

BÁO CÁO QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ 5/2022

Cơ hội hiếm có!!!



Phòng Nghiên cứu - 05/2022



Bức tranh toàn cầu 04

Fed nâng lãi suất và những tác động tới thị trường tài chính Mỹ	05
Khi Zero-Covid và chiến tranh gây trở ngại đà phục hồi kinh tế thế giới	06

Kinh tế vĩ mô Việt Nam tháng 5/2022 07

Ngành sản xuất khả quan khi những cú shock ngoại sinh không quá tiêu cực	08
Cầu tiêu dùng tiếp tục hồi phục nhờ việc mở cửa trở lại nền kinh tế	09
Lạm phát tiếp tục là một yếu tố cần đặc biệt lưu tâm thời gian tới	10
Đầu tư công chậm tiến độ do chi phí nguyên vật liệu tăng cao	11
Việt Nam duy trì xuất siêu trong bối cảnh USD tăng giá	12
Thanh khoản hệ thống không còn dồi dào – chấm dứt giai đoạn “tiền rẻ”?	13

Thị trường chứng khoán tháng 5/2022 14

Tổng hợp sự kiện tiêu biểu tháng 5/2021	15
Thị trường tiếp tục điều chỉnh mạnh	16
Tâm lý hoang mang khiến thanh khoản sụt giảm	17
Khối ngoại mua ròng mạnh mẽ	18
Thị trường đang được định giá lại?	19
Lợi nhuận nhóm VN30 duy trì đà tăng trưởng ấn tượng trong Quý 1	20
Kịch bản cho VNINDEX trong thời gian tới	21
Ngành tiêu điểm: Thủy sản	22
Ngành tiêu điểm: Dầu khí	23
Góc nhìn kỹ thuật và các sự kiện đáng chú ý trong thời gian tới	24



Thị trường tháng 4/2022 và triển vọng tháng 5/2022

BỨC TRANH TOÀN CẦU

evs[®] Fed tăng lãi suất **50 bps**, công bố lộ trình thu hẹp bảng cân đối kế toán

evs[®] Tác động của cuộc chiến tranh Nga – Ukraine và sự chậm lại của kinh tế Trung Quốc

KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

evs[®] Sản xuất và Tiêu dùng dần hồi phục bất chấp những khó khăn do đại dịch và đứt gãy chuỗi cung ứng

evs[®] **Lạm phát tăng 2.64% YoY** tiếp tục là mối đe dọa lớn nhất đối với việc ổn định vĩ mô trong năm 2022.

evs[®] Giải ngân đầu tư công chậm hơn so với dự kiến khi giá nguyên vật liệu tăng cao

evs[®] Kim ngạch xuất nhập khẩu đạt hơn **65.45 tỷ USD**, Việt Nam lũy kế **xuất siêu 2.53 tỷ USD** trong 4 tháng đầu năm.

evs[®] **Tăng trưởng tín dụng 6.75%** trong 4 tháng đầu năm kết hợp với việc **USD tăng giá mạnh** khiến mặt bằng lãi suất huy động nhích tăng – thời của “tiền rẻ” đã chấm dứt?

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

evs[®] Thị trường trải qua một đợt điều chỉnh mạnh, sụt giảm về mức kỷ lục **1,171.5 điểm**.

evs[®] Tỷ trọng thanh khoản nhóm NĐT cá nhân sụt giảm khiến thanh khoản thị trường “biến mất”

evs[®] Khối ngoại quay lại mua ròng **1,614 tỷ đồng** trong nửa đầu tháng 5.

evs[®] Chúng tôi điều chỉnh lại dự phóng VNINDEX 2022 xuống mức **1,514 điểm** với kỳ vọng **tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường đạt 25%, PE 14.01** - dưới trung bình thị trường 10 năm

evs[®] Theo quan điểm kỹ thuật, chúng tôi cho rằng thị trường sẽ **tạo đáy trong ngắn hạn và sớm quay lại vùng 1,320 điểm**, các ngành triển vọng bao gồm Thủy sản & Dầu khí.

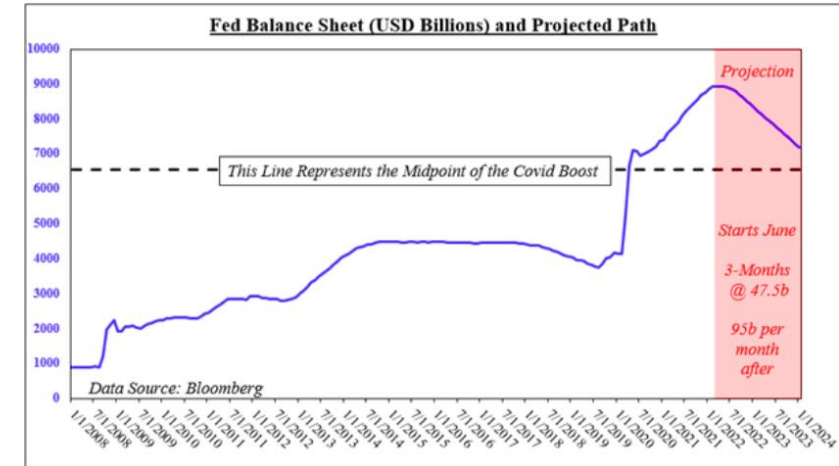


BƯỚC TRANH TOÀN CẦU

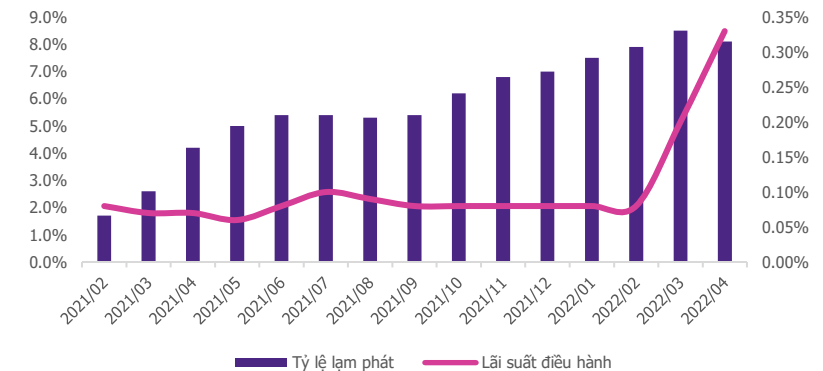
Fed nâng lãi suất và những tác động tới thị trường tài chính Mỹ



Lạm phát hiện nay là một trong những mối lo ngại lớn nhất trên toàn cầu và đặc biệt với Mỹ. CPI của Mỹ đã tăng tới **8.5% YoY vào tháng 3** tiếp tục duy trì ở mức **8.3% vào tháng 4** – mức tăng cao nhất kể từ 1981 – trong bối cảnh giá cả năng lượng tăng nhanh chóng mặt. Tổng thống Biden cũng đã phải ra lệnh sử dụng dầu từ kho dự trữ nhằm hạ nhiệt bớt giá dầu, mặc dù quyết định này chỉ có thể tạo ra những lợi ích trong ngắn hạn. Theo Financial Times, **lạm phát lỗi tại Mỹ tháng 3 ở mức 6%** - cao gần gấp đôi so với khu vực Châu Âu – do những áp lực gây ra lạm phát đã được tạo ra ngay từ khi chính quyền tổng thống Biden đưa ra gói hỗ trợ kinh tế kỷ lục vào 2020. Vào ngày 4/5/2022, ngân hàng Trung ương Mỹ đã tiếp tục nâng lãi suất trong cuộc họp lên **50 bps** – mức tăng nhiều nhất trong vòng hơn 20 năm nhằm mục tiêu kiểm soát lạm phát. Fed cũng tuyên bố sẽ bắt đầu thu hẹp bảng cân đối kế toán với tốc độ tăng dần từ tháng 6 và dự báo đến 2024, quy mô của bảng cân đối kế toán có thể sẽ về gần trung bình của giai đoạn kích thích kinh tế thời đại dịch. Điều này khiến cho dòng vốn liên tục bị rút ra khỏi các thị trường mới nổi và đang phát triển cũng như khiến giá của các tài sản như vàng, chứng khoán, dầu lập tức bị tác động. Những lo ngại về việc nếu Fed không thể kiểm soát được lạm phát về mức mục tiêu mà họ đặt ra (mức trung lập 2%) thì rất có thể sẽ họ sẽ tiếp tục nâng lãi suất, khiến nguy cơ suy thoái kinh tế là khó tránh khỏi. Tuy nhiên theo quan điểm của các lãnh đạo Fed, sẽ khó có một đợt tăng 75 bps trong năm nay do họ mong đợi chính sách tăng lãi suất của họ có thể giúp nền kinh tế **"tiếp đất mềm"**, không gây ra cú shock cho nền kinh tế. Đối với Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng ảnh hưởng đến nền kinh tế từ những quyết định này là có nhưng chưa quá căng thẳng. Hiện lạm phát của Việt Nam vẫn đang được kiểm soát tốt, lãi suất thực vẫn đang ở mức dương và các gói kích thích kinh tế, tài khóa vẫn còn. Mặc dù vậy, lãi suất tăng ở Mỹ có thể khiến dòng vốn bị rút ra trong ngắn hạn, gây ảnh hưởng tới tỉ giá VND/USD; bên cạnh đó là nhập khẩu lạm phát dẫn đến chi phí sản xuất của các doanh nghiệp sẽ tăng lên, gây ra khó khăn cho sự tăng trưởng của doanh nghiệp Việt.



Tỷ lệ lạm phát và Lãi suất điều hành Mỹ



Khi Zero-Covid và chiến tranh gây trở ngại đà phục hồi kinh tế thế giới

Cuộc chiến tranh chưa biết hồi kết làm chậm sự hồi phục của nền kinh tế

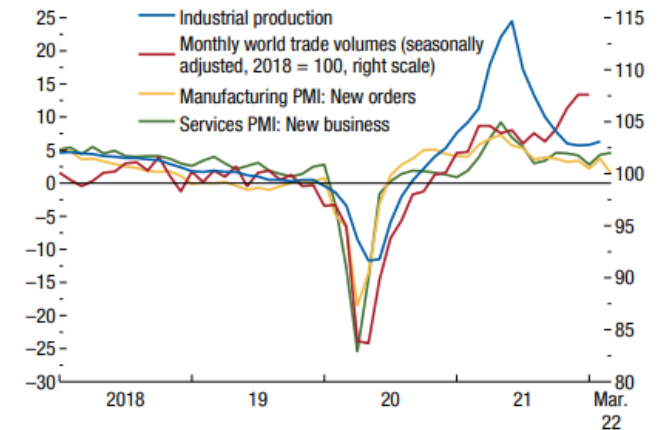
Cuộc chiến tranh Nga – Ukraine không chỉ để lại những hậu quả nặng nề về mặt con người mà còn khiến cho dự báo của nền kinh tế toàn cầu liên tục giảm. Việc Phương Tây áp đặt những biện pháp trừng phạt không chỉ ảnh hưởng trực tiếp đến Nga, Ukraine hay Belarus mà còn gây ra hiệu ứng lan tỏa ra toàn thế giới thông qua giá cả hàng hóa, giao thương, nguồn cung lao động và ảnh hưởng nặng nề nhất có lẽ là Châu Âu – khu vực phụ thuộc gần 50% vào nguồn cung khí gas từ Nga. Điều này khiến cho lạm phát toàn cầu đã càng tăng trong giai đoạn trước nay càng trở nên phức tạp hơn, khiến cho các ngân hàng trung ương trên thế giới phải áp dụng những biện pháp mạnh tay hơn nữa. Những sự lo ngại về chính sách thắt chặt cũng như cuộc chiến tranh đã tạo ra những sự biến động rất mạnh cũng như khiến các định chế tài chính phải đánh giá lại rủi ro cho tài sản tài chính trên toàn cầu. Theo IMF, dự báo tăng trưởng GDP của nền kinh tế toàn cầu cho 2022 giảm xuống còn 3.6% (- 0.8% so với dự báo tháng 1) cũng như giao thương quốc tế cũng chỉ còn tăng trưởng 5% (- 1% so với tháng 1).

