

# BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2023

| CƠ HỘI ĐẦU TƯ Ở VÙNG ĐÁY CHU KỲ

# 2023

Tăng trưởng toàn cầu chậm lại trong năm 2022 do tốc độ mở cửa trở lại giảm dần, các quốc gia quyết định thắt chặt tài chính và chính sách tiền tệ, các hạn chế do tình trạng Covid-19 diễn ra tại Trung Quốc và cuộc khủng hoảng thị trường bất động sản ngày càng trầm trọng, cũng như tác động từ cuộc chiến ở Ukraine với nguồn cung cấp khí đốt từ Nga sang châu Âu bị thắt chặt. Tốc độ tăng trưởng toàn cầu 2023 được dự đoán chỉ ở mức 2,7% do suy thoái kinh tế nhẹ ở Châu Âu và quá trình mở cửa trở lại đầy gập ghềnh ở Trung Quốc nhưng cũng có khả năng phục hồi quan trọng ở Hoa Kỳ, đồng thời nhiều quốc gia trong châu Á đã sẵn sàng cho sự tăng trưởng trong năm tới và điều đó có thể chứng tỏ sự tích cực đối với phần còn lại của nền kinh tế thế giới.

Việt Nam tuy tăng trưởng mạnh trong 2022 nhưng nền kinh tế phải đối mặt với những bất ổn về diễn biến mặt bằng lãi suất và tỷ giá VND/USD khi môi trường kinh tế thế giới biến động mạnh chuyển dịch từ chu kỳ nở lỏng tiền tệ sang chu kỳ thắt chặt tiền tệ với lãi suất cao. Mặt bằng lãi suất huy động và cho vay của Việt Nam tăng mạnh trên 2% vào cuối năm 2022. Tỷ giá VND/USD có lúc tăng lên trên 8% trước khi giảm về mức trên 4% vào cuối năm.

Sang năm 2023, môi trường kinh tế vĩ mô của Việt Nam dự kiến sẽ ổn định hơn khi sức ép gia tăng lạm phát và lãi suất toàn cầu sẽ giảm dần. Về tăng trưởng GDP 2023, dự kiến mức tăng trưởng sẽ ở mức trên 6% khi động lực tăng mạnh từ nền thấp giai đoạn Covid 19 không còn và mức tăng trưởng chậm của nền kinh tế toàn cầu sẽ khiến khu vực xuất khẩu của Việt Nam chậm lại.

Về Lạm phát năm 2023, dự kiến lạm phát 2023 sẽ giảm về mức 3% so với mức hơn 4,5% của năm 2022. Về Nguyên nhân chi phí đẩy: các hàng hóa cơ bản trên toàn cầu sẽ có xu hướng giảm hoặc đi ngang là chủ yếu trong năm 2023 do kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm lại và mặt bằng lãi suất cao. Điều này làm giảm đáng kể chi phí nguyên liệu đầu vào cho nền kinh tế Việt Nam qua đó làm giảm lạm phát. Về Nguyên nhân cầu kéo: sức cầu cả thị trường thế giới và thị trường trong nước cũng sẽ không tăng mạnh do tăng trưởng kinh tế yếu đi. Cung tiền và lãi suất đã được điều hành thận trọng trong năm 2021 và 2022 nên không có áp lực quá lớn lên sức cầu.

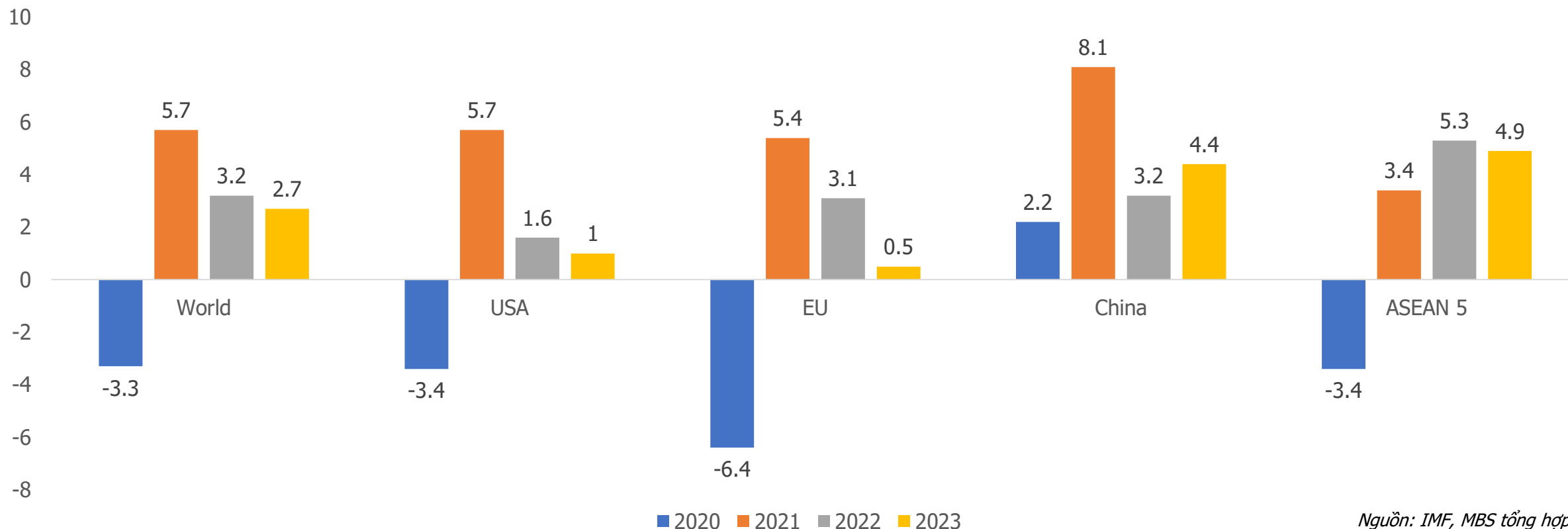
Về tỷ giá hối đoái, sau khi tăng khoảng 8% vào giữa năm 2022 và hạ xuống mức trên 4% vào cuối năm, tỷ giá sẽ bình ổn trở lại khi USD chứng đà tăng nhờ FED dừng tăng lãi suất từ giữa năm 2022. VND/USD dự kiến sẽ chỉ tăng 2% trong năm 2023.

Về Chính sách tiền tệ: NHNN tăng mạnh các mức lãi suất điều hành vào năm 2022 để đảm bảo ổn định lạm phát và tỷ giá vào năm 2022. Cụ thể, Lãi suất tái cấp vốn: 6,0%/năm; lãi suất tái chiết khấu: 4,5%/năm; lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của NHNN đối với TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài: 7,0%/năm. Mức tăng là 1% đối với các mức lãi suất điều hành. NHNN nhiều khả năng sẽ giữ nguyên các mức lãi suất điều hành năm 2023 khi áp lực tỷ giá và lạm phát giảm đi. Tăng trưởng tín dụng sẽ vẫn được điều hành ở mức 13-14% ổn định trong năm 2023.

- **Kinh tế thế giới: Triển vọng suy giảm – lạm phát cao kéo dài**
  - Lạm phát thế giới có dấu hiệu đã đạt đỉnh và giảm ở nhiều quốc gia tuy nhiên vẫn duy trì ở mức cao.
  - Nhiều nền kinh tế như Mỹ, châu Âu phải đối mặt với rủi ro suy thoái trong năm 2023.
  - Việc Trung Quốc mở cửa trở lại dự kiến thúc đẩy nền kinh tế châu Á và toàn cầu.
- **Kinh tế Việt Nam tăng trưởng tích cực với triển vọng vĩ mô ổn định**
  - Năm 2023, các áp lực, rủi ro và thách thức đối với kinh tế Việt Nam vẫn sẽ chủ yếu từ các yếu tố bối cảnh quốc tế.
  - Triển vọng ngắn hạn ổn định nhờ sự điều hành hợp lý của Chính phủ và NHNN.

## IMF hạ mức dự báo tăng trưởng toàn cầu cho năm 2022 và 2023

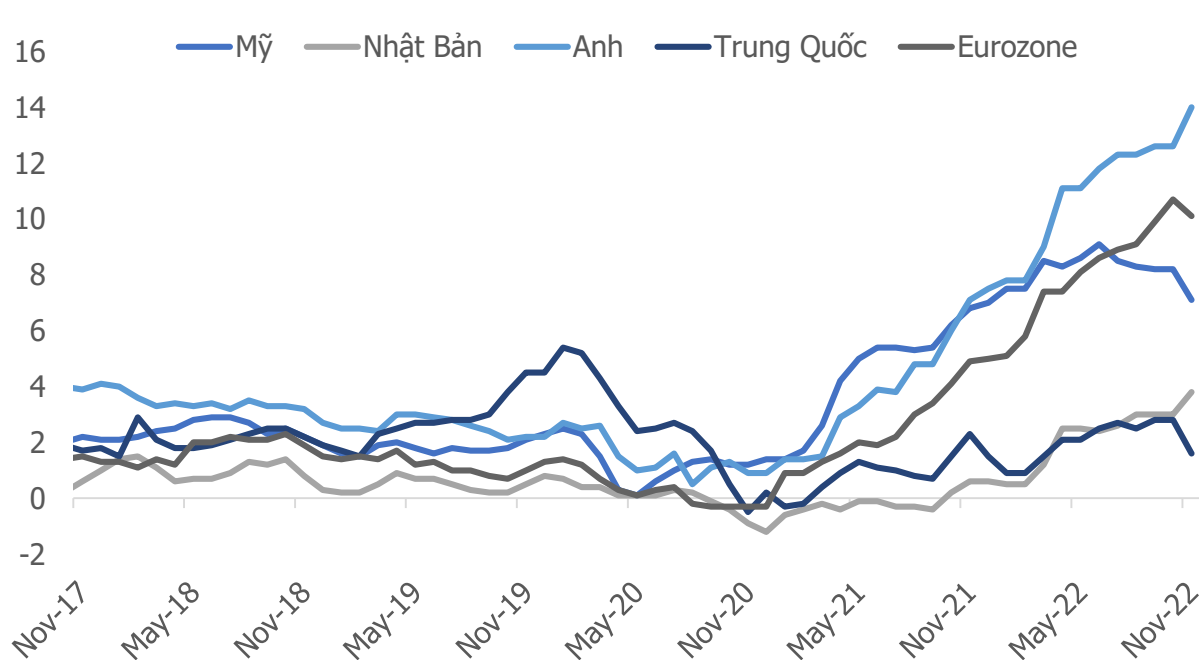
- Tăng trưởng toàn cầu chậm lại trong năm 2022 do tốc độ mở cửa trở lại giảm dần, các quốc gia quyết định thắt chặt tài chính và chính sách tiền tệ, các hạn chế do tình trạng Covid-19 diễn ra tại Trung Quốc và cuộc khủng hoảng thị trường bất động sản ngày càng trầm trọng, cũng như tác động từ cuộc chiến ở Ukraine với nguồn cung cấp khí đốt từ Nga sang châu Âu bị thắt chặt.
- Tốc độ tăng trưởng toàn cầu được dự đoán chỉ ở mức 2,7% vào năm 2023 do suy thoái kinh tế nhẹ ở Châu Âu và quá trình mở cửa trở lại đầy gập ghềnh ở Trung Quốc nhưng cũng có khả năng phục hồi quan trọng ở Hoa Kỳ, đồng thời nhiều quốc gia trong châu Á đã sẵn sàng cho sự tăng trưởng trong năm tới—và điều đó có thể chứng tỏ sự tích cực đối với phần còn lại của nền kinh tế thế giới.



## Lạm phát toàn cầu dự kiến giảm vào năm 2023 nhưng vẫn duy trì ở mức cao.

- Nền kinh tế toàn cầu đã trải qua một năm sóng gió vào năm 2022. Khi những tác động tồi tệ nhất của đại dịch COVID-19 đối với sức khỏe cộng đồng giảm bớt, cuộc xung đột ở Ukraine và chính sách "Zero-COVID" nghiêm ngặt của Trung Quốc đã gây hỗn loạn cho chuỗi cung ứng toàn cầu. Những yếu tố này khiến giá lương thực và năng lượng tăng vọt khi lạm phát ở nhiều nền kinh tế đạt mức cao nhất trong 4 thập kỷ.
- Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) dự đoán lạm phát toàn cầu sẽ đạt 6,5% vào năm 2023, giảm từ mức 8,8% vào năm 2022. Giá năng lượng và nguyên liệu thô sẽ vẫn đắt đỏ trong một thời gian. Quá trình toàn cầu hóa bị đảo ngược một phần sẽ khiến hàng nhập khẩu đắt đỏ hơn, tình trạng thiếu lao động ở nhiều nước phương Tây cũng đẩy chi phí sản xuất tăng cao và các biện pháp chuyển đổi xanh cũng sẽ khiến lạm phát cao hơn

### Diễn biến lạm phát tại các nền kinh tế lớn (% yoy)



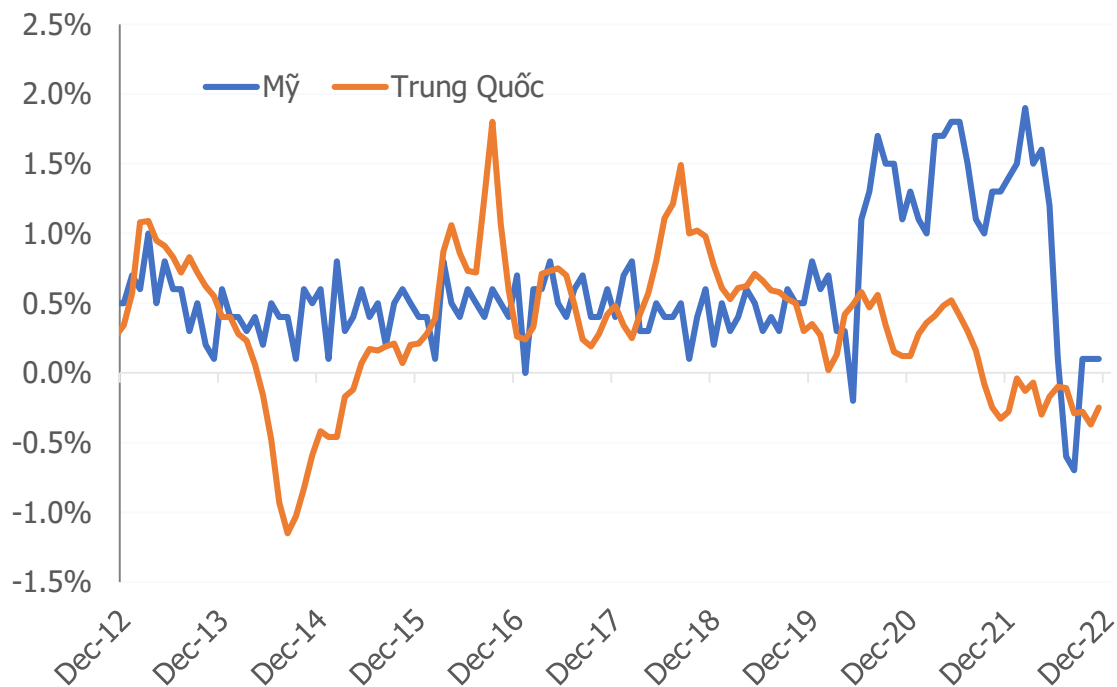
### Dự báo lạm phát bình quân tại các nền kinh tế lớn

Quốc gia	2021	2022F	2023F
Mỹ	4,7	8,1	3,5
Nhật Bản	-0,2	2	1,4
Anh	2,6	9,1	9,0
Trung Quốc	0,9	2,2	2,2
Eurozone	2,6	8,3	5,7

## Doanh số bán nhà ở Mỹ sụt giảm ảnh hưởng bởi lãi suất thế chấp cao

- Giá nhà tại Mỹ đã giảm trong năm 2022 do tỷ lệ thế chấp cao làm suy yếu nhu cầu của người tiêu dùng. Hàng loạt đợt tăng lãi suất của Cục Dự trữ Liên bang (Fed) nhằm kiềm chế tình trạng lạm phát đang gia tăng tại Mỹ đã đẩy lãi suất thế chấp trên thị trường nhà ở lên cao, khiến nhiều người Mỹ không thể mua được nhà.
- Dù lãi suất thế chấp đã giảm xuống từ mức cao nhất, nhưng vẫn cao gấp đôi so với năm ngoái. Tuy nhiên, với đợt tăng lãi suất từ Cục Dự trữ Liên bang dự kiến sẽ diễn ra, lĩnh vực nhà ở có thể sẽ vẫn yếu cho đến năm 2023.

### Tăng trưởng hàng tháng chỉ số giá nhà tại Mỹ và Trung Quốc (%MoM)



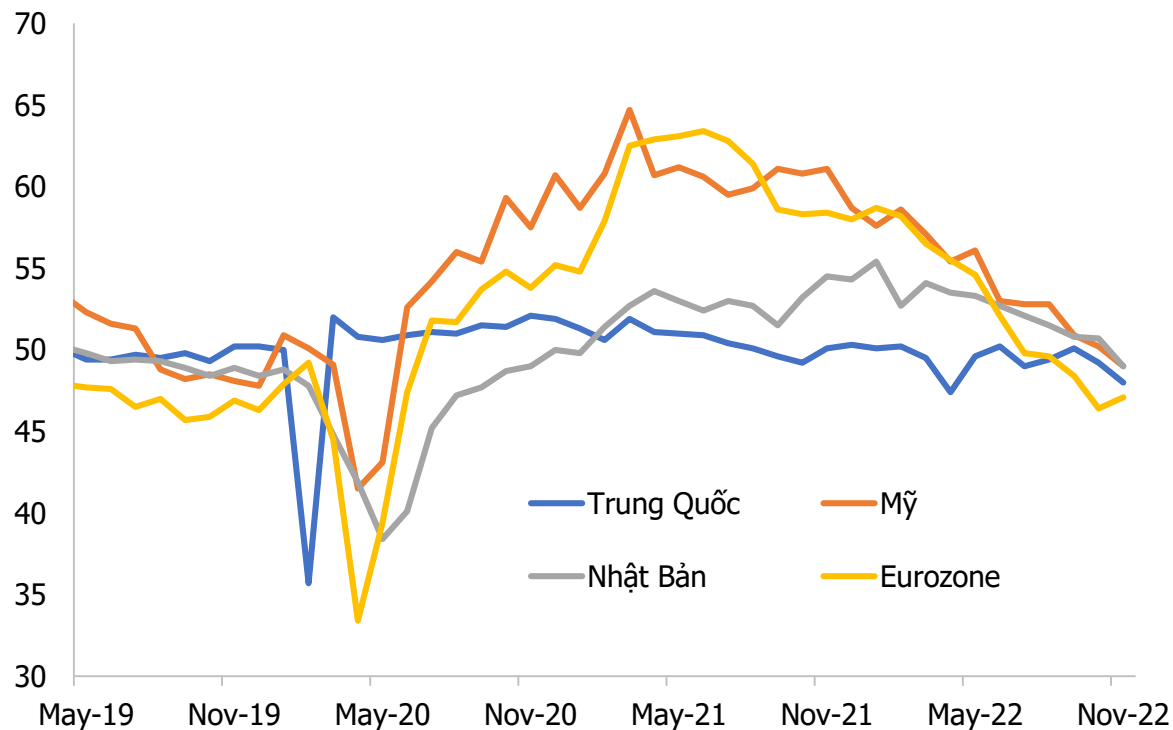
### Lãi suất cho vay mua nhà ở kỳ hạn 30 năm tại Mỹ



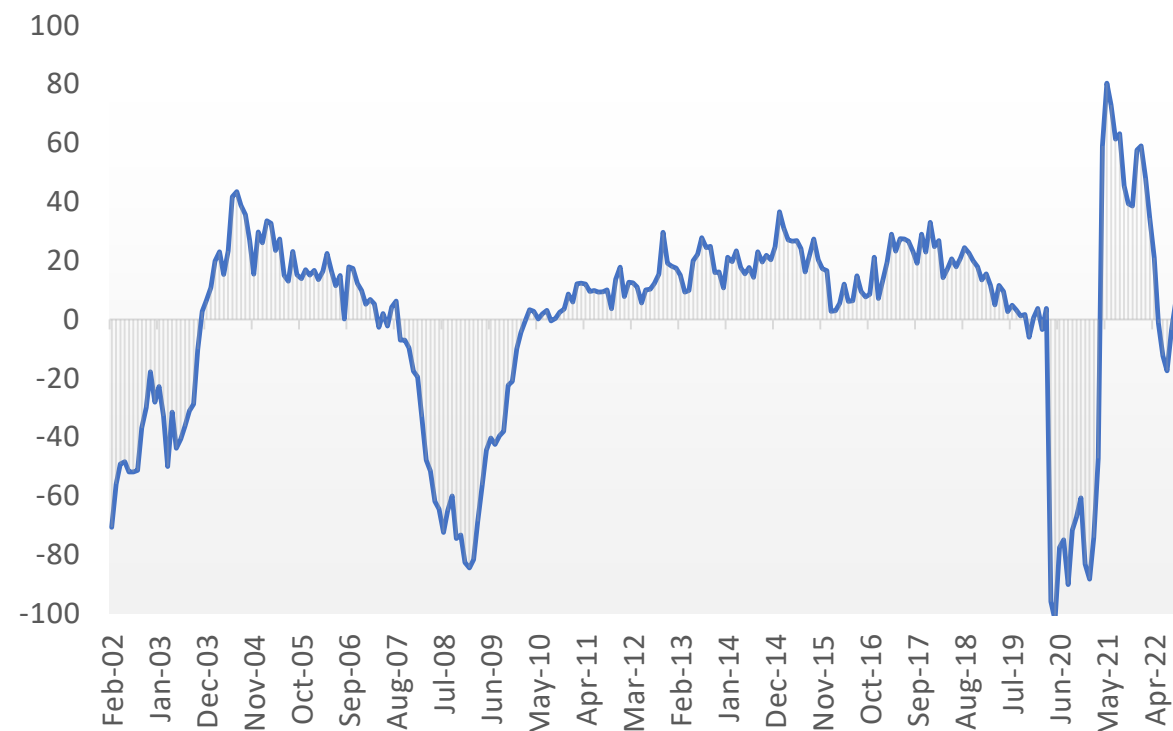
## PMI sản xuất toàn cầu báo hiệu sự sụt giảm thương mại trên toàn thế giới

- Các ngân hàng trung ương lớn phải vạch ra một lộ trình khó khăn trong năm 2023. Triển vọng tăng trưởng xấu đi trong bối cảnh tâm lý yếu ớt của người tiêu dùng và nhà đầu tư đối với việc thị trường lao động vẫn còn bị thắt chặt. Các nền kinh tế lớn cũng đang chứng kiến kết quả từ các biện pháp kinh tế chống chéo, chẳng hạn như các tín hiệu trái ngược nhau về sản lượng và thị trường lao động ở Mỹ sụt giảm đối với sự tăng trưởng mạnh mẽ nhờ du lịch ở châu Âu trong mùa hè bất chấp tác động của chiến tranh.

### PMI sản xuất một số nền kinh tế lớn



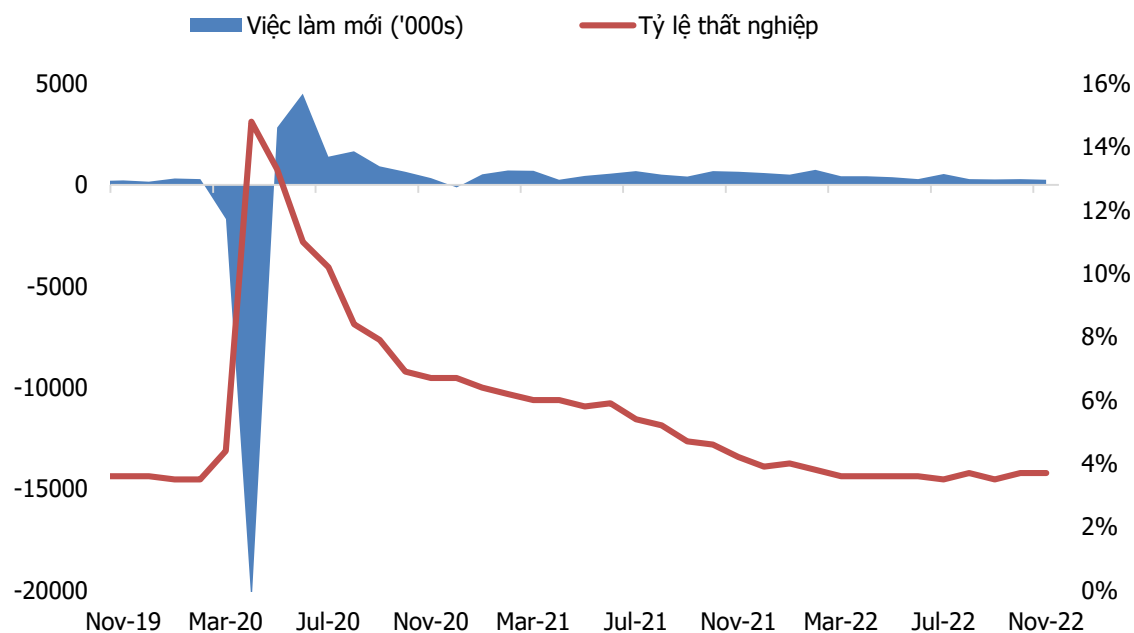
### Chỉ số niềm tin người tiêu dùng tại Mỹ so với cùng kỳ



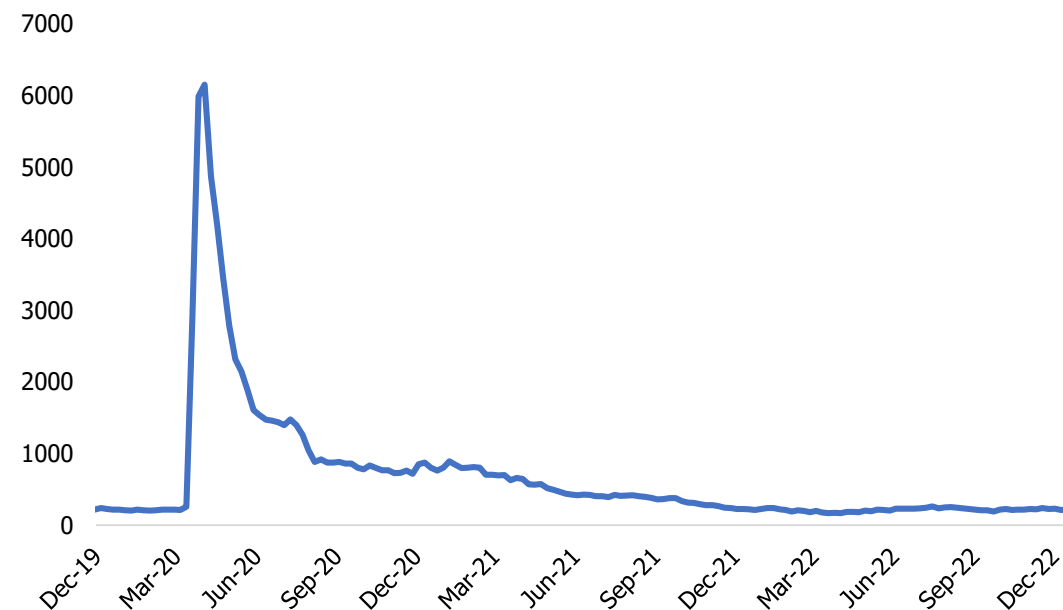
## Suy thoái kinh tế dự kiến vào năm 2023 có thể sẽ dẫn đến nhu cầu lao động thấp hơn do mất việc làm và giảm cơ hội việc làm.

- Theo Fitch Ratings do tác động trễ của việc thắt chặt chính sách tiền tệ của Fed, tiền lương thực tế bị kéo lên do lạm phát cao và tác động dây chuyền từ suy thoái ở châu Âu sẽ đẩy nền kinh tế Mỹ vào bối cảnh suy thoái vào năm tới – với dự đoán tỷ lệ thất nghiệp tăng lên 4,7% vào cuối năm của năm 2023 và đạt mức cao nhất là 5,3% vào năm 2024.
- Mặc dù lực lượng lao động dân sự của Hoa Kỳ gần đây đã trở lại mức trước COVID, nhưng vẫn thấp hơn khoảng 4 triệu người so với xu hướng trước COVID. Nghỉ hưu quá nhiều trong thời kỳ đại dịch, tỷ lệ nhập cư thấp hơn, tác động kéo dài của COVID đối với tình trạng vắng mặt trong công việc và xu hướng cố thủ của lực lượng lao động Hoa Kỳ già đi, tất cả đều góp phần vào việc tỷ lệ tham gia lao động không phục hồi.

### Tỷ lệ thất nghiệp và số lượng việc làm phi nông nghiệp mới hàng tháng tại Mỹ



### Số đơn xin trợ cấp thất nghiệp tại Mỹ theo tuần ('000 đơn)

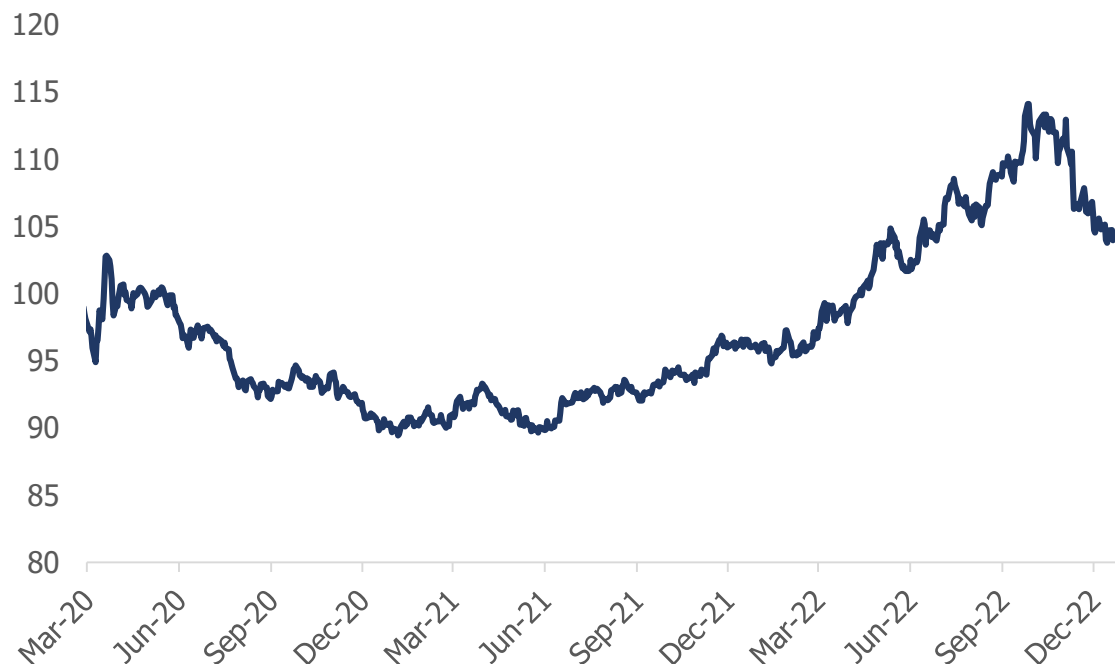




## Đồng USD vẫn duy trì đà tăng giá

- Trong một năm 2022 bất ổn với kinh tế toàn cầu, đồng USD đồng đã chạm mức cao kỷ lục 20 năm. Nguyên nhân là do các nhà đầu tư đổ dồn vào các tài sản an toàn trong bối cảnh cuộc xung đột tại Ukraine chưa hạ nhiệt và khả năng Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) tiếp tục tăng lãi suất cơ bản. Dù đồng USD sau đó đã giảm nhiệt nhưng nếu tính từ đầu năm, đồng USD vẫn tăng khoảng 12%.
- Cho đến khi lạm phát giảm đáng kể và kinh tế Mỹ không rơi vào suy thoái, Fed dự kiến tiếp tục tăng lãi suất trong phần lớn thời gian của năm 2023. Ngoài ra, xung đột tại Ukraine tiếp diễn cũng là yếu tố tác động đến giá trị của đồng USD trong 2023. Đồng USD cho thấy sẽ vẫn mạnh so với các đồng tiền ở châu Âu nếu xung đột tiếp diễn.

### DXY Index



### Dự kiến tỷ giá 2023

	GBP/USD	EUR/USD	USD/JPY
March	1.14	0.95	140
June	1.11	0.95	138
September	1.08	1.00	135
December	1.08	1.00	133

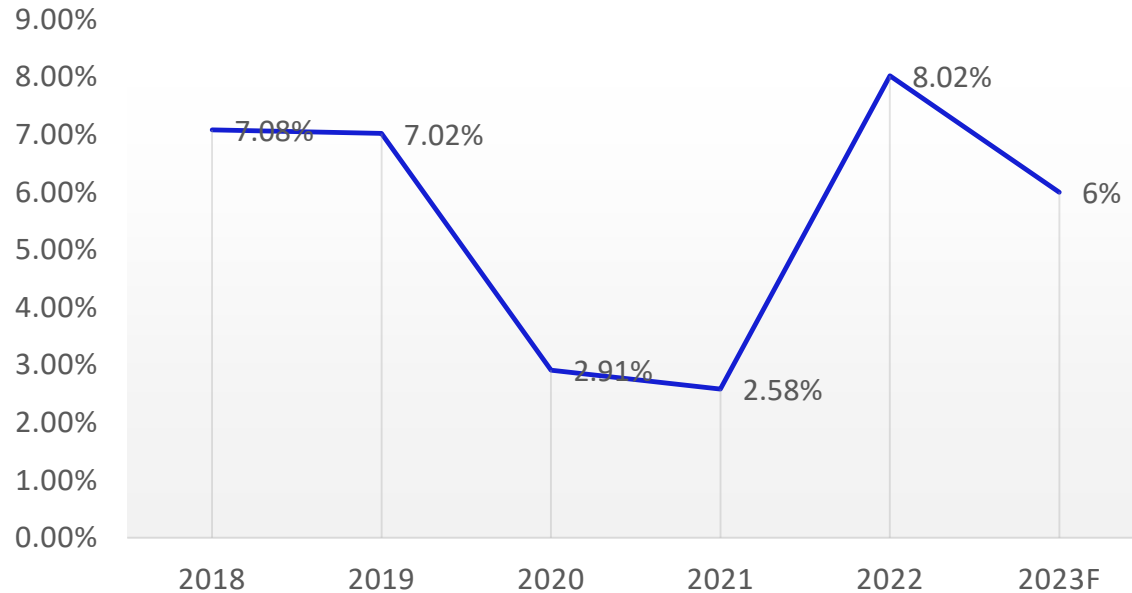
## Lãi suất tại các Ngân hàng Trung ương lớn

Ngân hàng trung ương	Nền kinh tế	Lãi suất hiện tại	Tăng/	Lãi suất trước đó	Ngày thay đổi gần nhất	Lãi suất kỳ vọng cuối năm 2022	Lãi suất kỳ vọng cuối năm 2023
Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ - FED	Mỹ	4,25-4,5%	Tăng	3,75%-4%	14-12-2022	4,5%	5,1%
Ngân hàng Trung ương Anh - BOE	Anh	3,5%	Tăng	3%	15-12-2022	3,5%	4%
Ngân hàng Trung ương Châu Âu - ECB	Euro	2%	Tăng	1,5%	15-12-2022	2%	3%
Ngân hàng Trung ương Nhật bản – BOJ	Nhật Bản	-0,10%	Giảm	0,00%	1-2-2016	-0,10%	-0,10%
Ngân hàng Trung ương Hàn Quốc – BOK	Hàn Quốc	3,25%	Tăng	3%	24-11-2022	3,25%	3,5%
Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc - PBoC	Trung Quốc	3,65 %	Giảm	3,70 %	22-08-2022	3,65%	3,45 %

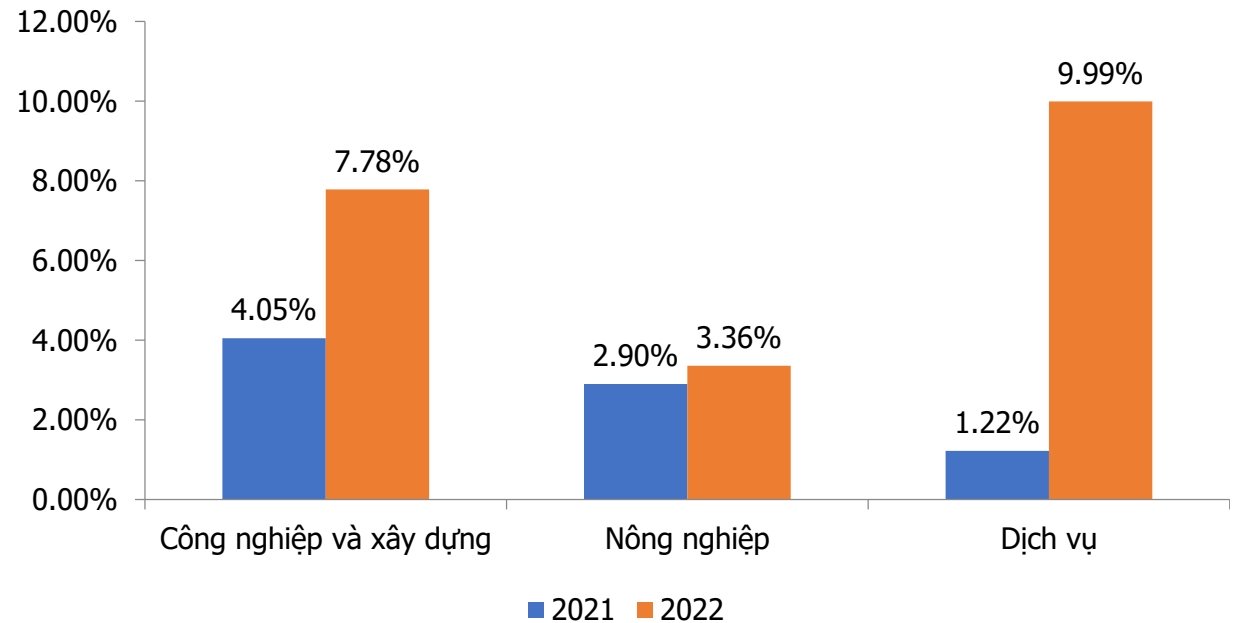
## Kịch bản cơ sở tăng trưởng kinh tế Việt Nam

- Ước tính GDP năm 2022 tăng 8,02% (quý I tăng 5,05%; quý II tăng 7,83%; quý III tăng 13,71%; quý IV tăng 5,92%) so với năm trước do nền kinh tế được khôi phục trở lại và đạt mức tăng cao nhất trong giai đoạn 2011-2022.
- Tăng trưởng Kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 2018 – 2023 trải qua một chu kỳ biến động rất lớn với mức tăng trưởng cao và ổn định, trên mức 7% trong hai năm 2018, 2019 nhờ môi trường kinh tế thế giới thuận lợi và thành quả tái cơ cấu nền kinh tế của giai đoạn 2012-2017.
- Giai đoạn 2020 – 2023 nền kinh tế ảnh hưởng nặng nề bởi dịch Covid 19 với các biện pháp giãn cách xã hội khiến tăng trưởng giảm sâu trước khi phục hồi mạnh mẽ lên mức 8,02% của năm 2022 nhờ nền kinh tế được bình thường hóa. Sang năm 2023, Việt Nam hứa hẹn tiếp tục tăng trưởng tốt song sẽ giảm tốc xuống mức 6% do kinh tế thế giới đi vào pha suy thoái khi lạm phát và lãi suất cao.

## Dự báo tăng trưởng GDP Việt nam



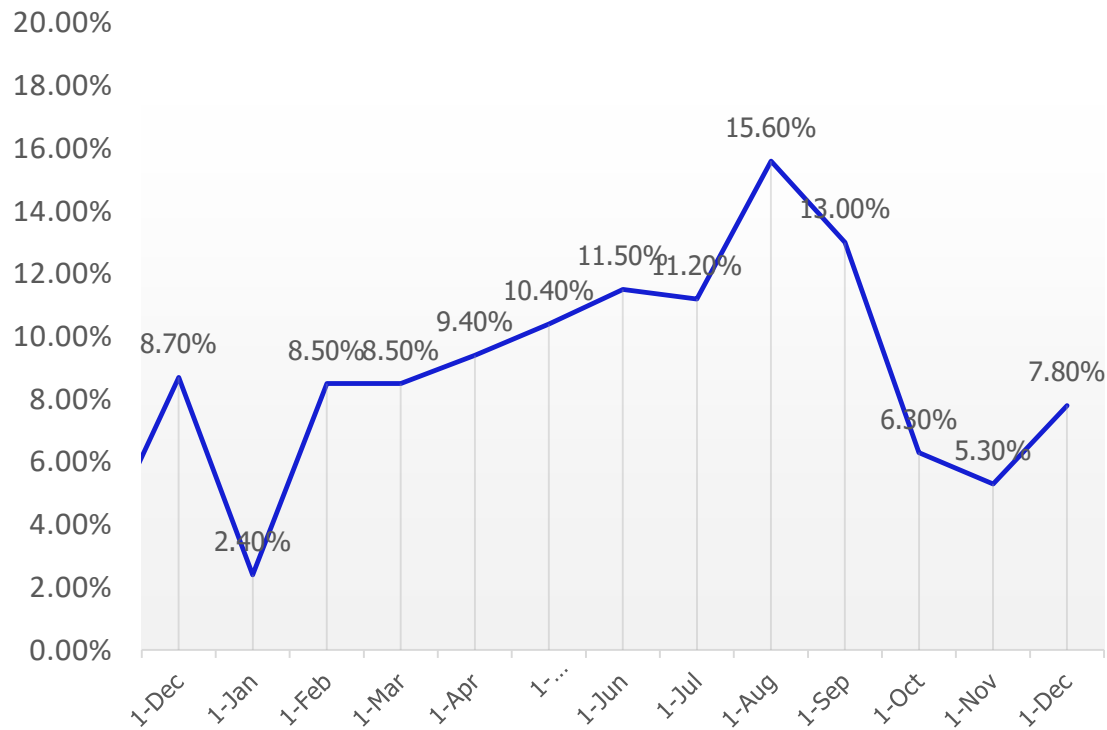
## Tăng trưởng các ngành 2022



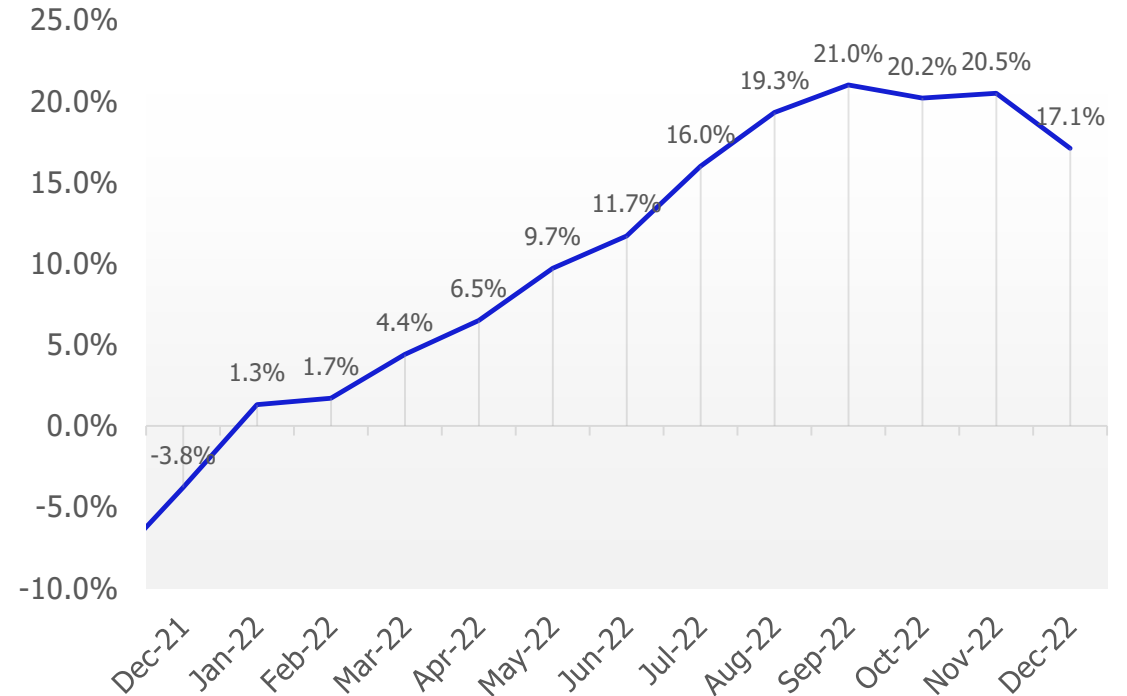
## Hoạt động dịch vụ và sản xuất công nghiệp

- Năm 2022, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước đạt 5.679,9 nghìn tỷ đồng, tăng 19,8% so với năm trước, nếu loại trừ yếu tố giá tăng 15,6% (năm 2021 giảm 6,7%). Mặc dù vậy, quy mô tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng năm 2022 chỉ đạt 82,5% quy mô của chỉ tiêu này nếu ước tính trong điều kiện bình thường không xảy ra dịch Covid-19 từ năm 2020 đến nay.
- Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) quý IV/2022 tăng 3%, là mức tăng thấp nhất so với các quý của năm 2022 do đơn hàng sụt giảm, chi phí đầu vào ở mức cao và thiếu hụt nguồn cung nguyên vật liệu. Chỉ số IIP năm 2022 ước tăng 7,8% so với năm trước; tăng ở 61 địa phương và giảm ở 02 địa phương trên cả nước.

### Tăng trưởng sản xuất công nghiệp qua các tháng



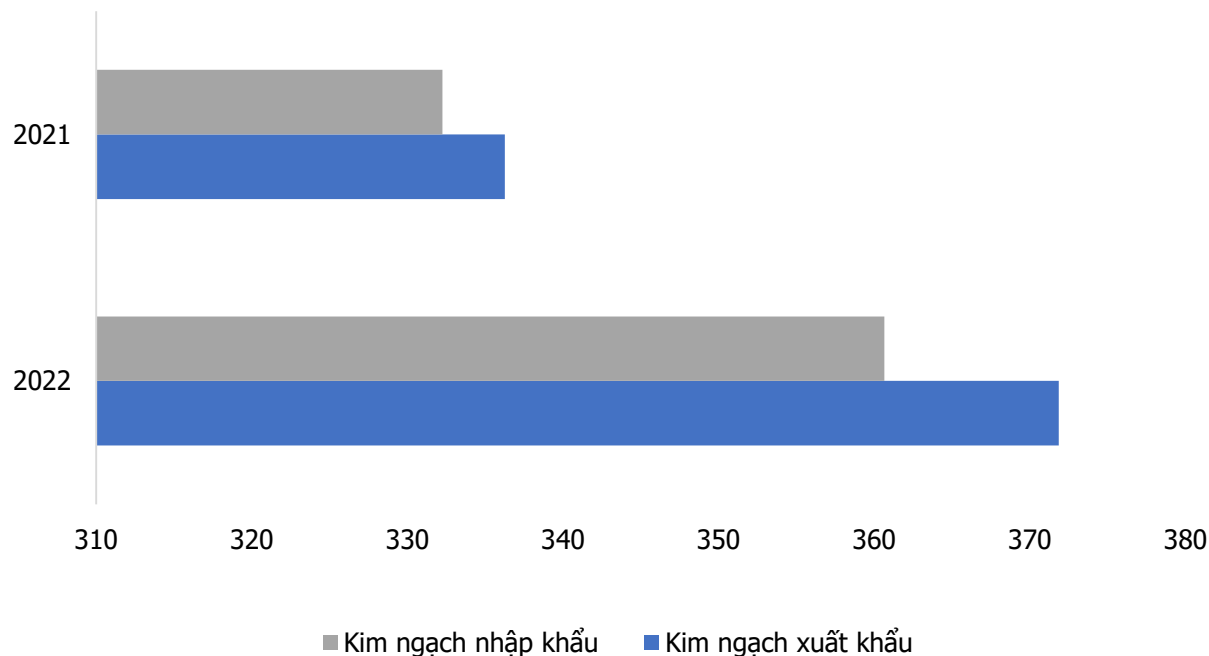
### Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng



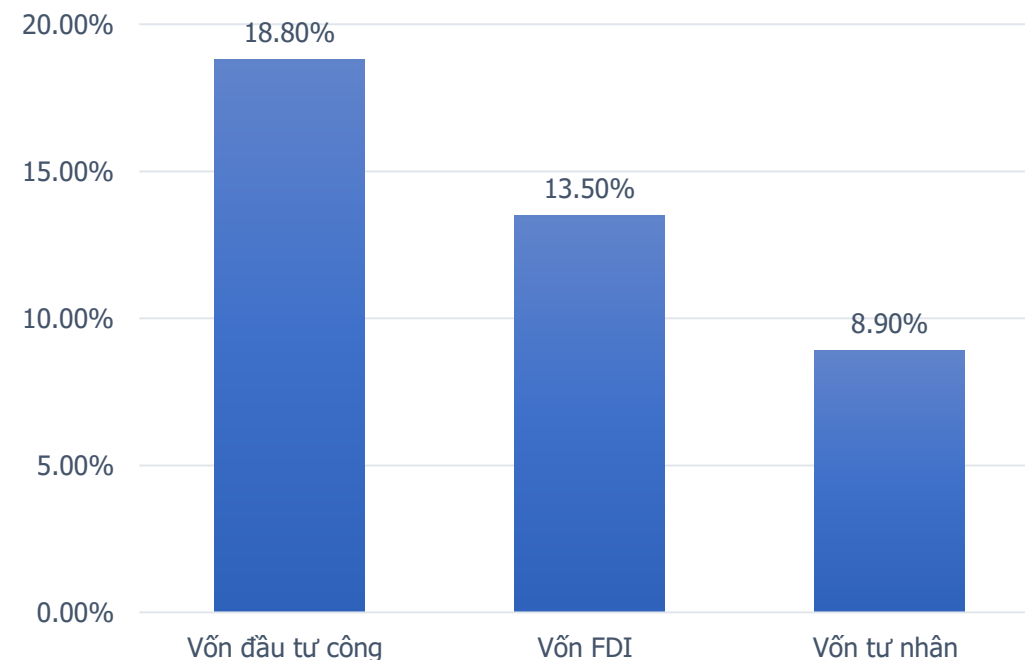
## Hoạt động xuất, nhập khẩu hàng hóa hồi phục mạnh mẽ

- Tính chung cả năm 2022, tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu hàng hóa ước đạt 732,5 tỷ USD, tăng 9,5% so với năm trước; trong đó, xuất khẩu tăng 10,6%; nhập khẩu tăng 8,4%. Cán cân thương mại hàng hóa năm 2022 ước tính xuất siêu 11,2 tỷ USD.
- Vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội quý IV/2022 theo giá hiện hành ước đạt 1.089,1 nghìn tỷ đồng, tăng 8,5% so với cùng kỳ năm trước. Ước tính năm 2022, vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội theo giá hiện hành đạt 3.219,8 nghìn tỷ đồng, tăng 11,2% so với năm trước.
- Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện tại Việt Nam năm 2022 ước đạt gần 22,4 tỷ USD, tăng 13,5% so với năm trước. Đây là số vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện cao nhất trong 5 năm qua.

### Kim ngạch xuất, nhập khẩu Việt Nam Đơn vị: Tỷ USD



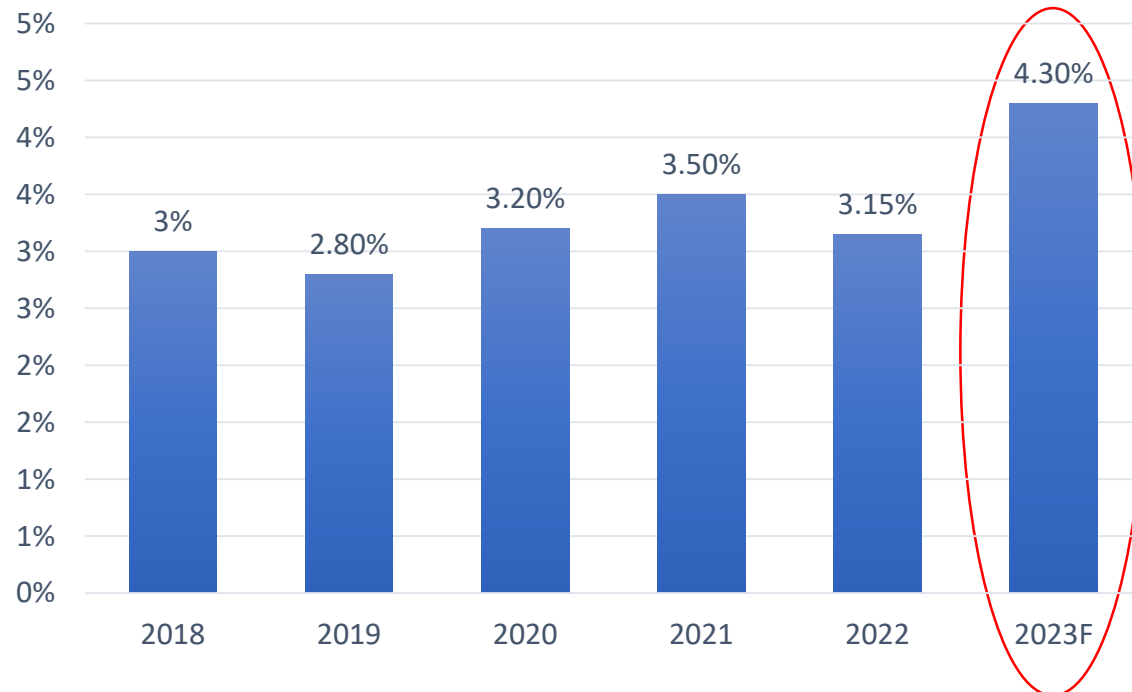
### Tăng trưởng vốn đầu tư các khu vực 2022



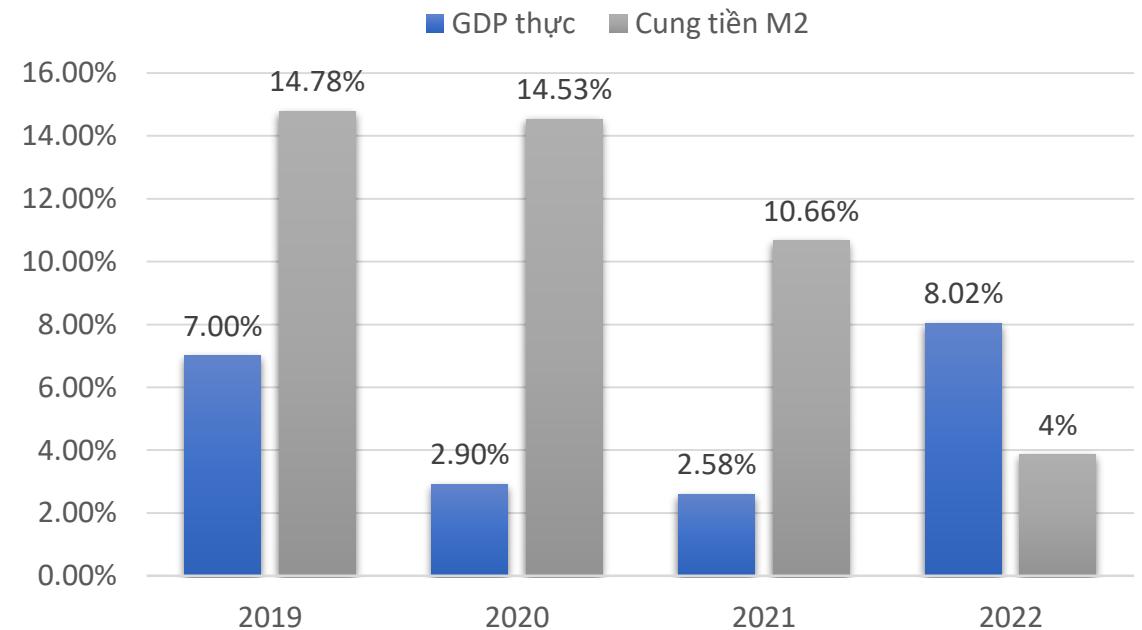
## Áp lực lạm phát vẫn là thách thức lớn trong năm 2023.

- Mặc dù chịu nhiều sức ép từ đà tăng lạm phát toàn cầu và áp lực tăng giá các hàng hóa cơ bản như xăng dầu song Việt Nam vẫn thành công trong việc duy trì mặt bằng lạm phát ở mức hợp lý. Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 12/2022 giảm 0,01% so với tháng trước, tăng 4,55% so với tháng 12/2021. Tính chung cả năm 2022, CPI tăng 3,15% so với năm 2021, đạt mục tiêu Quốc hội đề ra.
- Về dự báo lạm phát năm 2023, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả năm của Việt Nam được cho là sẽ ở mức 4-4,5% do có độ trễ vì nhập khẩu nhiều, lượng cung tiền lớn hơn theo thời vụ cuối năm 2022; và năm tới cũng là thời điểm phải chấp nhận tăng một số mặt hàng do nhà nước quản lý (lương cơ bản, giá điện, y tế, giáo dục...). Tuy nhiên mức lạm phát dự kiến sẽ ổn định cho phép NHNN Việt Nam dành nhiều dư địa hơn trong công tác điều hành chính sách tiền tệ so với các Quốc gia khác trên thế giới đang chịu áp lực lạm phát cao hiện nay.

### Diễn biến CPI qua các năm



### Mức tăng cung tiền và mức tăng GDP thực

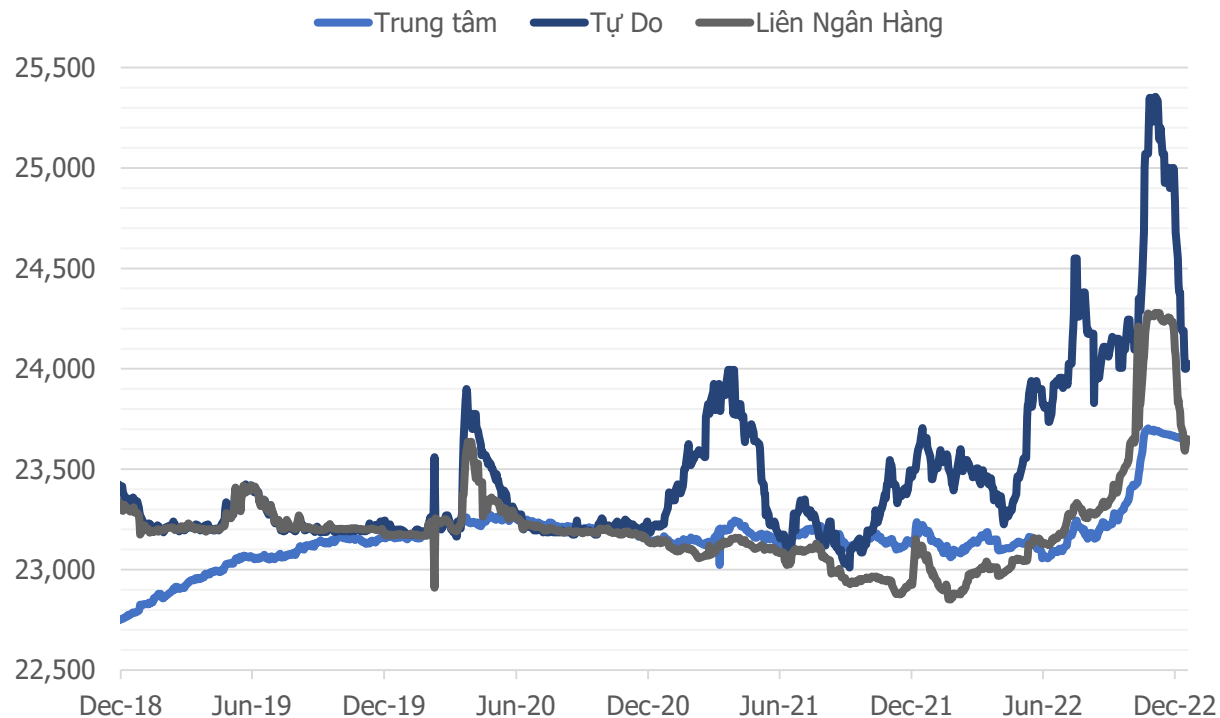


Nguồn: Politico, IMF

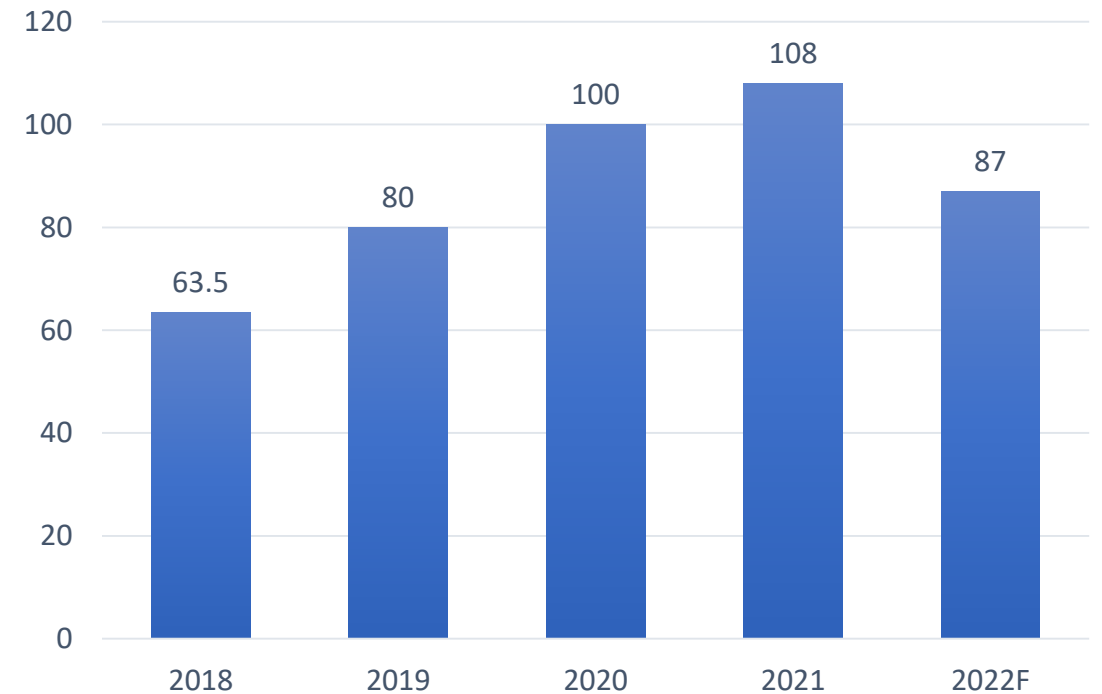
## Tỷ giá hối đoái biến động mạnh trong năm 2022 song dự kiến sẽ ổn định trong năm 2023

- Tỷ giá hối đoái ổn định đi ngang trong biên hẹp suốt giai đoạn 2018 – 2021, tuy nhiên bắt đầu biến động mạnh và VND mất giá đáng kể trong nửa cuối năm 2022 do áp lực tăng lãi suất mạnh tại Mỹ khiến đồng USD tăng vọt. Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã quyết định điều chỉnh biên độ tỷ giá giao ngay USD/VND từ mức  $\pm 3\%$  lên  $\pm 5\%$ . Có những thời điểm trong năm 2022, VND giảm khoảng 8,5% so với USD trước khi ổn định trở lại với mức mất giá chỉ trên 4%.
- Trong xu hướng ngắn hạn, VND sẽ tiếp tục chịu áp lực so với USD khi FED khả năng vẫn còn tăng thêm lãi suất trong năm 2023 tuy nhiên áp lực sẽ nhẹ hơn do USD đã chứng đà tăng so với hầu hết các đồng tiền khác, bao gồm cả VND. Sang năm 2023, VND dự kiến sẽ chỉ mất giá khoảng 2% so với USD khi FED sẽ dừng tăng lãi suất vào sau thời điểm tháng 3 năm 2023.

