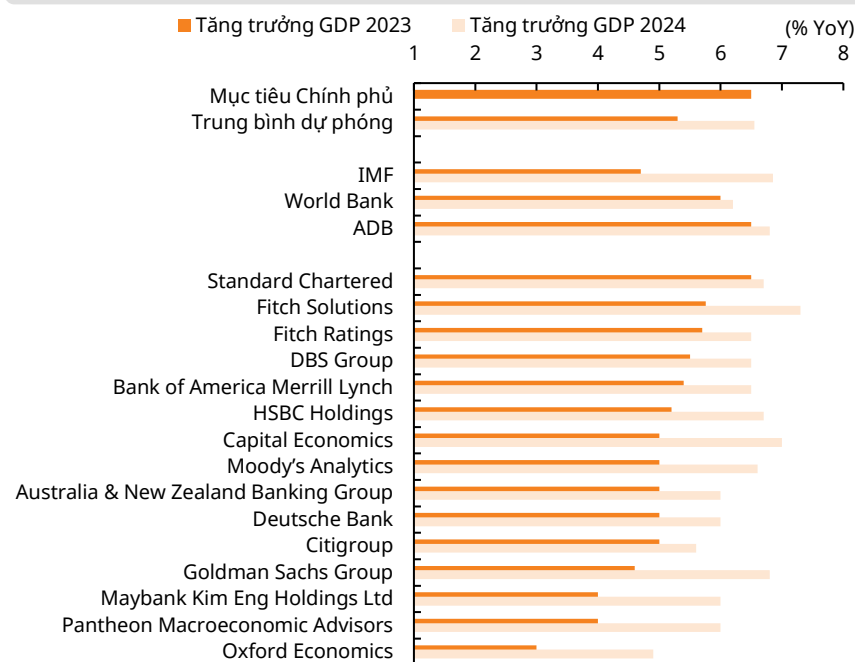
- Tổng Cục Thống kê (GSO) ước tính GDP quý 2 ước tăng 4,14% YoY, có phần cải thiện hơn so với mức tăng của quý 1 là 3,28%, do: 1) Dịch vụ tăng 6,1% YoY nhờ chính sách kích cầu tiêu dùng nội địa và đẩy mạnh du lịch; 2) Công nghiệp và xây dựng (+2,5% YoY) hồi phục từ mức tăng trưởng âm trong quý 1 (-0,4% YoY) một phần nhờ đóng góp từ hoạt động xây dựng (+7,1% YoY); 3) Nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng trưởng 3,25% YoY một phần nhờ vào sự hồi phục nhu cầu sản phẩm nông nghiệp khi Trung Quốc mở cửa trở lại.
- Tính chung nửa đầu năm 2023, GDP tăng 3,7% YoY. Theo GSO, chênh lệch xuất nhập khẩu vẫn đóng góp 63,5% cho tăng trưởng GDP mặc dù xuất khẩu (-10% YoY) và nhập khẩu (-13,2% YoY) đều suy yếu; trong khi đó, tiêu dùng cuối cùng (+2,7% YoY) đóng góp 30,3%, tích lũy tài sản (+1,15% YoY) đóng góp 6,3% cho tổng tăng trưởng.
- Để đạt tăng trưởng GDP mục tiêu trong 2023 là 6–6,5% thì tăng trưởng trong nửa cuối năm phải đạt 8–8,9% YoY. Trong bối cảnh toàn cầu vẫn suy yếu, để đạt mức tăng trưởng GDP trên là thách thức không nhỏ. Do đó, chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ đẩy mạnh hơn nữa trong việc giải ngân đầu tư công, cũng như tiếp tục đưa ra các chính sách hỗ trợ từ phía Chính phủ và Ngân hàng nhà nước (NHNN).

Tăng trưởng GDP theo quý



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

Dự phóng tăng trưởng GDP Việt Nam bình quân là 5,3% YoY trong 2023



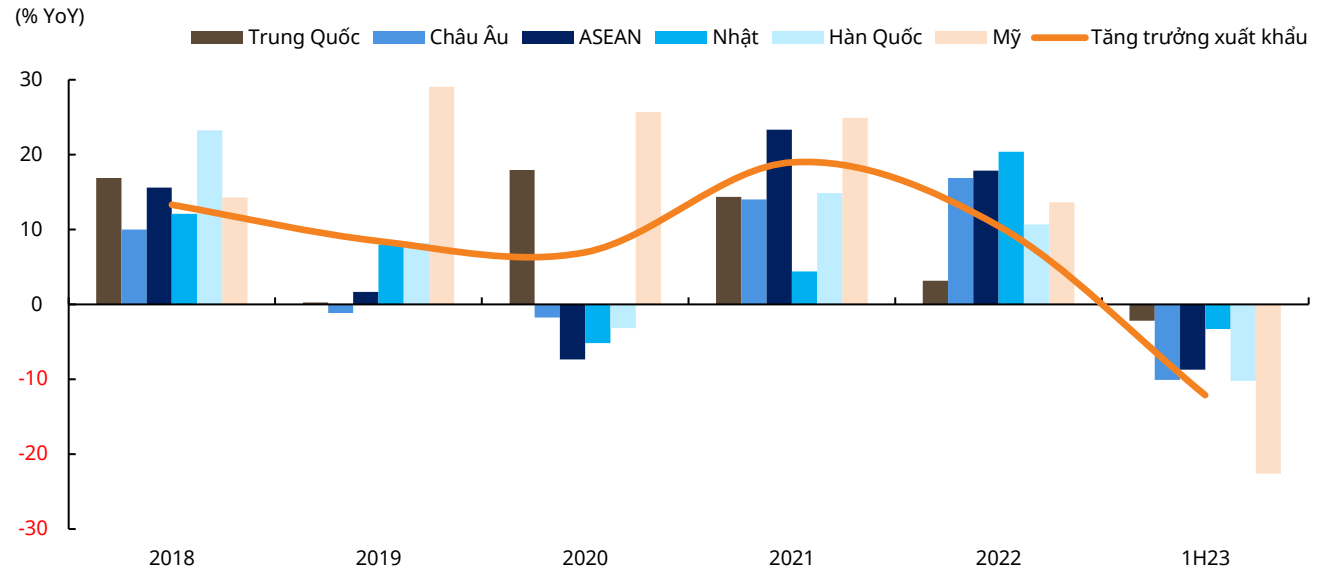
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

2. Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (tiếp theo)

Kì vọng xuất khẩu hồi phục trong nửa cuối năm 2023

- Điểm tích cực trong nửa đầu năm là Việt Nam vẫn duy trì thặng dư thương mại, với xuất siêu ước tính đạt 12,25 tỷ USD trong bối cảnh cả xuất khẩu (-12,1% YoY) và nhập khẩu (-18,2% YoY) đều suy yếu.
- Theo số liệu ước tính của GSO, xuất khẩu sang Trung Quốc cải thiện rõ rệt trong tháng 5 (+18,8% YoY) và tháng 6 (+25,9% YoY) từ mức giảm so với cùng kì của các tháng trước đó kể từ tháng 11/2022, một phần nhờ vào việc mở cửa trở lại của Trung Quốc. Trong khi đó, xuất khẩu sang Mỹ và châu Âu vẫn suy giảm, trong bối cảnh hàng tồn kho được tích trữ lớn trong giai đoạn trước đó nên nhu cầu nhập hàng về thấp. Chúng tôi cho rằng xuất khẩu sang Mỹ và châu Âu sẽ thu hẹp đà giảm khi áp lực chuỗi cung ứng toàn cầu giảm xuống. Thêm vào đó, chúng tôi kì vọng xuất khẩu sang Trung Quốc và các nước ASEAN tiếp tục hồi phục và là động lực tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam trong nửa cuối năm.
- Trong bối cảnh trên, sản xuất công nghiệp nửa đầu năm đã đối mặt với nhiều khó khăn khi đơn hàng giảm, nhu cầu cả thị trường trong nước và quốc tế thấp, chi phí đầu vào tăng cao. Đáng chú ý, một số ngành sản xuất công nghiệp tăng trưởng trong nửa đầu năm là: sản xuất sản phẩm từ cao su và plastic (+7,2% YoY), sản xuất đồ uống (+5,7% YoY), khai thác, xử lý và cung cấp nước (+5,6% YoY). Trong khi đó, một số ngành sản xuất công nghiệp giảm so với cùng kỳ: sản xuất giấy, sản phẩm từ giấy (-7,5% YoY), sản xuất trang phục (-6,8% YoY).

Các đối tác xuất khẩu chính đối mặt với nhu cầu tiêu dùng chậm lại trong nửa đầu năm 2023



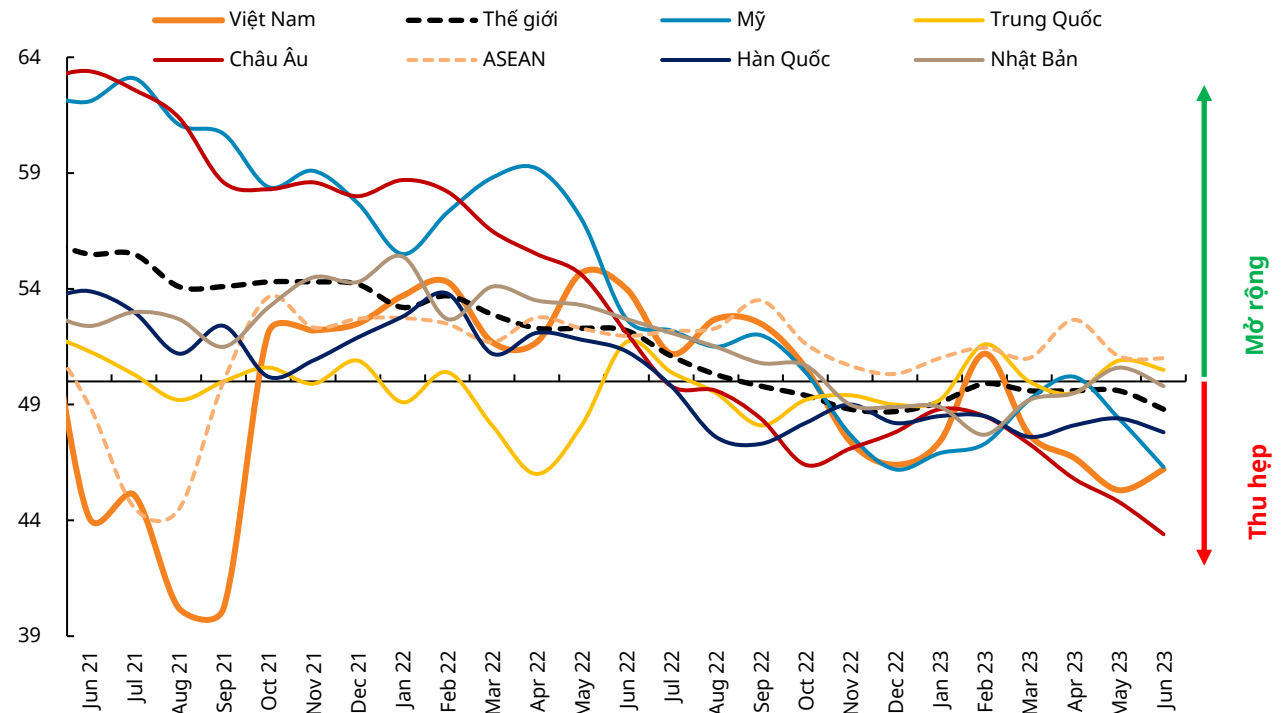
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Tổng cục Hải Quan và GSO.
Ghi chú: Số liệu nửa đầu năm 2023 do GSO ước tính.

2. Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (tiếp theo)

Chỉ số PMI sản xuất hàm ý chưa có sự khởi sắc trong ngắn hạn

- Theo số liệu từ S&P Global, chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam nằm dưới ngưỡng 50 điểm tháng thứ 4 liên tiếp, đạt 46,2 điểm trong tháng 6, cho thấy sức khỏe ngành sản xuất tiếp tục suy giảm.
- Đáng chú ý, sản lượng và số lượng đơn đặt hàng mới giảm tháng thứ tư liên tiếp, giá bán hàng giảm với tốc độ nhanh nhất trong thời gian hơn ba năm. Nhu cầu thị trường yếu đã khiến các công ty phải giảm số lượng nhân viên và hoạt động mua hàng, trong khi giá cả cũng giảm. Việc không phải chịu áp lực về khối lượng công việc đã giúp thời gian giao hàng của nhà cung cấp rút ngắn với mức độ lớn thứ nhì kể từ tháng 3/2011.
- PMI sản xuất tháng 6 của các đối tác kinh tế lớn của Việt Nam như Mỹ (46,3 điểm), châu Âu (43,4 điểm), Hàn Quốc (47,8 điểm), Nhật Bản (49,8 điểm) vẫn nằm dưới ngưỡng 50, cho thấy sức khỏe ngành sản xuất của các nước vẫn còn yếu; trong khi đó, PMI sản xuất của Trung Quốc và các nước khối ASEAN có sự cải thiện nhẹ trong tháng 6.

Chỉ số PMI sản xuất của các đối tác kinh tế lớn của Việt Nam



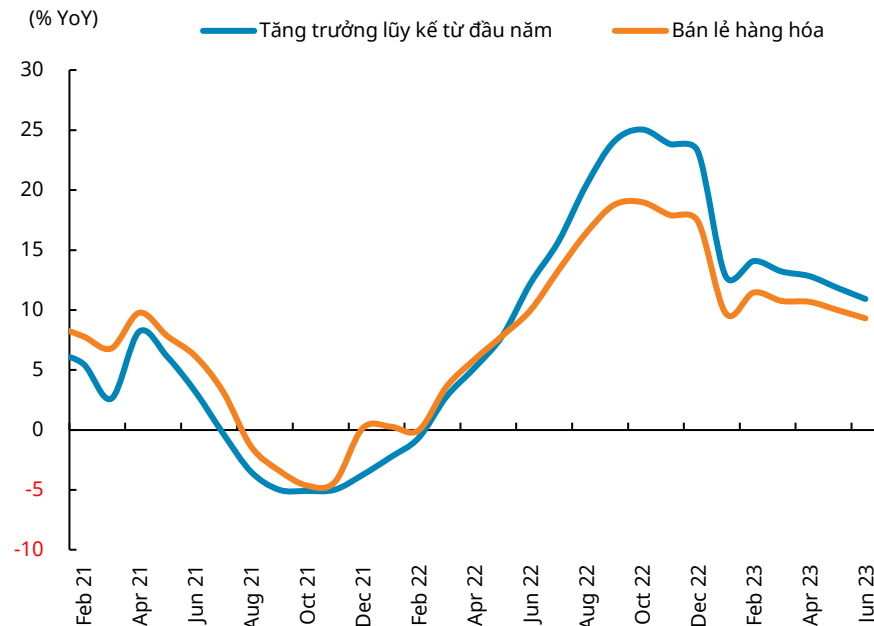
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

2. Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (tiếp theo)

Du lịch dẫn dắt tăng trưởng

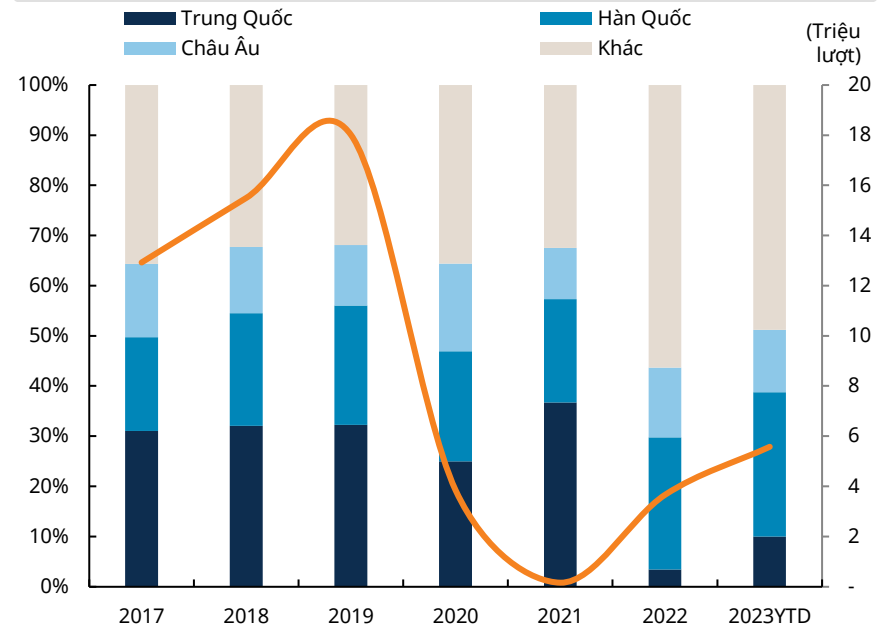
- Tăng trưởng bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng giảm tốc trong tháng 6 (+6,5% YoY), trong đó, tốc độ hồi phục của cả bán lẻ hàng hóa (+6% YoY) và doanh thu dịch vụ (+8,7% YoY) đều hạ nhiệt so với hai tháng trước đó. Tính chung trong 6 tháng đầu năm, bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng 10,9% YoY (bán lẻ: +9,3%; dịch vụ: +17,4%).
- Trong 6 tháng đầu năm, số lượt khách quốc tế đạt gần 5,6 triệu lượt khách, trong đó khách quốc tế từ Trung Quốc chiếm 10% (so với tỷ trọng khách Trung Quốc trong giai đoạn 2017-2019 khoảng trên 30% tổng lượt khách), trong khi đó tỷ trọng khách quốc tế từ các quốc gia khác đã gần như quay lại mức trước dịch. Do đó, tiềm năng hồi phục của khách Trung Quốc vẫn còn lớn trong thời gian tới.
- Động lực tăng trưởng bán lẻ trong nửa cuối năm 2023, bao gồm: 1) Thuế GTGT giảm 2 điểm phần trăm xuống 8% từ 1/7-31/12/2023; 2) tỷ lệ thất nghiệp duy trì mức thấp; 3) du lịch kì vọng hồi phục nhờ vào khách quốc tế từ Trung Quốc. Việc nâng thời hạn thị thực điện tử (e-visa) từ 30 lên 90 ngày kể từ 25/8/2023 có thể góp phần tăng số lượng khách quốc tế trong các tháng cuối năm.

Tăng trưởng bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng hàng tháng



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

Du lịch vẫn còn dư địa hồi phục



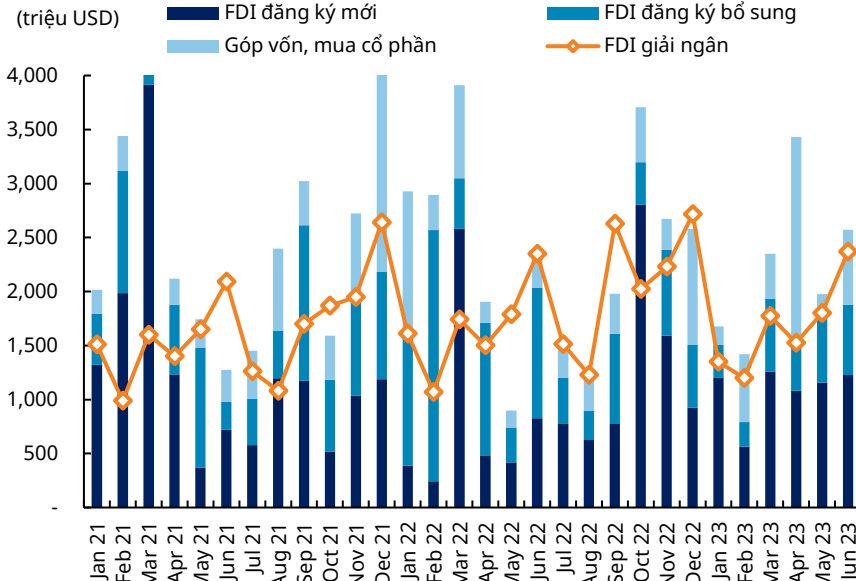
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO

2. Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (tiếp theo)

Dòng vốn FDI có sự cải thiện

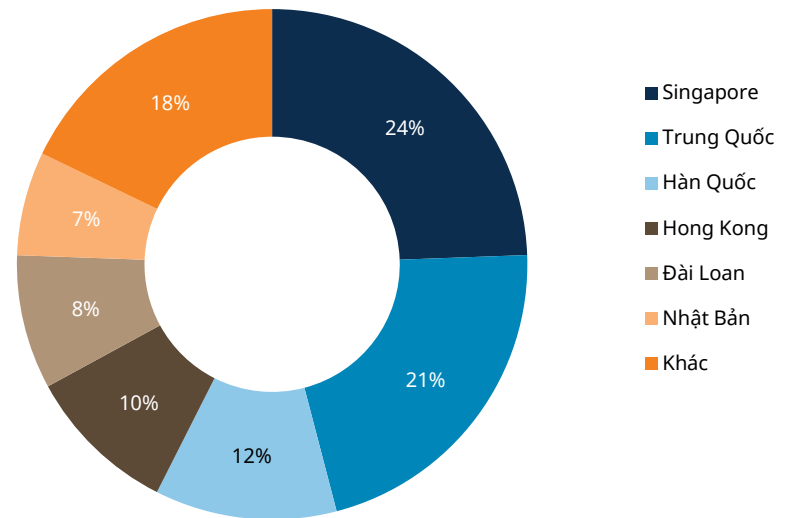
- **Giải ngân vốn FDI vẫn ổn định** trong nửa đầu năm đạt khoảng 10,02 tỷ USD, tăng 0,5% YoY.
- **Dòng vốn FDI đăng ký mới có sự cải thiện.** Theo số liệu của Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MPI), tính tới 20/6/2023, tổng vốn FDI đăng ký và góp vốn mua cổ phần nửa đầu năm đạt hơn 13,43 tỷ USD (-4,3% YoY), với đà giảm thu hẹp đáng kể so với mức lũy kế 5 tháng đầu năm (-7,3% YoY). Trong đó, vốn đầu tư mới cải thiện đáng kể (6T2023: +31,3% YoY, 5T2023: +27,8% YoY và 4T2023: +11,1% YoY). Trong tháng 3 và tháng 6, đoàn doanh nghiệp của Mỹ và Hàn Quốc đã có chuyến thăm nhằm tìm kiếm các cơ hội đầu tư, kinh doanh tại Việt Nam. Điều này tạo tiền đề cho việc mở rộng dòng vốn FDI trong thời gian tới. Rủi ro chủ yếu đến từ lạm phát cao và sức cầu suy yếu trên toàn cầu làm ảnh hưởng kế hoạch mở rộng kinh doanh của các tập đoàn quốc tế lớn.
- Thúc đẩy đầu tư công để phát triển cơ sở hạ tầng và Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia VIII được thông qua gần đây, cũng như chính sách hỗ trợ cho sự phục hồi và phát triển kinh tế xã hội của Chính phủ, sẽ là động lực quan trọng để thu hút FDI trong dài hạn. Do đó, chúng tôi tin rằng Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn khi các doanh nghiệp cân nhắc chiến lược Trung Quốc+1, cũng như khi kinh tế toàn cầu có sự khởi sắc.
- Trong ngắn hạn, việc áp dụng mức thuế tối thiểu toàn cầu 15% đối với FDI từ năm 2024 vẫn sẽ là chủ đề được quan tâm chính. Phía Chính phủ được kỳ vọng sẽ đưa ra những giải pháp chính sách và lộ trình áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu trong thời gian kỳ họp Quốc hội tháng 10/2023.

Vốn FDI đăng ký và giải ngân hàng tháng



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

Vốn FDI đăng ký theo nước trong nửa đầu năm 2023



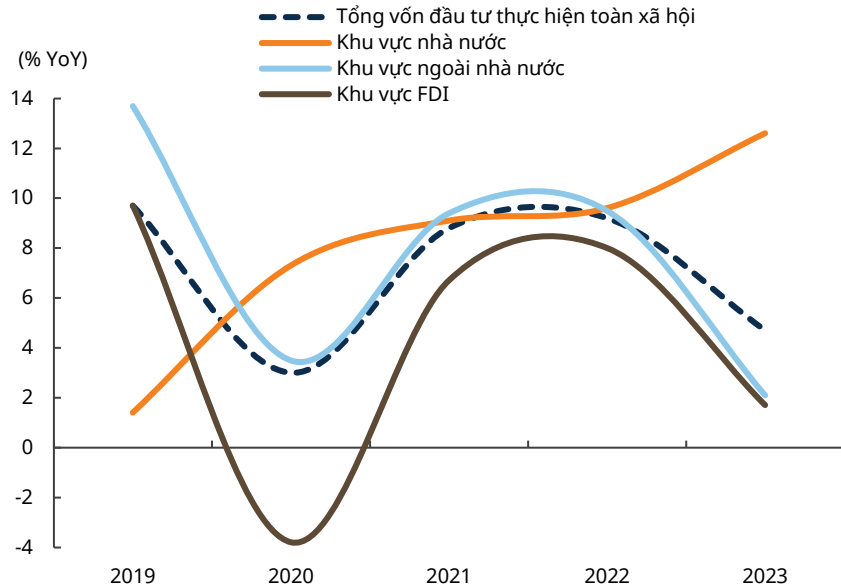
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu MPI

2. Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (tiếp theo)

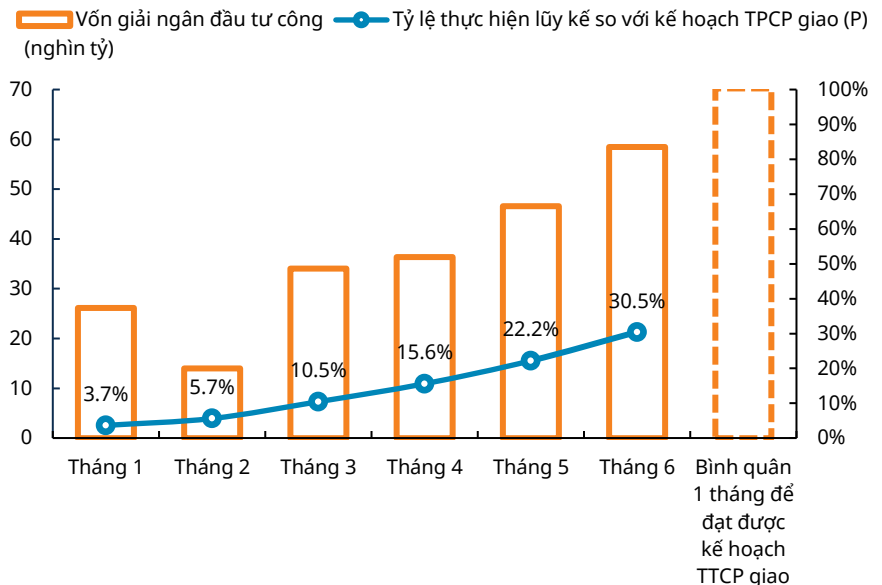
Đầu tư công đóng vai trò quan trọng trong các quý còn lại của năm 2023

- Chính phủ đang nỗ lực trong việc đẩy mạnh giải ngân đầu tư công nhằm đạt được mục tiêu tăng trưởng kinh tế, trong bối cảnh các động lực tăng trưởng còn lại đang suy yếu. Trong 6 tháng đầu năm, vốn đầu tư thực hiện từ khu vực nhà nước tăng 12,6% YoY, chiếm 27,3% tổng vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội; trong khi đó, vốn thực hiện từ khu vực ngoài nhà nước và khu vực FDI chỉ tăng lần lượt 2,1% YoY và 1,7% YoY.
- Theo Bộ Tài chính, giải ngân vốn đầu tư công nửa đầu năm ước tăng 43% YoY đạt 215,6 nghìn tỷ đồng (~30,5% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao). Theo tính toán của chúng tôi, để đạt được từ 95% đến 100% kế hoạch Thủ tướng giao, thì bình quân 7 tháng còn lại phải giải ngân mỗi tháng ít nhất từ 65 đến 70 nghìn tỷ đồng (gấp 1,4 – 1,5 lần so với mức giải ngân bình quân trong quý 2/2023). Khi đạt được từ 95% đến 100% kế hoạch Thủ tướng giao, số vốn giải ngân đầu tư công năm nay có thể tăng đến 18,8 – 25,1% so với cùng kỳ.
- Theo Bộ Giao thông vận tải, lũy kế 6 tháng đầu năm, tổng giá trị giải ngân vốn đầu tư công của Bộ ước đạt gần 34,5 nghìn tỷ đồng, đạt hơn 36% so với kế hoạch vốn được giao trong năm 2023. Trong tháng 6/2023, một số dự án đầu tư công chính thức khởi công bao gồm: Vành đai 3 với tổng vốn đầu tư 75.378 tỷ đồng (TP.HCM) và vành đai 4 (Hà Nội) với tổng vốn đầu tư 85.813 tỷ đồng, cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng (44.691 tỷ đồng), cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu (17.837 tỷ đồng), cao tốc Khánh Hòa – Buôn Ma Thuột (21.935 tỷ đồng). Theo kế hoạch, trong quý 3/2023, Bộ GTVT sẽ giải ngân thêm tổng số vốn gần 21,7 nghìn tỷ đồng.