Chính sách Zero-Covid và những bất ổn sẵn có của Trung Quốc

Những ảnh hưởng của chính sách Zero-Covid và sự suy yếu của nhu cầu toàn cầu đang dần phản ánh vào nền kinh tế vốn đã bị tổn thương của Trung Quốc. Tháng 4 vừa qua, tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu của Trung Quốc đạt 3.9% YoY – mức tăng thấp nhất trong vòng 2 năm. Đây được coi là những hậu quả bắt đầu xuất hiện của chuỗi cung ứng bị gián đoạn, chính sách mạnh tay phòng chống Covid-19 và lạm phát tăng cao trên thế giới đã thay đổi thói quen tiêu dùng của người dân. Kim ngạch xuất khẩu sang EU và Mỹ bị giảm mạnh nhất – nơi mà lạm phát hiện đang rất cao. Việc sụt giảm xuất khẩu của Trung Quốc có thể khiến nền kinh tế tăng trưởng chậm lại đi đáng kể, do đây là trụ cột đóng góp khoảng 40% tăng trưởng của nền kinh tế trong giai đoạn thị trường bất động sản tại đây bị đóng băng.

Chỉ báo hoạt động của nền kinh tế thế giới

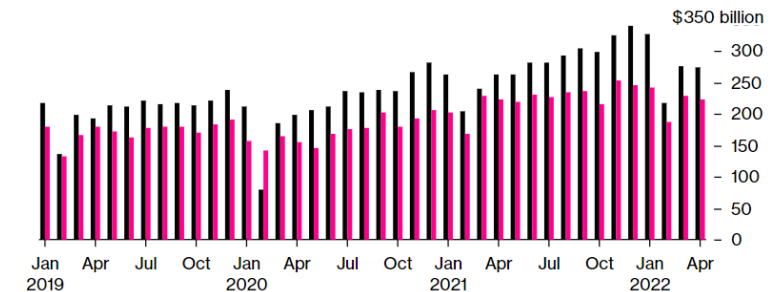
(Three-month moving average)



Weaker Trade

Both exports and imports were basically flat from March

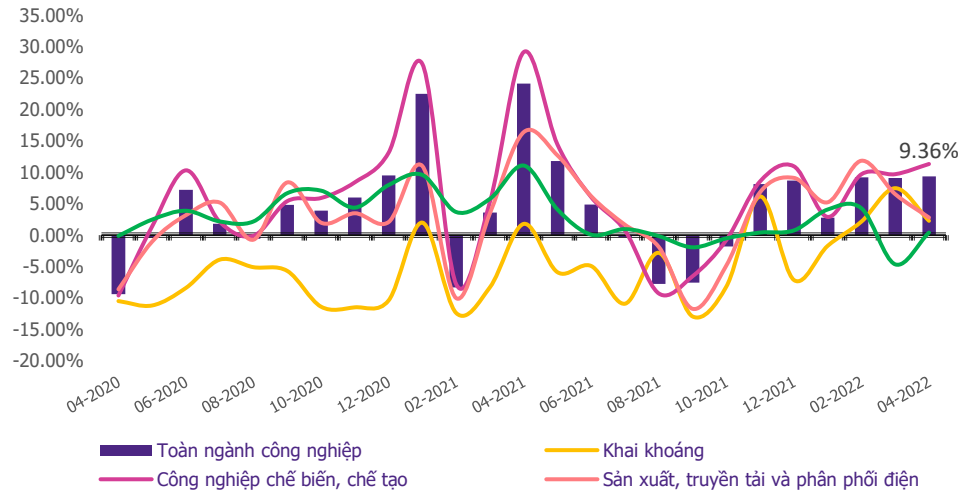
■ Exports ■ Imports



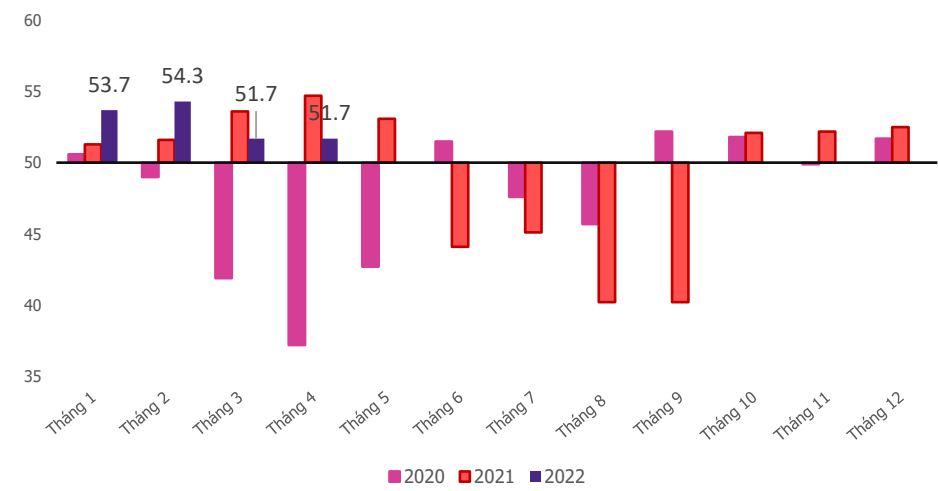


KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

Chỉ số Sản xuất Công nghiệp



Chỉ số Nhà Quản trị mua hàng



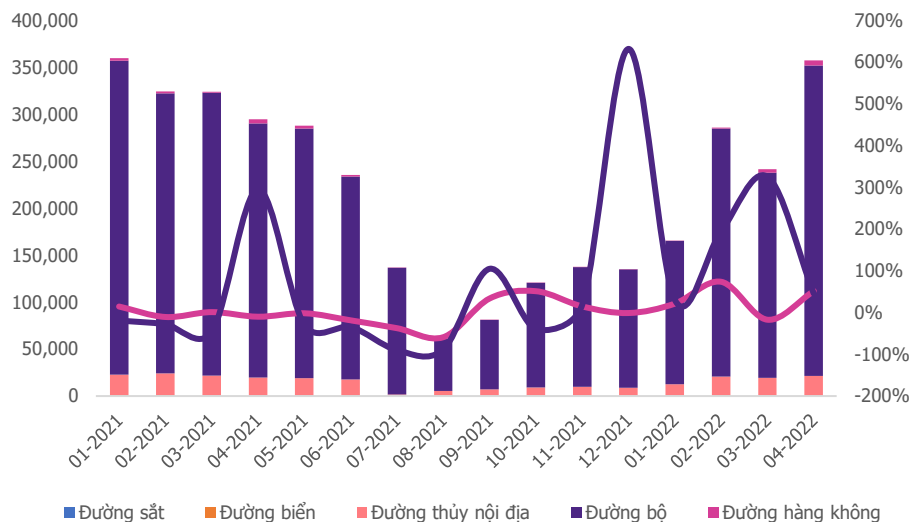
Nhờ việc số ca nhiễm Covid-19 giảm mạnh, nền kinh tế mở cửa lại hoàn toàn cũng như xu hướng quay trở lại công việc của người lao động giúp chỉ số Sản xuất công nghiệp tháng 4/2022 tiếp tục đà tăng trưởng tốt **9.4% YoY** so với cùng kỳ, trong đó ngành chủ lực là Công nghiệp chế biến chế tạo lần đầu tiên tăng trưởng 2 chữ số trong năm 2022, đạt 11.31% YoY.

Tính chung 4 tháng đầu năm 2022, IIP ước tính tăng 7.5% so với cùng kỳ năm trước. Một số ngành hồi phục mạnh mẽ có thể kể đến như: sản xuất trang phục (+20.1% YoY), sản xuất thiết bị điện (+19.1% YoY), sản xuất da và các sản phẩm liên quan (+12.8% YoY), sản xuất thuốc, hóa dược và dược liệu (+11.1% YoY),...

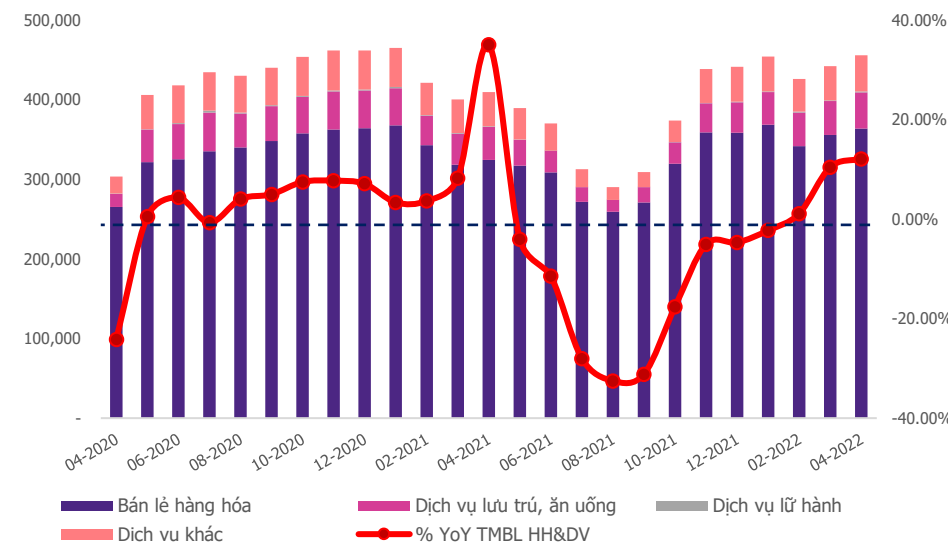
Trong tháng 04/2022, chỉ số PMI không đổi so với tháng trước khi tiếp tục duy trì ở mức **51.7 điểm** khi cả sản lượng và số lượng việc làm đều diễn biến tích cực. Ở chiều ngược lại, chi phí đầu vào tiếp tục tăng mạnh với tốc độ tăng rất nhanh, chủ yếu đến từ các hạng mục giá nhiên liệu, cước vận tải, khí đốt,... Để bù đắp, các nhà sản xuất cũng đã đẩy giá bán hàng hóa lên cao để đẩy những chi phí này đến người tiêu thụ cuối cùng. Những vấn đề về gián đoạn nguồn cung nguyên vật liệu cũng phần nào ảnh hưởng tiêu cực tới lượng hàng tồn kho của doanh nghiệp đang xuống mức thấp trong một vài tháng qua, tuy nhiên đây đã là tháng thứ 7 liên tiếp PMI duy trì trên mức 50 điểm – kết quả khả quan trong bối cảnh nhiều biến động toàn cầu như hiện nay.