### Biến động tỷ giá VND/USD



### Dự trữ ngoại hối

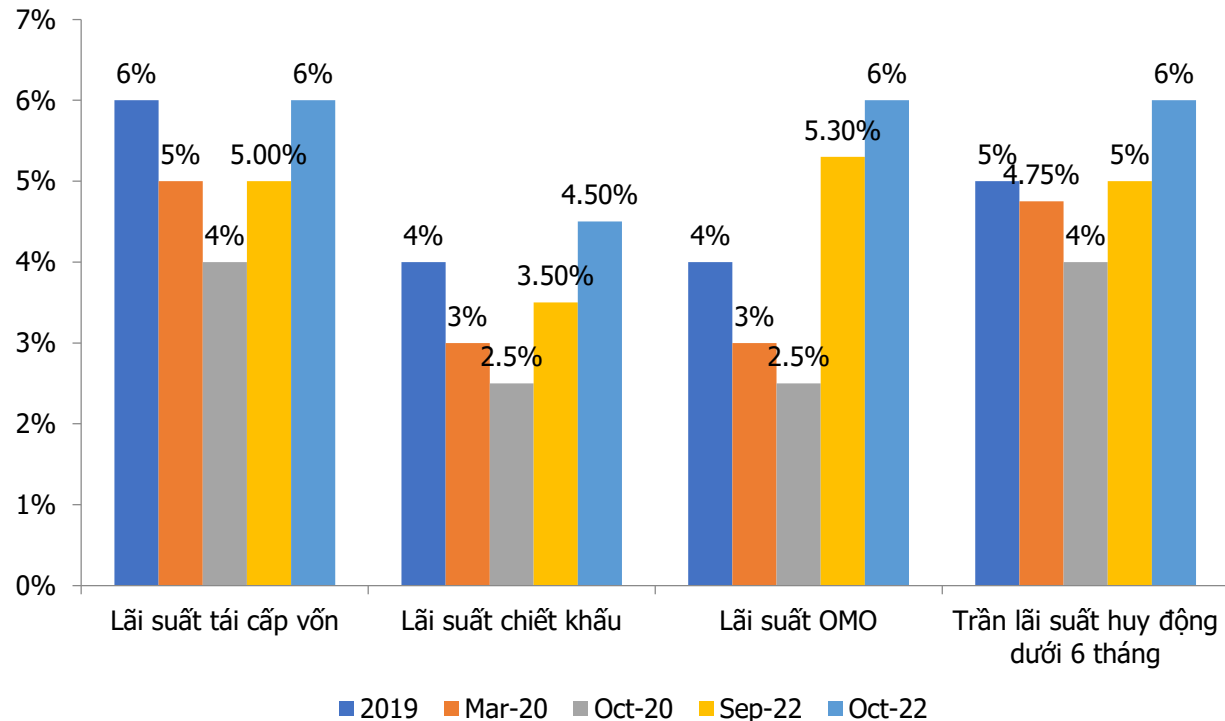


Nguồn: NHNN, Bloomberg

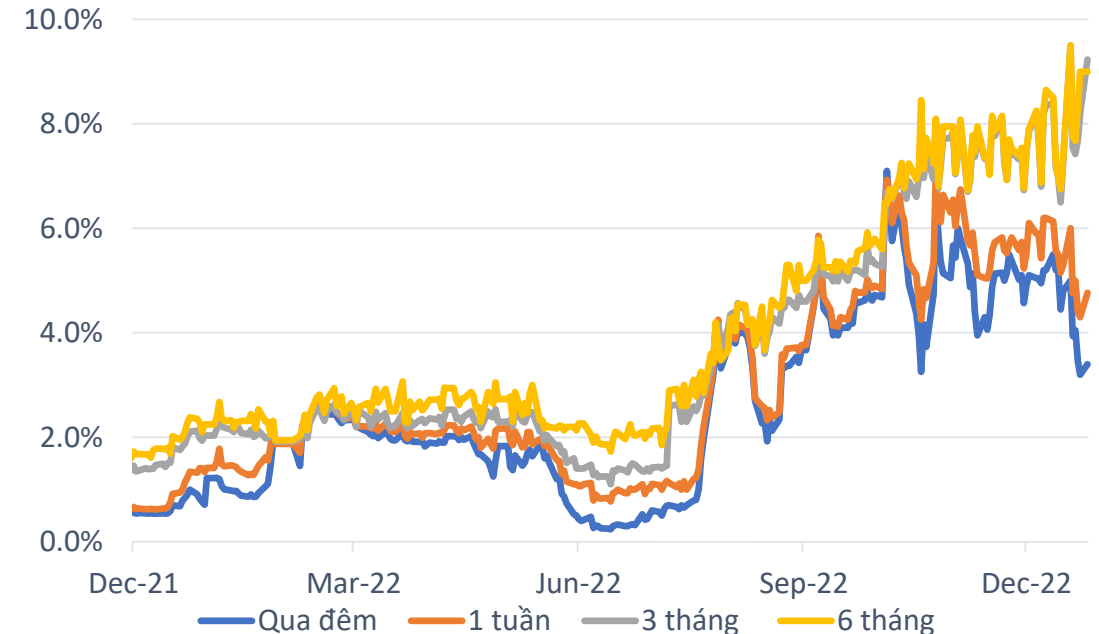
## NHNN hai lần điều chỉnh lãi suất điều hành: Kiểm chế lạm phát và giảm áp lực tỷ giá

- NHNN duy trì mặt bằng lãi suất điều hành ổn định trong giai đoạn 2018 -2019 và nới lỏng mạnh mẽ vào các năm 2020- 2021 để hỗ trợ nền kinh tế trong dịch Covid 19. Đến nửa cuối năm 2022, NHNN buộc phải hai lần điều chỉnh mức lãi suất điều hành về mức của năm 2019 để ổn định lạm phát và tỷ giá hối đoái. Việc điều chỉnh này nhằm ổn định thị trường tiền tệ, đặc biệt là sự chủ động, linh hoạt để ứng phó với tình trạng lạm phát và lãi suất của nhiều nước trên thế giới đang có chiều hướng tăng cao. Ngay sau mỗi lần điều chỉnh, nhiều ngân hàng thương mại cũng điều chỉnh lãi suất huy động và cho vay của mình.
- Trong bối cảnh Fed giảm tốc độ tăng lãi suất trong năm 2023 và chỉ số đồng USD có xu hướng giảm đồng thời lạm phát trong nước tăng nhưng vẫn trong tầm kiểm soát. Ngân hàng Nhà nước có thể xem xét ưu tiên mục tiêu ổn định mặt bằng lãi suất để hỗ trợ doanh nghiệp và nền kinh tế, đặc biệt trong nửa cuối năm 2023

### Mặt bằng các mức lãi suất điều hành của NHNN



### Lãi suất liên ngân hàng

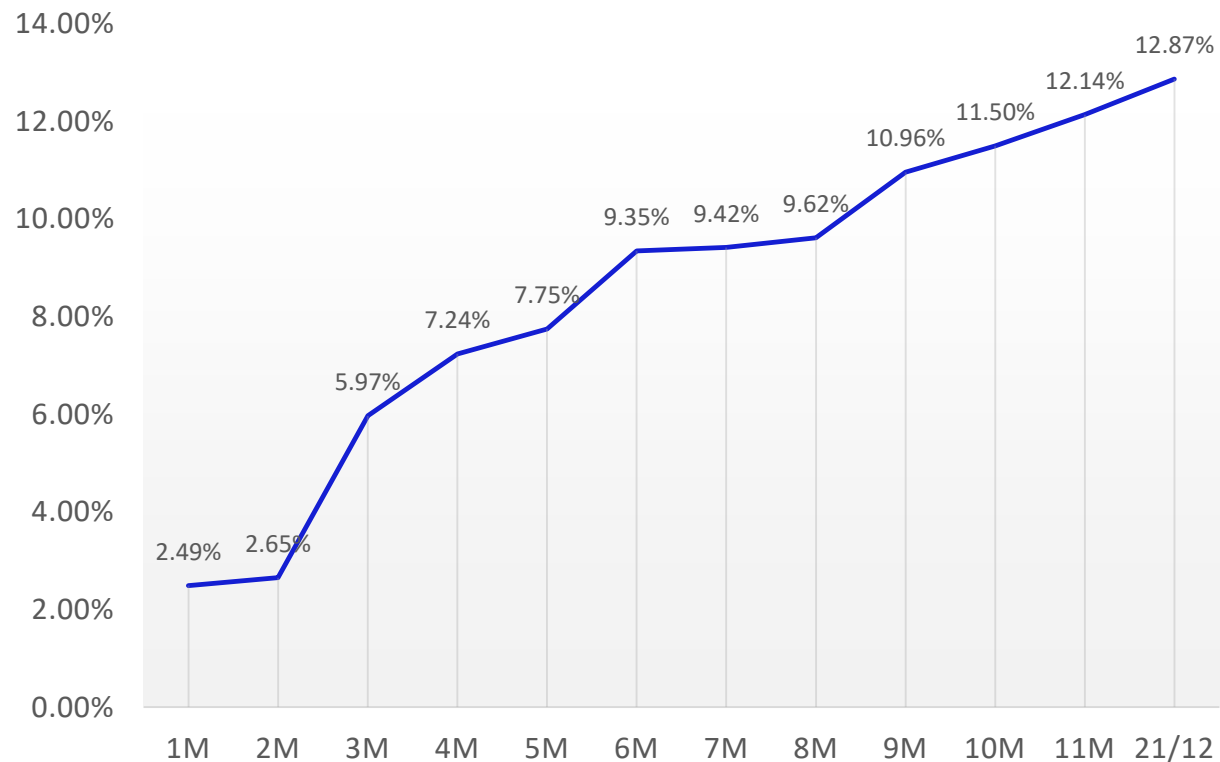




## Lãi suất tiền gửi và cho vay sẽ tăng dần và phụ thuộc nhiều vào khả năng hồi phục của nền kinh tế cũng như lạm phát

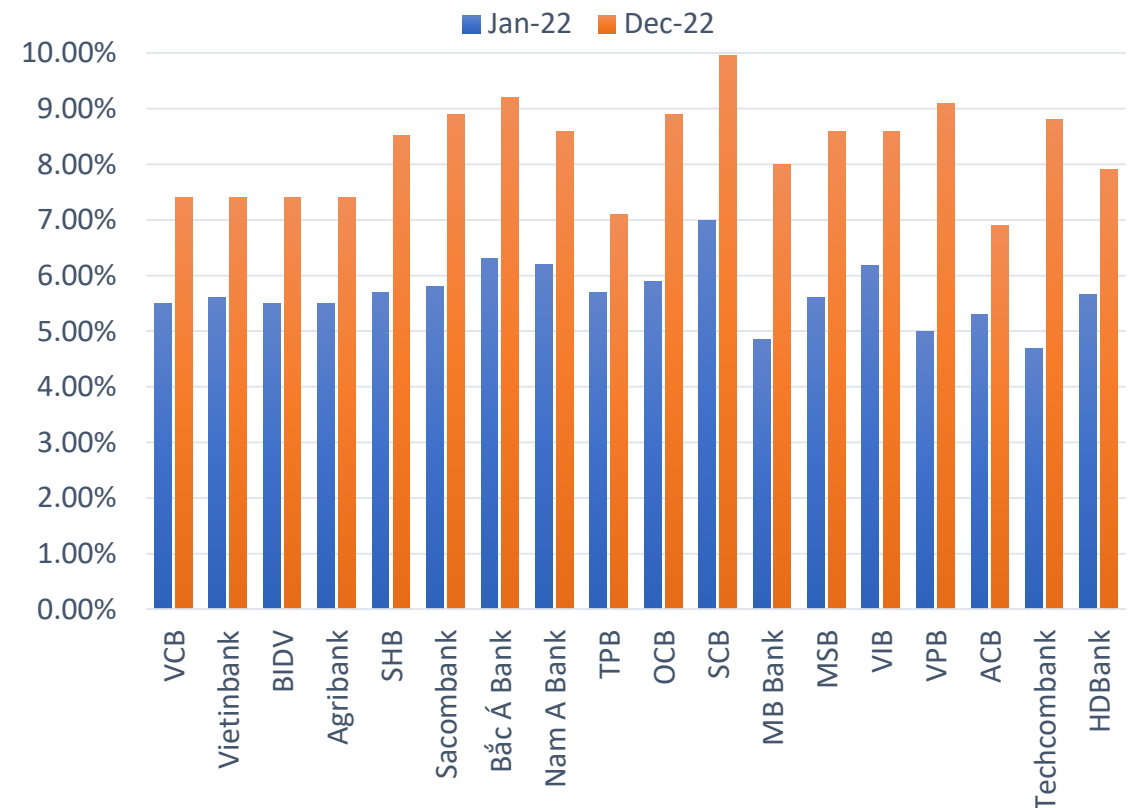
- Tính đến thời điểm 21/12/2022, tổng phương tiện thanh toán tăng 3,85% so với cuối năm 2021 (cùng thời điểm năm 2021 tăng 8,31%); huy động vốn của các tổ chức tín dụng tăng 5,99% (cùng thời điểm năm 2021 tăng 7,73%); tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế đạt 12,87% (cùng thời điểm năm 2021 tăng 12,53%).
- Chỉ tiêu tín dụng năm 2023 sẽ được Ngân hàng Nhà nước xem xét rất thận trọng và luôn lấy mục tiêu lạm phát là mục tiêu quan trọng hàng đầu trong điều hành tăng trưởng tín dụng. Bên cạnh đó, hệ thống ngân hàng sẽ tập trung vốn vào các lĩnh vực sản xuất kinh doanh, nhất là các lĩnh vực ưu tiên; kiểm soát tín dụng vào lĩnh vực rủi ro, nâng cao chất lượng tín dụng.

### Tăng trưởng tín dụng 2022



Nguồn: NHNN, Bloomberg, MBS tổng hợp

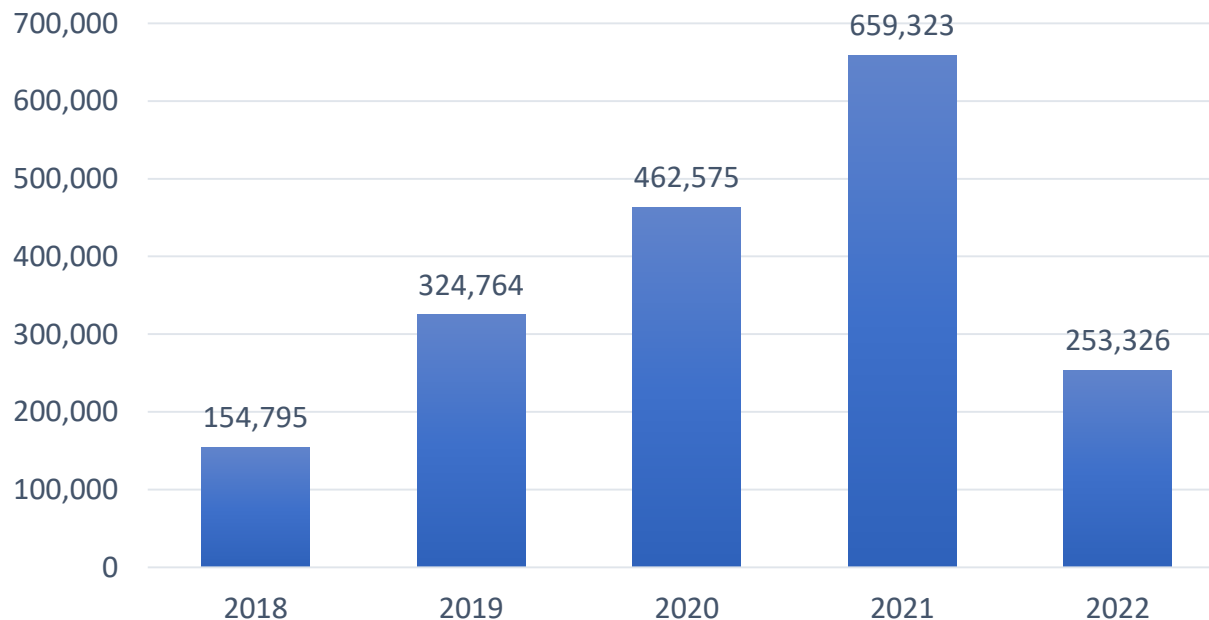
### Lãi suất tiền gửi các ngân hàng thương mại kỳ hạn 12 tháng



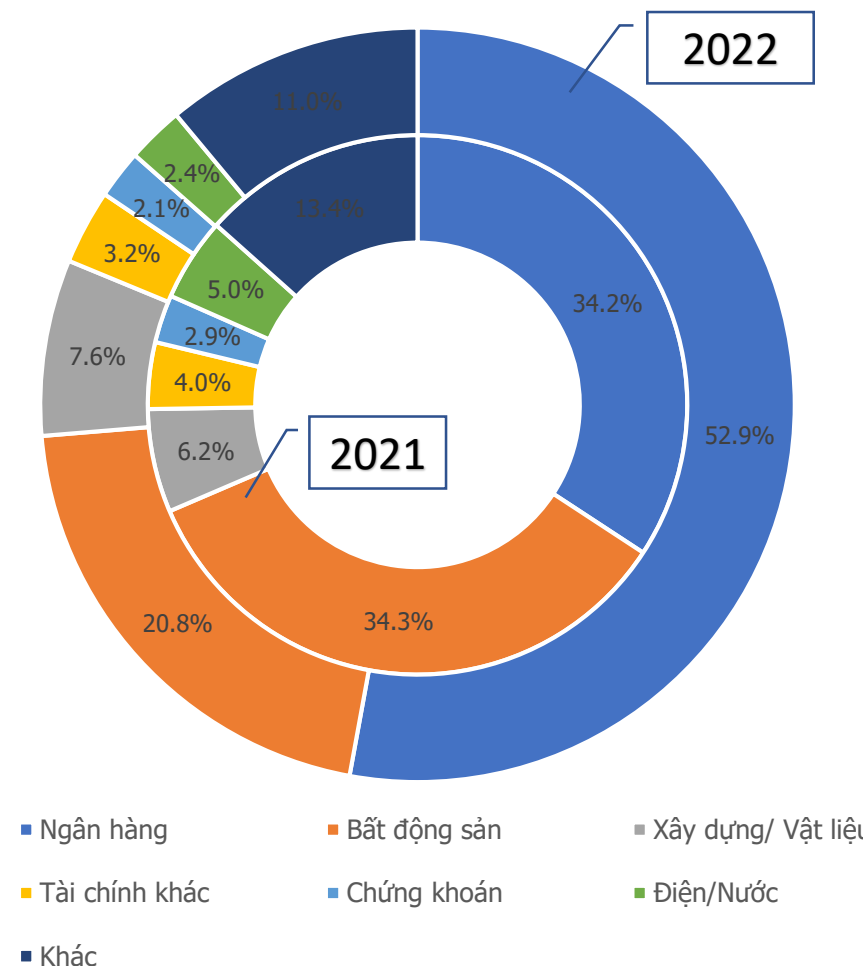
## Thị trường trái phiếu doanh nghiệp diễn ra trầm lắng trong năm 2022

- Tổng khối lượng phát hành trái phiếu trong Quý IV 2022 đạt 3.769 tỷ đồng giảm khoảng 98% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó không có trái phiếu phát hành ra công chúng.
- Trong năm 2022, tổng giá trị phát hành TPDN trong nước phát hành đạt khoảng 253.326 tỷ đồng (-62% yoy). Tổng giá trị phát hành riêng lẻ là 242.828 tỷ đồng tiếp tục là hình thức chủ đạo (95,7%). Đợt phát hành ra công chúng giá trị 10.498 tỷ đồng (chiếm 4,3% tổng GTPH). Nhìn chung, phát hành trái phiếu riêng lẻ vẫn được các doanh nghiệp ưu tiên lựa chọn.

**Lượng trái phiếu Doanh nghiệp phát hành**

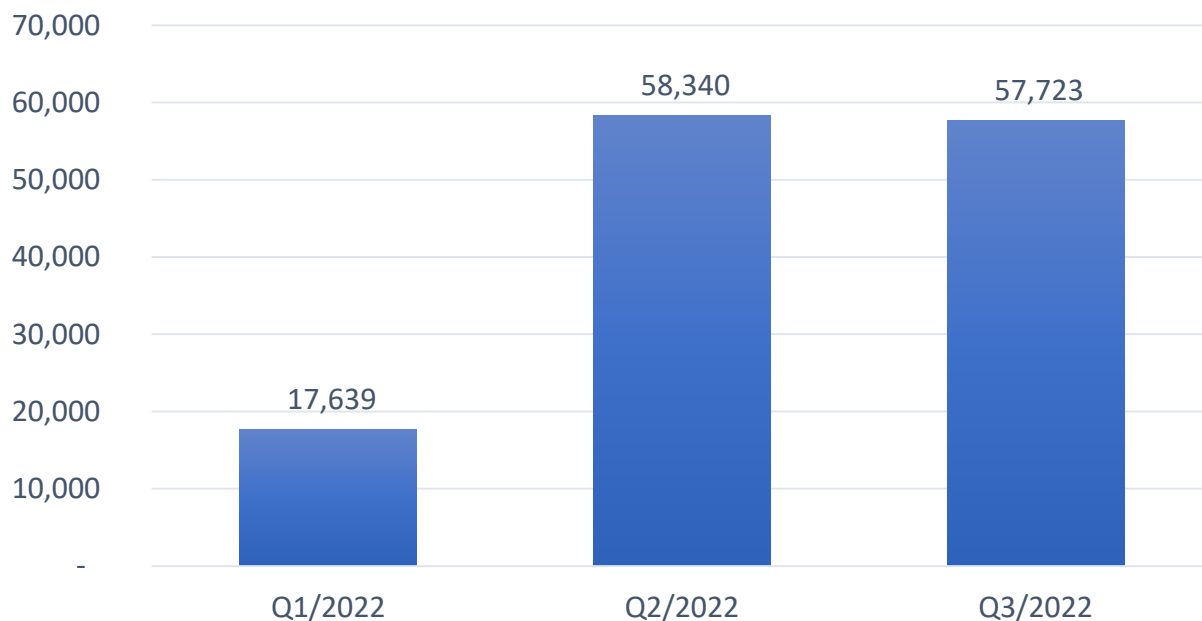


## Tỷ trọng phát hành theo nhóm ngành 21-22

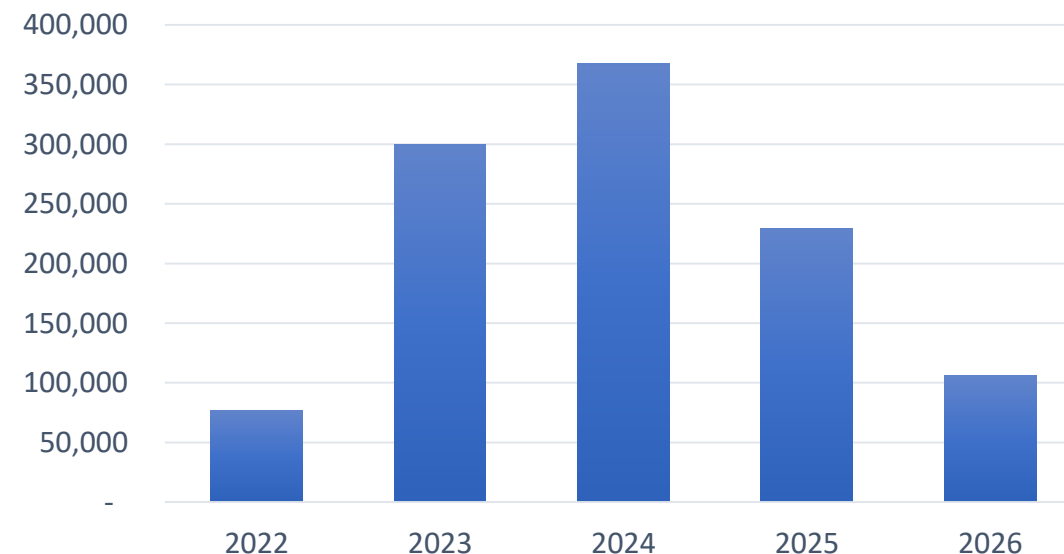


- Số liệu FiiRatings cho thấy dư nợ trái phiếu tính đến thời điểm cuối tháng 9 đạt hơn 1,3 triệu tỉ đồng (tương đương với hơn 13% GDP năm 2021). Trong đó, nếu loại bỏ các trái phiếu ngân hàng thì số dư nợ trái phiếu của các doanh nghiệp phi ngân hàng là 908.800 tỉ đồng và trên 50% là các trái phiếu không phải lĩnh vực bất động sản. Con số này trên thực tế chỉ chiếm khoảng 4% tổng dư nợ tín dụng toàn hệ thống ngân hàng Việt Nam. Trong quý 3, giá trị TPDN được mua lại là 57,723 tỷ đồng, giảm nhẹ so với Quý II/2022. Trong 9T.2022, khối lượng trái phiếu mua trước hạn đạt 135.180 tỷ đồng. Lượng mua lại trái phiếu có xu hướng tăng cao kể từ tháng 6/2022.
- Ước tính có khoảng 76.675 tỉ đồng trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ sẽ đáo hạn trong quý 4 năm nay, giảm 9,1% so với quý trước nhưng tăng 87,7% so với cùng kỳ. Trong đó, tỷ lệ đáo hạn của trái phiếu bất động sản, ngân hàng lần lượt là 34,1% và 32,9%. Số liệu này chỉ bao gồm các đợt phát hành riêng lẻ từ năm 2019 tới nay và không bao gồm các doanh nghiệp đã mua lại trái phiếu trước hạn. Ước tính có khoảng 142.200 tỉ đồng trái phiếu doanh nghiệp đã được mua lại trong 9 tháng đầu năm nay. Với tỷ lệ kể trên, riêng quý 4 có khoảng 20.071 tỉ đồng trái phiếu riêng lẻ ngành bất động sản đến hạn trả, giảm 40,3% so với quý 3 nhưng tăng 65,2% so với cùng kỳ. Khối lượng TPDN đáo hạn trong năm 2023 và 2024 ước khoảng 790 nghìn tỷ đồng, chiếm gần một nửa khối lượng TPDN đang lưu hành, có thể kéo theo nhu cầu phát hành để đảm bảo nhu cầu vốn của các doanh nghiệp trên thị trường.

**Giá trị mua lại TPDN**  
Đơn vị: Tỷ đồng



**Lượng trái phiếu dự kiến đáo hạn**  
Đơn vị: Tỷ đồng



## Thị trường chứng khoán thế giới

Năm 2022, hệ lụy từ các đợt bùng phát dịch Covid-19, gián đoạn sâu chuỗi cung ứng, khủng hoảng năng lượng & lương thực, cơn bão lạm phát cùng với chính sách chống dịch mạnh mẽ từ Trung Quốc đã & đang bóp nghẹt đà tăng trưởng của nền kinh tế toàn cầu. Theo đó, TTCK thế giới cũng đánh dấu 1 năm nhiều biến động trước các tác động của nền kinh tế và các chính sách điều hòa của các NHTW.

Các NHTW toàn cầu đang chạy đua chống lạm phát, một hệ quả từ việc theo đuổi chính sách tiền tệ siêu nới lỏng trong đại dịch covid-19. Hơn 90% ngân hàng trung ương trên thế giới đã tăng lãi suất trong năm 2022, trong đó riêng các ngân hàng trung ương của 10 loại tiền tệ được giao dịch nhiều nhất trên toàn cầu đã tăng lãi suất 2.700 điểm cơ bản (trong 54 lần tăng lãi suất trong 12 tháng qua).

Năm 2022 có lẽ là một năm khắc nghiệt chưa từng thấy với nhà đầu tư trên toàn cầu khi chịu tác động trước "cơn bão thanh khoản" khiến hàng ngàn tỷ đô bị thổi bay khỏi thị trường cổ phiếu thế giới, thị trường trái phiếu lao đao, thị trường tiền tệ, hàng hóa hỗn loạn và một vài đế chế tiền ảo sụp đổ. Thị trường cổ phiếu toàn cầu "bốc hơi" 14 ngàn tỷ USD. Đà lao dốc diễn ra trong bối cảnh thế giới đã có gần 54 đợt nâng lãi suất, cuộc chiến ở Ukraine, câu chuyện lạm phát tăng vọt khi thế giới bước ra khỏi thế giới dịch bệnh. Đây cũng là năm tồi tệ nhất đối với S&P 500 trong hơn 1 thập kỷ trở lại đây khi chứng kiến giảm ~ 19% so với đầu năm, lần đầu tiên ghi nhận mức giảm 2 chữ số kể thời kỳ Đại Suy thoái năm 2008.

Trong khi lạm phát vẫn chưa được kiểm soát, lãi suất tăng và giữ ở mức cao, thị trường việc làm suy yếu, tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn kỳ vọng, và những bất ổn địa chính trị tiếp tục là các tác nhân đẩy nền kinh tế toàn cầu đối mặt với nguy cơ suy thoái nhẹ trong năm 2023. TTCK có thể sẽ đi ngang trong năm tới, và là năm đầu tiên không tăng trưởng trong hơn 2 thập kỷ trở lại đây, trong đó thị trường sẽ biến động trong nửa đầu năm 2023 khi các biến số vĩ mô tiếp tục duy trì kém khả quan trước khi chứng kiến phục hồi trong nửa cuối năm khi Fed giảm tốc mức tăng lãi suất trên nền lạm phát được kiểm soát tốt hơn. Các chiến lược gia nhấn mạnh nếu một cuộc suy thoái kết thúc vào cuối năm 2023, thị trường chứng khoán có thể bước vào một đợt tăng giá mới.

Mặc dù định giá P/E của S&P500 đã giảm mạnh nhưng chưa rẻ so với các nhịp Bear market hoặc suy thoái đã từng diễn ra trong lịch sử. Thật vậy, P/E của S&P 500 giảm 42% kể từ mức đỉnh 32.3 lần về mức 18.6 lần nhưng vẫn cao hơn so với mức trung vị 17.3 lần trong hơn 60 năm trở lại đây. Một cuộc khảo sát gần đây đối với các nhà dự báo hàng đầu ở Phố Wall của đã đưa ra dự báo chỉ số S&P 500 có thể sẽ tiếp tục trong xu hướng giảm và tạo đáy trong 2 quý đầu năm 2022 và có thể sẽ phục hồi về nửa cuối năm với mức ước tính trung bình của S&P 500 là 4.031 điểm (tăng nhẹ 4% so với mức 3.844 điểm hiện tại).

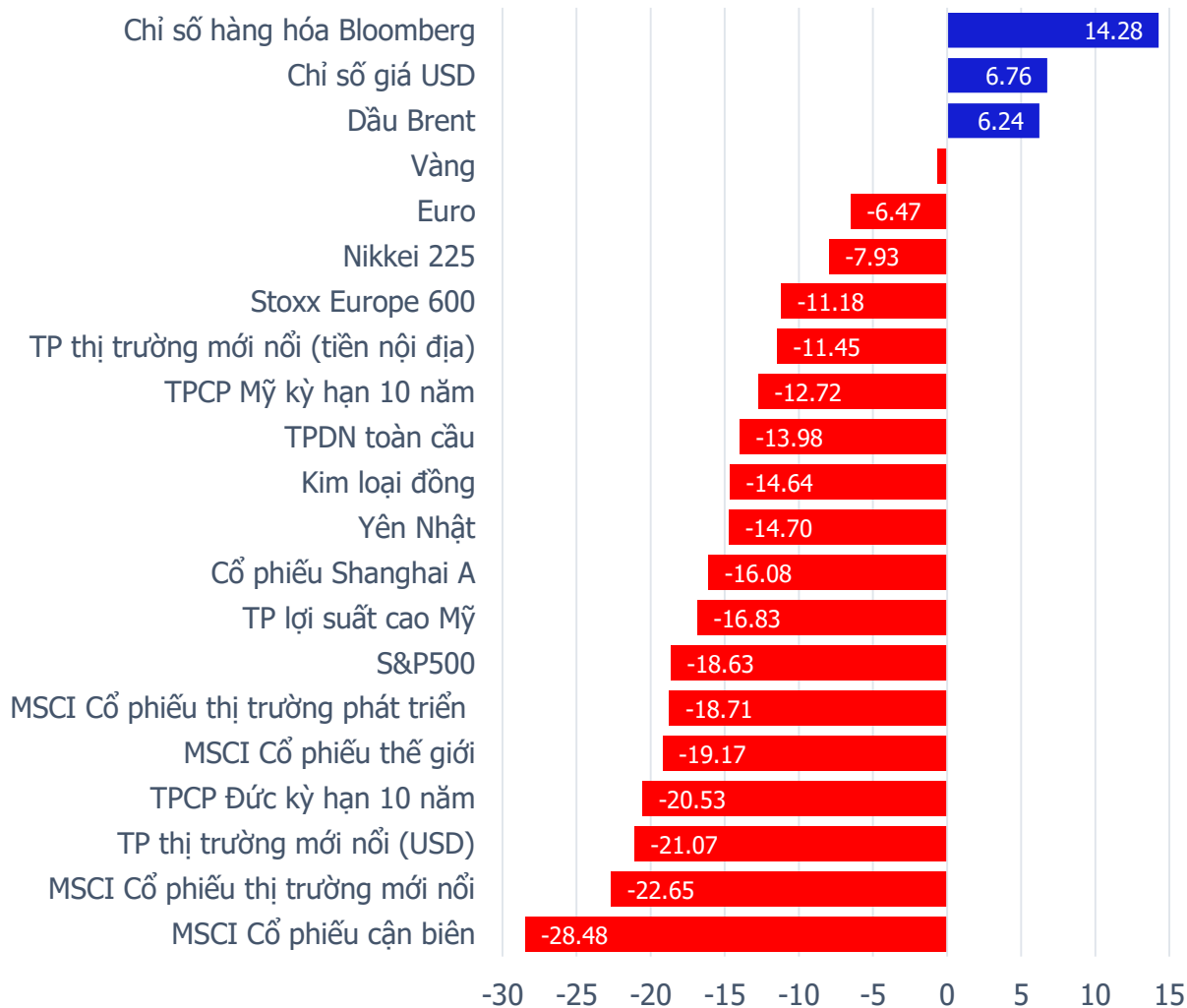
- ✓ **Thị trường tài sản toàn cầu sụt giảm mạnh trước “cơn bão” thanh khoản bởi chính sách thắt chặt tiền tệ của các NHTW nhằm chống lạm phát.**
  - **Chỉ số điều kiện tài chính tại Mỹ (US financial conditions Index) cho thấy mức độ thắt chặt đã giảm bớt nhưng sẽ vẫn duy trì.**
  - **Tăng trưởng cung tiền M2 sụt giảm trên toàn cầu tiếp tục gây khó khăn về thanh khoản...**
  - **Làn sóng giảm quy mô thanh khoản của các NHTW vẫn sẽ gây khó khăn cho TTCK**

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI

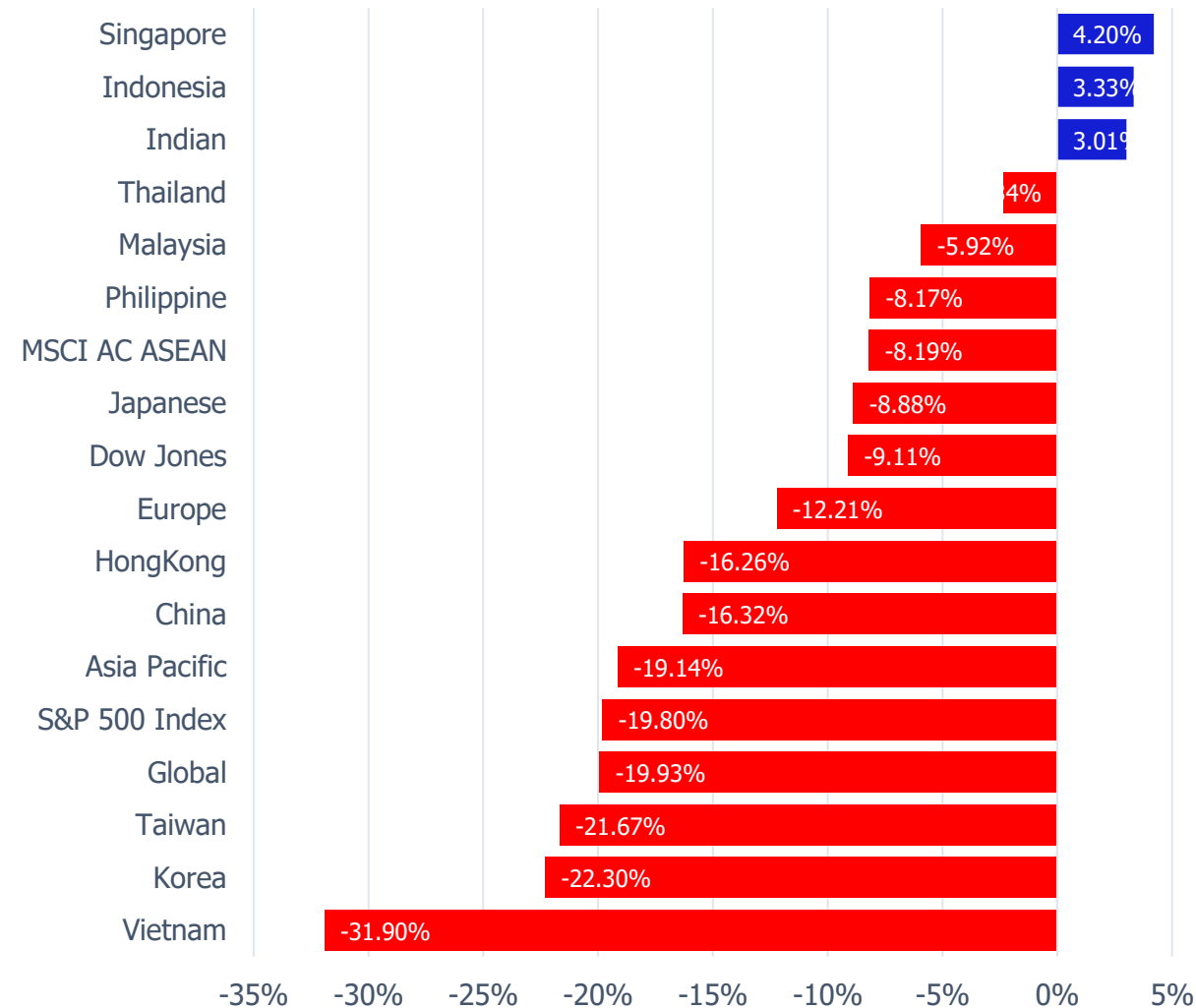


TTCK toàn cầu gần như bước vào Bear market trước áp lực thắt chặt tiền tệ nhằm chống lạm phát của các NHTW

### Xu hướng các loại tài sản (% , YTD)



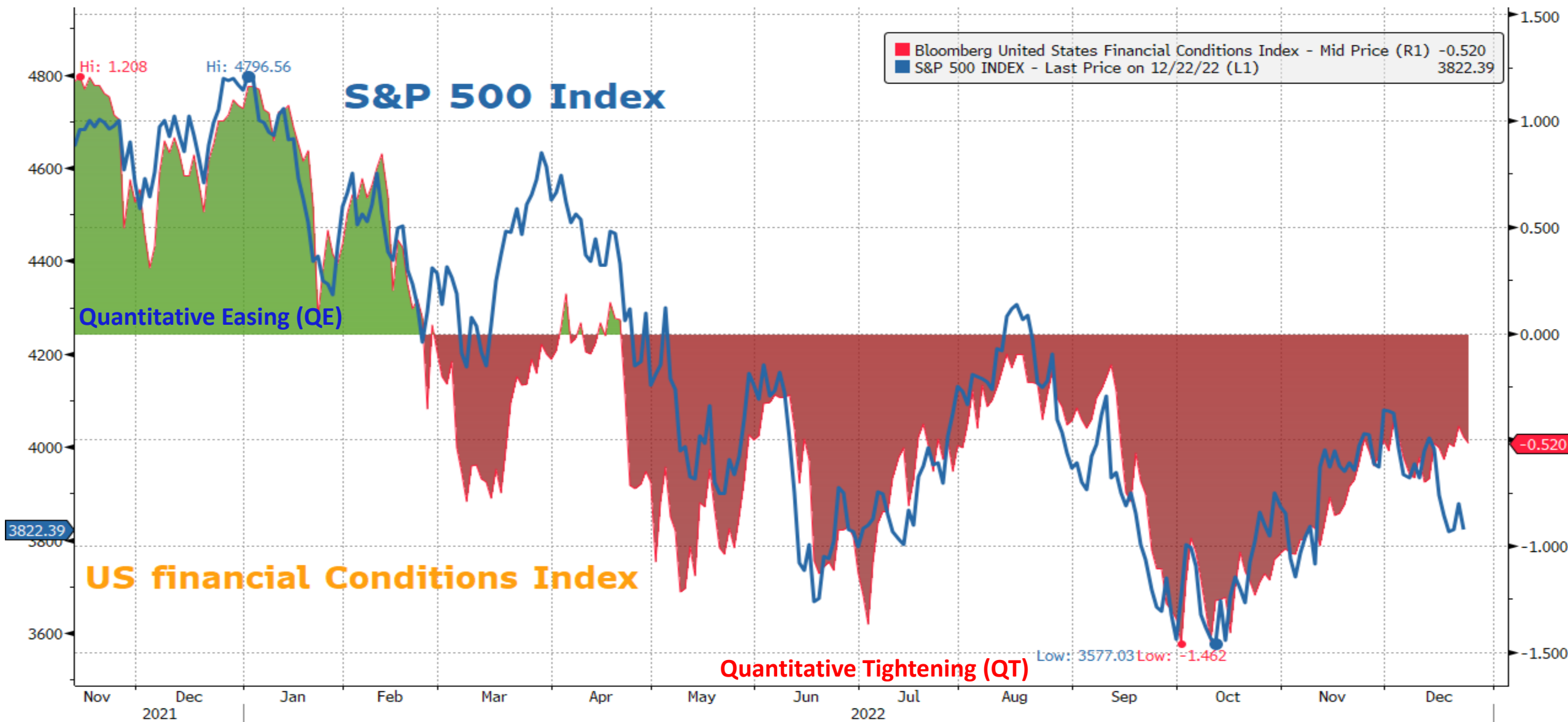
### Xu hướng các nhóm chỉ số lớn trên toàn cầu (YTD)



# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI



Chỉ số điều kiện tài chính Mỹ được thống kê bởi Bloomberg đã bớt dần mức độ thắt chặt mặc dù xu hướng vẫn duy trì...



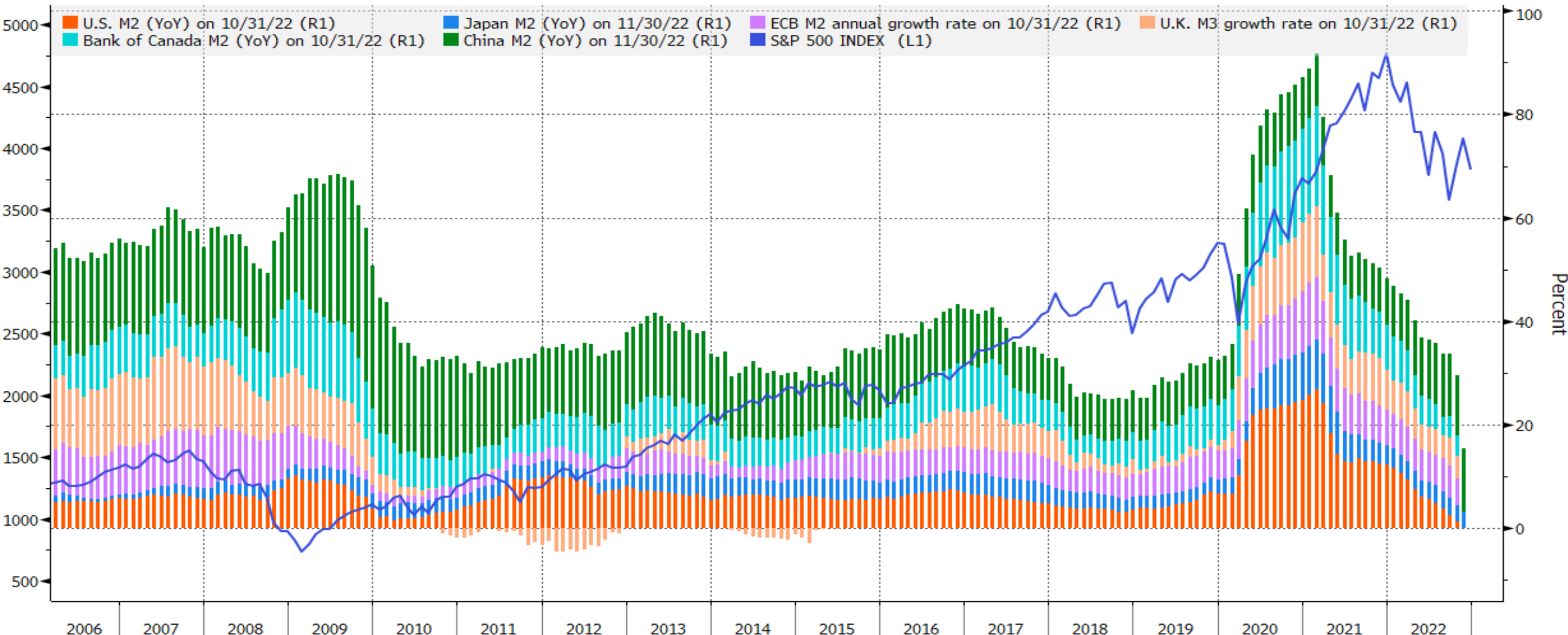
# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI



Tăng trưởng cung tiền M2 sụt giảm trên toàn cầu tiếp tục gây khó khăn về thanh khoản...

## Show Me the Money

Growth rates in money supply are slipping across the globe



Source: Bloomberg

M2% YOY Index (Federal Reserve Money Supply M2 YoY % Change) Banks Fed vs %M2 YoY Monthly 30NOV2011-31DEC2022

Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P.

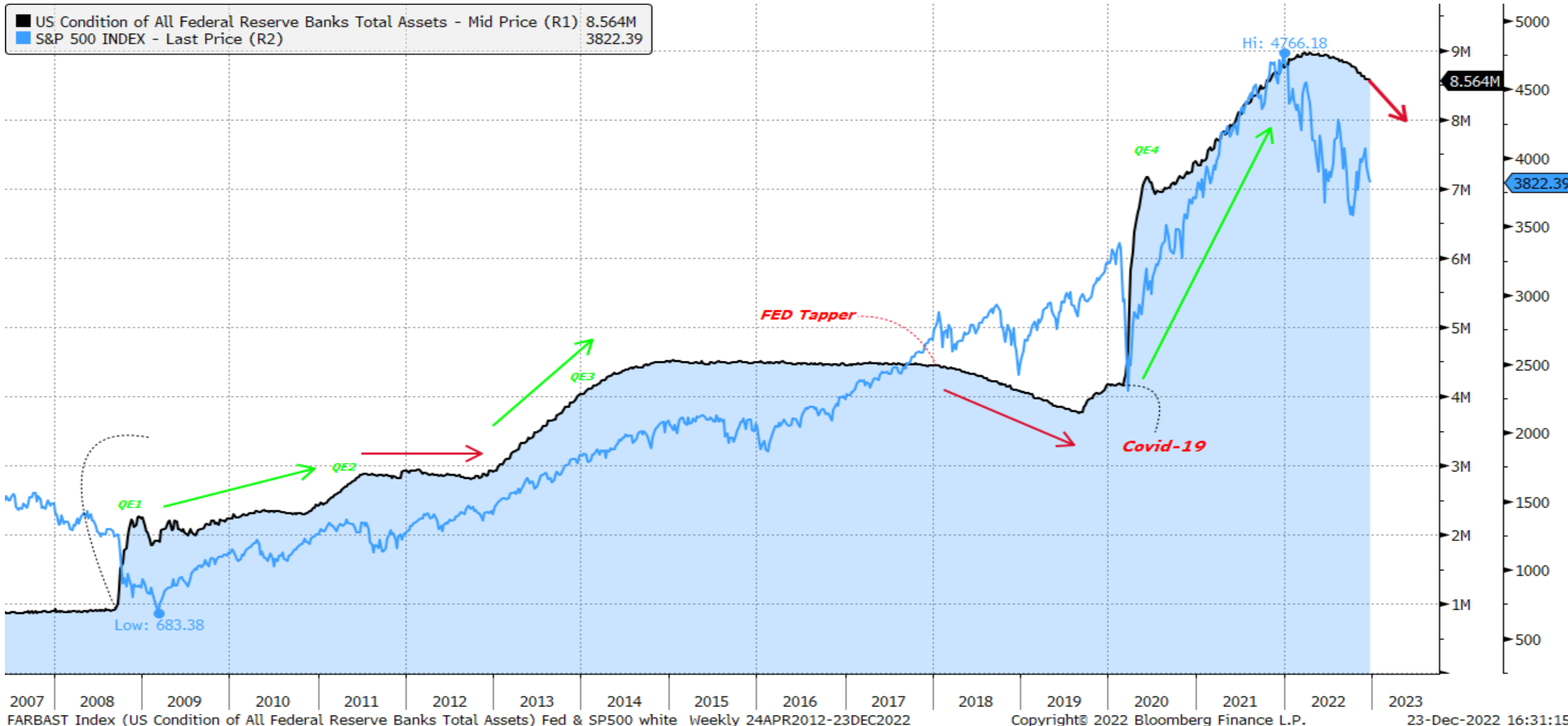
23-Dec-2022 15:50:53



# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI



FED đồng thời giảm dần quy mô bảng cân đối tài sản rút tiền về gây áp lực cho TTCK Mỹ

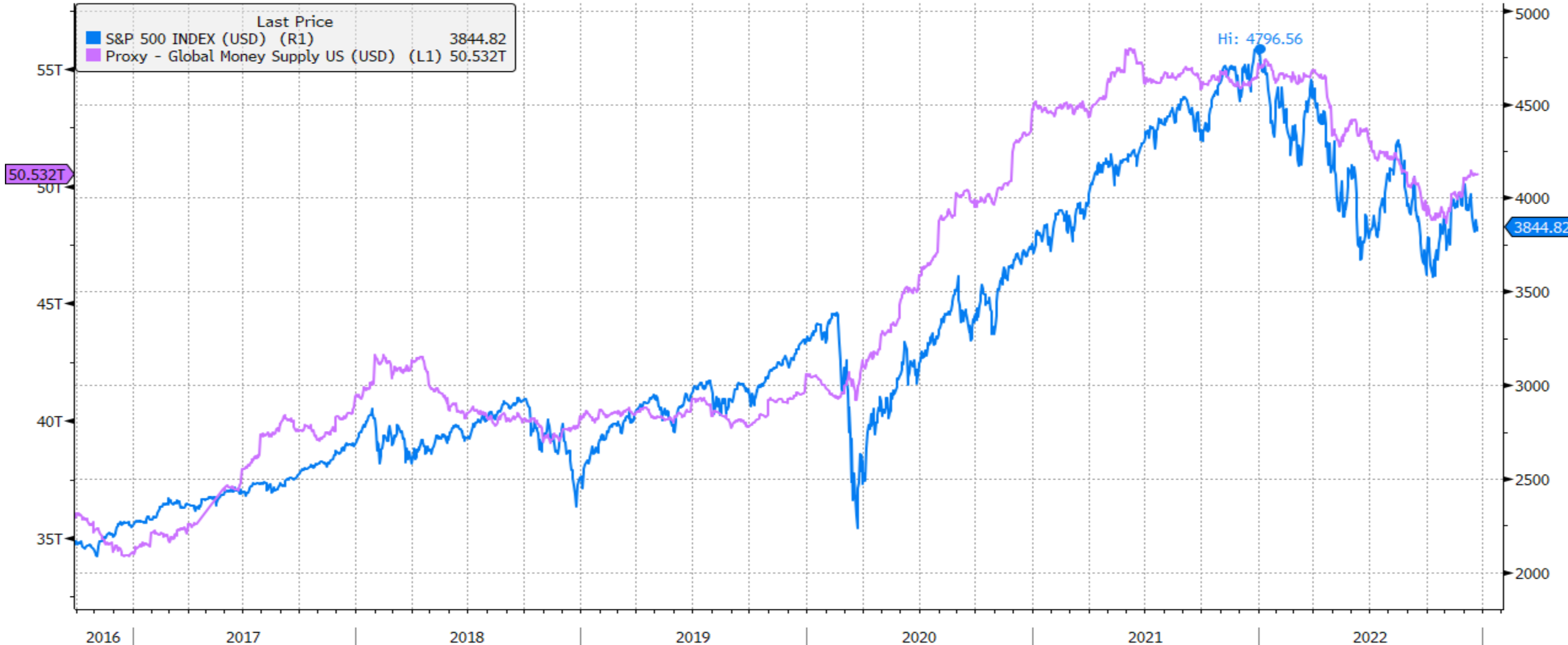


# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI



Xu hướng giảm quy mô thanh khoản của các NHTW vẫn sẽ duy trì tác động trong năm 2023

**Global Money Supply vs Stock Market**  
Central Banks continue tightening

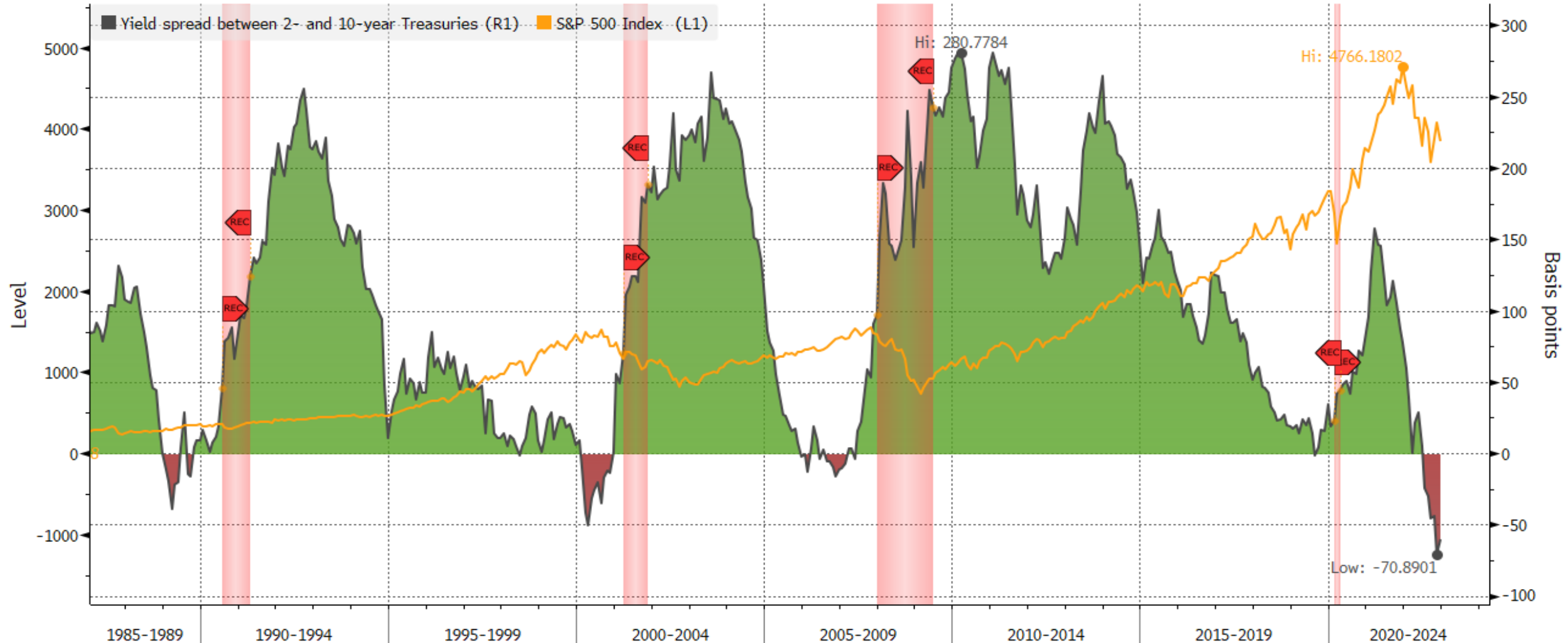


- ✓ **Thị trường đã và đang phản ứng trước rủi ro suy thoái trong năm 2023 khi các tín hiệu đang cảnh báo:**
  - **Chênh lệch LSTP Mỹ 2y-10Y về mức thấp nhất (-70.8 bps) trong hơn 30 năm qua.**
  - **Chỉ số US Leading Index cũng cảnh báo nguy cơ suy thoái khi lần đầu tiên quay lại mức tăng trưởng âm trong năm 2022 sau lần suy thoái gần nhất do đại dịch Covid-19**
  - **Chỉ số S&P 500 giảm mạnh trong năm 2022 và xu hướng đang khá đồng pha với các lần suy thoái gần nhất trong lịch sử.**

Rủi ro suy thoái gia tăng rất rõ khi chênh lệch LSTP Mỹ 2y-10Y về mức thấp nhất (-70.8 bps) trong hơn 30 năm qua

## Timing an Exit

A steepening Treasury curve has historically signaled time to get out of stocks



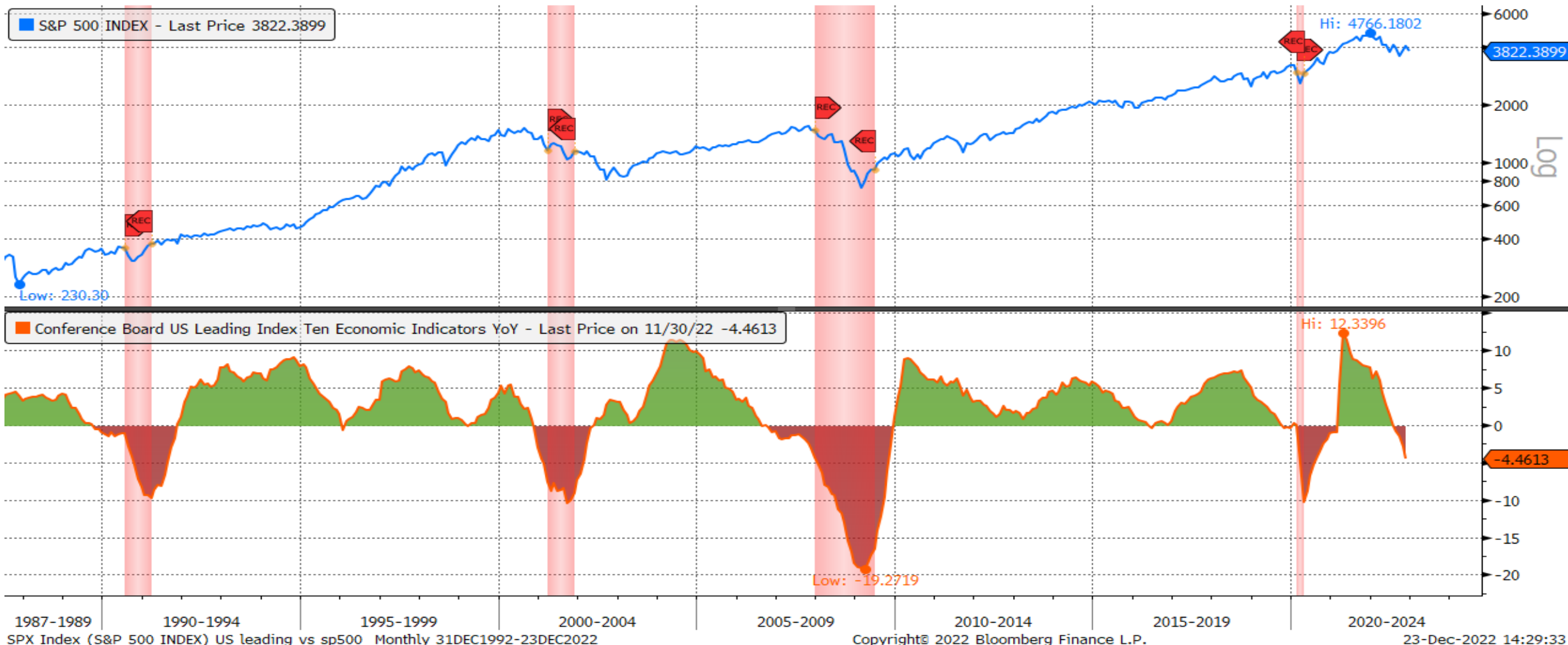
Source: Bloomberg

## US Leading Index cũng cảnh báo nguy cơ suy thoái khi quay lại mức tăng trưởng âm trong năm 2022

Leading Economic Indicators (LEI) là thước đo gồm 10 chỉ số được thiết kế để cho biết nền kinh tế Mỹ đang tốt lên hay xấu đi. Báo cáo được công bố bởi tổ chức phi lợi nhuận Conference Board. Số liệu giảm về mức 4.46 điểm trong thời gian vừa qua cho thấy chu kỳ thắt chặt tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang đang cắt giảm các khía cạnh của hoạt động kinh tế, đặc biệt là nhà ở. Chỉ báo này đã dự báo rất chính xác các lần suy thoái trong vòng hơn 30 năm trở lại đây.

### Leading Economic Indicators and the Oncoming Recession

U.S. LEI YoY change show a strong warning signal

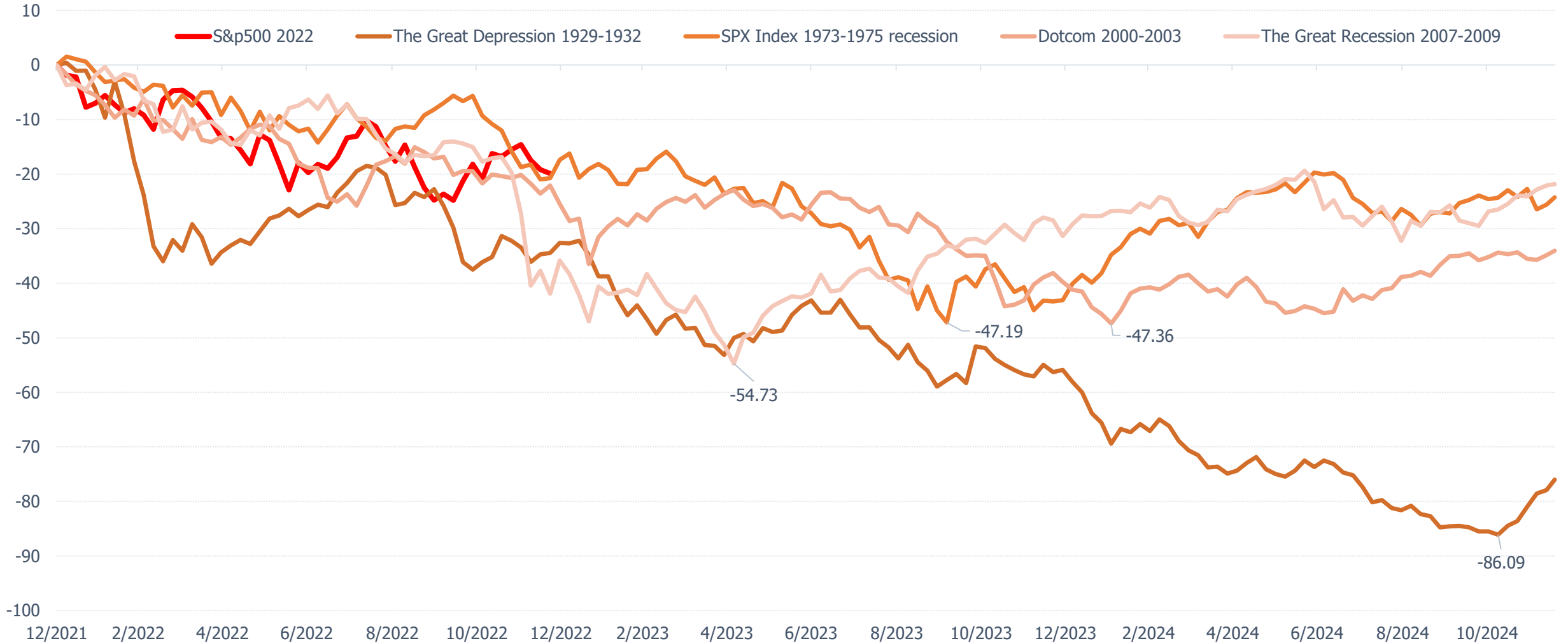


# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI



So sánh giai đoạn downtrend của S&P500 năm 2022 và giai đoạn 1929/1933 - 1973/1975 – Dotcom 2000/2003 -2007/2009

Diễn biến chỉ số S&P500 trong các cuộc khủng hoảng và suy thoái lớn trong lịch sử



- ✓ **Phản ứng của thị trường: Thanh khoản sụt giảm, áp lực hạ đòn bẩy diễn ra, tâm lý thị trường thận trọng là những gì diễn ra trong năm qua.**
  - **Theo dữ liệu từ Finra, áp lực hạ đòn bẩy trên TTCK mỹ đã khiến lượng tài khoản có dư nợ margin giảm hơn 30% kể từ mức đỉnh.**
  - **Vị thế bán khống (short) chỉ số S&P500 ở mức cao so với các nhịp giảm mạnh gần đây cho thấy tâm lý khá thận trọng của giới đầu tư...**
  - **Vị thế quyền chọn bán tăng mạnh vào nửa cuối năm báo hiệu khả năng rung lắc của thị trường còn tiếp diễn.**
  - **Mức trung bình động MA200 của chỉ số S&P500 (3.660 điểm) theo đồ thị tuần là ngưỡng cảnh báo khả năng thị trường có thể giảm sâu hơn trước một cuộc suy thoái hay không?**

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI

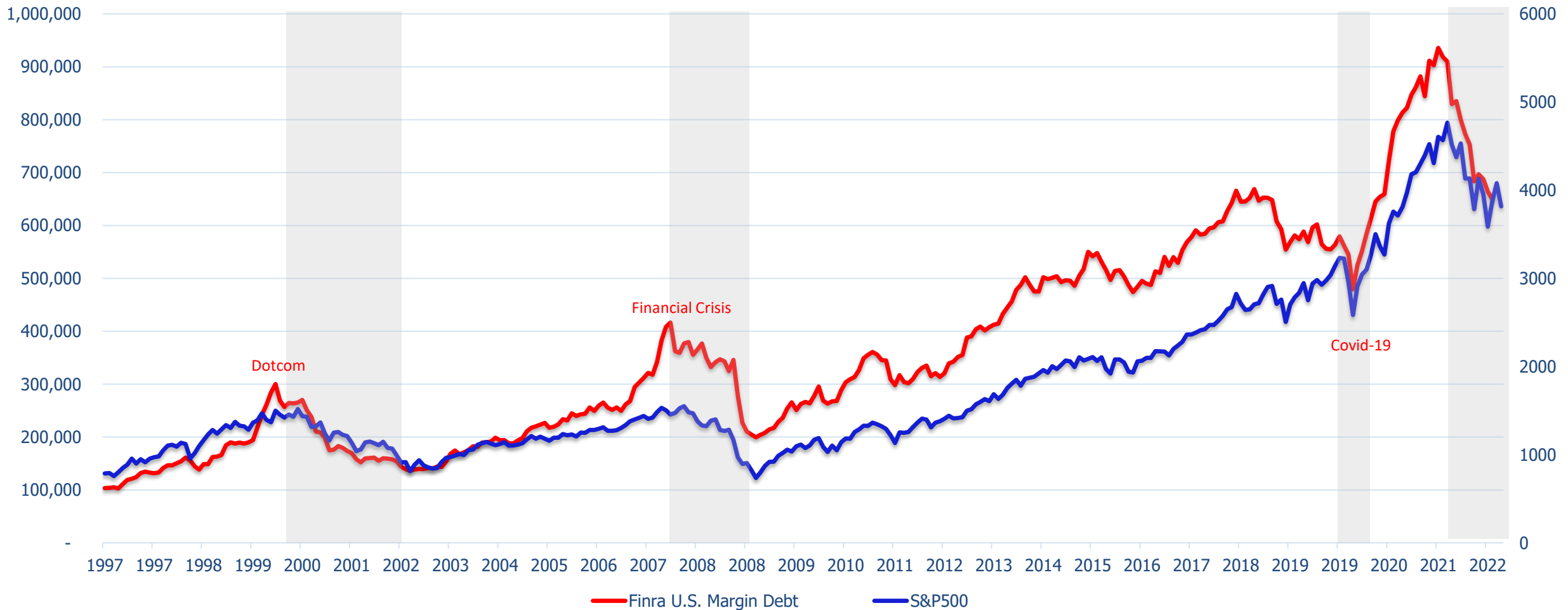


## Margin Call: Áp lực hạ đòn bẩy mạnh khiến TTCK Mỹ chao đảo!

Theo dữ liệu từ Finra, áp lực hạ đòn bẩy trên TTCK Mỹ đã khiến lượng tài khoản có dư nợ margin giảm hơn 30% kể từ mức đỉnh. Diễn biến này cũng là một trong những nhân tố tác động đến thị trường trong những giai đoạn trước đây như thời điểm Fed thắt chặt năm 2018, bong bóng dotcom hay khủng hoảng tài chính 2007-2008.