Tăng trưởng vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội giai đoạn nửa đầu năm



Tiến độ giải ngân vốn công so với kế hoạch Thủ tướng Chính phủ



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

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

3. Cập nhật về ổn định vĩ mô Việt Nam

Lạm phát tiếp tục hạ nhiệt

- Lạm phát hạ nhiệt và được duy trì trong mức mục tiêu của NHNN năm 2023 (4,5%). Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) hạ nhiệt tháng thứ 5 liên tiếp, với bình quân 6 tháng đầu năm 2023 CPI tăng 3,29% YoY và lạm phát cơ bản tăng 4,74% YoY. Trong khi giá thực phẩm, giá điện sinh hoạt tăng, nhóm Giao thông góp phần kiềm chế lạm phát khi giảm 5,1% YoY bình quân 6 tháng đầu năm, chủ yếu do giá xăng dầu trong nước giảm 18,3% YoY.
- Đáng chú ý là chúng tôi thấy rằng lạm phát Việt Nam tạo đỉnh vào tháng 1/2023 và đã dần hạ nhiệt các tháng sau đó; trong khi đó, lạm phát cơ bản cũng hạ nhiệt nhưng với tốc độ chậm hơn. Cụ thể, CPI tháng 6 tăng 2% YoY (so với mức đỉnh tháng 1/2023 4,9% YoY); CPI cơ bản tháng 6 tăng 4,3% YoY (so với mức đỉnh tháng 1/2023 5,2% YoY).
- Do lạm phát tiếp tục hạ nhiệt và dự địa chính sách trong việc điều hành tỷ giá, NHNN đã chuyển hướng sang chính sách tiền tệ nới lỏng để hỗ trợ cho nền kinh tế vượt qua giai đoạn khó khăn hiện tại.

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

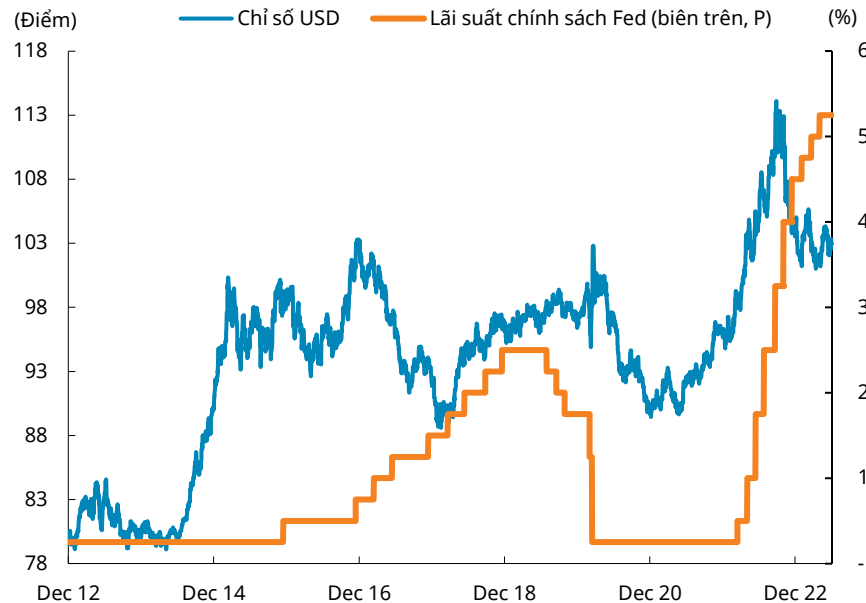
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO. Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng là mức cao nhất, điểm màu xanh là mức thấp nhất.
Ghi chú: Chỉ số lạm phát cơ bản được tính toán bằng phương pháp loại bỏ trực tiếp 16 nhóm hàng lương thực, thực phẩm tươi sống, năng lượng và giá do Nhà nước quản lý.

3. Cập nhật về ổn định vĩ mô Việt Nam (tiếp theo)

Tỷ giá USD/VND duy trì ổn định

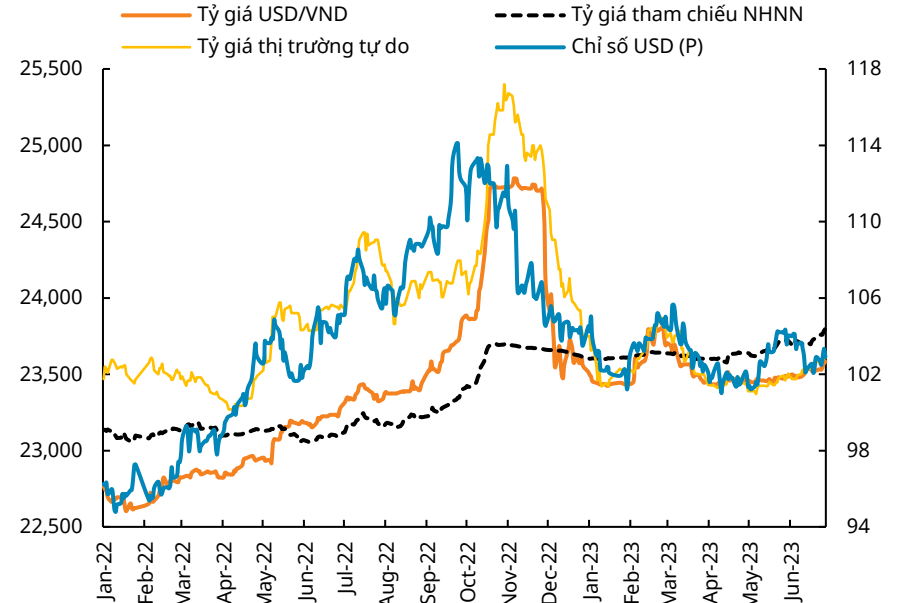
- Chỉ số USD giảm 1,4% MoM và giảm 0,6% YTD, trong bối cảnh lạm phát ở Mỹ tiếp tục hạ nhiệt và triển vọng Fed ngưng tăng lãi suất đang đến gần. Trong bối cảnh đó, tỷ giá USD/VND vẫn tương đối ổn định, tăng 0,4% MoM và giảm 0,2% YTD, nhờ thanh khoản hệ thống được điều tiết tốt.
- So với các đồng tiền khác trong khu vực châu Á, trong nửa đầu năm 2023, tiền đồng (VND) được giữ tương đối ổn định so với đồng USD, trong khi đồng Won Hàn Quốc (KRW: +4.1%), Nhân dân tệ (CNY: +5.1% YTD) và đồng Yên Nhật (JPY: +10.1% YTD) tiếp tục mất giá so với đồng USD.
- Trong ngắn hạn, tỷ giá USD/VND được kỳ vọng sẽ chịu áp lực tăng do sự lệch pha chính sách tiền tệ khi Việt Nam đã và đang áp dụng chính sách nới lỏng tiền tệ để hỗ trợ nền kinh tế vượt qua giai đoạn khó khăn hiện tại trong khi Mỹ tiếp tục duy trì mục tiêu kiểm soát lạm phát. Trong thời gian tới, chỉ số USD được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì ở quanh vùng 101-105 điểm với triển vọng Fed sẽ sớm dừng chu kỳ tăng lãi suất, điều này sẽ giúp giảm bớt áp lực lên tỷ giá USD/VND. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng tiền đồng vẫn được giữ ổn định so với đồng USD do Việt Nam có lợi thế về thặng dư thương mại (nửa đầu năm 2023: 12,25 tỷ USD), dòng vốn FDI giải ngân ổn định (nửa đầu năm 2023: hơn 10 tỷ USD), cũng như việc thanh khoản hệ thống được điều tiết tốt.

Chỉ số USD duy trì ở quanh vùng 101-105 điểm kể từ tháng 12/2022



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

Tương quan giữa tỷ giá USD/VND và chỉ số USD



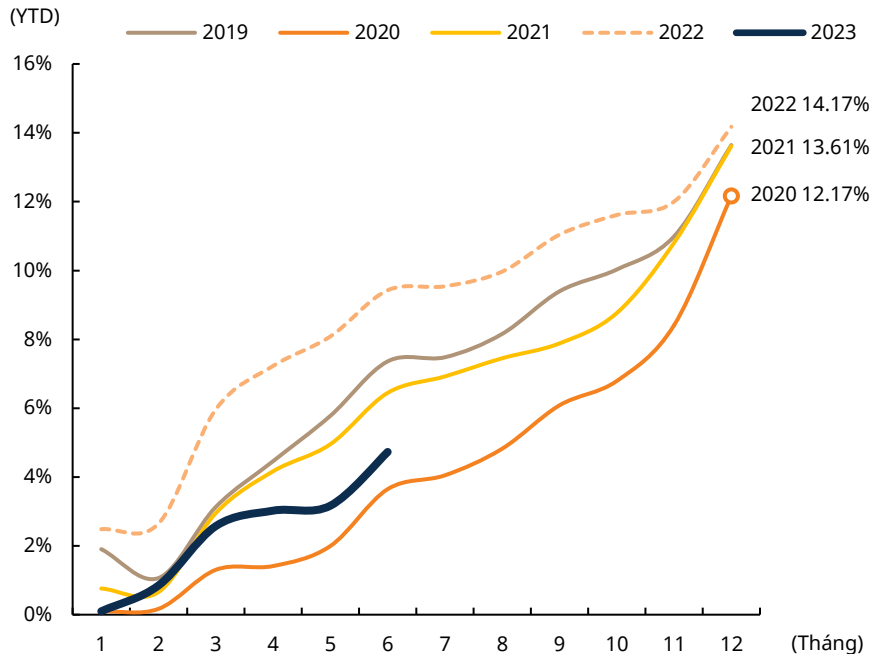
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

3. Cập nhật về ổn định vĩ mô Việt Nam (tiếp theo)

Nới lỏng chính sách tiền tệ một cách thận trọng

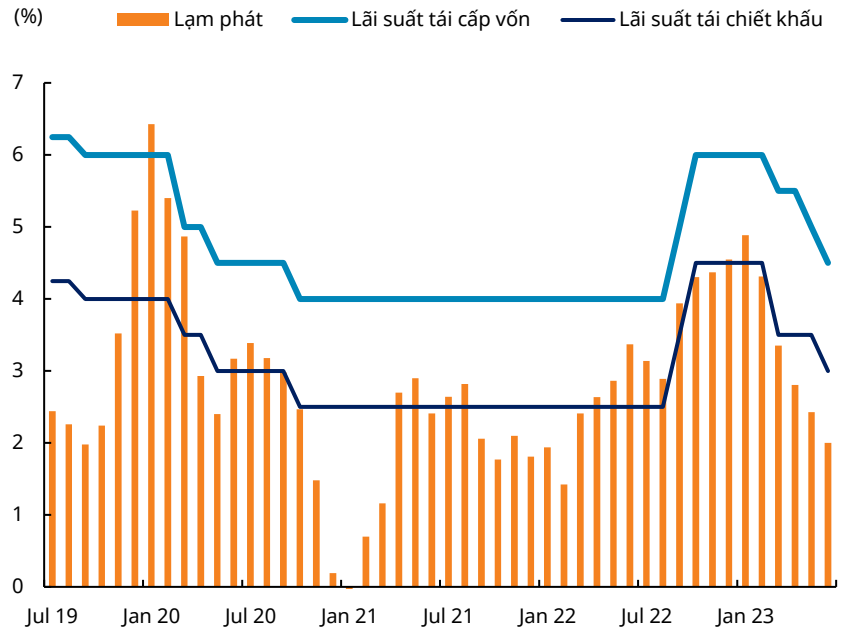
- Do tăng trưởng tín dụng 2 tháng đầu năm chỉ tăng 0,85% YTD, trong khi nhờ lạm phát tiếp tục hạ nhiệt và dư địa chính sách trong việc điều hành tỷ giá, NHNN đã chủ động nới lỏng chính sách tiền tệ. NHNN đã 4 lần giảm lãi suất điều hành từ ngày 15/3 đến nay; theo đó, lãi suất tái cấp vốn và tái chiết khấu giảm xuống lần lượt là 4,5% và 3%, tương ứng mức giảm 150bps mỗi loại kể từ đầu năm nhưng vẫn cao hơn 50bps so với cùng kỳ.
- Tuy nhiên, ước tính đến cuối tháng 6, tín dụng chỉ tăng 4,73% YTD (tăng 9,3% YoY). Tín dụng yếu phản ánh các động lực tăng trưởng suy yếu (gồm cầu đầu tư phục vụ sản xuất kinh doanh, cầu tiêu dùng giảm và giải ngân đầu tư công chậm) và sự thận trọng trong cấp tín dụng của các ngân hàng. Theo NHNN, thị trường bất động sản tiếp tục khó khăn (chủ yếu liên quan đến vấn đề pháp lý của các dự án) dẫn tới tín dụng bất động sản (chiếm 22% dư nợ tín dụng năm 2022) tăng chậm hơn nhiều so với các năm trước kéo theo tăng tín dụng chung ở mức thấp. Do mức hấp thụ tín dụng của nền kinh tế vẫn yếu nên NHNN được kỳ vọng sẽ tiếp tục điều hành theo hướng giảm lãi suất cho vay trong thời gian sắp tới.

Tăng trưởng tín dụng yếu: Lũy kế 6 tháng tăng 4,73% YTD



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Ngân hàng Nhà nước

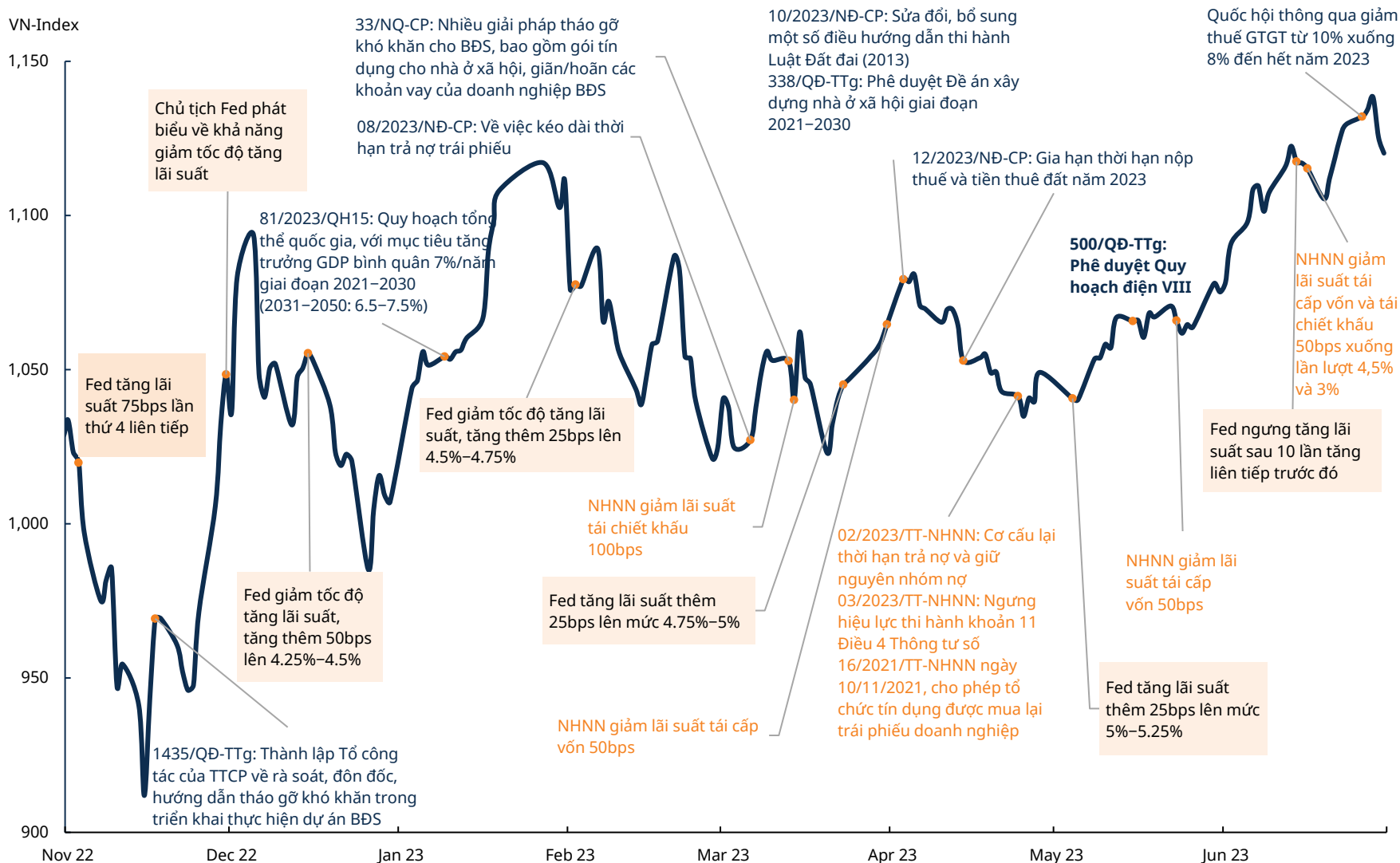
NHNN tiếp tục hạ lãi suất hỗ trợ nền kinh tế



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Ngân hàng Nhà nước

4. Thị trường chứng khoán Việt Nam và các sự kiện vĩ mô chính

Nhiều giải pháp chính sách được Chính phủ và Ngân hàng nhà nước ban hành để hỗ trợ nền kinh tế



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ ngày 1/11/2022 đến ngày 30/6/2023.

5. Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam

Thị trường chứng khoán toàn cầu đồng pha hồi phục

- Sau một năm với nhiều yếu tố không thuận lợi như năm 2022, các nhà đầu tư chuyển hướng sang kỳ vọng chu kỳ tăng lãi suất của Fed sẽ sớm kết thúc trên cơ sở lạm phát đã hạ nhiệt. Trên thực tế số liệu nửa đầu năm, chúng tôi thấy lạm phát toàn cầu đã hạ nhiệt đáng kể (một phần nhờ vào hiệu ứng so sánh với mức nền cao của cùng kỳ). Cùng với việc nhà đầu tư hy vọng các điều kiện kinh tế sẽ tốt hơn, thị trường chứng khoán toàn cầu đã đồng pha hồi phục trong nửa đầu năm 2023.
- Thị trường chứng khoán Việt Nam cũng phục hồi, với chỉ số VN-Index tăng khoảng 28% từ mức thấp nhất vào tháng 11/2022. Bên cạnh bối cảnh chung toàn cầu, các động lực giúp thị trường Việt Nam tăng điểm bao gồm: 1) Chính phủ nỗ lực tháo gỡ nút thắt cho ngành bất động sản, cũng như các tổ chức phát hành trái phiếu, qua đó giúp cải thiện niềm tin của các nhà đầu tư; 2) NHNN liên tiếp 4 lần cắt giảm lãi suất, với lãi suất tái cấp vốn và chiết khấu giảm tổng cộng 150bps so với đầu năm xuống lần lượt là 4,5% và 3%; 3) chính sách tài khóa nhìn chung vẫn theo hướng hỗ trợ nền kinh tế, đặc biệt là đẩy mạnh đầu tư công.

Tổng quan chứng khoán toàn cầu nửa đầu năm 2023

Thị trường	Chỉ số	Giá đóng cửa	Vốn hóa (tỷ USD)	Vốn hóa (USD) 2022-2023	Biến động giá				TTM		P/E dự phóng	
					1 tháng	3 tháng	6 tháng	1 năm	P/E (x)	ROE (%)	2023F	2024F
Việt Nam	VNINDEX	1,120	189		4.2%	5.2%	11.2%	-6.5%	15.3	12.8	13.8	9.3
MSCI thị trường phát triển	MXWO	2,967	63,116		5.9%	6.3%	14.0%	16.5%	18.5	14.0	17.5	16.4
MSCI thị trường mới nổi	MXEF	989	19,825		3.2%	-0.1%	3.5%	-1.1%	12.9	11.9	12.1	11.1
MSCI thị trường cận biên	MXFM	486	307		1.9%	0.4%	2.8%	-6.1%	9.1	16.3	9.7	8.9
Mỹ	SPX	4,450	38,820		6.5%	8.3%	15.9%	17.6%	21.3	17.3	19.9	18.4
Nhật	NKY	33,189	4,034		7.5%	18.4%	27.2%	25.7%	32.3	8.8	22.5	18.6
Trung Quốc	SHCOMP	3,202	6,506		-0.1%	-2.2%	3.7%	-5.8%	14.3	9.3	14.0	9.8
Đài Loan	TWSE	16,916	1,698		2.0%	6.6%	19.6%	14.1%	16.7	12.6	16.3	14.8
Hàn Quốc	KOSPI	2,564	1,492		-0.5%	3.5%	14.7%	9.9%	15.1	6.0	13.3	10.0
Ấn Độ	SENSEX	64,719	1,552		3.3%	9.7%	6.4%	22.1%	24.1	14.7	24.0	18.0
Indonesia	JCI	6,662	632		0.4%	-2.1%	-2.8%	-3.6%	14.7	11.7	16.0	12.6
Thái Lan	SET	1,503	521		-2.0%	-6.6%	-9.9%	-4.2%	20.5	8.2	17.2	14.3
Singapore	STI	3,206	371		1.5%	-1.6%	-1.4%	3.3%	12.9	8.8	12.0	10.2
Malaysia	FBMKLCI	1,377	205		-0.8%	-3.2%	-7.9%	-4.7%	14.8	10.2	12.5	12.2
Philippines	PCOMP	6,468	167		-0.1%	-0.5%	-1.5%	5.1%	13.8	10.9	13.9	10.9

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 30/6/2023). Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng vốn hóa là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.
Lưu ý: (*) Chỉ số P/E dự phóng cuối năm 2023 và 2024 được tính dựa trên số liệu dự phóng EPS trung bình được thống kê từ Bloomberg.

5. Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam (tiếp theo)

Dấu hiệu cải thiện

- Nhìn từ góc độ vĩ mô, chúng tôi thấy điểm đáng chú ý là sự nỗ lực của Chính phủ nhằm đạt được các mục tiêu tăng trưởng kinh tế đầy tham vọng: 6,5%/năm cho giai đoạn 2021–2025; 7,5% giai đoạn 2026–2030; và 6,5%–7,5% giai đoạn 2031–2050. Chúng tôi cũng tin rằng NHNN đã điều hành chính sách tiền tệ linh hoạt và phù hợp tạo nền tảng quan trọng cho kinh tế tăng trưởng bền vững trong bối cảnh kinh tế toàn cầu còn nhiều bất ổn.
- Theo đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận theo quý của các công ty niêm yết sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2023. Việc chuyển trọng tâm động lực tăng trưởng GDP sang đầu tư công tạo ra tiền đề thuận lợi cho ngành xây dựng và vật liệu xây dựng. Trong khi đó, với kỳ vọng lãi suất giảm, các ngành nhạy cảm với lãi suất được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng. Ngoài ra, Quy hoạch Phát triển Điện lực VIII được phê duyệt gần đây dự kiến sẽ thúc đẩy quá trình chuyển đổi năng lượng, điều này có hàm ý đối với khoản đầu tư dài hạn.