Cầu tiêu dùng tiếp tục hồi phục nhờ việc mở cửa trở lại nền kinh tế

Xu hướng vận chuyển hành khách



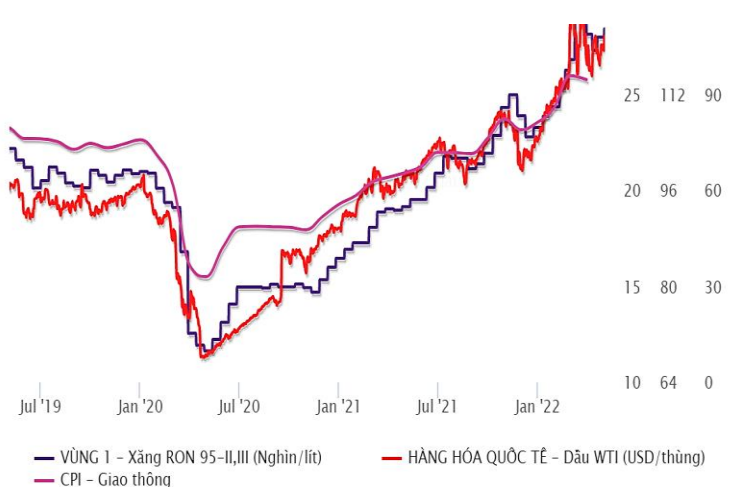
Tổng mức bán lẻ hàng hóa & dịch vụ



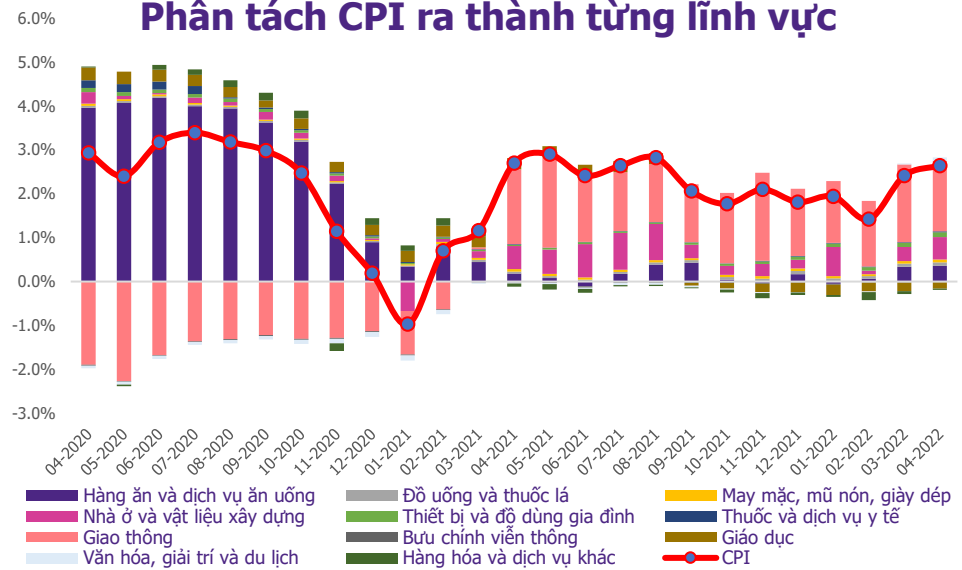
Nhờ việc chính thức mở hoàn toàn lại nền kinh tế, mở cửa đón du lịch từ giữa tháng 3 vừa qua, Tổng mức bán lẻ hàng hóa & dịch vụ tháng 04/2022 ước đạt **455.5 nghìn tỷ đồng - tăng 3.1% so với tháng trước và tăng 12.1% so với cùng kỳ 2021**, đáng chú ý nhất là nhóm dịch vụ lưu trú ăn uống và dịch vụ lữ hành tăng trưởng lần lượt 14.82% và 49.37% YoY. Khách quốc tế đến Việt Nam tháng 4/2022 đạt 101.4 nghìn lượt người, gấp 2.4 lần so với tháng trước và gấp 5.2 lần so với cùng kỳ năm trước. Tính chung 4 tháng đầu năm 2022, khách quốc tế đến nước ta đạt gần 192.4 nghìn lượt người, tăng 184.7% so với cùng kỳ năm trước. Mặc dù đây là những con số tương đối khả quan, tuy nhiên tốc độ phục hồi cầu của nền kinh tế vẫn còn nhiều lo ngại khi nhu cầu tiêu thụ của người dân chưa quay lại mức trước đại dịch khi họ cần thời gian để xây dựng lại các khoản tiết kiệm sau hơn 2 năm bị ảnh hưởng của đại dịch Covid-19. Động lực chính sẽ đến từ việc cải thiện thu nhập và ngành du lịch khởi sắc trong năm 2022.

Lạm phát tiếp tục là một yếu tố cần đặc biệt lưu tâm thời gian tới

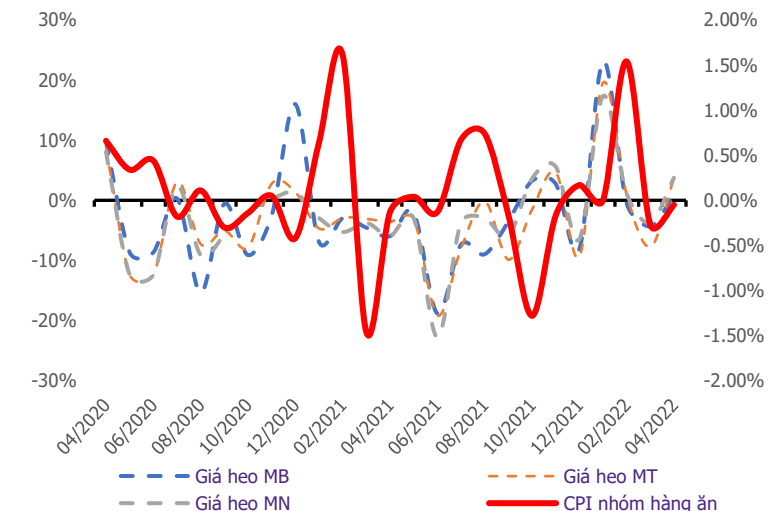
Tương quan giá dầu WTI, Xăng Ron95 và CPI nhóm Giao thông



Phân tách CPI ra thành từng lĩnh vực



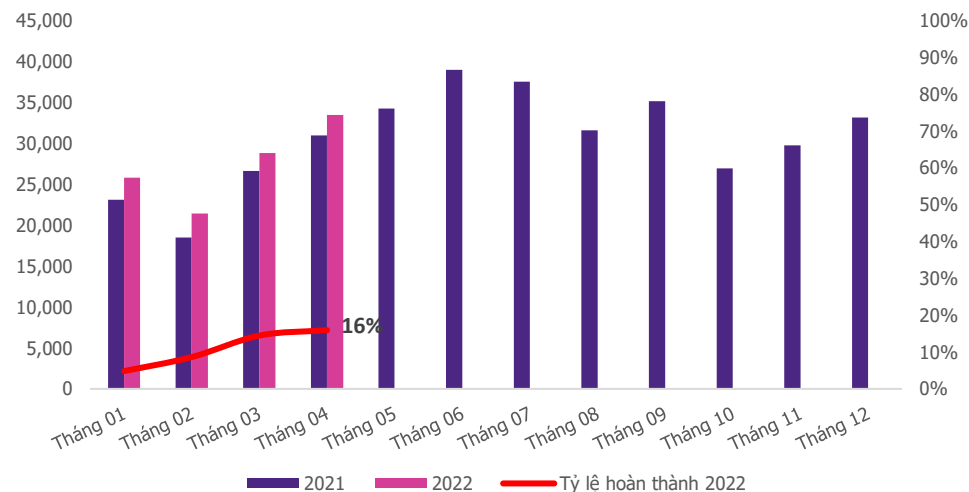
Tương quan biến động giá heo hơi và CPI nhóm Hàng ăn



Giá dầu thô thế giới neo ở mức cao tiếp tục là nguyên nhân chính khiến chỉ số **CPI tháng 04/2022** tăng 2.09% so với đầu năm và **2.64% so với cùng kỳ năm trước**. Các yếu tố khác ảnh hưởng tiêu cực đến CPI có thể kể đến như: 1) *Giá vật liệu bảo dưỡng nhà ở tăng theo giá nguyên liệu đầu vào sản xuất*; 2) *Dịch vụ giáo dục tăng trở lại tại một số địa phương sau thời gian miễn giảm học phí*; 3) *Giá ăn uống ngoài gia đình và dịch vụ du lịch tăng theo nhu cầu tiêu dùng*. Lạm phát cơ bản tháng 04/2022 tăng 0.44% so với tháng trước, tăng 1.47% so với cùng kỳ năm trước. Bình quân 4 tháng đầu năm 2022, lạm phát cơ bản tăng 0.97% so với cùng kỳ năm 2021. Mức tăng bình quân CPI 2.1% svck trong 4 tháng đầu năm chưa phải là quá cao nhờ các chính sách sát sườn của Chính phủ nhằm hạn chế việc nhập khẩu lạm phát tương đối thành công, Tuy nhiên với bối cảnh vĩ mô thế giới phức tạp kéo dài, chúng tôi tiếp tục duy trì dự phóng CPI của Việt Nam năm 2022 sẽ tăng nhẹ lên mức **4 – 4.5%** do (1) *Giá nhiên liệu thế giới hạ nhiệt chậm hơn dự kiến*; (2) *Tình trạng tắc nghẽn chuỗi cung ứng kéo dài khiến giá các mặt hàng đầu vào cho sản xuất tăng nóng và chưa có dấu hiệu hạ nhiệt* và (3) *Sức cầu tiêu thụ hàng hóa hồi phục khi Việt Nam đã từng bước vượt qua đại dịch Covid-19*.