Với xu hướng lãi suất tăng cao trên toàn cầu, dòng tiền thu hẹp, lượng margin sụt giảm sẽ vẫn là yếu tố có thể khiến thị trường chưa lạc quan ngay trong ngắn hạn.

Finra Margin Debt & S&P500 Index



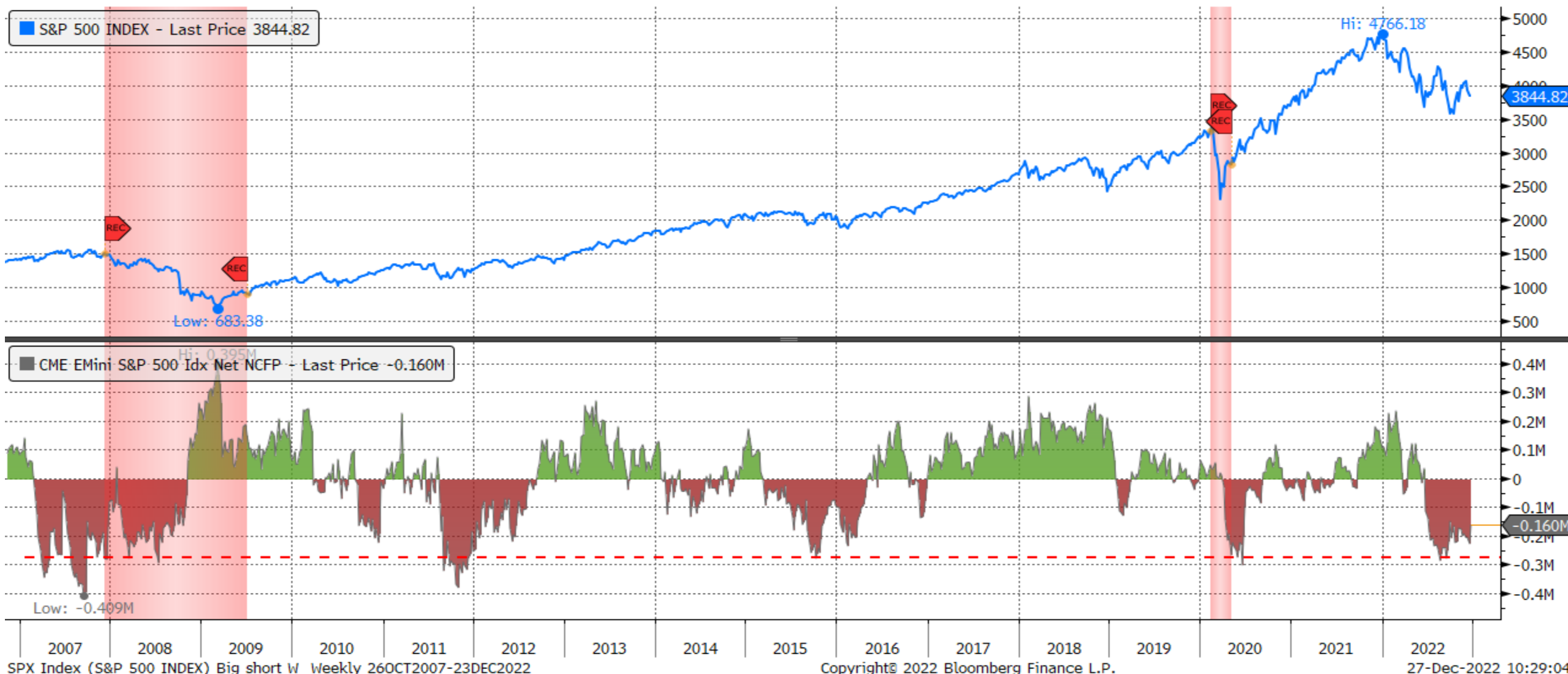


# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI



Vị thế short S&P500 ở mức cao nhất trong các nhịp giảm mang tính lịch sử cho thấy tâm lý thận trọng của giới đầu tư...

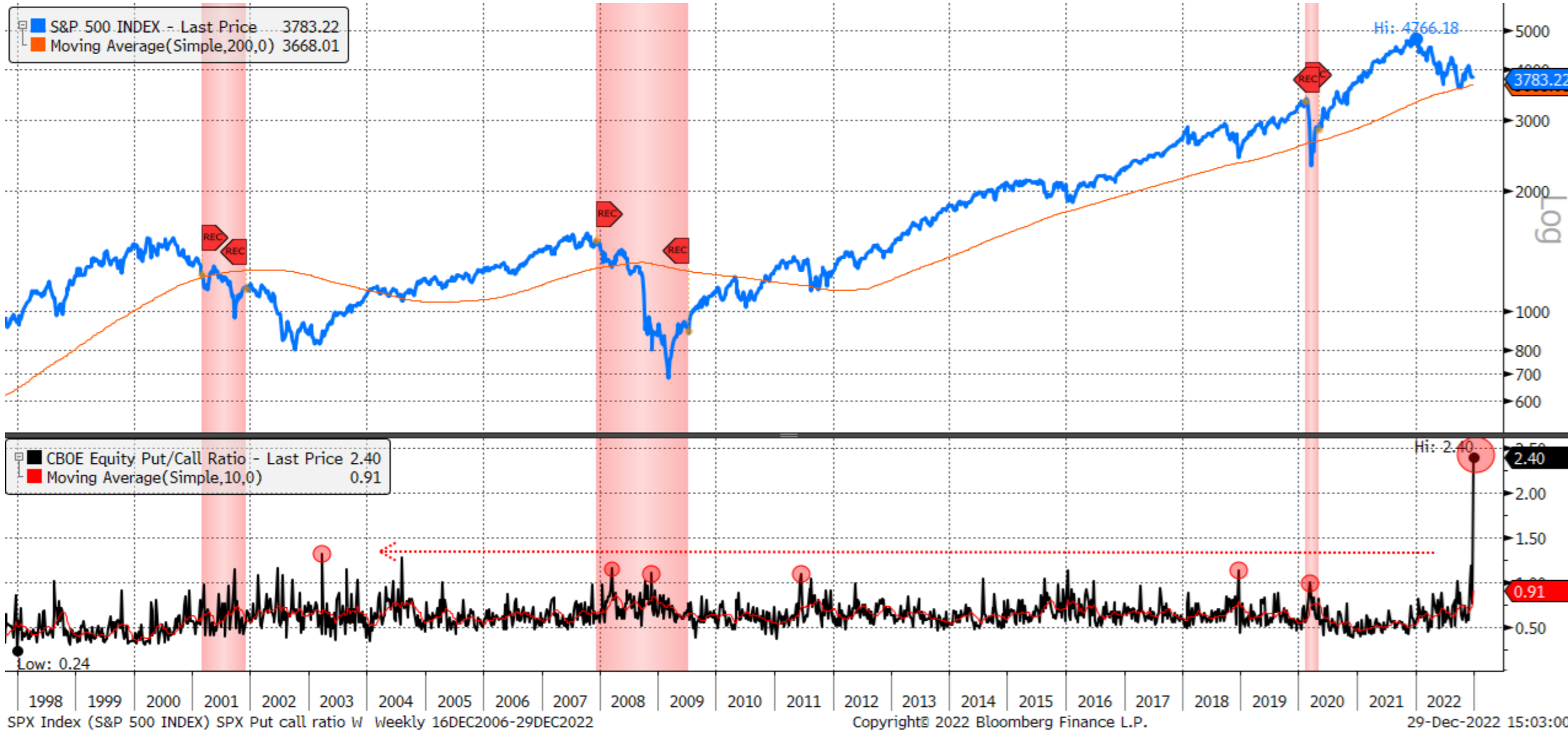
**Big Short!**  
S&P 500 futures net positioning is firmly bearish



# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI



Vị thế quyền chọn bán cổ phiếu tăng mạnh vào nửa cuối năm báo hiệu khả năng rung lắc của thị trường còn tiếp diễn...



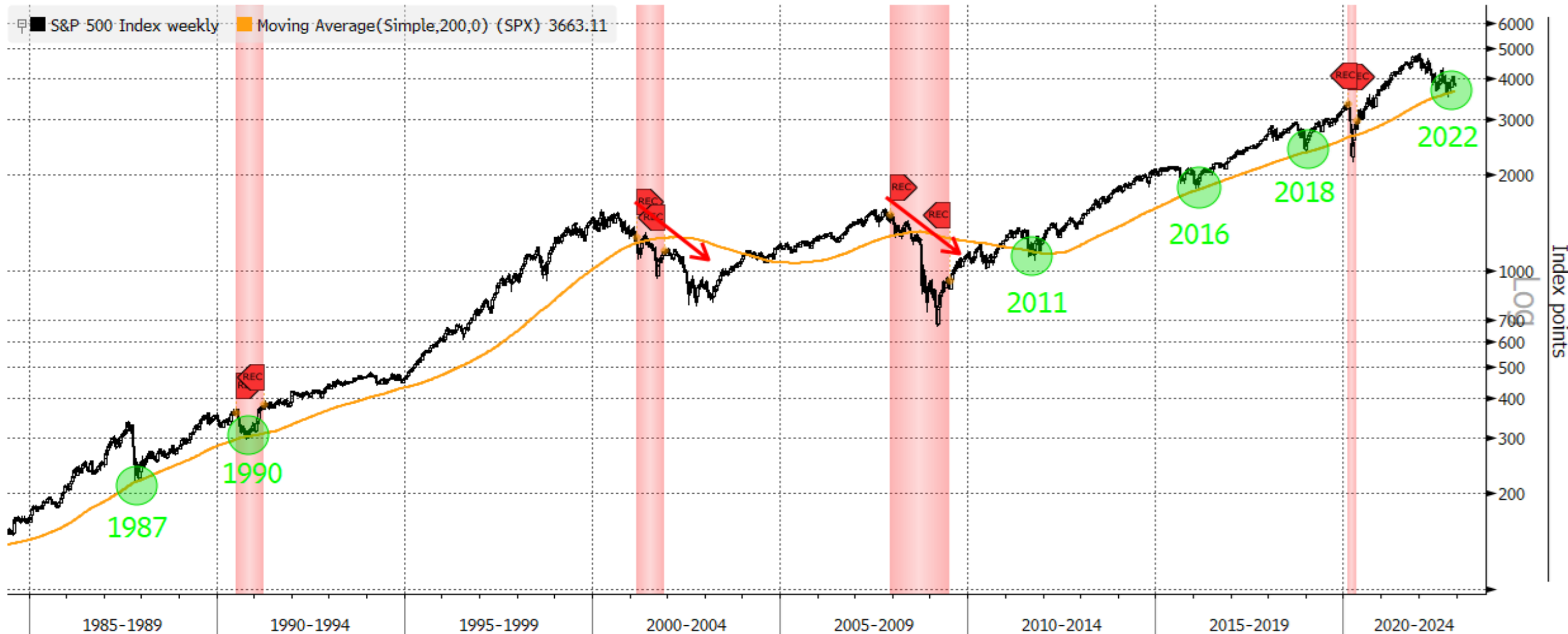
# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI



Mức cảnh báo suy thoái sâu nếu chỉ số S&P500 phá vỡ ngưỡng MA200 tuần (3.660 điểm).

## Level Watch

S&P 500 has further downside before testing crucial 200-week moving average



Source: Bloomberg

SPX Index (S&P 500 INDEX) SPX weekly 200 DMA W Weekly 28SEP1979-23DEC2022

Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P.

27-Dec-2022 10:55:56

## Dự báo thị trường chứng khoán thế giới năm 2023

- ✓ **Phản ứng của thị trường: Thanh khoản sụt giảm, áp lực hạ đòn bẩy diễn ra, tâm lý thị trường thận trọng là những gì diễn ra trong năm qua.**
  - **Định giá của chỉ số S&P500 đã giảm về mức trung vị (17.3 lần) của 60 năm trở lại đây nhưng vẫn chưa rẻ so với các Bear market gần nhất.**
  - **Dự báo xu hướng 2023, S&P500 có thể sẽ tiếp tục điều chỉnh trong nửa đầu năm và phục hồi vào cuối năm nhưng trong một xu hướng gần như đi ngang và tăng điểm nhẹ.**
  - **Cơ hội mua vào ở đáy chu kỳ cho xu hướng trung và dài hạn.**

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI



Định giá của S&P500 giảm về mức trung vị của 60 năm trở lại đây, giảm nhưng chưa rẻ!

## Định giá P/E của chỉ số S&P 500



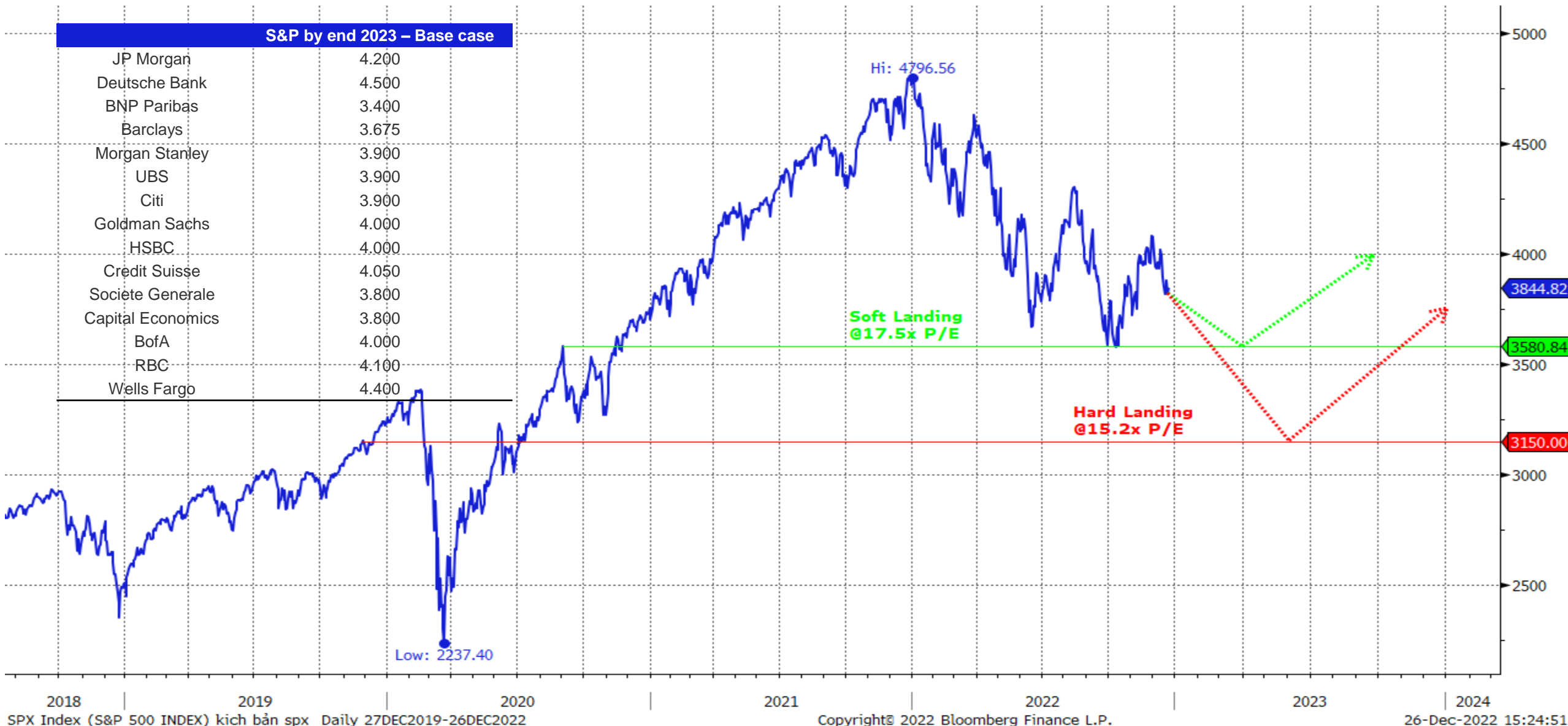
# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI



Dự báo chỉ số S&P500 của Goldman Sachs và BOFA - Khả năng tạo đáy vào giữa năm 2023.

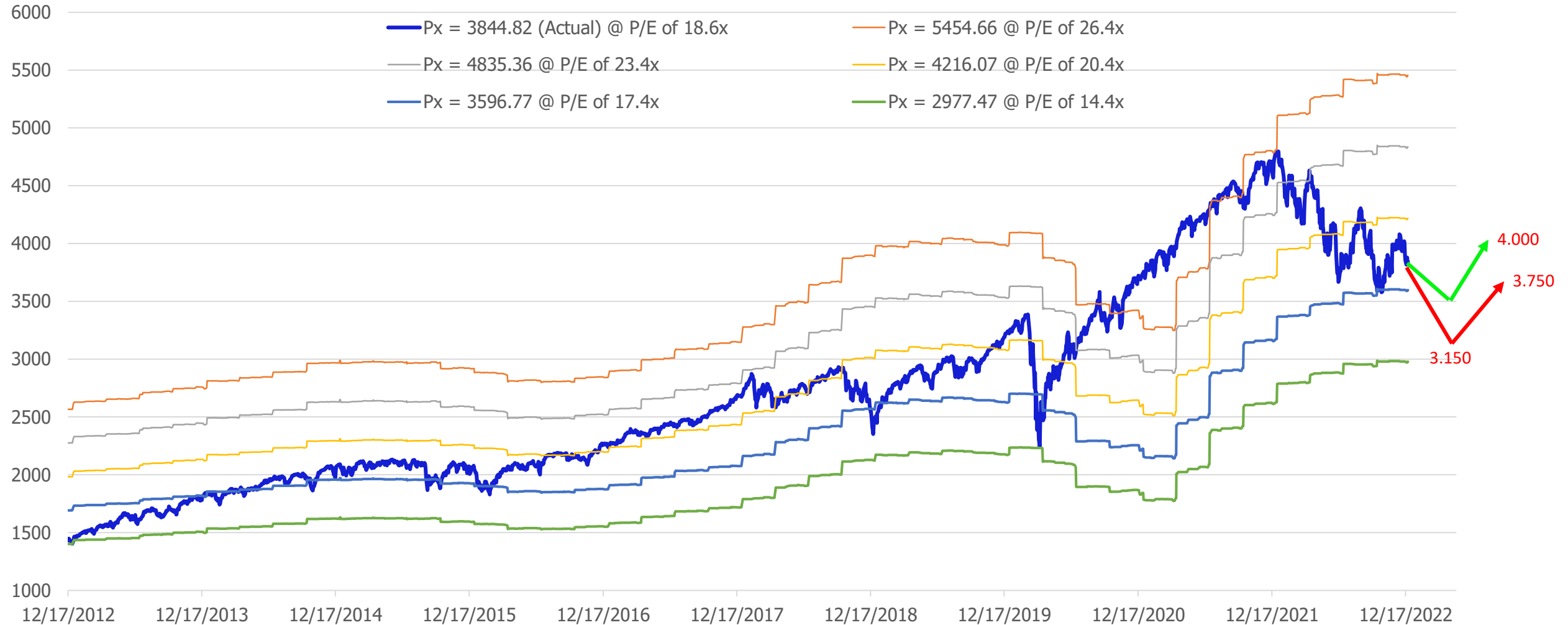
S&P by end 2023 – Base case

JP Morgan	4.200
Deutsche Bank	4.500
BNP Paribas	3.400
Barclays	3.675
Morgan Stanley	3.900
UBS	3.900
Citi	3.900
Goldman Sachs	4.000
HSBC	4.000
Credit Suisse	4.050
Societe Generale	3.800
Capital Economics	3.800
BofA	4.000
RBC	4.100
Wells Fargo	4.400



Dự báo chỉ số S&P500 của Goldman Sachs và BOFA - Khả năng tạo đáy vào giữa năm 2023.

## Valuation multiples for the S&P 500



# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI



Theo thống kê lịch sử, TTCK Mỹ thường tăng mạnh sau nhịp giảm 2 năm nếu có suy thoái...

SP500 high	SP500 low	Nom %chg	Real %chg	#mo	P/E @ high	P/E @ low	Change P/E	CPI (ann)	Next peak	nom %chg	#mo	NBER
May-1946	Jun-49	-30%	-46%	37	22.4	5.6	-75%	8.70%	Aug-1956	271%	86.9	recession
Aug-1956	Oct-1957	-23%	-24%	14.9	14.2	11.3	-20%	2.90%	Dec-1961	90%	50.4	recession
Dec-1961	Jun-62	-30%	-28%	6.5	22.8	15.1	-34%	1.20%	Feb-1966	84%	44.1	recession
Feb-1966	Oct-1966	-24%	-24%	8	17.8	13.3	-25%	4.20%	Nov-1968	51%	26.1	non-recession
Nov-1968	May-1970	-37%	-41%	18.1	18.9	12.6	-34%	5.90%	Jan-73	77%	32	recession
Jan-1973	Oct-1974	-50%	-57%	21	17.6	7	-60%	11.00%	Jun-78	77%	44.6	recession
Jun-1978	Feb-1980	-13%	-24%	20.8	8.7	6.6	-24%	11.40%	Nov-1980	51%	9.5	recession
Nov-1980	Aug-1982	-29%	-36%	20.7	9.5	7.9	-16%	8.00%	Aug-1987	233%	61.4	recession
Aug-1987	Oct-1987	-36%	-36%	1.9	19.4	12.2	-37%	5.20%	Jul-90	71%	33.3	non-recession
Jul-1990	Oct-1990	-20%	-22%	2.9	14.5	11.5	-20%	10.20%	Feb-1994	64%	40.3	recession
Feb-1994	Nov-1994	-10%	-10%	9.1	17.5	15.1	-14%	1.10%	Jul-98	173%	45.2	non-recession
Jul-1998	Oct-1998	-22%	-23%	2.7	25.4	20.1	-21%	2.20%	Mar-2000	68%	17.4	non-recession
Mar-2000	Oct-2002	-51%	-53%	31.3	29.4	16.1	-45%	2.20%	Oct-2007	105%	60.9	recession
Oct-2007	Mar-2009	-58%	-58%	17.1	17	10.5	-38%	1.10%	May-2011	105%	26.2	recession
May-2011	Oct-2011	-21%	-22%	5.2	15.3	11.3	-26%	2.80%	Sep-2018	174%	84.8	non-recession
Sep-2018	Dec-2018	-20%	-20%	3.2	19.2	14.7	-24%	0.50%	Feb-2020	45%	14	non-recession
Feb-2020	Mar-2020	-35%	-35%	1.1	20.8	13.5	-35%	-3.50%	Jan-2022	120%	21.7	recession
Jan-2022	?	-20%	-27%									
<b>Average - all cycles</b>		<b>-29%</b>	<b>-33%</b>	<b>12.5</b>			<b>-32%</b>	<b>2.60%</b>		<b>109%</b>	<b>43</b>	
<b>Non-recession</b>		<b>-22%</b>	<b>-23%</b>	<b>5</b>			<b>-26%</b>	<b>2.50%</b>		<b>97%</b>	<b>36</b>	
<b>Recession</b>		<b>-36%</b>	<b>-41%</b>	<b>19</b>						<b>116%</b>	<b>47</b>	



## Dự báo xu hướng thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2023

### ➤ Bối cảnh TTCK Thế giới và Việt Nam:

- TTCK Việt Nam chịu tác động mạnh trước bối cảnh bất ổn của TTCK toàn cầu và những thay đổi nhạy cảm về chính sách điều hành vĩ mô trong nước (xử lý, bắt bớ sai phạm...) dẫn tới là thị trường giảm mạnh nhất thế giới. Kể từ đầu năm, chỉ số VN-Index đã để mất 32,2% và 33,9% kể từ đỉnh 52 tuần. Sau hơn 2 năm tăng mạnh, VN-Index lại về sát ngưỡng tâm lý 1.000 điểm.
- Giá cổ phiếu giảm sâu, một số nhóm ngành thậm chí có mức giảm mạnh hơn so với chỉ số Vn-index như: Bất động sản thương mại (-72%), chứng khoán (-59%), BĐS KCN (-50%), Thép (-48%)...
- Năm 2022, TTCK chịu sức ép trước những biến động điều hành của NHNN trước áp lực tỷ giá và lãi suất. Dòng tiền trong hệ thống căng thẳng trước áp lực thanh khoản và câu chuyện niềm tin khi thị trường trái phiếu và đặc biệt là trái phiếu phát hành của các doanh nghiệp BĐS chịu ảnh hưởng do làn sóng rút tiền của NĐT.
- Xu hướng thanh khoản năm 2023 vẫn còn gặp khó khăn do: 1) FED tiếp tục tăng lãi suất và neo giữ ở mức cao với đỉnh lãi suất 2023 dự kiến ở mức 5,1%; 2) Fed và nhiều NHTW tiếp tục giảm dần bảng cân đối tài sản trong năm 2023; 3) Nền lãi suất cao, cung tiền thận trọng, đảo hạn trái phiếu tạo lực cầu lớn về thanh khoản.
- Thanh khoản TTCK tiếp tục giảm sút, kể từ đầu năm, thanh khoản bình quân toàn thị trường chỉ còn 20.700 tỷ đồng, giảm 21% so với mức bình quân năm 2021. Như vậy, so với hồi đầu năm, thanh khoản hiện nay chỉ còn gần một nửa và chỉ bằng 1/3 so với mức đỉnh. Dự báo năm 2023, thanh khoản sẽ tiếp tục giảm sút về mức trung bình 15.000 tỷ đồng/phiên, tương đương giảm -30% so với bình quân 2022.
- Dự báo xu hướng VN-Index năm 2023: Với nền lãi suất duy trì ở mức cao hơn sẽ gây khó khăn cho dòng vốn vào TTCK, áp lực điều chỉnh và rung lắc sẽ vẫn sẽ tiếp diễn nửa đầu năm 2023. Dự báo của MBS, trong kịch bản cơ sở, chỉ số VN-Index sẽ dao động trong khoảng 250 điểm từ 900 – 1.180 điểm là chính. Xu hướng khó khăn 6 tháng đầu năm nhưng tích cực hơn về 6 tháng cuối năm khi kỳ vọng áp lực lãi suất giảm bớt và kinh tế phục hồi trở lại. Kịch bản thận trọng, nếu suy thoái lớn bất ngờ xảy ra, VN-Index có thể về mức thấp nhất 780 điểm và dao động từ 780-1.080 điểm.

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM



## Diễn biến thông tin tác động đến TTCK Việt Nam năm 2022.



# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

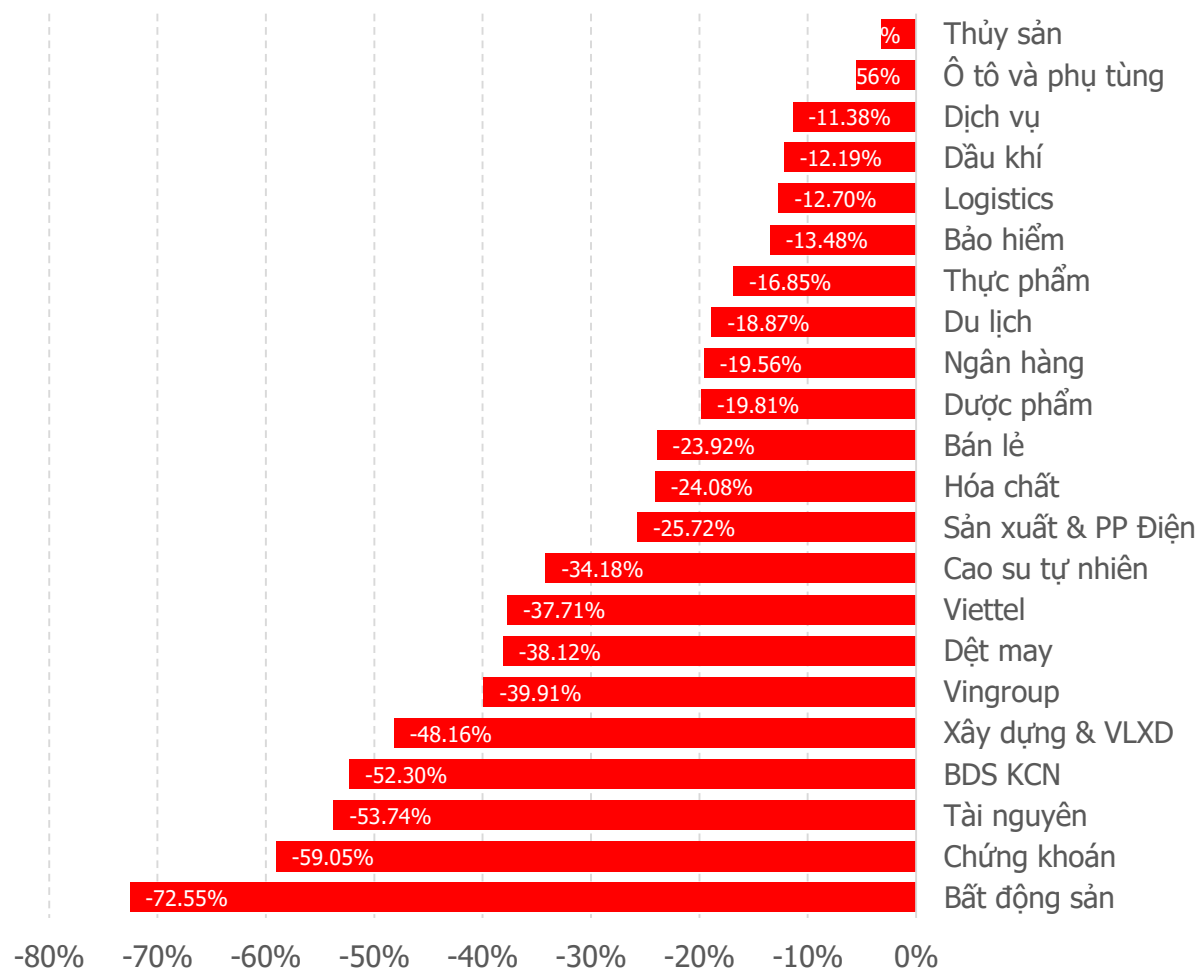


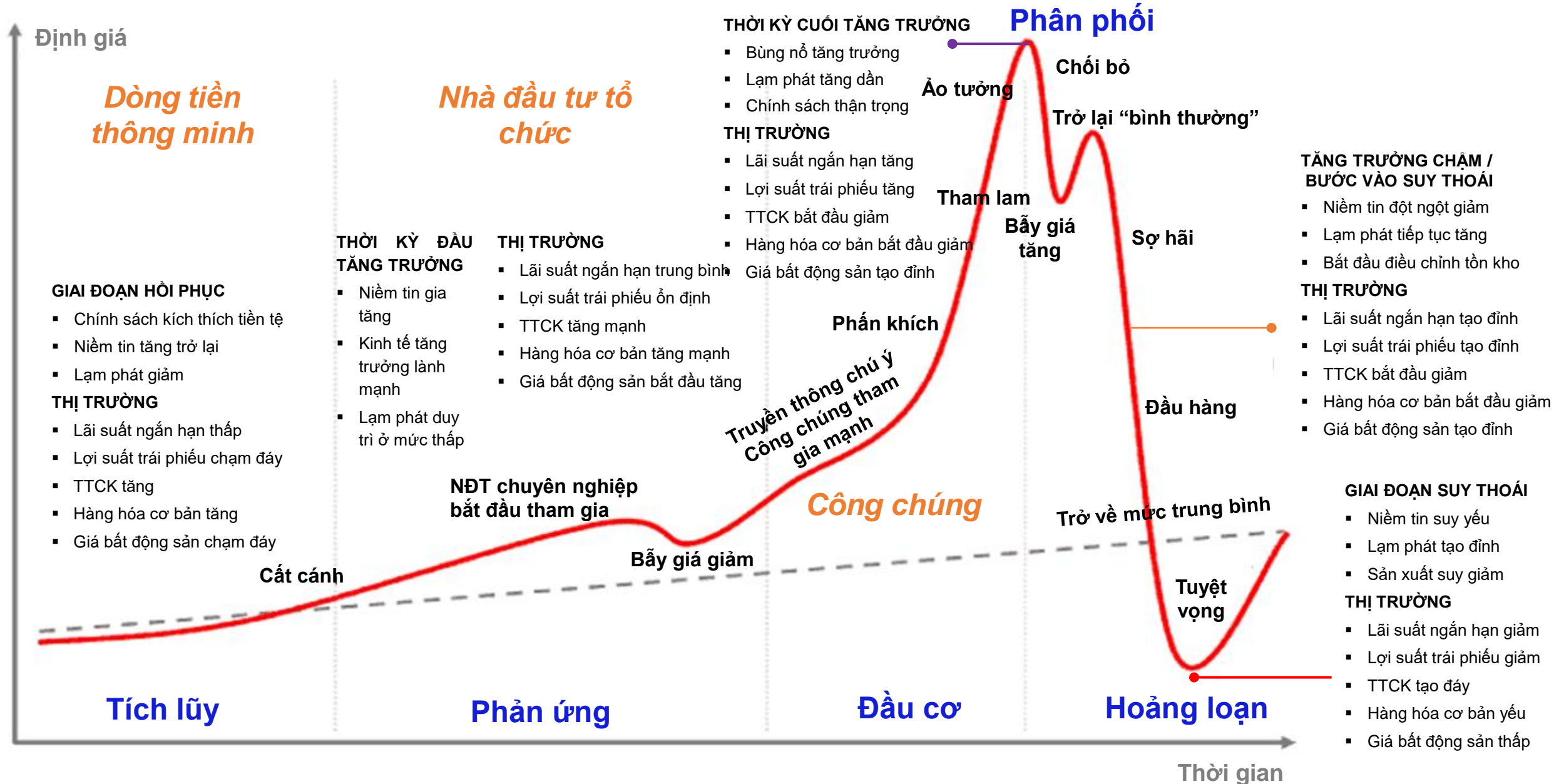
Diễn biến chung của chỉ số và các nhóm ngành chính kể từ đầu năm 2022.

Diễn biến các nhóm chỉ số năm 2022 (% , YTD)



Tăng trưởng của các nhóm ngành năm 2022 (% , YTD)





## Chỉ số VN-Index đang trải qua nhịp giảm lớn thứ 4 trong lịch sử

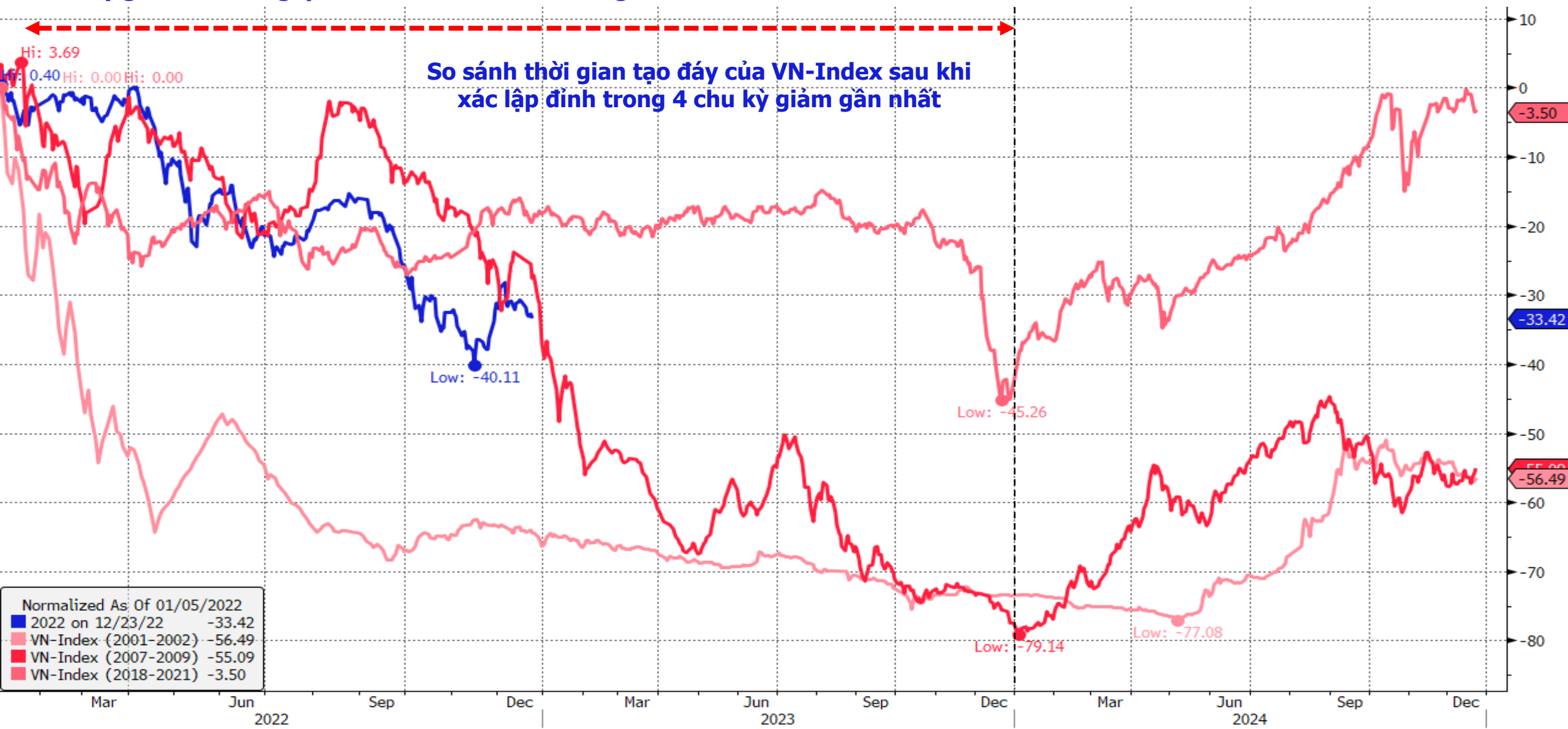
TTCK Việt Nam năm 2022 đã trải qua giai đoạn phân phối đỉnh và suy giảm với mức giảm ~ 34% kể từ đỉnh 52 tuần. Nhìn về tính chu kỳ tâm lý và giao dịch, thị trường khả năng sẽ cần thời gian tích lũy tạo đáy trước khi quay trở lại xu hướng tăng mới. Thời gian trung bình từ pha đỉnh đến đáy là 24 tháng. Các thời điểm thị trường tạo đáy thường đồng pha với giai đoạn nới lỏng chính sách và bơm tiền trở lại của các NHTW.



# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM



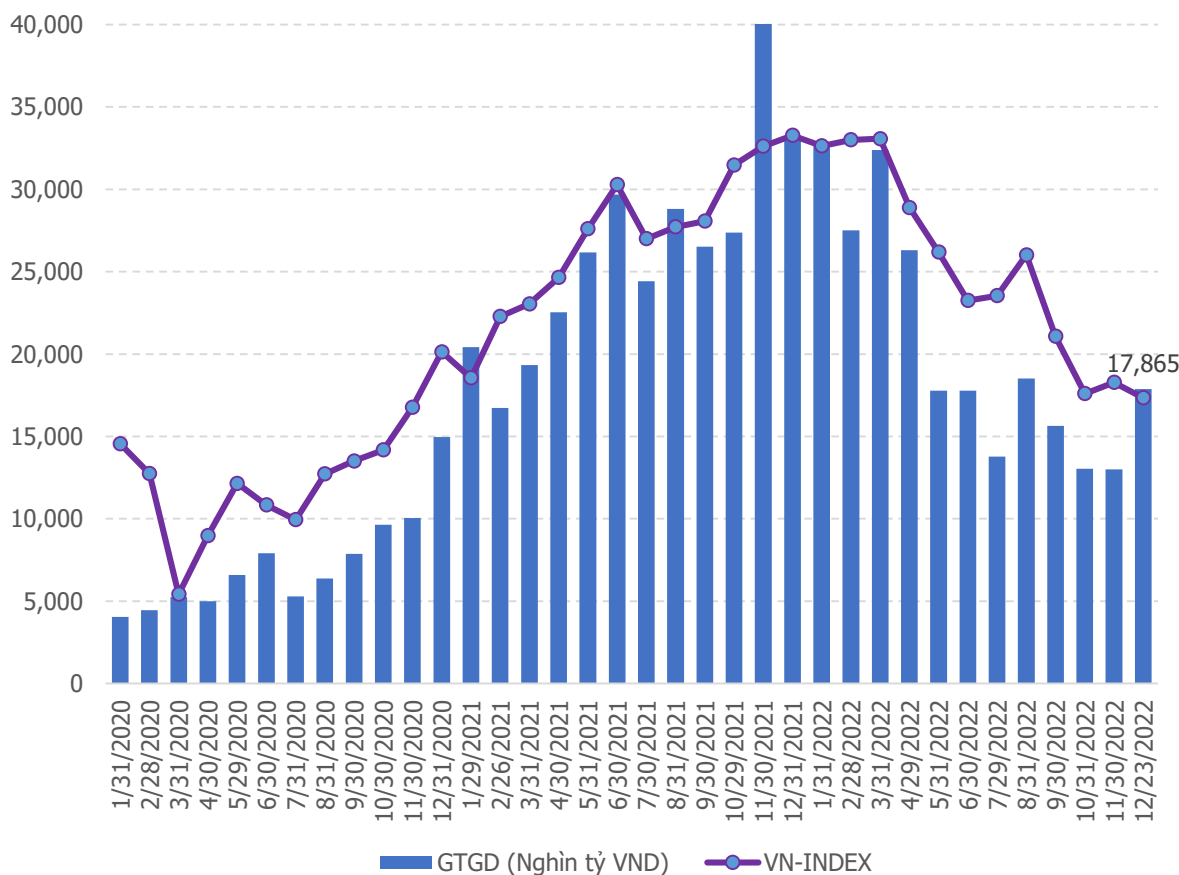
Chu kỳ giảm lớn trong lịch sử của VN-Index thường kết thúc sau 2 năm...



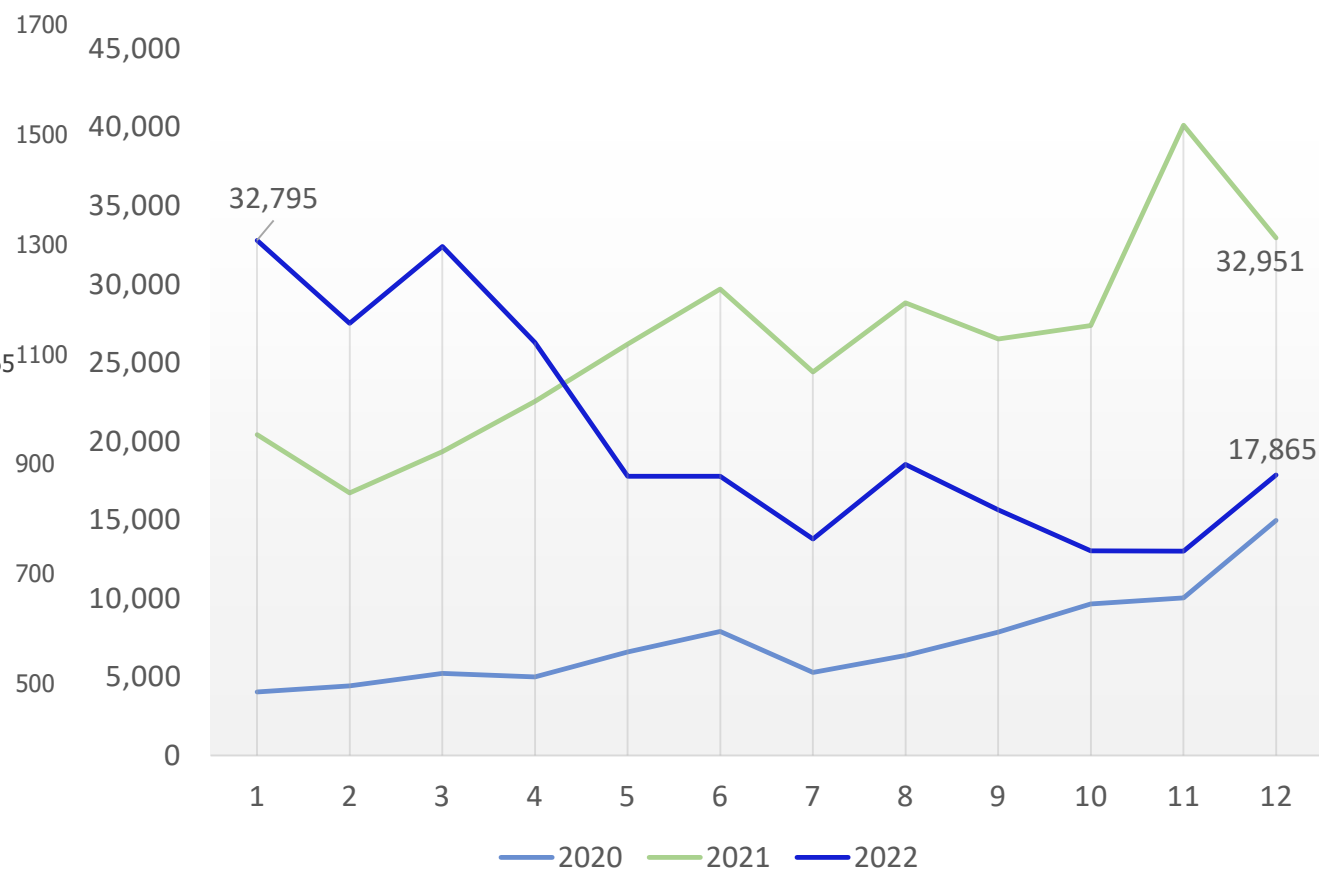
## Diễn biến thanh khoản năm 2022

Thanh khoản thị trường đạt đỉnh ở quý 1/2022 với bình quân 31.400 tỷ đồng/phiên trên toàn thị trường. Tuy nhiên, sau cú sốc trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp và các vụ án hình sự cùng các làn sóng tin đồn thất thiệt lan rộng, thị trường điều chỉnh mạnh trong tháng 4, 5 và 8 khiến thanh khoản sụt còn 1/3 đến 1/2 đầu quý 4/2022. Nhờ dòng tiền ngoại vào mạnh ở tháng 11, 12 nên thanh khoản đã trở lại ngưỡng 17.8000 tỷ đồng ở tháng cuối năm 2022. Theo thống kê, thanh khoản bình quân năm 2022 chỉ đạt 20.700 tỷ đồng, giảm 21% so với năm 2021.

### GTGD bình quân toàn thị trường theo tháng



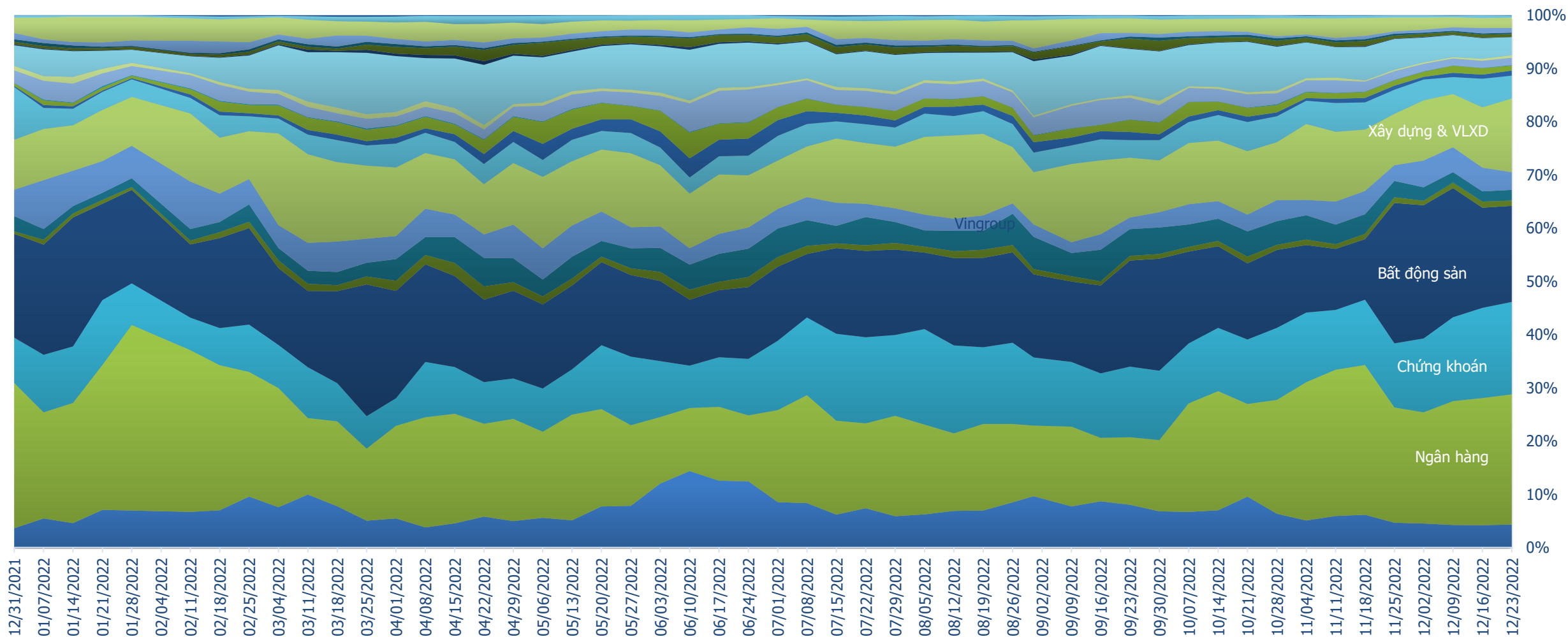
### GTGD bình quân toàn thị trường theo tháng (nghìn tỷ)



**Cơ cấu dòng tiền: Ngân hàng, BĐS, chứng khoán, Thép là 4 nhóm ngành được thị trường ưa chuộng nhất năm 2022.**

Về xu hướng dòng tiền vào các nhóm ngành: nhóm cổ phiếu ngân hàng thu hút được dòng vốn khá mạnh kể từ đầu tháng 10 khi có tín hiệu dòng vốn ngoại quay trở lại thị trường, tỷ trọng vốn đã tăng từ 13% lên gấp đôi, qua đó dẫn đầu mức độ tập trung vốn trên toàn thị trường với tỷ trọng 19,6%, tiếp theo là nhóm bất động sản thương mại 17,1%, nhóm thép chiếm 12%, chứng khoán 11%....

**Cơ cấu dòng tiền theo nhóm cổ phiếu (Theo tuần)**

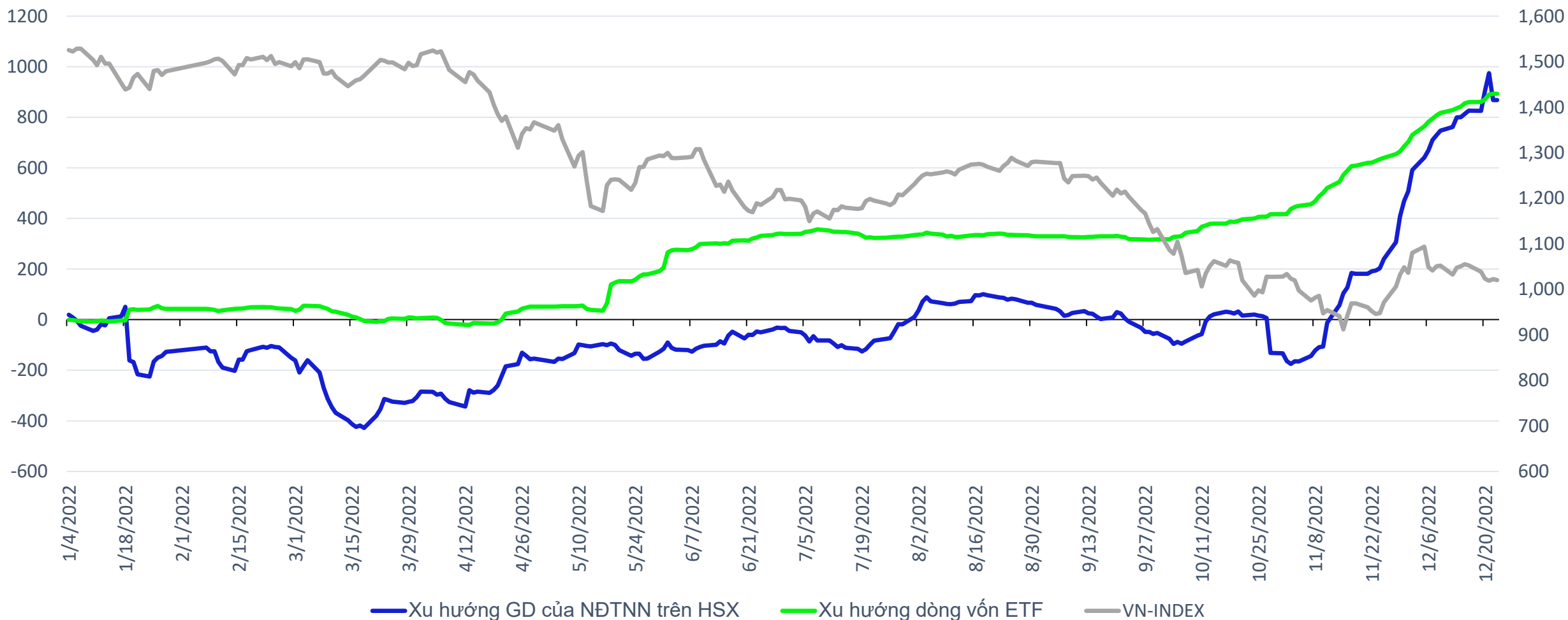




## Việt Nam tiếp tục là điểm đến của dòng vốn ngoại

Khối ngoại bán ròng phần lớn thời gian trong năm 2022, tuy vậy chỉ hơn 2 tháng giai đoạn cuối năm, dòng vốn ngoại mà chủ yếu là qua kênh ETF quay lại thị trường rất mạnh. Lũy kế kể từ đầu năm, khối ngoại mua ròng hơn 1,15 tỷ USD, trong đó dòng vốn qua các quỹ ETF đạt gần 900 triệu USD. Đặc biệt NĐTNN thường giải ngân mạnh tại thời điểm thị trường có những nhịp chiết khấu giá lớn do áp lực bán tháo như thời điểm tháng 5-6 và thời điểm tháng 11-12 vừa qua.

### Xu hướng dòng vốn nước ngoài (YTD, Tr USD)



## Chỉ số VN-Index về vùng định giá thấp nhất kể từ giai đoạn Covid-19

Dòng tiền tham gia bắt đáy mạnh mẽ trong thời điểm giữa tháng 11 đầu tháng 12 vừa qua một phần rất lớn do định giá đã chiết khấu về mức giá rẻ khi bị áp lực bán tháo, hạ đòn bẩy trong thời gian rất ngắn. Trên cơ sở đó, dòng vốn nước ngoài kích hoạt mua ròng đã khiến thị trường hồi phục khá mạnh kể từ vùng đáy 873 điểm. Trong năm 2023, khả năng lợi nhuận doanh nghiệp sẽ tiếp tục sụt giảm do áp lực chi phí đầu vào và lãi suất tăng cao, định giá duy trì ở nền thấp sẽ là một cơ hội để chọn lọc mua vào tại vùng đáy chu kỳ.

### Định giá P/E của chỉ số VN-INDEX



## Kịch bản cơ sở và kịch bản thận trọng:



## 1. Kịch bản cơ sở VN-index dao động 900 – 1.180

## 2. Kịch bản khủng hoảng VN-index dao động 780 – 1.080

	P/E								
	10.20	10.71	11.25	11.81	12.40	13.02	13.67		
Tăng trưởng EPS (QOQ)	7.2%	945.7	993.0	1,042.6	1,094.7	1,149.5	1,206.9	1,267.3	
	5.2%	928.3	974.7	1,023.5	1,074.6	1,128.4	1,184.8	1,244.0	
	3.3%	894.5	939.3	986.2	1,035.5	1,087.3	1,141.7	1,198.8	
	1.4%	846.2	888.5	932.9	979.5	1,028.5	1,079.9	1,133.9	
	-0.5%	785.7	825.0	866.2	909.5	955.0	1,002.8	1,052.9	
	-2.3%	716.2	752.0	789.6	829.0	870.5	914.0	959.7	
	-4.1%	640.8	672.8	706.5	741.8	778.9	817.8	858.7	
	-5.8%	562.8	591.0	620.5	651.5	684.1	718.3	754.2	

	Kịch bản cơ sở
	Kịch bản lạc quan
	Khủng hoảng

Thanh khoản thị trường	Lower 95%	Mean	Upper 95.0%
6,227,401,210	847.1	860.1	873.1
6,804,849,442	861.3	874.6	888.0
7,008,994,925	866.3	879.8	893.3
7,658,917,997	882.2	896.2	910.1
8,125,346,103	893.6	907.9	922.2
8,620,179,681	905.8	920.4	935.1
9,145,148,624	918.6	933.6	948.7
9,419,503,082	925.4	940.6	955.8
10,292,945,345	946.8	962.6	978.4
10,601,733,705	954.3	970.4	986.4
11,247,379,288	970.2	986.6	1,003.1
11,584,800,666	978.4	995.2	1,011.9
12,290,315,027	995.7	1,012.9	1,030.1
12,659,024,478	1,004.8	1,022.2	1,039.7
13,038,795,212	1,014.1	1,031.8	1,049.5
13,429,959,069	1,023.7	1,041.7	1,059.7
14,247,843,576	1,043.7	1,062.3	1,080.9
14,675,278,883	1,054.2	1,073.1	1,091.9
15,115,537,250	1,065.0	1,084.2	1,103.3
15,569,003,367	1,076.1	1,095.6	1,115.1
16,036,073,468	1,087.6	1,107.4	1,127.2
16,517,155,672	1,099.3	1,119.5	1,139.7
17,012,670,342	1,111.5	1,132.0	1,152.5
18,048,741,966	1,136.9	1,158.1	1,179.4
19,147,910,352	1,163.8	1,185.8	1,207.8
20,314,018,092	1,192.4	1,215.2	1,238.0
22,197,676,048	1,238.6	1,262.7	1,286.9
22,863,606,329	1,254.9	1,279.5	1,304.1

**PHẦN III:  
CỔ PHIẾU TIÊU ĐIỂM**

# PHẦN III: TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ 2023



Mã CP	Ngành	Giá mục tiêu	Upside (*)	Tiêu điểm đầu tư
CTG	Ngân hàng	VND 38,200	+43.6%	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ <b>Duy trì chính sách trích lập chủ động</b> trong bối cảnh tỷ lệ nợ dưới chuẩn của ngân hàng vẫn đang trong xu hướng gia tăng. Trái phiếu doanh nghiệp được kiểm soát cẩn trọng.</li><li>▪ <b>Hiệu quả hoạt động tiếp tục được cải thiện đáng kể</b> với CIR hiện nằm trong nhóm thấp nhất toàn ngành, khoảng 27.3%.</li><li>▪ Danh mục cho vay chuyển sang nhóm bán lẻ và SME với lợi suất cao, chiếm khoảng 63.8% tổng dư nợ cho vay.</li></ul>
ACB	Ngân hàng	VND 27,800	+26.4%	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ <b>Chất lượng tài sản lành mạnh</b> với LDR tương đối thấp hơn các ngân hàng khác (83% 3Q 2022). 98% các khoản vay đều có tài sản đảm bảo và tỷ lệ cho vay trên giá trị bình quân danh mục liên tục duy trì trên 52%.</li><li>▪ <b>Quan điểm quản trị thận trọng</b> khi không bao gồm trái phiếu doanh nghiệp và dư nợ cho vay kinh doanh bất động sản chiếm tỷ trọng nhỏ. Tỷ lệ an toàn vốn và tỷ lệ an toàn vốn cấp 1 riêng lẻ của ACB đạt 12% và 12.5%.</li></ul>
FPT	Công nghệ	VND 104,100	+36.1%	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ <b>Nhu cầu về CNTT vào năm 2023 dự kiến sẽ tăng mạnh</b> khi các doanh nghiệp đẩy mạnh các sáng kiến kinh doanh kỹ thuật số để đối phó với tình trạng kinh tế bất ổn. Chi tiêu cho CNTT dự đoán sẽ tăng 5.1% vào 2023</li><li>▪ <b>Triển vọng từ ngành công nghiệp giáo dục trong nước</b> khi tầng lớp trung lưu tại Việt Nam tăng trưởng nhanh chóng, tạo nên nhu cầu lớn đối với các đơn vị giáo dục tư nhân chất lượng cao</li></ul>
NLG	Bất động sản	VND 39,100	+30,3%	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ <b>Chính sách sản phẩm &amp; thanh toán phù hợp trong bối cảnh lãi suất tăng.</b> DN tiếp tục tập trung vào phân khúc nhà ở vừa túi tiền bên cạnh mở rộng sang BĐS thương mại, quản lý KĐT và đầu tư hệ sinh thái.</li><li>▪ <b>Chiến lược gọi vốn ở cấp độ dự án cho phép quay vòng vốn nhanh hơn,</b> dòng vốn quay lại sớm hơn dùng cho việc phát triển quỹ đất trong tương lai. Cấu trúc vốn này cũng cho phép tỷ số Net D/E kiểm soát ở mức lành mạnh</li></ul>
HDG	Bất động sản	VND 39,900	+27.9%	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ <b>Kế hoạch tăng trưởng quỹ đất tham vọng dù trong ngắn hạn vẫn thiếu hụt dự án quy mô lớn.</b> HDG tập trung quỹ đất phía Tây Hà Nội (Láng-Hòa Lạc, Hòa Bình, các quận mới nằm trong đường Vành đai 4), phát triển mới thêm 200 ha đến 400 ha tại các tỉnh có tiềm năng trong năm 2022.</li><li>▪ <b>Động lực phát triển trong trung dài hạn của HDG chính là mảng Năng lượng.</b> HDG đang thuộc top 4 công ty năng lượng tái tạo niêm yết có công suất lớn nhất vào cuối năm 2022 và theo đó HDG đang hưởng lợi từ đà tăng trưởng ổn định của nhu cầu điện của Việt Nam trong các năm tới.</li></ul>

(\*) upside so với giá ngày 27/12/2022

# PHẦN III: TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ 2023



Mã CP	Ngành	Giá mục tiêu	Upside (*)	Tiêu điểm đầu tư
MWG	Bán lẻ	VND 61,300	+40.0%	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ <b>Tìm kiếm cơ hội tăng trưởng thông qua các mô hình kinh doanh mới.</b> AVA Kids đang có kết quả ban đầu khá khả quan. Với An Khang, MWG tạm thời dung mở rộng để tối ưu hóa và đánh giá lại mô hình hoạt động.</li><li>▪ <b>Đẩy mạnh doanh thu mảng Điện tử - Điện máy</b> thông qua gia tăng thị phần &amp; làm việc với các nhà cung cấp tăng lợi thế về độc quyền, trong <b>khi tập trung tối ưu hóa doanh thu trên một cửa hàng thuộc Chuỗi Bách Hóa Xanh.</b></li></ul>
PC1	Điện	VND 27,100	+36.5%	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ <b>Hoạt động xây lắp điện dự kiến sẽ sôi động trở lại</b> nhờ Quy hoạch điện 8 sớm được phê duyệt, có giá điện mới cho các dự án năng lượng tái tạo</li><li>▪ <b>Lĩnh vực BĐS quay trở lại</b> với đóng góp từ dự án thấp tầng là Định Công và Yên Thường với LNTT ước 300 tỷ đồng.</li><li>▪ <b>Nhà máy khai thác và chế biến quặng Nickel đi vào hoạt động thương mại từ đầu năm 2023</b></li></ul>
QTP	Điện	VND 18,500	+42.3%	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ <b>Nhà máy hoạt động ổn định</b> và được huy động sản lượng điện cao từ 7,300-7,500 trkwh.</li><li>▪ <b>Chi phí khấu hao và tài chính được kiểm soát tốt</b> làm gia tăng hiệu quả kinh doanh.</li><li>▪ <b>Nhu cầu điện hệ thống tiếp tục tăng trưởng 8%-9%</b> trong khi hình thái thời tiết chuyển sang trạng thái EL Nino thuận lợi cho nhiệt điện.</li></ul>
PVS	Dầu khí	VND 29,500	+34.7%	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ <b>Luật Dầu khí sửa đổi được thông qua</b> với nhiều điểm mới hấp dẫn nhà đầu tư sẽ thúc đẩy lĩnh vực thăm dò và khai thác dầu khí trong nước phát triển mạnh mẽ hơn trong những năm tới</li><li>▪ <b>Giá dầu được dự báo vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao</b> từ 85-95 USD/thùng (dầu Brent)</li><li>▪ <b>Chủ trương của Nhà nước về đẩy mạnh các dự án đầu tư lớn trong &amp; ngoài ngành dầu khí</b>, gồm Dự án Lô B-Ô Môn, Nam Du – U Minh, Cá Voi Xanh, Báo Vàng,...</li></ul>
PVT	Dầu khí	VND 26,800	+28.2%	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ <b>Chiến lược đầu tư tăng quy mô và trẻ hóa đội tàu</b> với kế hoạch đầu tư thêm 14 tàu tải trọng 300-400 nghìn DWT với giá trị đầu tư khoảng 8.000 tỷ đồng:</li><li>▪ <b>Phát triển mở rộng sang lĩnh vực vận tải khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) đầy tiềm năng:</b> Theo dự thảo Quy hoạch điện 8, nhu cầu sử dụng LNG khoảng 2.8 trtấn/năm 2025 và tăng lên 12 trtấn/năm vào 2030. Đây là thị trường vận tải mới đầy tiềm năng đối với công ty trong chiến lược phát triển dài hạn.</li></ul>

(\*) upside so với giá ngày 27/12/2022

## MUA - Giá mục tiêu: 38,200 VND/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTG với mức giá mục tiêu **38,200 VND/cp** (+40.2% upside) dựa trên những luận điểm chính như sau:

### Luận điểm đầu tư

**Danh mục cho vay chuyển sang nhóm bán lẻ và SME với lợi suất cao.** Mảng cho vay SME và cho vay khách hàng cá nhân (KHCCN) có sự tăng trưởng vượt trội so với mảng khách hàng doanh nghiệp (KHDN) khi đạt tỷ lệ tăng trưởng lần lượt 10.7% và 25.8% YTD. Hiện tại tỷ trọng của 2 mảng cho vay này chiếm khoảng 63.8% tổng dư nợ cho vay của CTG, cao hơn so với mức chỉ 57.6% tại cuối Q3/2021 và 59.3% tại cuối năm 2021.

**Trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) được kiểm soát cẩn trọng.** Tại cuối Q3/2022, danh mục TPDN của CTG đạt khoảng 12,642 tỷ đồng (+17.2% YTD). Tỷ trọng TPDN trong tổng dư nợ đạt 1.0%, tương đương tại cuối Q2/2022 và tăng nhẹ so với cuối năm 2021. Kể từ Q1/2019, danh mục TPDN của CTG đã giảm 2/3 từ mức hơn 36.7 nghìn tỷ đồng (chiếm 4.1% tổng dư nợ).

**Thu nhập ngoài lãi là một điểm sáng.** Trong bối cảnh thanh khoản toàn thị trường tiếp tục căng thẳng trong những quý tiếp theo, thu nhập ngoài lãi (NOI) sẽ là một hướng tiếp cận được các NHTM tập trung nhằm duy trì đà tăng trưởng của TOI cũng như gia tăng ROE. Luỹ kế 9T2022, NOI hợp nhất của CTG đạt 12,253 tỷ đồng (+55.7% yoy).

**Hiệu quả hoạt động tiếp tục được cải thiện đáng kể.** CIR hợp nhất của CTG đã có sự cải thiện đáng kể từ năm 2018 đến nay. Trong năm 2018, tỷ lệ này là 49.5%, một trong những ngân hàng có tỷ lệ CIR cao nhất toàn ngành thì trong 9T2022 con số này chỉ là 27.3%, nằm trong nhóm thấp nhất toàn ngành (chỉ cao hơn SHB và VPB).

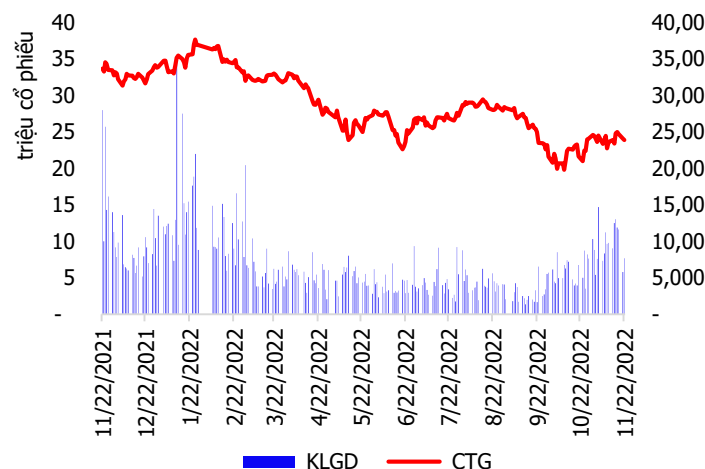
**Chất lượng tài sản nâng cao và vẫn duy trì chính sách trích lập chủ động.** Điểm nhấn trong việc quản trị rủi ro của CTG đến từ chính sách trích lập dự phòng rất chủ động trong bối cảnh tỷ lệ nợ dưới chuẩn của ngân hàng vẫn đang trong xu hướng gia tăng. Tại cuối Q3/2021, tỷ lệ LLR của CTG đạt 118.6% khi nợ dưới chuẩn của CTG đạt 2.12%; tỷ lệ này đã tăng lên mức 222.4% tại cuối Q3/2022 (đứng thứ 2 toàn ngành, chỉ sau VCB) khi tỷ lệ nợ dưới chuẩn của CTG đạt 3.22%.

### Rủi ro đầu tư

Thanh khoản hiện tại của CTG đang ở mức căng thẳng gây áp lực lớn lên CoF của ngân hàng này và được dự báo sẽ khiến NIM của CTG suy giảm trong ít nhất 2 quý tiếp theo.

Tăng trưởng tín dụng của CTG hiện tại vẫn còn tương đối thấp so với các NHTMCP khác cùng với áp lực dự phòng lớn sẽ khó giúp KQKD của CTG trong năm 2023 và 2024 quá khả quan.

### Diễn biến giá 12 tháng



Ngày báo cáo 27/12/2022

Giá hiện tại 26,600 VND/cp

Giá mục tiêu 38,200 VND/cp

% Tăng giá +43.6%

Vốn hóa 131,437 tỷ đồng  
~5.30 tỷ USD

Diễn biến giá 52 tuần 19,800-37,700 VND/cp

GTGD TB hàng ngày 211 tỷ đồng  
~8.51 triệu USD

Giới hạn SHNN 30%

Tỷ lệ SHNN hiện tại 24.48%

	1M	3M	12M
CTG (%)	10.4%	-14.6%	-29.0%
VNIndex (%)	-6.6%	-25.1%	-34.2%

	Đơn vị	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>53,157</b>	<b>57,328</b>	<b>61,036</b>	<b>77,009</b>	<b>86,592</b>
Tăng trưởng (%)	%	17.2%	7.8%	6.5%	26.2%	12.4%
<b>LN trước thuế và DPRRTD</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>35,971</b>	<b>41,276</b>	<b>43,946</b>	<b>55,447</b>	<b>62,346</b>
Tăng trưởng (%)	%	22.8%	14.7%	6.5%	26.2%	12.4%
<b>Chi phí DPRRTD</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>18,382</b>	<b>20,929</b>	<b>20,794</b>	<b>19,222</b>	<b>18,372</b>
Tăng trưởng (%)	%	51.1%	13.9%	-0.6%	-7.6%	-4.4%
<b>LNTT</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>17,589</b>	<b>20,347</b>	<b>23,153</b>	<b>36,225</b>	<b>43,974</b>
Tăng trưởng (%)	%	2.7%	15.7%	13.8%	56.5%	21.4%
<b>LNST</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>14,215</b>	<b>16,411</b>	<b>18,656</b>	<b>29,198</b>	<b>35,459</b>
Tăng trưởng (%)	%	3.1%	15.4%	13.7%	56.5%	21.4%
<b>EPS cơ bản</b>	<b>VND</b>	<b>3,347</b>	<b>3,404</b>	<b>3,685</b>	<b>5,242</b>	<b>5,787</b>
<b>Giá trị sổ sách</b>	<b>VND</b>	<b>22,205</b>	<b>22,225</b>	<b>23,494</b>	<b>25,107</b>	<b>27,383</b>
ROAA	%	1.0%	1.0%	1.0%	1.5%	1.6%
ROAE	%	15.9%	16.3%	16.5%	22.8%	23.7%
<b>P/E</b>	<b>lần</b>	<b>7.7x</b>	<b>7.6x</b>	<b>7.0x</b>	<b>4.9x</b>	<b>4.5x</b>
<b>P/B</b>	<b>lần</b>	<b>1.2x</b>	<b>1.2x</b>	<b>1.1x</b>	<b>1.0x</b>	<b>0.9x</b>



## MUA - Giá mục tiêu: 38,200 VND/cp

### Cập nhật kết quả kinh doanh

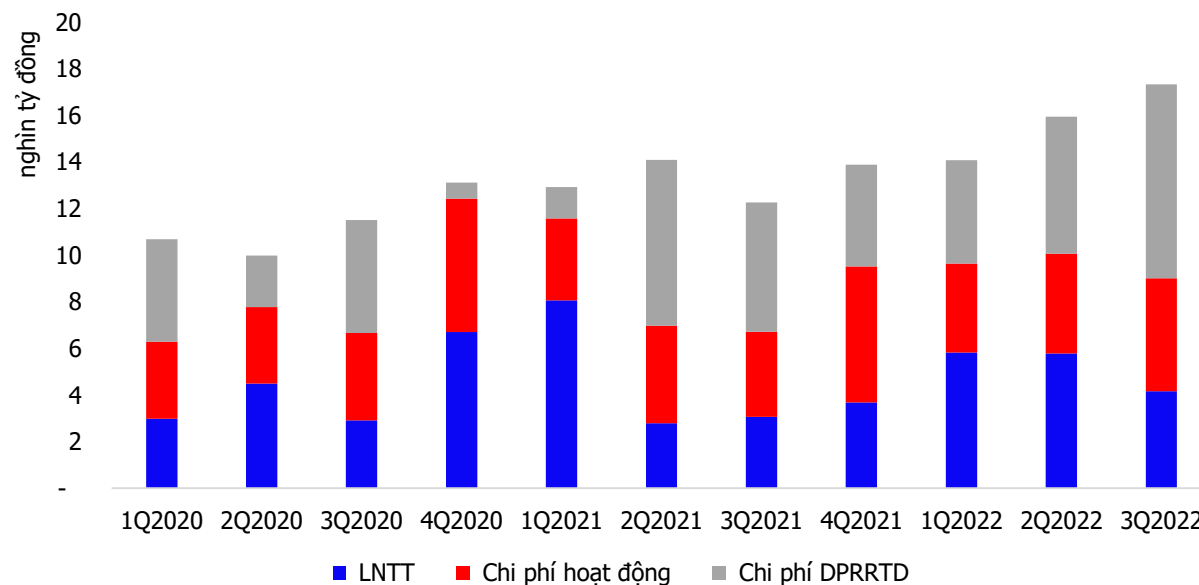
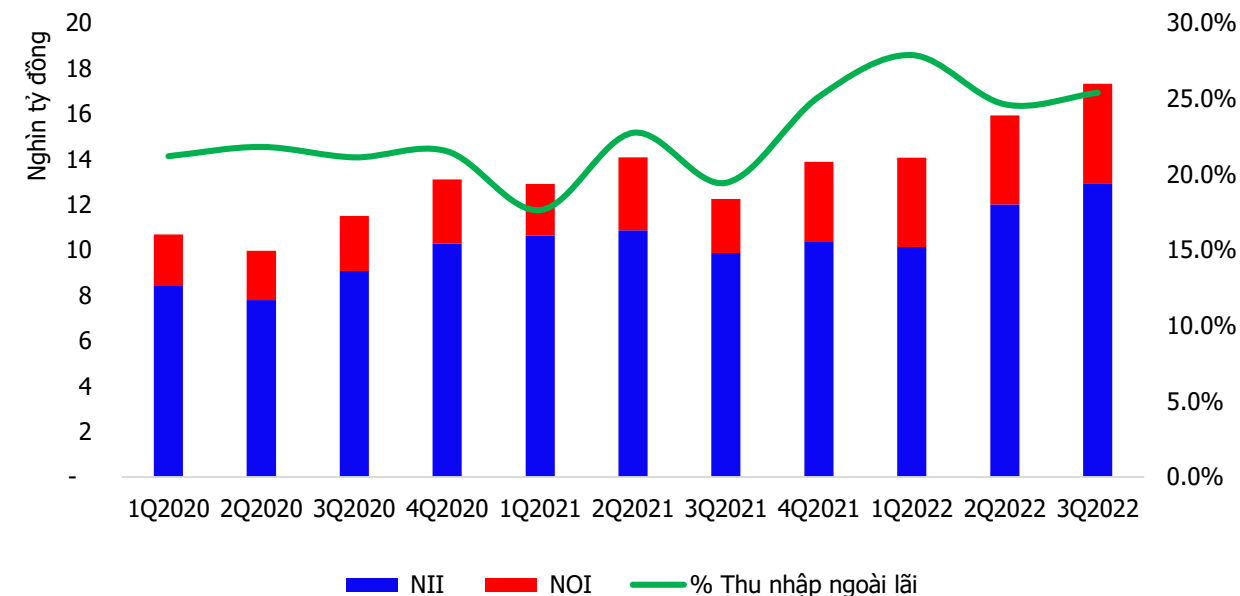
Trong Q3/2022, CTG ghi nhận tổng thu nhập hoạt động (TOI) hợp nhất đạt 17,324 tỷ đồng (+41.4% yoy), trong đó thu nhập lãi thuần (NII) và thu nhập thuần ngoài lãi (NOI) đạt lần lượt 12,923 tỷ đồng (+30.9% yoy) và 4,401 tỷ đồng (+84.6% yoy). Chi phí trích lập dự phòng trong kỳ đạt hơn 8,320 tỷ đồng (+50.0% yoy). Chi phí hoạt động đạt 4,846 tỷ đồng (+32.9% yoy) giúp tỷ lệ CIR được cải thiện xuống mức 28.0% so với mức 32.3% của cả năm 2021 và 29.8% trong Q3/2021.

Luỹ kế 9T2022, TOI hợp nhất đạt 47,335 tỷ đồng (+20.6% yoy), trong đó NII và NOI tăng trưởng lần lượt +11.8%yoy và +55.7% yoy. Thu nhập thuần ngoài lãi tăng mạnh nhờ hoạt động xử lý nợ được đẩy mạnh giúp ngân hàng thu về hơn 4,341 tỷ đồng cùng với hoạt động kinh doanh ngoại hối được đẩy mạnh (+80.1% yoy). Chi phí hoạt động trong 9T2022 đạt 12,940 tỷ đồng (+14.0% yoy). Tỷ lệ CIR trong 9T2022 đạt 27.3%, giảm 160 bps so với 9T2021. Chi phí DPRRTD trong kỳ đạt 18,630 tỷ đồng (+33.0% yoy), cho thấy CTG tiếp tục chính sách trích lập chủ động nhằm đảm bảo chất lượng tài sản ở mức an toàn.

Chất lượng tài sản có sự suy giảm nhẹ so với Q2/2022 cũng như thời điểm cuối năm 2021 nhưng cải thiện nhẹ so với cùng kỳ 2021. Tỷ lệ nợ xấu NPL vào cuối Q3/2022 đạt 1.42%, cao hơn mức 1.35% vào cuối Q2/2022 cũng như mức 1.26% vào cuối năm 2021, nhưng thấp hơn mức 1.67% tại cuối Q3/2021 vì ảnh hưởng nặng nề của dịch Covid-19. Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) tại cuối Q3/2022 đạt 222.4%, tiếp tục gia tăng so với quý trước và so với cùng kỳ 2021 và là mức cao thứ 2 toàn ngành, chỉ sau VCB.

NIM của CTG trong 9T2022 đạt 2.9%, giảm nhẹ so với mức 3.04% của cả năm 2021, nhưng tăng nhẹ so với nửa đầu năm 2022. Chi phí nguồn vốn (CoF) của CTG tăng nhẹ lên mức 3.5% trong 9T2022 so với mức chỉ 3.3% của năm 2021. Lãi suất tiếp tục gia tăng sẽ khiến CoF được dự báo sẽ tiếp tục tăng lên trong những quý tiếp theo.

Tổng tài sản của CTG tại cuối Q3/2022 đạt mức 1,750,789 tỷ đồng (+14.3% so với đầu năm). Dư nợ cho vay khách hàng đạt 1,245,238 tỷ đồng (+10.2% so với cuối năm 2021), đạt 100% room tín dụng được cấp trong năm 2022. Danh mục trái phiếu doanh nghiệp chỉ chiếm 1.0% tổng dư nợ cho vay của CTG tại cuối Q3/2022. Về cơ cấu huy động, tiền gửi khách hàng tại cuối Q3/2022 đạt 1,189,722 tỷ đồng (+2.4% YTD). Điều này khiến tỷ lệ LDR của CTG tại cuối Q3/2022 đạt 82.7%. Mức thanh khoản này có thể khiến lãi suất trong thời gian tới tiếp tục tăng cao khi ngân hàng cần phải nâng lãi suất nhằm đảo bảo các tỷ lệ thanh khoản.



## MUA - Giá mục tiêu: 38,200 VND/cp

### Luận điểm đầu tư

#### Danh mục cho vay chuyển sang nhóm bán lẻ và SME với lợi suất cao

Tăng trưởng tín dụng hợp nhất của CTG trong 9T2022 đạt hơn 10.2% YTD, trong đó mảng cho vay SME và cho vay khách hàng cá nhân (KHCHN) có sự tăng trưởng vượt trội so với mảng khách hàng doanh nghiệp (KHDN) khi đạt tỷ lệ tăng trưởng lần lượt 10.7% và 25.8% YTD. Hiện tại tỷ trọng của 2 mảng cho vay này chiếm khoảng 63.8% tổng dư nợ cho vay của CTG, cao hơn so với mức chỉ 57.6% tại cuối Q3/2021 và 59.3% tại cuối năm 2021. Trong thời gian đại dịch Covid-19 diễn ra, CTG đã chủ động giảm tỷ trọng mảng cho vay cá nhân nhằm hạn chế việc nợ xấu tiềm năng gia tăng và đã tiến hành gia tăng tỷ trọng mảng này khi nền kinh tế bắt đầu phục hồi nhằm đạt được mức lợi suất cao hơn.

Trong cơ cấu cho vay nhóm KHCHN, tỷ trọng lớn nhất thuộc về các hoạt động sản xuất kinh doanh với tỷ lệ 60.2% tại cuối Q3/2022. Tiếp theo là mảng cho vay mua nhà với tỷ lệ 30.6% và xếp sau đó là mảng cho vay tiêu dùng với tỷ lệ 5.0%. Với vai trò là một ngân hàng có vốn nhà nước, danh mục cho vay bán lẻ của CTG tập trung chủ yếu vào các hoạt động sản xuất kinh doanh theo đúng như định hướng của NHNN. Các mảng kinh doanh có tính rủi ro cao hơn như cho vay mua xe hay cho vay tiêu dùng với lợi suất cao hơn sẽ bị hạn chế trong danh mục của CTG, điều này giúp ngân hàng có thể kiểm soát được chất lượng danh mục cho vay.

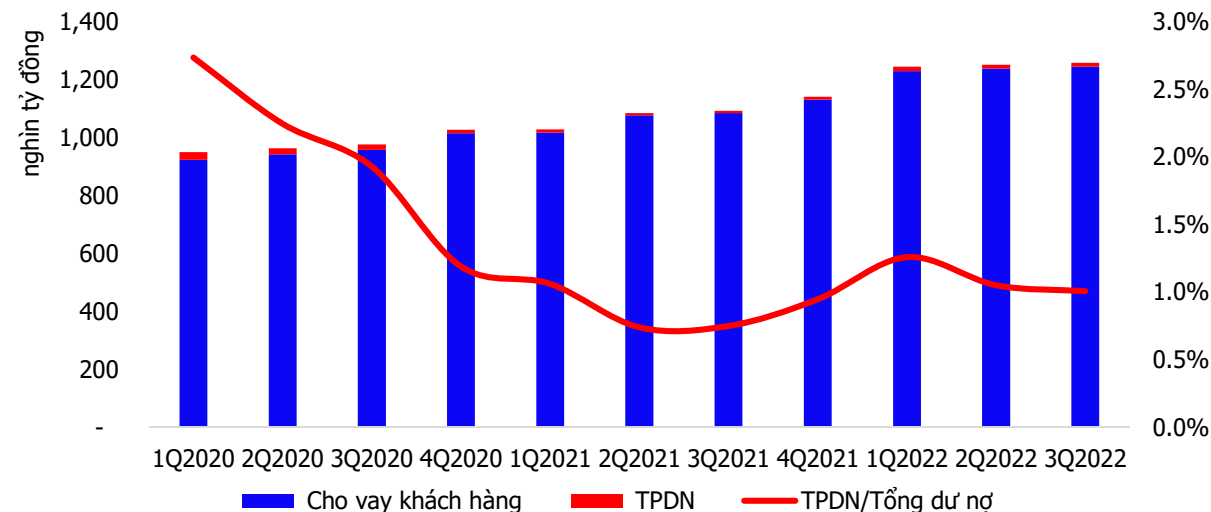
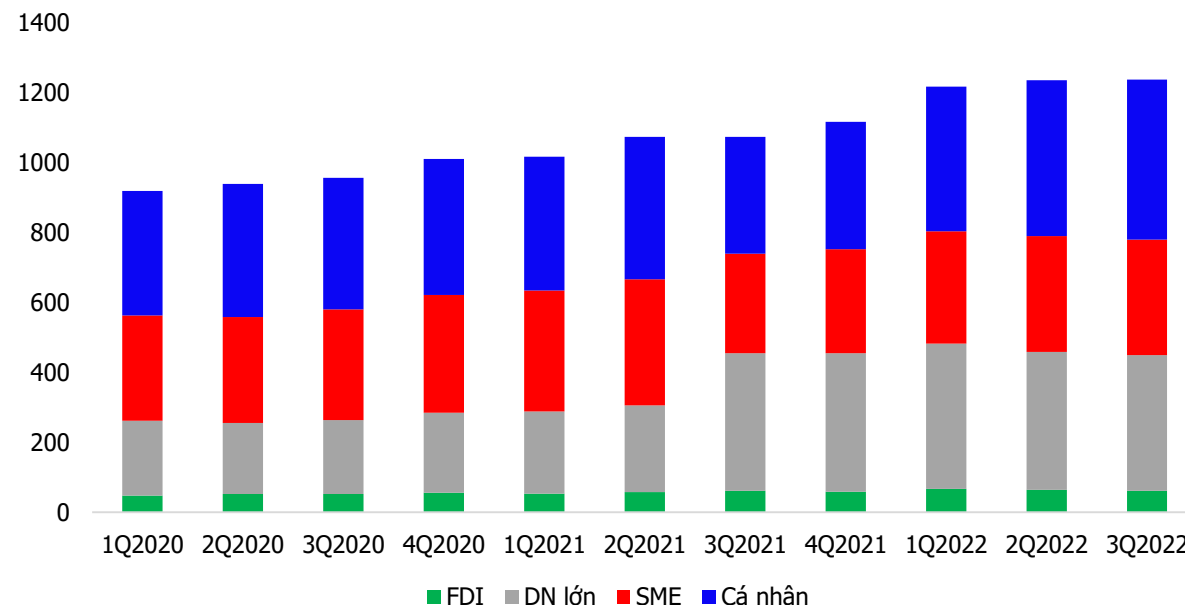
#### Trái phiếu doanh nghiệp chiếm tỷ trọng không đáng kể trong tổng dư nợ

Tại cuối Q3/2022, danh mục TPDN của CTG đạt khoảng 12,642 tỷ đồng (+17.2% YTD). Tỷ trọng TPDN trong tổng dư nợ đạt 1.0%, tương đương tại cuối Q2/2022 và tăng nhẹ so với cuối năm 2021. Kể từ Q1/2019, danh mục TPDN của CTG đã giảm 2/3 từ mức hơn 36.7 nghìn tỷ đồng (chiếm 4.1% tổng dư nợ).

Thị trường TPDN kể từ đầu năm 2022 đến nay gặp nhiều khó khăn, đặc biệt đối với các doanh nghiệp BĐS sau các vụ án liên quan đến Tân Hoàng Minh và Vạn Thịnh Phát. Áp lực mua lại trái phiếu trước hạn lớn đối với các nhà phát hành khiến thanh khoản trở nên căng thẳng, cùng với đó Nghị định 65/2022/NĐ-CP liên quan đến việc phát hành TPDN cũng ảnh hưởng đến khả năng hấp thụ lượng trái phiếu phát hành mới. Điều này dẫn đến lượng phát hành trái phiếu suy giảm mạnh trong 9T2022 và dự kiến là cả quý cuối năm.

Việc không sở hữu một danh mục TPDN quá lớn trong giai đoạn này giúp CTG không chịu áp lực thanh khoản cũng như rủi ro đến từ các nhà phát hành, cũng như giảm áp lực trích lập dự phòng và do đó có được lợi thế trong việc gia tăng thanh khoản trong quý cuối năm 2022, từ đó có đủ điều kiện nhận thêm room tín dụng mới trong năm 2023.

### Cơ cấu danh mục cho vay khách hàng



Nguồn: CTG, MBS Research

## MUA - Giá mục tiêu: 38,200 VND/cp

### Luận điểm đầu tư

#### Thu nhập ngoài lãi là một điểm sáng

Trong bối cảnh thanh khoản toàn thị trường tiếp tục căng thẳng trong những quý tiếp theo, thu nhập ngoài lãi (NOI) sẽ là một hướng tiếp cận được các NHTM tập trung nhằm duy trì đà tăng trưởng của TOI cũng như gia tăng ROE. Luỹ kế 9T2022, NOI hợp nhất của CTG đạt 12,253 tỷ đồng (+55.7% yoy). Thu nhập từ phí (NFI) tiếp tục đóng vai trò chính trong cơ cấu NOI với tỷ lệ 35.1% và tăng trưởng +13.1% yoy. Trong khi đó, hoạt động kinh doanh vàng & Forex cũng như các hoạt động xử lý nợ tăng trưởng đáng kể so với cùng kỳ giúp thu nhập từ 2 mảng này tăng trưởng lần lượt +80.1% yoy và +145.5% yoy.

NFI là một trong những nguồn thu ngoài lãi ổn định và được tập trung nhiều nhất của CTG trong những năm qua. Với việc tung ra các sản phẩm iPay và eFAST giúp số lượng KHCN và KHDN sử dụng dịch vụ e-banking đạt lần lượt 5.9M KH (+51.2% yoy) và 188K KH (+27.8% yoy). Điều này sẽ giúp CTG có thể gia tăng cung cấp các dịch vụ tài chính thông qua bán chéo sản phẩm từ đó gia tăng hoạt động thu phí.

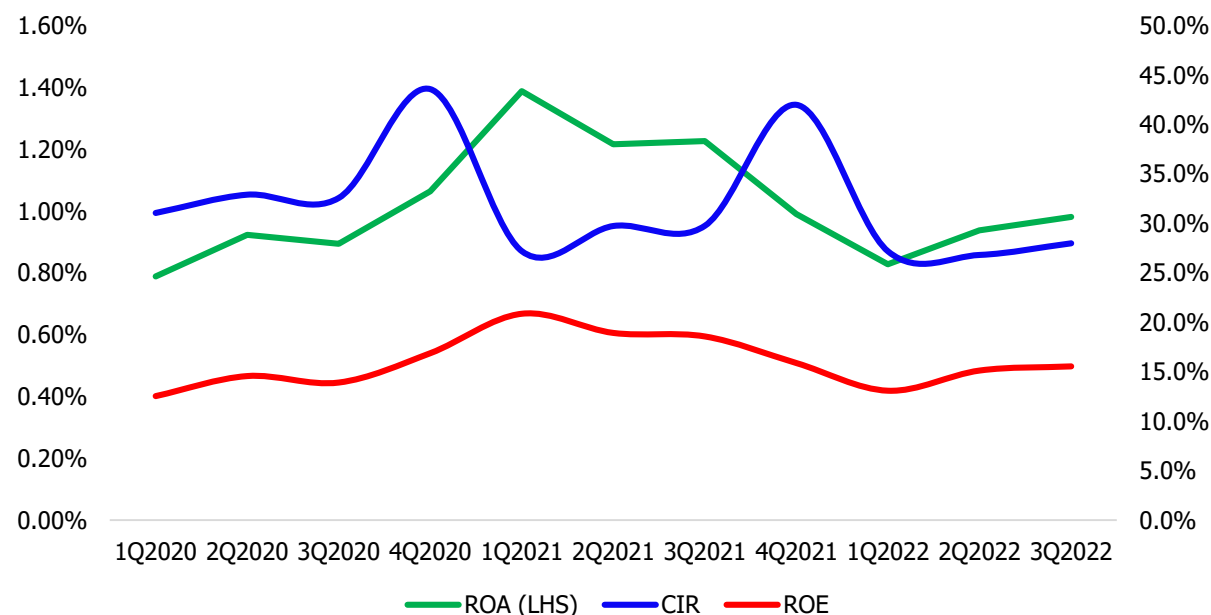
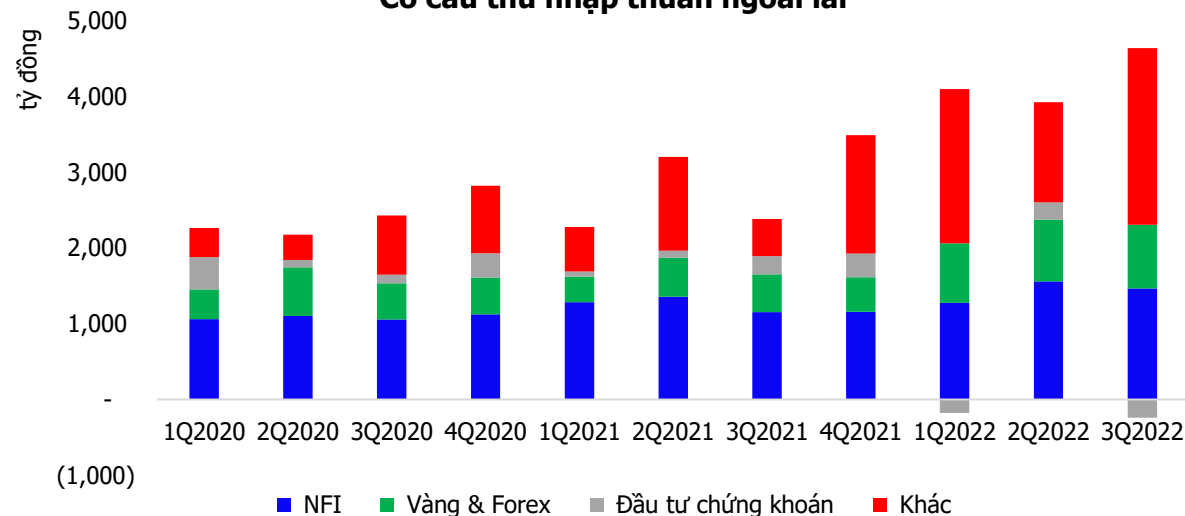
Bên cạnh đó, hiện tại CTG cũng đang chiếm tỷ trọng 12.5% và 11-13% trong cơ cấu giao dịch FX trên thị trường 1 và 2 cũng giúp ngân hàng này mang về một nguồn thu đáng kể từ hoạt động kinh doanh vàng & FX. Cuối cùng và không kém phần quan trọng là nguồn thu đến từ hoạt động thu từ xử lý nợ. Với việc trích lập dự phòng rất chủ động kể từ Q3/2021, thu nhập từ xử lý nợ của CTG đã tăng trưởng đáng kể so với trước dịch, giúp khoản thu này gia tăng tỷ trọng từ mức 20.6% NOI tại cuối Q3/2021 lên hơn 53.0% tại cuối Q3/2022.

#### Hiệu quả hoạt động tiếp tục được cải thiện

CIR hợp nhất của CTG đã có sự cải thiện đáng kể từ năm 2018 đến nay. Cả năm 2018, tỷ lệ này là 49.5%, một trong những ngân hàng có tỷ lệ CIR cao nhất toàn ngành thì trong 9T2022 con số này chỉ là 27.3%, nằm trong nhóm thấp nhất toàn ngành (chỉ cao hơn SHB và VPB) và là ngân hàng NHTMNN hiệu quả nhất (xếp trên BID và VCB). Điều này cho thấy được một nỗ lực nâng cao hiệu quả đáng ghi nhận của CTG.

Tuy rằng CIR của CTG đã có sự tăng trưởng đáng kể nhưng vì danh mục cho vay vẫn còn tập trung nhiều vào nhóm KHDN cũng như các hoạt động cho vay bán lẻ lợi suất cao vẫn được kiểm soát chặt chẽ, cùng với chính sách trích lập rất chủ động khiến cho LN của CTG không quá ấn tượng, dẫn đến các chỉ số về hiệu quả sinh lợi như ROE và ROA vẫn còn ở mức thấp so với toàn ngành. 9T2022, ROE và ROA của CTG đạt lần lượt 15.6% và 1.0%.

### Cơ cấu thu nhập thuần ngoài lãi



## MUA - Giá mục tiêu: 38,200 VND/cp

### Luận điểm đầu tư

#### Chất lượng tài sản được nâng cao và vẫn duy trì chính sách trích lập chủ động

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của CTG vẫn đang trong xu hướng tăng kể từ cuối năm 2021 đến cuối Q3/2022 nhưng vẫn đang ở mức thấp hơn so với thời điểm đỉnh của dịch Covid-19 Q3/2021. Tỷ lệ nợ nhóm 2 vẫn đang trong xu hướng gia tăng kể từ Q3/2021. Tại cuối Q3/2022, tỷ lệ nợ nhóm 2 đạt 1.80%, so với mức 1.05% tại cuối năm 2021 và 0.45% tại cuối Q3/2021. Điều này cho thấy các khoản nợ tái cơ cấu vẫn đang được xử lý theo lộ trình và sẽ được đưa về nợ đủ tiêu chuẩn trong những quý tiếp theo.

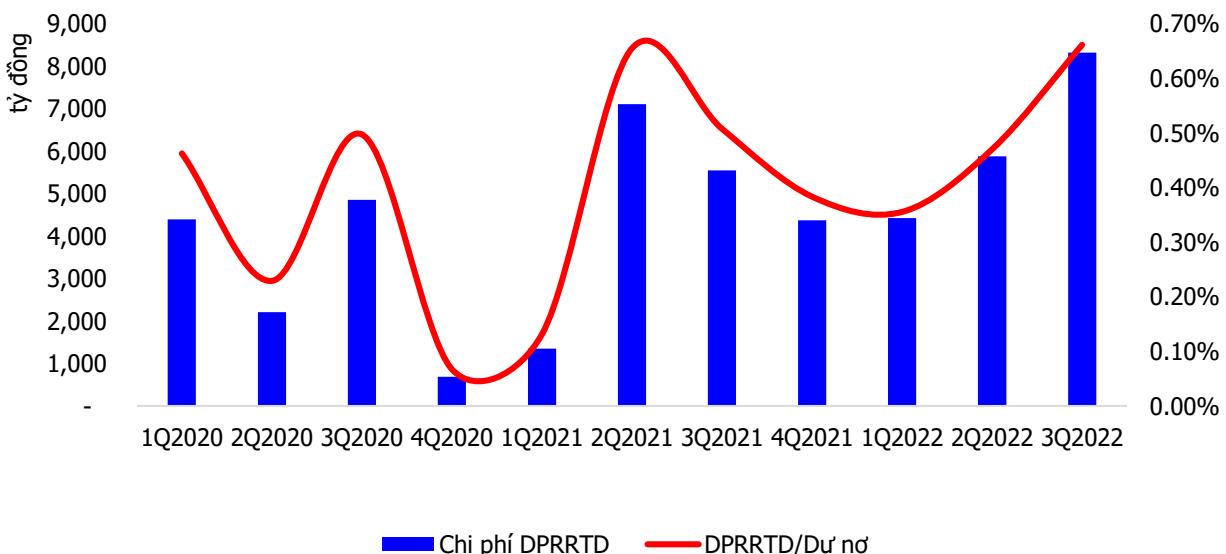
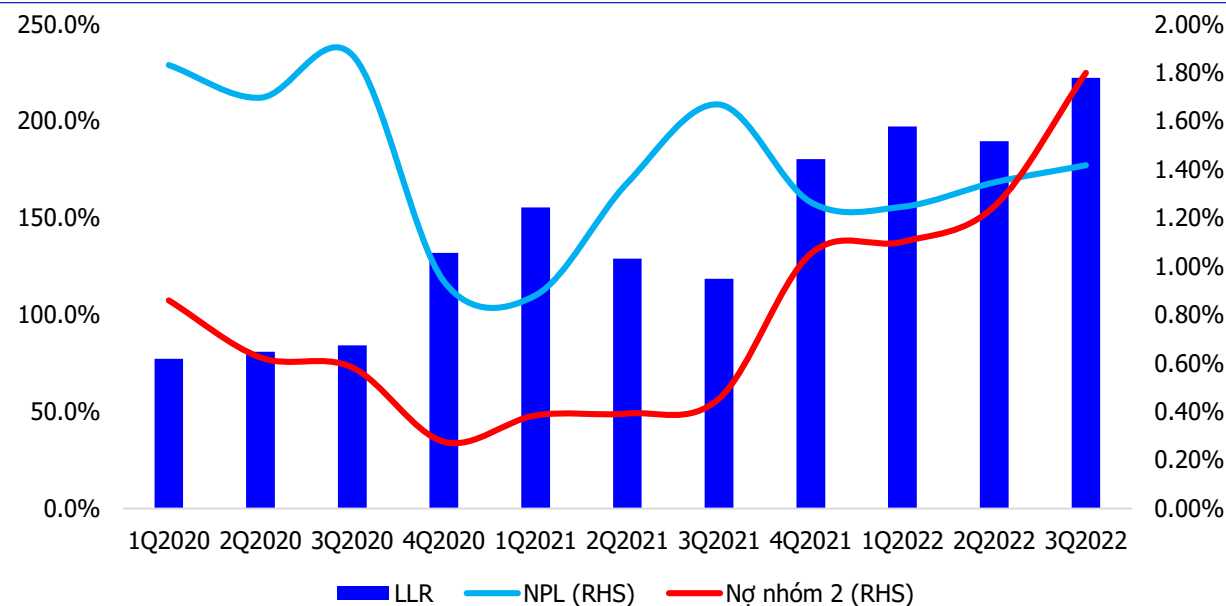
Điểm nhấn trong việc quản trị rủi ro của CTG đến từ chính sách trích lập dự phòng rất chủ động trong bối cảnh tỷ lệ nợ dưới chuẩn của ngân hàng vẫn đang trong xu hướng gia tăng. Tại cuối Q3/2021, tỷ lệ LLR của CTG đạt 118.6% khi nợ dưới chuẩn của CTG đạt 2.12%; tỷ lệ này đã tăng lên mức 222.4% tại cuối Q3/2022 (đứng thứ 2 toàn ngành, chỉ sau VCB) khi tỷ lệ nợ dưới chuẩn của CTG đạt 3.22%.

### Dự phóng và định giá

Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng CTG sẽ đạt TOI hợp nhất 57,327 tỷ đồng (+7.8% yoy), trong đó NII và NOI lần lượt chiếm tỷ trọng 77.0% và 23.0%. Với kỳ vọng tỷ lệ CIR hợp nhất cả năm 2022 đạt 28%, chi phí hoạt động được dự báo sẽ ở mức 16,051 tỷ đồng (-6.6% yoy). Chi phí trích lập DPRRTD được kỳ vọng sẽ đạt 20,928 tỷ đồng (+13.9% yoy) với kỳ vọng CTG sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ dự phòng/dư nợ cho vay ở mức 1.8%. Từ đó, LNTT hợp nhất của CTG trong năm 2022 được dự báo sẽ đạt 20,347 tỷ đồng (+15.7% yoy), hoàn thành 100% kế hoạch đề ra.

Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng CTG sẽ có được hạn mức tăng trưởng tương đương với năm 2022 vì hiện tại mức này tương đối hợp lý đối với hầu hết các NHTM nhằm thực hiện chính sách tiền tệ không quá nới lỏng của NHNN đồng thời phù hợp với những nỗ lực nâng cao chất lượng tài sản của CTG. LNTT trong năm 2023 được dự báo ở mức 23,152 tỷ đồng (+13.8% yoy).

Chúng tôi định giá cổ phiếu CTG với mức giá mục tiêu **38,200 VND/cp** theo 2 Phương pháp: Thu nhập thặng dư (Residual Income-RI) và so sánh P/B toàn ngành. Trong phương pháp RI, chúng tôi sử dụng tỷ suất chiết khấu  $Re=14.1\%$  và  $P/B=1.3x$  trong Phương pháp so sánh P/B.



## MUA - Giá mục tiêu: 38,200 VND/cp

Báo cáo KQKD (Tỷ đồng)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần	41,788	44,126	45,494	59,060	66,114
Thu nhập thuần từ HĐDV	4,961	5,787	6,659	7,700	8,886
Lãi thuần từ HĐKD vàng và ngoại hối	1,812	2,519	2,965	3,429	3,638
Lãi thuần từ HĐ mua bán CKKD	496	411	584	732	891
Lãi thuần từ mua bán CKĐT	224	(47)	76	(36)	(45)
Lãi thuần từ HĐKD khác	3,875	4,532	5,259	6,125	7,108
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>53,157</b>	<b>57,328</b>	<b>61,036</b>	<b>77,009</b>	<b>86,592</b>
Chi phí hoạt động	17,186	16,052	17,090	21,563	24,246
<b>LNTT và trước DPRRTD</b>	<b>35,971</b>	<b>41,276</b>	<b>43,946</b>	<b>55,447</b>	<b>62,346</b>
Chi phí DPRRTD	18,382	20,929	20,794	19,222	18,372
<b>LNTT</b>	<b>17,589</b>	<b>20,347</b>	<b>23,153</b>	<b>36,225</b>	<b>43,974</b>
Chi phí thuế TNDN	3,374	3,937	4,496	7,026	8,515
<b>LNST</b>	<b>14,215</b>	<b>16,411</b>	<b>18,656</b>	<b>29,198</b>	<b>35,459</b>
LN cổ đông thiểu số	127	54	63	100	123
<b>LNST cho Ngân hàng</b>	<b>14,089</b>	<b>16,357</b>	<b>18,593</b>	<b>29,099</b>	<b>35,336</b>

Cân Đối Kế Toán	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Tiền và tương đương tiền	11,331	12,153	11,536	12,654	12,919
Tiền gửi tại NHNN	23,383	25,078	28,100	31,579	35,594
Tiền gửi và cho vay các TCTD	149,317	244,473	191,528	210,747	236,157
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	2,475	4,902	5,756	6,942	8,245
Phái sinh và các TSTC khác	1,455	1,613	1,808	2,032	2,290
Cho vay khách hàng	1,130,668	1,253,901	1,405,000	1,578,954	1,779,711
Dự phòng cho vay	(25,795)	(30,223)	(34,497)	(38,916)	(43,439)
Chứng khoán đầu tư	177,545	188,239	168,597	186,529	211,980
Đầu tư dài hạn khác	3,290	3,353	3,424	3,499	3,576
Tài sản cố định	10,496	9,735	9,155	8,679	8,119
BĐS đầu tư	-	-	-	-	-
Tài sản Có khác	47,423	74,547	46,776	60,847	70,932
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1,531,587</b>	<b>1,787,771</b>	<b>1,837,183</b>	<b>2,063,547</b>	<b>2,326,084</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>1,437,938</b>	<b>1,680,337</b>	<b>1,718,939</b>	<b>1,926,127</b>	<b>2,164,621</b>
Nợ NHNN, Chính phủ	33,294	100,312	105,328	110,594	116,124
Tiền gửi, vay các TCTD khác	138,834	257,050	147,525	173,685	213,565
Tiền gửi của khách hàng	1,161,848	1,197,519	1,338,251	1,492,451	1,667,281
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	2,528	2,508	2,810	3,158	3,559
Phát hành giấy tờ có giá	64,497	81,504	85,013	95,338	108,087
Các khoản nợ khác	36,937	41,445	40,013	50,901	56,005
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>93,650</b>	<b>107,434</b>	<b>118,243</b>	<b>137,420</b>	<b>161,463</b>
Vốn điều lệ	48,058	48,058	52,863	58,150	63,965
Thặng dư vốn cổ phần	8,975	8,975	8,975	8,975	8,975
Vốn khác	516	516	516	516	516
Quỹ của TCTD	13,673	16,127	18,916	23,281	28,581
Chênh lệch tỷ giá	245	330	387	482	600
LN chưa phân phối	21,488	32,707	35,834	45,214	57,962
Lợi ích CĐ không kiểm soát	695	722	753	803	865
<b>TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH</b>	<b>1,531,587</b>	<b>1,787,771</b>	<b>1,837,183</b>	<b>2,063,547</b>	<b>2,326,084</b>

Tỷ số tài chính	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng tài sản	14.2%	16.7%	2.8%	12.3%	12.7%
Tăng trưởng cho vay và đầu tư	15.7%	10.2%	9.1%	12.2%	12.8%
Tăng trưởng tiền gửi và giấy tờ có giá	16.8%	4.3%	11.3%	11.6%	11.8%
Tăng trưởng LN trước thuế và DPRRTD	22.8%	14.7%	6.5%	26.2%	12.4%
Tăng trưởng LNTT	2.7%	15.7%	13.8%	56.5%	21.4%
<b>An toàn vốn</b>					
CAR	10.8%	N/A	N/A	N/A	N/A
VCSH/Tổng tài sản	6.1%	6.0%	6.4%	6.7%	6.9%
Đòn bẩy tài chính	16.4	16.6	15.5	15.0	14.4
<b>Chất lượng tài sản</b>					
Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.3%	1.5%	1.8%	1.3%	1.2%
Tỷ lệ nợ nhóm 2	1.1%	2.0%	1.8%	1.8%	1.7%
Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	180.4%	160.7%	140.3%	197.2%	203.4%
<b>Thanh khoản</b>					
Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	81.5%	77.3%	84.5%	85.0%	85.2%
TS thanh khoản cao/Tổng TS	23.9%	26.7%	22.2%	21.8%	21.8%
TS thanh khoản/tiền gửi KH	27.4%	30.6%	25.6%	25.4%	25.4%
<b>Khả năng sinh lợi</b>					
ROA	1.0%	1.0%	1.0%	1.5%	1.6%
ROE	15.9%	16.3%	16.5%	22.8%	23.7%
NIM	3.0%	2.8%	2.6%	3.1%	3.1%
TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	78.6%	77.0%	74.5%	76.7%	76.4%
Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	32.3%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
<b>Định giá</b>					
EPS cơ bản (VND)	3,347	3,404	3,685	5,242	5,787
Giá trị sổ sách (VND)	22,205	22,225	23,494	25,107	27,383
P/E	8.1x	8.0x	7.4x	5.2x	4.7x
P/B	1.2x	1.2x	1.2x	1.1x	1.0x

# NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU (HSX: ACB)



**MUA, Giá mục tiêu: 27,800VND (upside: 26%)**

**Kết quả kinh doanh tăng trưởng khả quan trong 9 tháng đầu năm 2022, động lực chính đến từ khoản thu nhập lãi thuần tăng 20.7% so với 9 tháng đầu năm 2021. Lợi nhuận sau thuế đạt hơn 10,800 tỷ đồng, tăng 51% so với 9 tháng đầu năm 2021. Định giá cổ phiếu ở mức 27,800 đồng/cổ phiếu, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu ACB.**

## Thông tin cập nhật

**Kết quả kinh doanh tăng trưởng khả quan.** Thu nhập lãi thuần của 9 tháng đầu năm 2022 tăng trưởng 20.7% so với 9 tháng đầu năm ngoái, với động lực chính đến từ việc giảm chi phí huy động vốn khiến NIM có sự cải thiện. Ngoài ra, Thu nhập ngoài lãi tăng 10% so với 9T2021.

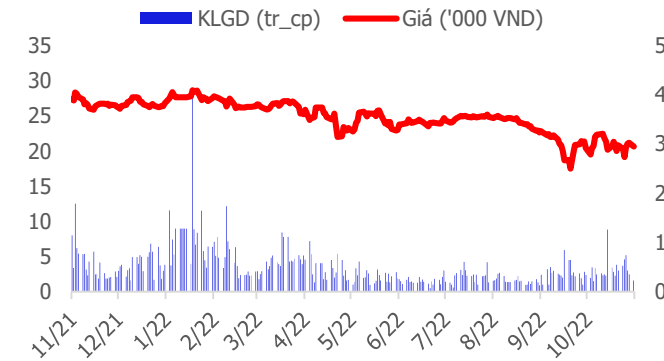
**Chất lượng tài sản cải thiện.** Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ so với quý 2, ở mức 1.01%. Tỷ lệ nợ nhóm 2 chỉ còn 0.44%, giảm 0.09% so với cuối năm 2021.

**NIM duy trì ở mức ổn định nhờ giảm chi phí vốn cũng như đẩy mạnh cho vay bán lẻ. So với cùng kỳ, chi phí vốn đã giảm hơn 1%, mức giảm cao so với trung bình ngành.**

**Tăng vốn thông qua phát hành cổ phiếu trả cổ tức năm 2021.** Vốn điều lệ của ACB được tăng lên hơn 33.7 ngàn tỷ đồng, tương ứng với mức tăng thêm 6,755 tỷ đồng trong năm nay. Nguồn vốn tăng thêm đã giúp ACB quản trị rủi ro tốt hơn. Tỷ lệ an toàn vốn của ACB tăng lên 12% ở thời điểm cuối quý 3 2022.

**Định giá cổ phiếu:** Tại mức giá hiện tại 20,600 đồng/ cổ phiếu, chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu ACB, với giá mục tiêu sau 12 tháng là 27,800 đồng/ cổ phiếu theo phương pháp R/I.

## BIẾN ĐỘNG GIÁ



	1T	3T	9T	12T
<b>ACB (%)</b>	1%	-16%	-25%	-25%
<b>VN INDEX (%)</b>	-6%	-24%	-36%	-34%

Ngày báo cáo	27/12/22
Giá hiện tại	VND 22,100
Giá mục tiêu	VND 27,800
<b>Tăng/giảm</b>	<b>26.4%</b>
Bloomberg	ACB VN EQUITY
Vốn hoá thị trường	55,660 tỷ đồng
Biến động 52 tuần	VND 17,500 - VND 28,600
KLGD trung bình	8,694,550
Sở hữu tối đa NN	30%
Sở hữu hiện tại NN	30%

Chỉ tiêu	ĐVT	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>23,564</b>	<b>26,454</b>	<b>28,925</b>	<b>32,145</b>	<b>36,159</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế và chi phí</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>15,334</b>	<b>17,953</b>	<b>20,090</b>	<b>22,962</b>	<b>26,608</b>
Tăng trưởng so với cùng kỳ	%		17%	12%	14%	16%
<b>Chi phí dự phòng</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>3,336</b>	<b>997</b>	<b>1,676</b>	<b>1,041</b>	<b>1,127</b>
Tăng trưởng so với cùng kỳ	%		-70%	68%	-38%	8%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>11,998</b>	<b>16,956</b>	<b>18,414</b>	<b>21,921</b>	<b>25,481</b>
Tăng trưởng so với cùng kỳ	%		41%	9%	19%	16%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>9,603</b>	<b>13,565</b>	<b>14,731</b>	<b>17,537</b>	<b>20,385</b>
Tăng trưởng so với cùng kỳ	%		41%	9%	19%	16%
<b>EPS (cơ bản)</b>	<b>đồng</b>	<b>3,554</b>	<b>4,016</b>	<b>4,362</b>	<b>5,192</b>	<b>6,036</b>
<b>BVPS</b>	<b>đồng</b>	<b>16,618</b>	<b>17,311</b>	<b>21,672</b>	<b>26,865</b>	<b>32,900</b>
<b>ROAA</b>	<b>%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>
<b>ROEA</b>	<b>%</b>	<b>21.4%</b>	<b>23.2%</b>	<b>20.1%</b>	<b>19.3%</b>	<b>18.3%</b>
<b>P/E</b>	<b>lần</b>	<b>5.8</b>	<b>5.1</b>	<b>4.7</b>	<b>4.0</b>	<b>3.4</b>
<b>P/B</b>	<b>lần</b>	<b>1.24</b>	<b>1.19</b>	<b>0.95</b>	<b>0.77</b>	<b>0.63</b>

# NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU (HSX: ACB)



**MUA, Giá mục tiêu: 27,800VND (upside: 26%)**

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 9T 2022

Trong quý 3, ACB ghi nhận gần **5,000** tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, tăng **71%** so với cùng kỳ (svck). Trong đó, khoản thu nhận lãi thuần tăng **33.4%**, lên hơn **6,000** tỷ đồng. Quý 3 năm nay cũng là quý ghi nhận lợi nhuận lãi thuần cao nhất, tính từ năm 2018 đến nay.

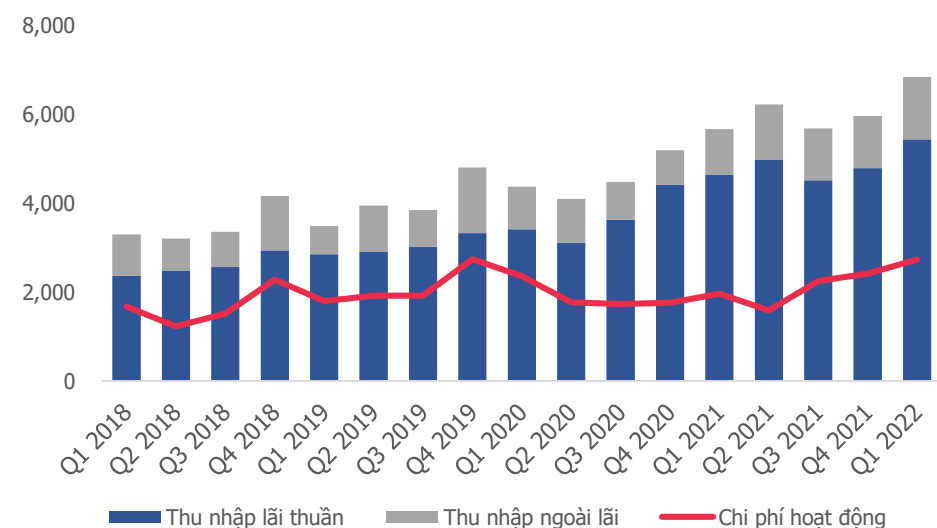
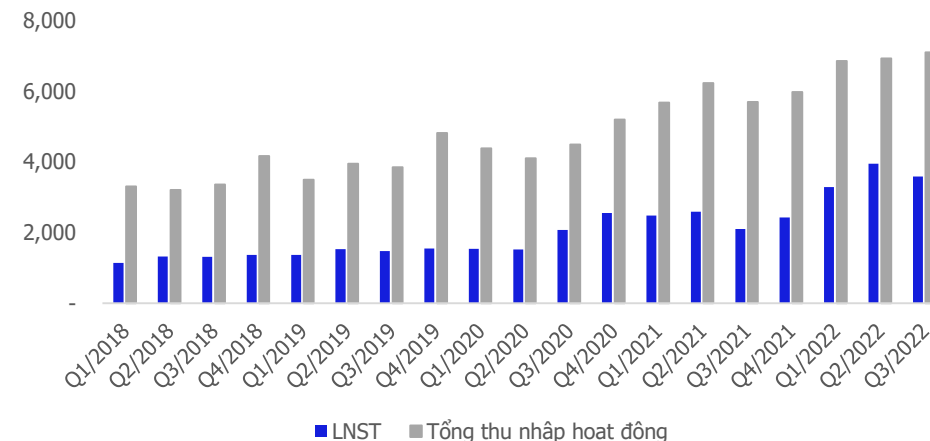
Lũy kế đến ngày 30/9/2022, ACB ghi nhận lợi nhuận trước thuế đạt hơn **13,500** tỷ đồng, tăng trưởng hơn **50.6%** svck, và hoàn thành hơn **90%** kế hoạch đã đề ra cho năm 2022. Lợi nhuận sau thuế đạt hơn **10,800** tỷ đồng, tăng **50.8%** svck.

Thu nhập lãi thuần 9 tháng đầu năm tăng **20.7%** svck, đạt trên **17 nghìn** tỷ đồng. Về mảng thu nhập ngoài lãi, 9 tháng đầu năm ghi nhận gần **3,800** tỷ đồng, tăng **10%** svck. Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ tăng **21.1%** svck, ghi nhận gần **2,600** tỷ đồng. Trong đó, mảng bancassurance đóng góp tỷ trọng lớn trong thu nhập phí dịch vụ của ngân hàng với doanh số bảo hiểm luôn thuộc top đầu thị trường. Tuy nhiên, trước diễn biến không thuận lợi từ thị trường chứng khoán Việt Nam từ đầu năm nay, ngân hàng ghi nhận khoản lỗ lũy kế khoảng **277** tỷ đồng đến từ hoạt động đầu tư chứng khoán kinh doanh. Chi phí hoạt động cũng tăng **30%** svck, hơn **7,500** tỷ đồng.

Điểm nổi bật là chi phí trích lập dự phòng của doanh nghiệp lại có sự đi ngược lại so với các ngân hàng khác. Trong 1H2022, ngân hàng hoàn nhập **270** tỷ đồng, trong khi quý 3 trích lập chi phí dự phòng rủi ro tín dụng **90** tỷ đồng. Lũy kế 9 tháng 2022, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của ngân hàng được **hoàn nhập** gần **180** tỷ đồng, trong khi cùng kỳ năm 2021 khoản chi phí này được trích lập hơn **2,800** tỷ đồng. Điều này phù hợp với nhận định trước đó của công ty khi vào năm ngoái, doanh nghiệp đã chủ động trích lập dự phòng khoảng 2,300 tỷ do covid và dự báo nếu tình hình khả quan thì khoản này sẽ hoàn nhập và tạo ra một khoản thu nhập bất thường cho năm nay.

Với kết quả kinh doanh hiệu quả và tăng trưởng cao, ACB là ngân hàng có tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu tiếp tục nằm trong top dẫn đầu thị trường, trên mức **27%**.

## KẾT QUẢ KINH DOANH



# NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU (HSX: ACB)



**MUA, Giá mục tiêu: 27,800VND (upside: 26%)**

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

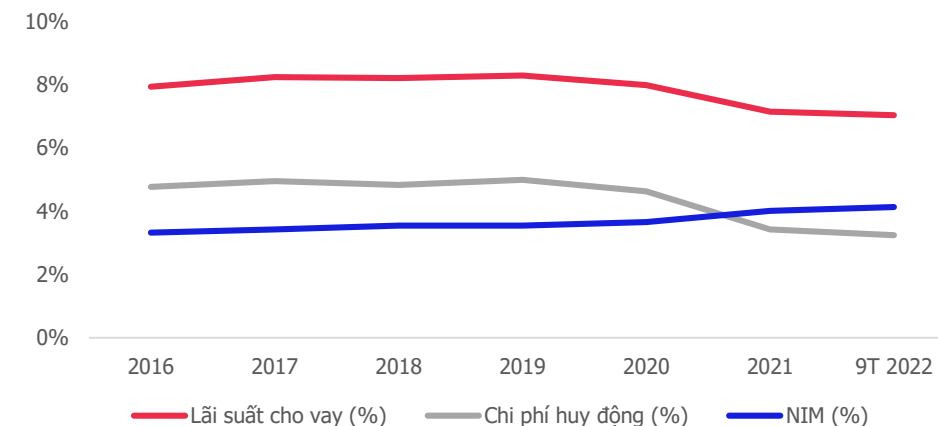
### NIM vẫn tăng dù lãi suất huy động tăng

- Trong quý 3, NIM của ngân hàng tiếp tục có sự cải thiện, tăng nhẹ **5** điểm cơ bản lên **4.13%** so với quý 2 trước đó, nhờ tỷ lệ lợi tức trên tài sản sinh lãi (YEA) tăng nhanh hơn tỷ lệ chi phí vốn huy động (COF).
- Tuy nhiên, do thời điểm tăng lãi suất mạnh nhất rơi vào đầu quý 4 cùng với độ trễ của kỳ hạn huy động nên việc lãi suất huy động tăng lên tại các ngân hàng vẫn chưa phản ánh hết vào hoạt động kinh doanh của ngân hàng. Điều này sẽ là yếu tố tác động tiêu cực đến chi phí huy động vốn của ngân hàng và có thể làm giảm chỉ số NIM trong thời gian tới.
- Tăng trưởng tín dụng trong năm nay đạt **13%**. Tới cuối quý 3, tín dụng của ACB tăng **11.1%**, như vậy ngân hàng vẫn còn khoảng **1.9%** tương đương với **6,700** tỷ đồng trong quý 4.

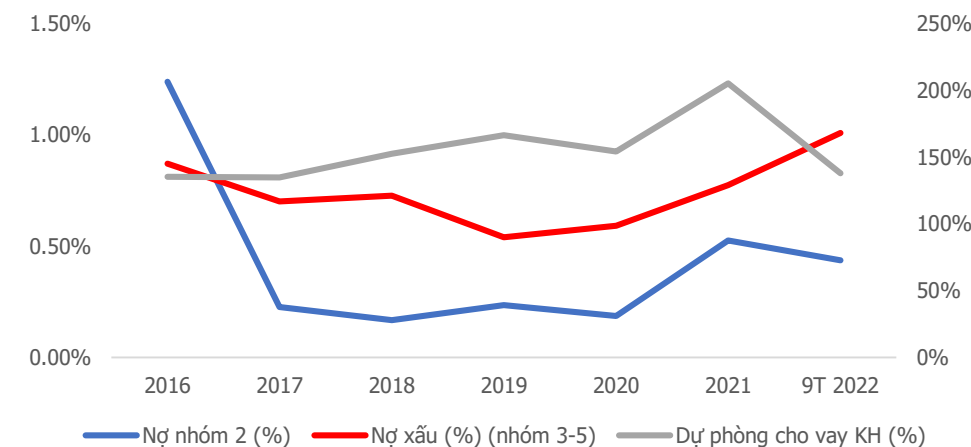
### Chất lượng tài sản lành mạnh

- Tổng nợ xấu tăng **44%** svck lên **4,056** tỷ đồng, tương đương với **1.01%** tổng dư nợ cho vay. Tuy nhiên, nợ nhóm 5 cũng gây chú ý khi tăng **119%** svck và **46%** so với quý 2/2022, tương đương với **3,190** tỷ đồng.
- Hiện tại, ACB chỉ mới trích lập 90 tỷ đồng chi phí dự phòng trong quý 3 (giảm **89%** svck) vì ngân hàng tiếp tục hoàn nhập dự phòng đã trích lập cho nợ tái cơ cấu trong các quý đầu năm. Vì vậy, tỷ lệ LLR giảm còn **137.8%** trong quý 3 từ 185% tại thời điểm cuối quý 2 2022.
- Tỷ lệ dư nợ tín dụng/ vốn huy động (LDR) ở mức **83%**, đảm bảo tuân thủ tỷ lệ thanh khoản theo quy định của Ngân hàng Nhà nước.
- Danh mục tín dụng với tập trung chủ yếu vào mảng bán lẻ với tỷ lệ lên hơn **94%**. **98%** các khoản vay đều có tài sản đảm bảo và tỷ lệ cho vay trên giá trị bình quân danh mục liên tục duy trì trên **52%**

### KHẢ NĂNG SINH LỜI



### KHẢ NĂNG QUẢN LÝ NỢ





# NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU (HSX: ACB)



**MUA, Giá mục tiêu: 27,800VND (upside: 26%)**

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Chất lượng tài sản lành mạnh

- Về mặt đầu tư tài chính, danh mục đầu tư của ACB được đánh giá lành mạnh khi không bao gồm trái phiếu doanh nghiệp và dư nợ cho vay kinh doanh bất động sản chiếm tỷ trọng nhỏ. Do đó, hoạt động của ACB không bị ảnh hưởng bởi một số quy định gần đây liên quan đến bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp.
- ACB được các tổ chức xếp hạng uy tín như Moody's và Fitch đánh giá là ngân hàng có chất lượng tài sản vững chắc, nằm trong top dẫn đầu về quản trị rủi ro và có mô hình rủi ro hiệu quả
- Tỷ lệ an toàn vốn và tỷ lệ an toàn vốn cấp 1 riêng lẻ của ACB đạt **12%** và **12.5%**, cao hơn yêu cầu tối thiểu 8% của Ngân hàng nhà nước.
- Ngoài ra, ACB đang triển khai dự án nâng cấp công tác quản trị an toàn vốn theo Basel III (hiện đang được rà soát mức độ tuân thủ bởi bên tư vấn độc lập KPMG), đáp ứng các chuẩn mực quản trị rủi ro quốc tế nhằm đảm bảo lợi ích cao nhất cho khách hàng và cổ đông.