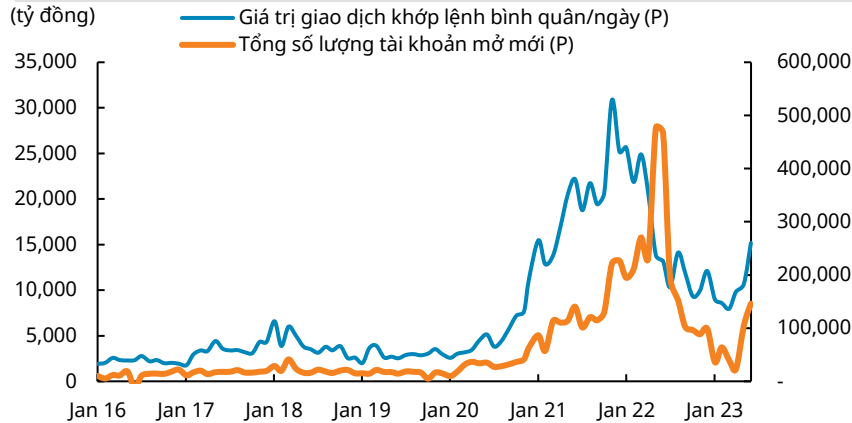
Hiệu suất đầu tư theo ngành														
Phân ngành GICS	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tỷ trọng vốn hóa	Vốn hóa từ 2020	Biến động giá				Tăng trưởng LNTT				Thống kê ĐHĐCĐ 2023		
				1 tháng	3 tháng	6 tháng	1 năm	2019	2020	2021	2022	Mục tiêu	Số công ty	% đại diện vốn hóa
VN-Index	4,463,901	100%		4.2%	5.2%	11.2%	-6.5%	13%	0%	35%	5%	3%	326/393	92%
Ngân hàng	1,663,393	37.3%		4.6%	4.5%	16.5%	14.0%	31%	16%	32%	35%	11%	16/17	92%
Bất động sản	763,802	17.1%		1.2%	2.1%	5.3%	-26.9%	25%	-1%	7%	-5%	7%	39/49	96%
Thực phẩm, đồ uống	453,633	10.2%		3.2%	-4.6%	-8.0%	-14.2%	-4%	-9%	32%	-18%	2%	32/33	98%
Nguyên vật liệu	362,944	8.1%		13.5%	20.4%	28.9%	-7.6%	-8%	48%	102%	-46%	-30%	51/66	93%
Tiện ích	307,592	6.9%		0.0%	-2.0%	1.2%	-13.5%	13%	-20%	12%	45%	-44%	24/27	89%
Xây dựng	194,117	4.3%		3.6%	24.4%	29.4%	-11.4%	-4%	5%	25%	-20%	13%	61/73	92%
Vận tải	160,856	3.6%		2.6%	1.1%	0.4%	-11.6%	-15%	-150%	1%	-58%	-44%	20/28	75%
Dịch vụ tài chính	135,120	3.0%		7.1%	24.0%	49.7%	27.6%	-23%	41%	141%	-51%	30%	14/17	80%
Phần mềm và dịch vụ	103,128	2.3%		3.3%	10.2%	13.4%	1.4%	21%	12%	21%	20%	17%	2/3	93%
Bán lẻ	88,133	2.0%		12.5%	16.1%	3.2%	-34.1%	19%	4%	35%	2%	-7%	9/10	100%
Dầu khí	74,613	1.7%		2.9%	8.1%	23.3%	5.3%	5%	-56%	75%	-30%	8%	10/11	98%
Bảo hiểm	44,531	1.0%		0.6%	-6.1%	-2.1%	-15.1%	13%	25%	30%	-18%	8%	4/5	26%
May mặc và trang sức	42,809	1.0%		5.7%	3.7%	-5.8%	-20.9%	4%	30%	7%	30%	-4%	16/17	90%

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg và Finpro (cập nhật đến ngày 30/6/2023).
Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng vốn hóa là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.

5. Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam (tiếp theo)

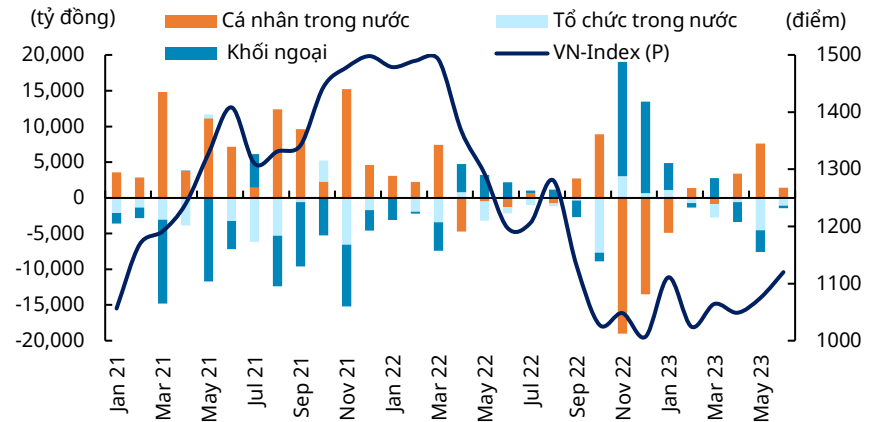
Tâm lý nhà đầu tư cá nhân trong nước (nhóm chiếm 83% tổng giá trị giao dịch trong nửa đầu năm) chuyển biến tích cực.

Thanh khoản thị trường cải thiện tháng thứ ba liên tiếp



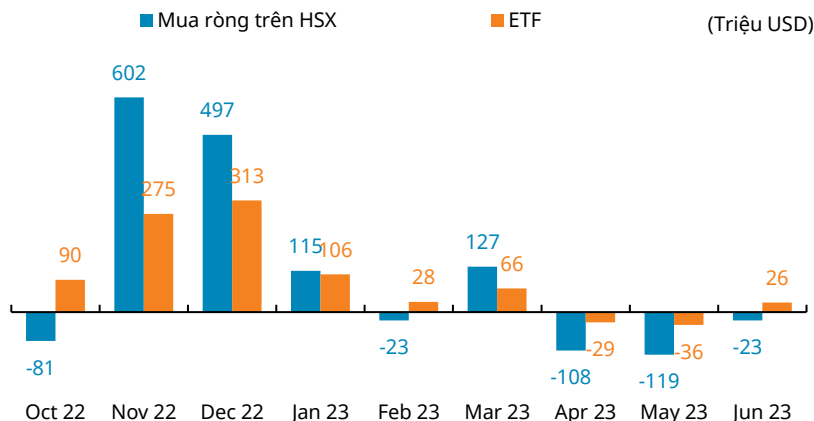
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Fiinpro và VSD

Cá nhân trong nước mua ròng 12,4 nghìn tỷ đồng trong quý 2/2023



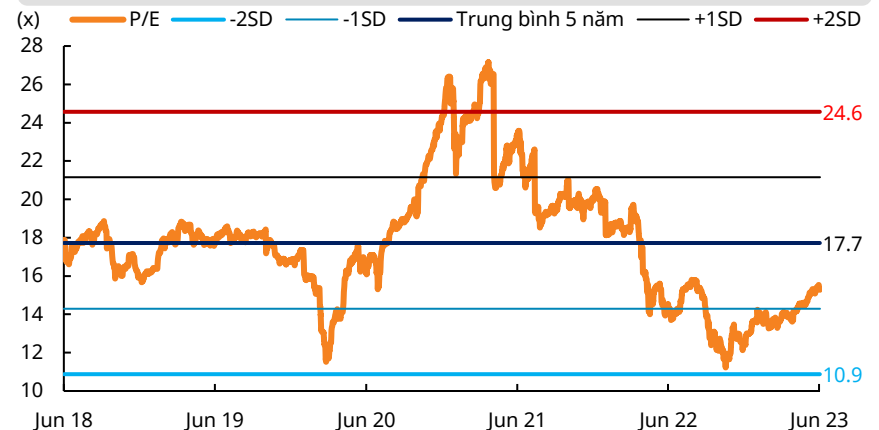
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Fiinpro

Khối ngoại tiếp tục bán ròng trong quý 2/2023



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

P/E của VN-Index đang hướng về mức trung bình 5 năm



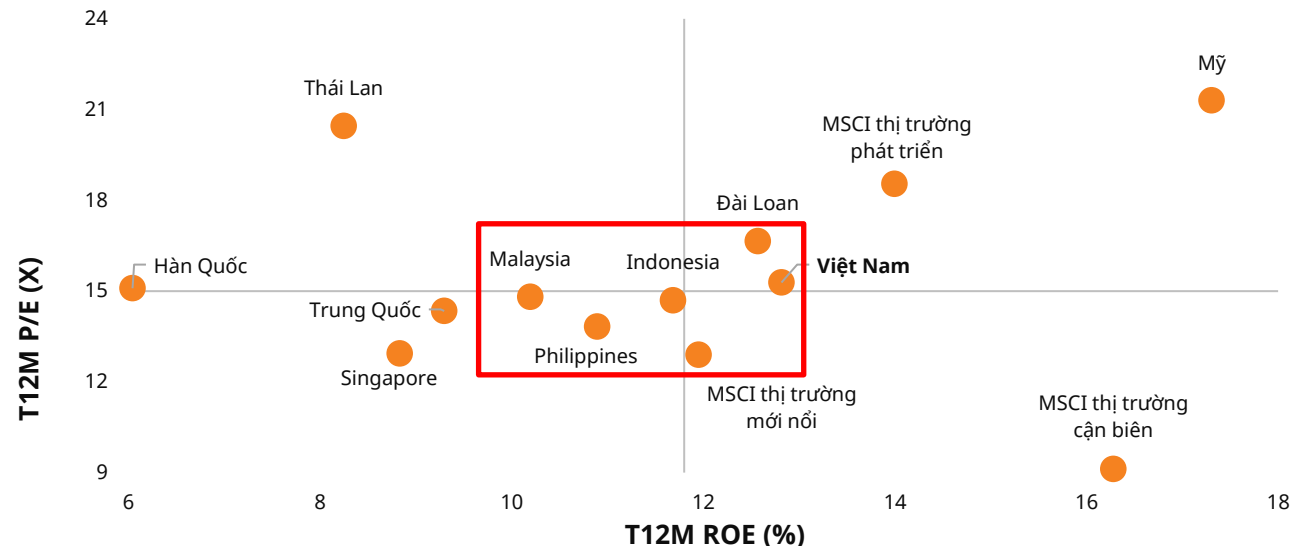
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

5. Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam (tiếp theo)

Định giá đang ở mức mẫu chốt

- Trong bối cảnh kinh tế ảm đạm, EPS quý 1 của VN-Index ước tính sẽ giảm 20,7% YoY, dựa trên dữ liệu của Bloomberg. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng EPS theo quý sẽ phục hồi theo hình chữ U theo sự phục hồi của nền kinh tế, sau mức giảm của EPS quý 1/2023. Tính chung cho cả năm 2023, chúng tôi kỳ vọng EPS của VN-Index sẽ tăng 8% YoY. So với mức dự phóng này, Đại hội đồng cổ đông của 326/393 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE (~92% vốn hóa thị trường) đặt mục tiêu tổng lợi nhuận trước thuế tăng 3% YoY trong năm nay, theo tính toán của chúng tôi.
- Về mặt định giá, P/E của VN-Index đã tăng từ mức trung bình 5 năm trừ hai độ lệch chuẩn (11 lần) vào tháng 11/2022 lên 15,3 lần vào cuối tháng 6/2023. Đối với triển vọng nửa cuối năm 2023, động lực thị trường dự kiến sẽ vẫn mạnh mẽ nhờ kỳ vọng cải thiện cả về tăng trưởng kinh tế và yếu tố cơ bản của doanh nghiệp. Với tâm lý tích cực của nhà đầu tư cá nhân trong nước, cùng với mùa công bố kết quả kinh doanh quý 2 sắp tới, chúng tôi cũng kỳ vọng P/E của thị trường sẽ tiếp tục tăng, hướng về mức trung bình 5 năm.
- Trong khi đó, định giá tương đối so với các thị trường khác đang ở mức đáng lo ngại do P/E hiện tại của VN-Index đã ngang bằng với nhiều thị trường khác như Malaysia (FBMKLCI: 14,9x), Indonesia (JCI: 14,7x), Philippines (PCOMP: 13,9x), và cao hơn nhiều so với chỉ số thị trường mới nổi MSCI (12,9x). Như vậy, chỉ có khả năng giữ mức tăng trưởng EPS dương và duy trì ROE cao mới giữ được sức hấp dẫn của Việt Nam trong mắt các nhà đầu tư nước ngoài.

Định giá tương đối chỉ hấp dẫn khi Việt Nam duy trì ROE cao



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 30/6/2023).

II

—

Danh mục khuyến nghị (Trung và dài hạn)



[Tóm tắt] Danh mục khuyến nghị

- **Dầu khí:** Chính phủ và Bộ Công Thương đang đẩy nhanh tiến độ để sớm phê duyệt FID (quyết định đầu tư cuối cùng), từ đó làm cơ sở để dự án Lô B Ô Môn được triển khai đồng bộ. Trong cuối tháng 6/2023, nhiều sự kiện ghi nhận sự chuyển biến tích cực liên quan đến lô B: 1) PVN nhận bàn giao hai dự án nhiệt điện (Ô Môn III & IV) từ EVN; 2) Thủ tướng chấp nhận gia hạn hợp đồng phân chia sản phẩm (PSC) đến năm 2049; 3) Gói thầu EPCI#1 thi công phần giàn xử lý trung tâm (Central Production Platform), hệ thống nhà ở (Living Quarter Platform) và tháp đốt khí (Flare Tower) với giá trị 1.1 tỷ USD đã được phê duyệt và giao cho Liên danh PVS và McDermott.
- **Ngành sữa:** Trong 5T2023, giá trung bình WMP & SMP thế giới đã giảm gần 30% so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng mức giảm của giá bột sữa nguyên liệu sẽ tác động rõ hơn lên biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp ngành sữa trong 2H23, khi lượng tồn kho nguyên liệu giá cao được tiêu thụ hết. Trong 2024, chúng tôi cho rằng giá sữa bột nguyên liệu sẽ tăng nhẹ trở lại khi nhu cầu tiêu dùng phục hồi.
- **Ngân hàng:** Luận điểm đầu tư của chúng tôi được chia thành hai chủ điểm chính như sau: Trong ngắn hạn, chúng tôi ưa thích các ngân hàng có mức định giá tương đối hấp dẫn (TCB và MBB), hay có các chất xúc tác ngắn hạn như phát hành riêng lẻ (VPB và VCB) và khả năng phục hồi (VPB). Đối với chiến lược đầu tư trung và dài hạn, chúng tôi ưu tiên chọn các ngân hàng có chiến lược kinh doanh thận trọng và kết quả kinh doanh bền vững trong nhiều năm trở lại đây như ACB và nhóm các ngân hàng quốc doanh với nhiều lợi thế trong huy động và cho vay kinh doanh.
- **CNTT:** Việt Nam vẫn phụ thuộc vào nguồn chip nhập khẩu và chưa tham gia nhiều vào chuỗi cung ứng chip. Nói cách khác, vẫn còn dư địa tăng trưởng cho các công ty có hàm lượng công nghệ cao và tiềm lực đầu tư lớn. Trong khâu thiết kế, một số doanh nghiệp như FPT, Viettel và CMG đã tiến hành nghiên cứu và FPT đã tham gia vào lĩnh vực thiết kế chip nhằm phục vụ nhu cầu nội địa. Trong khâu sản xuất, FPT đã sản xuất được ba dòng chip (gia công tại Hàn Quốc dưới thương hiệu FPT) và nhận được đơn hàng xuất khẩu với quy mô 25 triệu chip (dự kiến xuất khẩu trong 2024-2025).
- **Bất động sản:** Chúng tôi nhận thấy hiện nay chủ đầu tư thường đưa ra các gói ưu đãi như chỉ đặt cọc 5% giá trị nhà, và chỉ trả 35% tổng giá trị khi giao nhà. Với lãi suất vay mua nhà vẫn ở mức cao, dao động quanh 12%/năm, chúng tôi cho rằng thị trường vẫn còn nhiều khó khăn bất chấp những chương trình ưu đãi của chủ đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư còn trong tâm lý chờ đợi lãi suất cho vay giảm mạnh hơn nữa khiến lực cầu hạn chế. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ hồi phục vào cuối 2023 hoặc đầu 2024 khi các đợt cắt giảm lãi suất điều hành bắt đầu có tác động rõ nét đến lãi suất cho vay.
- **Khu công nghiệp:** Tổng vốn đăng ký FDI trong 5T2023 ghi nhận vượt trội với 5.26 tỷ USD (+27.8% so CK). Chiến lược "Trung Quốc +1" sẽ mở ra cơ hội cho các KCN miền Bắc. Nhiều dự án mới dự kiến cam kết sẽ đầu tư vào VN trong thời gian tới như LG (4 tỷ USD), Foxconn (300 triệu USD), ... Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng thu hút đầu tư của các doanh nghiệp đầu ngành như IDC, VGC, KBC với quỹ đất lớn nằm tại các khu vực kinh tế trọng điểm.

[Tóm tắt] Danh mục khuyến nghị

Ngành	CP	Doanh nghiệp	Giá mục tiêu 12T (VND)	Lợi nhuận kỳ vọng
Dầu khí	GAS	Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP	118,000	27%
Dầu khí	PVS	Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam	40,400	25%
Thực phẩm & đồ uống	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	84,200	19%
Tiêu dùng không thiết yếu	PNJ	CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	82,000	9%
Ngân hàng	CTG	NH TMCP Công Thương Việt Nam	32,500	10%
Ngân hàng	VPB	NH TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	22,200	12%
Ngân hàng	ACB	NH TMCP Á Châu	25,500	16%
CNTT	FPT	Công ty cổ phần FPT	103,000	20%
BDS thương mại	VRE	CTCP Vincom Retail	36,600	37%
BDS dân dụng	VHM	CTCP Vinhomes	72,200	31%
BDS dân dụng	KDH	CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	36,800	19%
BDS dân dụng	NLG	CTCP Đầu tư Nam Long	40,300	22%
Khu công nghiệp	IDC	Tổng Công ty IDICO - CTCP	53,000	25%
Danh mục theo dõi	BID, STB, KBC, QNS, HDG, TDM, BMP, PVT, DBD			

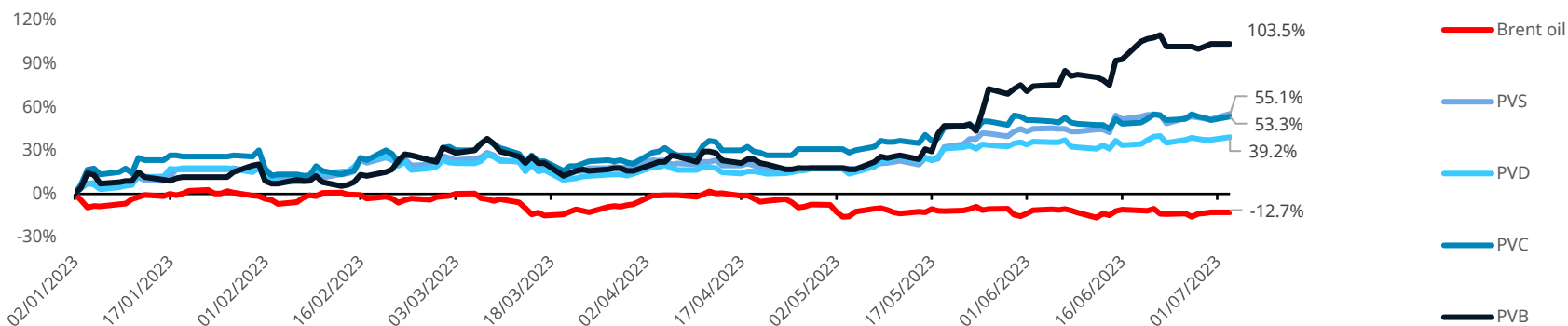
Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research (Lợi nhuận kỳ vọng tham chiếu giá đóng cửa tại ngày 30/06/2023)

Dầu khí – Triển vọng từ chuỗi dự án Lô B Ô Môn

Những tín hiệu tích cực

- Dự án thuộc bể Malay – Thổ Chu, nằm ở vùng biển Tây Nam Việt Nam, và là một trong những dự án khí lớn nhất cả nước từ trước đến nay được triển khai. Với tổng trữ lượng lên đến 107 tỷ m³, mỏ khí Lô B kỳ vọng có thể bù đắp cho sự cạn kiệt nhanh chóng tại các mỏ khí đã khai thác lâu năm tại bể Cửu Long và Nam Côn Sơn. Ngoài ra, việc triển khai phát triển dự án cũng sẽ mang lại khối lượng công việc tiềm năng cho các doanh nghiệp thượng nguồn (PVS, PVD, PVC, ...).
- Chính phủ và Bộ Công Thương đang đẩy nhanh tiến độ để sớm phê duyệt FID (quyết định đầu tư cuối cùng), từ đó làm cơ sở để dự án được triển khai đồng bộ. Trong cuối tháng 6/2023, nhiều sự kiện ghi nhận sự chuyển biến tích cực liên quan đến Lô B: 1) PVN nhận bàn giao hai dự án nhiệt điện (Ô Môn III & IV) từ EVN; 2) Thủ tướng chấp nhận gia hạn hợp đồng phân chia sản phẩm (PSC) đến năm 2049; 3) Gói thầu EPCI#1 thi công phần giàn xử lý trung tâm (Central Production Platform), hệ thống nhà ở (Living Quarter Platform) và tháp đốt khí (Flare Tower) với giá trị 1.1 tỷ USD đã được phê duyệt và giao cho Liên danh PVS và McDermott.
- Gói thầu EPCI#2 và EPC đường ống dự kiến sẽ công bố kết quả đấu thầu lần lượt vào tháng 7 và tháng 9/2023. Ngoài ra, việc đàm phán hợp đồng giữa các bên tham gia chuỗi dự án được kỳ vọng sẽ giải quyết nhanh hơn khi cam kết sản lượng tiêu thụ khí mà giá miệt giếng và phí vận chuyển đã được Chính phủ phê duyệt, bao gồm:
 - Hợp đồng mua bán khí (GSPA)/ Hợp đồng bán khí (GSA).
 - Hợp đồng vận chuyển khí (GTA).
 - Hợp đồng mua bán điện (PPA) giữa nhà máy điện và EVN.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng việc phê duyệt FID sẽ được thực hiện trong Q3/2023. Với tổng CAPEX lên đến 10 tỷ USD cho khâu thượng nguồn (từ FID đến năm 2049), việc khởi động dự án có thể khôi phục các hoạt động thượng nguồn của Việt Nam sau khi đã qua mức đỉnh kể từ năm 2015.

Biến động giá của các DN thượng nguồn phản ánh kỳ vọng Lô B trong bối cảnh giá dầu có phần ảm đạm



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Dầu khí – Triển vọng từ chuỗi dự án Lô B Ô Môn

Luật Dầu khí sửa đổi
hồi sinh lĩnh vực
thượng nguồn

Luật Dầu khí sửa đổi đã được Quốc hội thông qua ngày 14/11/2022 – đây là lần đầu tiên Luật Dầu khí hiện hành được sửa đổi toàn diện kể từ khi ban hành (06/7/1993) – và sẽ được chính thức được áp dụng từ 01/07/2023. Việc đưa vào áp dụng Luật sửa đổi sẽ mở ra triển vọng cho tăng trưởng năng lượng nói chung và lĩnh vực E&P tại Việt Nam nói riêng. Một số điểm thay đổi chính so với phiên bản trước đó:

Bổ sung trong luật dầu khí (sửa đổi)	Luật dầu khí 1993
Nguyên tắc xác định lô, mỏ ưu đãi và đặc biệt ưu đãi đầu tư dầu khí	
Bổ sung quy định về dự án đặc biệt ưu đãi đầu tư dầu khí và các trường hợp đặc biệt khác (lô, mỏ, dự án cận biên tại điều kiện đặc biệt ưu đãi đầu tư dầu khí, khai thác tận thu dầu khí, dầu khí phi truyền thống).	DA khuyến khích (ưu đãi) đầu tư dầu khí là DA tiến hành các hoạt động dầu khí tại vùng nước sâu, xa bờ, khu vực có điều kiện địa lý đặc biệt khó khăn, địa chất phức tạp và các khu vực khác theo danh mục các lô do Thủ tướng Chính phủ quyết định.
Mức thu hồi chi phí	
Tách ra cụ thể mức thu hồi tối đa: + 80% : mỏ đặc biệt ưu đãi + 70% : mỏ ưu đãi + 50% : mỏ thông thường (Bổ sung mức thu hồi chi phí lên đến 90% đối với một số trường hợp đặc biệt khác nhằm thu hút đầu tư vào hoạt động dầu khí). Thủ tướng Chính phủ sẽ quyết định.	Các bên tham gia hợp đồng dầu khí có thể thỏa thuận mức thu hồi chi phí tìm kiếm thăm dò, phát triển mỏ và khai thác dầu khí 70% sản lượng dầu khí khai thác được hàng năm đối với các dự án khuyến khích đầu tư dầu khí và tới 50% đối với các dự án khác cho tới khi thu hồi đầy đủ.
Ưu đãi thuế	
Bổ sung ưu đãi thuế: + Giảm 30% thuế TNDN và giảm 50% thuế xuất khẩu dầu thô so với mức đang áp dụng: mỏ ưu đãi + Giảm tối đa đến 70% thuế TNDN và giảm tối đa đến 100% thuế xuất khẩu dầu thô so với mức đang áp dụng: trường hợp đặc biệt khác khi chính sách đặc biệt ưu đãi đầu tư vẫn không bảo đảm hiệu quả đầu tư tối thiểu (lô, mỏ cận biên tại điều kiện đặc biệt ưu đãi đầu tư dầu khí, khai thác tận thu dầu khí, dầu khí phi truyền thống)	Thuế suất thuế TNDN đối với hoạt động tìm kiếm, thăm dò, khai thác dầu, khí và tài nguyên quý hiếm khác tại Việt Nam từ 32% đến 50% phù hợp với từng dự án. Thuế suất khẩu dầu thô 10% .