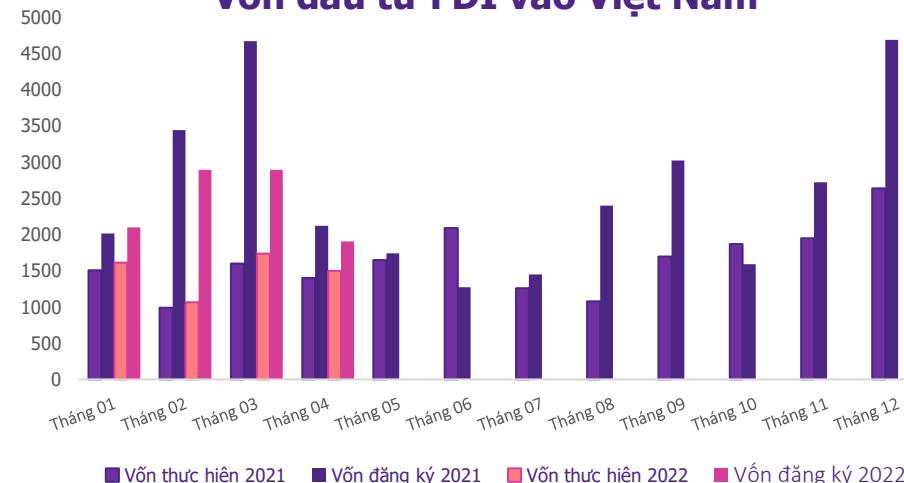
Đầu tư công chậm tiến độ do chi phí nguyên vật liệu tăng cao

Tổng vốn đầu tư NSNN



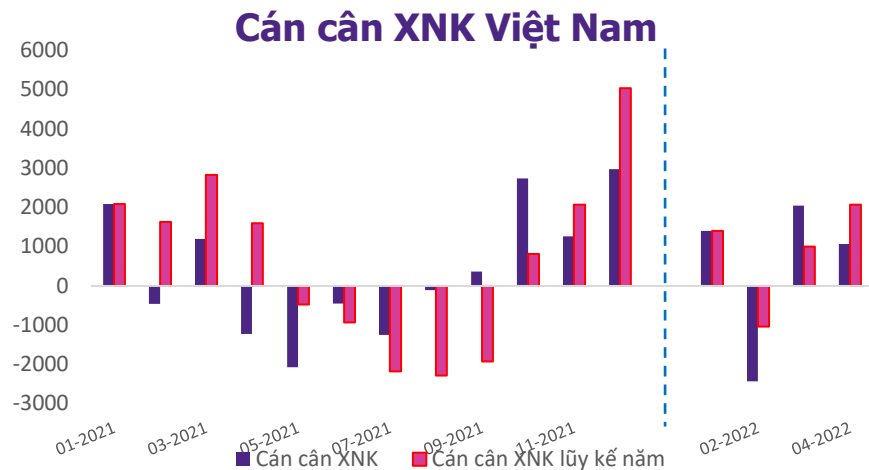
Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước tháng 4/2022 ước đạt **33.5 nghìn tỷ đồng (+6.6% YoY)**. Tính chung 4 tháng đầu năm 2022, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước ước đạt **109.6 nghìn tỷ đồng, bằng 20.6% kế hoạch năm và tăng 9.1% so với cùng kỳ năm trước**. Tiến độ giải ngân đầu tư công tương đối chậm một phần do giá nguyên vật liệu tăng cao khiến các dự án bị tạm dừng. Chính phủ đã đưa ra các phương án đề xuất điều chuyển kế hoạch vốn chưa phân bổ hết cho các đơn vị khác có dự án và nhu cầu bổ sung vốn theo đúng quyết nghị tại Nghị quyết số 50/NQ-CP ngày 08/4/2022 của Chính phủ. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng tốc độ giải ngân vốn đầu tư công sẽ được cải thiện đáng kể trong thời gian tới.

Vốn đầu tư FDI vào Việt Nam

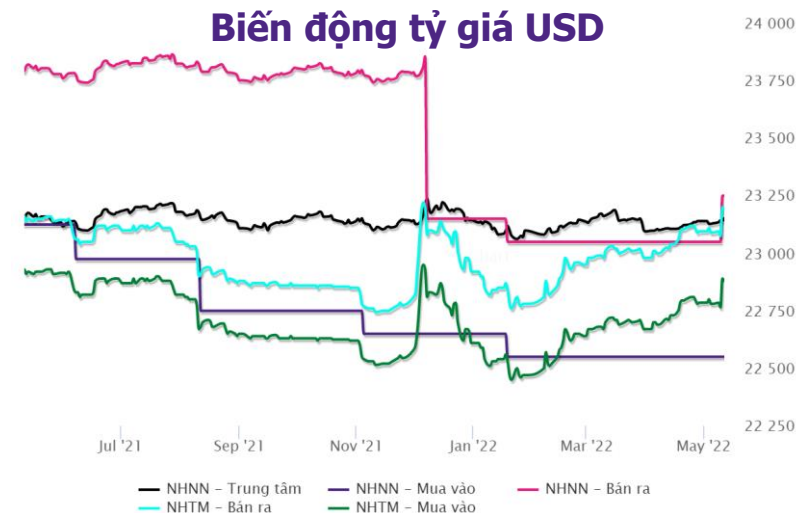


Bốn tháng đầu năm 2022 chứng kiến hơn **10.8 tỷ USD vốn FDI** rót vào Việt Nam, trong đó tuy vốn đăng ký mới giảm 56.3%, nhưng vốn điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần tăng mạnh lần lượt là 92.5% và 74.5%. Các nhà đầu tư nước ngoài đã đầu tư vào 44 tỉnh, thành phố trên cả nước trong 4 tháng đầu năm 2022. Bình Dương dẫn đầu với tổng vốn đầu tư đăng ký gần 2.35 tỷ USD (+490% YoY), chiếm 21,7% tổng vốn đầu tư đăng ký. Bắc Ninh đứng thứ hai với tổng vốn đầu tư gần 1.57 tỷ USD; Thành phố Hồ Chí Minh hồi phục mạnh mẽ, vượt lên xếp thứ ba với tổng vốn đầu tư đăng ký gần 1.28 tỷ USD.

Việt Nam duy trì xuất siêu trong bối cảnh USD tăng giá



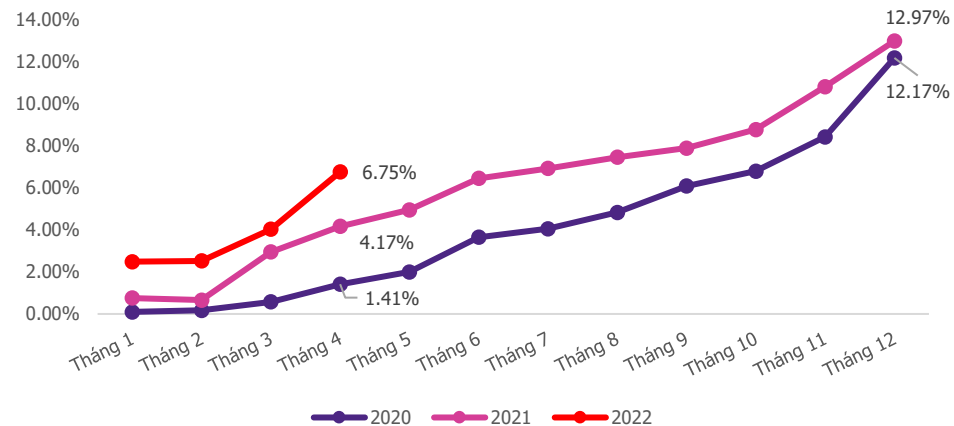
Tính đến hết tháng 04/2022, **tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam ước đạt 65.45 tỷ USD**, trong đó xuất khẩu đạt 33.26 tỷ USD (+25% YoY) và nhập khẩu đạt 32.19 tỷ USD (+15.5% YoY). Tính chung 4 tháng đầu năm 2022, **cán cân thương mại hàng hóa ước tính xuất siêu 2.53 tỷ USD (+68.7% YoY)**. Trong đó, khu vực kinh tế trong nước nhập siêu 9.2 tỷ USD; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (kể cả dầu thô) xuất siêu 11.73 tỷ USD. Mỹ và Trung Quốc tiếp tục là những thị trường xuất/nhập khẩu lớn nhất. Với việc kiểm soát thành công đại dịch Covid-19, các doanh nghiệp cải thiện công suất và sự tích hợp sâu rộng vào chuỗi giá trị toàn cầu sẽ là động lực chính giúp cải thiện cán cân XNK của Việt Nam trong năm 2022.



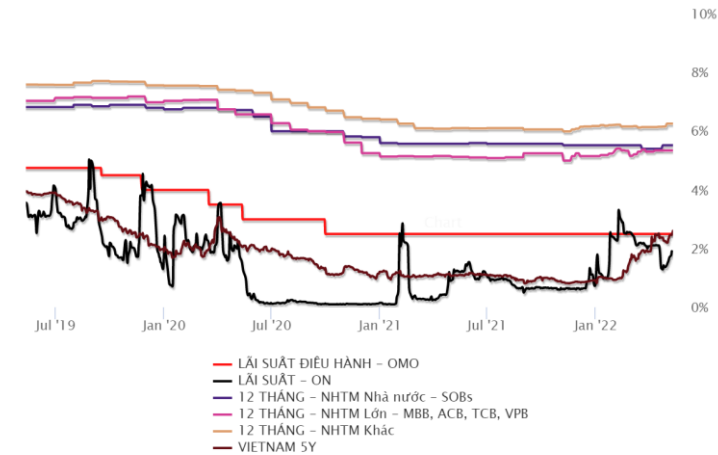
Với việc mức độ lạm phát tại Mỹ vẫn duy trì ở mức kỷ lục (CPI tháng 04/2022 vượt mức dự đoán lên 8.3%) khiến những lo ngại về quá trình đẩy nhanh tiến độ thắt chặt CSTT, đồng USD tăng giá mạnh (DXY vượt lên vùng 104.34) gây áp lực lên tỷ giá VND/USD trong ngắn hạn. Dưới áp lực tỷ giá tự do tăng cao, **NHNN đã thực hiện điều chỉnh giá chào bán USD lần đầu tiên sau hơn 5 tháng trên thị trường lên mức 23,250 đồng/USD** – tương đồng với xu hướng giảm giá đồng nội tệ của các nước trong khu vực. Nên nhớ, tác động này sẽ đem lại những ảnh hưởng tiêu cực, đặc biệt đối với dòng vốn FII đang đầu tư đang gặp áp lực rút ra khỏi các thị trường cận biên do FED nâng lãi suất.

Thanh khoản hệ thống không còn dồi dào – chấm dứt giai đoạn “tiền rẻ”?