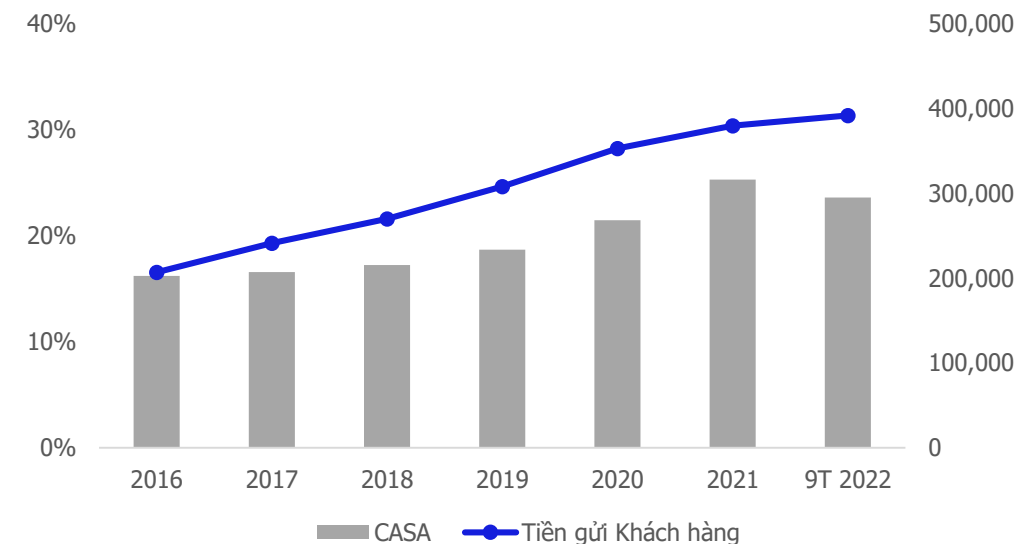
### Tỷ lệ CASA được kỳ vọng sẽ có sự cải thiện

Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn trên tổng tiền gửi của ngân hàng có sự sụt giảm nhẹ (**-78 điểm cơ bản**) trong quý 3 so với cuối quý 2. Tuy nhiên, nhìn chung, điều này cũng phù hợp trong bối cảnh lãi suất huy động tăng mạnh, khách hàng có xu hướng tối ưu đồng vốn thay vì gửi không kỳ hạn như trước.

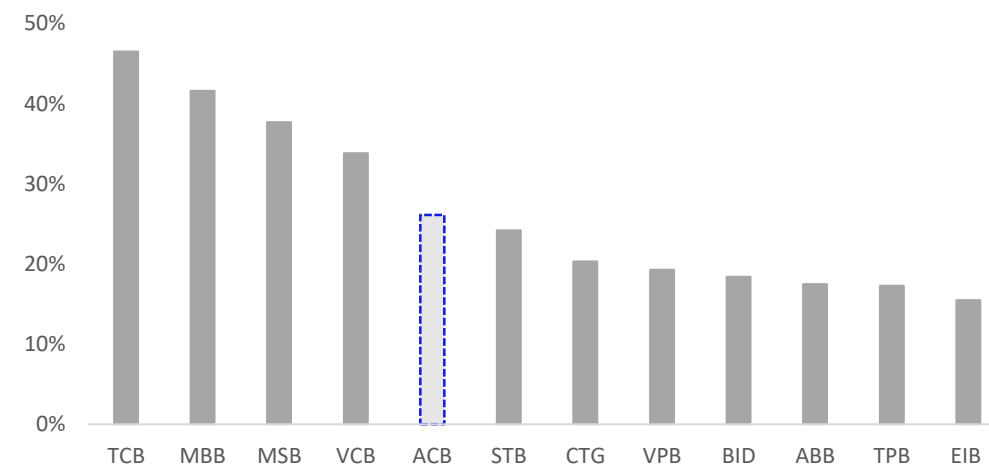
Tuy nhiên, ngân hàng cũng đặt mục tiêu tỷ lệ CASA đạt mức **28% - 29%** vào cuối năm nay, với kỳ vọng vào sự phát triển của hệ thống ngân hàng số.

Ngoài ra, ngân hàng cũng lên kế hoạch phân phối lợi nhuận 2022 (thực hiện trong năm 2023) với tỷ lệ chia **25%**, trong đó **15%** bằng cổ phiếu và **10%** bằng tiền mặt.

CASA VÀ TIỀN GỬI KHÁCH HÀNG



TỶ LỆ CASA CỦA CÁC NGÂN HÀNG 3Q/2022



# NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU (HSX: ACB)



**MUA, Giá mục tiêu: 27,800VND (upside: 26%)**

## RỦI RO ĐẦU TƯ

Room tín dụng đang là vấn đề đối với toàn ngành khi Ngân hàng nhà nước chịu tác động bởi áp lực lạm phát toàn cầu mà trở nên thận trọng hơn trong việc nới room tín dụng. Ngoài ra, việc lãi suất huy động tăng trong thời gian qua được dự báo sẽ phản ánh rõ ràng hơn vào lợi nhuận và chi phí của ngân hàng trong thời gian tới.

Chính vì vậy, NIM của ACB nói riêng và toàn ngành ngân hàng nói chung có thể suy giảm mạnh hơn dự kiến trong thời gian tới, tác động tiêu cực lên kết quả kinh doanh của ngân hàng.

## MÔ HÌNH DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

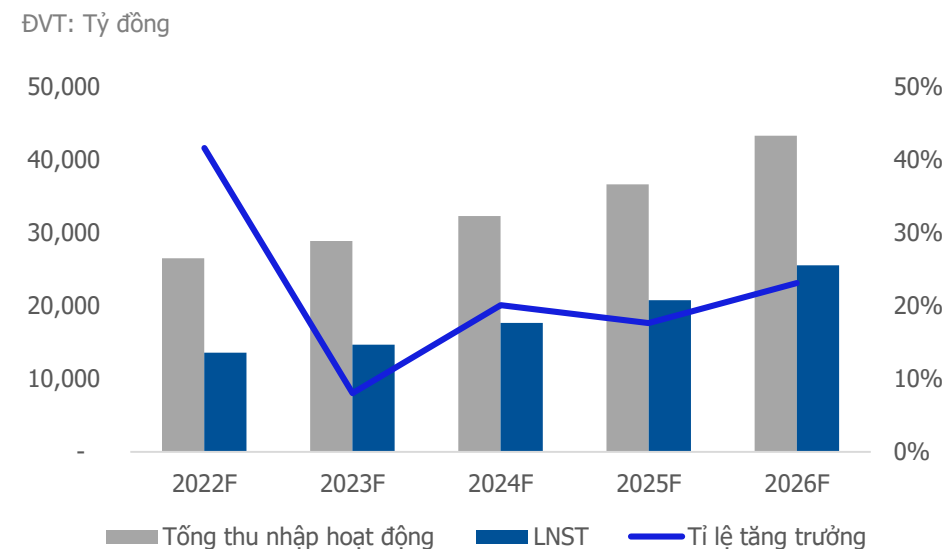
Chúng tôi dự phóng:

- TOI của ACB trong năm 2022 và 2023 sẽ đạt lần lượt là gần 26,500 tỷ đồng (+12% yoy) và 29 nghìn tỷ đồng (+9% yoy)
- LNTT 2022F đạt 17,000 tỷ đồng (+41.7% yoy) và 2023F đạt 18,414 tỷ đồng (+8.6% yoy)
- Chi phí DPRRTD 2022F đạt 997 tỷ đồng (-70% yoy) và 2023F đạt 1,675 tỷ đồng (+68% yoy)
- Thu nhập từ lãi dự tính đạt 82% tổng thu nhập hoạt động trong năm 2022 và 2023
- Chi phí hoạt động đạt 8,500 tỷ đồng trong năm 2022 (+3% yoy) và 8,800 tỷ đồng 2023F.
- Trước áp lực của việc tăng lãi suất huy động, chúng tôi cho rằng tỷ lệ CASA của ACB trong năm 2022F và 2023F sẽ ở mức 21%/ năm

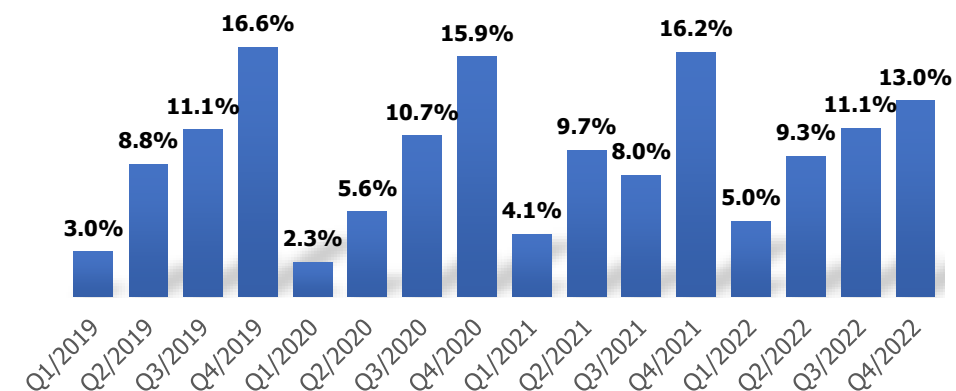
Tăng trưởng tín dụng đạt mức 13%. Tính đến hết quý 3 năm 2022, tăng trưởng tín dụng của ACB đạt 11.1%. Như vậy, ngân hàng vẫn còn 1.9% tín dụng trong quý 4, tương đương với hơn 6,700 tỷ đồng.

NIM của ACB trong năm 2022 dự phóng đạt 4.03%. NPL đạt 0.67%. ROE và ROA lần lượt đạt 23.2% và 2.36%

## MỨC TĂNG TRƯỞNG DOANH THU



## MỨC TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG



# NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU (HSX: ACB)



KẾT QUẢ KINH DOANH	ĐVT	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần	tỷ đồng	18,945	21,671	23,746	26,335	29,915
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	tỷ đồng	2,894	3,135	3,387	3,848	4,167
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng	tỷ đồng	872	959	1,055	1,160	1,218
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	tỷ đồng	450	225	236	260	273
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	tỷ đồng	244	293	322	354	390
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	tỷ đồng	20	21	22	23	25
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	tỷ đồng	139	149	157	165	173
Thu nhập ngoài lãi	tỷ đồng	4,619	4,782	5,178	5,810	6,245
<b>TỔNG THU NHẬP HOẠT ĐỘNG</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>23,564</b>	<b>26,454</b>	<b>28,925</b>	<b>32,145</b>	<b>36,159</b>
<b>TỔNG CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>8,230</b>	<b>8,501</b>	<b>8,835</b>	<b>9,183</b>	<b>9,552</b>
<b>LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước CF dự phòng rủi ro tín dụng</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>15,334</b>	<b>17,953</b>	<b>20,090</b>	<b>22,962</b>	<b>26,608</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	tỷ đồng	3,336	997	1,676	1,041	1,127
<b>TỔNG LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>11,998</b>	<b>16,956</b>	<b>18,414</b>	<b>21,921</b>	<b>25,481</b>
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	tỷ đồng	2,395	3,391	3,683	4,384	5,096
<b>TỔNG LỢI NHUẬN SAU THUẾ</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>9,603</b>	<b>13,565</b>	<b>14,731</b>	<b>17,537</b>	<b>20,385</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	tỷ đồng	-	-	-	-	-
<b>Cổ đông của Công ty mẹ</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>9,603</b>	<b>13,565</b>	<b>14,731</b>	<b>17,537</b>	<b>20,385</b>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	đồng	3,498	-	-	-	-

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN		2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	tỷ đồng	7,510	5,647	10,789	5,492	12,243
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	tỷ đồng	32,350	29,360	29,152	25,822	26,611
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	tỷ đồng	49,819	55,242	34,504	44,158	43,469
Chứng khoán kinh doanh	tỷ đồng	11,260	2,004	9,288	6,637	9,876
Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	tỷ đồng	227	227	227	227	227
Cho vay khách hàng	tỷ đồng	356,051	402,613	463,044	532,223	608,686
Hoạt động mua nợ	tỷ đồng	-	-	-	-	-
Chứng khoán đầu tư	tỷ đồng	59,475	65,763	72,334	76,856	80,951
Góp vốn, đầu tư dài hạn	tỷ đồng	172	161	176	245	243
Tài sản cố định	tỷ đồng	3,763	4,343	4,563	4,875	5,341
Bất động sản đầu tư	tỷ đồng	216	216	216	216	216
Tài sản Có khác	tỷ đồng	6,929	8,543	9,180	10,696	12,389
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>527,770</b>	<b>574,119</b>	<b>633,474</b>	<b>707,447</b>	<b>800,252</b>

TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	tỷ đồng	482,869	515,654	560,277	616,713	689,134
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	tỷ đồng	-	-	-	-	-
Tiền gửi và vay các TCTD khác	tỷ đồng	54,394	48,908	53,911	54,007	68,718
Tiền gửi của khách hàng	tỷ đồng	379,921	410,314	451,609	496,770	543,241
Công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	tỷ đồng	-	-	-	-	-
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư của Chính phủ và các tổ chức tín dụng khác	tỷ đồng	86	163	158	175	218
Phát hành giấy tờ có giá	tỷ đồng	30,548	34,762	30,580	37,787	45,232
Các khoản nợ khác	tỷ đồng	17,920	21,507	24,018	27,974	31,726
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>44,901</b>	<b>58,466</b>	<b>73,197</b>	<b>90,734</b>	<b>111,118</b>
Vốn điều lệ	tỷ đồng	27,291	34,046	34,046	34,046	34,046
Cổ phiếu quỹ	tỷ đồng	7,164	9,188	11,380	13,988	17,023
Vốn khác	tỷ đồng	-	-	-	-	-
Quỹ của tổ chức tín dụng	tỷ đồng	-	-	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	tỷ đồng	10,445	15,232	27,771	42,700	60,049
Lợi ích của cổ đông thiểu số	tỷ đồng	-	-	-	-	-
<b>NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>527,770</b>	<b>574,119</b>	<b>633,474</b>	<b>707,447</b>	<b>800,252</b>

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH THEO QUÝ	ĐVT	Quý 3 2021	Quý 3 2022	yoy
Thu nhập lãi thuần	tỷ đồng	4,521	6,032	33%
Thu nhập ngoài lãi	tỷ đồng	1,170	1,059	-9%
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>5,690</b>	<b>7,091</b>	<b>25%</b>
Chi phí hoạt động	tỷ đồng	2,254	2,526	12%
<b>Lợi nhuận trước chi phí dự phòng</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>3,436</b>	<b>4,565</b>	<b>33%</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	tỷ đồng	820	90	-89%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>2,616</b>	<b>4,475</b>	<b>71%</b>
Tăng trưởng tín dụng so với đầu kỳ		8.0%	11.1%	
Tăng trưởng tiền gửi KH so với đầu kỳ		3.6%	3.2%	
Chi phí hoạt động/ Tổng thu nhập hoạt động		39.6%	35.6%	

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	ĐVT	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tăng trưởng TS &amp; LN</b>						
TT về tài sản	%	18.73	8.78	10.34	11.68	13.12
TT dư nợ & đầu tư	%	12.28	12.66	14.34	13.61	13.15
TT tiền gửi của KH & Phát hành GTCC	%	9.39	8.43	8.34	10.86	10.09
TT LN trước chi phí dự phòng & thuế	%	45.53	17.08	11.90	14.30	15.88
TT lợi nhuận trước thuế	%	25.03	41.32	8.60	19.04	16.24

An toàn vốn		lần	10.75	8.82	7.65	6.80	6.20
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH							
Vốn CSH/Tổng TS	%	8.51	10.18	11.55	12.83	13.89	
Tổng TS/Vốn CSH	lần	0.12	0.10	0.09	0.08	0.07	

Chất lượng TS		%	0.77	0.67	0.68	0.71	0.68
Nợ xấu (nhóm 3-5)							
Nợ nhóm 2	%	0.52	0.31	0.34	0.39	0.35	
Dự phòng cho vay KH/ Nợ xấu	%	205.24	229.06	229.28	196.47	189.95	

Thanh khoản		%	77.85	82.79	87.76	91.72	93.85
Dư nợ/ vốn huy động							
TS thanh khoản cao/ Tổng TS	%	16.99	15.72	11.75	10.67	10.29	
TS thanh khoản cao/ Tiền gửi KH	%	23.60	22.00	16.48	15.19	15.15	

Lợi nhuận		%	1.82	2.36	2.33	2.48	2.55
ROA							
ROE	%	21.39	23.20	20.13	19.33	18.34	
NIM	%	4.01	4.03	4.03	4.02	4.07	
Thu nhập lãi thuần/Tổng thu nhập hoạt động	%	80.40	81.92	82.10	81.92	82.73	
Chi phí hoạt động/ Tổng thu nhập hoạt động	%	34.93	32.13	30.54	28.57	26.42	

Định giá		đồng	3,554	4,016	4,362	5,192	6,036
EPS (cơ bản)							
BVPS	đồng	16,618	17,311	21,672	26,865	32,900	
P/E	lần	5.80	5.13	4.72	3.97	3.41	
P/B	lần	1.24	1.19	0.95	0.77	0.63	

Nguồn: ACB, MBS tổng hợp

## MUA - Giá mục tiêu: VND 104,100 (+36%)

**Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho cổ phiếu FPT với các luận điểm sau: (1) Doanh thu và lợi nhuận sau thuế duy trì tăng trưởng 2 chữ số; (2) Trúng thầu nhiều hợp đồng CNTT mới cả trong và ngoài nước (3) Chi tiêu cho CNTT toàn cầu và trong nước tăng trưởng mạnh mẽ trong 2022-2023.**

### Cập nhật thông tin

- Kết thúc Quý 3 năm 2022, FPT ghi nhận doanh thu đạt 30.975 tỷ đồng, tăng 24.1% so với cùng kỳ lợi nhuận trước thuế 5,665 tỷ đồng, tăng 23.8%, hoàn thành 73% mục tiêu doanh thu và 74.4% lợi nhuận năm. Lợi nhuận sau thuế đạt 4,856 tỷ đồng, tăng hơn 28% so với 2021.
- Mảng công nghệ ghi nhận 17,742 tỷ đồng doanh thu (+24.1% so với cùng kỳ), LNTT đạt 2.635 tỷ đồng (+25.7%), chiếm 47% cơ cấu lợi nhuận cả tập đoàn.
- Mảng viễn thông có doanh thu duy trì tăng 17.1% so với 2021, đạt 10,807 tỷ đồng. Biên lợi nhuận đạt 18.8%, tăng nhẹ nhờ tăng trưởng lợi nhuận từ mảng PayTV.
- Mảng giáo dục tăng trưởng mạnh mẽ, tăng 47% so với cùng kỳ với doanh thu đạt 3,104 tỷ đồng, tăng 47% svck.

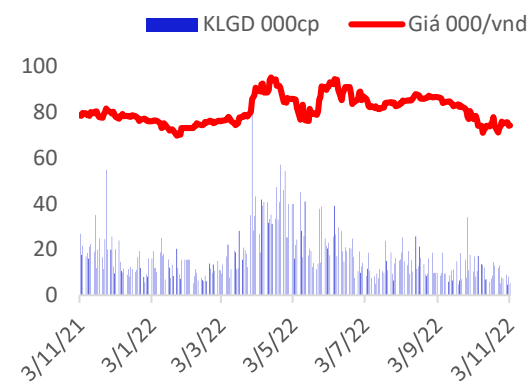
### Định giá

Dựa trên phương pháp định giá từng phần và Phương pháp so sánh P/E, chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 104,100/cổ phần, upsize 36%.

### Rủi ro đầu tư

Rủi ro biến động tỷ giá ở các thị trường quốc tế chính của FPT cùng với rủi ro suy thoái sâu hơn dự kiến khiến chi tiêu cho mảng Công nghệ không đạt như kỳ vọng. Bên cạnh đó còn có sự cạnh tranh gay gắt của ngành viễn thông trong nước.

### Diễn biến giá



	1T	3T	12T
FPT (%)	-3,8%	-12%	-6%
VN-Index (%)	-6,1%	-6,1%	-29,4%

Ngày báo cáo	27/12/2022
Giá hiện tại	VND 76,500
Giá mục tiêu	VND 104,100
Upside	36.1%
Bloomberg	FPT VN Equity
Vốn hóa	VND 84,142 bn
	USD 3.27 bn
Giá biến động trong 52 tuần	VND 69,627 - VND 95,176
Giá trị giao dịch trung bình	VND 172 bn
	USD 6.95 mn
Tối đa NĐTNN	49.0%
NĐTNN	49.0%

Đơn vị: Tỷ VND	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
<b>Doanh thu</b>	<b>35.671</b>	<b>43.238</b>	<b>50.503</b>	<b>59.817</b>
EBIT	5.429	7.577	8.733	10.212
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>5.349</b>	<b>6.761</b>	<b>7.833</b>	<b>9.394</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế (cơ bản)</b>	<b>5.349</b>	<b>6.761</b>	<b>7.833</b>	<b>9.394</b>
EPS (VND)	4.349	4.919	5.783	7.067
Tăng trưởng EPS (%)	21,5%	13,1%	17,6%	22,2%
<b>P/E (x)</b>	<b>22,21</b>	<b>19,64</b>	<b>16,70</b>	<b>13,67</b>
EV/EBITDA (x)	6,75	4,83	4,19	3,59
Lợi tức (%)	3,48%	4,06%	4,06%	4,06%
P/B (x)	4,30	4,37	4,05	3,40
<b>ROE (%)</b>	<b>25,8%</b>	<b>23,1%</b>	<b>22,8%</b>	<b>23,0%</b>
Nợ/vốn chủ (%)	112,0%	81,9%	75,5%	79,4%

Nguồn: MBS Research

## MUA - Giá mục tiêu: VND 104,100 (+36%)

### Kết quả kinh doanh 9M2022

Kết thúc 3 quý năm 2022, FPT ghi nhận doanh thu đạt 30.975 tỷ đồng, tăng 24.1% so với cùng kỳ (svck), lợi nhuận trước thuế 5,665 tỷ đồng, tăng 23.8% svck, hoàn thành 73% mục tiêu doanh thu và 74.4% lợi nhuận năm. Lợi nhuận sau thuế đạt 4,856 tỷ đồng, tăng hơn 28% svck.

### Mảng công nghệ

Mảng công nghệ ghi nhận 17,742 tỷ đồng doanh thu (+24.1% svck), LNTT đạt 2.635 tỷ đồng (+25.7% svck), chiếm 47% cơ cấu lợi nhuận cả tập đoàn.

Với Dịch vụ Công nghệ thông tin (CNTT) nước ngoài, FPT ghi nhận nhiều đơn hàng lớn, trong đó có 18 dự án với quy mô trên 5 triệu USD, doanh thu ký mới đạt 16,799 tỷ đồng (+42.6% svck), hướng tới cột mốc tỷ USD vào cuối năm nay. Doanh thu tại Mỹ (+42.4%) và APAC (+56.4%), thị trường Nhật cũng chứng kiến sự phục hồi tốt với mức tăng trưởng đạt 12% dù chịu sự tác động của việc đồng Yên mất giá. Doanh thu từ dịch vụ này mang về 13,479 tỷ đồng doanh thu và 2,210 tỷ đồng LNTT, lần lượt tăng 29.4% và 27.6% svck.

Nhật Bản vẫn là thị trường được FPT tập trung vào nhiều nhất với 39% tỉ trọng doanh thu. Những năm gần đây, doanh thu tại của FPT có xu hướng dịch chuyển sang Mỹ khi FPT kí được nhiều hợp đồng lớn tại thị trường này. Trong nửa đầu năm, FPT cũng đã thực hiện khai trương văn phòng mới tại New York. Trong vòng 2 năm tới, Mỹ được dự kiến sẽ trở thành thị trường lớn nhất của FPT tại nước ngoài, góp phần đưa doanh thu của FPT Software đạt mức tỷ USD vào năm 2023.

Với Dịch vụ CNTT trong nước, FPT thu về 4,263 tỷ đồng doanh thu và 425 tỷ đồng LNTT. Trong đó, các sản phẩm phần mềm Made-by-FPT ghi nhận 658 tỷ doanh thu trong 9 tháng năm 2022, tăng trưởng 48.3%.

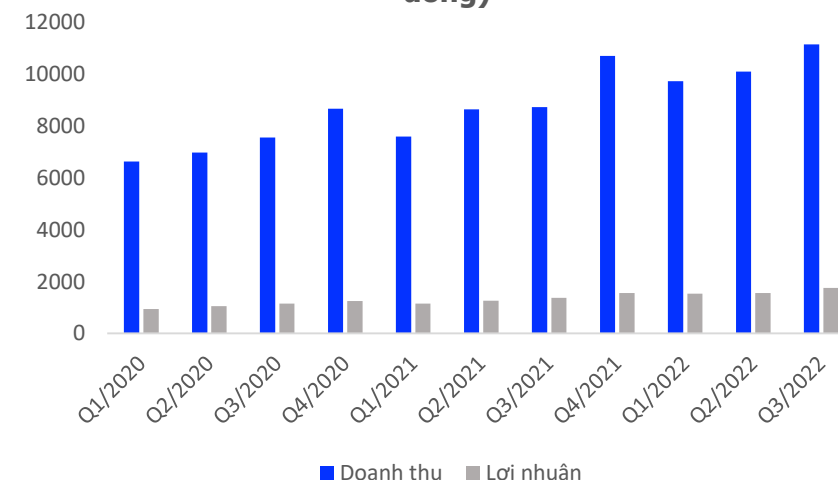
### Mảng viễn thông

Mảng viễn thông có doanh thu duy trì tăng 17.1% svck, đạt 10,807 tỷ đồng. Biên lợi nhuận đạt 18.8%, tăng nhẹ nhờ tăng trưởng lợi nhuận từ mảng PayTV.

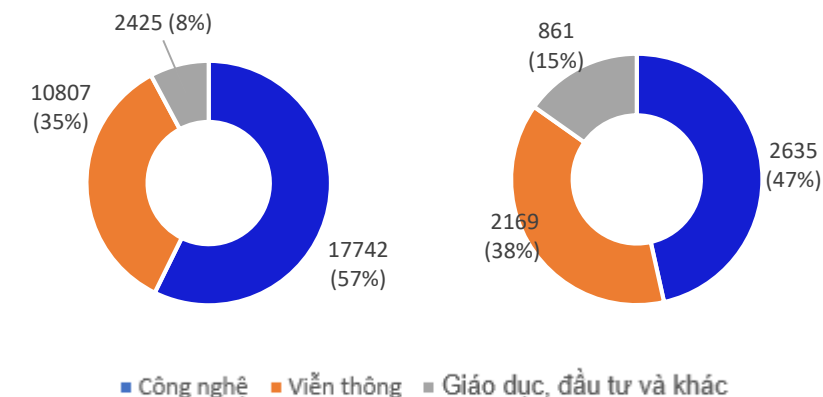
### Mảng giáo dục

Tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ với doanh thu đạt 2,425 tỷ đồng, tăng 70% svck. Dự kiến trong thời gian tới, FPT sẽ tiếp tục đầu tư vào các khuôn viên trường học tại Hà Nội, Hồ Chí Minh, Cần Thơ,.. Bên cạnh đó, Tập đoàn đã khởi công xây dựng Tổ hợp giáo dục FPT UniSchool Hà Nam trong nửa đầu năm nay.

Doanh thu & Lợi nhuận FPT 2020-2022 (Tỷ đồng)



Cơ cấu Doanh thu và LNTT 9M2022



Nguồn: FPT, MBS Research

## MUA - Giá mục tiêu: VND 104,100 (+36%)

### Tiềm năng Khô công nghệ vẫn còn nhiều dư địa trong tương lai

Theo Gartner, chi tiêu cho CNTT trên toàn thế giới dự kiến đạt tổng cộng 4.43 nghìn tỷ USD vào năm 2022, tăng 0.8% so với năm 2021. Dịch vụ CNTT tăng 4.2% trong năm 2022, lên 1,258 tỷ USD và dự kiến tăng 7.9% vào năm 2023. Các doanh nghiệp toàn cầu hiện phải cắt giảm chi phí do chịu ảnh hưởng của suy thoái toàn cầu và lạm phát tăng cao. Chi phí cho CNTT cũng bị cắt giảm, làm ảnh hưởng đến chi tiêu công nghệ toàn cầu trong năm 2022.

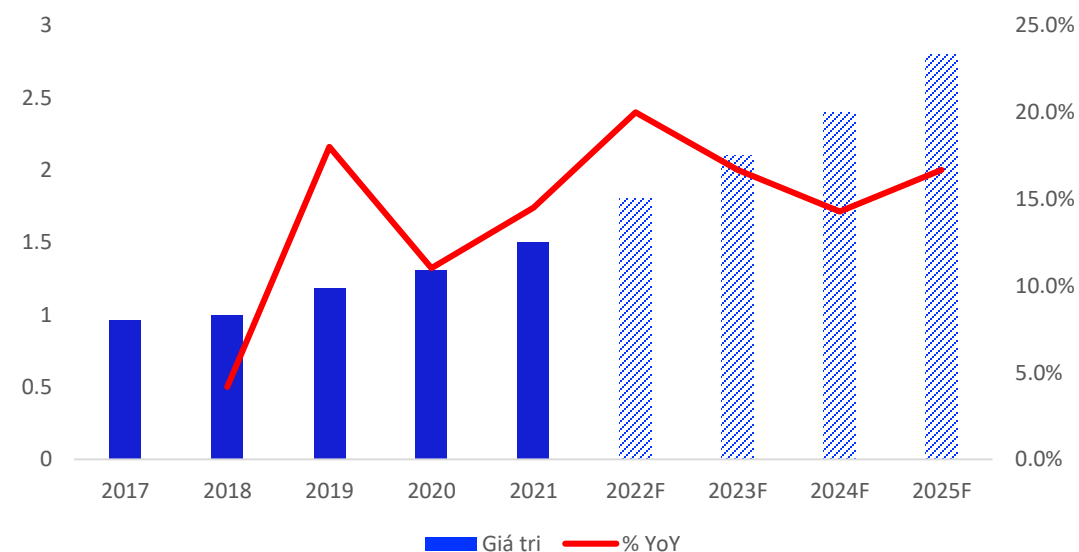
Nhu cầu về CNTT vào năm 2023 dự kiến sẽ tăng mạnh khi các doanh nghiệp đẩy mạnh các sáng kiến kinh doanh kỹ thuật số để đối phó với tình trạng kinh tế bất ổn. Chi tiêu cho CNTT dự đoán sẽ tăng 5.1% vào 2023; đạt tổng cộng USD 4.6 nghìn tỷ, tăng 5.1% so với năm 2022. Trong đó, mảng phần mềm vẫn đạt mức tăng trưởng tốt từ 2022 đến 2023, lần lượt tăng 8% và 11.3%, đạt 879 tỷ USD vào 2023. Mảng dịch vụ CNTT cũng ghi nhận con số khả quan khi tăng 4.2% vào năm nay và 7.9% vào năm sau.

Số liệu của Statista cho thấy năm 2022, chi tiêu cho chuyển đổi kỹ thuật số (DX) dự kiến đạt 1.8 nghìn tỷ USD và đạt 2.8 nghìn tỷ USD vào 2025, gần gấp đôi 2021. Có thể thấy tốc độ tăng trưởng đánh kinh ngạc của lĩnh vực công nghệ và sức mạnh của ứng dụng công nghệ trong các khía cạnh của cuộc sống. Các hoạt động sản xuất - kinh doanh và quản trị, điều hành đều cần ứng dụng công nghệ làm nền tảng để đảm bảo hiệu quả, tính liên tục và bền vững. Đây là tiền đề cho sự tăng trưởng của các khoản đầu tư cho công nghệ với tốc độ ổn định không chỉ trong năm 2022 mà còn kéo dài trong thập kỷ tới.

Dự báo chi tiêu CNTT trên toàn thế giới (Triệu USD)

	2021 (Chi tiêu)	2021 (%Tăng trưởng)	2022 (Chi tiêu)	2022 (% Tăng trưởng)	2023 (Chi tiêu)	2023 (% Tăng trưởng)
Hệ thống thông tin quản lý	207,306	6.7%	218.634	5.5	230.385	5.4%
Phần mềm	614.494	15.9%	674.889	9.8	754.808	11.8%
Thiết bị điện tử	809.452	16.1%	824.600	1.9	837.844	1.6%
Dịch vụ IT	1.185.103	10.6%	1.265.127	6.8	1.372.892	8.5%
Dịch vụ truyền thông	1.443.419	3.4%	1.448.396	0.3	1.477.798	2.0%
<b>Tổng</b>	<b>4.259.773</b>	<b>9.5%</b>	<b>4.431.646</b>	<b>4.0</b>	<b>4.673.728</b>	<b>5.5%</b>

Chi tiêu về công nghệ và dịch vụ chuyển đổi số toàn cầu (Nghìn tỷ USD)



## MUA - Giá mục tiêu: VND 104,100 (+36%)

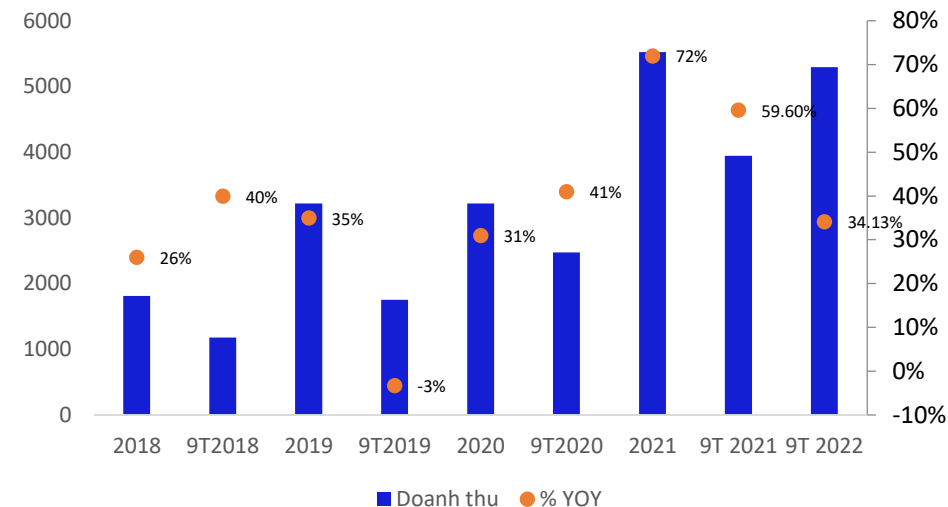
### Nước ngoài

FPT liên tục khai thác tốt thị trường nước ngoài với 13,479 tỷ đồng doanh thu và 2,210 tỷ đồng LNTT. Biên lợi nhuận trước thuế duy trì ổn định ở mức 17.5%, đạt kì vọng về tăng trưởng doanh thu của FPT. Nhật Bản vẫn là thị trường được FPT tập trung vào nhiều nhất với 39% tỉ trọng doanh thu mảng này. Những năm gần đây, doanh thu tại của FPT có xu hướng dịch chuyển sang Mỹ khi FPT kí được nhiều hợp đồng lớn tại thị trường này. Trong nửa đầu năm, FPT cũng đã thực hiện khai trương văn phòng mới tại New York. Trong vòng 2 năm tới, Mỹ được dự kiến sẽ trở thành thị trường lớn nhất của FPT tại nước ngoài, góp phần đưa doanh thu của FPT Software đạt mức tỷ USD vào năm 2023.

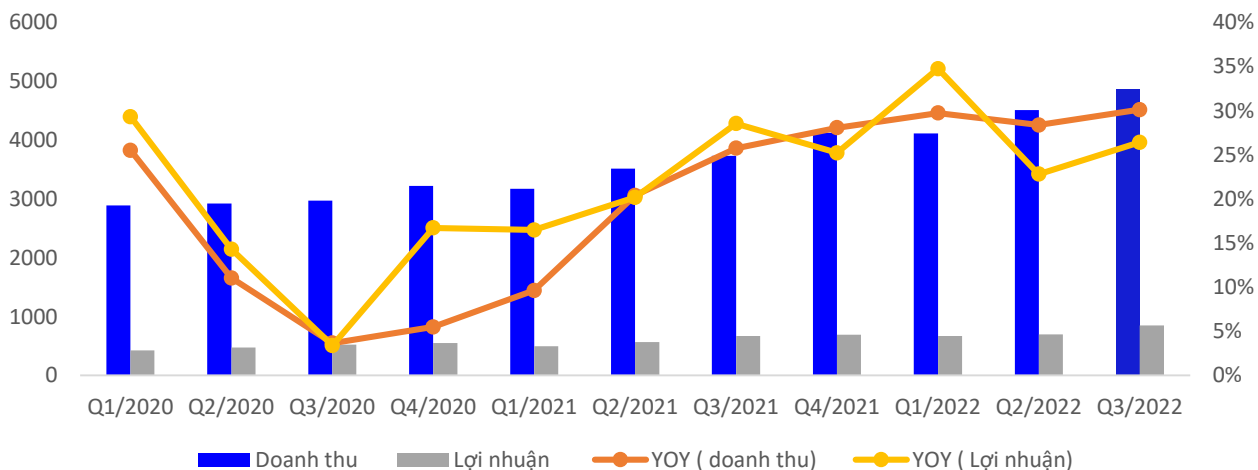
Vừa qua, FPT cũng đã mở văn phòng mới tại Đan Mạch, thể hiện bước đi của tập đoàn trong việc tiếp tục phát triển thị trường châu Âu. FPT Software châu Âu hiện có 500 nhân viên làm việc tại 7 quốc gia trong khu vực và cung cấp giải pháp dịch vụ cho gần 100 doanh nghiệp lớn như RWE, Schaeffler, Airbus, E.ON..., hướng đến mục tiêu trở thành một trong 10 nhà cung cấp dịch vụ Chuyển đổi số hàng đầu tại châu Âu vào năm 2050.

Bên cạnh đó, FPT cũng vừa ký kết thỏa thuận đầu tư không chi phối, trở thành cổ đông chiến lược của LTS, Inc. - một công ty trong Top 20 công ty tư vấn, quản trị kinh doanh và chuyển đổi số tại Nhật, giúp FPT có thêm cơ hội trong lĩnh vực tư vấn và dịch vụ công nghệ, với mục tiêu đạt được các hợp đồng trị giá hàng chục triệu đô tại thị trường Nhật Bản cũng như quốc tế.

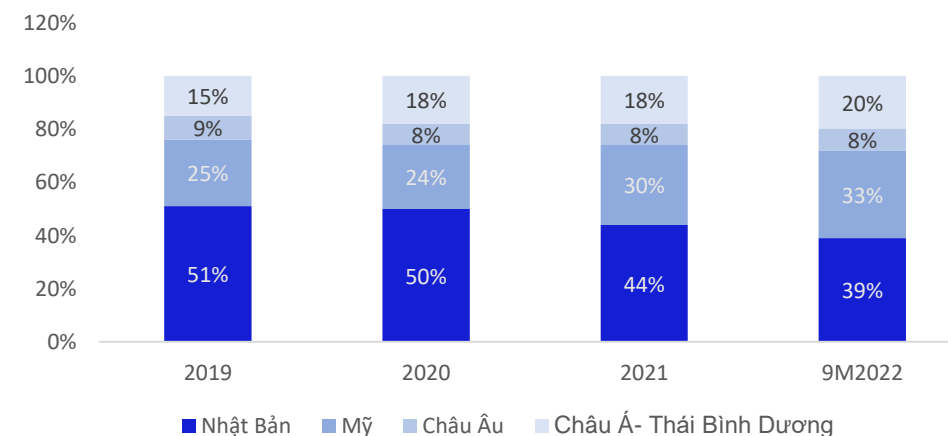
**Doanh thu chuyển đổi số tăng trưởng vượt bậc, đặc biệt là sau giai đoạn dịch bệnh (Tỷ đồng)**



**Doanh thu & LNTT Dịch vụ CNTT TT nước ngoài**



**Tỷ trọng doanh thu tại thị trường Mỹ tăng dần qua các năm, thể hiện hướng đi của FPT**



## MUA - Giá mục tiêu: VND 104,100 (+36%)

### Trong nước

Với Dịch vụ CNTT trong nước, FPT thu về 4,263 tỷ đồng doanh thu và 425 tỷ đồng LNTT. Trong đó, các sản phẩm phần mềm Made-by-FPT ghi nhận 658 tỷ doanh thu trong 9 tháng năm 2022, tăng trưởng 48.3%.

Thực hiện “Chương trình chuyển đổi số quốc gia đến năm 2025, định hướng đến năm 2030” do Thủ tướng phê duyệt ngày 03/6/2020, công cuộc chuyển đổi số tại Việt Nam đã đạt được những kết quả rõ nét, đặc biệt là nhận thức về chuyển đổi số không ngừng được nâng cao. Là doanh nghiệp đi đầu, FPT được hưởng lợi rất lớn từ làn sóng chuyển đổi số này.

Sau hai năm đại dịch, quá trình chuyển đổi số lại càng được thúc đẩy mạnh mẽ. Các lĩnh vực làm việc trực tuyến hoặc làm việc từ xa đã dần trở nên phổ biến và thành xu thế mới mẻ. Các dịch vụ giáo dục trực tuyến, y tế từ xa cũng như mua sắm trên mạng,... phát triển mạnh mẽ. Các doanh nghiệp ngành Công nghệ thông tin được kỳ vọng hưởng lợi nhờ xu hướng chuyển đổi số tại Việt Nam và trên thế giới. Cùng với đó, sự gia tăng của các gói thầu đầu tư công nghệ cũng sẽ là điều kiện thuận lợi để các doanh nghiệp ngành công nghệ thông tin viễn thông tăng trưởng mạnh.

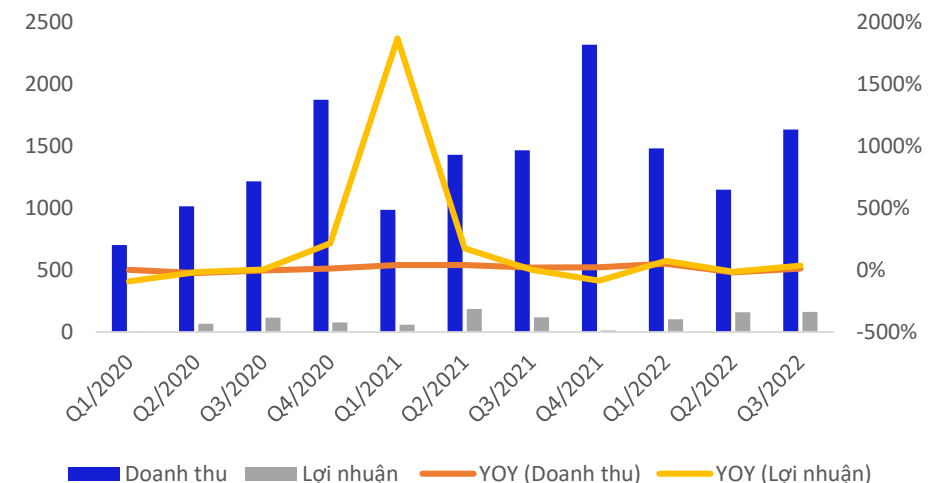
Hiện nay, 62/63 tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương đã ban hành chương trình, kế hoạch, đề án chuyển đổi số giai đoạn 5 năm. 52/63 địa phương đã ban hành kế hoạch năm 2022.

FPT cũng đã ký kết chuyển đổi số với nhiều tỉnh thành như Hậu Giang, Huế, Nam Định, Vĩnh Phúc..Tập đoàn phát triển giải pháp trên cả ba trụ cột kinh tế số, chính phủ số, xã hội số hướng đến mô hình quốc gia số. Trong năm qua, FPT đã xúc tiến ký kết thỏa thuận hợp tác chuyển đổi số với 22 địa phương và đào tạo nhận thức chuyển đổi số cho gần hàng vạn cán bộ lãnh đạo các cấp của các địa phương trên toàn quốc.

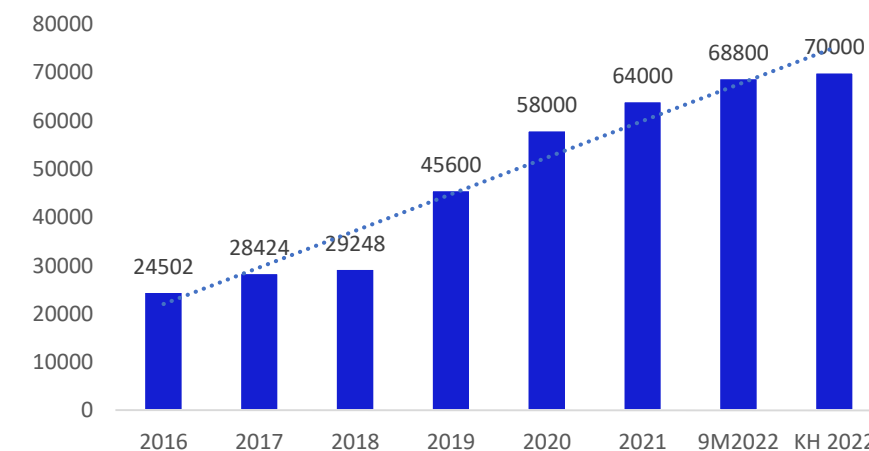
Chiến lược phát triển công nghiệp công nghệ số Việt Nam đến năm 2025, định hướng đến 2030 đặt mục tiêu phát triển 80.000 doanh nghiệp công nghệ số vào năm 2025. Đến nay Việt Nam đã có khoảng 68,800 doanh nghiệp công nghệ số, gần sát với mục tiêu đặt ra trong năm 2022 là 70,000 doanh nghiệp.

Là đơn vị cung cấp CNTT hàng đầu tại Việt Nam, FPT đi đầu và sớm đầu tư phát triển giải pháp công nghệ toàn diện cho nhiều ngành nghề trọng điểm như ngân hàng, xây dựng – bất động sản, sản xuất.. Với xu hướng tất yếu của thời đại, trong thời gian tới, FPT với kinh nghiệm dày dặn được kỳ vọng sẽ tiếp tục phát triển các giải pháp công nghệ cho các doanh nghiệp và các ban ngành, tỉnh thành trên cả nước.

Doanh thu và LNTT Dịch vụ CNTT trong nước



Số doanh nghiệp công nghệ số tăng mạnh trong giai đoạn 2018 - 2022





## MUA - Giá mục tiêu: VND 104,100 (+36%)

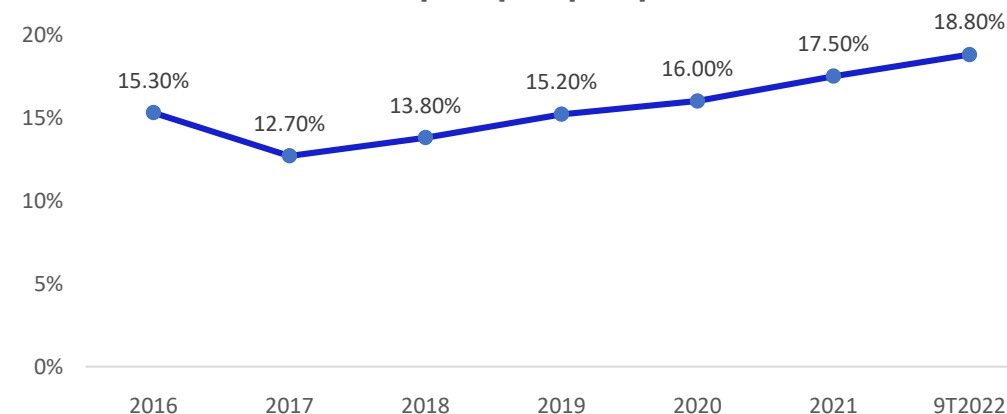
### Mảng viễn thông

Mảng viễn thông của FPT vẫn duy trì tăng trưởng 2 con số với 17.1% doanh thu và 21.6% LNTT, lần lượt đạt 7,077 tỷ và 1,445 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm. Dịch vụ viễn thông mang về 10,243 tỷ đồng (+16.1%) doanh thu và 1,928 (+20.5%) tỷ đồng LNTT, trong khi Quảng cáo trực tuyến đạt 564 tỷ đồng (+37.7%) doanh thu và 241 tỷ đồng (+31.2%) LNTT.

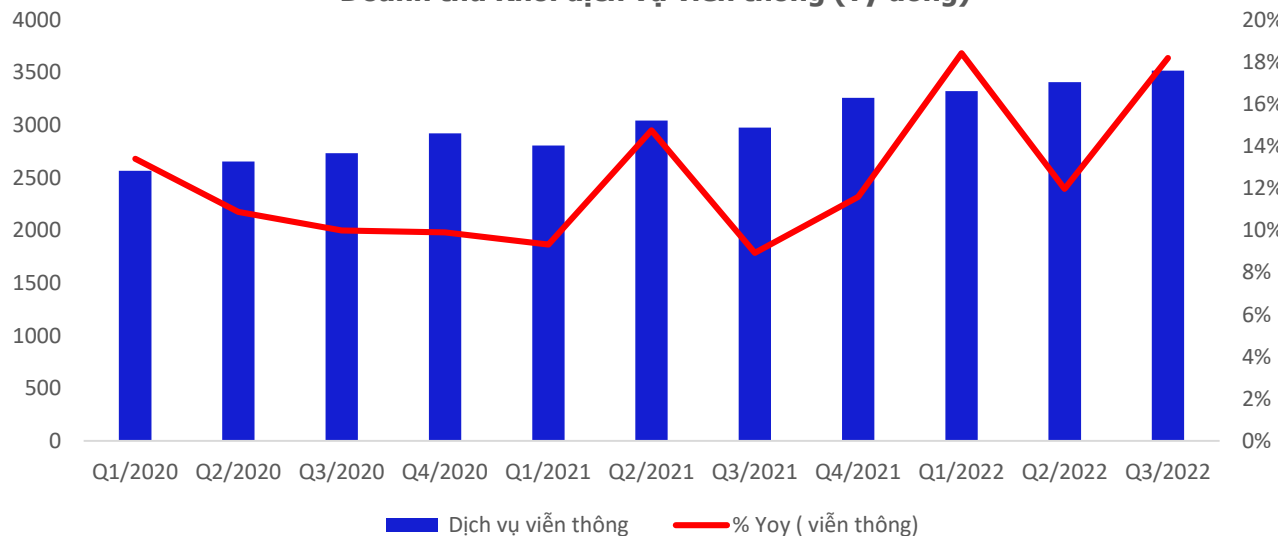
Qua các quý, doanh thu và lợi nhuận Khối viễn thông vẫn đạt được tăng trưởng 2 con số, đạt được kỳ vọng của BLĐ tập đoàn sau khi chứng lại vào 2021 do chịu ảnh hưởng tiêu cực của dịch bệnh. Biên LNTT cải thiện qua các năm do đóng góp ngày càng lớn của mảng dịch vụ trả phí.

FPT liên tục cải thiện và triển khai các ứng dụng công nghệ để đánh giá hành vi khách hàng, qua đó kiểm soát tỉ lệ rời mạng hiệu quả hơn. Bên cạnh đó, FPT phát triển nội dung hướng đến khán giả đại chúng cho mảng truyền hình trả tiền và có kế hoạch tận dụng các thuê bao này để tăng doanh thu quảng cáo. FPT Play.

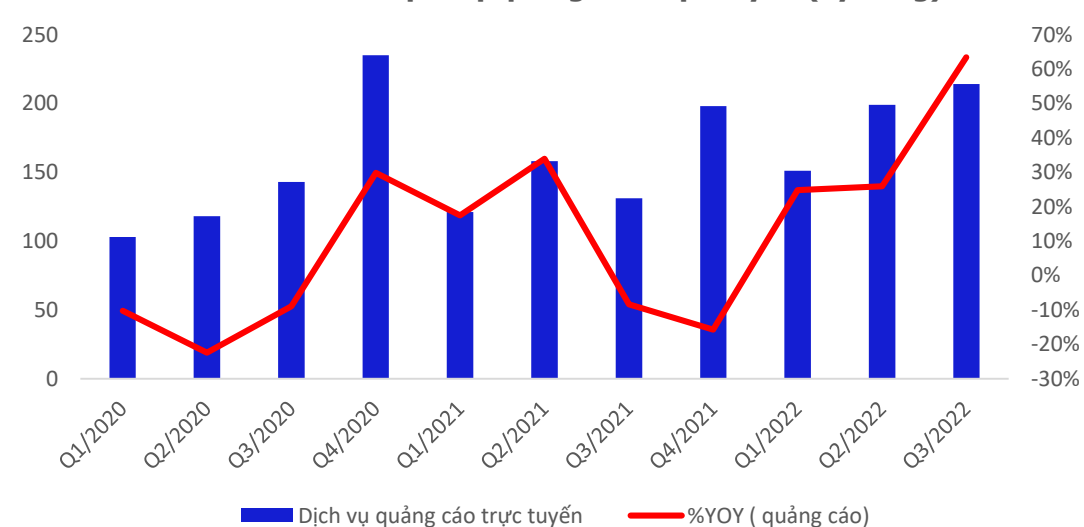
**Biên LNTT mảng Viễn thông cải thiện qua các năm nhờ đẩy mạnh Dịch vụ trả phí**



**Doanh thu Khối dịch vụ viễn thông (Tỷ đồng)**



**Doanh thu Khối Dịch vụ quảng cáo trực tuyến (Tỷ đồng)**



Nguồn: FPT, MBS Research

## MUA - Giá mục tiêu: VND 104,100 (+36%)

### Mảng giáo dục

Theo Euromonitor, Việt Nam có thị trường giáo dục quy mô lớn với quy mô lên đến 10 tỷ USD với dân số 100 triệu dân, trong đó gần 20 triệu người đang trong độ tuổi đi học phổ thông (06 – 17 tuổi) và 10 triệu trẻ dưới sáu tuổi. Năm 2021, ngành giáo dục và đào tạo Việt Nam có giá trị khoảng 326.02 nghìn tỷ đồng, tương đương 3.88% tổng GDP của cả nước.

Song song với đó, tầng lớp trung lưu tại Việt Nam cũng tăng trưởng nhanh chóng, tạo nên nhu cầu lớn đối với các đơn vị giáo dục tư nhân chất lượng cao. Có thể thấy rằng, ngành giáo dục dự kiến tăng trưởng tốt trong các năm tới, số lượng trường công lập có xu hướng giảm trong khi số lượng trường ngoài công lập lại tăng mạnh trong những năm vừa rồi.

Hiện nay, xu hướng học tập tại các trường ngoài công lập đã tăng lên đáng kể khi chất lượng đào tạo của các trường ngày càng tăng cao. Tại hệ Tiểu học, Trung học cơ sở và trung học phổ thông, học sinh được lựa chọn hệ đào tạo theo giáo trình của chương trình quốc tế có tiếng. Tại cấp đại học, cao đẳng, các trường giáo dục dân lập mang đến cơ hội việc làm tốt khi được thực hành song song trong quá trình theo học, hoặc thậm chí đảm bảo đầu ra như FPT với 100% sinh viên ra trường có cơ hội việc làm tại tập đoàn.

Nhận thấy xu thế chuyển dịch sang giáo dục tư nhân chất lượng cao, FPT chia sẻ rằng sẽ triển khai bổ sung các chương trình dạy học mới cho các phân khúc học sinh khác nhau để mở rộng theo chiều dọc và mở rộng và xây mới các cơ sở mới tại các tỉnh thành khác nhau để phát triển về chiều ngang. FPT thể hiện quyết tâm trở thành hệ thống giáo dục mega quy mô lớn tại Việt Nam. Để đạt được điều này, FPT sẽ ứng dụng chuyển đổi số để đảm bảo chất lượng đào tạo, xây dựng trải nghiệm của học sinh và đẩy mạnh phát triển thương hiệu giáo dục của FPT.

Mặc dù mảng giáo dục chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng doanh thu của tập đoàn (8%) nhưng cùng với mảng đầu tư (và khác) đóng góp tới 15% lợi nhuận trước thuế, tương đương 861 tỷ đồng trong 9M2022. Số lượng học sinh trong giai đoạn 2019 – 2021 tăng gần 2 lần, cho thấy kế hoạch Doubling Every Two Year vẫn được bám sát. Trong thời gian sắp tới, FPT Education tiếp tục đầu tư mở rộng các khuôn viên tại các thành phố lớn, đồng thời mở cơ sở giáo dục liên cấp tại các thành phố mới như Hải Phòng, Bắc Ninh nhằm đẩy mạnh sự phát triển của mảng kinh doanh này.

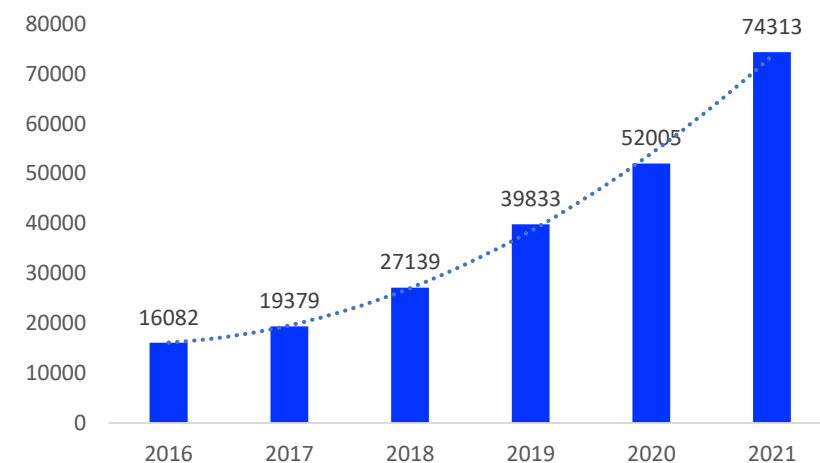
### Định giá

Dựa trên phương pháp Định giá từng phần và Phương pháp so sánh P/E, chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 104,100/cổ phần, upsize 40% từ mức giá 74,100, với Doanh thu và LNST năm 2022 lần lượt là **43,238 tỷ đồng (+21%)** và **6,761 tỷ đồng (+26%)**

Giá trị của ngành giáo dục và đào tạo Việt Nam giai đoạn 2015 - 2021 (Nghìn tỷ đồng)



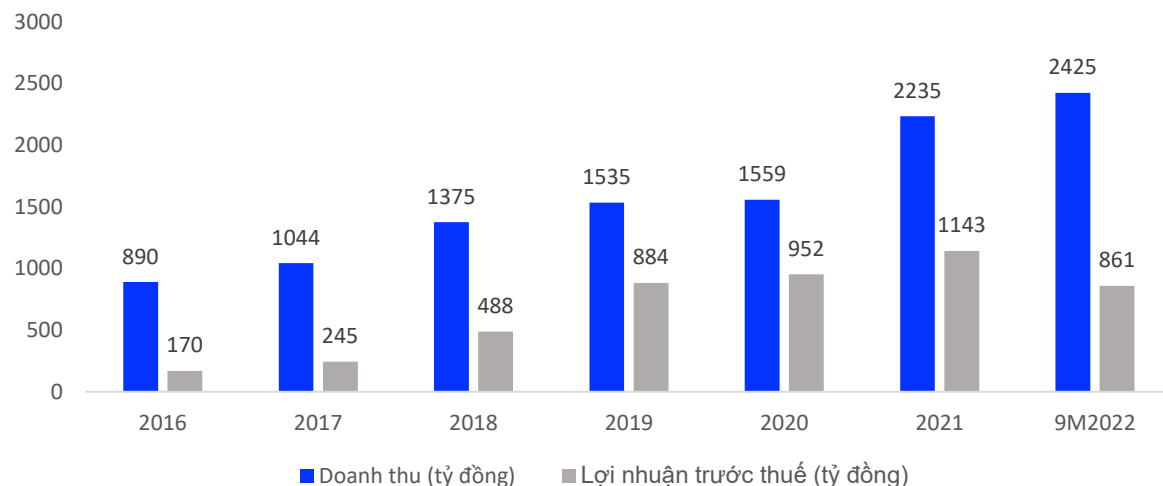
Số lượng người học quy đổi trên toàn hệ thống tăng gần 2 lần trong giai đoạn 2019 - 2021



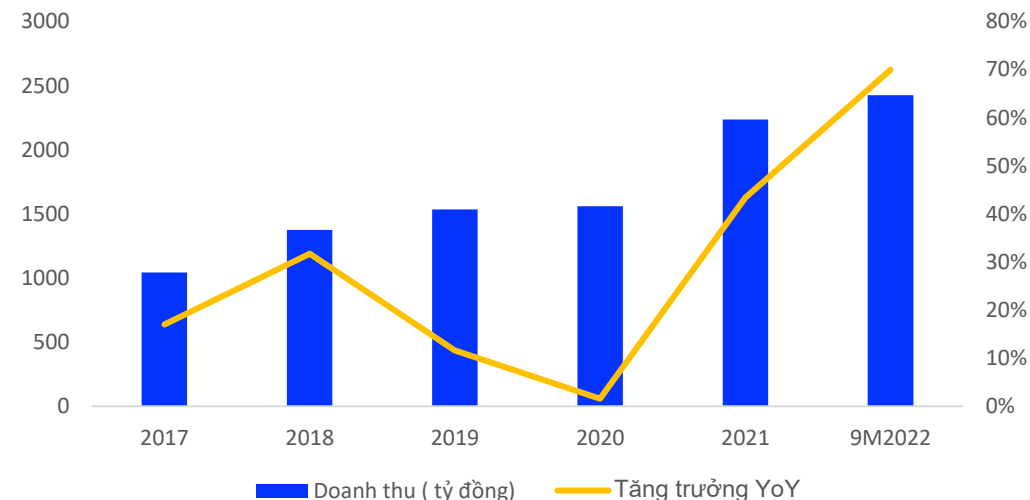
Nguồn: FPT, Statista, MBS Research

## MUA - Giá mục tiêu: VND 104,100 (+36%)

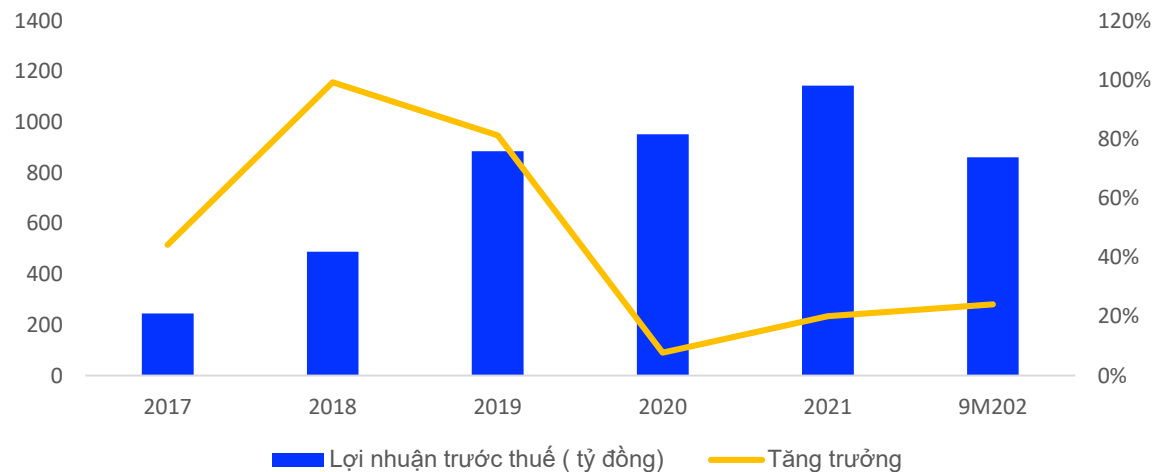
**Doanh thu và LNTT mảng Giáo dục, đầu tư và khác tăng trưởng mạnh mẽ trong 2021**



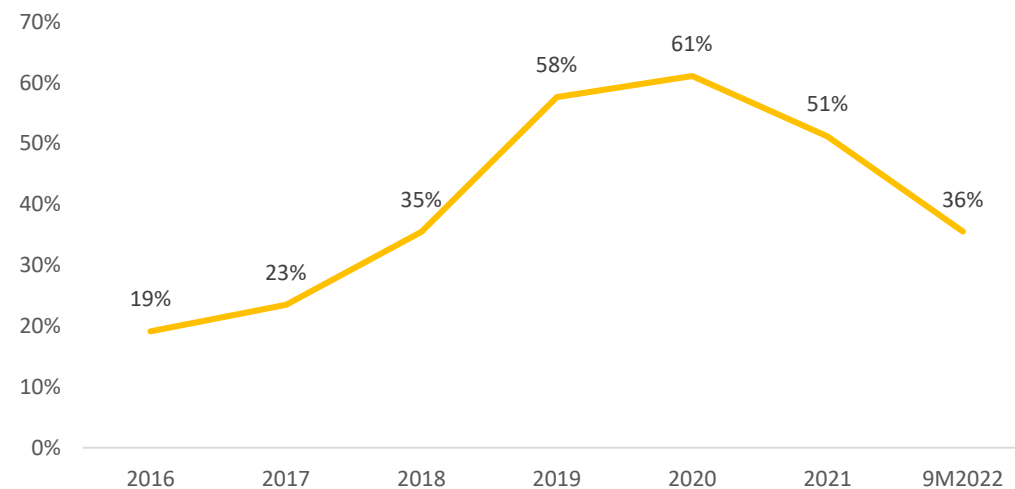
**Tăng trưởng LNTT Mảng giáo dục**



**Tăng trưởng LNTT Mảng giáo dục**



**Biên LNTT Mảng giáo dục**



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2021	2022E	2023E	2024E
Doanh thu	<b>35,671</b>	<b>42,900</b>	<b>49,754</b>	<b>58,135</b>
Giá vốn hàng bán	22,025	26,491	30,601	35,828
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>13,646</b>	<b>16,410</b>	<b>19,154</b>	<b>22,307</b>
Doanh thu tài chính	1,271	1,544	1,791	2,093
Chi phí tài chính	1,144	651	661	719
Chi phí bán hàng và quản lý	8,217	9,953	11,792	13,778
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>6,337</b>	<b>7,764</b>	<b>8,935</b>	<b>10,414</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>5,349</b>	<b>6,526</b>	<b>7,499</b>	<b>8,741</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>4,338</b>	<b>5,192</b>	<b>6,052</b>	<b>7,166</b>
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>1,011</b>	<b>1,333</b>	<b>1,447</b>	<b>1,575</b>

Bảng cân đối kế toán	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>35,118</b>	<b>43,092</b>	<b>50,901</b>	<b>61,619</b>
I. Tiền & tương đương tiền	5,418	5,629	20,074	26,032
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	20,731	23,595	14,926	17,440
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	6,882	8,580	9,951	11,627
IV. Hàng tồn kho	1,507	2,320	2,693	2,898
V. Tài sản ngắn hạn khác	580	2,969	3,256	3,622
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>18,580</b>	<b>21,249</b>	<b>24,355</b>	<b>28,522</b>
I. Các khoản Phải thu dài hạn	167	167	167	167
II. Tài sản cố định	10,394	13,088	16,071	19,428
1. Tài sản cố định hữu hình	9,261	11,921	14,869	18,190
2. Tài sản cố định vô hình	1,133	1,167	1,202	1,238
IV. Tài sản dở dang dài hạn	2,233	2,233	2,234	2,235
V. Đầu tư tài chính dài hạn	3,102	2,460	2,829	2,830
VI. Tài sản dài hạn khác	3,621	4,290	4,975	5,813
<b>Tổng tài sản</b>	<b>53,698</b>	<b>64,341</b>	<b>75,256</b>	<b>90,141</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>32,280</b>	<b>36,376</b>	<b>41,819</b>	<b>50,018</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>29,761</b>	<b>33,922</b>	<b>39,347</b>	<b>47,545</b>
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	11,962	12,453	14,472	16,265
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	17,799	21,469	24,875	31,280
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>2,519</b>	<b>2,454</b>	<b>2,472</b>	<b>2,473</b>
1. Các khoản phải trả dài hạn	223	158	176	177
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	2,296	2,296	2,296	2,296
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>17,938</b>	<b>23,155</b>	<b>27,180</b>	<b>32,292</b>
1. Vốn điều lệ	9,076	10,970	10,970	10,970
2. Thặng dư vốn cổ phần	50	50	50	50
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	7,000	9,999	13,856	18,829
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,825	3,471	3,752	4,019
5. Nguồn vốn khác	3,477	4,810	6,257	7,831
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>53,698</b>	<b>64,341</b>	<b>75,256</b>	<b>90,141</b>

Ratios	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Định giá</b>				
EPS	4,349	4,733	5,517	6,533
Giá trị sổ sách (BVPS)	19,765	21,107	24,776	29,437
P/E	19.8	18.2	15.6	13.2
P/B	4.5	4.4	4.1	3.5
P/S	2.2	2.2	1.9	1.6
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên lợi nhuận gộp	38%	38%	38%	38%
Biên EBITDA	41%	41%	42%	42%
Biên lợi nhuận ròng	15%	15%	15%	15%
ROE	26%	22%	22%	22%
ROA	10%	10%	10%	10%
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	19%	20%	16%	17%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	20%	23%	15%	17%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	21%	22%	15%	17%
Tăng trưởng EPS	22%	9%	17%	18%
Tăng trưởng tài sản	27%	20%	17%	20%
Tăng trưởng vốn chủ	20%	29%	17%	19%
<b>Thanh khoản</b>				
Chỉ số thanh toán hiện hữu	118%	127%	129%	130%
Chỉ số thanh toán nhanh	111%	111%	114%	116%
Nợ/Tổng tài sản	37%	37%	36%	37%
Nợ/Vốn chủ	112%	103%	100%	104%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay phải thu	5.3	5.0	5.0	5.0
Số ngày phải thu	69.5	73.0	73.0	73.0
Vòng quay hàng tồn kho	14.6	11.4	11.4	12.4
Số ngày tồn kho	25.0	32.0	32.1	29.5
Vòng quay phải trả	1.8	2.1	2.1	2.2
Số ngày phải trả	198.2	171.6	172.6	165.7

## MUA - Giá mục tiêu: 39,100 (+30%)

### Điểm nhấn đầu tư

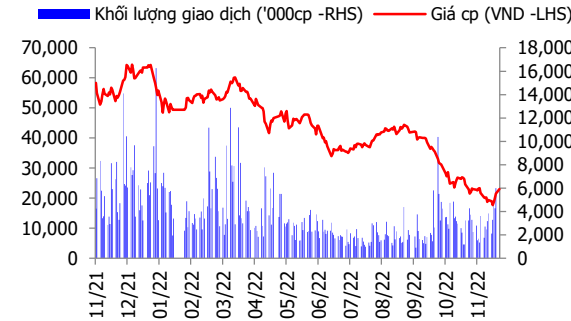
Chúng tôi lặp lại khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NLG, với giá mục tiêu 39,100 VND/cổ phiếu (+30%), dựa trên 3 luận điểm chính:

- Định hướng trong 2022-2030** Nam Long trở thành Nhà phát triển Khu đô thị tích hợp với việc triển khai đồng loạt các khu đô thị lớn theo mô hình KĐT Hiện đại ("Modern Township") và đa dạng hóa các phân khúc nhà ở tại các KĐT. Ngoài ra NLG còn mở rộng mảng kinh doanh cốt lõi sang BĐS thương mại, quản lý KĐT và đầu tư hệ sinh thái. Với việc phát triển KĐT tích hợp NLG sẽ có cơ hội triển khai nhiều dòng sản phẩm đa dạng trung – cao cấp ("mid-end, high-end") bên cạnh duy trì dẫn đầu phân khúc "vừa túi tiền" có thị trường bền vững như Ehome/Flora/Valora.
- Chính sách sản phẩm** được phát triển phù hợp, lãi suất tăng có thể gây khó khăn đối với nhà đầu tư tự nhiên cụ thể đối với dòng sản phẩm Affordable ("Vừa túi tiền") có thể "xuyên thủng thị trường" kể cả ở những giai đoạn khó khăn như 2011-2013. Bên cạnh đó, **chính sách thanh toán** cũng được xây dựng với các phương án giãn tiến độ thanh toán cho KH và sử dụng vốn/ trả chậm/ ứng vốn trước đối với các đối tác công ty xây dựng VN (lãi suất thấp hơn 5.5-6.5% so với nhà phát triển 9-11%) và các nhà thầu quốc tế. Việc tìm kiếm nguồn vốn giá rẻ khắp thế giới cũng là ưu tiên hàng đầu của NLG.
- Cấu trúc vốn:** Chiến lược gọi vốn ở cấp độ dự án cho phép quay vòng vốn nhanh hơn, dòng vốn quay lại sớm hơn dùng cho việc phát triển quỹ đất trong tương lai. Cấu trúc vốn này cũng cho phép tỷ số Net D/E kiểm soát ở mức lành mạnh.