Dầu khí – Triển vọng từ chuỗi dự án Lô B Ô Môn

Bổ sung trong luật dầu khí (sửa đổi)	Luật dầu khí 1993
Thời gian khai thác	
<p>Tăng thêm 05 năm với Luật Dầu khí trước đó. (Tương đồng với thời hạn của PSC các nước trong khu vực Indonesia, Malaysia...)</p> <p>Cụ thể:</p> <ul style="list-style-type: none"> + Thời hạn tối đa 30 năm, trong đó thời hạn hợp đồng dầu khí đối với giai đoạn tìm kiếm thăm dò dầu khí không quá 05 năm: mở thông thường + Thời hạn tối đa 35 năm, trong đó thời hạn hợp đồng dầu khí đối với giai đoạn tìm kiếm thăm dò dầu khí không quá 10 năm: mở ưu đãi và đặc biệt ưu đãi + Thời hạn hợp đồng dầu khí có thể được gia hạn thêm nhưng không quá 05 năm + Thời hạn của giai đoạn tìm kiếm thăm dò dầu khí có thể được gia hạn thêm nhưng không quá 05 năm. <p>Bổ sung nội dung cho phép nhà thầu được ưu tiên ký kết hợp đồng dầu khí mới sau khi hợp đồng dầu khí đã ký kết hết hiệu lực nhằm gia tăng trữ lượng, khai thác tận thu dầu khí</p>	<ul style="list-style-type: none"> + Thời hạn tối đa 25 năm, trong đó giai đoạn tìm kiếm thăm dò không quá 05 năm: mở thông thường + Thời hạn tối đa 30 năm, trong đó giai đoạn tìm kiếm thăm dò không quá 07 năm: mở ưu đãi + Thời hạn hợp đồng dầu khí có thể được kéo dài thêm, nhưng không quá 05 năm. + Thời hạn của giai đoạn tìm kiếm thăm dò có thể được kéo dài thêm, nhưng không quá 02 năm.
Diện tích khai thác	
Mở rộng quy định diện tích đối với một hợp đồng dầu khí gồm nhiều lô dầu khí phù hợp với thực tiễn hoạt động.	<p>Diện tích tìm kiếm thăm dò đối với một hợp đồng dầu khí không quá hai lô.</p> <p>Trong trường hợp đặc biệt, Chính phủ Việt Nam có thể cho phép diện tích tìm kiếm thăm dò đối với một hợp đồng dầu khí trên hai lô.</p>

Nguồn: Dự thảo Luật Dầu khí sửa đổi, Mirae Asset Vietnam Research

Tháo gỡ nút thắt pháp lý

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	118,000
Thị giá (30/06/23)	93,000
Lợi nhuận kỳ vọng	27%

LNST (23F, tỷ đồng)	11,145
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (23F, %)	-24.7
P/E (23F, x)	16.6

Vốn hóa (tỷ đồng)	177,997
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,914
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng(%)	4.2
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	2.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	91,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	120,000

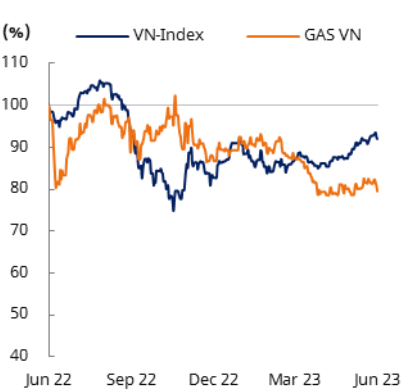
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	0.2	-8.4	-19.5
Tương đối	-4.0	-19.6	-13.0

Điểm nhấn KQKD

- Trong 6T2023, GAS ước tính sơ bộ doanh thu và LNST lần lượt đạt 45,768 tỷ đồng (-15.8% CK) và 6,035 tỷ đồng (-29.1% CK), sự sụt giảm chủ yếu đến từ yếu tố giá khi giá dầu Brent giảm 24.8% so CK. Trong khi đó, sản lượng khí khô tiêu thụ ước tăng nhẹ lên 4.03 tỷ m3 (+0.5% CK) nhờ điện khí được gia tăng huy động trong bối cảnh thủy điện thiếu hụt.
- Lô hàng LNG đầu tiên với khối lượng 70,000 tấn (chiếm 7% công suất kho chứa) dự kiến sẽ được giao trong tháng 7/2023 để chạy thử nghiệm hoạt động tích trữ và tái hóa khí LNG và lên kế hoạch sẵn sàng cung cấp cho các khách hàng công nghiệp. Trong dài hạn, công ty đặt mục tiêu mảng LNG sẽ đóng góp 30% tổng doanh thu khi hoạt động ổn định.
- Trong ĐHĐCĐ 2023, GAS đã thông qua quyết định chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 20%, nâng lượng cổ phiếu đang lưu hành lên 2.29 tỷ cổ phiếu và đánh dấu lần đầu tiên GAS tăng vốn điều lệ kể từ khi niêm yết 2012. Việc tăng vốn của GAS diễn ra trong bối cảnh dự án đường ống Lô B Ô Môn kỳ vọng được khởi công. Cụ thể, GAS là nhà đầu tư chính trong dự án trung nguồn (góp vốn 51%) với tổng vốn đầu tư của dự án là 1.16 tỷ USD và 70% được tài trợ bằng nợ. Chuỗi dự án thượng nguồn của Lô B có thể sớm nhận được Quyết định đầu tư cuối cùng trong thời gian nửa cuối năm 2023 (chậm tiến độ so với kế hoạch tháng 6), từ đó mở ra triển vọng thị công đồng bộ toàn chuỗi dự án.

Quy hoạch điện VIII nâng cao vai trò của điện khí: Định hướng đến năm 2030, tổng công suất điện khí dự kiến chiếm 24.8% tổng công suất nguồn điện (FY23: 9%), trong đó điện khí nội địa và LNG lần lượt là 14,930MW (FY23: 7,300 MW) và 22,400MW. Điều này sẽ thúc đẩy lượng khí tiêu thụ trong dài hạn.

Luật Dầu khí sửa đổi củng cố triển vọng ngành: Việc chính thức áp dụng Luật Dầu khí sửa đổi vào tháng 7/2023 sẽ giúp ổn định sản lượng khí đang giảm dần trong những năm gần đây. Trong tháng 5/2023, mỏ Lạc Đà Vàng (lô 15/1-05) do liên doanh Murphy (40%), PVEP (35%) và SK Innovation đầu tư với tổng vốn 750 triệu USD đã được Chính phủ phê duyệt và chuẩn bị đấu thầu sau 15 năm chờ đợi. Điểm hòa vốn của dự án Lạc Đà Vàng quanh mức 65 USD/thùng trong khi giá hiện tại đã neo quanh mức 80 USD/thùng. Theo đó, kỳ vọng khung pháp lý mới cũng như biên lợi nhuận tiềm năng sẽ hỗ trợ việc triển khai các dự án thượng nguồn (tiêu biểu như Block B và Sư Tử Trắng – giai đoạn 2B).



FY (31/12)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	75,005	64,135	78,992	100,724	83,132	84,060
LNHD (tỷ đồng)	13,649	8,694	10,374	17,799	13,085	11,993
Biên LNHD (%)	18.2	13.6	13.1	17.7	15.7	14.3
EBITDA	17,957	12,633	14,582	22,166	16,024	15,053
LNST (tỷ đồng)	11,902	7,855	8,673	14,798	11,145	10,283
EPS (VND)	6,219	4,104	4,531	7,732	5,823	5,372
ROE (%)	25.1	16.1	17.4	26.6	17.7	15.1
P/E (x)	13.6	19.9	20.7	13.1	16.6	17.1
P/B (x)	3.25	3.16	3.43	3.18	2.9	2.7
Tổng tài sản (tỷ đồng)	62,179	63,208	78,768	82,663	86,276	90,115
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	49,615	49,500	52,193	61,174	66,772	71,497

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

Bước sang chương mới

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



(Lần đầu)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	40,400
Thị giá (30/06/23)	32,400
Lợi nhuận kỳ vọng	25%

LNST (23F, tỷ đồng)	953
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (23F, %)	7.8
P/E (23F, x)	16.6

Vốn hóa (tỷ đồng)	15,486
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	478
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng(%)	48.5
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	20.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	33,700

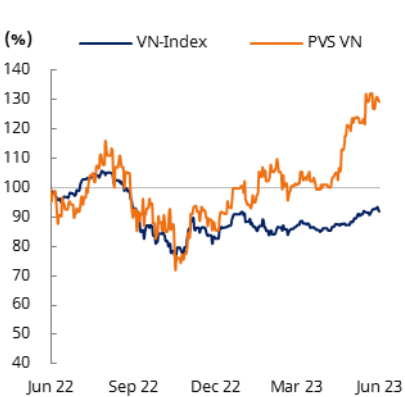
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.5	51.4	35.6
Tương đối	0.3	40.2	42.0

Điểm nhấn đầu tư

Thay đổi chính sách mở ra triển vọng khả quan: Việc áp dụng Luật Dầu khí sửa đổi và Quy hoạch điện VIII sẽ tạo ra nhiều khối lượng công việc chế biến chế tạo, chủ yếu đến từ các dự án trong nước. Cụ thể, Luật sửa đổi là nền tảng để tháo gỡ nút thắt cho việc triển khai các dự án lớn trong khâu thượng nguồn, vốn bị đình trệ trong thời gian dài do tính khả thi của dự án. Trong khi đó, theo QHĐ8, công suất điện gió ngoài khơi và LNG đặt mục tiêu 6,000 MW và 22,400 MW vào năm 2030, chiếm lần lượt 4% và 14.9% tổng nguồn phát. Lượng công suất tăng thêm này sẽ củng cố triển vọng lợi nhuận của PVS khi doanh nghiệp có đủ năng lực và kinh nghiệm để thi công các dự án này. Khối lượng công việc tiềm năng lớn dự kiến giúp nguồn thu nhập quay trở lại tăng trưởng (từ xu hướng biến động sau khi chu kỳ ngành đạt đỉnh vào năm 2015).

Chuỗi dự án Lô B Ô Môn là tâm điểm của sự kỳ vọng: Sau thời gian dài chờ đợi, dự kiến dự án sẽ có Quyết định đầu tư cuối cùng trong 2H23 (chậm hơn 2-3 tháng so với kế hoạch chung – cuối tháng 6/2023). CAPEX dự án thượng nguồn ước khoảng 10 tỷ USD (từ giai đoạn FID đến cuối đời dự án), vì vậy, việc triển khai Lô B có thể hồi sinh hoạt động thượng nguồn và PVS sẽ là đơn vị hưởng lợi đáng kể từ sự kiện này. Tổng giá trị hợp đồng EPCI khâu thượng nguồn ước đạt xấp xỉ 5 tỷ USD trong khi quy mô trung nguồn khoảng 900 triệu USD. Tháng 5/2023, các dự án khởi động đã chính thức mở thầu, và dự kiến công bố kết quả vào tháng 8/2023. Trong trường hợp chuỗi lô B được triển khai như kỳ vọng, các hợp đồng M&C từ các dự án này sẽ bắt đầu đóng góp vào kết quả kinh doanh từ cuối năm 2024, qua đó có thể đảm bảo nguồn thu nhập cho PVS trong vòng 4 năm tiếp theo.

Dự phóng và định giá: Chúng tôi xác định giá mục tiêu 40,400 đồng/cp với CP PVS thông qua phương pháp FCFF. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận ròng tăng trưởng với tốc độ bình quân 21% và 12% trong giai đoạn FY23-FY26 nhờ các các yếu tố sau: 1) tiếp tục bàn giao các dự án Gallaf 3 (gói thầu EPCI5-6), Shwe Phase 3 (trạm biến áp), Hải Long OSS (trạm biến áp); 2) dự án M&C chân đế cho Orsted sẽ đảm khối lượng công việc trong giai đoạn 2023-2025; 3) Dự án đường ống lô B (900 triệu USD) và Lạc Đà Vàng (356 triệu USD) đang trong giai đoạn đấu thầu và kỳ vọng PVS là một trong những đơn vị trúng thầu.



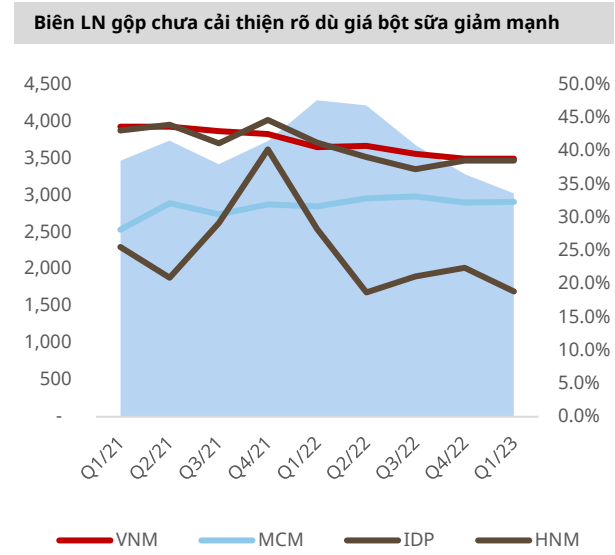
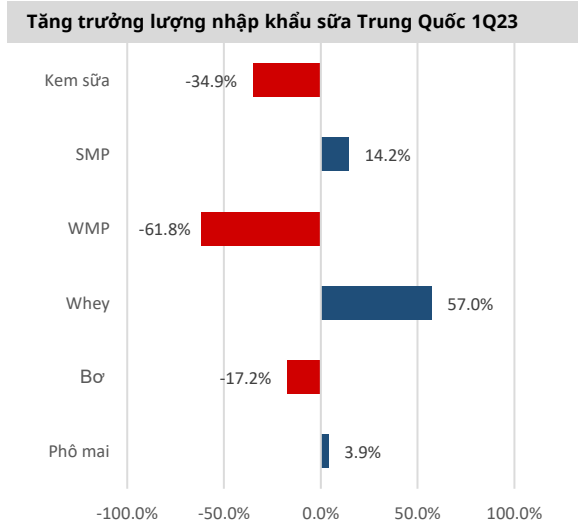
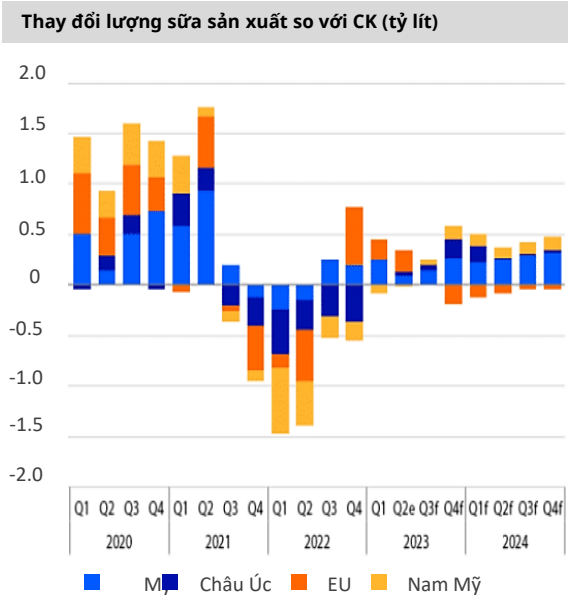
FY (31/12)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	20,180	14,260	16,373	18,728	22,725	28,066
LNHĐ (tỷ đồng)	-138	66	7	104	285	587
Biên LNHĐ (%)	-0.7	0.5	0.0	0.6	1.3	2.1
EBITDA	1,557	1,306	1,278	1,318	1,397	1,581
LNST (tỷ đồng)	624	675	884	953	1,032	1,210
EPS (VND)	1,306	1,411	1,849	1,994	2,159	2,531
ROE (%)	5.5	5.9	7.4	7.7	7.8	8.6
P/E (x)	11.7	11.8	14.3	16.6	15.3	13.0
P/B (x)	0.6	0.6	1.0	1.1	1.0	1.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	26,279	24,871	25,828	28,149	31,735	36,069
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	12,884	12,608	12,949	13,981	15,114	16,472

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

Ngành sữa – Tiêu dùng bền vững

Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp sữa kỳ vọng phục hồi rõ nét hơn trong nửa cuối 2023

- Doanh thu các doanh nghiệp sữa có sự phân hóa trong Q1/2023:** Trong bối cảnh lạm phát ở Việt Nam gia tăng và đạt đỉnh trong Q1/2023, doanh thu các doanh nghiệp ngành sữa có sự phân hóa. Cụ thể, trong khi các doanh nghiệp có vốn hóa vừa và nhỏ (IDP, MCM & HNM) vẫn tăng trưởng tốt (trên 8% CK), doanh nghiệp có vốn hóa lớn hơn (VNM & QNS) ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu mảng sữa khiêm tốn hơn, thậm chí có phần sụt giảm so với cùng kỳ. Chúng tôi nhận thấy sự khác biệt đến từ việc chi tiêu quảng cáo trong 2022. Cụ thể, chi phí quảng cáo/doanh thu của IDP và MCM trong 2022 đạt lần lượt 11.7% và 19.1% trong khi tỷ lệ chi tiêu của VNM là 2% trong 2022 với chủ trương cắt giảm chi phí hoạt động. Trước áp lực cạnh tranh, chúng tôi cho rằng VNM sẽ gia tăng đầu tư quảng cáo trong 2023 nhằm giành lại thị phần.
- Giá sữa bột nguyên liệu thế giới dự kiến duy trì ở mức thấp trong 2H23:** Trong 2023, Rabobank dự phóng sản lượng sữa sản xuất từ 7 quốc gia xuất khẩu lớn nhất thế giới sẽ tăng 0.5% CK (điều chỉnh giảm từ mức dự phóng tăng 0.7% CK) nhờ nguồn cung ổn định từ Mỹ và New Zealand. Trong khi đó, nhu cầu nhập khẩu bột sữa của Trung Quốc trong Q1/2023 vẫn tiếp tục ở mức thấp do kinh tế đang suy yếu và khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu dần cải thiện. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa nguyên liệu thế giới sẽ không có nhiều biến động trong 2H23. Trong 5T2023, giá trung bình WMP & SMP thế giới đã giảm gần 30% so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng mức giảm của giá bột sữa nguyên liệu sẽ tác động rõ hơn lên biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp ngành sữa trong 2H23, khi lượng tồn kho nguyên liệu giá cao được tiêu thụ hết. Trong 2024, chúng tôi cho rằng giá sữa bột nguyên liệu sẽ tăng nhẹ trở lại khi nhu cầu tiêu dùng phục hồi.
- Tiêu dùng sữa kỳ vọng phục hồi trong 2H23 dưới chính sách kích cầu của Chính phủ:** Trong T6/2023, Quốc hội đã thông qua quyết định giảm 2%p thuế giá trị gia tăng (từ mức 10%) cho hầu hết các nhóm hàng hóa (ngoại trừ nhóm viễn thông, bất động sản và dịch vụ tài chính). Việc giảm thuế có hiệu lực từ 01/07/2023 đến hết 31/12/2023. Chính sách này sẽ góp phần giảm chi phí phải trả của người tiêu dùng, qua đó kích thích tiêu dùng và các doanh nghiệp sản xuất có khả năng được hưởng lợi.



Nguồn: Bloomberg, Rabobank, HighGround Dairy, Mirae Asset Vietnam Research

Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện trong nửa cuối 2023



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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	84,200
Thị giá (30/06/23)	71,000
Lợi nhuận kỳ vọng	19%

NPATMI (23F, tỷ đồng)	9,452
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (23F, %)	11.0
P/E (23F, x)	17.3
Vốn hóa (tỷ đồng)	140,236
SL cổ phiếu (triệu)	2,090
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN(%)	55.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	64,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	85,600

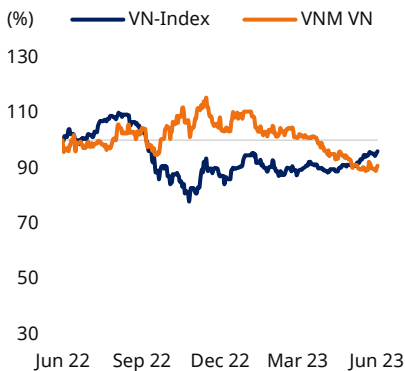
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.4	-6.6	-4.9
Tương đối	-4.8	-9.3	19.5

Điểm nhấn KQKD:

- Năm 2023, VNM đặt kế hoạch tổng doanh thu và lợi nhuận ròng đạt lần lượt 63,380 tỷ đồng (+5.5% CK) và 8,622 tỷ đồng (+0.5% CK). Công ty dự kiến tối đa hóa doanh thu trong mùa cao điểm quý 2 và quý 3 sắp tới.
- VNM đã chốt hợp đồng sữa nguyên vật liệu đến T8/2023. Với việc bắt đầu sử dụng nguyên liệu tồn kho chi phí thấp so với cùng kỳ từ Q2/2023, công ty kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện đáng kể từ Q3/2023.
- Trong nửa đầu năm 2023, VNM đã ký thành công nhiều hợp đồng xuất khẩu lớn với tổng trị giá 100 triệu USD, chủ yếu là sữa bột trẻ em sang thị trường Trung Đông. Công ty lên kế hoạch thu về hơn 200 triệu USD trong 2023.
- Q1/2023, doanh thu thuần hợp nhất của VNM đạt 13,918 tỷ đồng (+0.3% CK), hoàn thành 22% kế hoạch năm. Biên lợi nhuận gộp hợp nhất duy trì ở mức thấp nhất từ Q2/2015 với 38.8% (tương tự Q4/2022, Q1/2022: 40.5%). Ngoài ra, chi phí bán hàng & quản lý tăng mạnh (+10.8% CK) nhằm duy trì thị phần khiến LNST của VNM giảm 16.5% về 1,906 tỷ đồng, hoàn thành 22.1% kế hoạch năm.

Cập nhật các dự án:

- Dự án trang trại Lao-Jagro: Trang trại có hơn 1,000 con bò được nhập khẩu từ Mỹ (Kế hoạch giai đoạn 1: 24,000 con), công ty dự kiến nhập thêm 7,000 con trong năm nay.
- Dự án bò thịt Sojitz: Dự án đã khởi công vào T3/2023 và sẽ đi vào hoạt động sau hai năm.
- Dự án nhà máy sữa Hưng Yên: Nhà máy dự kiến sẽ đi vào vận hành năm 2025 (chưa khởi công).



FY (31/12)	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F
Doanh thu (tỷ đồng)	59,636	60,919	59,956	62,265	64,871	67,783
LN HKKD (tỷ đồng)	12,263	11,760	9,753	10,881	12,363	12,912
Biên LN HKKD (%)	20.6	19.3	16.3	17.5	19.1	19.0
EBITDA (tỷ đồng)	14,472	13,882	11,849	13,148	14,772	15,434
NPATMI (tỷ đồng)	11,099	10,532	8,516	9,452	10,657	11,233
EPS (VND)	4,780	4,536	3,667	4,070	4,589	4,837
ROE (%)	37.8	32.7	27.1	31.0	33.4	33.6
P/E (x)	14.0	14.8	18.3	17.3	14.6	13.9
P/B (x)	4.5	4.2	4.7	4.5	4.3	4.1
Tổng tài sản (tỷ đồng)	48,432	53,332	48,483	49,399	52,002	54,834
VCSH (tỷ đồng)	31,297	33,083	29,849	31,181	32,676	34,284

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research



Thách thức phía trước

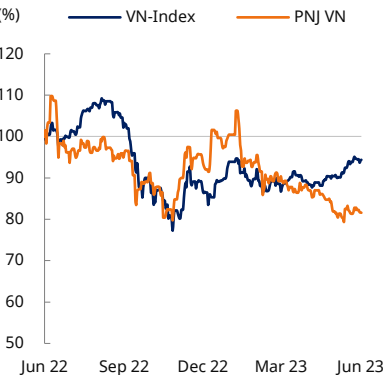
Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	82,000
Thị giá (30/06/23)	75,000
Lợi nhuận kỳ vọng	9%

LNST (23F, tỷ đồng)	1,845
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	1,942
Tăng trưởng EPS (23F, %)	2.8
P/E (23F, x)	14.0
Vốn hóa (tỷ đồng)	23,682
SL cổ phiếu (triệu)	328
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	82.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	48.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	67,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	98,325
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	0.1-11.4-19.6
Tương đối	-3.9-20.5-14.6

Điểm nhấn đầu tư

- KQKD 5T2023:** Lực cầu yếu tiếp tục gây áp lực lên HKKD T5 của PNJ. Doanh thu và LNST lần lượt giảm 16.8% CK và 20.8% CK, đạt 2,223 tỷ VND và 111 tỷ VND. Trong 5T2023, doanh thu của PNJ đạt 14,281 tỷ VND (-8.4% CK) với LNST là 970 tỷ VND (-3.5% CK). Cả ba kênh chính đều có doanh thu sụt giảm: Kênh bán lẻ: 8,268.7 tỷ VND (-8.7% CK); Bán sỉ: 1,313.9 tỷ đồng (-27% CK); Vàng 24k: 4,427.1 tỷ VND (-1.4% CK). Tuy nhiên, một điểm sáng là tỷ suất lợi nhuận gộp của PNJ đã cải thiện trong 5T2023, tăng lên 19% từ mức trung bình 17% trong năm 2022.
- Tăng trưởng doanh thu và LNST năm 2023 gặp khó:** Với nền kinh tế Việt Nam có dấu hiệu suy yếu từ Q1 2023, chúng tôi không kỳ vọng PNJ có thể tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ của năm 2022. Mặc dù công ty vẫn đặt kế hoạch mở rộng kênh phân phối, chúng tôi cho rằng doanh số bán lẻ trên mỗi cửa hàng độc lập sẽ chững lại, vì các cửa hàng mới cần thời gian khởi động và nhu cầu có thể chịu áp lực do thu nhập của người tiêu dùng bị ảnh hưởng bởi các yếu tố kinh tế tiêu cực. Nhu cầu về vàng 24K kỳ vọng duy trì ổn định do những bất ổn kinh tế gần đây cũng như văn hóa phân bổ tài sản của người Việt Nam. Doanh thu từ kênh bán buôn dự phóng giảm trong khi kênh bán lẻ của PNJ sẽ chiếm tỷ trọng doanh thu ngày càng tăng. Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST năm 2023 lần lượt là 35,173.1 tỷ VND (+2.8% CK) và 1,845.1 tỷ VND (+1.9% CK).
- Nền kinh tế suy yếu ảnh hưởng đến doanh số bán lẻ:** Dấu hiệu tăng trưởng kinh tế của Việt Nam chậm lại có thể khiến người tiêu dùng ngần ngại mua trang sức và phụ kiện, sẽ gây áp lực lên hoạt động kinh doanh bán lẻ của PNJ. Điều này dự kiến làm giảm biên lợi nhuận tổng, khi lợi nhuận bán lẻ là xương sống trong cơ cấu lợi nhuận của PNJ, trong khi biên lợi nhuận gộp của vàng 24K rất thấp.
- Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để định giá cổ phiếu PNJ, dựa trên một số giả định: 1) tỷ suất sinh lợi yêu cầu là 12%; 2) tốc độ tăng trưởng dài hạn từ năm 2033 là 4%; và 3) không có thay đổi lớn nào đối với kế hoạch mở rộng của PNJ (20-25 cửa hàng độc lập mới mỗi năm cho đến năm 2026). Chúng tôi khuyến nghị mức giá hợp lý là 82,000 VND đối với CP PNJ.