Tăng trưởng tín dụng (YTD)



Mặt bằng lãi suất trên thị trường

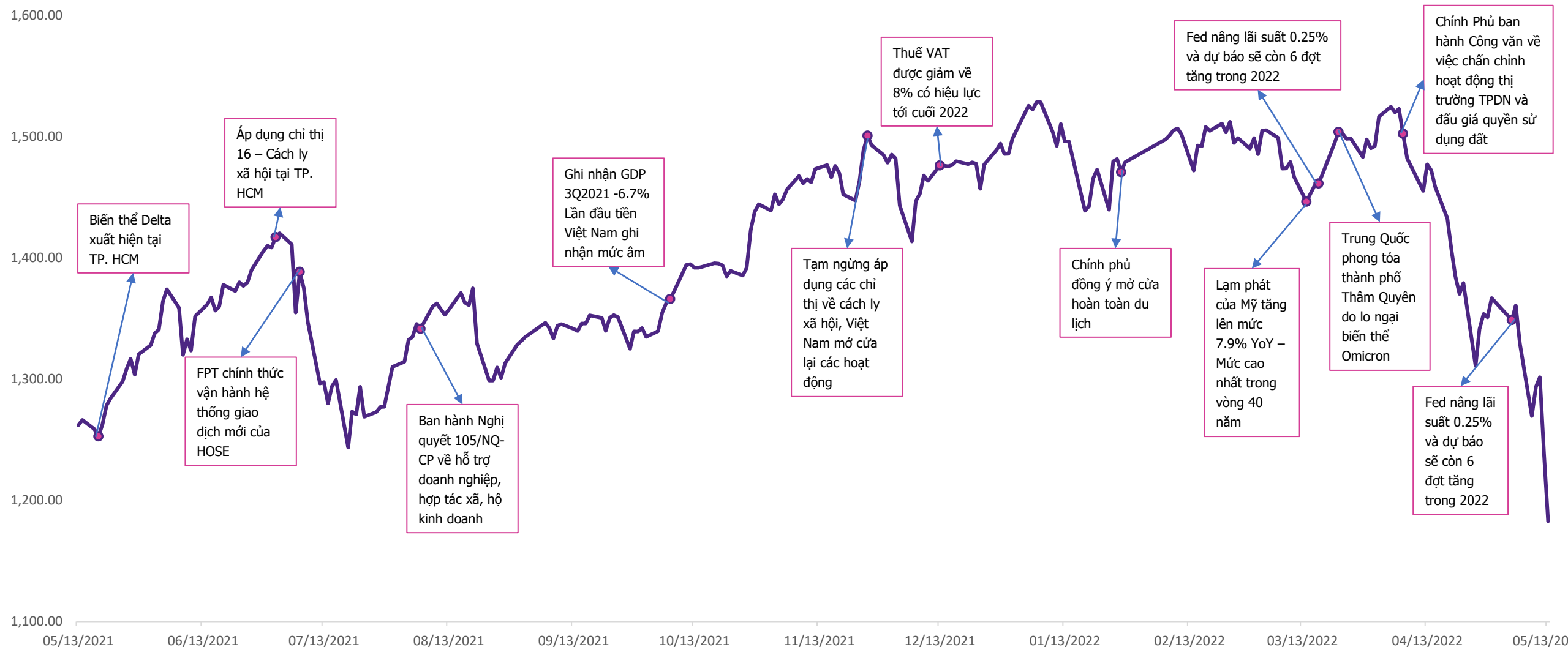


- **Tăng trưởng tín dụng tiếp tục tăng tốc, tính đến 26/04/2022 đạt 6.75% YTD** - đây là một con số rất cao so với cùng kỳ 2 năm gần đây. Nhu cầu vay vốn phục hồi sản xuất kinh doanh cùng đà tăng tốt của thị trường bất động sản, đặc biệt ở phân khúc BĐS KCN, đất nền, nhà ở là động lực chính của đà tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, việc tăng trưởng tương đối “nóng” trong 4 tháng đầu năm đã đặt ra một bài toán khó cho các cơ quan quản lý, nhất là trong bối cảnh bóng ma lạm phát đang đe dọa sự hồi phục của nền kinh tế trong thời gian qua. NHNN tiếp tục duy trì quan điểm tương đối thận trọng với mục tiêu tăng trưởng tín dụng trong năm 2022 đạt 14%.
- **Mặt bằng lãi suất tiền gửi tiếp tục tăng** trong bối cảnh tăng trưởng tiền gửi chậm hơn đáng kể so với tăng trưởng tín dụng trên TT1 và thanh khoản cũng không còn quá dồi dào để các ngân hàng có thể vay chéo trên TT2. **Mức tăng trung bình từ 10-30 bps** không phải là quá lớn, tuy nhiên áp lực tăng thời gian tới còn cao khi áp lực lạm phát dần xuất hiện. Ở chiều ngược lại, NHNN đang tích cực hỗ trợ nền kinh tế với việc yêu cầu các NHTM cố gắng giảm lãi suất đầu ra từ 50-100 bps trong năm 2022, nắn dòng tín dụng từ các kênh BĐS, chứng khoán về hoạt động sản xuất kinh doanh thuần túy (nâng lãi suất cho vay các CTCK 1-2%, hạn chế giải ngân cho vay mua BĐS có nhiều yếu tố đầu cơ rủi ro,...). Chúng tôi cho rằng đây là những chính sách phù hợp để hỗ trợ nền kinh tế tăng trưởng bền vững sau dịch Covid-19, nhất là trong bối cảnh các DNSX gặp nhiều khó khăn khi việc đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu có thể ảnh hưởng lớn tới chi phí đầu vào.
- Xét trên TT2, **lãi suất ON tăng trở lại lên vùng 2.07%** giữa tháng 5/2022 khi tổng lượng reserve repo TPCP chỉ còn 2,874 tỷ, **lãi suất TPCP 5 năm và 10 năm tiếp tục tăng lên mức lần lượt 2.64% và 3.37%** báo hiệu cho việc thanh khoản hệ thống không còn dồi dào như giai đoạn nở rộ CSTT năm 2021.

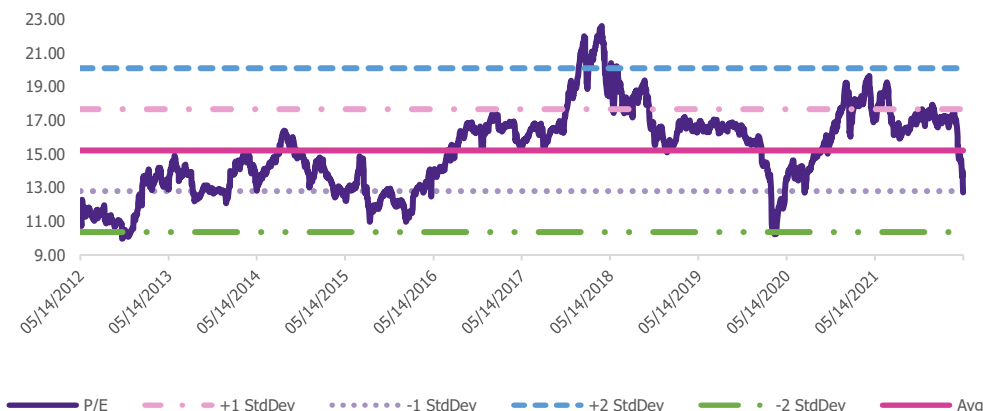


**THỊ TRƯỜNG
CHỨNG KHOÁN
THÁNG 5/2022**

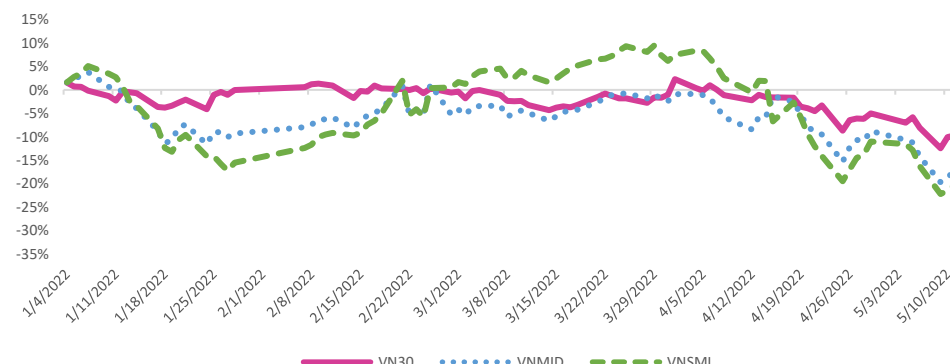
Tổng hợp sự kiện tiêu biểu tháng 5/2021



P/E của Vnindex 10 năm



VN30 là nhóm giảm điểm ít nhất thời gian qua

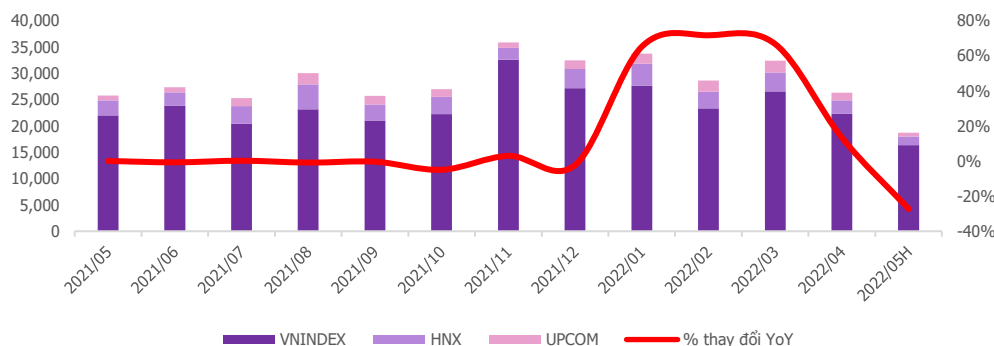


Tháng 5/2022 VNINDEX tiếp tục điều chỉnh mạnh, giảm **177 điểm (-21% MoM và - 6% YoY)**, kết thúc phiên 13/5 ở mức 1,171.95 điểm. Trong bối cảnh nhiều thông tin tiêu cực tác động tới tâm lý nhà đầu tư (1) *Bán giải chấp margin trên diện rộng toàn thị trường*; (2) *Cuộc họp tiếp theo của FOMC bàn về việc nâng lãi suất của Mỹ* và (3) *Khó khăn thanh khoản hệ thống khiên lãi suất TPCP kỳ hạn 5 năm và 10 năm bật tăng* đã khiến cho thị trường liên tục lao dốc. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng với mức định giá P/E hiện tại của thị trường ở mức **12.73** lần, chạm ngưỡng -1 độ lệch chuẩn của trung bình P/E 10 năm và là mức định giá P/E thấp nhất kể từ tháng 8/2020. Chính vì vậy, quý NĐT có thể tìm thấy cơ hội tại những cổ phiếu có mức chiết khấu hấp dẫn đi kèm với mức kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận tốt trong năm nay để nắm giữ dài hạn.

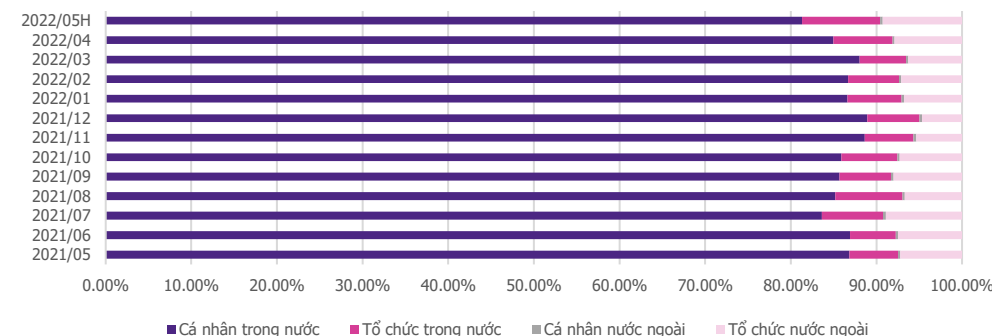
Đi vào xu hướng của các nhóm vốn hóa, cả 3 nhóm đều điều chỉnh mạnh do áp lực bán lớn, với VN30, VNMIID và VNSML lần lượt giảm – **19.31%**, **-27.92%** và **-31.32% YTD**.