### Rủi ro đầu tư

- Lãi suất tăng mạnh hơn dự kiến:** Xu hướng lãi suất tăng đang gây khó khăn cho cả thị trường, đây là mối quan tâm lớn nhất của NLG và trong bối cảnh đó, NLG cũng chịu tác động từ cả chiều sử dụng vốn của nhà phát triển (cung) và chiều tài chính của người mua nhà (cầu).
- Với việc thị trường vốn (tín dụng và trái phiếu doanh nghiệp) bị kiểm soát chặt hơn, **rủi ro liên quan khả năng huy động vốn** để tài trợ các dự án đang hiện hữu rõ rệt. Tuy nhiên, cũng chính vì thế dòng vốn sẽ mang tính chọn lọc cao hơn, ưu tiên những công ty minh bạch và chuyên nghiệp như NLG.
- Rủi ro pháp lý:** Các văn bản pháp lý còn chống chèo, ví dụ Luật Đất đai và Luật Kinh doanh BĐS chưa đồng bộ làm chậm trễ quá trình phê duyệt dự án và ảnh hưởng hiệu quả các dự án. Tuy nhiên các quy định mới được kỳ vọng sẽ tháo gỡ khó khăn trong phê duyệt giúp thị trường sôi động trở lại.

### Giao dịch của NLG trong 12 tháng



### Diễn biến giá

	1M	3M	12M
NLG (%)	-6%	-44%	-60%
VNIndex (%)	-6%	-24%	-35%

Nguồn: Bloomberg

Ngày báo cáo	27/12/2022
Giá hiện tại	VND 30,000
Giá mục tiêu	VND 39,100
Upside	+30.3%
Bloomberg	NLG VN Equity
Vốn hóa thị trường	8,827 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 17,650
	VND 64,398
Giá trị giao dịch trung bình YTD	182 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	50%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	42.71%

Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>5,206</b>	<b>5,731</b>	<b>6,004</b>	<b>6,748</b>	<b>9,229</b>
Thu nhập từ cty liên doanh/ liên kết	Tỷ VND	91	10	10	10	10
<b>LNST</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>1,478</b>	<b>1,198</b>	<b>918</b>	<b>1,039</b>	<b>1,727</b>
EPS (VND)	VND	2,645	2,079	1,378	1,559	2,591
Tăng trưởng EPS (%)	%	-4%	-21%	-34%	13%	66%
<b>P/E (x)</b>	<b>Lần</b>	<b>8.7</b>	<b>11.1</b>	<b>16.7</b>	<b>14.8</b>	<b>8.9</b>
EV/EBITDA (x)	Lần	7.9	8.0	12.0	12.1	7.7
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	VND	886	1,000	1,000	1,000	1,000
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	%	3.8%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
P/B (x)	Lần	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5
<b>ROE (%)</b>	<b>%</b>	<b>11%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	27%	32%	28%	27%	24%

Nguồn: MBS Research

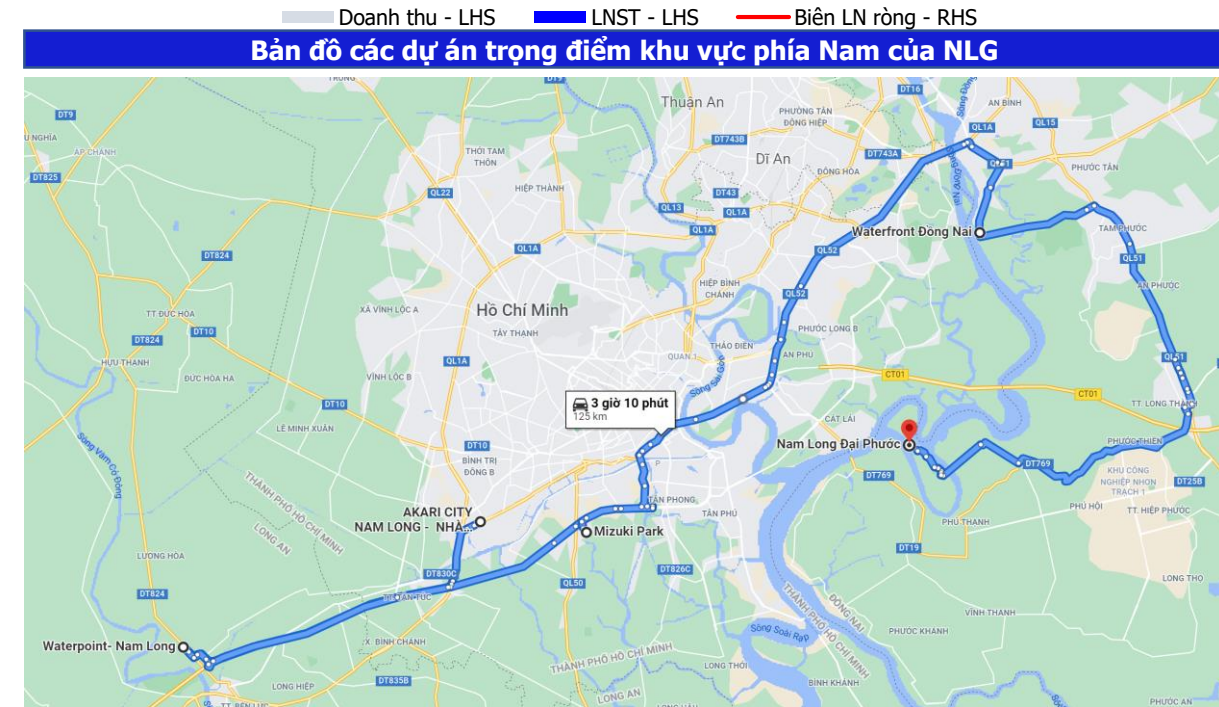
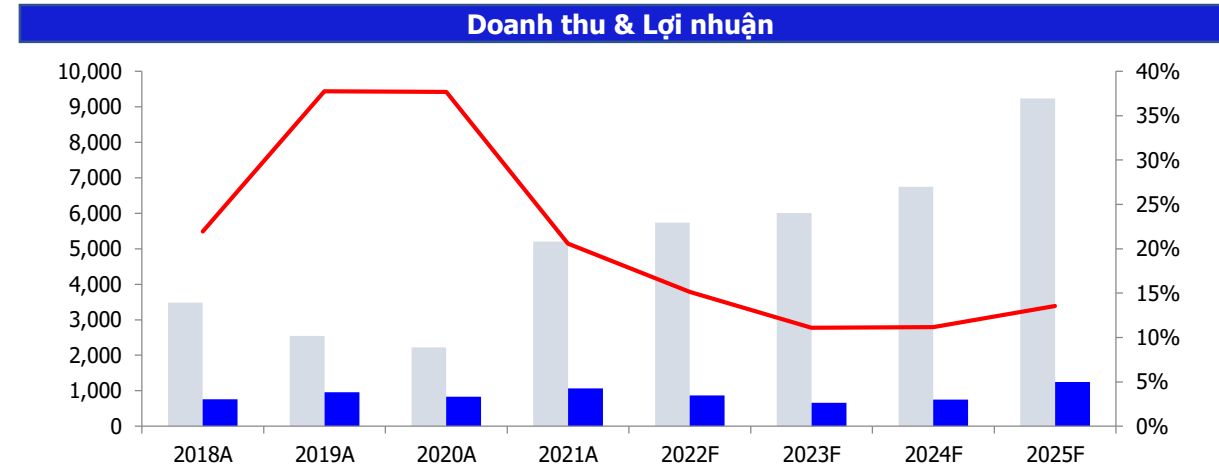
# CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)






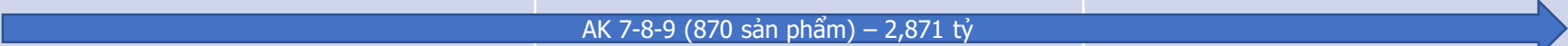

## MUA - Giá mục tiêu: 39,100 (+30%)

### Cập nhật kết quả kinh doanh

- Trong Q3/2022, NLG ghi nhận doanh thu thuần đạt 882 tỷ VND, tăng mạnh 484% so với cùng kỳ từ mức cơ sở thấp của Q3/2021, chủ yếu nhờ bàn giao căn hộ chung cư tại dự án Akira City, TP HCM và nhà liền thổ tại dự án Southgate, Long An; tuy nhiên LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số giảm 97% YoY, đạt 8 tỷ đồng. Lợi nhuận chênh lệch lớn do không còn khoản doanh thu từ hoạt động tài chính gần 372 tỷ VND nhờ hợp nhất với Southgate trong Q3/2021, đồng thời chi phí bán hàng tăng mạnh (hơn 11 lần).**
- Tính đến 9T2022, giá trị pre-sales đạt 9,922 tỷ đồng, đạt 42% kế hoạch 2022 (23,375 tỷ đồng).** Trong Q3/2022, số lượng pre-sales chỉ đến từ 2 dự án là Akari (860 tỷ) và Southgate (652 tỷ). Nguyên nhân pre-sales đạt tỷ lệ thấp do những điều chỉnh về kế hoạch phát triển tổng thể của 2 dự án lớn là Izumi và Paragon, qua đó kế hoạch bán hàng của 2 dự án này được dời sang 2023. Chúng tôi cho rằng giá trị bán hàng 2022 đạt ~12.000 – 14.000 tỷ đồng, chủ yếu tại các dự án Mizuki, Southgate, Akari City, Izumi City và Cần Thơ.
- Lũy kế 9T/2022, doanh thu tăng 244% lên 2.710 tỷ đồng, chủ yếu nhờ bàn giao Flora Akari, Ehome và Valora Southgate nhưng LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số giảm 83% YoY còn 119 tỷ đồng do (i) chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) 9T 2022 của NLG tăng 95% YoY chủ yếu do chi phí bán hàng được ghi nhận từ việc bàn giao dự án, và (ii) không còn khoản thu nhập khác gần 431 tỷ sau khi mua 30% cổ phần của dự án Waterfront Đồng Nai từ Keppel Land để nâng tỷ lệ sở hữu lên 65.1% trong 9T/2021. Các thủ tục pháp lý để NLG đủ điều kiện ghi nhận bàn giao dự án Cần Thơ và bán cổ phần tại dự án Paragon có thể mất nhiều thời gian hơn dự kiến, theo đó chúng tôi điều chỉnh thời gian ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ các dự án này sang 2023 và các năm tiếp theo.**
- Dự kiến trong Q4/2022, NLG tiếp tục bán hàng tại 3 dự án lớn.** Cụ thể, chào bán 70 sản phẩm thuộc dự án Southgate tại Long An (giá trị 1,200 tỷ đồng) và giới thiệu giai đoạn 2 dòng sản phẩm Ehomes; mở bán 870 sản phẩm thuộc Akari City giai đoạn 2, Bình Tân, TP.HCM (2,871 tỷ đồng). Ngoài ra NLG sẽ chào bán 30 sản phẩm với tổng giá trị 750 tỷ đồng tại Izumi City giai đoạn 2C.



## MUA - Giá mục tiêu: 39,100 (+30%)

Kế hoạch triển khai bán hàng Q4/2022	10/2022	11/2022	12/2022
<b>Waterpoint</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Rivera 2</li> <li>Aquaria</li> <li>Aquaria 4</li> <li>Central Park</li> </ul>	Bàn giao Bàn giao 		
<b>Ehome MR1</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Giai đoạn 1</li> <li>Giai đoạn 2</li> </ul>	Bàn giao 		
<b>Akari City</b>			
<b>Izumi City</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Giai đoạn 2C</li> </ul>			

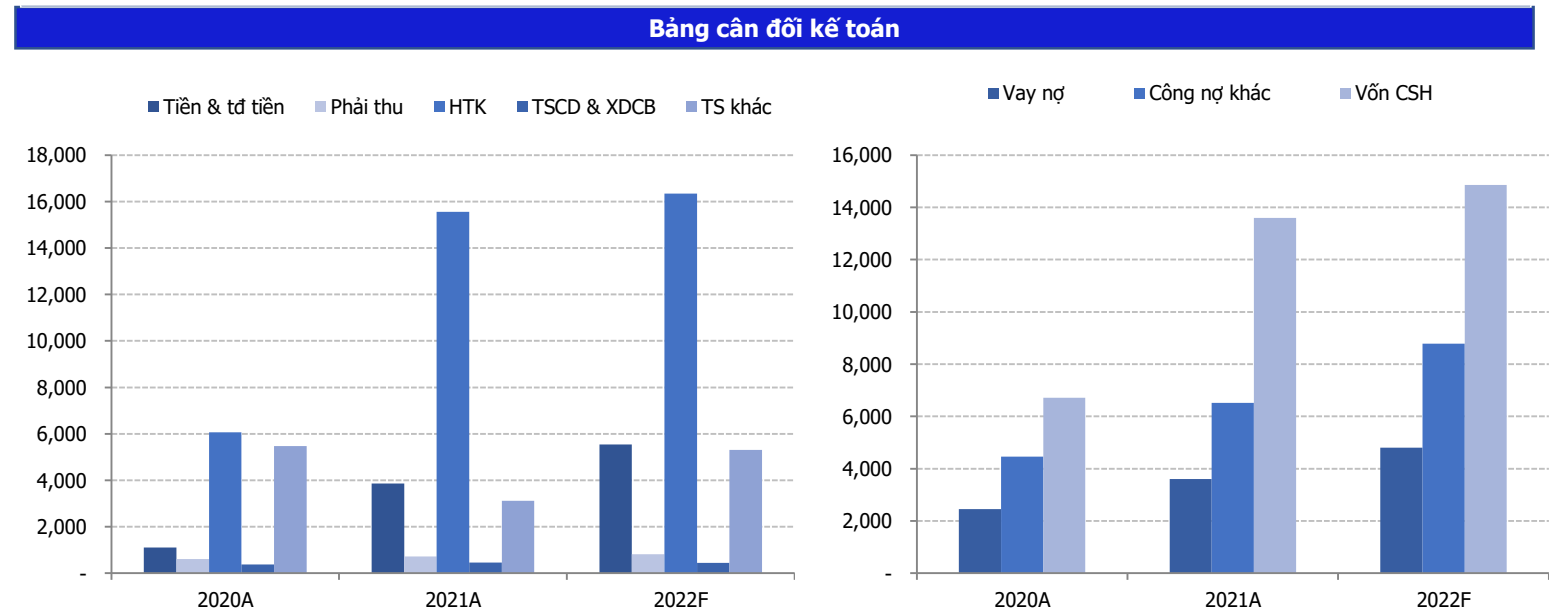
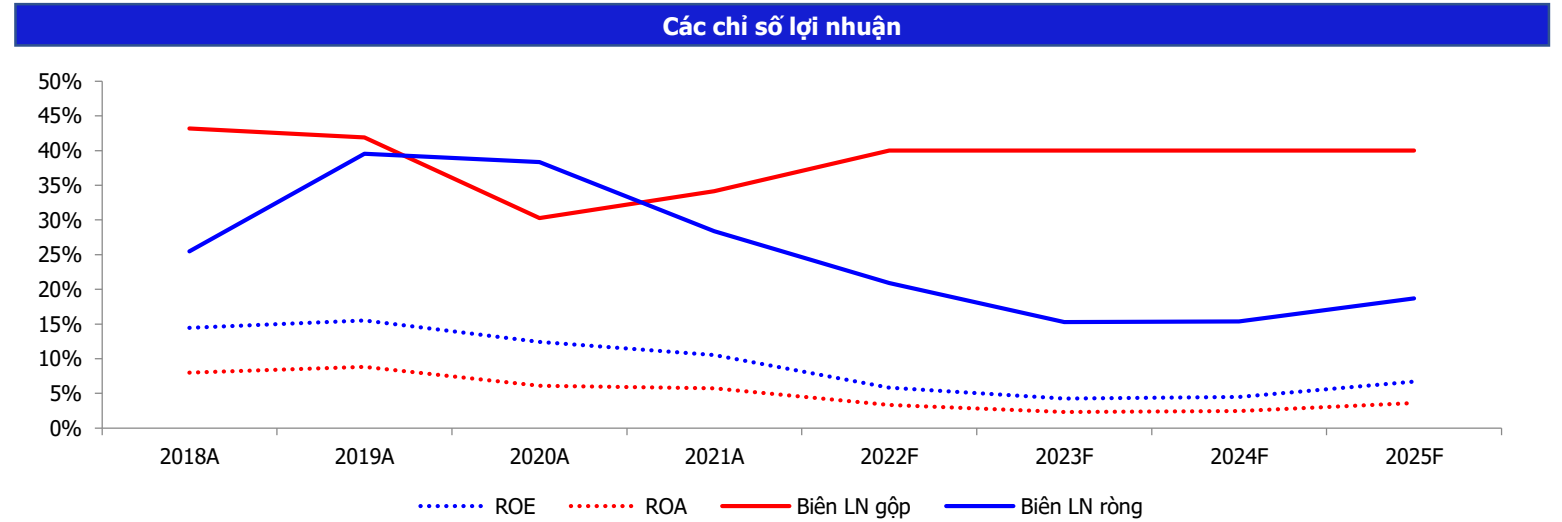
### Triển vọng các dự án trọng điểm

- Các dự án trọng điểm Waterpoint, Akari và Izumi City mở bán trong Q4/2022 được kỳ vọng sẽ đóng góp tích cực cho tổng giá trị bán hàng dự phóng của chúng tôi ở mức 12.000 – 14.000 tỷ đồng.
- Việc mở bán đợt tiếp theo cho dự án Căn Thơ và Izumi City đang mất nhiều thời gian hơn dự kiến trước đây của chúng tôi, mà chúng tôi cho rằng một phần là do tiến độ pháp lý và một số thách thức mà thị trường BĐS đang gặp phải. Do đó, chúng tôi cho rằng NLG cần điều chỉnh giảm đối với doanh số bán hàng kế hoạch cho năm 2022 (kế hoạch 23.000 tỷ đồng).
- Dự án Paragon Đại Phước mà NLG kỳ vọng sẽ đóng góp khoảng 350 tỷ lợi nhuận sau thuế từ việc bán 50% cổ phần vào Q4.2022 hiện vẫn đang hoãn do cần điều chỉnh kế hoạch tổng thể. Chúng tôi đã thận trọng điều chỉnh việc ghi nhận lợi nhuận này vào 2023.

## MUA - Giá mục tiêu: 39,100 (+30%)

### Tình hình tài chính

- Tổng tài sản tại 30/09/2022 gần như đi ngang so với thời điểm cuối Q2/2022, đạt 25,526 tỷ VND (+2,8%).
- Tài sản ngắn hạn chiếm gần 92% tổng tài sản, tài sản dài hạn chỉ chiếm hơn 8%. Tài sản tập trung chủ yếu ở hàng tồn kho, quyền sử dụng đất, tiền gửi ngắn hạn, tiền và các khoản phải thu ngắn hạn.
- Hàng tồn kho ròng tăng nhẹ 77 tỷ VND (+0,5%) lên 16,104 tỷ VND.** Lượng lớn hàng tồn kho này đến từ các dự án Izumi City (Đồng Nai), Southgate (Waterpoint GĐ1)/ Vàm Cỏ Đông (Waterpoint GĐ2) (Long An), Paragon Đại Phước (Đồng Nai), Akari City (TPHCM).
- Tại thời điểm 30/09/2022, khoản mục **Người mua trả tiền trước ngắn hạn trên bảng cân đối kế toán đã đạt hơn 3,838 tỷ VND, tăng 8% so với đầu kỳ.**
- Nợ vay chiếm 18% tổng tài sản,** trong đó nợ vay dài hạn tăng 27% so với thời điểm đầu năm chủ yếu từ 500 tỷ VND trái phiếu IFC đã giải ngân và 482 tỷ VND để tài trợ cho dự án Paragon Đại Phước và Izumi. **Tỷ lệ Vốn vay ngắn dài hạn/VCSH của NLG hiện tại khoảng 0.36,** cao hơn VHM (0.29) nhưng thấp hơn KDH (0.62), NVL (1.61) và DXG (0.41), duy trì sức khỏe tài chính tốt.



Nguồn: MBS Research, NLG



# CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)



## MUA - Giá mục tiêu: 39,100 (+30%)

### Dự phóng và Định giá

- Sử dụng phương pháp định giá RNAV, chúng tôi cho rằng định giá hợp lý của NLG là 39,100 VND/CP, theo đó tại thị giá hiện tại PE 2022F ở mức khá hấp dẫn 11.1x và PB 2022F ở mức chỉ 0.6x, phản ánh mức độ rủi ro hiện tại của thị trường chứng khoán nói chung và ngành BĐS nói riêng nhưng đồng thời cũng mở ra cơ hội để tích lũy cổ phiếu của 1 trong những doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh, chính sách sản phẩm phù hợp với tiềm năng tăng trưởng tích cực với định hướng chiến lược 2022-2030 rõ ràng cùng quỹ đất sạch lớn. Chúng tôi lưu ý mức giá khuyến nghị đang tính đến tình trạng thiếu hụt thanh khoản hiện tại, hàm ý tiềm năng tăng giá cao hơn khi ngành BĐS nói chung vượt qua được khó khăn tạm thời trước mắt.

Dự án	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	NAV - NLG
Akari City	DCF	50%	1,859
Mizuki Park	DCF	50%	1,727
Waterpoint - South Gate (GD1)	DCF	50%	5,601
PG Hai Phong Phase 1	DCF	50%	132
Can Tho	DCF	100%	782
Izumi city	DCF	65%	8,599
Paragon Dai Phuoc	DCF	50%	2,463
Waterpoint - GD 2	BV	100%	1,427
Others			711
<b>Tổng</b>			<b>23,300</b>
Tiền & tương đương tiền			3,902
Đầu tư ngắn hạn			276
Tài sản khác			4,376
Nợ vay			(4,596)
Nợ khác			(8,009)
Lợi ích của cổ đông thiểu số			(4,265)
<b>Tổng giá trị vốn doanh nghiệp</b>			<b>14,986</b>
Số lượng cổ phiếu			382,940,013
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu</b>			<b>39,100</b>

Dự phóng KQKD						
Tỷ VND	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	2,217	5,206	5,731	6,004	6,748	9,229
<i>Tăng trưởng</i>	-13%	135%	10%	5%	12%	37%
Giá vốn	1,546	3,427	3,439	3,603	4,049	5,537
Lợi nhuận gộp	671	1,778	2,292	2,402	2,699	3,691
<i>Tăng trưởng</i>	-37%	165%	29%	5%	12%	37%
LNST	850	1,478	1,198	918	1,039	1,727
<i>Tăng trưởng</i>	-16%	74%	-19%	-23%	13%	66%
EPS	2,758	2,645	2,079	1,378	1,559	2,591
<i>Tăng trưởng</i>	-22%	-4%	-21%	-34%	13%	66%
BVPS	23,558	35,503	38,793	35,436	37,667	42,146
ROE	12.4%	10.5%	5.8%	4.2%	4.5%	6.7%
ROA	6.1%	5.7%	3.3%	2.3%	2.5%	3.6%

Dự án	Diện tích (ha)	Địa điểm	Sở hữu	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Akari City</b>	8.8	<b>HCM - Bình Tân</b>	50%							
<b>Nguyên Sơn (Mizuki)</b>	11.2	<b>HCM - Bình Chánh</b>	87%							
<b>Mizuki Park</b>	26.2	<b>HCM - Bình Chánh</b>	50%							
<b>Waterpoint - South Gate (GD1)</b>	165.0	<b>Long An</b>	50%							
<b>Waterpoint - GD 2</b>	190.0	<b>Long An</b>	100%							
<b>VSIP Hai Phong</b>	22.0	<b>Hải Phòng</b>	50%							
<b>Can Tho 43ha (Nam Long 2)</b>	43.0	<b>Cần Thơ</b>	100%							
<b>Izumi city</b>	170.0	<b>Đồng Nai</b>	65%							
<b>Paragon Dai Phuoc</b>	45.0	<b>HCM - Đại Phước</b>	50%							
<b>Tổng</b>	<b>681</b>									

# CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,217</b>	<b>5,206</b>	<b>5,731</b>	<b>6,004</b>	<b>6,748</b>	<b>9,229</b>
Giá vốn hàng bán	1,546	3,427	3,439	3,603	4,049	5,537
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>671</b>	<b>1,778</b>	<b>2,292</b>	<b>2,402</b>	<b>2,699</b>	<b>3,691</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	727	445	507	148	92	90
Chi phí tài chính	103	112	213	266	246	241
Chi phí quản lý doanh nghiệp	434	997	1,097	1,151	1,267	1,393
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1,015</b>	<b>1,640</b>	<b>1,498</b>	<b>1,148</b>	<b>1,299</b>	<b>2,159</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>850</b>	<b>1,478</b>	<b>1,198</b>	<b>918</b>	<b>1,039</b>	<b>1,727</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>835</b>	<b>1,071</b>	<b>868</b>	<b>665</b>	<b>753</b>	<b>1,251</b>
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	15	407	330	253	286	476

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>9,570</b>	<b>21,616</b>	<b>25,408</b>	<b>24,165</b>	<b>24,321</b>	<b>27,783</b>
I. Tiền & tương đương tiền	1,073	3,112	4,804	2,576	1,417	2,454
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	35	744	744	744	744	744
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	607	719	810	849	954	1,305
IV. Hàng tồn kho	6,069	15,490	16,339	17,156	18,014	18,915
V. Tài sản ngắn hạn khác	1,785	1,552	2,711	2,840	3,192	4,366
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>4,073</b>	<b>2,101</b>	<b>3,036</b>	<b>5,061</b>	<b>7,168</b>	<b>9,566</b>
I. Các khoản Phải thu dài hạn	102	9	962	1,008	1,133	1,549
II. Tài sản cố định	77	78	76	70	69	67
1. Tài sản cố định hữu hình	58	59	60	58	57	56
2. Tài sản cố định vô hình	20	19	16	12	11	11
III. Bất động sản đầu tư	260	359	343	327	311	295
IV. Tài sản dở dang dài hạn	38	20	20	20	20	20
V. Đầu tư tài chính dài hạn	3,262	873	873	873	873	873
VI. Tài sản dài hạn khác	333	762	762	2,762	4,762	6,762

<b>Tổng tài sản</b>	<b>13,643</b>	<b>23,717</b>	<b>28,445</b>	<b>29,226</b>	<b>31,489</b>	<b>37,349</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>6,922</b>	<b>10,122</b>	<b>13,589</b>	<b>13,530</b>	<b>14,805</b>	<b>18,681</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>4,439</b>	<b>6,262</b>	<b>8,609</b>	<b>8,455</b>	<b>9,474</b>	<b>12,493</b>
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	3,507	4,969	6,809	7,114	7,996	10,953
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	932	1,293	1,800	1,342	1,478	1,540
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>2,483</b>	<b>3,860</b>	<b>4,980</b>	<b>5,074</b>	<b>5,332</b>	<b>6,189</b>
1. Các khoản phải trả dài hạn	958	1,544	1,980	2,074	2,332	3,189
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1,525	2,315	3,000	3,000	3,000	3,000
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6,720</b>	<b>13,595</b>	<b>14,855</b>	<b>15,696</b>	<b>16,684</b>	<b>18,668</b>
1. Vốn điều lệ	2,853	3,829	3,829	3,829	3,829	3,829
2. Thặng dư vốn cổ phần	989	2,643	2,643	2,643	2,643	2,643
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	2,132	2,444	3,269	3,825	4,472	5,767
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,117	4,666	5,098	5,387	5,726	6,407
5. Vốn khác	-370	13	15	12	13	22
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>13,643</b>	<b>23,717</b>	<b>28,445</b>	<b>29,226</b>	<b>31,489</b>	<b>37,349</b>

Nguồn: NLG, MBS Research

Chỉ số chính	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Định giá</b>					
EPS	2,645	2,079	1,378	1,559	2,591
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	35,503	38,793	35,436	37,667	42,146
P/E	8.7	11.1	16.7	14.8	8.9
P/B	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Biên lợi nhuận gộp	34%	40%	40%	40%	40%
Biên EBITDA	16%	21%	21%	22%	25%
Biên lợi nhuận sau thuế	28%	21%	15%	15%	19%
ROE	11%	6%	4%	5%	7%
ROA	6%	3%	2%	2%	4%
<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu	135%	10%	5%	12%	37%
Lợi nhuận trước thuế	62%	-9%	-23%	13%	66%
Lợi nhuận sau thuế	74%	-19%	-23%	13%	66%
EPS	-4%	-21%	-34%	13%	66%
Tổng tài sản	74%	20%	3%	8%	19%
Vốn chủ sở hữu	102%	9%	6%	6%	12%
<b>Thanh khoản</b>					
Thanh toán hiện hành	3.45	2.95	2.86	2.57	2.22
Thanh toán nhanh	0.62	0.64	0.39	0.23	0.26
Nợ/tài sản	15%	17%	15%	14%	12%
Nợ/vốn chủ sở hữu	27%	32%	28%	27%	24%
Khả năng thanh toán lãi vay	7.63	5.69	4.76	5.91	9.71
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Vòng quay phải thu khách hàng	7.8	7.5	7.2	7.4	8.1
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	47 ngày	49 ngày	51 ngày	49 ngày	45 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
Thời gian tồn kho bình quân	1152 ngày	1693 ngày	1697 ngày	1585 ngày	1217 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	7.0	6.2	6.8	7.0	7.7
Thời gian trả tiền bình quân	52 ngày	58 ngày	54 ngày	52 ngày	47 ngày
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
LCTT từ HĐ kinh doanh	87	453	-1,676	-1,252	676
LCTT từ HĐ đầu tư	-790	-2	1	1	1
LCTT từ HĐ tài chính	2,742	1,241	-553	93	360
<b>LCTT trong kỳ</b>	<b>2,038</b>	<b>1,692</b>	<b>-2,228</b>	<b>-1,159</b>	<b>1,037</b>
<b>Tiền/tương đương tiền đầu kỳ</b>	<b>1,073</b>	<b>3,112</b>	<b>4,804</b>	<b>2,576</b>	<b>1,417</b>
<b>Tiền/tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>3,112</b>	<b>4,804</b>	<b>2,576</b>	<b>1,417</b>	<b>2,454</b>

# CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG)



## MUA - Giá mục tiêu: 39,900 (+28%)

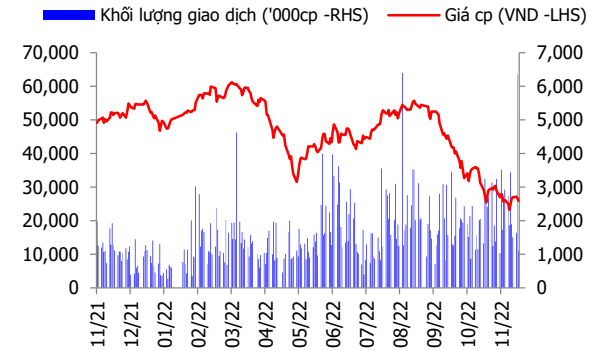
### Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HDG, với giá mục tiêu 39,900 VND/cổ phiếu (+27.9%), dựa trên 2 luận điểm chính:

- Kế hoạch tăng trưởng quỹ đất tham vọng dù trong ngắn hạn vẫn thiếu hụt dự án quy mô lớn.** HDG tập trung quỹ đất phía Tây Hà Nội (Láng-Hòa Lạc, Hòa Bình, các quận mới nằm trong đường vành đai 4), phát triển mới thêm 200 ha đến 400 ha tại các tỉnh có tiềm năng trong năm 2022. Những dự án này có thể giúp tăng gấp 4 lần quỹ đất của HDG lên 450 ha trong vòng 5 năm tới. Dù điều này cho thấy tiềm năng lớn trong tương lai đối với mảng BĐS, chúng tôi vẫn chưa điều chỉnh định giá do chưa có thông tin chi tiết. Điều này hàm ý khả năng tăng giá mục tiêu trong tương lai nếu kế hoạch diễn ra suôn sẻ. Dù trong ngắn hạn (2023-2024) mảng BĐS vẫn thiếu hụt dự án quy mô lớn nhưng năm 2025 được dự kiến là điểm rơi lợi nhuận đối với mảng BĐS với kỳ vọng từ dự án Minh Long (phần khu thấp tầng).
- Động lực phát triển trong trung dài hạn của HDG chính là mảng Năng lượng.** HDG đang thuộc top 4 công ty năng lượng tái tạo niêm yết có công suất lớn nhất vào cuối năm 2022 và theo đó HDG đang hưởng lợi từ đà tăng trưởng ổn định của nhu cầu điện của Việt Nam trong các năm tới. Với chi phí đầu tư thấp, các nhà máy điện của HDG thường xuyên đạt hiệu quả kinh doanh cao hơn so với các công ty khác trong ngành. Hơn nữa, năng lượng là lĩnh vực kinh doanh ổn định, có biên lợi nhuận cao và hứa hẹn đem đến bứt phá trong trung dài hạn cho tập đoàn. Tính đến nay, HDG đã có 8 nhà máy đi vào vận hành với tổng công suất 462 MW, trong đó có 1 nhà máy điện gió (7A). HDG đang chờ phê duyệt Quy hoạch Phát triển Điện lực Việt Nam (PDP) VIII để triển khai kế hoạch nâng công suất điện lên gấp đôi vào 2025. HDG cũng tự tin rằng dự án điện gió lớn An Phong 300 MW của công ty sẽ được đưa vào PDP VIII.

### Rủi ro đầu tư

- Rủi ro lãi suất** tăng ảnh hưởng đến quyết định mua nhà, cũng như việc kiểm soát các khoản vay ngân hàng vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hơn trong việc phát hành TPDN. Tuy nhiên, cũng chính vì thế dòng vốn sẽ mang tính chọn lọc cao hơn, ưu tiên những công ty minh bạch và chuyên nghiệp như HDG.
- Rủi ro pháp lý:** Các văn bản pháp lý còn chống chèo, ví dụ Luật Đất đai và Luật Kinh doanh BĐS chưa đồng bộ làm chậm trễ quá trình phê duyệt dự án và ảnh hưởng hiệu quả các dự án. Tuy nhiên các quy định mới được kỳ vọng sẽ tháo gỡ khó khăn trong phê duyệt giúp thị trường sôi động trở lại.
- Với các dự án Thủy điện,** thời tiết có thể ảnh hưởng đến công suất của các nhà máy. Ngoài ra, đối với các dự án năng lượng nhìn chung có thể xảy ra rủi ro kỹ thuật đối với việc vận hành nhà máy.



### Diễn biến giá

	1M	3M	12M
HDG (%)	2%	-42%	-40%
VNIndex (%)	-7%	-23%	-37%

Nguồn: Bloomberg

Ngày báo cáo	27/12/2022
Giá hiện tại	VND 31,250
Giá mục tiêu	VND 39,900
Upside	+27.9%
Bloomberg	HDG VN Equity
Vốn hóa thị trường	8,072 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 23,250
	VND 61,248
Giá trị giao dịch trung bình YTD	75 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	50%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	18.27%

Đơn vị: tỷ đồng	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	<b>3,777</b>	<b>3,675</b>	<b>3,342</b>	<b>3,066</b>	<b>3,919</b>
EBIT	1,980	2,330	2,070	1,927	2,550
<b>LNST</b>	<b>1,344</b>	<b>1,466</b>	<b>1,273</b>	<b>1,194</b>	<b>1,720</b>
EPS (VND)	5,470	5,292	4,114	3,861	5,560
Tăng trưởng EPS (%)	-12%	-3%	-22%	-6%	44%
<b>P/E (x)</b>	<b>6.0</b>	<b>6.2</b>	<b>8.0</b>	<b>8.5</b>	<b>5.9</b>
EV/EBITDA (x)	6.3	5.2	5.2	5.0	3.5
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	3%	3%	3%	3%	3%
P/B (x)	1.5	1.4	1.2	1.1	0.9
<b>ROE (%)</b>	<b>20%</b>	<b>17%</b>	<b>13%</b>	<b>10%</b>	<b>13%</b>
Nợ vay / Vốn CSH (%)	137%	102%	83%	70%	56%

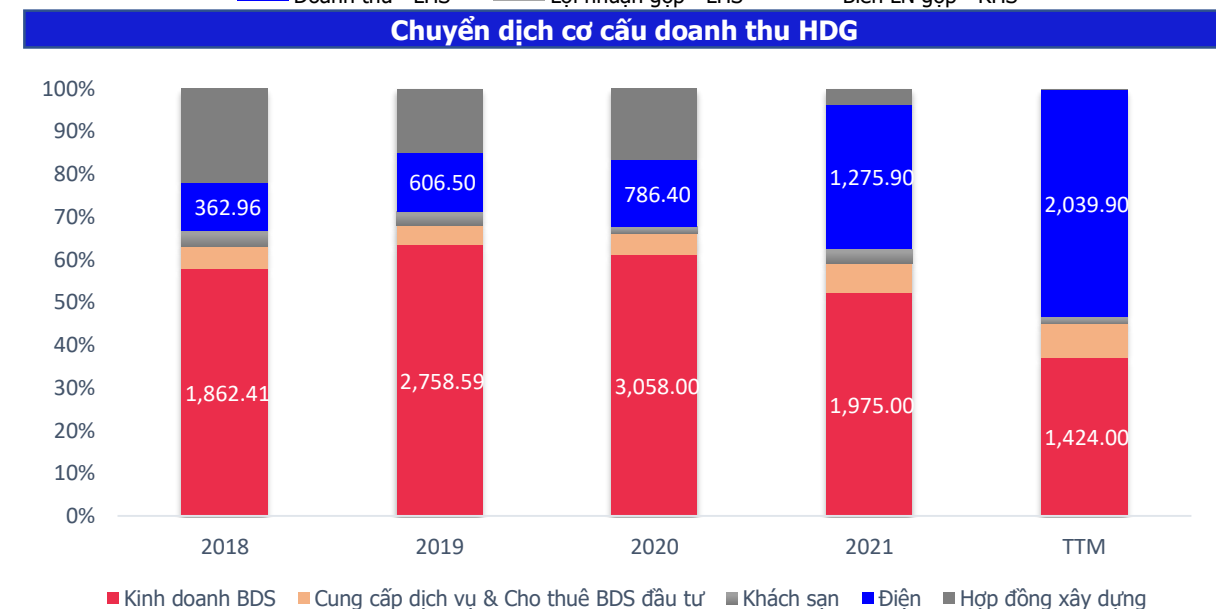
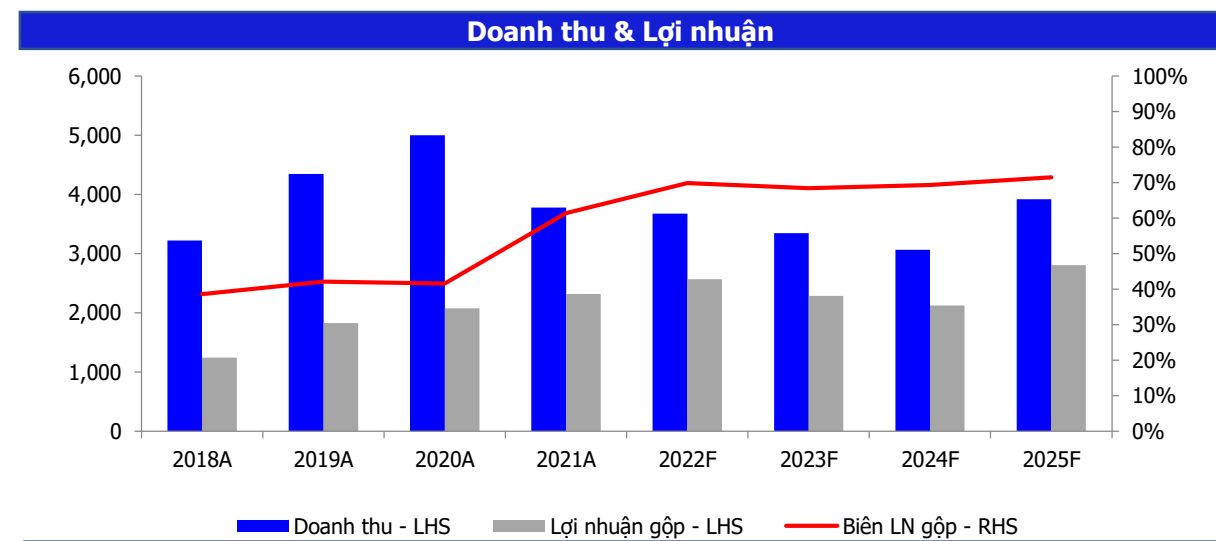
Nguồn: MBS Research

# CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG)

**MUA - Giá mục tiêu: 39,900 (+28%)**

## Cập nhật kết quả kinh doanh

- Trong Q3/2022**, HDG ghi nhận **doanh thu thuần đạt 838 tỷ VND**, tăng 32% so với cùng kỳ và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 251 tỷ đồng (+10% YoY). Chủ yếu là do doanh thu bán điện tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ đạt 537 tỷ VND (+175%YoY) và là mảng hoạt động đóng góp lớn nhất vào cơ cấu doanh thu (62%) với sản lượng điện trong quý 3 đạt 458 triệu KWh (+154% YoY), nhờ (i) Các nhà máy thủy điện vận hành hiệu quả nhờ điều kiện thủy văn tốt (doanh thu bán điện đạt 410 tỷ VND) do hiện tượng La Nina, và (ii) Đóng góp của 2 nhà máy thủy điện Sông Tranh 4 (vận hành thương mại trong tháng 9/2021) và Đăk Mi 2 (tháng 10/2021) và 1 nhà máy điện gió mới (7A, vận hành thương mại trong tháng 10/2021). Trong khi đó, doanh thu mảng BĐS lại giảm 42% YoY khi chỉ đạt 224 tỷ VND do trong kỳ chỉ bàn giao 15 căn tại dự án Charm Villas so với mức cao của cùng kỳ năm trước (khi ghi nhận từ Hado Centrosa).
- Lũy kế 9 tháng đầu năm**, doanh thu của HDG đạt 2,492 tỷ (+2%YoY) và LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 873 tỷ VND (+53% YoY). Biên lợi nhuận 9T2022 tiếp tục cải thiện, đạt 65% nhờ (i) Bàn giao biệt thự Charm Villas có biên lợi nhuận cao, và (ii) Giá bán trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) 9T2022 đạt 1,478 VNĐ/kWh (+42% YoY) kéo theo giá bán điện trung bình cao hơn. Năm 2022, Hà Đô đặt mục tiêu doanh thu thuần 3.703 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 1.344 tỷ đồng. Như vậy, kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm đạt lần lượt 67% và 77% kế hoạch doanh thu và LNST cả năm.
- Từ năm 2016, công ty bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ mảng Năng lượng. Kể từ đó, doanh thu từ mảng này liên tục gia tăng trong khi doanh thu từ Xây dựng giảm dần (<3% doanh thu). Theo chúng tôi đánh giá, sự chuyển đổi của công ty là hợp lý khi tập trung phát triển lĩnh vực Năng lượng nhiều tiềm năng với biên lợi nhuận cao, thay thế dần cho hoạt động Xây dựng có biên lợi nhuận mỏng. Hiện tại, mảng Xây dựng đang lùi lại, cung cấp dịch vụ để hỗ trợ phát triển các mảng kinh doanh khác như Bất Động Sản và Năng lượng. **Kế hoạch đến năm 2025, Hà Đô sẽ phát triển thêm mới các dự án điện mặt trời, điện gió, hoàn thành mục tiêu công suất phát điện đạt 1 GW.**



# CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG)

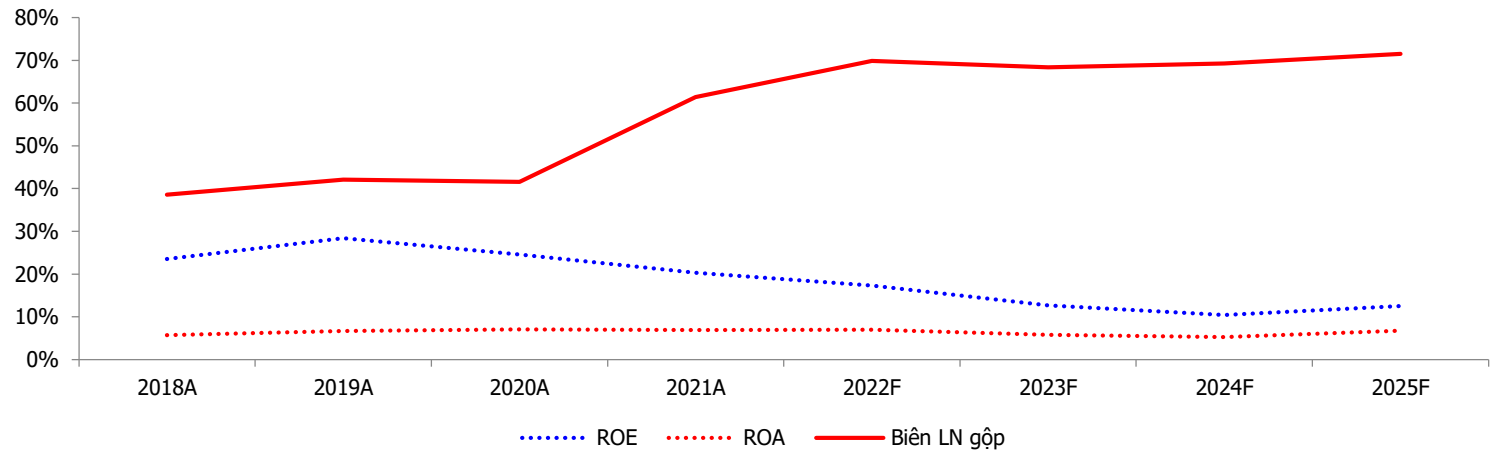


## MUA - Giá mục tiêu: 39,900 (+28%)

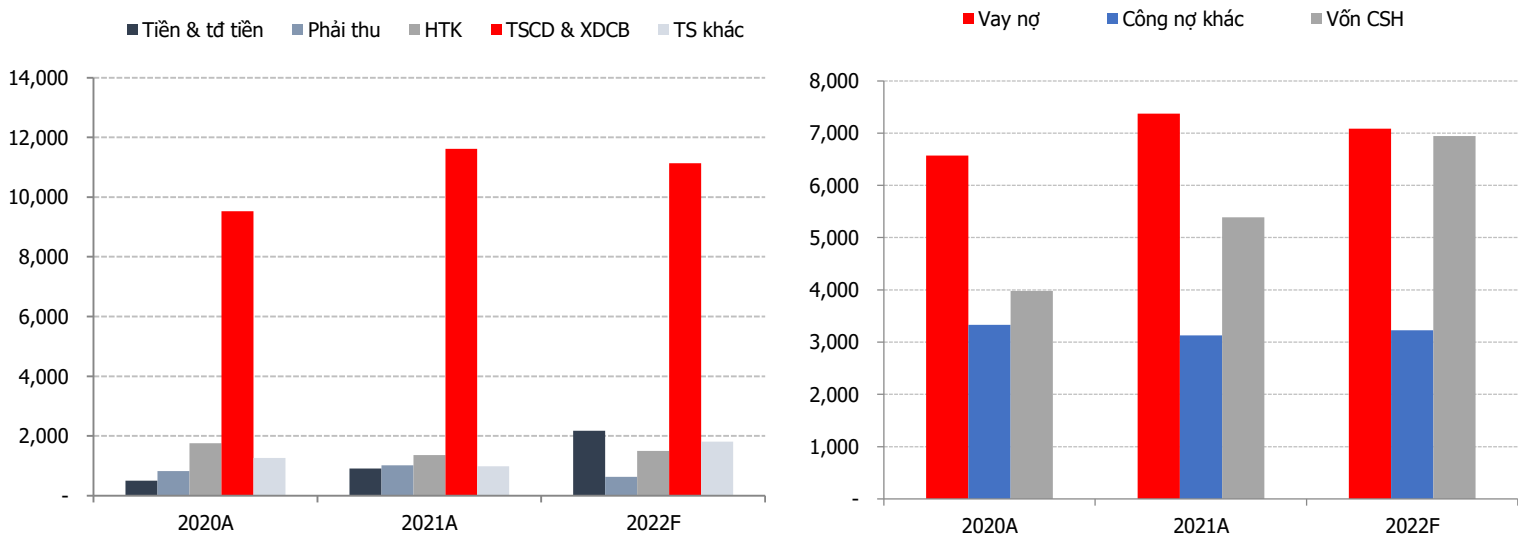
### Tình hình tài chính

- Tổng tài sản tại 30/09/2022 đi ngang so với thời điểm cuối quý trước, đạt 15.869 tỷ VND.
- Hàng tồn kho ròng tăng hơn 95 tỷ VND (tương đương 6.6% so với đầu kỳ) đạt 1.529 tỷ VND, trong đó chủ yếu là tồn kho từ dự án khu đô thị mới An Khánh – An Thượng.** HDG còn hơn 792 tỷ đồng chi phí xây dựng cơ bản dở dang, tập trung chủ yếu tại hai dự án là Khu đô thị Linh Trung (hơn 490 tỷ đồng), Khu nghỉ dưỡng Bảo Đại (hơn 189 tỷ đồng).
- Tại thời điểm 30/09/2022, khoản mục **Người mua trả tiền trước ngắn hạn trên bảng cân đối kế toán đã đạt hơn 1.044 tỷ VND, tăng 14% so với đầu kỳ.**
- Nợ phải trả của Hà Đô ghi nhận hơn 9.405 tỷ đồng, giảm 223 tỷ đồng so với đầu kỳ (chiếm gần 60% nguồn vốn). Trong đó, **tổng dư nợ đi vay chiếm 70% tổng nợ phải trả, ghi nhận 6.595 tỷ đồng, giảm 4% so với cuối quý 2/2022.** Kể từ thời điểm LN ròng tăng trưởng mạnh từ 2018 và các khoản đầu tư lớn giảm dần từ cuối năm 2021, tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E) của HDG đã giảm từ mức 1,77x cuối năm 2019 xuống chỉ còn 1,02x cuối Q3/22.
- Tại thời điểm cuối tháng 6/2022, nợ vay của HDG chủ yếu được tài trợ bởi các khoản vay lãi suất thả nổi. Do đó, công ty sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực trong giai đoạn lãi suất cao. Công ty chỉ có duy nhất khoản nợ vay 684 tỷ đồng bằng ngoại tệ (vay bằng Euro, đáo hạn 2023), chiếm 12% tổng nợ vay cuối Q2/22 do đó **rủi ro tỷ giá là không đáng ngại.**

### Các chỉ số lợi nhuận



### Bảng cân đối kế toán



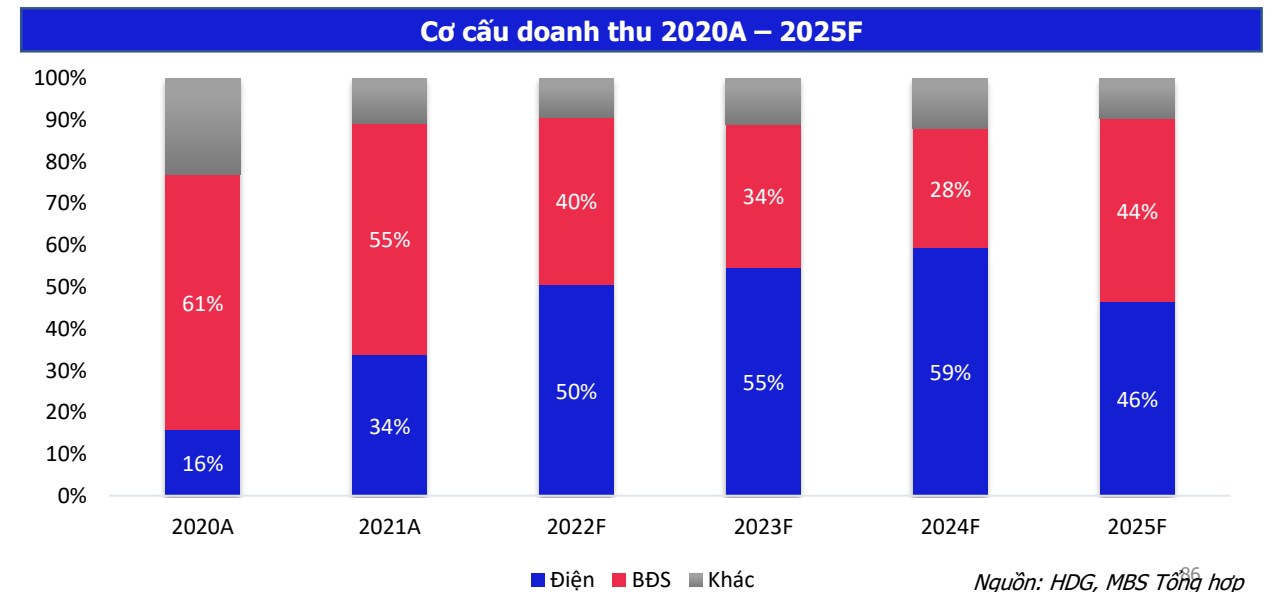
Nguồn: MBS Research, HDG

## MUA - Giá mục tiêu: 39,900 (+28%)

### Kế hoạch mở rộng quỹ đất tham vọng, tuy nhiên thiếu hụt dự án quy mô lớn trong ngắn hạn

- Sau 2 lần mở bán vào tháng 12/2020 và tháng 1/2021, HDG đã bán 240 căn tại dự án Charm Villas với tỷ lệ hấp thu 94%. Dự án Charm Villas hiện đã thi công xong móng và đang tập trung hoàn thiện xây thô cho toàn bộ các căn biệt thự, liền kề tại dự án. Tuy nhiên, kế hoạch mở bán lần 3 đã liên tục bị trì hoãn. Nhu cầu BĐS đang gặp nhiều thách thức hơn trong nửa cuối năm 2022 do lãi suất cho vay mua nhà tăng và room tín dụng hạn chế. **Theo ban lãnh đạo HDG, kế hoạch mở bán giai đoạn 3 của Charm Villas sẽ lùi sang Q2/2023.**
- Charm Villas là dự án chính đóng góp vào kết quả kinh doanh của mảng BĐS trong năm 2022-2024 khi các dự án khác chưa được triển khai.** Với lợi thế quỹ đất rẻ do được tích lũy từ trước cùng với đà tăng giá của khu vực Hoà Đức trong thời gian qua, dự án này đem lại mức sinh lời lớn cho HDG với biên lợi nhuận gộp trong 9T2022 đạt 70%. Trong 9T22, HDG đã bàn giao 68 căn tại Charm Villas với tổng doanh thu là 796 tỷ đồng. Doanh thu mảng BĐS của HDG giai đoạn 2022-2023 sẽ đến chủ yếu từ việc bàn giao 102/122 căn từ dự án Charm Villas, tuy nhiên doanh thu trung bình căn 2023 sẽ thấp hơn do các dự án biệt thự có giá trị cao hầu như đã được bàn giao trong năm 2021-2022.
- Theo ban lãnh đạo, HDG đang nghiên cứu đầu tư các dự án tại Hà Nội (huyện Thanh Oai), TP.HCM (quận Bình Chánh) và tỉnh Ninh Thuận. Những dự án trên được kỳ vọng sẽ nâng tổng quỹ đất của HDG lên 450 ha trong 5 năm tới. Trước đó, HDG cũng thông báo đang đàm phán để mua lại quỹ đất rộng 125 ha tại khu vực phía Tây Hà Nội với chi phí dự tính là khoảng 1.000 tỷ đồng, tuy nhiên công ty vẫn chưa có thông báo chính thức về dự án này.
- Trong nửa cuối năm 2023, công ty có kế hoạch mở bán 2 dự án tại TP.HCM là Green Lane (quận 8) và Hado Minh Long (TP.Thủ Đức).** Tuy nhiên, với những căn cuối cùng tại dự án Charm Villas sẽ được bàn giao trong năm 2024, chúng tôi cho rằng doanh thu từ mảng BĐS sẽ suy giảm dần trong cơ cấu tổng doanh thu trong giai đoạn 2022-2024 trước khi trở lại vào 2025.
- Dù trong ngắn hạn việc thiếu hụt dự án quy mô lớn sẽ có tác động không tích cực đối với đóng góp của mảng BĐS cho kết quả kinh doanh chung của Tập đoàn, chúng tôi dự kiến trong 2022F-2023F mảng BĐS vẫn chiếm ~34-40% doanh thu hợp nhất, bên cạnh đó 2025F dự kiến sẽ là điểm rơi của mảng BĐS khi các dự án trọng điểm tiềm năng như Minh Long (phân khu thấp tầng) bắt đầu ghi nhận.