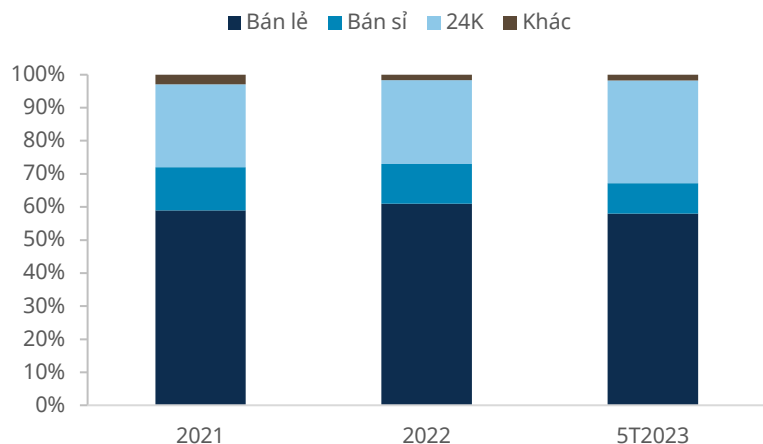


FY (31/12)	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F
Doanh thu (tỷ đồng)	17,511	19,547	34,211	35,173	40,507	46,503
LN HKKD (tỷ đồng)	1,508	1,409	2,338	2,306	3,141	3,725
Biên LN HKKD (%)	8.6	7.2	6.8	6.6	7.8	8
LN trước thuế (tỷ đồng)	1,349	1,307	2,337	2,306	3,141	3,725
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	1,069	1,029	1,811	1,845	2,513	2,980
EPS (VND)	3,231	3,148	5,223	5,369	7,218	8,332
ROE (%)	20	17	25	20.2	23.4	23
P/E (x)	18.8	22.9	17.4	14.0	10.8	9.4
P/B (x)	3.5	3.6	3.5	2.7	2.2	1.9
Tổng tài sản (tỷ đồng)	8,483	10,619	13,337	14,618	16,564	18,940
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	5,242	6,013	8,444	9,789	11,732	14,203

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

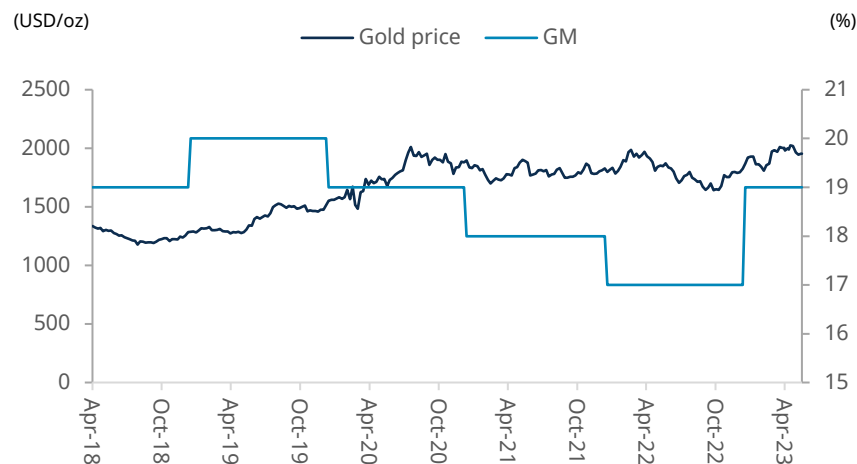
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ)

Cơ cấu doanh thu PNJ



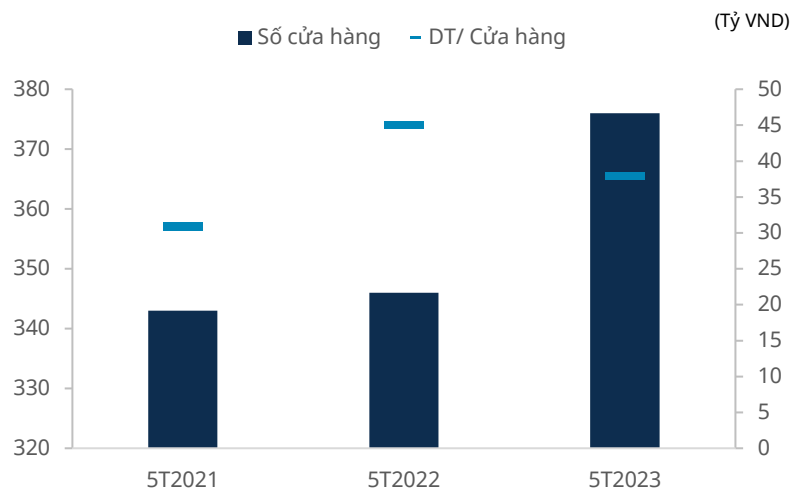
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Biên lợi nhuận gộp PNJ



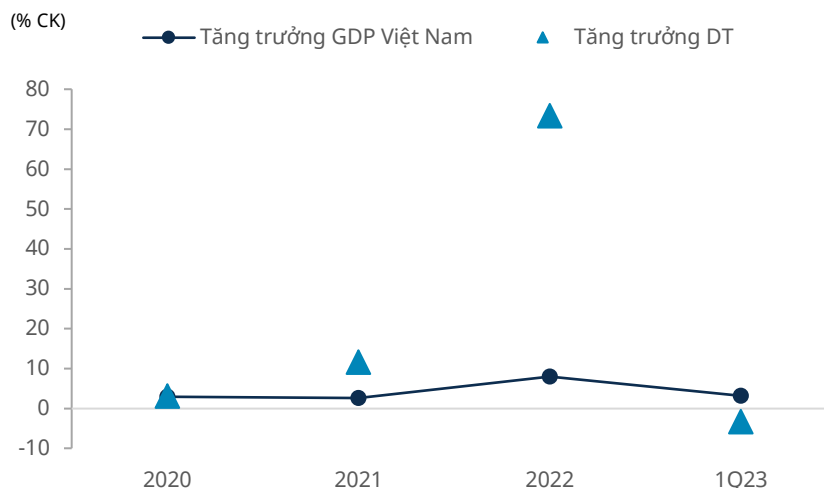
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Doanh thu bán lẻ PNJ



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng doanh thu PNJ sv. Tăng trưởng GDP Việt Nam



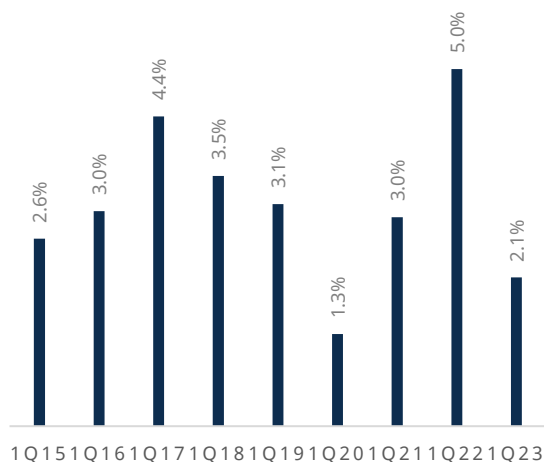
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Nghân hàng - Sự trở lại của môi trường nới lỏng tiền tệ

Tín dụng nhỏ giọt

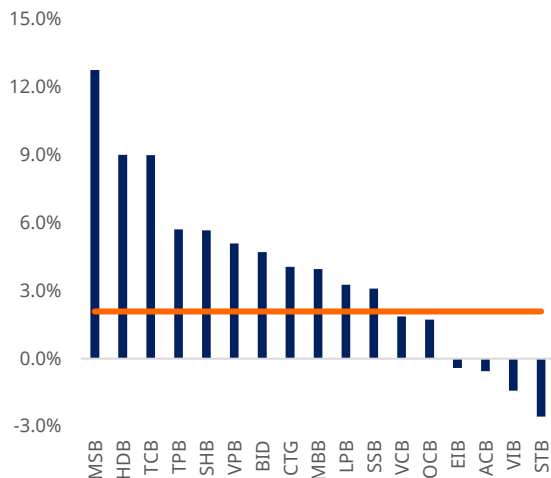
- Tăng trưởng tín dụng thấp trong Q1/2023 không quá bất ngờ:** Đến cuối Q1/2023, tăng trưởng tín dụng thấp ở mức 2.1% SV. 2022, đây là mức thấp thứ hai kể từ năm 2015 (chỉ hơn so với Q1/2020 khi bắt đầu dịch COVID), là cột mốc khi các NHTM trong nước bắt đầu phục hồi sau cuộc khủng hoảng ngành từ năm 2012. Nguyên nhân chính dẫn đến tăng trưởng tín dụng kém là lãi suất cho vay cao. Lãi suất cho vay trong quý 1 2023 duy trì ở mức cao trong hơn một thập kỷ trở lại đây, hạn chế nhu cầu vay.
- Lãi suất vẫn neo ở mức cao trong Q1/2023 bất chấp đợt cắt giảm lãi suất điều hành từ phía NHNN:** Động thái cắt giảm lãi suất điều hành 50bps trong tháng 3 vẫn chưa có nhiều tác động đáng kể lên lãi suất huy động (giảm 20-30bps) cũng như cho vay của các NHTM trong Q1/2023.
- Các đợt cắt giảm lãi suất liên tục và chỉ đạo hạ lãi suất cho vay của NHNN được kỳ vọng mang lại luồng gió mới cho tăng trưởng tín dụng:** Bên cạnh 4 lần cắt giảm lãi suất trong vòng khoảng 3 tháng với tổng cộng 150 điểm cơ bản, NHNN cũng yêu cầu NHTM giảm lãi suất cho vay do áp lực lạm phát dần ổn định và thanh khoản hệ thống cải thiện. Nhìn chung, tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ dần phục hồi từ quý 3 năm 2023 với tăng trưởng kỳ vọng cho năm 2023 vào khoảng 10-12%.
- Cho vay doanh nghiệp là động lực chính của tăng trưởng tín dụng trong Q1/2023:** Chúng tôi dự phóng cho vay doanh nghiệp vẫn là động lực chính nhưng tăng trưởng tín dụng giữa các phân nhóm khách hàng sẽ có sự cân bằng hơn trong nửa sau 2023.

Tăng trưởng tín dụng (Q1)



Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp

Tăng trưởng tín dụng Q1/2023



Lợi suất cho vay



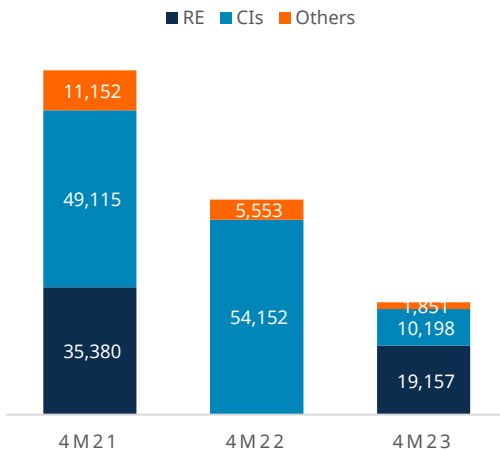
Ngân hàng - Sự trở lại của môi trường nới lỏng tiền tệ

Tạm hoãn thi hành các yêu cầu khắt khe nhằm tạo điều kiện cho doanh nghiệp tháo gỡ các nút thắt trái phiếu

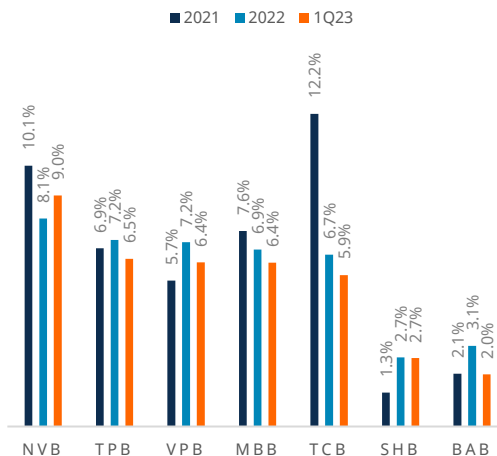
Tăng trưởng huy động dự kiến vẫn sẽ chịu áp lực trong thời gian còn lại của năm 2023

- **Việc tạm thời điều chỉnh các quy định giúp tái khởi động thị trường nợ, đặc biệt là TPDN bất động sản:** Với những sửa đổi cấp thiết trong khung pháp lý như thông qua Nghị định 08/2023/NĐ-CP và Thông tư 03/2023/TT-NHNN, phát hành trái phiếu doanh nghiệp (không bao gồm trái phiếu của tổ chức tín dụng) đã khởi động lại từ tháng 3/2023, nhờ các điều chỉnh liên quan đến định nghĩa nhà đầu tư chuyên nghiệp, thời gian phân phối, và yêu cầu xếp hạng tín nhiệm sẽ được hoãn lại đến cuối năm 2023. Qua đó, việc phát hành TPDN được kỳ vọng sẽ hồi phục rõ nét hơn từ quý 2 2023, đặc biệt là nhóm công ty BĐS. Tuy nhiên, do các tiêu chuẩn mới sẽ có hiệu lực trở lại vào đầu năm 2024, nên triển vọng phát triển thị trường trái phiếu vẫn sẽ gặp nhiều thách thức trong trung hạn. Ngoài ra, lượng phát hành trái phiếu của các tổ chức tín dụng trong 4T2023 tương đối thấp do ảnh hưởng bởi nhu cầu giải ngân tín dụng thấp.
- **Tỷ trọng danh mục đầu tư giảm dần:** Trong 4 tháng đầu năm 2023, giá trị trái phiếu được mua lại đạt 43 nghìn tỷ, tăng 36.8% sv. ck. Ngoài ra, tổng lượng trái phiếu doanh nghiệp do các ngân hàng niêm yết (NHNY) nắm giữ đã giảm đáng kể xuống còn 210 nghìn tỷ đồng, giảm 16.7% sv. 2022 hay -28.1% sv. ck. Nhìn chung, các ngân hàng đã phần nào giảm thiểu rủi ro hệ thống, nhưng nhiều khả năng tỷ lệ đầu tư trái phiếu sẽ tăng nhẹ trong những quý tiếp theo.
- **Tăng trưởng huy động vẫn ở mức thấp do tăng trưởng kinh tế chậm:** Các chỉ số vĩ mô cho thấy tăng trưởng chậm lại trong Q1/2023 như GDP (+3.3%), bán lẻ (+6%, điều chỉnh lạm phát), xuất khẩu (-11%), và PMI (48.8, -4.4 điểm sv.ck.). Thêm vào đó, các đơn vị kinh tế (bao gồm cá nhân và doanh nghiệp) ưu tiên sử dụng lượng tiền sẵn có hơn là gia tăng đòn bẩy tài chính, do đó lượng tiền gửi của cả doanh nghiệp và cá nhân phục hồi chậm. Ngoài ra, hầu hết các khoản tiền dự trữ đã được tận dụng cơ hội lãi suất cao giai đoạn cuối năm 2022.
- **Lãi suất cả thị trường sơ cấp (tiền gửi) và thứ cấp (liên ngân hàng) đảo chiều, điều chỉnh về gần mức trước dịch COVID:** NHNN VN là một trong những NHTW đầu tiên có động thái nới lỏng chính sách tiền tệ. Ngoại trừ lãi suất thị trường thứ cấp đã ghi nhận mức giảm đáng kể, lãi suất thị trường một vẫn chưa phản ánh đầy đủ mức giảm của lãi suất điều hành.

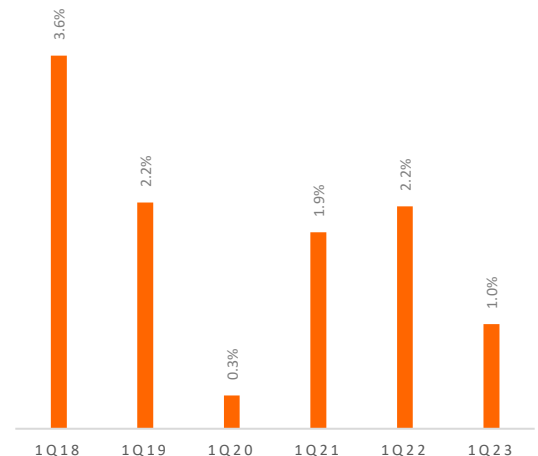
Phát hành TPDN



TPDN/Tổng tài sản sinh lời(*)



Tăng trưởng tiền gửi



Nguồn: VBMA, Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam

Ghi chú: RE: BĐS, CIs: tổ chức tín dụng

“*” Chỉ liệt kê các NHTM có tỷ trọng TPDN > 2%

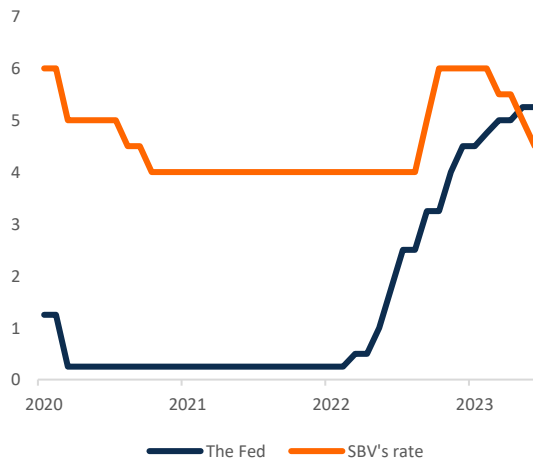
Nghân hàng - Sự trở lại của môi trường nới lỏng tiền tệ

Chính sách đảo chiều

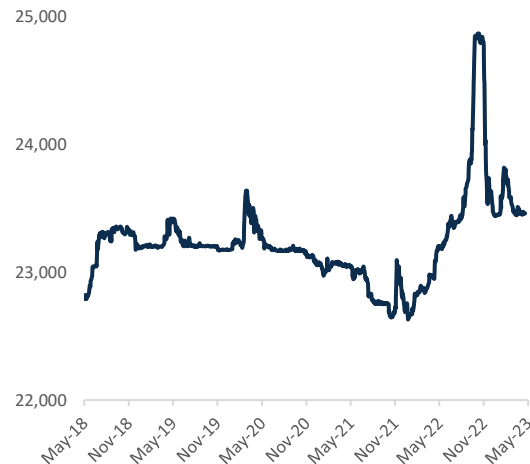
Chỉ số thanh khoản căng thẳng trở lại

- Các chỉ số vĩ mô những tháng đầu năm thúc đẩy NHNN hạ lãi suất:** Ngoài tăng trưởng GDP chậm thì các chỉ số vĩ mô khác cũng cho NHNN có dư địa và sự cấp thiết để điều chỉnh chính sách điều hành nhằm hoàn thành mục tiêu tăng trưởng trung và dài hạn: 1) PMI lần thứ 3 duy trì ở mức dưới 50 điểm trong vòng 5 tháng đầu năm; 2) Tăng trưởng bán lẻ 5T2023 ở mức thấp 6% sv.ck. (sau điều chỉnh lạm phát), trong khi tiêu dùng vẫn thấp hơn so với mức trước dịch theo Tổng cục thống kê; 3) Lạm phát tháng 5 tăng nhẹ 0.01% so với tháng trước hay 2.43% sv.ck. nhờ giá xăng dầu giảm (-2.98% so với tháng trước); và 4) Xuất khẩu 5T2023 giảm 11.6% so với cùng kỳ. Nhìn chung, NHNN đã có dư địa cắt giảm lãi suất điều hành.
- NHNN có thể duy trì môi trường nới lỏng tiền tệ trong thời gian còn lại của năm 2023:** Trong năm 2022, NHNN chỉ áp dụng hai đợt tăng lãi suất nhờ sự ổn định trở lại của tỷ giá trong bối cảnh dự trữ ngoại hối phục hồi. Bên cạnh đó, việc tỷ giá hối đoái tiếp tục ổn định sau các đợt cắt giảm lãi suất gần đây có thể tạo nền cho NHNN duy trì môi trường nới lỏng tiền tệ trong các quý tiếp theo. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc cắt giảm thêm lãi suất điều hành trong giai đoạn còn lại của năm 2023 chưa thực sự cần thiết khi lãi suất huy động cũng như cho vay cần thời gian để phản ánh mức giảm của lãi suất điều hành trước đó trong 6T2023.
- Tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) quay trở lại mức cao:** Hệ số LDR của các NHNY đạt mức cao mới trong Q1/2023, tăng đáng kể so với 2022 do tín dụng tăng trưởng cao hơn huy động trong kỳ cũng như tỷ trọng cho vay trong danh mục tín dụng của các NHTM tăng. Hệ số này nhiều khả năng tiếp tục neo ở mức cao do tăng trưởng tiền gửi dự kiến không quá khả quan. Vì vậy, các ngân hàng trong trạng thái cân nhắc kỹ lưỡng và chọn lọc hơn trong việc giải ngân mới nhằm duy trì tỷ lệ này ở ngưỡng cho phép.
- Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) trung bình giảm nhẹ trong quý 1/2023:** CAR theo công bố của một số NHNY giảm nhẹ trong quý 1/2023, do lợi nhuận tăng trưởng thấp, chất lượng tài sản giảm, hoặc tăng trưởng tín dụng cao. Tuy nhiên, CAR của các ngân hàng này vẫn đang duy trì ở mức an toàn và đủ đáp ứng cho nhu cầu tăng trưởng tín dụng trong ngắn và trung hạn.

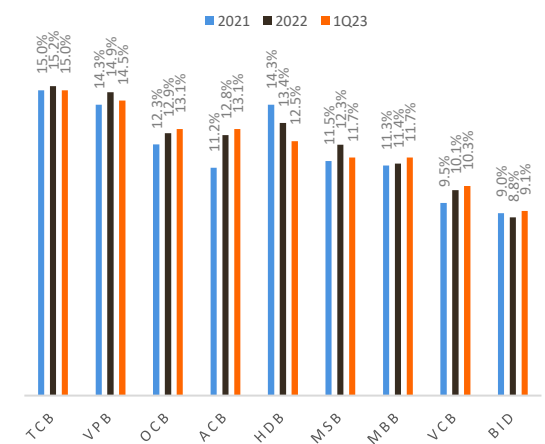
Lãi suất điều hành



Tỷ giá (VND/USD)



CAR



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam
VN's rate: Lãi suất tái cấp vốn

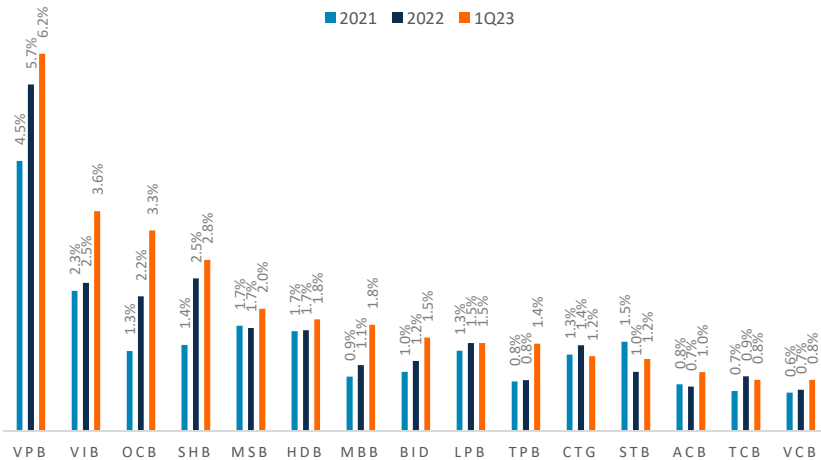
Ngân hàng - Sự trở lại của môi trường nơi lỏng tiền tệ

Nợ xấu tiếp tục tăng mạnh

Lựa chọn chiến lược phù hợp

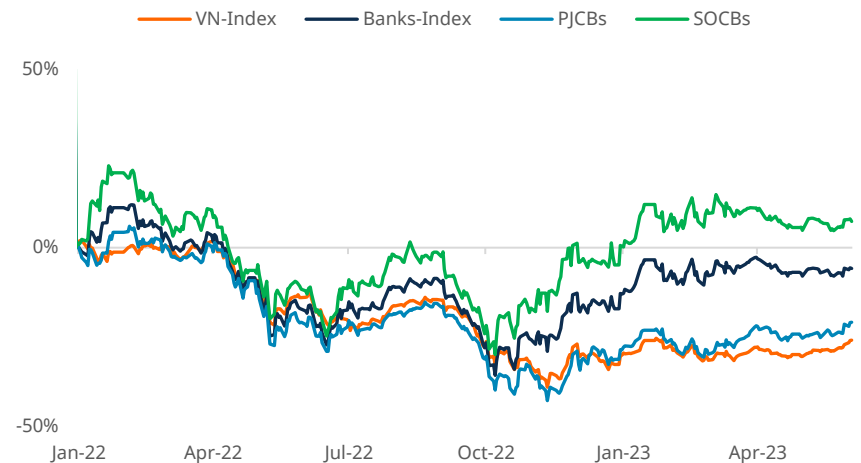
- **Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ xấu mở rộng (bao gồm cả nợ nhóm 2) của hầu hết các ngân hàng niêm yết đều tăng mạnh trong Q1/2023:** Tỷ lệ nợ xấu trung bình của các ngân hàng niêm yết tăng lên mức 2.9%, tăng 0.4%p sv. 2022 và tiệm cận mức trần nợ xấu là 3% (áp dụng cho ngân hàng mẹ). Tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh chủ yếu đến từ việc lãi suất tăng cao đi kèm với tình hình kinh doanh kém khả quan. Tổng dư nợ cho vay nhóm 3 trở xuống của 27 NHNY đạt 168.3 nghìn tỷ, tăng 21.1% sv. 2022 hay 51.4% sv.ck. Tỷ lệ nợ dưới chuẩn (bao gồm nợ nhóm 2) trung bình tăng 1.4%p trong cùng kỳ lên mức 5.8%.
- Mặc dù đường hướng chính sách tài khóa và tiền tệ đang dần trở nên nơi lỏng, tuy nhiên, rủi ro hệ thống vẫn tồn tại trong khi gánh nặng trích lập dự phòng cao là khá rõ ràng. Điểm sáng là thanh khoản của thị trường chứng khoán đang dần được cải thiện kể từ đầu năm 2023, nhưng điểm bất cập là khối ngoại rút tiền mạnh từ đầu Quý 2 năm 2023 đã kiềm hãm đà tăng thị trường. Chúng tôi cho rằng các yếu tố tiêu cực đối với thị trường chứng khoán đã phần nào được bù đắp bởi các yếu tố tích cực. Nhìn chung, chúng tôi đánh giá đây là thời điểm phù hợp để tích lũy dần cổ phiếu ngành ngân hàng, đặc biệt là trong các giai đoạn điều chỉnh.
- Theo đó, **luận điểm đầu tư của chúng tôi được chia thành hai chủ điểm chính** như sau:
 - Trong ngắn hạn, chúng tôi ưa thích các ngân hàng có mức định giá tương đối hấp dẫn (TCB và MBB), hay có các chất xúc tác ngắn hạn như phát hành riêng lẻ (VPB và VCB) và khả năng phục hồi (VPB).
 - Đối với chiến lược đầu tư trung và dài hạn, chúng tôi ưu tiên chọn các ngân hàng có chiến lược kinh doanh thận trọng và kết quả kinh doanh bền vững trong nhiều năm trở lại đây như ACB và nhóm các ngân hàng quốc doanh với nhiều lợi thế trong huy động và cho vay kinh doanh.
- Rủi ro chính trong ngắn hạn đến từ việc đáo hạn các lô trái phiếu trong quý 3 năm 2023. Nền kinh tế toàn cầu đang gặp khó khăn và Việt Nam cũng không ngoại lệ. Do đó, nhiều tổ chức phát hành trái phiếu có thể gặp khó khăn trong việc đáp ứng các nghĩa vụ đã cam kết, dẫn đến rủi ro hệ thống cũng như tâm lý tiêu cực cho thị trường chứng khoán.