Tâm lý hoang mang khiến thanh khoản sụt giảm

Thanh khoản thị trường suy giảm nghiêm trọng



Tỷ trọng giữa các nhóm NDT đang có sự thay đổi



Trong tháng 5, việc thị trường liên tục giảm điểm đã khiến cho thanh khoản giảm mạnh, trung bình mỗi phiên với tổng giá trị giao dịch đạt **18,749.86 tỷ đồng – giảm 29% MoM và 27% YoY**. Diễn biến giao dịch trên cả 3 sàn đều sụt giảm mạnh và đều về dưới giá trị giao dịch trung bình phiên của cả năm 2021, với **VNINDEX, HNX và UPCOM** lần lượt giảm **27%, 36% và 48%** so với tháng trước. Trong bối cảnh thị trường diễn biến không mấy tích cực khi rất nhiều cổ phiếu bị giảm sâu, tâm lý nhà đầu tư trở nên bi quan và sợ hãi sẽ là yếu tố chủ chốt khiến cho thanh khoản thị trường chưa thể nóng ngay trở lại dù cho thị trường có hồi phục trong thời gian sắp tới.

Trụ đỡ cho thanh khoản của thị trường vào các tháng vừa qua là các **NDT cá nhân trong nước** đã cho thấy sự suy yếu rõ rệt. Trong tháng 5, nhóm NDT cá nhân trong nước ghi nhận mức **bán ròng 2,651 tỷ đồng** – đẩy tỷ trọng NDT cá nhân trong cơ cấu giao dịch của thị trường xuống xấp xỉ **81.3%** - mức thấp nhất trong hơn 1 năm trở lại đây. Tâm lý hoang loạn khi thị trường sụt giảm mạnh là một yếu tố không thể tránh khỏi đối với nhóm NDT cá nhân. Ở chiều ngược lại, nhóm **Tổ chức nước ngoài** lại cho thấy sức mua mạnh mẽ khi đã **mua ròng** trong tháng 4 tổng cộng **1,641 tỷ đồng** – gia tăng tỷ trọng của mình trong cơ cấu giao dịch thị trường lên **9.29%**. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ là chủ đạo trong thời gian tới khi tâm lý của các NDT cá nhân trong nước cần hồi phục và lấy lại được niềm tin sau một tháng đầy biến động vừa qua; cùng với đó là xu hướng mua ròng của nhóm tổ chức nước ngoài sẽ tiếp tục được duy trì khi thị trường đang về các mức định giá thấp trong lịch sử.

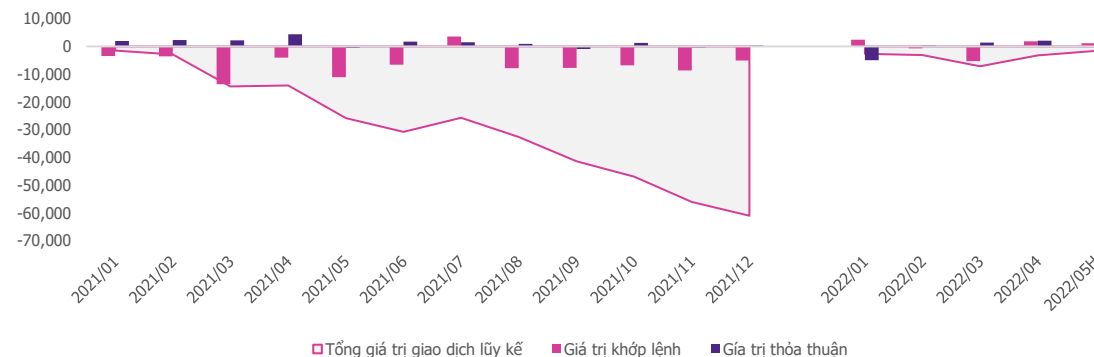
Khối ngoại mua ròng mạnh mẽ

Tính đến 13/5, khối ngoại đã cho thấy sức mua mạnh mẽ khi ghi nhận **mua ròng 1,614.72 tỷ đồng**. Trong đó, trên sàn HOSE, cổ phiếu được NDTNN mua nhiều nhất là **VNM (89 tỷ), CTG (68 tỷ), VRE (55 tỷ)**; ở chiều bán đó là **HPG (-224 tỷ), STB (-74 tỷ), VCB (-46 tỷ)**. Trên sàn HNX, NDTNN tập trung mua ròng các cổ phiếu **PVS (10 tỷ), PVI (9 tỷ), TNG (4 tỷ)**; các cổ phiếu bị bán ròng bao gồm **SHS (-27 tỷ), DP3 (-1.2 tỷ), THD (-0.8 tỷ)**.

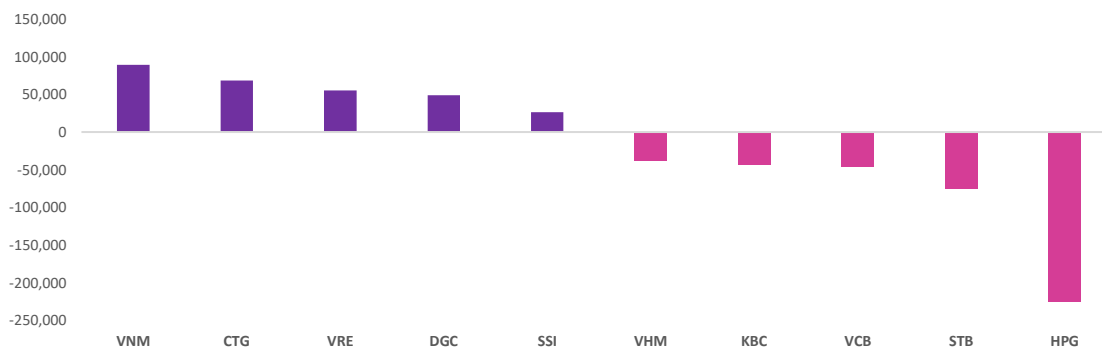
Bất chấp việc đồng USD tăng giá mạnh mẽ, việc khối ngoại liên tục giải ngân trên thị trường là yếu tố lạc quan hỗ trợ VNINDEX trong bối cảnh đà giảm trên thị trường lan rộng trong thời gian qua.

Giá trị giao dịch của NDTNN

ĐVT: Tỷ VND



Các CP NDTNN giao dịch nhiều nhất trên sàn HSX



Các CP NDTNN giao dịch nhiều nhất trên sàn HNX



Lợi suất TPCP 10 năm và chỉ số định giá VNINDEX



Lợi suất TPCP và mối liên hệ với TTCK

Lợi suất của TPCP luôn được coi như thước đo về tâm lý của các nhà đầu tư. Trong bối cảnh các ngân hàng trung ương thế giới đưa ra các chính sách kiểm soát lạm phát thì cũng chính thức **kết thúc thời kỳ "tiền rẻ"** hỗ trợ cho nền kinh tế thế giới, áp lực lên lãi suất điều hành của Việt Nam là không thể tranh khỏi. Kể từ đầu năm 2022, lợi suất TPCP trên TT thứ cấp với kỳ hạn dài sau khi chạm đáy **2%/năm** kể từ tháng 11/2021 đã bật tăng trở lại vùng **3%/năm**. Bên cạnh đó, nhu cầu về TPCP của các định chế tài chính lớn tương đối thấp khiến Tỷ lệ trúng thầu các đợt phát hành của NHNN không cao. Có thể thấy rằng, thanh khoản thị trường không còn quá dồi dào dẫn tới việc các bên đòi hỏi mức lợi suất TPCP cao hơn, phần nào phản ánh lo ngại về tình hình lạm phát toàn cầu, nhất là trong bối cảnh Việt Nam là một nước có độ mở lớn. Điều này gián tiếp khiến cho mức P/E thị trường phải được đánh giá lại ở mức thấp hơn. *Theo quan điểm của EVS Research, với yếu tố dòng tiền suy yếu trên TTCK, chúng tôi thận trọng hạ mức P/E dự phóng của thị trường về dưới mức trung bình 10 năm trừ 0.5 độ lệch chuẩn – **14.01 lần**.*

Lợi nhuận nhóm VN30 duy trì đà tăng trưởng ấn tượng trong Quý 1

STT	Mã CK	Ngành	Tên doanh nghiệp	Tăng trưởng doanh thu 1Q2022	Tăng trưởng LNST 1Q2022	% hoàn thành kế hoạch
1	ACB	Ngân hàng	Ngân hàng TMCP Á Châu	17.27%	32.4%	27%
2	BID	Ngân hàng	Ngân hàng TPCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	18.43%	34.9%	25%
3	BVH	Bảo hiểm và hoạt động liên quan	Tập đoàn Bảo Việt	11.23%	0.3%	
4	CTG	Ngân hàng	Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam	-4.66%	-27.8%	28%
5	FPT	Phần mềm	CTCP FPT	28.26%	36.7%	25%
6	GAS	Phân phối sản phẩm dầu khí	Tổng CT Khí Việt Nam - CTCP	51.90%	68.9%	50%
7	GVR	Trồng và chế biến cao su	Tập đoàn Công nghiệp Cao Su Việt Nam - Công ty Cổ phần	0.90%	29.0%	22%
8	HDB	Ngân hàng	Ngân hàng TMCP Phát triển Thành phố Hồ Chí Minh	20.24%	22.7%	26%
9	HPG	Sản xuất thép và sản phẩm thép	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	41.32%	17.8%	30%
10	KDH	Bất động sản	CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	-82.94%	46.0%	21%
11	MBB	Ngân hàng	Ngân hàng TMCP Quân đội	40.88%	28.0%	28%
12	MSN	Sản xuất thực phẩm	CTCP Tập đoàn Masan	-8.95%	751.7%	22%
13	MWG	Bán lẻ	CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động	18.29%	8.0%	23%
14	NVL	Bất động sản	CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa Ốc No Va	-56.59%	101.0%	16%
15	PDR	Bất động sản	CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	6.71%	12.0%	10%
16	PLX	Phân phối sản phẩm dầu khí	Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam	75.23%	-63.2%	
17	PNJ	Bán lẻ	CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	41.23%	40.7%	55%
18	POW	Sản xuất và phân phối điện	Tổng Công ty Điện Lực Dầu khí Việt Nam - CTCP	-7.83%	41.9%	108%
19	SAB	Sản xuất đồ uống	Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn	24.65%	27.1%	27%
20	SSI	Dịch vụ tài chính	CTCP Chứng khoán SSI	33.34%	66.6%	276%
21	STB	Ngân hàng	Ngân hàng Thương mại Cổ phần Sài Gòn Thương Tín	-8.94%	59.1%	30%
22	TCB	Ngân hàng	Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam - Techcombank	32.45%	25.2%	26%
23	TPB	Ngân hàng	Ngân hàng TMCP Tiên Phong	25.09%	14.2%	20%
24	VCB	Ngân hàng	Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam	18.79%	15.4%	32%
25	VHM	Bất động sản	CTCP Vinhomes	-31.29%	-15.9%	16%
26	VIC	Bất động sản	Tập đoàn Vingroup - CTCP	-21.75%	17.2%	9%
27	VJC	Vận tải hàng không	CTCP Hàng không Vietjet	11.70%	96.5%	
28	VNM	Sản xuất thực phẩm	CTCP Sữa Việt Nam	5.21%	-12.1%	24%
29	VPB	Ngân hàng	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	8.42%	170.8%	38%
30	VRE	Bất động sản	CTCP Vincom Retail	-38.49%	-51.7%	16%