Green Lane	Minh Long
<ul style="list-style-type: none"> <li>Năm 2018, HDG đã đầu tư 240 tỷ đồng để mua lại 99% cổ phần của CTCP Đầu tư BĐS Bình An Riverside – công ty sở hữu dự án này.</li> <li>Địa điểm: Đường Phan Thế Hiển, Q8, TP.HCM</li> <li>Tổng diện tích: 2,3 ha</li> <li>Sản phẩm: 3 tháp với 1.231 căn hộ chung cư</li> <li>Tình trạng: đất sạch, chuẩn bị xây dựng</li> <li>Thời điểm mở bán: Quý 4/2023</li> <li>GDV: 2.200 tỷ đồng</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Năm 2019, HDG đã đầu tư 490 tỷ đồng để mua lại 99,97% cổ phần của CT TNHH Mua bán nơ Minh Long Sài Gòn – công ty sở hữu dự án này.</li> <li>Địa điểm: Linh Trung, TP.Thủ Đức, TP.HCM</li> <li>Tổng diện tích: 2,7 ha</li> <li>Sản phẩm: 60 căn nhà phố, 20 căn shophouse, 920 căn hộ chung cư</li> <li>Tình trạng: đất sạch, chuẩn bị xây dựng</li> <li>Thời điểm mở bán: Quý 4/2023</li> <li>GDV: 2.700 tỷ đồng</li> </ul>



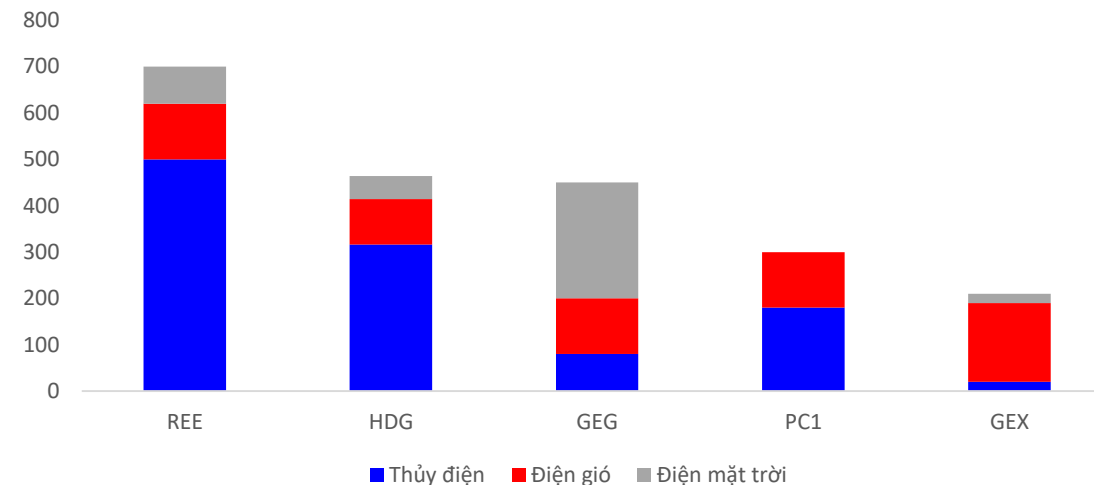
# CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG)

**MUA - Giá mục tiêu: 39,900 (+28%)**

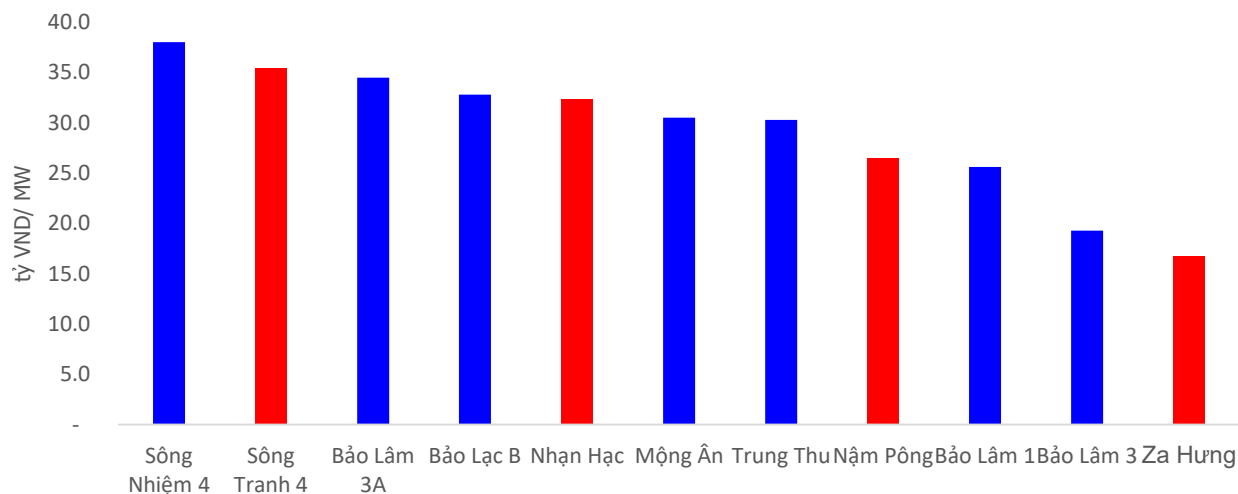
## Động lực phát triển trong trung dài hạn của HDG chính là mảng Năng lượng

- HDG đang chờ phê duyệt Quy hoạch Phát triển Điện lực Việt Nam (PDP) VIII để triển khai kế hoạch nâng công suất điện lên gấp đôi. Tính đến hiện tại, HDG sở hữu 462 MW năng lượng tái tạo, bao gồm 314MW thủy điện, 50 MW điện gió và 98 MWp điện mặt trời (quy đổi khoảng 82MW). **Tổng công suất danh mục điện của HDG xếp thứ hai về trong các doanh nghiệp sản xuất điện đang được niêm yết trên sàn.**
- Dự kiến sau khi PDP VIII được thông qua, HDG sẽ phát triển 2 dự án điện gió là Phước Hữu (50 MW) và Ea H'leo (20 MW) – những dự án đã được bổ sung vào dự thảo PDP VIII. HDG cũng tự tin dự án điện gió An Phong (300 MW) sẽ được bổ sung vào PDP VIII. Chúng tôi đánh giá tích cực về kế hoạch này do chi phí đầu tư vào năng lượng tái tạo đang giảm dần qua các năm nhờ yếu tố quy mô kinh tế do xu hướng phát triển năng lượng tái tạo trên toàn cầu. Bên cạnh đó, suất đầu tư thủy điện và điện gió - trọng tâm đầu tư trong tương lai của HDG tại các dự án hiện hữu đang ngang bằng hoặc thấp hơn so với trung bình ngành. Với suất đầu tư thấp hơn, các dự án sẽ được đảm bảo về tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) trên mức 10%, giúp cho các dự án thực hiện của HDG trong tương lai sẽ đảm bảo được hiệu quả kinh tế trong bối cảnh các dự án năng lượng tái tạo mới sẽ cần được đưa ra đấu thầu giá với mức giá dự kiến sẽ thấp hơn so với biểu giá ưu đãi FIT trước đây.

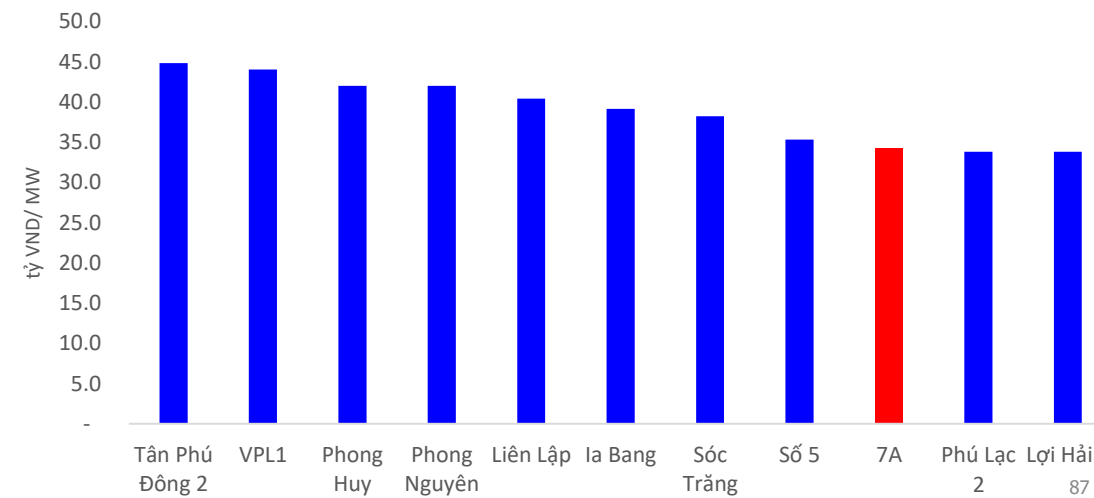
Tổng danh mục đầu tư điện các công ty niêm yết



Suất đầu tư một số dự án thủy điện



Suất đầu tư một số dự án điện gió

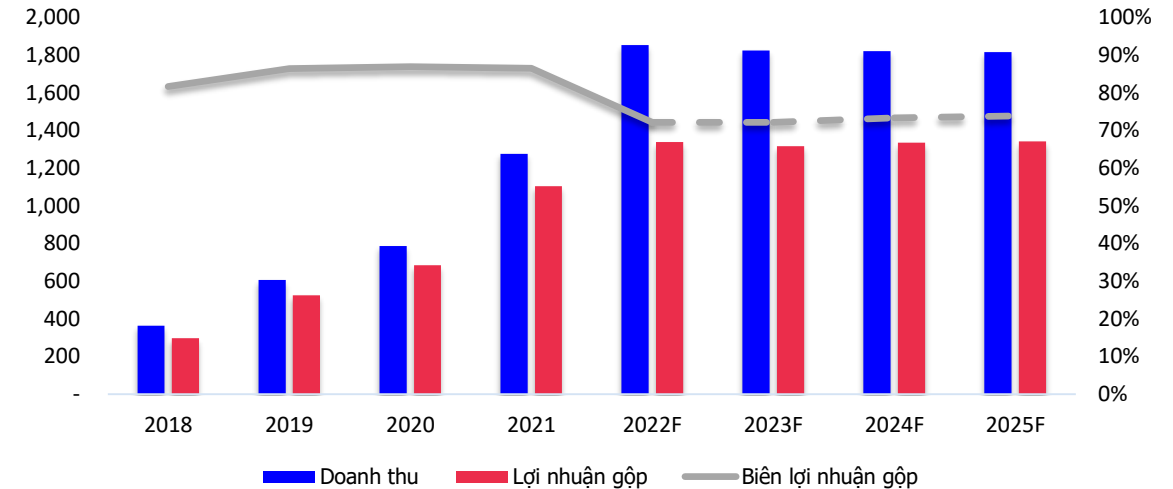


## MUA - Giá mục tiêu: 39,900 (+28%)

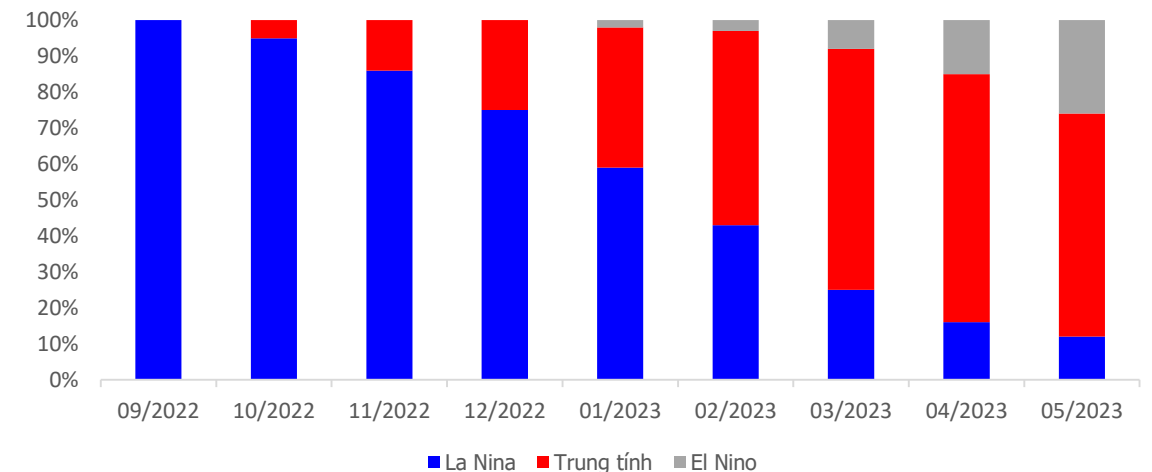
### Doanh thu mảng điện sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trước khi giảm tốc vào năm 2023

- Theo số liệu của Viện Khoa học Khí tượng Thủy văn và Biến đổi khí hậu, Việt Nam đã ghi nhận điều kiện thủy văn rất thuận lợi trong 9T22. **Nhờ vậy, sản lượng từ các nhà máy thủy điện của HDG cũng ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 149% YoY lên 1.065 triệu kWh trong 9T22.** Trung bình giá bán điện trên CGM 8T22 đạt 1.442 đồng/kWh (+37,1% svck). Với những triển vọng tích cực về nhu cầu điện dự báo tăng mạnh, cũng như sản lượng nhiệt điện cao hơn huy động trên thị trường phát điện cạnh tranh, chúng tôi cho rằng điều này sẽ làm tăng nền giá của thủy điện trên thị trường điện.
- Theo dự báo của Viện Nghiên cứu Quốc tế Khí hậu và Xã hội (IRI), xác suất xảy ra hình thái La Nina sẽ tiếp tục kéo dài tới hết năm 2022 và sau đó dần chuyển sang trạng thái trung tính với xác suất khoảng 61% từ tháng 2/2023.** Điều này cho thấy rằng hoạt động của các thủy điện sẽ tiếp tục tích cực khi điều kiện thủy văn ủng hộ cho hoạt động của thủy điện trong việc phát điện cũng như tích nước. Tuy nhiên, với việc La Nina sẽ kết thúc trong đầu năm 2023 sẽ ảnh hưởng tới khả năng phát điện của thủy điện do không còn lượng mưa dồi dào như giai đoạn 2021-2022.
- Về mảng điện gió và điện mặt trời, chúng tôi kì vọng các nhà máy điện của HDG sẽ hoạt động ổn định với sản lượng tiêu thụ cao trong năm 2022 do giá bán điện gió cũng như điện mặt trời hiện đang cạnh tranh hơn so với nhiệt điện trong bối cảnh giá nhiên liệu tăng cao.** Ngoài ra, với sự quyết liệt của Chính phủ trong việc phát triển các dự án năng lượng tái tạo để đạt mục tiêu phát thải ròng bằng 0 tới năm 2050 thể hiện qua Quy hoạch điện VIII cùng với tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện đạt mức cao trong những năm tới nhờ vào nhu cầu điện cho phát triển kinh tế - xã hội, chúng tôi kì vọng rằng những yếu tố trên sẽ giúp các nhà máy điện năng lượng tái tạo của HDG sẽ được huy động với công suất cao trong giai đoạn 2022-2023 khi tình trạng thiếu điện được dự báo sẽ xảy ra trong năm 2023.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu của mảng điện sẽ đạt đỉnh trong năm 2022** nhờ vào mức nền so sánh thấp của năm 2021 cũng như tình hình thủy văn hỗ trợ thuận lợi cho việc vận hành của nhà máy thủy điện. Sang năm 2023, dự báo KQKD của mảng điện sẽ chững lại do không còn mức nền thấp cũng như các nhà máy thủy điện không còn được hưởng lợi từ La Nina.

Doanh thu và Lợi nhuận mảng Năng lượng



Hiện tượng La Nina (nhiều mưa) dự báo giảm dần trong 2023





# CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG)



## MUA - Giá mục tiêu: 39,900 (+28%)

### Dự phóng và Định giá

- Chúng tôi cho rằng 2 trụ cột kinh doanh chính của HDG vẫn là BĐS và Năng lượng. Sử dụng phương pháp định giá RNAV cho BĐS và DCF với các dự án còn lại, chúng tôi cho rằng định giá hợp lý của HDG là 39,900 VND/CP, theo đó tại thị giá hiện tại PE 2022F ở mức rất hấp dẫn (~6.x) và PB 2022F ở mức chỉ 1.4x, phản ánh mức độ rủi ro hiện tại của thị trường chứng khoán nói chung và ngành BĐS nói riêng nhưng đồng thời cũng mở ra cơ hội để tích lũy cổ phiếu của 1 trong những doanh nghiệp có kế hoạch tăng trưởng tham vọng từ mảng BĐS cũng như động lực tăng trưởng vững chắc từ mảng Năng lượng. Chúng tôi lưu ý mức giá khuyến nghị đang tính đến tình trạng thiếu hụt thanh khoản hiện tại, hàm ý tiềm năng tăng giá cao hơn khi ngành BĐS nói chung vượt qua được khó khăn tạm thời trước mắt.
- Chúng tôi hiện chưa đưa các dự án năng lượng tái tạo HDG dự kiến đưa vào vận hành trong giai đoạn tới (478 MW công suất bổ sung) vào mô hình dự phóng do chưa có những thông tin rõ ràng hơn về biểu giá mới và tác động tới tiến độ thực hiện dự án. Chúng tôi kỳ vọng những dự án này sau khi hoàn thành thủ tục pháp lý và được đưa vào phát triển sẽ là động lực tăng giá cho HDG.

Dự án	Phương pháp	NAV
<b>Bất động sản</b>		<b>5,619</b>
Charm Villas	NAV	3,147
Greenlane	NAV	542
Noongtha	NAV	278
Minh Long	NAV	829
62 Phan Đình Giót	NAV	372
Dịch Vọng Complex	NAV	234
CC3	NAV	142
Bao Dai	NAV	28
<b>Cho thuê văn phòng &amp; khách sạn</b>		<b>574</b>
IBIS Hotel	DCF	316
Bao Dai Imperial Hotel	DCF	(29)
Khác	DCF	286
<b>Điện</b>		<b>5,451</b>
Za Hưng	DCF	293
Nậm Pông	DCF	277
Nhạn Hạc	DCF	695
Sông Tranh 4	DCF	195
Dak Mi 2	DCF	2,492
Hồng Phong 4.1	DCF	564
Infra	DCF	456
7A Thuận Nam	DCF	480
<b>Tổng giá trị tài sản</b>		<b>11,644</b>
Tiền & trả tiền		185
Đầu tư ngắn hạn		859
Nợ vay		1,766
Lợi ích cổ đông thiểu số		1,168
<b>Tổng giá trị vốn chủ sở hữu</b>		<b>9,754</b>
Số lượng cổ phiếu		244,605,898
<b>Giá trị trên cổ phiếu</b>		<b>39,900</b>

Dự phóng KQKD	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tỷ VND</b>						
Bất động sản	3,058	2,091	1,476	1,147	869	1,722
Điện	786	1,276	1,855	1,826	1,822	1,816
Khác	1,154	411	345	369	375	382
<b>Doanh thu</b>	<b>4,999</b>	<b>3,777</b>	<b>3,675</b>	<b>3,342</b>	<b>3,066</b>	<b>3,919</b>
Tăng trưởng	15%	-24%	-3%	-9%	-8%	28%
Giá vốn	2,922	1,457	1,108	1,057	942	1,117
Lợi nhuận gộp	2,076	2,320	2,567	2,286	2,124	2,803
Tăng trưởng	14%	12%	11%	-11%	-7%	32%
LNST	1,254	1,344	1,466	1,273	1,194	1,720
Tăng trưởng	12%	7%	9%	-13%	-6%	44%
EPS	6,213	5,470	5,292	4,114	3,861	5,560
Tăng trưởng	-19%	-12%	-3%	-22%	-6%	44%
BVPS	19,555	22,070	22,822	27,051	30,945	36,906
ROE	24.6%	20.3%	17.3%	12.7%	10.4%	12.6%
ROA	7.1%	6.9%	7.0%	5.8%	5.3%	6.7%

Dự án	Diện tích (ha)	Địa điểm	2022	2023	2024	2025	Từ 2026
Charm Villas	30.0	Hoài Đức, HN					
Greenlane	2.3	Q8, TPHCM					
Noongtha	74.5	Viêng Chăn, Lào					
Minh Long	2.7	Thủ Đức, TPHCM					
Dịch Vọng Complex	1.0	Cầu Giấy, HN					
CC3	0.5	Cầu Giấy, HN					
62 Phan Đình Giót	2.2	Thanh Xuân, HN					
Bao Dai	9.0	Nha Trang					
30 Ta Quang Bưu	1.0	Hai Bà Trưng, HN					
<b>Tổng</b>	<b>123.2</b>						

# CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG)



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4,999</b>	<b>3,777</b>	<b>3,675</b>	<b>3,342</b>	<b>3,066</b>	<b>3,919</b>
Giá vốn hàng bán	2,922	1,457	1,108	1,057	942	1,117
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2,076</b>	<b>2,320</b>	<b>2,567</b>	<b>2,286</b>	<b>2,124</b>	<b>2,803</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	45	80	87	80	77	80
Chi phí tài chính	370	408	581	556	508	474
Chi phí quản lý doanh nghiệp	206	340	237	215	198	253
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1,540</b>	<b>1,643</b>	<b>1,848</b>	<b>1,605</b>	<b>1,506</b>	<b>2,169</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,254</b>	<b>1,344</b>	<b>1,466</b>	<b>1,273</b>	<b>1,194</b>	<b>1,720</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>979</b>	<b>1,096</b>	<b>1,203</b>	<b>1,044</b>	<b>980</b>	<b>1,412</b>
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	275	247	263	228	214	308

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>4,187</b>	<b>4,116</b>	<b>5,895</b>	<b>6,926</b>	<b>7,884</b>	<b>10,378</b>
I. Tiền & tương đương tiền	438	230	1,498	2,800	4,080	5,823
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	70	680	680	680	680	680
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	782	922	609	554	508	649
IV. Hàng tồn kho	1,757	1,365	1,498	1,428	1,272	1,509
V. Tài sản ngắn hạn khác	1,141	920	1,610	1,464	1,343	1,717
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>9,691</b>	<b>11,775</b>	<b>11,361</b>	<b>11,069</b>	<b>10,778</b>	<b>10,567</b>
I. Các khoản Phải thu dài hạn	5	0	92	83	76	98
II. Tài sản cố định	4,182	9,868	9,517	9,355	9,183	9,031
1. Tài sản cố định hữu hình	3,845	9,466	9,176	9,077	8,973	8,862
2. Tài sản cố định vô hình	338	403	341	278	210	169
III. Bất động sản đầu tư	843	828	796	764	732	700
IV. Tài sản dở dang dài hạn	4,498	917	825	742	668	601
V. Đầu tư tài chính dài hạn	6	3	3	3	3	3
VI. Tài sản dài hạn khác	157	159	129	122	116	134

<b>Tổng tài sản</b>	<b>13,879</b>	<b>15,892</b>	<b>17,256</b>	<b>17,995</b>	<b>18,662</b>	<b>20,945</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>9,901</b>	<b>10,501</b>	<b>10,313</b>	<b>9,765</b>	<b>9,247</b>	<b>9,717</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>4,032</b>	<b>4,293</b>	<b>4,489</b>	<b>4,232</b>	<b>3,993</b>	<b>4,716</b>
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	3,182	3,004	3,187	2,917	2,665	3,375
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	850	1,289	1,302	1,315	1,328	1,341
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>5,869</b>	<b>6,208</b>	<b>5,824</b>	<b>5,533</b>	<b>5,254</b>	<b>5,001</b>
1. Các khoản phải trả dài hạn	151	122	42	40	36	43
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	5,718	6,086	5,782	5,493	5,218	4,957
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3,977</b>	<b>5,390</b>	<b>6,943</b>	<b>8,230</b>	<b>9,415</b>	<b>11,228</b>
1. Vốn điều lệ	1,543	1,964	2,446	2,446	2,446	2,446
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	229	197	197	197	197
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,301	1,934	2,725	3,788	4,752	6,131
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	961	1,057	1,361	1,613	1,846	2,201
5. Vốn khác	173	207	215	186	175	253
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>13,879</b>	<b>15,892</b>	<b>17,256</b>	<b>17,995</b>	<b>18,662</b>	<b>20,945</b>

Chỉ số chính	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Định giá</b>					
EPS	5,470	5,084	4,114	3,861	5,560
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	22,070	22,822	27,051	30,945	36,906
P/E	6.0	6.2	8.0	8.5	5.9
P/B	1.5	1.4	1.2	1.1	0.9
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Biên lợi nhuận gộp	61%	70%	68%	69%	72%
Biên EBITDA	61%	76%	76%	79%	78%
Biên lợi nhuận sau thuế	36%	40%	38%	39%	44%
ROE	20%	17%	13%	10%	13%
ROA	7%	7%	6%	5%	7%
<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu	-24%	-3%	-9%	-8%	28%
Lợi nhuận trước thuế	7%	12%	-13%	-6%	44%
Lợi nhuận sau thuế	7%	9%	-13%	-6%	44%
EPS	-12%	-3%	-22%	-6%	44%
Tổng tài sản	15%	9%	4%	4%	12%
Vốn chủ sở hữu	36%	29%	19%	14%	19%
<b>Thanh khoản</b>					
Thanh toán hiện hành	0.96	1.31	1.64	1.97	2.20
Thanh toán nhanh	0.21	0.49	0.82	1.19	1.38
Nợ/tài sản	46%	41%	38%	35%	30%
Nợ/vốn chủ sở hữu	137%	102%	83%	70%	56%
Khả năng thanh toán lãi vay	5.12	4.28	3.95	4.03	5.85
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Vòng quay phải thu khách hàng	4.1	4.5	5.6	5.6	6.5
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	89 ngày	82 ngày	66 ngày	65 ngày	56 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	0.9	0.8	0.7	0.7	0.8
Thời gian tồn kho bình quân	391 ngày	471 ngày	505 ngày	523 ngày	455 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	3.5	4.2	4.7	4.6	5.3
Thời gian trả tiền bình quân	104 ngày	87 ngày	77 ngày	80 ngày	69 ngày

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
LCTT từ HĐ kinh doanh	1,057	1,402	1,779	1,777	2,119
LCTT từ HĐ đầu tư	-2,074	65	-210	-224	-237
LCTT từ HĐ tài chính	845	-199	-268	-273	-139
<b>LCTT trong kỳ</b>	<b>-172</b>	<b>1,268</b>	<b>1,302</b>	<b>1,280</b>	<b>1,743</b>
<b>Tiền/tương đương tiền đầu kỳ</b>	<b>438</b>	<b>230</b>	<b>1,498</b>	<b>2,800</b>	<b>4,080</b>
<b>Tiền/tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>266</b>	<b>1,498</b>	<b>2,800</b>	<b>4,080</b>	<b>5,823</b>

# CTCP Thế Giới Di Động (HOSE: MWG)

## MUA - Giá mục tiêu: 61,300 VND (+40%)

**Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu của MWG lên 61,300 đồng/cổ phiếu (+40% tăng giá, sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền). Các yếu tố thúc đẩy giá: (1) Động lực thúc đẩy doanh thu mảng điện tử – điện máy (ICT) qua mô hình supermini và Topzone, (2) Chuỗi Bách Hóa Xanh tối ưu hóa doanh thu trên mỗi cửa hàng, (3) Tìm kiếm cơ hội tăng trưởng thông qua các mô hình kinh doanh mới.**

### Luận điểm đầu tư

**Gia tăng doanh thu mảng Điện tử - Điện máy (ICT).** Trong tương lai, MWG đẩy mạnh tăng trưởng TGDD và ĐMX thông qua gia tăng, cạnh tranh thị phần, tập trung cải thiện doanh thu và giảm chi phí các cửa hàng cũ, làm việc với các nhà cung cấp để tăng lợi thế về độc quyền, đặc biệt là qua Topzone với các sản phẩm Apple.

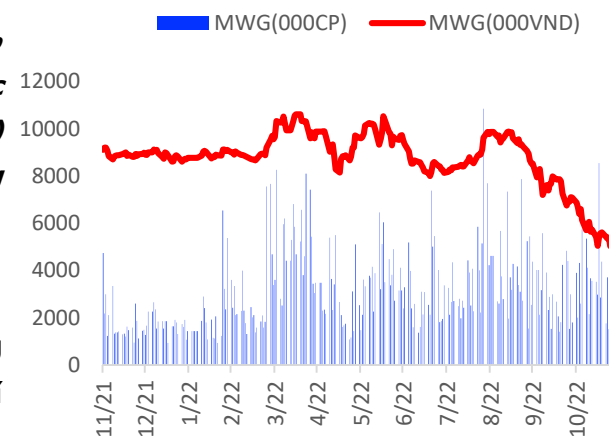
**Chuỗi Bách Hóa Xanh (BHX) tập trung tối ưu hóa doanh thu trên một cửa hàng,** hướng đến mục tiêu có lãi vào cuối năm 2023. Mảng bán lẻ tạp hóa tại Việt Nam chiếm tỉ trọng lớn nhất trong cấu trúc doanh số ngành bán lẻ, quy mô thị trường lên đến 80 tỷ USD, dư địa của chuỗi bán lẻ hiện đại như BHX là còn rất lớn.

**Tìm kiếm cơ hội tăng trưởng thông qua các mô hình kinh doanh mới.** MWG liên tục tìm các hướng đi mới nhằm giữ vững đà tăng trưởng. Trong những mảng kinh doanh thử nghiệm, AVA Kids đang có kết quả ban đầu khá khả quan. Với An Khang, MWG tạm thời dung mở rộng để tối ưu hóa và đánh giá lại mô hình hoạt động.

### Rủi ro đầu tư

Kinh tế Việt Nam phải đối mặt với các yếu tố gây nên áp lực lạm phát có thể ảnh hưởng đến sức mua của người tiêu dùng, đặc biệt là đối với mặt ICT. Bên cạnh đó, chuỗi BHX phục hồi không đúng theo dự tính cũng sẽ là một rủi ro cần chú ý.

### Biến động giá



	1T	3T	12T
MWG (%)	-17.05%	-42.16%	37.34%
VN-Index (%)	-0,41%	-18.78%	-30.49%

### Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (27/12/2022)	VND 43,800
Giá mục tiêu	VND 61,300
<b>Tăng/Giảm</b>	<b>40%</b>
Vốn hóa	62,925 tỷ VND 2,532 tỷ USD.
Biến động giá trong 52 tuần	VND 37,700 – VND 79,528
Giá trị giao dịch bình quân	210 tỷ VND 8.4 triệu USD
Sở hữu nước ngoài tối đa	49%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	49%

Chỉ tiêu	Đơn vị	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	<b>122.958</b>	<b>137.658</b>	<b>149.241</b>	<b>160.822</b>	<b>172.323</b>
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	27.632	28.674	31.692	34.926	38.158
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	%	<i>22,47%</i>	<i>20,83%</i>	<i>21,24%</i>	<i>21,72%</i>	<i>22,14%</i>
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay_EBIT	Tỷ đồng	5.895	5.709	8.270	9.922	11.033
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	6.472	6.215	8.903	10.518	11.662
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	4.901	4.836	6.926	8.183	9.073
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	6.897	3.302	4.729	5.588	6.195
<i>Tăng trưởng EPS</i>	%		<i>-52,13%</i>	<i>43,24%</i>	<i>18,15%</i>	<i>10,88%</i>
P/E	Lần	6,39	13,34	9,31	7,88	7,11
P/B	Lần	1,54	2,70	2,19	2,54	2,10
EV/EBITDA	Lần	13,32	27,53	20,71	17,80	0,00
ROE	%	24,05%	20,20%	23,56%	22,66%	20,75%
ROA	%	7,78%	7,82%	9,67%	10,17%	9,80%

# CTCP Thế Giới Di Động (HOSE: MWG)



**MUA - Giá mục tiêu: 61,300 VND (+40%)**

## Cập nhật kết quả kinh doanh

Năm 2022, MWG đặt mục tiêu doanh thu đạt 140.000 tỷ đồng, và LNST đạt 6.350 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 14% và 30% so với thực hiện năm 2021.

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2022, MWG ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất đạt 102.816 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 3.493 tỷ đồng, lần lượt tăng trưởng 18% và 4% so với cùng kỳ (svck). Công ty đã hoàn thành 73% kế hoạch doanh thu và 55% kế hoạch LNST cả năm.

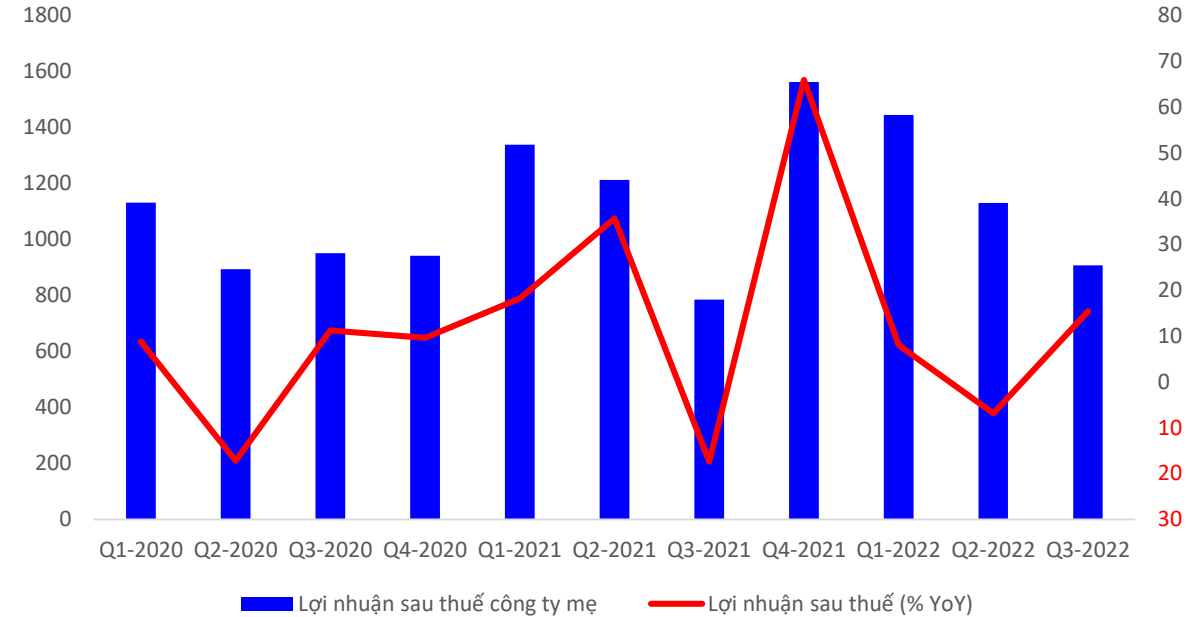
Thế giới di động (TGDD) – bao gồm Topzone và Điện Máy Xanh (DMX) đóng góp lần lượt là 27 nghìn tỷ và 54 nghìn tỉ đồng, chiếm 79% cơ cấu doanh thu MWG. Tổng doanh thu lũy kế của hai chuỗi này tăng 27% svck. Tính riêng trong quý 3 2022, hai chuỗi chủ lực này tăng trưởng 62% từ nền so sánh thấp của cùng kỳ năm trước.

BHX mang về 20 nghìn tỉ đồng, chiếm 19,4%. Lũy kế 9 tháng, doanh thu của BHX giảm 12%. Doanh số quý 3 giảm 23% từ mức đỉnh cùng kỳ năm trước, tuy nhiên vẫn là quý cao thứ 3 trong lịch sử hoạt động của chuỗi này.

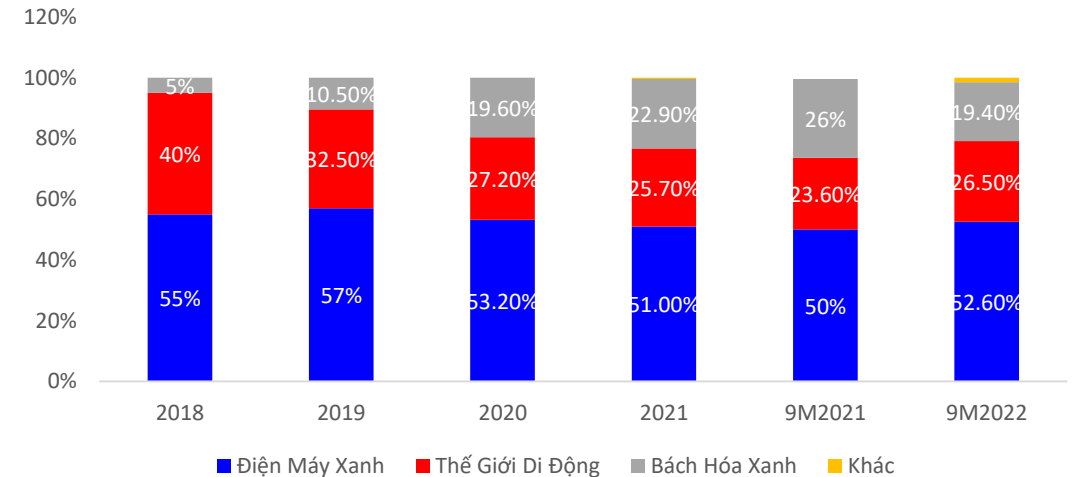
Với việc tiếp tục duy trì tăng trưởng hai chữ số, tỷ trọng đóng góp của chuỗi TGDD và DMX trong cơ cấu doanh thu của MWG tăng từ 50% và 23,6% cùng kỳ năm ngoái lên 52,6% và 26,5% trong 9M2022. Ở chiều ngược lại, tỷ trọng đóng góp của chuỗi BHX giảm từ 26% xuống còn 19,4% khi doanh thu chuỗi này có sự sụt giảm.

Cuối tháng 9/2022, MWG vận hành 5.689 cửa hàng, bao gồm 1.116 cửa hàng TGDD (gồm 71 cửa hàng Topzone), 2.246 cửa hàng DMX (gồm 1019 cửa hàng DMS), 1.727 cửa hàng BHX, 529 nhà thuốc An Khang, 71 cửa hàng AVAKids và 12 AVASport.

## Kết quả kinh doanh theo Quý



## Cơ cấu Doanh thu MWG



## MUA - Giá mục tiêu: 61,300 VND (+40%)

### Mục tiêu gia tăng doanh thu mảng Điện tử - Điện máy với chuỗi cửa hàng Supermini và Topzone.

Hiện tại MWG vẫn tập trung vào 2 chuỗi cốt lõi là Chuỗi Thế Giới Di Động (TGDD) và Điện Máy Xanh (ĐMX) khi 2 chuỗi này vẫn là trụ cột chính đóng góp 75% đến 80% doanh thu. Khi thị phần của MWG trong ngành hàng ICT đã đạt đến mức 50-60%, chạm mức bão hòa, BLD xác định rằng ĐMX Supermini và Topzone sẽ chủ yếu thúc đẩy tăng trưởng của mặt hàng này trong tương lai.

Trong 9M2022, hai chuỗi TGDD và ĐMX mang về lũy kế 81 nghìn tỷ đồng, tăng 27% svck. Tăng trưởng doanh thu ở các cửa hàng cũ cùng sự đóng góp của các cửa hàng mới (chủ yếu là DMS và Topzone) đã là động lực thúc đẩy doanh thu mảng ICT này. Tăng trưởng Doanh thu/CH lũy kế 9 tháng của 2 chuỗi này ghi nhận ở mức 16%.

Công ty chia sẻ rằng MWG đang tăng trưởng tốt hơn so với thị trường chung ở tất cả các ngành hàng, tiếp tục gia tăng thị phần tại tất cả các mặt hàng chính. Biên LNG quý 3 tăng nhẹ lên 23%, chủ yếu gia tăng nhờ tăng doanh thu đóng góp của ngành hàng gia dụng – chiếm khoảng 10% doanh thu của TGDD và ĐMX.

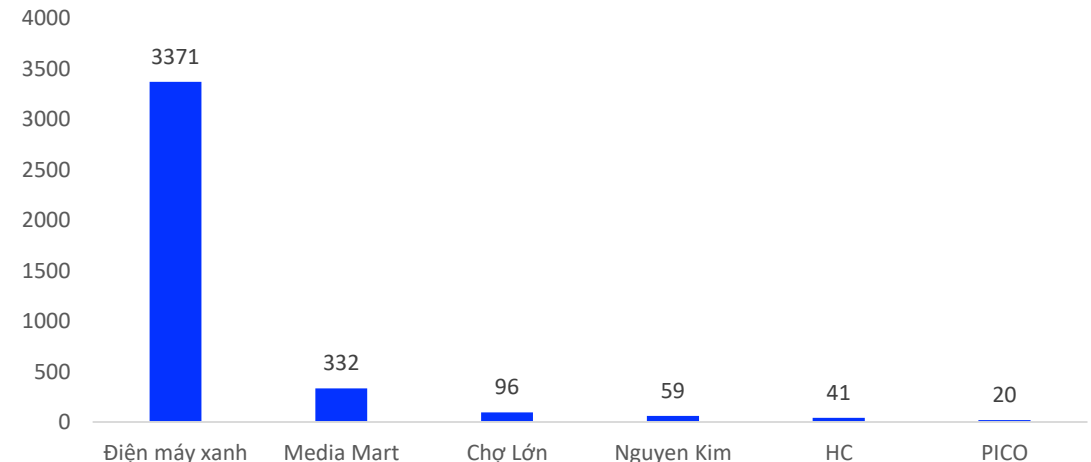
**Chuỗi ĐMX Supermini (DMS) góp phần gia tăng tỉ trọng và doanh thu cho MWG.** Mô hình cửa hàng này được định hướng dùng để tấn công các thị trường nhỏ, vùng xôi vùng xa, và đã mang về cho MWG những kết quả khả quan. Nhỏ gọn và bao phủ dày đặc là mục tiêu mà Điện Máy Xanh supermini hướng tới. DMS vẫn đang tiếp tục là nhân tố đem lại lợi nhuận và gia tăng thị phần của MWG. Trong vòng 12 tháng vừa qua, số cửa hàng DMS tiếp tục gia tăng đáng kể về số lượng, hiện chiếm 45% về số lượng cửa hàng của chuỗi Điện máy xanh, tăng 11% so với tỷ trọng 34% của Quý 3/2021.

Chuỗi ĐMX Supermini đã nhân rộng mạnh mẽ từ 300 cửa hàng và mức đóng góp 850 tỷ đồng năm 2020 lên 800 cửa hàng và doanh số 6.800 tỷ đồng năm 2021. Với 1034 điểm bán vào thời điểm cuối tháng 10/2022, ĐMX tiếp tục là nhân tố thúc đẩy cho chuỗi Điện Máy Xanh. Sau hơn hai năm mở rộng, MWG cũng nhận thấy những cơ hội để gia tăng doanh số từ việc nâng cấp các cửa hàng Supermini có doanh thu vượt trội lên mô hình ĐMX Mini hoặc chuyển từ TGDD sang DMS tại các khu vực có tiềm năng.

### Chuỗi Thế giới di động và Điện Máy Xanh

Diễn giải	Q1-2022	Q2-2022	Q3-2022
Tổng số cửa hàng cuối kỳ	3.091	3.198	3.362
Tăng trưởng tổng doanh thu svck	21%	12%	62%
Tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ	9%	3%	52%
Biên lợi nhuận gộp	22%	21%	23%
Tỷ trọng DT online	19%	15%	15%
Đóng góp của DMS	9%	10%	10%
Đóng góp của Topzone	2%	2%	2%

### Số cửa hàng của các hệ thống siêu thị Điện máy (Tính đến 24/11/2022)



# CTCP Thế Giới Di Động (HOSE: MWG)

## MUA - Giá mục tiêu: 61,300 VND (+40%)

**Hướng đến mục tiêu gia tăng thị phần và doanh thu Apple lên 1 tỷ USD bằng mô hình Topzone.** Từ cuối 2021, MWG đã thử nghiệm và triển khai mô hình cửa hàng Mono (cửa hàng chuyên biệt chỉ bán các sản phẩm của Apple). Đây là phiên bản cửa hàng nâng cao mà Việt Nam chưa có. Theo đánh giá của công ty, tập khách hàng của Apple thuộc phân khúc cao cấp với khả năng chi trả cao và thói quen liên tục cập nhật công nghệ mới là những tiềm năng lớn của thị trường này.

Apple cũng đã thể hiện sự quan tâm đến thị trường Việt Nam khi nâng mức ưu tiên của thị trường nước ta lên hạng 3 thay vì hạng 4-5 như trước, giúp người dùng có thể nhận được máy sớm chỉ sau 3 tuần so với các thị trường lớn như Mỹ, Singapore,... Điều này sẽ hạn chế hàng xách tay, hướng người tiêu dùng đến với các cửa hàng phân phối chính hãng.

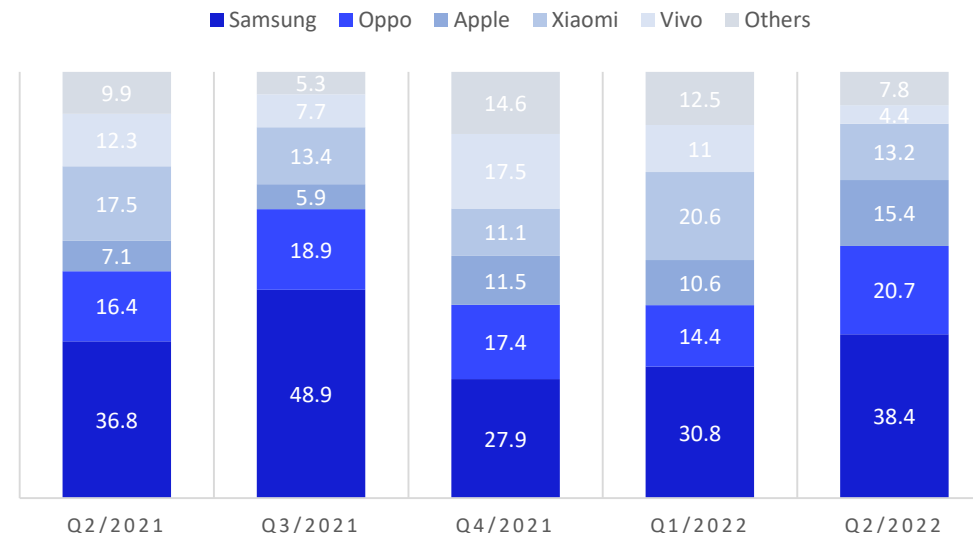
MWG cho rằng còn nhiều tiềm năng với các sản phẩm khác thuộc hệ sinh thái của Apple bên cạnh dòng điện thoại cao cấp. MWG cũng sẽ tập trung vào các dòng sản phẩm này, khi mà tại Việt Nam mới chỉ tập trung chủ yếu vào Iphone.

Sự ra mắt của Iphone 14 vào Tháng 9 vừa qua dự kiến đóng góp doanh thu cho Topzone vào quý cuối cùng của năm. Iphone 14 thúc đẩy tăng trưởng 150% svck, tuy nhiên BLD chia sẻ có thể làm tốt hơn nữa nếu chuỗi cung ứng không gặp khó khăn do căng thẳng tại các nhà máy của Iphone tại Trung Quốc.

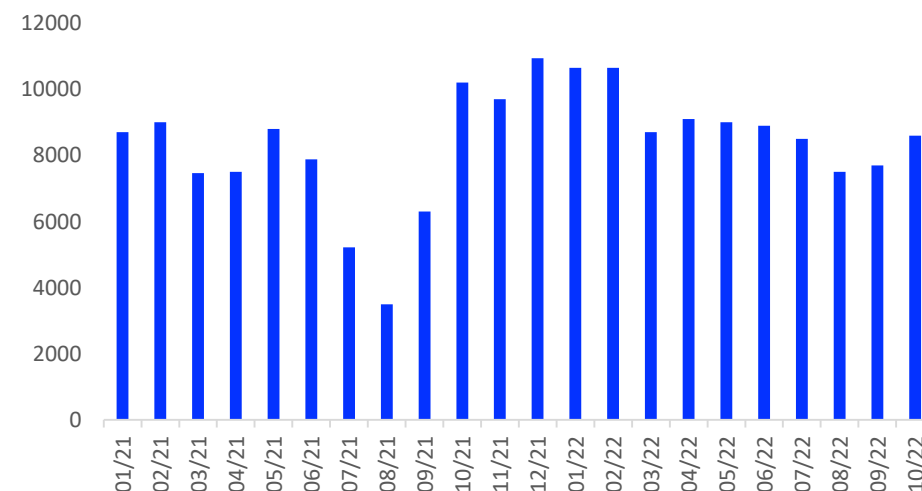
Trong tương lai, MWG đẩy mạnh tăng trưởng TGDD và ĐMX thông qua gia tăng, cạnh tranh thị phần, tập trung cải thiện doanh thu và giảm chi phí các cửa hàng cũ, làm việc với các nhà cung cấp để tăng lợi thế về độc quyền, đặc biệt là qua Topzone với các sản phẩm Apple.

Triển vọng ngành ICT trong 2023 theo MWG là không lạc quan, không có nhiều tăng trưởng khi sức mua giảm sút, đặc biệt là trong 6T2023. Chính vì vậy, TGDD và Điện máy xanh hiện không có kế hoạch mở mới trong giai đoạn từ nay đến giữa 2023 trong bối cảnh số lượng cửa hàng của hai chuỗi này cũng đã lớn.

### Thị phần di động tại Việt Nam (Q2/2022)



### Doanh thu TGDD và ĐMX theo tháng (tỷ đồng)



# CTCP Thế Giới Di Động (HOSE: MWG)

**MUA - Giá mục tiêu: 61,300 VND (+40%)**

**Tối ưu hóa Bách Hóa Xanh, hướng đến mục tiêu có lợi nhuận vào 2023**

**Mảng bán lẻ tạp hóa tại Việt Nam chiếm tỉ trọng lớn nhất trong cấu trúc doanh số ngành bán lẻ**, quy mô thị trường lên đến 80 tỷ USD. Tuy nhiên, phần doanh thu lớn nhất vẫn thuộc về các chợ truyền thống, tiệm tạp hóa. Lĩnh vực này còn rất nhiều dư địa tăng trưởng khi tỷ lệ bao phủ của bán lẻ hiện đại tại Việt Nam thấp hơn nhiều nước trong khu vực, chỉ đạt 25% tổng mức bán lẻ. Trong khi đó, tỷ lệ này tại Philippines là 33%, Thái Lan là 34%, Malaysia 60%, Singapore là 90%,...

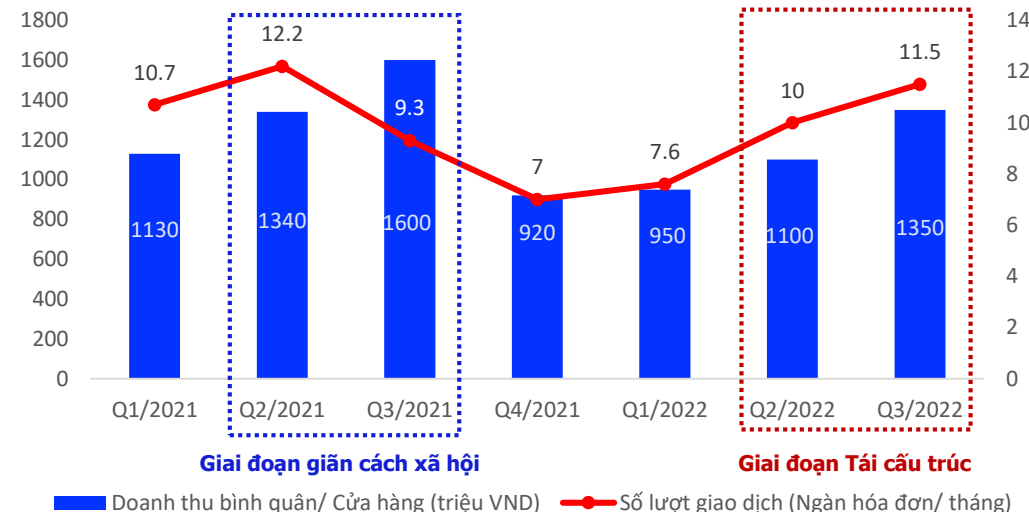
BHX đã kết thúc quá trình thay đổi layout mới và đóng những cửa hàng không hiệu quả. Trong quý 3, dù số lượng cửa hàng giảm do tái cấu trúc, tổng doanh thu toàn chuỗi BHX đã tăng 5% và doanh thu bình quân đạt 1.35 tỷ/CH (+20% so với Q2). Số lượt giao dịch cũng được khôi phục so với mức cao của Quý 2 2021. Đến tháng 10, BHX đã ghi nhận mức hòa vốn EBITDA ở cấp độ công ty khi chuỗi này đã ghi nhận mức lợi nhuận trực tiếp (đã bao gồm khấu hao) ở cấp độ cửa hàng dương và cao nhất kể từ đầu năm. Có thể thấy, nỗ lực tái cấu trúc đã bắt đầu có hiệu quả, chi phí phát sinh khi đóng cửa hàng rơi vào khoảng 500 tỷ đồng đã được hạch toán đầy đủ vào Quý 2 và Quý 3 và sẽ không ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh từ Tháng 10.

Hiện tại, các cửa hàng của BHX đã có những thay đổi đáng kể so với thời điểm cuối năm 2021. Trải nghiệm của khách hàng được cải thiện, BLD tự tin về trải nghiệm của người mua sắm so với các siêu thị lớn. Khách hàng mục tiêu không chỉ còn là người mua tại các chợ truyền thống mà còn từ cả các siêu thị chuyển qua mua hàng tại BHX.

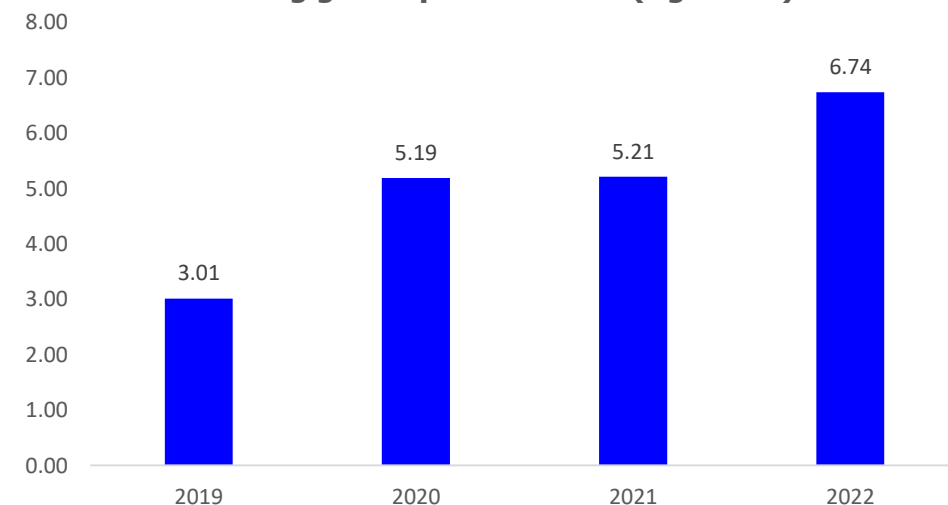
Định hướng gia tăng doanh thu của BHX năm 2023 sẽ đến từ việc gia tăng khách hàng mới. Bên cạnh đó, các chương trình khuyến mãi vẫn được triển khai. Những chương trình này đến từ sự phối hợp và hợp tác của MWG với các nhãn hàng. Bên cạnh đó, MWG sẽ tập trung vào việc tối ưu hóa chuỗi logistics của BHX sau thời gian dài tập trung vào hàng hóa, giá cả và nhân viên. Nếu doanh thu/cửa hàng tăng lên và đạt 1,5– 1,6 tỷ/CH với BLNG đạt 22%, BHX sẽ về đích và có lời. BLD cũng tự tin vào khả năng có lời của BHX vào quý 4 năm sau trừ khi có tình hình xấu đi đột biến về các yếu tố bên ngoài.

Trong thời gian tới, MWG sẽ tập trung vào mô hình 150-200 mét vuông (Hiện tại đang là 100m<sup>2</sup>). Bên cạnh đó, MWG cũng tập trung vào khu dân cư đông đúc, các khu nhà trọ và KCN. BLD không đặt tiêu chí về số lượng cửa hàng, mục tiêu mở shop nào thì shop đó sẽ mang lại lợi nhuận.

**Doanh thu và Số lượt giao dịch tại BHX có sự cải thiện sau giai đoạn tái cấu trúc**



**Số lượng cửa hàng tiện lợi tại Việt Nam tăng gấp đôi trong giai đoạn 2019-2022 (Nghìn CH)**



## MUA - Giá mục tiêu: 61,300 VND (+40%)

### Tìm kiếm cơ hội tăng trưởng thông qua các mô hình kinh doanh mới

Ngoài BHX, MWG bắt đầu mở rộng và thử nghiệm các mô hình mới để khai phá thêm các lĩnh vực khác, vùng đất màu mỡ khác nhằm giữ vững đà tăng trưởng của tập đoàn trong những năm tiếp theo. MWG lựa chọn những ngành nghề thiết yếu với quy mô thị trường lớn để thử nghiệm và khai thác, với mô hình AVA và chuỗi nhà thuốc An Khang.

Bên cạnh đó, MWG cũng đạt kết quả kinh doanh khả quan với chuỗi nhà thuốc An Khang. Cũng giống như thị trường Mẹ và Bé, quy mô của ngành dược hiện rơi vào khoảng 7-8 tỷ USD, và có đến 60 nghìn hàng thuốc truyền thống trong khi cửa hàng theo chuỗi còn ít. Dư địa ngành là còn lớn, MWG hiện đang rà soát và điều chỉnh về nhận diện của An Khang với mục tiêu tăng tốc trong thời gian tới, hướng đến mục tiêu Top 3 doanh số mảng dược.

Chuỗi An Khang tính đến cuối T9 có 529 nhà thuốc, các nhà thuốc hoạt động ổn định từ tối thiểu 6 tháng có doanh thu từ 400-500 triệu đồng/tháng, nhà thuốc mới khai trương trong vòng 6 tháng doanh thu 300-350 triệu đồng/tháng. Dù hướng đến mục tiêu mở rộng 800 cửa hàng trong 2022, MWG đã quyết định dừng mở rộng lại vào Quý 3 khi môi trường vĩ mô không thuận lợi. Đây cũng là cơ hội để MWG đi chậm lại để tối ưu hóa và đánh giá lại mô hình của An Khang.

Trong 2023, An Khang sẽ được mở rộng vào thời điểm phù hợp và thận trọng trên cơ sở có lãi. Với doanh thu trung bình từ 450-500 triệu đồng/CH và duy trì BLNG khoảng 22%, An Khang được dự tính sẽ vượt mức hòa vốn và thậm chí là có lãi. An Khang sẽ mở ở khu trung tâm đông đúc, tuyến đường tier 2 (các trục đường dân sinh) để đảm bảo lượng khách hàng.

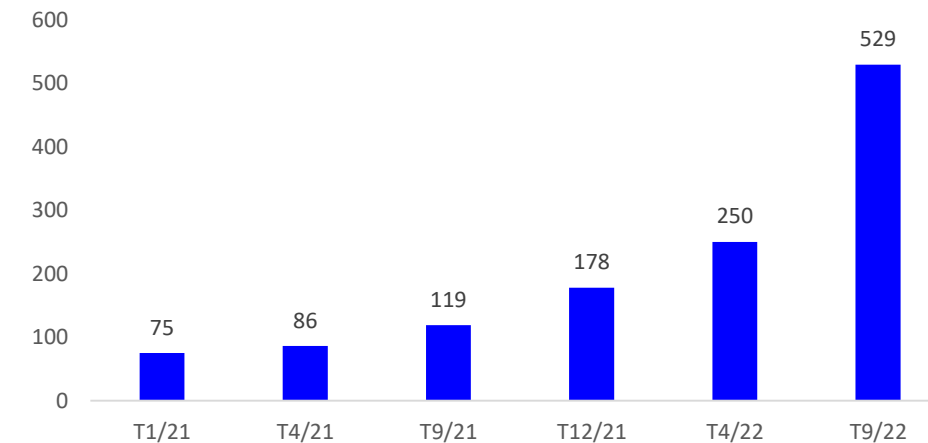
### Dự phóng và Định giá

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh năm 2022 với doanh thu đạt 137.658 nghìn tỷ đồng (+12% svck) và LNST đạt 4.836 tỷ đồng (-2% svck) khi hoạt động kinh doanh của MWG đi chậm lại vào những tháng cuối năm và bị ảnh hưởng bởi đợt tái cơ cấu chuỗi Bách Hóa Xanh.

Lạm phát kéo dài sẽ làm ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng doanh thu của mặt hàng ICT, tuy nhiên với kỳ vọng vào mảng BHX sẽ bắt đầu cải thiện và sinh lời, cùng với việc chi phí phát sinh khi đóng cửa hàng đã được hạch toán hết, chúng tôi dự phóng Doanh thu và LNST năm 2022 của MWG sẽ lần lượt đạt 149.241 tỷ đồng và 6.926 tỷ đồng.

Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu của MWG lên 61.300 đồng/cổ phiếu (+40% tăng giá, sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền).

Số của hàng của An Khang tăng trưởng mạnh mẽ từ Q4/2021



Kết quả kinh doanh	2022F	2023F
Doanh thu thuần	137.658	149.241
Tăng trưởng	12%	8%
LNST	4.836	6.926
Tăng trưởng	-2%	43%



# CTCP Thế Giới Di Động (HOSE: MWG)



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	Hệ số tài chính	2021	2022F	2023F	2024F	2024F
Doanh thu	122.958	137.658	149.241	160.822	172.323	<b>Hệ số hiệu quả</b>					
Giá vốn hàng bán	95.326	108.985	117.549	125.895	134.166	Biên lợi nhuận gộp	22,5%	20,8%	21,2%	21,7%	22,1%
Lợi nhuận gộp	27.632	28.674	31.692	34.926	38.158	EBITDA Margin	7,2%	5,7%	7,1%	7,6%	0,0%
Doanh thu tài chính	1.288	1.308	1.448	1.480	1.585	Biên lợi nhuận ròng	4,0%	3,5%	4,6%	5,1%	5,3%
Chi phí tài chính	715	822	837	908	982	ROE	24,1%	20,2%	23,6%	22,7%	20,8%
Chi phí bán hàng	17.914	18.897	19.016	20.262	22.049	ROA	7,8%	7,8%	9,7%	10,2%	9,8%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	3.823	4.068	4.406	4.743	5.076	<b>Hệ số tăng trưởng</b>					
Lợi nhuận thuần hđ kinh doanh	5.895	5.709	8.270	9.922	11.033	Tăng trưởng doanh thu	13,3%	12,0%	8,4%	7,8%	7,2%
Lợi nhuận trước thuế	6.472	6.215	8.903	10.518	11.662	Tăng trưởng LNTT	19,6%	-4,0%	43,2%	18,1%	10,9%
Lợi nhuận sau thuế	4.901	4.836	6.926	8.183	9.073	Tăng trưởng LNST	25,0%	-1,3%	43,2%	18,1%	10,9%
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	4.901	4.836	6.926	8.183	9.073	Tăng trưởng EPS	0,0%	-52,1%	43,2%	18,1%	10,9%
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	11,8	13,8	16,7	20,1	23,8	<b>Hệ số thanh khoản</b>					
<b>Tài sản- Nguồn vốn (tỷ đồng)</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	Hệ số thanh toán hiện hành	1,22x	1,33x	1,39x	1,51x	1,62x
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>51.955</b>	<b>50.347</b>	<b>58.727</b>	<b>66.837</b>	<b>79.257</b>	Hệ số thanh toán nhanh	0,51x	0,46x	0,48x	0,57x	0,68x
Tiền tương đương tiền	4.142	2.933	1.983	5.676	9.813	Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,68x	0,61x	0,59x	0,55x	0,53x
Đầu tư tài chính ngắn hạn	14.237	12.101	15.126	16.034	19.241	Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	2,09x	1,58x	1,44x	1,23x	1,12x
Khoản phải thu ngắn hạn	3.162	2.445	2.985	3.740	4.008	Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	8,25x	6,95x	9,88x	10,93x	11,23x
Hàng tồn kho	29.167	31.252	36.881	39.500	44.173	<b>Hệ số định giá</b>					
Tài sản ngắn hạn khác	1.247	1.616	1.752	1.887	2.022	EPS (VND)	6.897	3.302	4.729	5.588	6.195
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>11.016</b>	<b>11.490</b>	<b>12.885</b>	<b>13.617</b>	<b>13.310</b>	BVPS (VND)	28.578	16.344	20.073	24.661	29.856
Tài sản cố định hữu hình	9.567	10.094	11.427	12.096	11.724						
Tài sản cố định vô hình	80	78	78	77	77						
Khoản phải thu dài hạn	482	505	547	590	632						
Tài sản dài hạn khác	439	381	413	445	477						
<b>Tổng tài sản</b>	<b>62.971</b>	<b>61.838</b>	<b>71.611</b>	<b>80.454</b>	<b>92.567</b>						
<b>Nợ phải trả</b>	<b>42.593</b>	<b>37.902</b>	<b>42.214</b>	<b>44.337</b>	<b>48.842</b>						
<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>	<b>42.593</b>	<b>37.896</b>	<b>42.208</b>	<b>44.331</b>	<b>48.842</b>						
Phải trả người bán ngắn hạn	12.180	10.898	11.755	12.590	13.417						
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	24.647	22.310	25.399	26.323	29.646						
Phải trả ngắn hạn khác	4.537	3.589	3.871	4.146	4.418						
<b>Nợ phải trả dài hạn</b>	<b>-</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>-</b>						
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	-	6	6	6	-						
Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-	-						
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>20.378</b>	<b>23.936</b>	<b>29.398</b>	<b>36.116</b>	<b>43.725</b>						
Vốn góp của chủ sở hữu	7.131	14.645	14.645	14.645	14.645						
Thặng dư vốn cổ phần	558	558	558	558	558						
Cổ phiếu quỹ	(2,32)	(2,32)	(2,32)	(2,32)	(2,32)						
Quỹ đầu tư phát triển	5,39	-	-	-	-						
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	12.675	8.721	14.180	20.895	28.500						
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	12	14	17	20	24						
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>62.971</b>	<b>61.838</b>	<b>71.611</b>	<b>80.454</b>	<b>92.567</b>						

Nguồn: MBS Research

## MUA— Giá mục tiêu: 27,100 VND

### Khuyến nghị

**Cập nhật kết quả kinh doanh quý 3 năm 2022 và đánh giá triển vọng cả năm 2022 và các năm tiếp theo, Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cổ phiếu PC1 với giá mục tiêu 12 tháng tới là 27,100 đồng.**

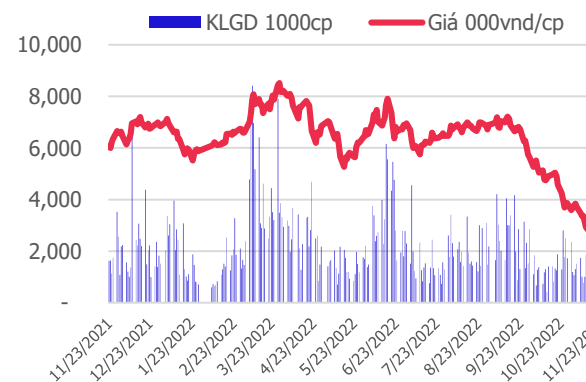
### Thông tin cập nhật

- **Doanh thu quý 3 đạt 3,006 tỷ đồng, bằng 96% cùng kỳ 2021**, lợi nhuận trước thuế đạt 47 tỷ đồng, giảm mạnh 75% so với cùng kỳ năm trước do chi phí tài chính tăng mạnh 219% lên 265 tỷ đồng. Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu và lợi nhuận trước thuế đạt 5,995 tỷ đồng và 303 tỷ đồng, bằng 78% và 44% cùng kỳ năm trước. Doanh thu suy giảm do hoạt động xây lắp chiếm tỷ trọng lớn giảm mạnh 40% so cùng kỳ 2021. Lợi nhuận giảm do doanh thu giảm và chi phí tài chính tăng mạnh 173% trong kỳ.
- **Sản xuất điện là động lực tăng trưởng doanh thu trong 9 tháng đầu năm**: Doanh thu sản xuất điện 9 tháng đầu năm đạt 1,243 tỷ đồng, tăng mạnh 148% cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận gộp sản xuất điện đạt 677 tỷ đồng, tăng mạnh 154% và chiếm 62% tổng lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận gộp sản xuất điện đạt 54.5%.
- **Lĩnh vực xây lắp điện, đầu tư dự án bất động sản không đạt được kế hoạch**: Công ty cho biết do Quy hoạch điện 8 chậm được phê duyệt, các dự án năng lượng tái tạo chưa có giá điện mới nên hoạt động xây lắp bị chậm lại, khả năng doanh thu cả năm chỉ đạt 5,048 tỷ đồng, đạt 86% kế hoạch. Hoạt động phát triển bất động sản cũng bị chậm tiến độ, dự án tại Gia Lâm dự kiến có phê duyệt đầu tư từ tháng 11.2022.
- **Biến động tỷ giá làm chi phí tài chính tăng mạnh 173% lên 601 tỷ đồng**: Trong kỳ ngoài chi phí lãi vay tăng 88% lên 411 tỷ đồng, công ty cũng chịu chi phí biến động tỷ giá với 179 tỷ đồng.
- **Dự án khai thác khoáng sản Nickel đảm tiến độ đầu tư**: Giá trị đầu tư vào dự án đến tháng 9 năm 2022 đạt 1,359 tỷ đồng, hoàn thành 81% kế hoạch. Dự kiến nhà máy sẽ hoàn thành và chạy thử trong quý 4.2022 và sẽ có sản phẩm thương mại từ đầu năm 2023.