NPL



Nguồn: Bloomberg (27/06/2023), Mirae Asset Vietnam

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



Đẩy mạnh phân khúc bán lẻ

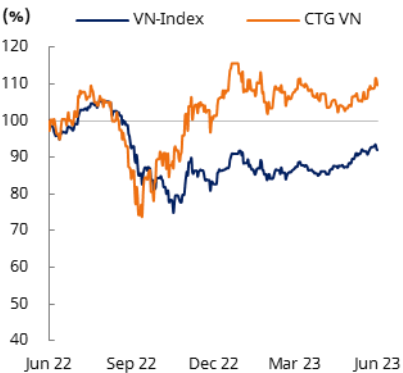
Nguyễn Dương Công Nguyễn, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG		
Giá mục tiêu (VND, 12T)	32,500		
Thị giá (30/06/23)	29,500		
Lợi nhuận kỳ vọng	10%		
LNST (23F, tỷ đồng)	18,960		
Kỳ vọng thị trường(23F, tỷ đồng)	NA		
Tăng trưởng EPS(23F, %)	12.0		
P/E (23F, x)	7.3		
Vốn hóa (tỷ đồng)	141,770		
SLCP đang lưu hành(triệu cp)	4,806		
Tỷ lệ CP tự do CN(%)	35.5		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	27.2		
Giá thấp nhất 52 tuần	19,500		
Giá cao nhất 52 tuần	31,250		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	5.4	8.3	12.8
Tương đối	1.2	-3.0	19.3

Điểm nhấn đầu tư

- Các điểm nhấn về KQKD Q1/2023: 1) Tín dụng tăng trưởng tốt +4.6% YTD trong Q1/2023, cao hơn tốc độ tăng trưởng của ngành là 2.06%; 2) Tín dụng giải ngân chính vào nhóm FDI (+16.7% YoY) và DN lớn (+5.7% YoY) trong khi nhu cầu từ khách hàng cá nhân và SME yếu; 3) Nợ xấu tăng 40 điểm cơ bản so với đầu năm lên 1.28%; và 4) LNTT đạt 6 nghìn tỷ, tăng 2.7% sv.ck.
- Mặc dù tín dụng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng ở mức tương đối thấp trong trung hạn, NIM cải thiện sẽ là động lực chính giúp nâng cao khả năng sinh lời của CTG. Đến cuối năm 2022, tỷ trọng cho vay bán lẻ của CTG tăng 4.9%p SV. CK. lên 37.5%, qua đó nâng cao lợi suất danh mục tài sản sinh lời trong các năm tiếp theo.
- So với hai ngân hàng đang niêm yết trong nhóm “big 4” thì CTG là ngân hàng duy nhất đang gặp điểm nghẽn trong khâu tăng vốn điều lệ do vướng mức tỷ lệ sở hữu nhà nước tối thiểu (65%). Trong khi đó, tỷ lệ an toàn vốn (CAR) chỉ ở mức vừa đủ hoàn thành chỉ tiêu an toàn vốn. Do đó, tốc độ tăng trưởng tín dụng của CTG thường sẽ ghi nhận mức thấp hơn so với nhóm các NHTM trong danh mục theo dõi.
- Rủi ro chính đối với dự báo của chúng tôi là nợ xấu tăng cao và suy thoái kinh tế kéo dài hơn dự kiến. Kinh tế thế giới và trong nước đang cho chỉ báo tăng trưởng chậm lại, tác động tiêu cực đến KQKD cũng như thu nhập cá nhân. Do đó, hệ lụy không chỉ dừng lại ở việc gia tăng nợ xấu mà còn là khó khăn trong việc thu hồi nợ xấu. Đồng thời, điểm nghẽn trong việc tăng vốn cũng cần có thời gian để xử lý. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, các yếu tố bất lợi đã được phản ánh phần lớn vào định giá của CTG. So với BID và VCB, CTG hiện chỉ đang giao dịch ở mức 1.2x GTSS, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình của nhóm là 2.1 lần.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23F	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	35,581	41,788	47,930	54,845	59,773	64,535
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	9,699	11,360	16,650	14,648	16,455	17,353
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	17,070	17,589	21,113	23,601	28,426	36,635
LNST (tỷ đồng)	13,741	14,219	16,972	18,998	22,882	29,490
EPS (đồng)	3,674	2,932	3,518	3,941	4,747	6,118
ROE (%)	16.8	15.7	16.7	16.4	17.3	19.1
P/E (x)	5.1	9.0	6.0	7.3	6.1	5.8
P/B (x)	1.2	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8
Giá trị sổ sách (đồng)	22,935	19,488	22,536	25,594	29,419	34,551
TTS (tỷ đồng)	1,341,393	1,531,468	1,809,189	1,984,413	2,165,888	2,323,798
VCSH (tỷ đồng)	85,395	93,653	108,305	122,997	141,381	166,043

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Kỳ vọng phục hồi

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	22,200
Thị giá (30/06/23)	19,850
Lợi nhuận kỳ vọng	12%

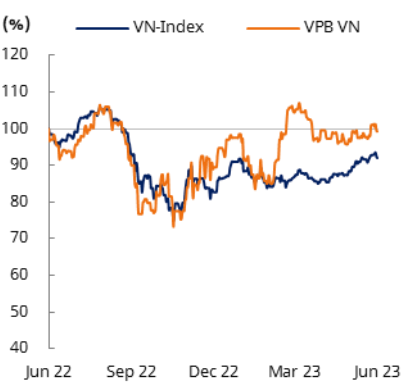
LNST (23F, tỷ đồng)	19,494
Kỳ vọng thị trường(23F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS(23F, %)	-6.7
P/E (23F, x)	8.0

Vốn hóa (tỷ đồng)	133,257
SLCP đang lưu hành(triệu cp)	6,713
Tỷ lệ CP tự do CN(%)	69.5
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	17.0
Giá thấp nhất 52 tuần	13,650
Giá cao nhất 52 tuần	21,733

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	2.8	10.9	2.7
Tương đối	-1.3	-0.3	9.1

Điểm nhấn đầu tư – Thời điểm khó khăn nhất sắp qua đi

- Gánh nặng trích lập dự phòng cao trong năm 2023. So với các NH trong nhóm theo dõi của chúng tôi, tỷ lệ nợ xấu và nợ xấu mở rộng của VPB luôn ở mức cao trong nhiều năm trở lại đây đi kèm với tỷ lệ bao phủ nợ xấu thấp. Trong khi đó, Chính phủ đang tập trung tháo gỡ khó khăn cho ngành BĐS, nhưng nhu cầu vẫn còn yếu. Kinh tế chậm phát triển phần nào ảnh hưởng xấu đến triển vọng thu nhập cá nhân. Đồng thời, chính quyền cũng đang chấn chỉnh công tác thu hồi nợ của các công ty tài chính, làm giảm thu nhập từ hoạt động thu hồi nợ. Do đó, chúng tôi cho rằng VPB vẫn chịu áp lực trích lập cao trong năm nay. Điểm tích cực là, lãi suất đảo chiều sẽ phần nào làm dịu đi căng thẳng về nợ xấu tiếp tục gia tăng mạnh trong các quý tới.
- Theo KHKD năm 2023, tăng trưởng LNTT mục tiêu của VPB là 13% (hay +48% khi loại trừ ảnh hưởng từ thu nhập bất thường trong 2022), dựa trên mục tiêu tăng trưởng tín dụng là 33%. Cơ sở cho mục tiêu tăng trưởng tín dụng này là tỷ lệ an toàn vốn (CAR) vượt trội ~ 14.5% tại cuối quý 1 2023. Tăng trưởng tín dụng cao sẽ hỗ trợ phần nào trong việc giảm tỷ lệ nợ xấu nội bảng và và bù đắp chi phí trích lập dự phòng cao.
- Kết quả kinh doanh trong quý 1 của ngân hàng thể hiện các điểm chính: 1) Lợi nhuận trước thuế hợp nhất là 2.6 nghìn tỷ đồng (-54.8% sv.ck. không bao gồm thu nhập bất thường), trong khi lợi nhuận riêng lẻ là 4.1 nghìn tỷ đồng (-18.1% sv.ck. không bao gồm thu nhập bất thường); 2) Nợ xấu hợp nhất tăng lên 6.2%,+0.5%p QoQ; 3) Huy động và tín dụng tiếp tục tăng trưởng vượt trội lần lượt +12.8% và +4.9% sv. 2022; và 3) FEC tiếp tục ghi nhận lỗ trong Q1/2023.
- Định giá hiện tại tương đương với P/B mục tiêu là 1.1x. Nhà đầu tư cần cần lưu ý yếu tố phát hành riêng lẻ đối với Sumitomo có thể là tác nhân tích cực đối với diễn biến thị giá của CP VPB trong ngắn hạn.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23F	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	32,346	34,349	41,021	51,163	56,742	64,094
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	6,687	9,953	16,776	13,126	15,977	18,407
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	27,641	33,583	43,681	48,694	55,062	62,508
LNST (tỷ đồng)	10,414	11,808	18,168	19,494	22,912	28,485
EPS (đồng)	4,242	2,656	2,706	2,524	2,966	3,687
ROE (%)	21.9	17.0	19.1	15.1	13.7	14.7
P/E (x)	4.6	7.3	7.1	8.0	6.5	5.2
P/B (x)	0.9	1.1	1.3	1.0	0.9	0.7
Giá trị sổ sách (đồng)	22,187	17,891	14,490	19,325	22,303	26,005
TTS (tỷ đồng)	419,027	547,626	631,013	781,490	890,211	992,782
VCSh (tỷ đồng)	52,794	86,451	103,502	154,840	178,836	209,351

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Bảo toàn thành quả

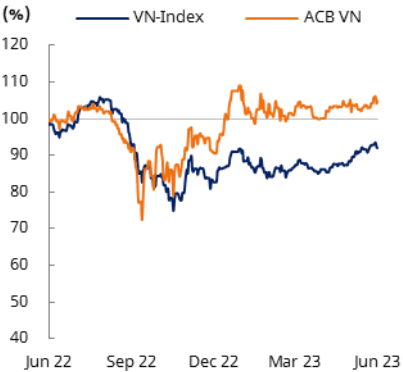


Nguyễn Dương Công Nguyễn, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	25,500
Thị giá (30/06/23)	22,050
Lợi nhuận kỳ vọng	16%
LNST (23F, tỷ đồng)	15,695
Kỳ vọng thị trường(23F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS(23F, %)	-4.3
P/E (23F, x)	5.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	85,643
SLCP đang lưu hành(triệu cp)	3,884
Tỷ lệ CP tự do CN(%)	80.7
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	30.0
Giá thấp nhất 52 tuần	15,174
Giá cao nhất 52 tuần	23,043
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-0.215.85.7
Tương đối	-4.44.612.1

Điểm nhấn đầu tư – cắt giảm chi phí nhằm duy trì tăng trưởng lợi nhuận

- Đến cuối Q1/2023, tổng tài sản của ACB đạt 611.2 nghìn tỷ, tăng nhẹ 0.55% so với đầu năm. Đáng lưu ý, chất lượng tài sản của ngân hàng giảm đáng kể trong quý 1 năm 23. Cụ thể hơn, giá trị dư nợ từ nhóm 3 trở lên tăng 31.5% so với đầu năm lên 4 nghìn tỷ; do đó, tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng 24 điểm cơ bản lên mức 0.97%. Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (bao gồm cả nợ nhóm 2) cũng tăng 55 điểm phần cơ bản lên mức 1.85%, trong khi tỷ lệ dự phòng rủi ro cho vay giảm 41.8%p so với đầu năm xuống còn 113.7% (trung bình nhóm ngân hàng niêm yết 107.3% trong Q1/2023). Tuy nhiên, nợ xấu gia tăng tại ACB chưa quá đáng ngại khi 1) đây là tình trạng chung của ngành ngân hàng trong 4-5 quý trở lại đây; 2) tỷ lệ nợ xấu của ACB (0.97%) vẫn được kiểm soát vượt trội so với mức trung bình của các ngân hàng niêm yết (2.9%) tính đến hết quý 1/2023. LNNT đạt xấp xỉ 5.2 nghìn tỷ, tăng gần 25.3% sv.ck., chủ yếu nhờ tiết giảm chi phí hoạt động (giảm 8.4% sv.ck.) và thu nhập lãi thuần tăng tốt +14.2% sv.ck.
- Ngoài chất lượng tài sản vượt trội so với mặt bằng chung như tỷ lệ nợ xấu thấp và tỷ lệ trích lập dự phòng cao hơn, đặc biệt là so với nhóm các ngân hàng tư nhân, danh mục tín dụng tập trung cao vào phân khúc khách hàng cá nhân (KHCN) sẽ giúp ACB giảm thiểu rủi ro tập trung, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm. Đến cuối quý 1 năm 2023, tỷ trọng các khoản cho vay nhóm KHCN và nhóm SME được duy trì ở mức 95% tổng dư nợ cho vay. Ngoài ra, danh mục đầu tư của ACB chỉ nắm giữ các loại tài sản gần như phi rủi ro như TPCP và TP được các tổ chức tín dụng phát hành.
- Tỷ lệ an toàn vốn cao và chỉ số thanh khoản lành mạnh là cơ sở cho ACB phát triển trong tương lai. Tính đến cuối Q1/2023, hệ số an toàn vốn (CAR) của ACB tăng 0.6%p lên 13.4%, là một trong số ít ngân hàng ghi nhận CAR cải thiện trong quý đầu năm. Ngoài ra, các tỷ lệ thanh khoản vẫn ở mức lành mạnh so với các mốc quy định như tỷ lệ cho vay trên tiền gửi(LDR – 77.9% so với 85%), tỷ lệ huy động ngắn hạn cho vay trung và dài hạn (15.1% so với 34%), và tỷ lệ thanh khoản nhanh (17.2% so với 10%). Nhìn chung, các nhân tố này sẽ là nền tảng cho ACB theo đuổi mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao trong cả ngắn và dài hạn, qua đó thúc đẩy thu nhập cũng như lợi nhuận của ngân hàng.











FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23F	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	14,600	18,945	23,534	27,209	30,357	33,139
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	3,560	4,619	5,257	6,171	6,502	7,220
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	9,594	11,998	17,114	19,610	21,351	24,501
LNST (tỷ đồng)	7,681	9,603	13,688	15,695	17,089	19,609
EPS (đồng)	2,809	3,555	4,023	3,848	4,132	4,742
ROE (%)	24.0	23.7	26.3	24.2	21.7	21.1
P/E (x)	8.0	6.2	5.4	5.7	6.5	5.6
P/B (x)	1.7	2.2	1.3	1.3	1.3	1.1
Giá trị sổ sách (đồng)	13,119	10,101	17,303	17,355	20,703	24,235
TTS (tỷ đồng)	444,530	527,770	607,875	684,663	757,585	845,803
VCSH (tỷ đồng)	35,448	44,901	58,439	70,338	83,906	98,222

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Công nghệ thông tin – Nhu cầu số hóa mạnh mẽ

Xu thế tất yếu của chuyển đổi số

- Kết quả kinh doanh trong 3T2023 trái chiều giữa các doanh nghiệp CNTT:** Bước sang 3T2023, nhiều doanh nghiệp ngành CNTT bắt đầu “ngấm đòn” sức cầu yếu do lạm phát gia tăng ở Việt Nam. Cụ thể, ELC và ITD đều ghi nhận sự sụt giảm mạnh doanh thu và lợi nhuận trong 3T2023. Về phía ELC, các dự án lớn không kịp giải phóng mặt bằng, dẫn đến quá trình triển khai bị trễ so với dự kiến, ảnh hưởng đến kế hoạch mảng dịch vụ thu phí không dừng. Đối với ITD, lợi nhuận giảm mạnh 102.4% CK do 1) không có khoản lợi nhuận bất thường chuyển nhượng vốn góp tại công ty con như 3T2022 và 2) trích lập dự phòng nợ khó đòi tại công ty mẹ. CMG cũng chứng kiến tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận chậm lại so với cùng kỳ khi tập trung chủ yếu vào thị trường nội địa. Ngược lại, FPT vẫn tiếp tục duy trì sự tăng trưởng bền bỉ nhờ sự phục hồi mạnh mẽ từ thị trường quốc tế (đặc biệt ở châu Á) và sự đa dạng về ngành nghề của khách hàng.
- Biến thách thức thành cơ hội:**
 - Tình trạng thiếu hụt chip xử lý toàn cầu có thể dẫn đến sự chậm trễ trong hoạt động sản xuất và làm tăng giá vốn hàng bán của các doanh nghiệp công nghệ. Các doanh nghiệp Việt Nam đã có giải pháp khắc phục tạm thời thông qua việc đa dạng hoá nguồn cung hoặc chuyển đổi sang những thiết kế phù hợp với nguồn cung sẵn có. Hiện tại, Việt Nam vẫn phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu và chưa tham gia nhiều vào chuỗi cung ứng chip. Nói cách khác, vẫn còn dư địa tăng trưởng cho các công ty có hàm lượng công nghệ cao và tiềm lực đầu tư lớn. Trong khâu thiết kế, một số doanh nghiệp như FPT, Viettel và CMG đã tiến hành nghiên cứu và FPT đã tham gia vào lĩnh vực thiết kế chip nhằm phục vụ nhu cầu nội địa. Trong khâu sản xuất, FPT đã sản xuất được ba dòng chip (gia công tại Hàn Quốc dưới thương hiệu FPT) và nhận được đơn hàng xuất khẩu với quy mô 25 triệu chip (dự kiến xuất khẩu trong 2024-2025).
 - Nguồn cung nhân lực mới chỉ đáp ứng được khoảng 40% nhu cầu thị trường. Theo Bộ Thông tin và Truyền thông, trong giai đoạn 2022-2024, Việt Nam thiếu hụt khoảng 200,000 kỹ sư CNTT hằng năm. Sự thiếu hụt này xuất phát từ chênh lệch giữa trình độ của ứng viên và yêu cầu của nhà tuyển dụng. Nếu không có đủ nhân lực chuyên môn cao, việc triển khai và tiếp nhận các hợp đồng quy mô lớn của các doanh nghiệp sẽ bị hạn chế. Theo đó, mảng đào tạo CNTT sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu lao động gia tăng.
- Chúng tôi kỳ vọng ngành CNTT vẫn giữ đà tăng trưởng tốt 2023:** 1) Nhu cầu số hóa của doanh nghiệp nội địa dự kiến phục hồi từ nửa cuối 2023. 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 2025 và 30% GDP đến năm 2030 (từ mức 5% GDP trong năm 2019). 2) Xuất khẩu phần mềm của Việt Nam 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.

Cập nhật KQKD của các doanh nghiệp niêm yết ngành CNTT									
Công ty	Doanh thu			Lợi nhuận sau thuế			ROE (%)	P/E TB 5 năm (x)	P/E trượt (x)
	Doanh thu 3T23 (Tỷ đồng)	Tăng trưởng 3T23 (% CK)	Tăng trưởng theo quý từ 1Q21-1Q23 (% CK)	LNST 3T23 (Tỷ đồng)	Tăng trưởng 3T23 (% CK)	Tăng trưởng theo quý từ 1Q21-1Q23 (% CK)			
FPT	11,683	20.0		1,810	17.6		22.2%	14.8	16.7
CMG	1,836	3.4		52	5.3		10.4%	20.3	21.6
ELC	86	-58.2		3	-74.5		2.6%	23.3	33.0
ITD	113	-10.9		-1	-102.4		0.9%	11.6	76.1

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research



Ổn định trong bất định

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	103,000
Thị giá (30/06/23)	86,000
Lợi nhuận kỳ vọng	20%

NPATMI (23F, VND bn)	6,264
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (23F, %)	17.2
P/E (23F, x)	17.1

Vốn hóa (tỷ đồng)	91,549
SL cổ phiếu (triệu)	1,104
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	84.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN(%)	49.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	61,300
Cao nhất 52 tuần (VND)	98,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.4	15.9	1.8
Tương đối	3.1	5.7	15.7

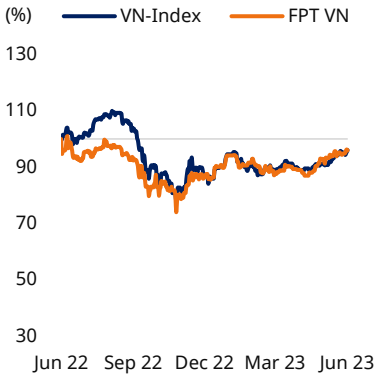
Điểm nhấn đầu tư

KQKD 5T2023: FPT ghi nhận doanh thu 19,943 tỷ đồng (+22.9% CK) và lợi nhuận sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số là 2,518 tỷ đồng (+20.2% CK), chủ yếu nhờ nhu cầu dịch vụ CNTT mạnh mẽ từ thị trường Nhật Bản (doanh thu: +41% CK) và Châu Á - Thái Bình Dương (doanh thu: +50.4% CK).

Kế hoạch đầu tư:

- Chi phí đầu tư trong năm 2023 ước tính đạt VND5,800 tỷ (+45% so với kế hoạch năm 2022), trong đó các mảng Công nghệ thông tin, Viễn thông và Giáo dục lần lượt chiếm tỷ trọng 31%, 39.7% và 29.3%.
- Đối với mảng Viễn thông, công ty dự định tham gia vào dự án cáp biển ALC, với tổng mức đầu tư là 87 triệu USD (tổng dung lượng: 18Tbps), trong đó 30% sẽ được góp từ vốn chủ sở hữu của FPT. Đây sẽ là dự án cáp biển quốc tế đầu tiên của FPT, với điểm trạm cáp bờ ở Đà Nẵng. Trong năm 2023, công ty dự kiến chi khoảng 300 tỷ đồng cho dự án. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ giúp FPT tiết kiệm khoảng 13 triệu USD trong năm đầu hoạt động (dự kiến hoạt động từ Q3/2025).

Dự phóng và định giá: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và NPATMI của FPT sẽ đạt lần lượt VND52,319 tỷ (+18.9% CK) và VND6,264 tỷ (+18% CK) trong 2023, nhờ vào: 1) nhu cầu số hóa nội địa và quốc tế tăng tốc sau nửa đầu năm; 2) nhu cầu lưu trữ dữ liệu tại Việt Nam tăng theo Nghị định 53/2022/NĐ-CP; và 3) số lượng sinh viên ghi danh tăng trưởng mạnh mẽ với mức 50% CK. Áp dụng phương pháp FCFE, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu là 103,000 đồng.



	FY (31/12)	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F
Doanh thu (tỷ đồng)		29,830	35,657	44,010	52,319	62,286	73,087
LN HĐKD (tỷ đồng)		4,605	5,415	6,795	8,106	10,014	11,843
Biên LN HĐKD (%)		15.4	15.2	15.4	15.5	16.1	16.2
EBITDA (tỷ đồng)		6,095	7,059	8,628	10,280	12,568	14,819
NPATMI (tỷ đồng)		3,538	4,337	5,310	6,264	7,707	9,236
EPS (VND)		4,062	4,301	4,356	5,105	6,281	7,527
ROE (%)		23.8	25.8	27.2	27.4	28.9	29.5
P/E (x)		18.4	17.3	17.1	17.1	11.9	9.9
P/B (x)		4.1	4.2	4.3	3.7	3.2	2.7
Tổng tài sản (tỷ đồng)		41,734	53,698	51,650	56,628	66,533	77,851
VCSH (tỷ đồng)		15,746	17,941	21,046	24,630	28,784	33,761

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Bất động sản - Chờ đợi dòng tiền khi lãi suất giảm

Thị trường căn hộ

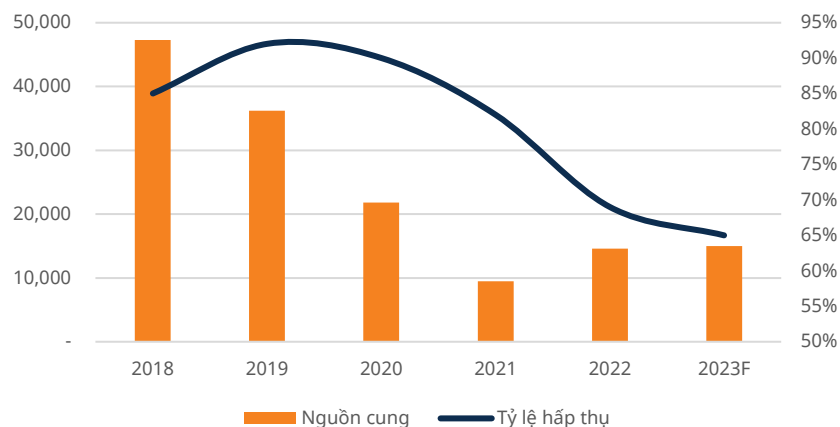
Tại TP Hồ Chí Minh

- Nguồn cung tại TP HCM trong quý 1 năm nay có dấu hiệu cải thiện, tăng hơn 3 lần so với quý 1 2022, và tăng 2 lần so với quý 4 năm 2022. Trong đó, dự án Vinhomes Grand Park tại quận 9 cung cấp gần 50% tổng nguồn cung trong quý. Một điểm đáng chú ý là quý 1 luôn luôn bị ảnh hưởng bởi nghỉ Tết, do đó chúng tôi cho rằng tình hình nguồn cung sẽ giữ ở mức cao so với nền Q1/2023 trong các quý tiếp theo.
- Giá bán căn hộ tăng nhẹ 2% so với quý trước và 10% so với cùng kỳ, dao động quanh 60 triệu/m². Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy hiện nay chủ đầu tư thường đưa ra các gói ưu đãi như chỉ đặt cọc 5% giá trị nhà, và chỉ trả 35% tổng giá trị khi giao nhà.
- Với lãi suất vay mua nhà vẫn ở mức cao, dao động quanh 12%/năm, chúng tôi cho rằng thị trường vẫn còn nhiều khó khăn bất chấp những chương trình ưu đãi của chủ đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư còn trong tâm lý chờ đợi lãi suất cho vay giảm mạnh hơn nữa khiến lực cầu hạn chế. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ hồi phục vào cuối 2023 hoặc đầu 2024 khi các đợt cắt giảm lãi suất điều hành bắt đầu có tác động rõ nét đến lãi suất cho vay.