TB tăng trưởng doanh thu 1Q2022
TB tăng trưởng LNST 1Q2022

7%
29%

Nhóm VN30 tăng trưởng tốt trên mức nền cao của năm 2021

Trong quý 1/2022, nhóm VN30 ghi nhận mức **tăng trưởng doanh thu 7% YoY** và **LNST 29% YoY** trong bối cảnh KQKD quý 1/2021 đã ở một mức nền cao. Trong đó một số doanh nghiệp đã cho thấy mức tăng trưởng ấn tượng như **MSN (+751.7% YoY)** nhờ tốc độ tăng trưởng tốt của mảng MCH và MHT; **VPB (+170.8%)** nhờ phí hỗ trợ từ thỏa thuận hợp tác độc quyền với bảo hiểm AIA; **NVL (+101% YoY)** ghi nhận từ việc bàn giao một số dự án lớn; **GAS (+68.9% YoY)** hưởng lợi từ giá dầu và khí neo tăng cao.

Bên cạnh đó một số doanh nghiệp ghi nhận mức tăng trưởng giảm so với cùng kỳ như **PLX (-63.2% YoY)** do biến động giá dầu thế giới và nguồn cung trong nước; **VRE (-51.7% YoY)** do ảnh hưởng từ đại dịch Covid-19; **CTG (-27.8% YoY)** do ghi nhận trích lập dự phòng cao gấp 3 lần.

Với việc **tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường khả quan (+33.2% YoY, trong đó nhóm VN30 là 29% YoY)**, chúng tôi nâng mức dự phóng tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường năm 2022 lên **25%** (tăng 3% so với dự phóng đầu năm) nhờ vào việc (1) *Các doanh nghiệp trong nhóm đạt tỷ lệ hoàn thành kế hoạch năm tốt (trung bình đạt 38% kế hoạch)* (2) *Mức tăng trưởng lợi nhuận vượt dự phóng cho Q1/2022 của chúng tôi.*

Kịch bản cho VNINDEX trong thời gian tới

Dự phóng VNINDEX cuối năm 2022



	P/E						
2022F	10.36	12.80	14.01	15.22	16.43	17.67	18.67
22%	1,270	1,374	1,478	1,582	1,686	1,789	1,893
23%	1,280	1,385	1,490	1,595	1,699	1,804	1,909
24%	1,291	1,396	1,502	1,608	1,713	1,819	1,924
25%	1,301	1,408	1,514	1,621	1,727	1,833	1,940
26%	1,312	1,419	1,526	1,633	1,741	1,848	1,955
27%	1,322	1,430	1,538	1,646	1,755	1,863	1,971
28%	1,332	1,441	1,550	1,659	1,768	1,877	1,986

Chúng tôi điều chỉnh dự báo cho VNINDEX tại thời điểm cuối 2022

- Hiện **P/E trượt thị trường đang vào khoảng 12.6-12.8 lần** (tương đương mức **P/E forward 11 lần** với tốc độ tăng trưởng EPS 25%). Chúng tôi điều chỉnh **kịch bản cơ sở** với P/E kỳ vọng năm 2022 đạt mức -0.5 độ lệch chuẩn so với trung bình 10 năm là *14.01 lần*, đồng thời nâng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận lên mức **25%** (so với dự phóng 22% đầu năm) → **VNINDEX 2022 có thể đạt 1,514 điểm** – dự phóng mới của chúng tôi giảm khoảng 150 điểm so với kịch bản cơ sở đầu năm EVS đưa ra là 1,663 điểm. **Mức Upside toàn thị trường là 29.2% trong 6.5 tháng cuối năm** là rất hấp dẫn, nhà đầu tư có thể cân nhắc tăng tỷ trọng danh mục vào nhóm các cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt, tăng trưởng lợi nhuận cao (>30%) và thị giá đã điều chỉnh sâu thời gian qua.
- Đối với **kịch bản tích cực**, Việt Nam nhanh chóng vượt qua những khó khăn vĩ mô, tiếp tục CS nổi lóng giúp doanh nghiệp phục hồi sản xuất mạnh mẽ cũng như dòng tiền thông minh sớm quay trở lại thị trường, PE năm 2022 quay về mức *16.43* (+0.5 độ lệch chuẩn), tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết lên mức **27%** → **VNINDEX 2022 có thể đạt mức 1,755 điểm (Upside 48.5% tính từ thời điểm hiện tại)**.
- Đối với **kịch bản tiêu cực**, các yếu tố vĩ mô xấu đi nhanh chóng, các doanh nghiệp gặp khó khăn khi đối mặt với chi phí đầu vào tăng cao, nhà đầu tư cá nhân rút tiền ra khỏi thị trường, khối ngoại quay lại bán ròng, PE quay về vùng *10.36* (-2 độ lệch chuẩn), tăng trưởng lợi nhuận **22%** → **VNINDEX 2022 duy trì ở mức 1,270 điểm (Upside 8.4% tính từ thời điểm hiện tại)**.
- Có thể thấy với cả 3 kịch bản, VNINDEX đều có Upside tăng trưởng từ nay cho tới cuối năm, chúng tôi cho rằng thời gian qua Thị trường chung đã điều chỉnh quá đà và đây là cơ hội rất tốt để các nhà đầu tư dài hạn tăng tỷ trọng cổ phiếu trong danh mục tài sản đầu tư của mình.**

Kết quả kinh doanh quý 1 tích cực

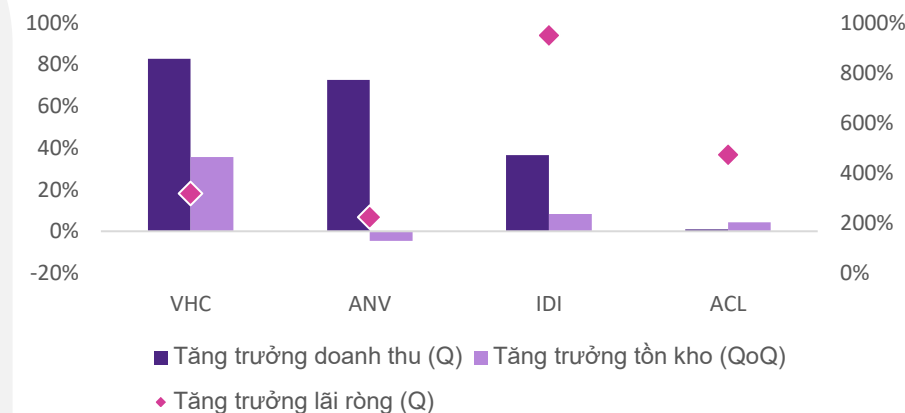
Kết thúc quý 1/2022, các doanh nghiệp ngành Thủy sản và đặc biệt là nhóm sản xuất Cá tra cho thấy KQKD cực kỳ ấn tượng. Các doanh nghiệp đầu ngành như **VHC (DT + 83% YoY, LN +318% YoY)**, **ANV (DT +73% YoY, LN +224% YoY)** đều cho thấy mức tăng trưởng KQKD vô cùng mạnh mẽ, phản ánh ngành cá tra chính thức bước vào một chu kỳ tăng trưởng mới. Tương tự như giai đoạn 2017-2018, giá xuất khẩu cá tra liên tục lập đỉnh trong 4 tháng đầu năm (**trung bình mỗi tháng tăng 50% YoY**) khi nhu cầu tại các thị trường lớn như Mỹ hay Châu Âu liên tục tăng cao khi đây là khu vực mà đã mở cửa lại các dịch vụ như nhà hàng, khách sạn (chiếm tới 60 – 70% lượng tiêu thụ cá tra). Trong khi đó thì lượng tồn kho trong nước lại chỉ bằng 1/2 so với giai đoạn 2019 – 2020 sau giai đoạn giá cá tra lao dốc vì dư cung tại chu kỳ trước. Theo dự báo của VASEP, nguồn cung trong nước có thể sẽ quay trở lại vào cuối Q2/2022, khi người dân ĐBSCL quay trở lại nuôi trồng cá giống nhiều hơn, giúp giảm chi phí đầu vào cho các DN lớn trong ngành.

Xu hướng giá sẽ tiếp tục duy trì trong thời gian tới

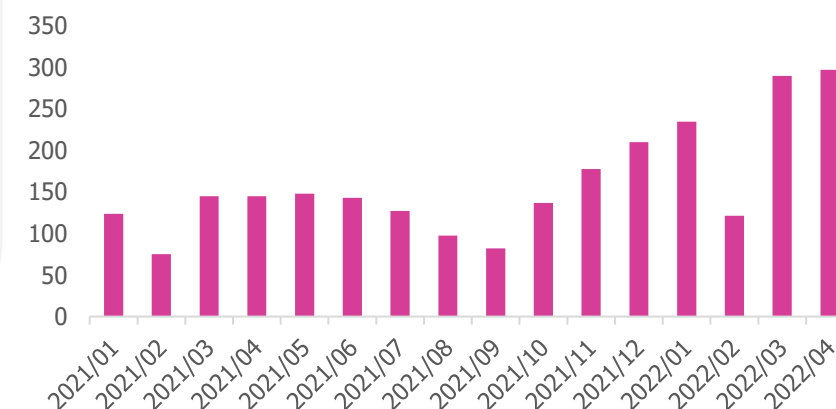
Trong bối cảnh địa chính trị phức tạp trên thế giới và những biện pháp phòng chống dịch khá quyết liệt từ chính quyền Bắc Kinh, xu hướng giá cá tra được kỳ vọng sẽ được duy trì đến hết 2022 và có thể sang nửa đầu năm 2023. Với cuộc chiến giữa Nga – Ukraine vẫn còn rất phức tạp, các lệnh trừng phạt với Nga có thể sẽ mở ra rất nhiều cơ hội cho cá tra Việt Nam khi Nga vẫn cũng cấp tới 4.5 – 5.8 tỷ USD kim ngạch thủy sản (trong đó có cá Minh Thái, của Alaska). Bên cạnh đó, kỳ vọng chính sách Zero-Covid của Trung Quốc sẽ được giảm bớt và hướng tới mở cửa trở lại có thể giúp nhu cầu tại thị trường đông dân nhất thế giới tạo ra một cu huých cho giá xuất khẩu cá tra trong thời gian tới.

Các cổ phiếu trong ngành chúng tôi quan tâm: VHC, ANV

KQKD nhóm Thủy sản



Kim ngạch xuất khẩu cá tra ĐVT: Triệu USD



Ngành tiêu điểm: Dầu khí

Giá dầu và giá khí neo cao là động lực tăng trưởng cho toàn ngành

Không những chịu ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19 và gián đoạn chuỗi cung ứng, cuộc chiến Nga – Ukraine đã gây ra một cuộc khủng hoảng năng lượng trên toàn cầu. Giá dầu Brent và giá Khí thiên nhiên đạt mức cao nhất kể từ tháng 7/2008 (139.13 USD/thùng và 5.08 USD/mmbtu trong tháng 4/2022). Nga là nước xuất khẩu các sản phẩm về dầu và khí top đầu thế giới, do đó đẩy lên những lo ngại về các biện pháp trừng phạt có thể khiến cho nguồn cung bị gián đoạn. Theo IEA, nguồn cung khí từ Nga sang Châu Âu hiện đã giảm 25% YoY do những căng thẳng địa chính trị và chưa xác định hồi kết có thể sẽ tiếp tục khiến giá khí gas neo cao trong thời gian tới.

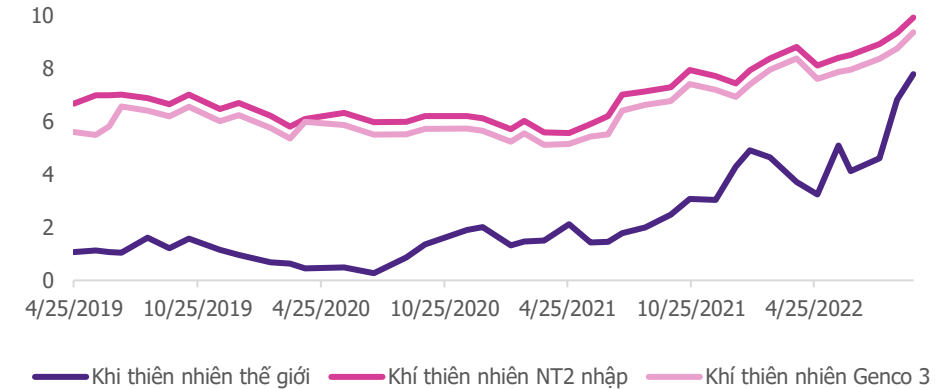
Phục hồi mạnh mẽ nhu cầu tiêu thụ khí

Cũng do ảnh hưởng cuộc chiến, giá than nhập khẩu hiện đang ở mức cao kỷ lục khiến cho các nhà máy nhiệt điện có thể đối diện với tình trạng thiếu hụt nguồn cung. Theo EVN, các nhà máy này hiện chỉ tích trữ đủ 76.8% nguồn nguyên liệu đầu vào cùng hiện tượng La Nina khiến thủy điện có lợi dẫn tới việc công suất hoạt động các nhà máy nhiệt điện thấp hơn dự kiến. Theo EVS Research, khi các yếu tố thời tiết bất lợi giảm dần, nguồn điện khí có thể bù đắp cho sự thiếu hụt nguồn cung từ nhiệt điện than nhờ nguồn cung dồi dào, góp phần gia tăng sản lượng tiêu thụ khí khô trong nước. Bên cạnh đó, dự thảo Quy hoạch điện 8 cũng cho thấy Chính phủ đặt mục tiêu tăng tỷ trọng điện khí để đa dạng nguồn điện năng và giảm phát thải. Chính phủ cũng đã phê duyệt các dự án khu phức hợp năng lượng LNG và trong đó dự án đầu tiên là cảng LNG Thị Vải dự kiến sẽ bắt đầu đi vào hoạt động vào Q4/2022.

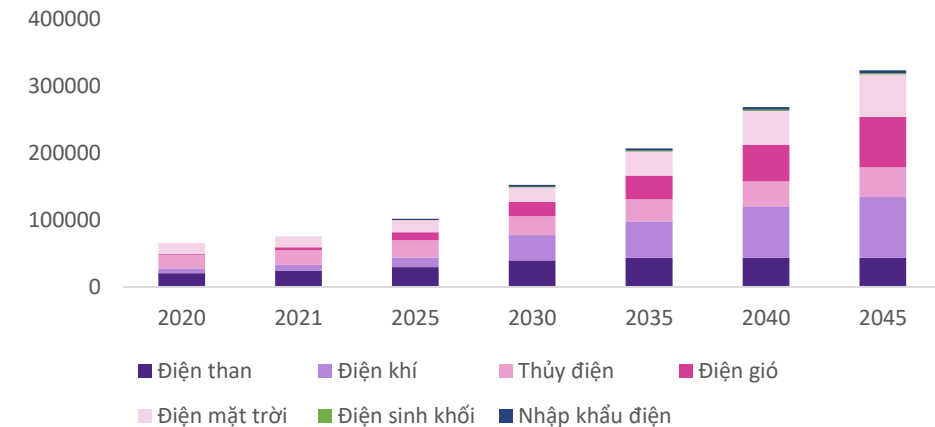
Các cổ phiếu trong ngành chúng tôi quan tâm: GAS, PVS, CNG

Giá khí thiên nhiên

ĐVT: USD/MMBTU







Công suất phát điện cả nước (Dự thảo Quy hoạch điện 8)

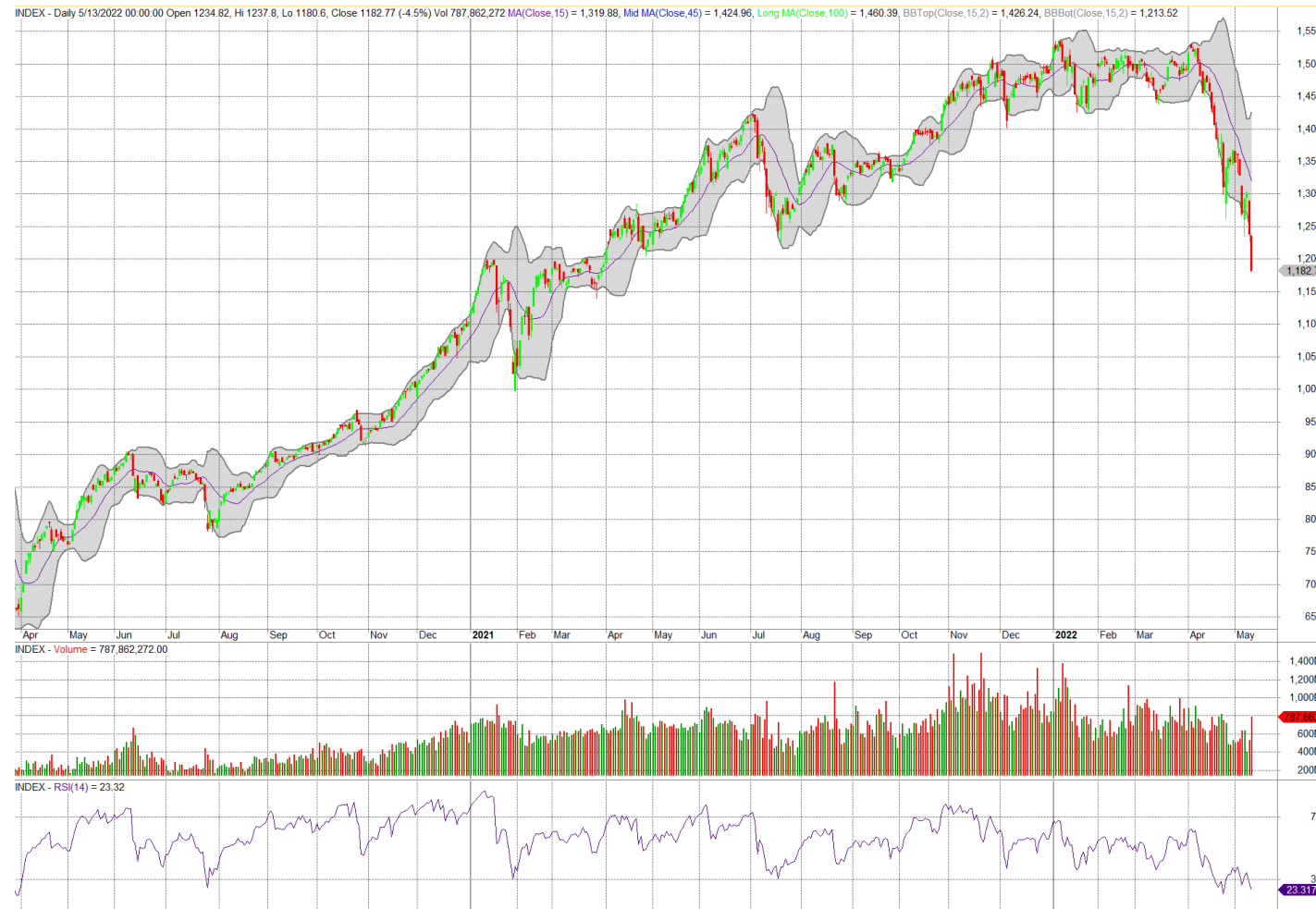


VNINDEX tiếp tục giảm với volume giảm dần

Tháng 5 tiếp tục giảm sâu về vùng 1,172 điểm với biên độ lớn, khối lượng giao dịch giảm dần. Tuy nhiên với việc VNINDEX giảm rất sâu trong thời gian ngắn sẽ kích thích dòng tiền thông minh giải ngân vào các cổ phiếu được định giá hấp dẫn. Bên cạnh đó, chỉ báo RSI cũng đã cho thấy tín hiệu thị trường đang rơi về vùng quá bán và là tín hiệu cho nhịp giảm sẽ sớm kết thúc. Theo quan điểm chúng tôi, thị trường sẽ có thể sẽ tạo đáy quanh vùng **1,167** nếu xuất hiện lực cầu đủ mạnh và sớm quay lại **lấp GAP vùng 1,320 điểm** trong thời gian tới.

Các sự kiện đáng chú ý trong tháng 5 - 6

-  19/05/2022: Đáo hạn Phái sinh
-  26/05/2022: Cuộc họp ủy ban FOMC
-  09/06/2022: Quyết định chính sách ECB
-  16/06/2022: Quyết định chính sách FED



- **KHUYẾN CÁO**

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, đánh giá với mức độ cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan, Phòng Phân tích CTCP Chứng khoán Everest (EVS) không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. EVS và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của EVS và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. EVS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. EVS sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. EVS nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của EVS.

- **THÔNG TIN LIÊN HỆ**

Phòng Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Everest

Địa chỉ: 117 Nguyễn Du, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh hoặc Tầng 6 tòa nhà Minexport, 35 Hai Bà Trưng, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Số điện thoại: (+84-24) 3772 6699

Fax: (+84-24) 3772 6763

Email: admin@eves.com.vn