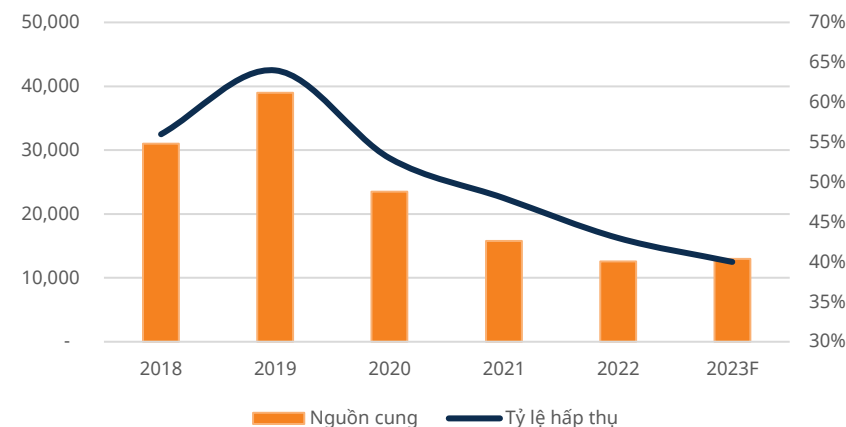
Tại Hà Nội

- Trái ngược với tình hình tại TP Hồ Chí Minh, thị trường căn hộ tại Hà Nội tiếp tục ảm đạm với chỉ hơn 2,000 căn hộ được mở bán trong Q1/2023, giảm gần ½ so với quý trước và so với cùng kỳ, và thấp nhất kể từ quý 1 năm 2020.
- Hầu hết nguồn cung trong quý 1 đều thuộc phân khúc trung cấp và cao cấp, khiến cho giá chào bán cũng tăng đáng kể (+3% so với quý trước và +20% so với cùng kỳ), dao động quanh mức 50 triệu/m², thấp hơn mức giá trung bình tại TP HCM.
- Chúng tôi cho rằng thị trường tại Hà Nội sẽ tiếp tục gặp khó, khi lượng hàng dự kiến chào bán trong năm nay chủ yếu từ phân khúc trung cấp và cao cấp.

Nguồn cung căn hộ thị trường TP HCM



Nguồn cung căn hộ thị trường Hà Nội



Nguồn: CBRE, Mirae Asset Research Vietnam

Bất động sản - Chờ đợi dòng tiền khi lãi suất giảm

Thị trường nhà phố / biệt thự

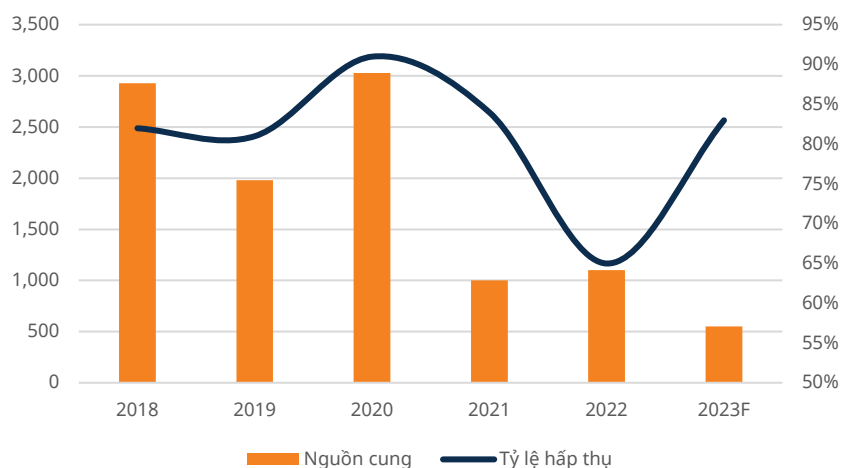
Tại TP Hồ Chí Minh

- Thị trường nhà phố / biệt thự chịu ảnh hưởng nặng nề từ tác động của việc siết tín dụng và nguồn cung khan hiếm, quý 1 năm nay chỉ có 47 căn hộ được mở bán mới, giảm hơn 80% so với cùng kỳ, đồng thời cũng là mức thấp nhất trong nhiều năm trở lại đây. Nguồn cung chủ yếu đến từ 2 dự án The Global City và Bảo Tân Residence.
- Giá chào bán gần như không đổi so với quý trước. So với quý 1 2022, giá vẫn không có dấu hiệu hạ nhiệt, cụ thể giá nhà phố dao động ở mức 200 triệu/m² còn giá biệt thự ở mức hơn 300 triệu/m², tăng lần lượt 80% và 160% so với cùng kỳ.
- Kỳ vọng nguồn cung có thể đạt khoảng 500 căn hộ trong 2023 đến từ 5 dự án, trong đó có 1 dự án mới.

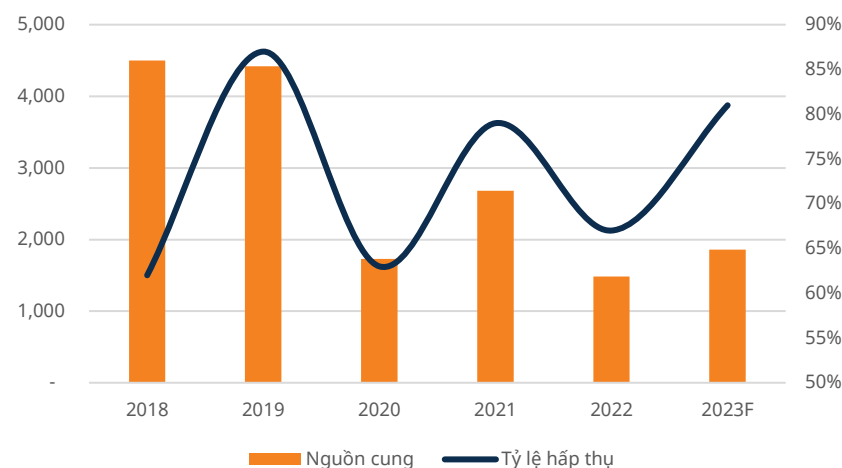
Tại Hà Nội

- Tương tự với tình hình tại TP HCM, nguồn cung tại Hà Nội cũng sụt giảm nghiêm trọng, chỉ có 29 căn mới được mở bán trong Q1/2023, giảm gần 96% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, nếu tính sang các tỉnh lân cận thì nguồn cung dồi dào hơn, gần 1,200 sản phẩm được mở bán từ 2 đại dự án của Vinhomes tại Hưng Yên là Ocean Park 2 và Ocean Park 3.
- Giá chào bán chỉ giảm nhẹ so với quý trước, dao động khoảng 110 triệu/m² cho biệt thự và 160 triệu/m² cho nhà phố. Nhìn chung, giá nhà có thể sẽ khó tăng trong thời gian tới do tâm lý chung vẫn còn muốn đợi lãi suất cho vay mua nhà giảm. Ngoài ra các chủ đầu tư cũng đang tung ra nhiều chương trình khuyến mãi như kéo dài thời gian thanh toán, miễn lãi vay thời gian đầu.
- Dự kiến 2023, thành phố Hà Nội sẽ có hơn 1,800 căn chủ yếu tập trung tại Mê Linh, Hoài Đức, và Thanh Trì.

Nguồn cung nhà phố / biệt thự tại TP HCM



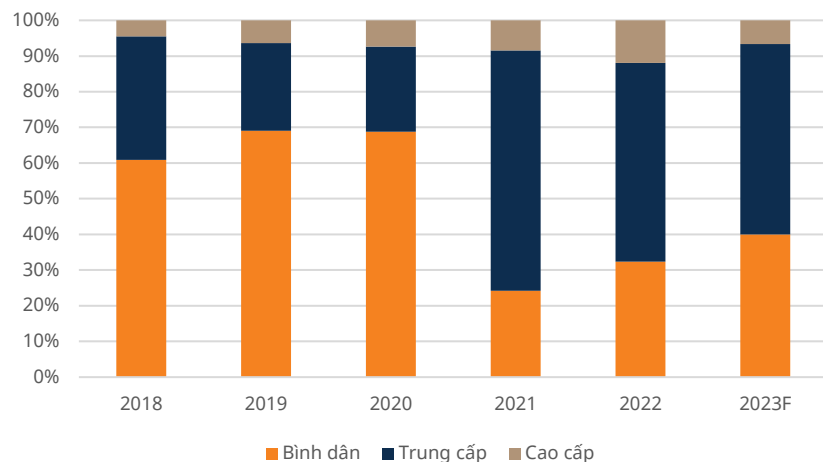
Nguồn cung nhà phố / biệt thự tại Hà Nội



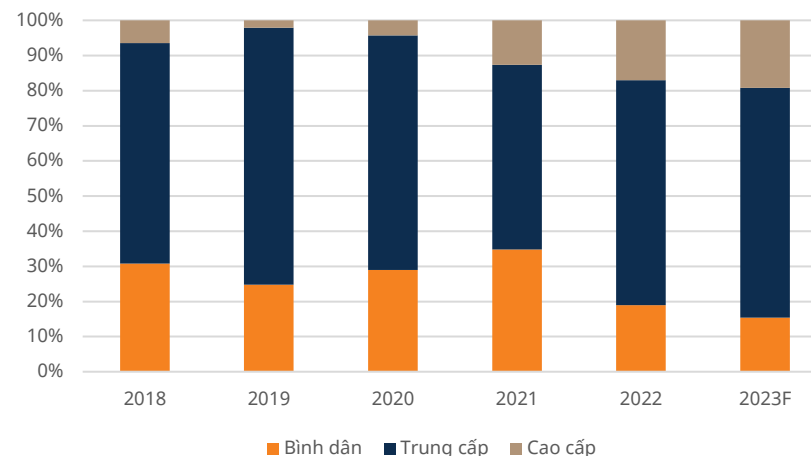
Nguồn: CBRE, Mirae Asset Research Vietnam

Bất động sản - Chờ đợi dòng tiền khi lãi suất giảm

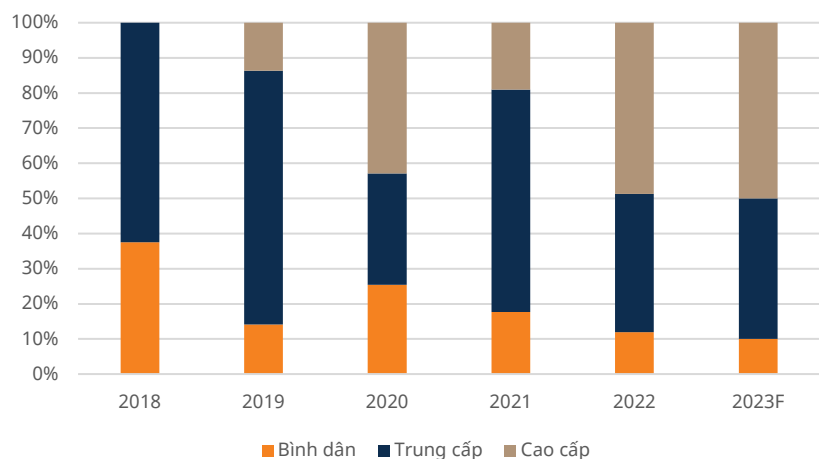
Tỷ trọng sản phẩm phân khúc căn hộ thị trường HCM



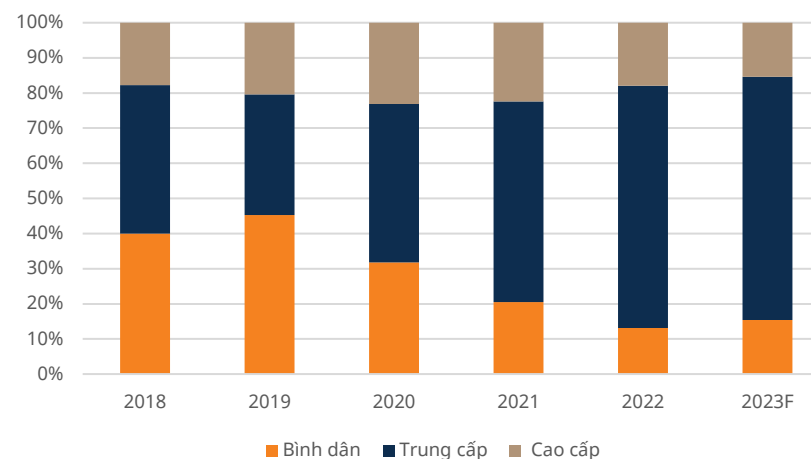
Tỷ trọng sản phẩm phân khúc căn hộ thị trường Hà Nội



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



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



Nguồn: Savills, Mirae Asset Research Vietnam

Bất động sản - Chờ đợi dòng tiền khi lãi suất giảm

KQKD một số doanh nghiệp BĐS niêm yết Q1 2023

Mã	Vốn hóa	Doanh thu (tỷ đồng)			LNR (tỷ đồng)			Định giá (TTM)	
		Q1/2022	Q1/2023	% CK	Q1/2022	Q1/2023	% CK	P/E	P/B
VHM	239,490	8,923	29,299	228.3%	4,725	11,923	152.3%	6.7	1.5
VRE	61,353	1,369	1,943	41.9%	378	1,024	171.2%	18.1	1.8
NVL	29,252	1,956	604	(69.1%)	1,046	(410)	(139.2%)	36.2	0.8
KDH	22,043	143	425	198.0%	300	201	(32.9%)	21.9	1.9
NLG	12,694	587	235	(60.0%)	33	16	(50.3%)	22.5	1.4
PDR	11,082	625	192	(69.3%)	279	22	(92.0%)	12.5	1.4
DXG	9,090	1,792	378	(78.9%)	408	(117)	(128.7%)	NA	1.0
AGG	3,528	563	189	(66.3%)	4	12	245.2%	NA	1.5
HDC	3,844	400	177	(55.8%)	98	31	(67.9%)	10.9	2.1

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Phục hồi mạnh mẽ

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

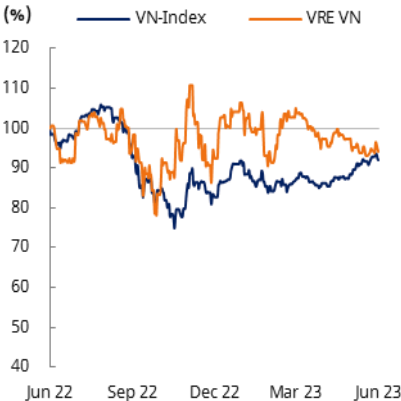


(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	36,600
Thị giá (30/06/23)	26,800
Lợi nhuận kỳ vọng	37%

LNST (23F, tỷ đồng)	3,418		
Kỳ vọng thị trường(23F, tỷ đồng)	-		
Tăng trưởng EPS (23F, %)	20.0		
P/E (23F, x)	18.2		
Vốn hóa (tỷ đồng)	60,898		
SLCP đang lưu hành(triệu cp)	2,272		
Tỷ lệ CP tự do CN(%)	26.4		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	32.6		
Giá thấp nhất 52 tuần	21,400		
Giá cao nhất 52 tuần	31,650		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.1	1.9	-6.1
Tương đối	-5.3	-9.3	0.3

Điểm nhấn đầu tư

- Kết thúc quý 1/2023, VRE ghi nhận doanh thu đạt 1,943 tỷ đồng (+42% sv ck), trong đó chủ yếu đến từ hoạt động cho thuê sàn thương mại, đạt 1,913 tỷ đồng, chiếm 98% tổng doanh thu và tăng 54% sv ck. Nhờ vào các biện pháp mạnh mẽ cắt giảm chi phí bán hàng (-47% sv ck), và chi phí quản lý doanh nghiệp (-10% sv ck); lợi nhuận sau thuế của VRE trong quý 1 đạt gần 1,024 tỷ đồng (+171% sv ck).
- Chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ tiếp tục mở rộng hệ thống trong năm 2023 với 2 TTTM mới, dự kiến mở cửa trong quý 4/2023: VMM Grand Park (TP HCM, GFA ~ 46,000 m2) và Vincom Plaza (Hà Giang, GFA ~ 9,500 m2). Trong năm nay, VRE chưa mở bán thêm dự án shophouse, tập trung bàn giao 2 dự án ở Quảng Trị và Điện Biên.
- Ban lãnh đạo đặt mục tiêu tăng trưởng tỷ lệ lấp đầy trong 2023 thay vì gia tăng mạnh TTTM như những năm trước. Ngoài ra doanh thu và lợi nhuận trong năm 2023 cũng được chia làm 2 kịch bản, trong đó 10,350 tỷ đồng doanh thu và 4,680 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế cho kịch bản cơ sở, và 11,500 tỷ đồng doanh thu và 5,200 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế cho kịch bản cao.
- Về dài hạn, chúng tôi vẫn đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của VRE khi đang nắm giữ vị thế dẫn đầu về thị phần, quỹ đất, thương hiệu, cũng như khả năng kết nối với hệ sinh thái của Vingroup. Bên cạnh đó, thị trường bất động sản bán lẻ Việt Nam còn nhiều triển vọng khi các yếu tố vĩ mô như thu nhập bình quân, tỷ lệ đô thị hóa, cơ cấu dân số ... vẫn rất thuận lợi so với các nước trong khu vực. Trong giai đoạn 2023 – 2024, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép hàng năm cho lợi nhuận sau thuế là khoảng 20%.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23F	12/24F	12/25F
Doanh thu (tỷ đồng)	8,329	5,891	7,361	9,115	10,419	11,358
LNHĐ (tỷ đồng)	3,093	1,757	3,453	4,223	5,192	6,091
Biên LNHĐ (%)	37.1	29.8	44.5	46.3	49.8	53.6
EBITDA (tỷ đồng)	4,841	3,626	4,725	5,506	6,483	7,212
NPATMI (tỷ đồng)	2,382	1,315	2,776	3,418	4,204	4,930
EPS (VND)	1,048	578	1,222	1,467	1,804	2,116
ROE (%)	8.5	4.4	8.3	9.9	11.6	12.6
P/E (x)	30.0	52.1	21.5	18.2	15.5	13.2
P/B (x)	2.4	2.2	1.8	2.5	2.3	2.2
Tổng tài sản (tỷ đồng)	39,816	37,873	42,659	44,199	46,903	50,283
VCSH (tỷ đồng)	29,336	30,651	33,383	34,514	36,389	38,990

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng vượt bậc

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

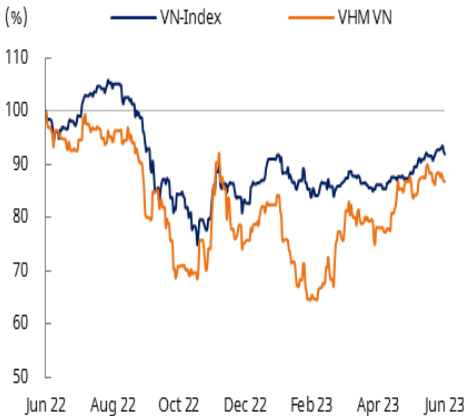


(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	72,200
Thị giá (30/06/23)	55,000
Lợi nhuận kỳ vọng	31%

LNST (23F, tỷ đồng)	36,805		
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	-		
Tăng trưởng EPS (23F, %)	28%		
P/E (23F, x)	6.5		
Vốn hóa (tỷ đồng)	246,022		
SL cổ phiếu (triệu)	4,354		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	23.7		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN(%)	24.5		
Cao nhất 52 tuần (VND)	39,400		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	66,700		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	2.8	14.6	-11.4
Tương đối	-1.4	3.4	-5.0

Điểm nhấn đầu tư

- Quý 1/2023 Vinhomes ghi nhận doanh thu cao thứ 2 trong lịch sử, đạt hơn 29.3 nghìn tỷ đồng (+228% sv ck). Nếu tính gộp cả doanh thu từ bán sỉ và bán lẻ, tổng doanh thu của VHM trong quý 1/2023 đạt hơn 37.8 nghìn tỷ đồng, cao nhất từ trước đến nay. Lợi nhuận sau thuế quý 1 đạt 11.9 nghìn tỷ (+162% sv ck).
- Tại ĐHCĐ thường niên 2023, ban lãnh đạo Vinhomes đề ra mục tiêu 100,000 tỷ đồng doanh thu và 30,000 lợi nhuận sau thuế cho năm 2023, cao hơn lần lượt 60.3% và 2.9% so với kết quả kinh doanh 2022.
- Trong năm nay, các phân khu còn lại của Ocean Park 2 và Ocean Park 3 sẽ là động lực chính cho tăng trưởng, bên cạnh một phần nhỏ của các dự án cũ Ocean Park, Smart City và Grand Park. Vinhomes dự kiến sẽ bán xong 2 dự án Ocean Park 2 và 3 trong 2023-2024. Doanh thu chưa thực hiện tính đến hết quý 1 đạt 92.7 nghìn tỷ đồng (+62.6% sv ck), là nguồn lực để Vinhomes duy trì doanh thu và lợi nhuận cao.
- Ngoài ra, Vinhomes cũng đang chuẩn bị mở bán: 1) phân khúc thấp tầng tại 2 dự án mới là Vinhomes Cổ Loa Đông Anh và Vinhomes Wonder Park Đan Phượng; 2) nhà ở xã hội dưới thương hiệu Happy Homes trong nửa cuối 2023 tại 3 dự án ở Hải Phòng, Thanh Hóa và Quảng Trị, với tổng nguồn cung khoảng 8,100 căn hộ cao tầng và 100 căn thấp tầng.
- TTM P/E của VHM đang giao dịch ở mức gần 7 lần, gần mức thấp nhất lịch sử.



FY (31/12)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	71,547	84,986	62,393	91,093	104,757	113,138
LNHĐ (tỷ đồng)	21,062	42,402	37,973	46,372	52,012	57,448
Biên LNHĐ (%)	29.4	49.9	60.9	50.9	49.6	50.8
LNTT (tỷ đồng)	36,517	48,183	38,643	47,901	53,768	59,353
NPATMI (tỷ đồng)	27,351	38,825	28,831	36,805	41,527	45,738
EPS (VND)	6,396	9,015	6,621	8,452	9,537	10,504
ROE (%)	38.6	36.9	19.6	21.1	19.9	18.7
P/E (x)	10.8	9.1	7.2	8.6	7.7	7.0
P/B (x)	3.4	2.9	1.4	1.8	1.5	1.3
Tổng tài sản (tỷ đồng)	215,326	230,516	361,813	370,068	426,707	485,153
VCSH (tỷ đồng)	89,130	131,407	148,522	177,434	210,508	248,113

Nguồn: Báo cáo tài chính, MAS research dự phóng

Vững vàng giữa thách thức



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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	36,800
Thị giá (30/06/23)	30,800
Lợi nhuận kỳ vọng	19%

LNST (23F, tỷ đồng)	1,211
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	1,033
Tăng trưởng EPS (23F, %)	6.6
P/E (23F, x)	20.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	22,473
SLCP đang lưu hành(triệu cp)	717
Tỷ lệ CP tự do CN(%)	86.1
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	38
Giá thấp nhất 52 tuần	18,050
Giá cao nhất 52 tuần	39,650
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	7.419.4-10.4
Tương đối	1.89.1-6.7

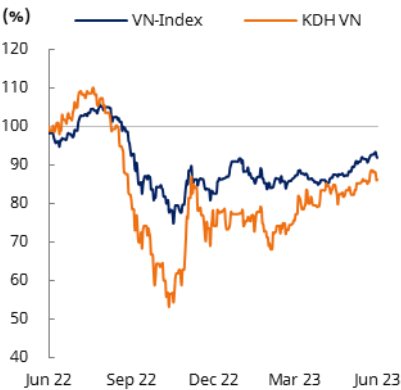
Điểm nhấn đầu tư

Triển vọng 2023: Chúng tôi dự phóng doanh thu hợp nhất đạt 2,741 tỷ đồng (-5.9% CK) và LNST là 1,211 tỷ đồng (+11.9% CK). Phần lớn doanh thu (65%–70%) đến từ việc bàn giao Classia, phần còn lại (30%–35%) có thể từ việc bán các dự án trong quỹ đất hiện có. Q1/2023, công ty báo cáo doanh thu 425 tỷ đồng (+198% CK) và LNST là 200 tỷ đồng (-33% CK) đến từ việc bàn giao dự án Classia.

- Privia là nguồn pre-sales duy nhất của năm 2023, trong khi Clarita và Emeria vẫn đang trong giai đoạn phát triển dự án.
- Vào cuối tháng 5/2023, liên danh gồm Tập đoàn Keppel và Quỹ Keppel Việt Nam đã mua 49% cổ phần (trị giá 3,180 tỷ đồng ~ 138 triệu USD) của hai dự án liền kề của KDH tại phường Bình Trưng Đông, thành phố Thủ Đức. Dự báo của chúng tôi vẫn chưa tính đến tác động của khoản thu nhập bất thường này. Nếu thương vụ này được ghi nhận trong năm nay, chúng tôi cho rằng thu nhập ròng sẽ tăng đáng kể.

Rủi ro: Trái chủ của KDH là các nhà đầu tư tổ chức. Tính đến 31/3/2023, dư nợ trái phiếu doanh nghiệp chỉ chiếm thiểu số (17%) trên tổng nợ vay, trong khi phần lớn (83%) từ các khoản vay ngân hàng. Chúng tôi cho rằng rủi ro từ trái phiếu doanh nghiệp đối với công ty là không trọng yếu. Những rủi ro tiềm ẩn lớn hơn đến từ các hoạt động kinh doanh thông thường của công ty, như các dự án bị trì hoãn kéo dài hoặc nhu cầu của khách hàng chững lại.

Định giá: Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá RNAV cho Classia, Privia và Clarita và phương pháp so sánh cho các dự án khác. Chúng tôi cũng điều chỉnh tài sản và nợ phải trả để phản ánh thực tế quá trình phát triển dự án đang diễn ra. Theo đó, giá mục tiêu xác định ở mức 36,800 đồng.



FY (31/12)	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	2,917	2,813	4,532	3,738	2,912	2,741
LN gộp (tỷ đồng)	1,239	1,500	1,964	1,794	1,460	1,816
Biên LNG (%)	42.5%	53.3%	43.3%	48.0%	50.1%	66.2%
LNTT (tỷ đồng)	1,076	1,190	1,458	1,540	1,411	1,513
NPATMI (tỷ đồng)	810	917	1,154	1,205	1,082	1,211
EPS (VND)	2,020	1,690	2,060	1,790	1,440	1,536
ROE (%)	12.4%	12.6%	14.6%	13.1%	9.8%	9.8%
P/E (x)	16.3	15.9	15.3	28.5	18.4	20.4x
P/B (x)	2.0	1.9	2.0	3.2	1.6	2.1x
Tổng tài sản (tỷ đồng)	10,228	13,237	13,934	14,373	21,539	22,014
VCSH (tỷ đồng)	6,899	7,664	8,158	10,221	11,795	13,005

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ Izumi & Southgate

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	40,300
Thị giá (30/06/23)	33,000
Lợi nhuận kỳ vọng	22%

LNST (23F, tỷ đồng)	695		
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	781		
Tăng trưởng EPS (23F, %)	35		
P/E (23F, x)	17.3		
Vốn hóa (tỷ đồng)	12,367		
SLCP đang lưu hành(triệu cp)	384		
Tỷ lệ CP tự do CN(%)	57.3		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	44.8		
Giá thấp nhất 52 tuần	16,450		
Giá cao nhất 52 tuần	47,750		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.6	9.7	-30.7
Tương đối	-5.9	10.3	-13.3

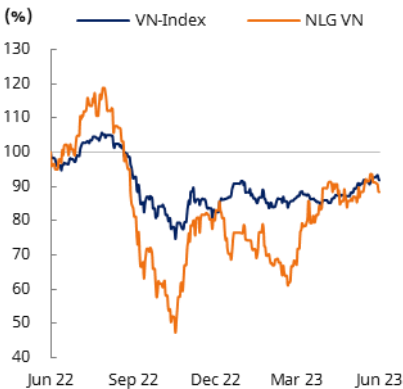
Điểm nhấn đầu tư

Triển vọng 2023

- Dù các chỉ số về lợi nhuận của các công ty trong ngành suy giảm trong năm qua, chúng tôi cho rằng ngành bất động sản có khả năng đã chạm đáy khi Chính phủ đã can thiệp và thực hiện các biện pháp quyết liệt nhằm hỗ trợ và xoa dịu tâm lý thị trường.
- Với những thách thức từ nhu cầu suy yếu, chúng tôi dự báo thận trọng doanh số presales năm 2023 vào khoảng 5,000 tỷ đồng-7,000 tỷ đồng, tương đương 50%-70% kế hoạch của công ty, nhờ vào quỹ đất đa dạng bao gồm các sản phẩm từ bình dân, trung cấp, cao cấp và hạng sang.
- Dù doanh thu tăng nhẹ, chúng tôi dự báo LNST của công ty mẹ sẽ tăng 25% nhờ biên lợi nhuận gộp cao đáng kể từ Southgate và Izumi, đóng góp tỷ trọng lần lượt 42.9% và 47.6% vào lợi nhuận gộp.
- Chúng tôi cũng đưa khoản thoái vốn 25% Paragon Đại Phước, dự kiến ghi nhận 238 tỷ đồng vào thu nhập tài chính.
- Cho năm 2023, chúng tôi dự báo doanh thu và LNR lần lượt là 4,605 tỷ đồng (+6% CK) và 695 tỷ đồng (+25% CK), EPS là 1,810 đồng (+35% CK).

Rủi ro

- Dù các chính sách điều hành đã phần nào được nói lỏng, nhưng sẽ cần thời gian để các chính sách tài khóa và tiền tệ có tác động rõ rệt đến nền kinh tế. Vì vậy, chúng tôi không kỳ vọng một sự phục hồi mạnh mẽ, mà thay vào đó là tiến trình “chậm mà chắc”.



FY (31/12)	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,480	2,546	2,217	5,206	4,339	4,605
LN gộp (tỷ đồng)	1,503	1,066	671	1,778	1,984	2,666
Biên LNG (%)	43%	42%	30%	34%	46%	58%
LNTT (tỷ đồng)	1,128	1,226	1,015	1,640	1,070	1,850
NPATMI (tỷ đồng)	763	961	835	1,071	556	695
EPS (VND)	3,521	4,479	3,078	3,099	1,345	1,810
ROE (%)	20%	18%	13%	15%	6%	11%
P/E (x)	7.5	7.3	9.9	8.2	22.9	17.3
P/B (x)	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	1.2
Tổng tài sản (tỷ đồng)	9,574	10,904	13,643	23,618	27,085	27,213
VCSH (tỷ đồng)	4,600	6,200	6,720	13,528	13,315	14,603

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

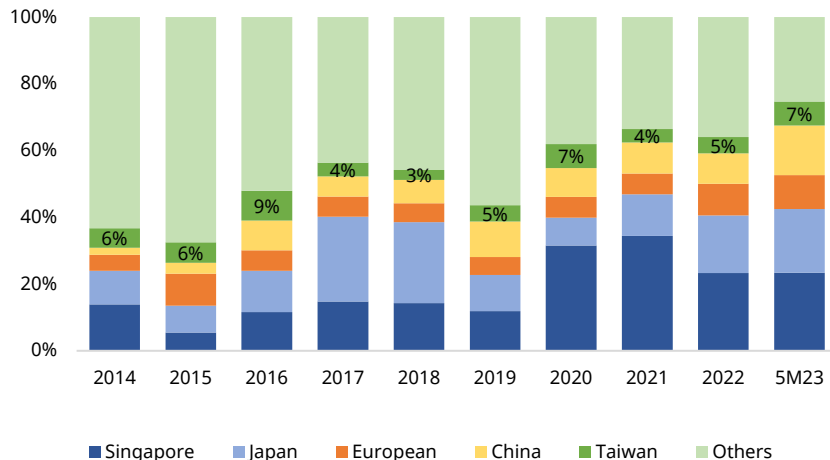
Khu công nghiệp - Bước ngoặt cận kề

Thách thức từ thuế tối thiểu toàn cầu

- Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp tối thiểu toàn cầu (GMT – thuế tối thiểu) do Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) đề xuất đưa ra mức thuế suất 15% đối với các tập đoàn đa quốc gia (MNCs) có doanh thu hàng năm trên 750 triệu Euro (hoặc 870 triệu USD) ít nhất hai năm trong giai đoạn bốn năm gần nhất. 163 quốc gia (bao gồm Việt Nam) đã đồng ý thực hiện chính sách này, và Việt Nam đang xem xét khả năng áp dụng từ đầu năm 2024.
- Điều này có thể làm mờ nhạt những lợi thế của Việt Nam trong việc thu hút FDI thông qua công cụ thuế quan. Theo Bộ Tài chính, hiện có khoảng 90 MNCs tại Việt Nam đang được hưởng mức thuế suất hiệu quả bình quân là 12.3%, thấp hơn mức 15% của OECD. Việt Nam đang lên kế hoạch điều chỉnh chính sách liên quan đến khu vực FDI để bù đắp cho những hạn chế về mặt ưu đãi thuế.
- Ngoài ra, ưu đãi thuế không phải là yếu tố then chốt mà Việt Nam có được trong việc thu hút FDI. Theo Phòng Thương mại Châu Âu tại Việt Nam (Eurocham), mức độ cạnh tranh về mặt thuế quan là không phải là yếu tố trọng yếu trong quá trình ra quyết định của các nhà đầu tư nước ngoài. Việc cải thiện quy trình hành chính, phát triển cơ sở hạ tầng, đơn giản hóa thủ tục nhập cư và cấp phép làm việc là những yếu tố ưu tiên hàng đầu. Do đó, mức GMT được đánh giá sẽ không phải là một rào cản đáng kể đối với dòng vốn FDI vào Việt Nam, đặc biệt là đối với việc phát triển các khu công nghiệp.
- Dựa trên số liệu vốn nước ngoài đăng ký, các nhà đầu tư Đài Loan — phần lớn là các nhà sản xuất linh kiện điện tử — đang tích cực xem xét mở rộng chuỗi cung ứng của tại thị trường Việt Nam. Ngoài ra, ngày càng có nhiều các công ty Trung Quốc khởi động hoặc mở rộng các dự án sản xuất tại Việt Nam, nhờ vào hàng loạt thỏa thuận thương mại tự do và chi phí lao động cạnh tranh. Các doanh nghiệp này đang tiến hành đẩy mạnh khảo sát thị trường khu công nghiệp phía Bắc để tìm các địa điểm xây dựng cơ sở sản xuất với các lợi thế về chuỗi cung ứng và hậu cần thuận lợi so với thị trường Trung Quốc. Tổng vốn đăng ký FDI trong 5T2023 ghi nhận vượt trội với 5.26 tỷ USD (+27.8% so CK).

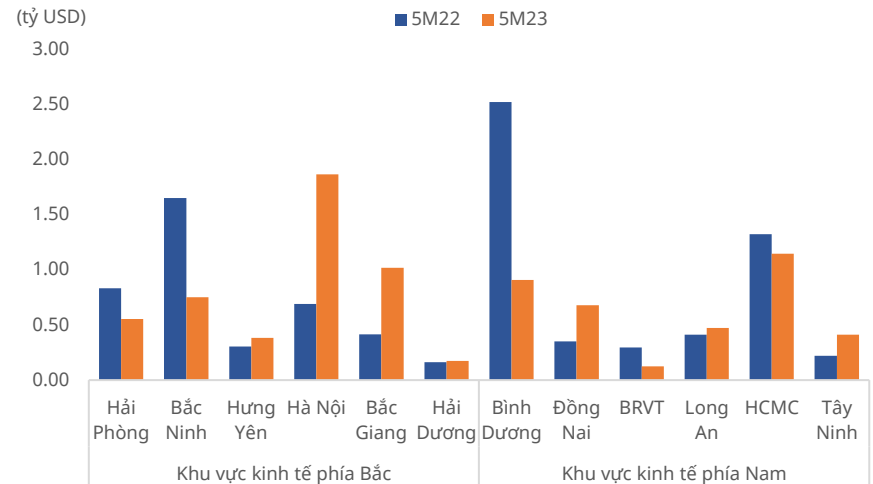
Việt Nam vẫn là điểm đến lý tưởng

Đài Loan xếp thứ 4 trong các quốc gia đăng ký vốn (chiếm 7.2% trong 5T2023)



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Thị trường phía Bắc tiếp tục hút vốn đăng ký



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Khu công nghiệp - Bước ngoặt cận kề

Cơ hội cho doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn tại các vùng kinh tế trọng điểm, đặc biệt là thị trường phía Bắc

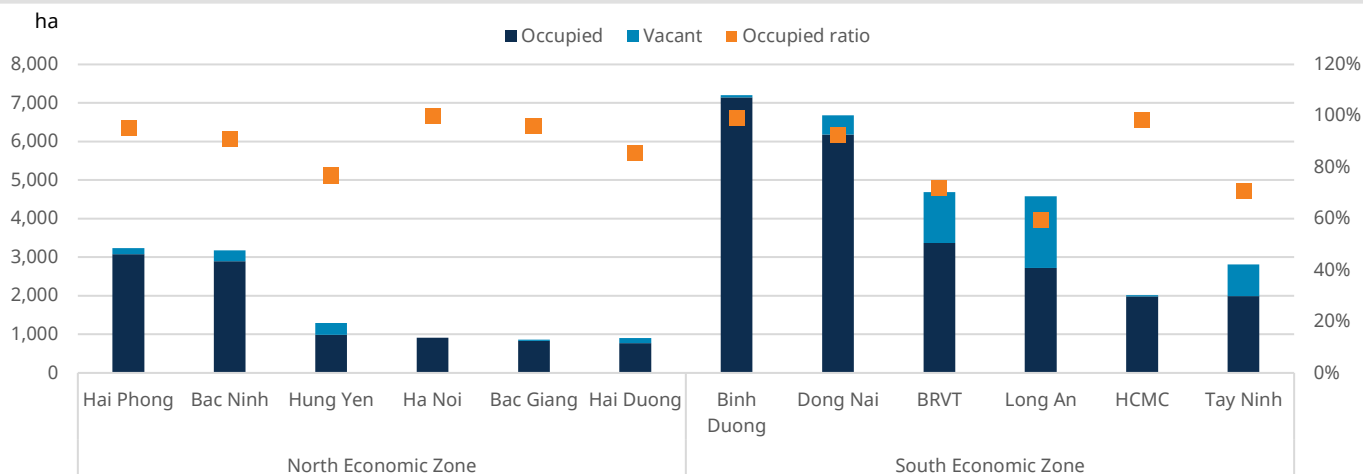
Chiến lược “Trung Quốc +1” sẽ mở ra cơ hội cho các KCN miền Bắc

- Các DN có sở hữu quỹ đất nằm ở khu vực phía Bắc là đối tượng được hưởng lợi chính trong xu hướng này nhờ: 1) các lợi thế liên quan đến thời gian giao hàng, và chuỗi cung ứng sẵn có với TT Trung Quốc; 2) Xung đột thương mại giữa Mỹ Trung và căng thẳng giữa Trung Quốc và Đài Loan có thể sẽ đẩy nhanh quá trình dịch chuyển các nhà máy sản xuất; 3) Các DA lớn sẽ kéo theo các doanh nghiệp vệ tinh. Nhiều dự án mới dự kiến cam kết sẽ đầu tư vào VN trong thời gian tới như LG (4 tỷ USD), Foxconn (300 triệu USD), ...
- Theo chia sẻ của lãnh đạo IDC, hiện các nhà sản xuất linh kiện điện tử tại thị trường Đài Loan rất quan tâm đến thị trường Việt Nam cũng như có kế hoạch về việc sẽ mở rộng đầu tư tại thị trường KCN miền Bắc. Theo kết quả khảo sát, có đến hơn tới 42% các doanh nghiệp ưu tiên đầu tư tại Việt Nam trong tương lai.

Cơ hội dành cho các doanh nghiệp còn quỹ đất cho thuê lớn

- Chúng tôi cho rằng những sự khó khăn của nền kinh tế chung trên toàn cầu đã và đang giảm dần (lạm phát hạ nhiệt), điều này sẽ là nền tảng hỗ trợ cho đà tăng trưởng lợi nhuận của các nhà phát triển KCN thông qua sự phục hồi của dòng vốn FDI; đặc biệt là đối với những nhà phát triển có quỹ đất lớn sẵn sàng cho thuê. Trong đó, chúng tôi đánh giá cao tiềm năng thu hút đầu tư của các doanh nghiệp đầu ngành như IDC, VGC, KBC với quỹ đất lớn nằm tại các khu vực kinh tế trọng điểm. Bên cạnh đó, việc sở hữu tệp khách hàng gồm các tập đoàn lớn như Samsung, LG, Hyosung, Foxconn, v.v. với kế hoạch tăng cường hợp tác mở rộng đầu tư sắp tới là một lợi thế khi dòng vốn mới sẽ ưu tiên thuê đất tại các KCN mà các công ty hay tập đoàn đa quốc gia đã đề cập có cơ sở sản xuất.
- Dòng vốn đầu tư công là nhân tố hỗ trợ phát triển KCN trong dài hạn: Việc đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng sẽ là ưu tiên hàng đầu của Chính phủ trong giai đoạn 2023-2025, với mục tiêu hoàn thành 1,600km đường cao tốc trong 3 năm. Việc phát triển cơ sở hạ tầng sẽ gia tăng sự hấp dẫn của các KCN trong dài hạn, thông qua việc tối ưu hóa chi phí hoạt động, chi phí vận chuyển.

Tỷ lệ lấp đầy tại thị trường miền Bắc và miền Nam tính đến tháng 3 năm 2023



Nguồn: CBRE

Khu công nghiệp - Bước ngoặt cận kề

Quỹ đất sẵn sàng cho thuê của IDC, VGC, KBC tính đến cuối năm 2022

	Khu công nghiệp	Tỉnh	GLA	NLA còn lại
IDC	Tổng		1,994	751
	Cầu Nghìn	Thái Bình	184	94
	Quế Võ II	Bắc Ninh	267	86
	Hựu Thạnh	Long An	524	334
	Phú Mỹ II	BR-VT	621	119
	Phú Mỹ II mở rộng	BR-VT	398	118
VGC	Tổng		3,053	824
	Yên Phong mở rộng	Bắc Ninh	659	28
	Yên Phong II C	Bắc Ninh	219	56
	Thuận Thành I	Bắc Ninh	250	181
	Hải Yên	Quảng Ninh	184	84
	Đông Mai	Quảng Ninh	160	19
	Đồng Văn IV giai đoạn 2	Hà Nam	300	180
	Phú Hà	Phú Thọ	350	24
	Tiền Hải	Thái Bình	251	51
	Yên Mỹ	Hưng Yên	280	70
	Phong Điền	Huế	400	130
KBC	Tổng		1,604	423
	Tân Phú Trung	HCMC	245	171
	Tân Lập	Long An	543	99
	Quang Châu	Bắc Giang	426	13
	Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	90	17
	Nam Sơn – Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	300	124

Nguồn: IDC, VGC, KBC, Mirae Asset Vietnam Research

Ghi chú: NLA còn lại bao gồm cả diện tích đất chưa giải phóng mặt bằng

Thị trường âm dần

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

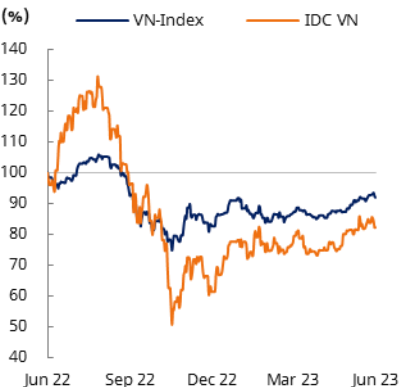
IDICO

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	53,000
Thị giá (30/06/23)	42,400
Lợi nhuận kỳ vọng	25%

LNST (23F, tỷ đồng)	1,792
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (23F, %)	-22
P/E (23F, x)	
Vốn hóa (tỷ đồng)	13,992
SL cổ phiếu (triệu)	330
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	63.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	1.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	23,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	68,100
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	1.233.8-15.7
Tương đối	-3.022.5-9.2

Điểm nhấn đầu tư

- Sự ấm lên của thị trường KCN: Dòng vốn FDI đăng ký trong hai tháng qua cho thấy tương lai hứa hẹn cho sự trở lại của ngành khu công nghiệp. Đồng thời, nhu cầu khảo sát tìm địa điểm thuê đất cũng đang dần nhộn nhịp trở lại và tập trung chủ yếu ở khu vực phía Bắc với ngành mũi nhọn là lĩnh vực điện tử.
- Quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn tại các vị trí đắc địa: Tính đến cuối năm 2022, quỹ đất của IDC còn hơn 751 ha, với 5 KCN tập trung tại các điểm kinh tế Bắc – Nam. Hầu hết các KCN này đều được giải phóng mặt bằng và phát triển từ sớm nên giá vốn rất cạnh tranh. Vì vậy, khi dòng vốn FDI hồi phục, những yếu tố này sẽ mang lại nhiều cơ hội lớn cho IDC và thúc đẩy đáng kể thu nhập của doanh nghiệp.
- Điều chỉnh dự phóng: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng được điều chỉnh tăng lên lần lượt là 7,437 tỷ đồng (-9.8% CK) và 1,792 tỷ đồng (-22.4% CK) so với báo cáo trước đó khi các triển vọng về hoạt động ngành diễn biến tích cực. Cụ thể, việc điều chỉnh này liên quan đến các giả định sau:
 - Tăng ghi nhận một lần với các hợp đồng đã ký nhưng chưa đủ điều kiện ghi nhận doanh thu trong kỳ từ 2022, bao gồm hợp đồng thuê đất 20ha của Pepsi được ký vào tháng 2/2023 với doanh thu ước tính khoảng 600 tỷ đồng. Dự báo của chúng tôi không bao gồm các khoản hồi tố từ doanh thu chưa thực hiện.
 - Giá bán điện trong nội khu KCN được Bộ Công Thương phê duyệt tăng 3%, theo đó giúp tăng quy mô doanh thu dù biên lợi nhuận không đổi.
 - Ghi nhận khoảng 350 tỷ đồng doanh thu mảng bất động sản nhờ chuyển nhượng 2.2ha dự án Khu dân cư Phường 6 cho AEON.



FY (31/12)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	5,356	4,301	8,242	7,437	8,211	9,448
LNHĐ (tỷ đồng)	1,236	477	3,244	2,479	2,892	3,840
Biên LNHĐ (%)	23.1	11.1	39.4	33.3	35.2	40.6
EBITDA (tỷ đồng)	1,973	1,439	4,507	3,783	4,628	6,138
NPATMI (tỷ đồng)	873	454	2,310	1,792	2,138	2,992
EPS (VND)	2,911	1,514	7,001	5,430	6,478	9,067
ROE (%)	19.0	9.1	40.1	26.5	28.5	33.52
P/E (x)	10.7	43.1	4.5	7.8	6.6	4.7
P/B (x)	2.2	5.0	2.0	2.4	2.1	1.7
Tổng tài sản (tỷ đồng)	14,529	16,076	16,733	17,743	19,510	22,824
VCSH (tỷ đồng)	4,958	5,028	6,508	7,033	7,975	9,875

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Phụ lục – Danh mục theo dõi

Mã CK	Ngành	Vốn hóa (tỷ đồng)	Vốn hóa (triệu USD)	KLBQ 12T	P/E	Tăng trưởng EPS (CK/12T)	Thông tin cập nhật
BID	Ngân hàng	219,287	9,168	1,430,801	10.91	10.43%	Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt nam (BIDV) chính thức triển khai chương trình cho vay nhà ở thương mại với quy mô 20,000 tỷ đồng, lãi suất áp dụng từ 8.5%/năm đối với chủ đầu tư và từ 7.8%/năm đối với người mua nhà. Bên cạnh đó, trong tháng 6/2023, BIDV đã có lần thứ 2 liên tiếp giảm lãi suất cho vay tới 0.5%/năm so với lãi suất hiện hành đối với các khoản vay trung và dài hạn hiện hữu và chưa được áp dụng lãi suất cạnh tranh trước đó.
STB	Ngân hàng	56,179	2,349	18,382,427	9.91	12.42%	STB triển khai gói ưu đãi 15,000 tỷ đồng cho vay sản xuất kinh doanh và các hoạt động dịch vụ. Cụ thể, khách hàng được vay vốn lưu động với lãi suất thấp hơn (từ 8%/năm). Trong khi đó, đối với vay tiêu dùng (mua, xây sửa nhà, tiêu dùng), khách hàng được hưởng lãi suất ưu đãi từ 9.5%/năm.
KBC	KCN	22,529	942	7,415,311	11.20	29.66%	Tại ĐHCĐ, KBC cho biết lợi nhuận sau thuế 6T2023 ước đạt 2,000 tỷ đồng (đạt 50% kế hoạch năm). Ngoài ra, lãnh đạo KBC sẽ tập trung triển khai các dự án trọng điểm như tiếp tục đền bù và hoàn thiện cơ sở hạ tầng tại các dự án Khu công nghiệp Nam Sơn - Hạp Lĩnh, Khu công nghiệp Quang Châu mở rộng và Khu công nghiệp Tân Phú Trung. Đồng thời, Tổng Công ty sẽ tiếp tục làm việc với UBND tỉnh nhằm thúc đẩy việc chấp thuận chủ trương đầu tư cho dự án Khu công nghiệp Trảng Duệ 3, dự kiến vào quý 3/2023.
QNS	Thực phẩm & đồ uống	17,079	714	385,565	12.01	10.73%	Phó Chủ tịch HĐQT, kiêm Tổng Giám đốc đăng ký mua 1,000,000 CP, dự kiến giao dịch được thực hiện từ ngày 26/06/2023 đến ngày 25/07/2023. Giao dịch được thực hiện trong bối cảnh giá cổ phiếu QNS đã ghi nhận mức tăng 13% tính từ đầu tháng 6/2023.

Phụ lục – Danh mục theo dõi

Mã CK	Ngành	Vốn hóa (tỷ đồng)	Vốn hóa (triệu USD)	KLBO 12T	P/E	Tăng trưởng EPS (CK/12T)	Thông tin cập nhật
HDG	Tiện ích	9,466	396	1,641,076	8.03	5.21%	CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG) thông báo chốt quyền trả cổ tức năm 2022 bằng cổ phiếu với tỷ lệ 25%. Ngày giao dịch không hưởng quyền là 04/07/2023. Dự kiến sau khi hoàn tất phát hành, vốn điều lệ của HDG sẽ tăng từ hơn 2,446 tỷ đồng lên gần 3,058 tỷ đồng.
TDM	Tiện ích	3,750	157	268,807	12.19	39.55%	Trong tháng 6/2023, HĐQT đã thông qua nghị quyết triển khai việc phát hành 10 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá 30,000 đồng/cổ phiếu - thấp hơn 24% thị giá (tỷ lệ chào bán 10:1). Số vốn huy động dự kiến sử dụng cho việc mua/tăng tỷ lệ sở hữu tại các công ty cấp nước khác (234 tỷ đồng) và tái cơ cấu các khoản nợ dài hạn.
BMP	Nhựa	7,564	316	154,152	8.90	22.02%	Trong năm 2023, BMP đặt kế hoạch doanh thu và LNST lần lượt đạt 6,357 tỷ đồng (+9% svck) và 651 tỷ đồng (-6% svck). Trong khi kế hoạch doanh thu đặt ra cao kỷ lục thì lợi nhuận giảm chủ yếu do mức nền cao của 2022 và nhu cầu suy yếu đối với các sản phẩm vật liệu xây dựng.
PVT	Vận chuyển dầu khí	7,493	313	2,369,206	8.65	3.51%	Trong Q1/2023, PVT ghi nhận doanh thu không đổi ở mức 2,043 tỷ đồng trong khi LNST tăng đáng kể lên 240 tỷ đồng (+24% svck) nhờ tối ưu hóa tỷ lệ khai thác của đội tàu. Phần lớn các tàu của PVT đều đang khai thác chủ yếu ở thị trường quốc tế.
DBD	Dược phẩm	3,724	156	150,911	14.26	7.13%	DBD thông qua Nghị quyết đầu tư nhà máy thuốc vô trùng thể tích nhỏ với tổng vốn đầu tư 840 tỷ đồng, thời gian đầu tư từ Q3/2023 - Q1/2027.

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

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

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

Phụ lục

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

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

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

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

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

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

Disclaimers

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

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

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

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

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