### Triển vọng kinh doanh trong 2023

- **Triển vọng kinh doanh của công ty năm 2023 cơ bản sẽ sáng sủa hơn bởi**: 1) hoạt động xây lắp điện dự kiến sẽ sôi động trở lại nhờ Quy hoạch điện 8 sớm được phê duyệt, có giá điện mới cho các dự án năng lượng tái tạo; 2) Các dự án bất động sản chuyển tiếp được phê duyệt thực hiện từ cuối 2022; 3) Nhà máy khai thác và chế biến quặng Nickel đi vào hoạt động thương mại từ đầu năm 2023.
- **Dự báo doanh thu năm 2023 đạt khoảng 11.500 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 810 tỷ đồng, lần lượt tăng 28% và 93% so với 2022.**

### Giao dịch cổ phiếu PC1



	1M	3M	12M
<b>PC1</b>	-24.5%	-54.1%	-47.0%
<b>VN-Index</b>	-3.3%	-25.3%	-34.8%

Giá hiện tại 27/12/2022	19,850 VND
Giá mục tiêu 12 tháng	27,100 VND
Upside (%)	36.5%
Bloomberg	PC1 VN
Giá trị vốn hóa	4,624 tỷ VND
Biến động giá 52 tuần (VND)	12,650-42,570
KLGD BQ (000cp/ngày)	2,213
Giá trị GDBQ ngày (tỷ VND)	73.5
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Tỷ lệ SHNN hiện tại (%)	5.4%

Chỉ tiêu	Đơn vị	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	9,828	8,950	11,498	13,271	15,797
Tăng trưởng doanh thu	%	47.1%	-8.9%	28.5%	15.4%	19.0%
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	1,155	1,561	1,833	2,070	2,550
Biên lợi nhuận gộp	%	11.8%	17.4%	15.9%	15.6%	16.1%
EBIT	Tỷ đồng	1,255	1,363	1,518	1,759	2,201
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	896	418	807	1,075	1,582
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	764	367	710	925	1,297
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	695	348	481	606	968
Tăng trưởng EPS	%	9.9%	-56.5%	38.3%	26.0%	59.7%
Cổ tức mỗi cổ phần	Đồng	-	-	500	1,000	1,000
Lợi tức cổ phần	%	0.0%	0.0%	2.9%	5.9%	5.9%
P/E	Lần	5.8	13.2	9.6	7.6	4.8
P/B	Lần	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	Lần	6.9	5.5	4.8	4.2	3.3
ROE	%	9.7%	4.5%	7.9%	9.3%	11.6%
ROA	%	4.1%	1.8%	3.2%	4.2%	5.7%

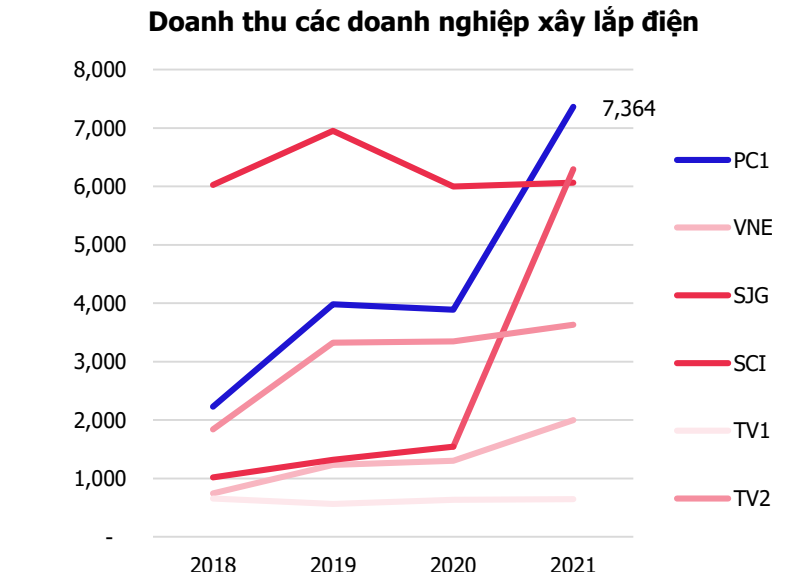
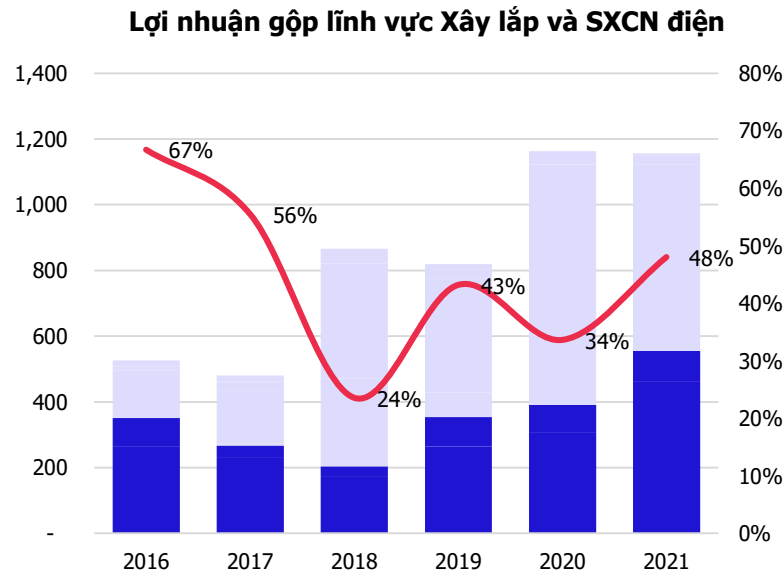
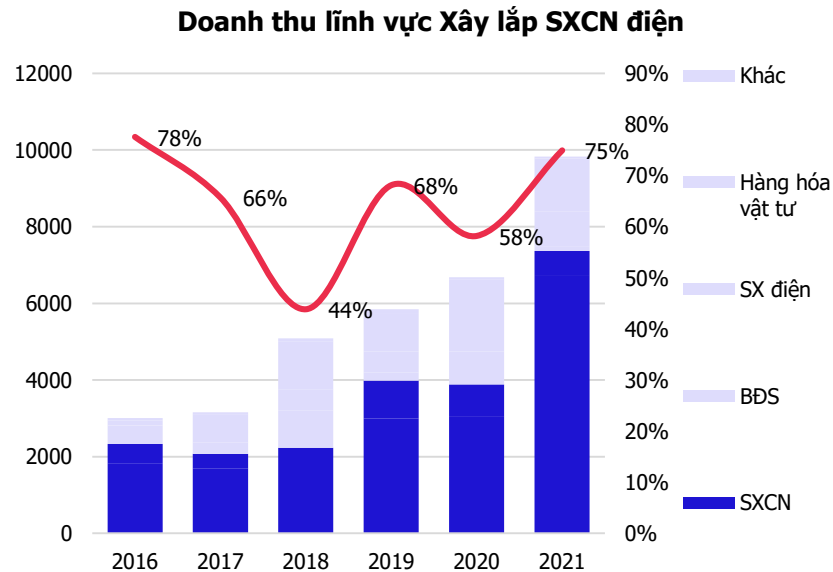
Nguồn: Bloomberg, PC1, TTNC MBS tổng hợp và dự báo

## Hoạt động tổng thầu xây lắp điện và sản xuất công nghiệp

Trong 9 tháng đầu năm, doanh thu hoạt động xây lắp đạt 3,367 tỷ đồng, giảm 40% so với cùng kỳ năm trước và đạt 57% kế hoạch cả năm. Sản lượng thực hiện đạt 4,166 tỷ đồng, giảm 33% so với cùng kỳ và đạt 63% kế hoạch năm. Công ty giải thích do các dự án năng lượng tái tạo cùng kỳ năm trước thực hiện rất lớn để được hưởng giá điện ưu đãi trước 31/10/2021. Bên cạnh đó Quy hoạch điện VIII chưa được phê duyệt, các dự án điện chuyển tiếp chưa có giá điện mới nên tiến độ đầu tư chậm. Doanh thu cả năm 2022 dự kiến đạt 5,048 tỷ đồng, bằng 75% của năm 2021 và đạt 86% kế hoạch đặt ra.

Giá trị hợp đồng ký mới đến hết tháng 10.2022 đạt 8,047 tỷ đồng, cùng với giá trị hợp đồng chuyển tiếp từ 2021, giá trị backlog chuyển sang năm 2023 là khoảng 5,000 tỷ đồng. Trong thời gian tới công ty tiếp tục tìm kiếm các dự án đầu tư mới trong và ngoài nước, mở rộng các lĩnh vực và sản phẩm mới (dự báo công suất, OCC, BESS, hệ thống thi công cáp ngầm biển...)

Lĩnh vực sản xuất công nghiệp đạt 558 tỷ đồng doanh thu, tăng 77% so với cùng kỳ và đạt 64% kế hoạch cả năm. Dự kiến doanh thu cả năm đạt 850 tỷ đồng, tăng 31% so với 2021 và hoàn thành 97%. Giá trị hợp đồng mới cả năm dự kiến đạt 687 tỷ đồng, đạt 87% kế hoạch cả năm, công ty tiếp tục phát triển tìm kiếm các hợp đồng tại các thị trường mới đi Nhật Bản, Hàn Quốc, Lào...



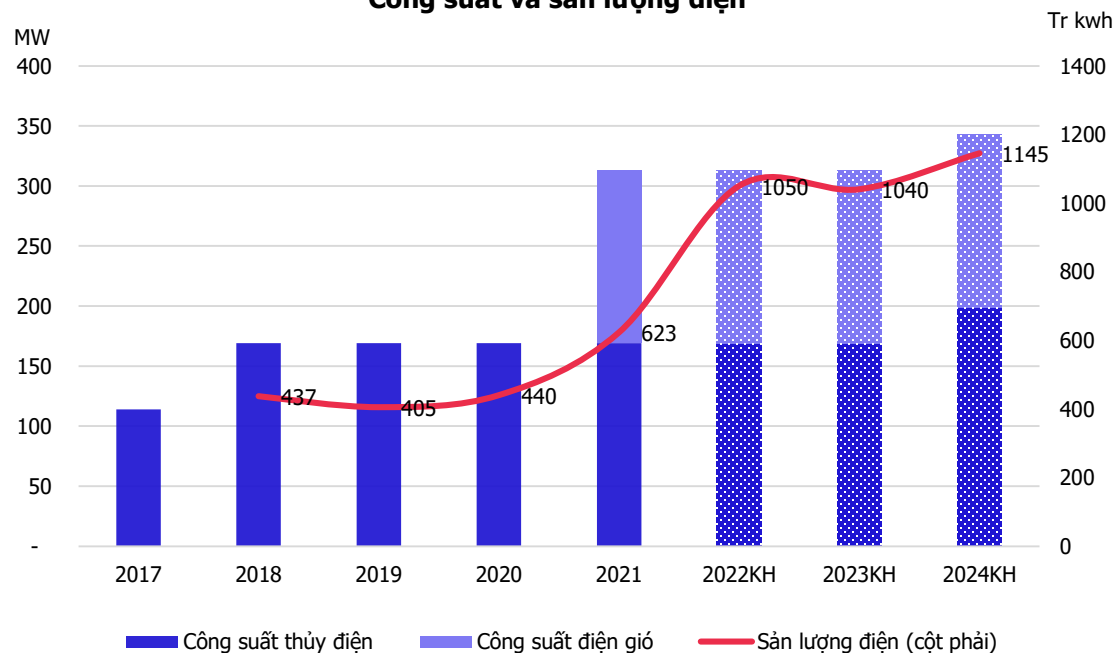
## Lĩnh vực sản xuất điện là động lực đóng góp vào tăng trưởng kết quả kinh doanh trong năm 2022

Sản lượng điện trong quý 3 đạt 317 triệu kwh, lũy kế 9 tháng đầu năm đạt 831 triệu kwh, tăng mạnh 122% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó sản lượng thủy điện đạt 564 triệu kwh, tăng 51% và hoàn thành 96% kế hoạch cả năm. Sản lượng điện gió đạt 267 triệu kwh trong khi cùng kỳ năm trước chưa có. Trong quý 3, sản lượng điện gió chỉ đạt 49 triệu kwh so với mức 218 triệu của 6 tháng đầu năm, theo trao đổi từ công ty, quý 3 là thấp điểm của điện gió và công ty cũng thực hiện bảo dưỡng định kỳ các tuabin gió trong kỳ. Tổng sản lượng điện cả năm vẫn vượt kế hoạch 1,047 triệu kwh do sản lượng thủy điện tốt.

Doanh thu bán điện trong quý 3 đạt 192 tỷ đồng, tăng 59% so với cùng kỳ nhưng giảm 31% so với quý 2 do sản lượng điện gió đạt thấp khi công ty thực hiện bảo trì các tuabin gió. Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu sản xuất điện đạt 1,244 tỷ đồng, tăng 148% so với cùng kỳ 2021. Lợi nhuận gộp sản xuất điện quý 3 đạt 129 tỷ đồng, tăng 17% so với cùng kỳ, lũy kế 9 tháng đầu năm đạt 678 tỷ đồng, tăng 154%, biên lợi nhuận gộp đạt 54.5% so với mức 53.2% cùng kỳ 2021.

Chi phí tài chính cho các dự án điện trong kỳ tăng mạnh một phần do biến động tỷ giá trong kỳ, riêng trong quý 3, chi phí biến động tỷ giá là 101 tỷ đồng, lũy kế 9 tháng là 179 tỷ, công ty đang có dự nợ dài hạn giá trị 173 triệu USD cho 3 nhà máy điện gió.

### Công suất và sản lượng điện



### Các nhà máy điện

Dự án Điện	Địa điểm	Thời gian thực hiện	Tổng vốn đầu tư	Công suất	Sản lượng thiết kế	Giá bán điện
<b>I. Dự án đang vận hành</b>						
<b>Thủy điện</b>				<b>169</b>	<b>720</b>	
- Trung Thu	Điện Biên	2013-2016	910	30	113	Biểu giá chi phí tránh được, quy định hàng năm
- Bảo Lâm 1	Cao Bằng	2014-2017	767	30	104	
- Bảo Lâm 3	Cao Bằng	2015-2017	890	46	173	
- Bảo Lâm 3A	Cao Bằng	2016-2017	330	8	30	
- Mông Ân	Cao Bằng	2017-2020	916	30	104	
- Bảo Lạc B	Cao Bằng	2018-2020	559	18	72	
- Sông Nhiêm 4	Hà Giang	2018-2020	228	7	24	
<b>Điện gió</b>				<b>144</b>	<b>495</b>	
- Liên Lập	Quảng Trị	2019-2021	1921	48	145	8.5 cent/kwh trong 20 năm
- Phong Huy	Quảng Trị	2020-2021	1921	48	177	
- Phong Nguyên	Quảng Trị	2020-2021	1921	48	173	
<b>II. Dự án chuẩn bị đầu tư</b>						
<b>Thủy điện</b>				<b>81</b>		
- Thủy điện Bảo Lạc A	Cao Bằng	2021-2023	1080	30	104	
- Thủy điện Thượng Hà	Cao Bằng	2023-2025	481	13	40	
- Nậm Pô 5A	Điện Biên	2023-2025	760	20	57	
- Nậm Pô 5B	Điện Biên	2023-2025	684	18	52	
<b>III. Chiến lược phát triển Nhà máy điện mới</b>						
- Các nhà máy NLTT		Đến 2025		350		
- Điện gió ngoài khơi		Đến 2035		1000		

## Từ năm 2023 trở đi lĩnh vực bất động sản quay trở lại đóng góp vào kết quả kinh doanh với dự án PCC1 Vinh Hưng và PCC1 Thăng Long

Hai dự án thấp tầng là Định Công và Yên Thường tại Hà Nội đã không kịp thực hiện đầu tư và kinh doanh trong năm 2022, sẽ được chuyển tiếp sang 2023. Đây là 2 dự án có quy mô doanh thu khoảng 1.200 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế dự kiến là khoảng 300 tỷ đồng.

Các dự án có quy mô lớn hơn là dự án PCC1 Vinh Hưng và PCC1 Thăng Long tiếp tục hoàn thiện thủ tục pháp lý để có thể thực hiện đầu tư trong năm 2023 và dự kiến sẽ mang lại kết quả kinh doanh trong giai đoạn 2024-2025.

Trong chiến lược phát triển lĩnh vực bất động sản, công ty sẽ tiếp tục tìm kiếm các cơ hội đầu tư dự án bất động sản với các dự án có quy mô lớn hơn, diện tích từ 1-50ha, giá trị đầu tư từ 1,000-10,000 tỷ đồng trong giai đoạn 2020-2025

### Dự án Bất động sản

Nội dung	Dự án PCC1 Vinh Hưng- Hoàng Mai	Dự án PCC1 Thăng Long
<b>Vị trí</b>	Số 321 Vinh Hưng- Vinh Hưng- Hoàng Mai- Hà Nội	Tân Xuân- Bắc Từ Liêm- Hà Nội
<b>Quy mô</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Diện tích đất: 5.160m<sup>2</sup></li> <li>- 02 block nhà cao 27 tầng 3 hầm</li> <li>- Công trình nhà dịch vụ thấp 05 tầng</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Diện tích đất: &gt;20.000 m<sup>2</sup></li> <li>- 02 block nhà cao 27 tầng 3 hầm, (400 căn)</li> <li>- Công trình dịch vụ thấp 05 tầng</li> </ul>
<b>Phân khúc sản phẩm</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sản phẩm hỗn hợp gồm căn hộ chung cư, Văn phòng, Thương mại, nhà thấp tầng</li> <li>- Phân khúc Trung cấp</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sản phẩm hỗn hợp gồm căn hộ chung cư, Văn phòng, Thương mại, nhà liền kề thấp tầng</li> <li>- Phân khúc Cao cấp</li> </ul>
<b>Tiến độ thực hiện</b>	- Giai đoạn 2021-2024	- Giai đoạn 2022- 2024

## Bất động sản Khu Công nghiệp- Logistic

Trong năm 2022, công ty đã gia tăng đầu tư lên 1,110 tỷ đồng để sở hữu 30.08% vốn điều lệ của Cổ phần của CTPC Western Pacific (WP). Công ty WP là doanh nghiệp phát triển bất động sản Khu công nghiệp và Logistic, hiện tại công ty đang thực hiện các dự án đầu tư Khu Công nghiệp tại Bắc Ninh và Hà Nam.

Dự án Khu công nghiệp Yên Phong 2A hiện đang được đầu tư cơ sở hạ tầng, tổng giá trị đầu tư dự kiến khoảng 1.700 tỷ đồng, sẽ được thực hiện đồng bộ và dự kiến đi vào kinh doanh từ giữa năm 2023. Hiện nay đã có các nhà đầu tư quan tâm thuê đất với giá cho thuê từ 130 usd/m<sup>2</sup>/kỳ cho thuê.

Trong tháng 7.2022 quyết định mua lại 100% vốn tại Nomura Asia Investment (Vietnam) Pte.Ltd (NAIV), công ty sở hữu 70% vốn công ty Công nghiệp Nomura Hải Phòng. Đến tháng đầu tháng 11, công ty đã hoàn thành các thủ tục bàn giao và sở hữu công ty. Dự kiến sẽ đóng góp trên 600 tỷ doanh thu mỗi năm từ các dịch vụ quản lý, cung cấp điện nước và xử lý nước thải.

### Bất động sản Khu Công nghiệp

Nội dung	Khu Công nghiệp Yên Phong 2A	Cụm Công nghiệp Hà Nam
<b>Vị trí</b>	Yên Phong- Bắc Ninh	Hà Nam
<b>Quy mô</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Diện tích quy hoạch: 155ha</li> <li>- Diện tích đất cho thuê: ~70%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Diện tích quy hoạch: 50ha</li> <li>- Diện tích đất cho thuê: ~85%</li> </ul>
<b>Tổng vốn đầu tư dự kiến</b>	- 2.000 tỷ đồng	
<b>Thời gian thực hiện</b>	- Giai đoạn 2021-2025	- Giai đoạn 2022- 2025

## Lĩnh vực khoáng sản hứa hẹn tiềm năng to lớn

### Dự án đầu tư

Với việc gia tăng sở hữu tại CTCP khoáng sản Tấn Phát lên 57,3%, công ty sẽ tham gia vào lĩnh vực khai thác khoáng sản với dự án khai thác và chế biến Nickel- Đồng tại xã Quang Trung/Hà Trì, huyện Hòa An, tỉnh Cao Bằng.

Hiệu quả dự án được xác định ở mức IRR 18%, với giả thiết giá Ni ở mức 18.000-19.000 usd/tấn. Hiện nay giá Ni đạt mức 25.000-28.000 sau khi đã tăng mạnh lên 40.000-45.000 usd/tấn trong tháng 3.2022.

Sau khi hoàn thành xây dựng, chạy thử và hiệu chỉnh, dự kiến nhà máy sẽ có sản phẩm thương mại từ giữa năm 2023. Sản phẩm của nhà máy là tinh quặng Nickel – Đồng, với hàm lượng Ni trong khoảng từ 3.5%-7.5% theo nhu cầu của thị trường, đáp ứng linh hoạt nhu cầu đối với từng nhóm khách hàng.

Giá trị đầu tư vào dự án đến tháng 9 năm 2022 đạt 1,359 tỷ đồng, hoàn thành 81% kế hoạch. Dự kiến nhà máy sẽ hoàn thành và chạy thử trong quý 4.2022 và sẽ có sản phẩm thương mại từ đầu năm 2023.

### Dự án khai thác khoáng sản

Chỉ tiêu	Giá trị
Trữ lượng quặng sulfua cấp 122	3.5 triệu tấn
- Tinh quặng Nickel hàm lượng 10.3%	160,600 tấn
- Sản lượng Nickel (quy đổi hàm lượng 100%)	16,546 tấn
- Sản lượng Đồng	5,082 tấn
- Sản lượng Cobalt	914 tấn
Tổng giá trị đầu tư	2,500 tỷ đồng
- Quyền khai thác	1000 tỷ đồng
- Đầu như tài sản cố định	1,500 tỷ đồng
Thời gian khai thác	8 năm
Dự kiến đi vào hoạt động khai thác	Từ 2023

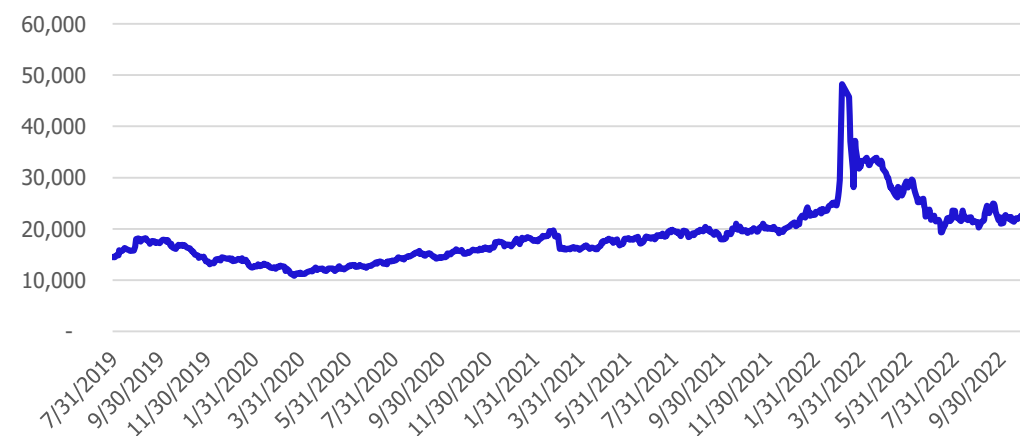
### Triển vọng thị trường Nickel

Giá Nickel đã tăng 25% trong năm 2021 lên mức 21,000 usd/tấn, cao nhất trong 7 năm qua và đặc biệt có thời điểm tăng mạnh lên mức 48,000 usd/tấn khi xung đột Nga- Ukraine nổ ra. Hiện tại giá Nickel đang được giao dịch ở mức từ 24,500-26,000 usd/tấn.

Cơ cấu sử dụng Nickel trên thế giới hiện nay là khoảng 70% được dùng để sản xuất thép không gỉ, 17% được dùng để làm "siêu hợp kim" và 7% được dùng trong công nghiệp mạ, còn lại được ứng dụng trong các lĩnh vực khác, như: pin sạc (4%), chất xúc tác và các hóa chất khác, đúc tiền, sản phẩm đúc và đồng bằng kim loại. Trong bối cảnh ngành công nghiệp sản xuất thép không gỉ đang tăng trưởng, tiêu thụ niken dự kiến sẽ tăng đều đặn trong giai đoạn sắp tới (từ 2.4 triệu tấn vào năm 2019 lên 2.8 triệu tấn vào năm 2025) với tốc độ tăng trưởng tiêu thụ khoảng 2.2% một năm.

Bên cạnh đó, nhu cầu sử dụng Nickel trong lĩnh vực sản xuất xe điện cũng tăng trưởng mạnh trong 10 năm gần đây, do Nickel được dùng để sản xuất điện cực Pin xe điện. Dự báo của Roskill cho thấy tỷ lệ sử dụng Nickel cho sản xuất Pin xe điện sẽ tăng từ 4% năm 2019 lên mức 20% trong tổng 3.69 triệu tấn vào năm 2030.

Biến động giá Nickel 2019-2022



## Lợi nhuận kinh doanh quý 3 và 9 tháng suy giảm mạnh do doanh thu giảm và đặc biệt chi phí tài chính tăng mạnh

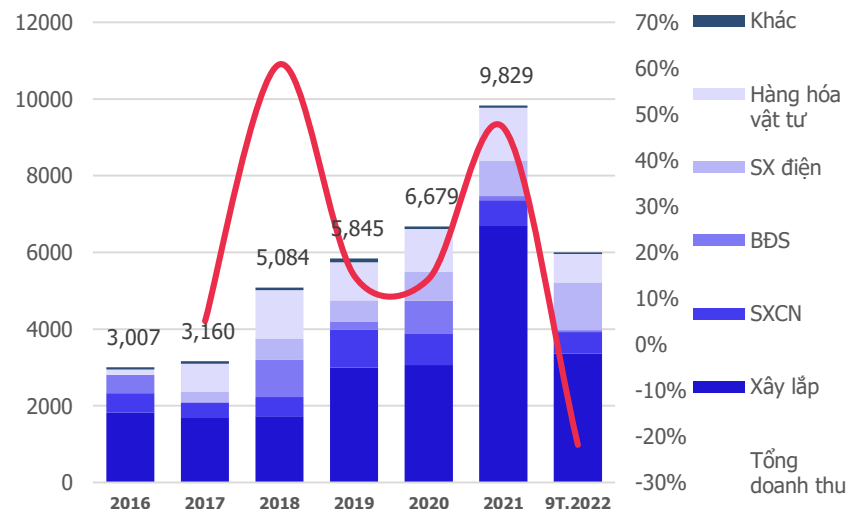
Doanh thu quý 3 đạt 3,006 tỷ đồng, bằng 96% so với cùng kỳ 2021. Doanh thu sản xuất điện và sản xuất công nghiệp lần lượt tăng 146% và 59%, ngược lại, doanh thu lĩnh vực xây lắp và bất động sản tiếp tục giảm 13% và 30%. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2022, doanh thu đạt 5,995 tỷ đồng, bằng 78% cùng kỳ năm trước và hoàn thành 54.5% kế hoạch cả năm. Doanh thu xây lắp đạt 3,367 tỷ đồng, đạt 57% kế hoạch và bằng 60% cùng kỳ, doanh thu sản xuất điện đạt 1,244 tỷ đồng, đạt 74% kế hoạch và tăng mạnh 148% cùng kỳ 2021.

Lợi nhuận gộp quý 3 đạt 396 tỷ đồng, tăng 26% so với cùng kỳ năm 2021. Lũy kế 9 tháng đầu năm, lợi nhuận gộp đạt 1,091 tỷ đồng, tăng 46% so với cùng kỳ 2021, trong đó lợi nhuận gộp lĩnh vực sản xuất điện đạt 678 tỷ đồng, tăng mạnh 154% và chiếm 62% tổng lợi nhuận gộp của công ty.

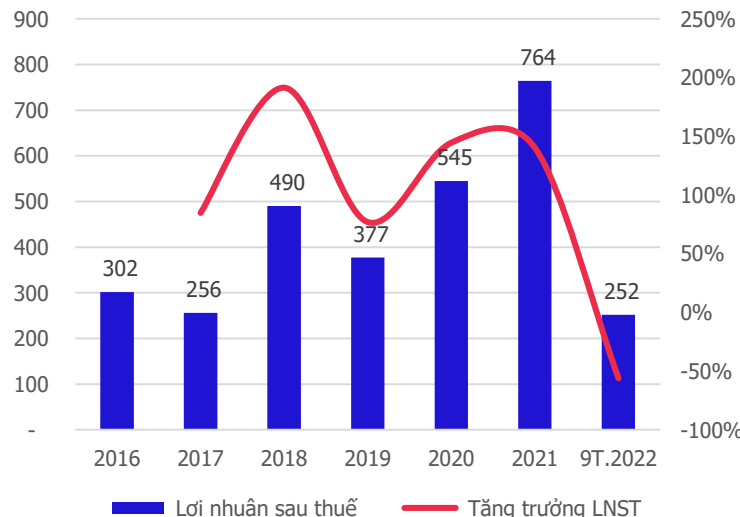
Lợi nhuận trước thuế quý 3 đạt 47 tỷ đồng, giảm mạnh 75% do doanh thu giảm và đặc biệt chi phí tài chính tăng mạnh 219%. Lũy kế 9 tháng 2022, lợi nhuận trước thuế đạt 303 tỷ đồng, giảm mạnh 56% so với cùng kỳ 2021. Trong kỳ 9 tháng, chi phí tài chính tăng mạnh 173% lên mức 601 tỷ đồng, trong đó chi phí lãi vay là 411 tỷ đồng, tăng 88%.

Khoản vay nợ 170 triệu USD cho đầu tư 3 nhà máy điện gió bị ảnh hưởng nặng bởi biến động tỷ giá, lũy kế 9 tháng chi phí tỉ giá là 179 tỷ đồng, mặc dù vậy, đây là chi phí hạch toán và chưa thực hiện nên không ảnh hưởng đến dòng tiền hoạt động của công ty. Mặt khác, đồng USD tăng giá cũng làm cho doanh thu bán điện hàng năm của công ty tăng lên bởi giá bán điện tính bằng đồng USD và việc vay vốn bằng đồng USD với lãi suất rất hấp dẫn với 5.2% trong suốt 15 năm là một lợi thế lớn và làm tăng hiệu quả kinh doanh của công ty.

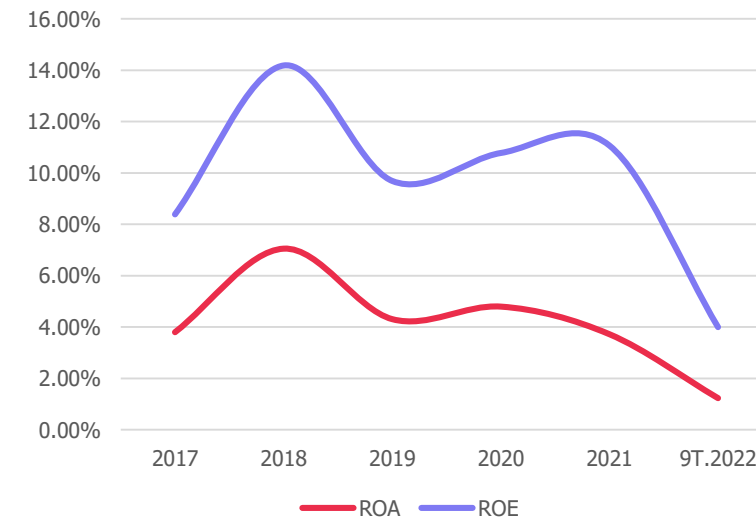
**Cơ cấu và Tăng trưởng Doanh thu**



**Lợi nhuận sau thuế**



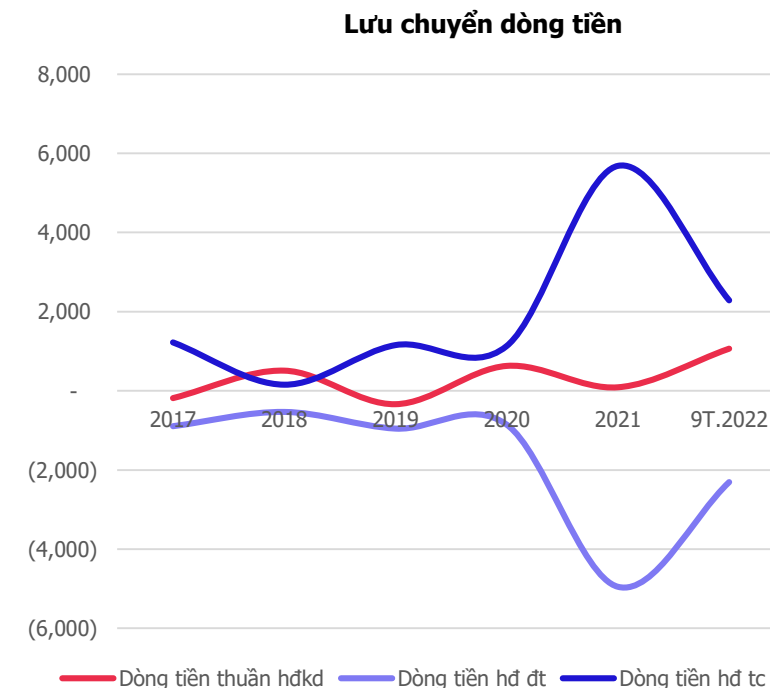
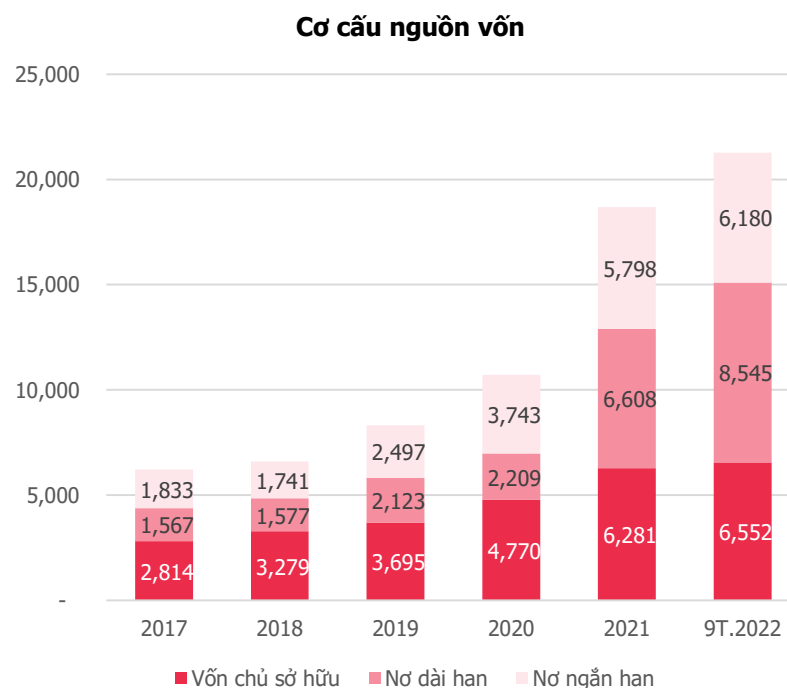
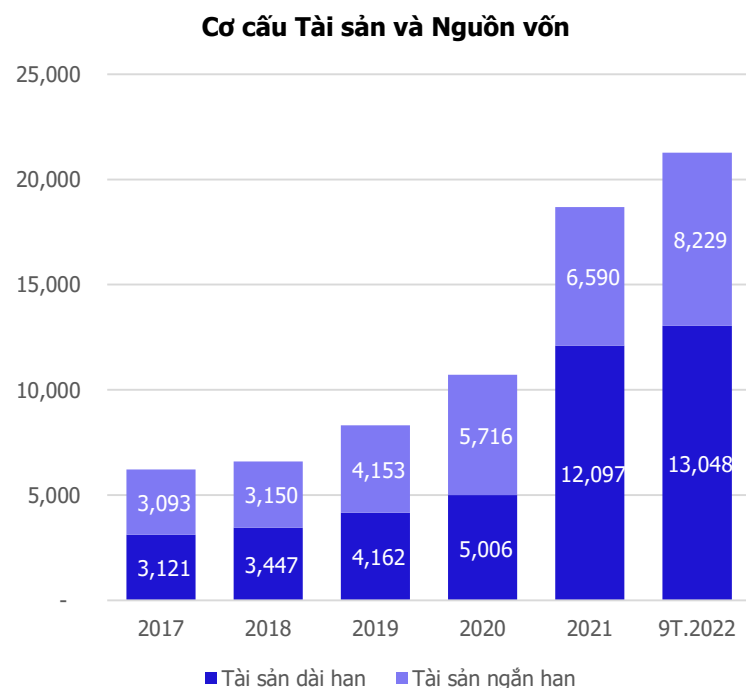
**Hiệu quả hoạt động**



## Tình hình tài chính cơ bản ổn định, vay nợ tăng nhưng hưởng lãi vay ưu đãi, thời hạn vay lên đến 15 năm.

Đến cuối tháng 9.2022 tổng tài sản đạt 21,277 tỷ đồng, tăng 14% so với đầu năm. Tài sản dài hạn đạt 13,048 tỷ đồng, chiếm 61%, tài sản ngắn hạn đạt 8,229 tỷ đồng, chiếm 39%. Phân chia theo lĩnh vực kinh doanh, tài sản lĩnh vực sản xuất điện đạt 10,265 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng tài sản với 48.2%. Trong năm qua, tài sản sản xuất điện đã tăng 116% từ 4,852 tỷ lên 10,476 tỷ đồng.

Bên nguồn vốn, Nợ phải trả tăng 19% lên 14,725 tỷ đồng, chiếm 69% tổng nguồn, Vốn chủ sở hữu tăng 4% lên mức 6,552 tỷ đồng và chiếm 31% tổng nguồn vốn. Vay nợ ngắn và dài hạn tổ chức tín dụng và trái phiếu đạt 11,438 tỷ đồng, trong đó vay nợ ngắn hạn đạt 3,190 tỷ đồng (+14%), vay nợ dài hạn đạt 7,070 tỷ đồng, và 1,178 tỷ đồng trái phiếu phát hành trong năm 2022 có thời hạn 5 năm. Công ty đạt được gói vay ưu đãi lãi suất cho dự án đầu tư năng lượng sạch xanh giá trị 170 triệu usd từ các tổ chức tài chính quốc tế tại 3 dự án điện gió, thời hạn vay là 15 năm, lãi suất cố định từ 4.65%-5.02% và Libor 3 tháng thả nổi cộng biên độ.



Nguồn: PC1, TTNC MBS tổng hợp và dự báo



## Dự phóng kết quả kinh doanh và Định giá

### Dự báo kết quả kinh doanh năm 2022

- Kế hoạch doanh thu cả năm 2022 của công ty là 11,003 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế là 675 tỷ đồng. Trong 9 tháng đầu năm, công ty đã thực hiện được 5,995 tỷ đồng doanh thu và 252 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, lần lượt đạt 54.5% và 38.4% kế hoạch. Lợi nhuận giảm do chi phí tài chính tăng mạnh từ lãi vay và đặc biệt bị ảnh hưởng của tỷ giá.
- Hoạt động sản xuất điện có kết quả kinh doanh vượt trội với doanh thu đạt 1,244 tỷ đồng, tăng mạnh 148%, trong khi đó, hoạt động xây lắp là lĩnh vực mang lại doanh thu lớn nhất vẫn gặp khó khăn do các dự án mới chậm triển khai, doanh thu đạt 3,367 tỷ đồng, bằng 60% cùng kỳ và đạt 57% kế hoạch cả năm. Lĩnh vực bất động sản cũng không đạt được kế hoạch khi các dự án vẫn chưa được cấp phép thực hiện.
- Dự báo doanh thu năm 2022 đạt mức 8,950 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 418 tỷ đồng, lần lượt bằng 91% và 47% của năm 2021. Nếu bỏ qua doanh thu tài chính 2021 và ảnh hưởng tỷ giá, lợi nhuận kinh doanh cốt lõi năm 2022 của công ty vẫn có sự tăng trưởng 21%.**

### Triển vọng từ năm 2023

- Triển vọng kinh doanh của công ty năm 2023 cơ bản sẽ sáng sủa hơn bởi:** 1) hoạt động xây lắp điện dự kiến sẽ sôi động trở lại nhờ Quy hoạch điện 8 sớm được phê duyệt, có giá điện mới cho các dự án năng lượng tái tạo; 2) Các dự án bất động sản chuyển tiếp được phê duyệt thực hiện từ cuối 2022; 3) Nhà máy khai thác và chế biến quặng Nickel đi vào hoạt động thương mại từ đầu năm 2023.
- Dự báo doanh thu năm 2023 đạt khoảng 11.500 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 810 tỷ đồng, lần lượt tăng 28% và 93% so với 2022.**

### Định giá cổ phiếu

**Kết hợp các Phương pháp định giá từng phần các lĩnh vực hoạt động khác nhau của công ty, chúng tôi xác định giá trị cổ phiếu ở mức 27,100 đồng/cổ phần, khả năng tăng giá so với hiện tại là 58.4%**

## Dự báo kết quả kinh doanh 2022F-2026F

Kết quả kinh doanh	Đơn vị	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	Tỷ đồng	9,828	8,950	11,498	13,271	15,797	15,834
Tăng trưởng doanh thu	%	47.1%	-8.9%	28.5%	15.4%	19.0%	0.2%
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng	-8,673	-7,389	-9,665	-11,201	-13,247	-13,384
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	1,155	1,561	1,833	2,070	2,550	2,450
Doanh thu tài chính	Tỷ đồng	319	64	67	70	74	78
Chi phí tài chính	Tỷ đồng	-359	-945	-711	-684	-619	-571
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Tỷ đồng	-241	-295	-345	-398	-442	-475
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	Tỷ đồng	904	404	800	1,068	1,577	1,522
EBIT	Tỷ đồng	1,255	1,363	1,518	1,759	2,201	2,101
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	896	418	807	1,075	1,582	1,531
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	764	367	710	925	1,297	1,255
LNST cổ đông công ty mẹ	Tỷ đồng	695	348	481	606	968	888

### Định giá cổ phiếu

Tổng hợp định giá	Phương pháp định giá	Giá trị tài sản (tỷ đồng)	Giá trị cổ phần (đồng/cổ phần)
Lĩnh vực Xây lắp, sản xuất công nghiệp	DCF	1,805	6,673
Lĩnh vực sản xuất điện	DCF	3,437	12,708
Lĩnh vực Bất động sản	NAV	1,186	4,384
Lĩnh vực kinh doanh hàng hóa	DCF	482	1,782
Lĩnh vực khai khoáng	NPV	259	957
Tài sản khác	BV	158	584
<b>Tổng</b>		<b>7,326</b>	<b>27,089</b>

Kết quả kinh doanh	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	9,828	8,950	11,498	13,271	15,797
Giá vốn hàng bán	-8,673	-7,389	-9,665	-11,201	-13,247
Lợi nhuận gộp	1,155	1,561	1,833	2,070	2,550
Doanh thu tài chính	319	64	67	70	74
Chi phí tài chính	-359	-945	-711	-684	-619
Lợi nhuận công ty liên kết	85	28	25	89	93
Chi phí bán hàng	-55	-9	-69	-80	-79
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-241	-295	-345	-398	-442
Lợi nhuận thuần hđ kinh doanh	904	404	800	1,068	1,577
Lợi nhuận trước thuế	896	418	807	1,075	1,582
Lợi nhuận sau thuế	764	367	710	925	1,297
LNST cổ đông công ty mẹ	695	348	481	606	968

Tài sản- Nguồn vốn	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>6,590</b>	<b>8,922</b>	<b>10,302</b>	<b>10,447</b>	<b>11,613</b>
Tiền tương đương tiền	2,292	3,817	3,724	2,856	2,624
Đầu tư tài chính ngắn hạn	144	104	104	104	104
Khoản phải thu	3,124	3,065	3,150	3,636	4,328
Hàng tồn kho	904	1,822	3,178	3,682	4,355
Tài sản ngắn hạn khác	126	115	147	170	203
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>12,097</b>	<b>11,931</b>	<b>11,570</b>	<b>11,653</b>	<b>11,207</b>
Tài sản cố định	10,381	9,785	10,419	10,641	10,335
Tài sản dở dang dài hạn	380	950	95	95	95
Tài sản dài hạn khác	1,336	1,196	1,057	917	777
<b>Tổng tài sản</b>	<b>18,687</b>	<b>20,854</b>	<b>21,872</b>	<b>22,100</b>	<b>22,820</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>12,406</b>	<b>14,197</b>	<b>14,549</b>	<b>13,995</b>	<b>13,557</b>
<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>	<b>5,798</b>	<b>5,935</b>	<b>6,496</b>	<b>6,640</b>	<b>6,889</b>
Phải trả người bán ngắn hạn	2,905	3,239	3,972	4,296	4,718
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	2,799	2,599	2,399	2,199	1,999
Phải trả ngắn hạn khác	94	98	125	145	172
<b>Nợ phải trả dài hạn</b>	<b>6,608</b>	<b>8,262</b>	<b>8,053</b>	<b>7,355</b>	<b>6,668</b>
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	6,238	7,966	7,816	7,166	6,516
Phải trả dài hạn khác	370	296	237	189	152
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6,281</b>	<b>6,656</b>	<b>7,323</b>	<b>8,105</b>	<b>9,263</b>
Vốn góp của chủ sở hữu	2,352	2,704	2,704	2,704	2,704
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	1,305	1,320	1,895	2,549	3,576
Vốn quỹ khác	2,624	2,632	2,724	2,851	2,983
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>18,687</b>	<b>20,854</b>	<b>21,872</b>	<b>22,100</b>	<b>22,820</b>

Lưu chuyển dòng tiền	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	175	503	719	1,033	1,155
Dòng tiền thuần hđ đầu tư	(5,035)	(432)	(268)	(733)	(229)
Dòng tiền thuần hđ tài chính	5,677	1,454	(544)	(1,168)	(1,158)

Hệ số tài chính	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Hệ số hiệu quả</b>					
Biên lợi nhuận gộp	11.8%	17.4%	15.9%	15.6%	16.1%
EBITDA Margin	16.5%	22.4%	19.5%	19.1%	19.0%
Biên lợi nhuận ròng	7.1%	3.9%	4.2%	4.6%	6.1%
ROE	12.2%	5.5%	9.7%	11.4%	14.0%
ROA	4.1%	1.8%	3.2%	4.2%	5.7%

Hệ số tăng trưởng	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Tăng trưởng doanh thu	47.1%	-8.9%	28.5%	15.4%	19.0%
Tăng trưởng LNTT	37.4%	-53.4%	93.3%	33.2%	47.1%
Tăng trưởng LNST	40.2%	-51.9%	93.3%	30.2%	40.3%
Tăng trưởng EPS	9.9%	-56.5%	38.3%	26.0%	59.7%

Hệ số thanh khoản	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Hệ số thanh toán hiện hành	1.14	1.50	1.59	1.57	1.69
Hệ số thanh toán nhanh	0.98	1.20	1.10	1.02	1.05
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.66	0.68	0.67	0.63	0.59
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1.98	2.13	1.99	1.73	1.46
Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	3.50	1.44	2.14	2.57	3.56

Hệ số định giá	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Lợi suất cổ tức	0.0%	0.0%	2.9%	5.8%	5.8%
EPS (VND)	2,955	1,285	1,777	2,240	3,579
BVPS (VND)	19,987	18,742	20,868	23,287	27,084

## MUA, Giá mục tiêu: 18,500 VND

**Kết quả kinh doanh quý 3 của công ty vẫn tiếp tục khả quan với doanh thu và lợi nhuận lần lượt tăng 59% và 70% so với cùng kỳ 2021. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cổ phiếu QTP với giá mục tiêu 12 tháng ở mức 18,500 đồng**

### Thông tin cập nhật

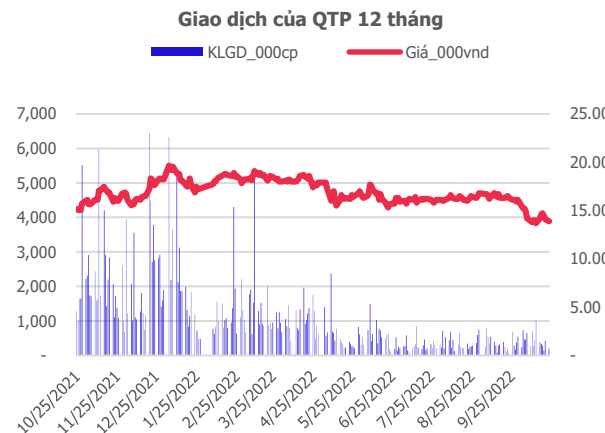
- **Sản lượng điện sản xuất quý 3.2022 tăng mạnh 16.2%:** sản lượng điện sản xuất Q3 đạt 1,866 triệu kwh, lũy kế 9T đạt 5,563 trkwh, tăng 5.6% so với cùng kỳ (svck). Sản lượng điện thương phẩm đạt 5,125 trkwh, tăng 6.8% svck, lần lượt hoàn thành 72.8% và 74.1% kế hoạch năm.
- **Kết quả kinh doanh 9T.2022 khả quan với doanh thu và lợi nhuận tăng 31% và 88% so với cùng kỳ:** Doanh thu quý 3 đạt 3,141 tỷ đồng, tăng 59% svck, lũy kế 9 tháng đạt 8,155 tỷ đồng, tăng 31% và hoàn thành 85% kế hoạch năm. Lợi nhuận trước thuế Q3 đạt 155 tỷ đồng, tăng 70% svck, lũy kế 9 tháng đạt 784 tỷ đồng, tăng mạnh 88% và đạt 171% kế hoạch cả năm.
- **Sản lượng điện tăng và giá điện thị trường cao là nguyên nhân chính mang lại kết quả kinh tốt cho công ty.** Sản lượng điện tăng, giá điện thị trường cạnh tranh quý 3 đạt trung bình 1,540.1 đồng/kwh, tăng 61% svck, lũy kế 9 tháng tăng 42%.

### Triển vọng cả năm 2022 và 2023

- **Doanh thu và lợi nhuận cả năm 2022 dự báo tăng 30% và 55% so với 2021.** Chúng tôi dự báo sản lượng sản xuất có thể đạt 7,500 trkwh, **Doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 11,181 tỷ đồng và 955 tỷ đồng, tăng 30% và 55% so với 2021.**
- **Dự báo năm 2023 tiếp tục là một năm thuận lợi với QTP trên các yếu tố:** 1) Nhà máy hoạt động ổn định và được huy động sản lượng điện cao từ 7,300-7,500 trkwh; 2) Chi phí khấu hao và tài chính được kiểm soát tốt làm gia tăng hiệu quả kinh doanh; 3) Nhu cầu điện hệ thống tiếp tục tăng trưởng 8%-9% trong khi hình thái thời tiết chuyển sang trạng thái EL Nino thuận lợi cho nhiệt điện.
- **Dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2023 lần lượt đạt 93% và 115% so với 2022:** Chúng tôi dự báo sản lượng điện sản xuất năm 2023 tiếp tục đạt mức từ 7,300-7,400 triệu kwh. Doanh thu dự báo đạt 10,574 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế đạt 1,145 tỷ đồng, lần lượt bằng 93% và 115% của năm 2022, lợi nhuận tăng do các chi phí khấu hao và tài chính tiếp tục giảm.

### Định giá cổ phiếu

**Kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu và so sánh PE-PB, giá trị cổ phiếu QTP được xác định ở mức 18,500 đồng/cổ phần.**



	1T	3T	6T	12T
QTP	-14.7%	-13.7%	-20.1%	-8.2%
VNIndex	-18.0%	-17.0%	-24.8%	-28.8%

Giá hiện tại (27/12/2022)	13,000 VND
Giá mục tiêu 12 tháng	18,500 VND
Upside (%)	42.3%
Bloomberg	QTP VN Equity
Giá trị vốn hóa	6,570 tỷ VND
Biến động giá 12 tháng(VND)	13,900-20,000
Khối lượng GDBQ trong 12 tháng (000cp/ngày)	1,105
Giá trị GDBQ trong 12 tháng (tỷ VND/ngày)	19.49
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện tại(%)	1.0%

Chi tiêu	Đơn vị	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	8,571	11,181	10,404	10,396	10,512
- Tăng trưởng doanh thu	%	-6.7%	30.4%	-6.9%	-0.1%	1.1%
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	990	1,206	1,254	1,252	1,266
- Biên lợi nhuận gộp	%	11.6%	10.8%	12.1%	12.0%	12.0%
EBIT	Tỷ đồng	812	1,142	1,176	1,177	1,193
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	617	955	1,099	1,160	1,179
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	578	907	1,044	1,102	1,061
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	1,284	2,016	2,320	2,448	2,358
Tăng trưởng EPS	%	-55.7%	56.9%	15.1%	5.5%	-3.7%
Cổ tức mỗi cổ phần	Đồng	1,600	1,600	1,600	2,000	2,000
Tỷ suất cổ tức	%	11.4%	11.4%	11.4%	14.3%	14.3%
P/E	Lần	10.9	6.9	6.0	5.7	5.9
P/B	Lần	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	Lần	4.6	3.0	3.4	3.5	3.5
ROE	%	9.4%	14.3%	15.6%	16.0%	15.1%
ROA	%	6.5%	10.1%	12.4%	12.9%	12.4%

Nguồn: QTP, Trung tâm nghiên cứu MBS

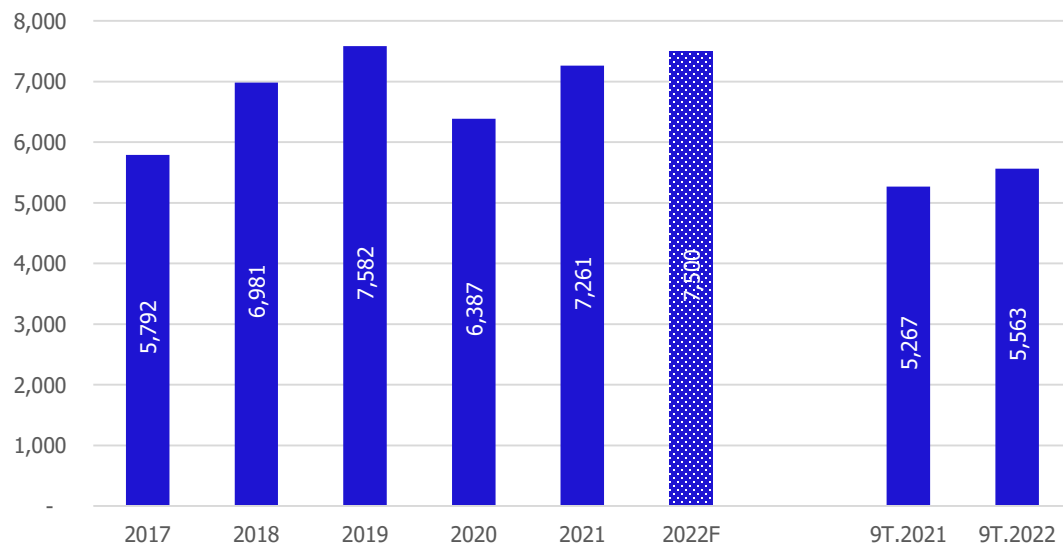
## Sản lượng điện nhà máy sản xuất tăng tốt trong năm 2021 và 9 tháng đầu năm 2022

Là đơn vị phát điện nằm trong tứ giác phát triển kinh tế năng động của miền Bắc gồm Quảng Ninh- Hải Phòng- Bắc Giang- Hà Nội, nhu cầu điện năng luôn ở mức cao nên công ty luôn được EVN xếp vào danh sách các nhà máy chạy nền, đáp ứng nhu cầu phụ tải, huy động phát điện ở công suất và sản lượng cao.

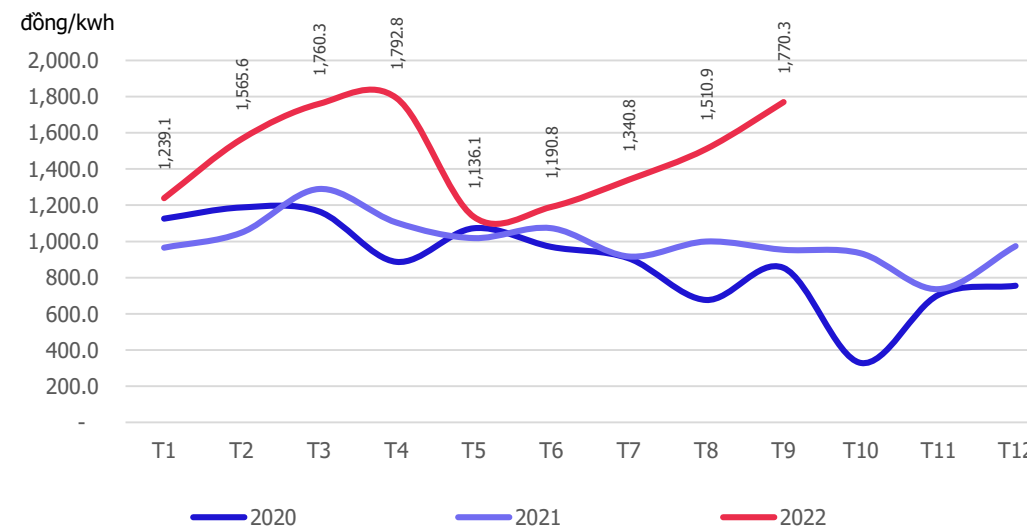
Trong 9 tháng đầu năm 2022, sản lượng điện đạt 5,563 trkwh, tăng 5.6% so với cùng kỳ 2021, trong bối cảnh sản lượng điện than toàn hệ thống giảm 15%, điều này làm cho hiệu quả hoạt động của công ty tăng lên.

**Sản lượng điện tăng và giá điện thị trường cao là nguyên nhân chính mang lại kết quả kinh tốt cho công ty.** Sản lượng điện tăng, giá điện thị trường cạnh tranh quý 3 đạt trung bình 1,540.1 đồng/kwh, tăng 61% svck, lũy kế 9 tháng tăng 42%. Các yếu tố này đưa lợi nhuận gộp Q3 và 9T lần lượt đạt 235 tỷ đồng và 997 tỷ đồng, tăng 94% và 78% svck. Chi phí tài chính và quản lý tiếp tục được kiểm soát tốt khi lần lượt đạt 161 tỷ và 71 tỷ đồng, bằng 107% và 124% so với cùng kỳ. Chi phí tài chính Q3 tăng do ảnh hưởng từ việc tỷ giá USD/VND tăng mạnh 2.6%, trong khi chi phí lãi vay tiếp tục giảm 34% do công ty giảm nợ vay.

Sản lượng điện sản xuất của công ty (trkwh)



Giá Toàn phần thị trường điện bình quân các năm

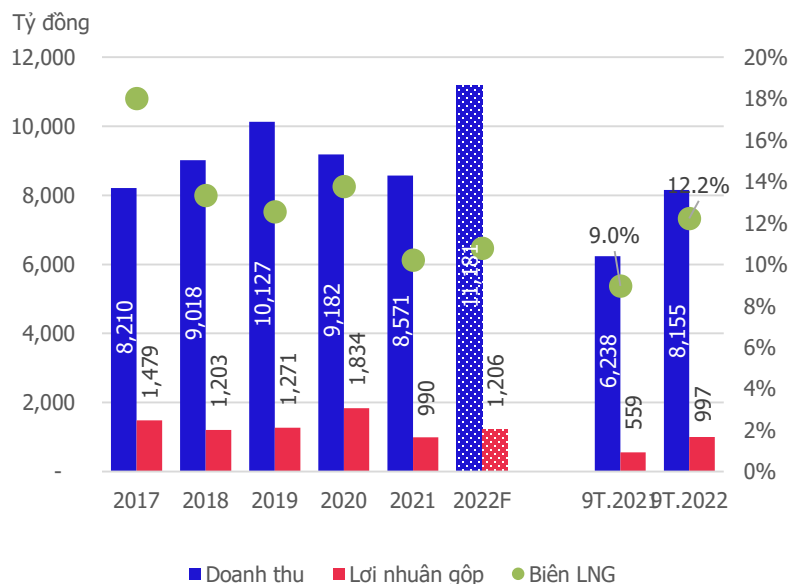


## Hiệu quả kinh doanh tăng lên khi chi phí sản xuất và tài chính giảm

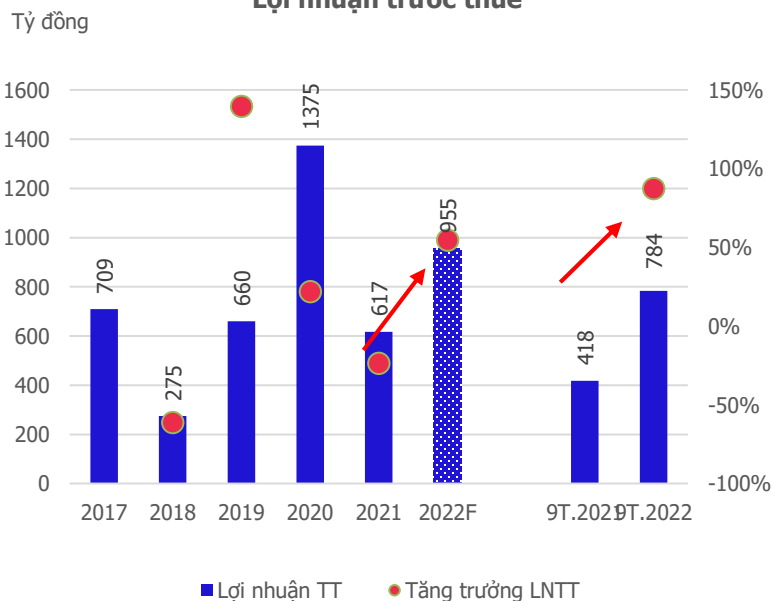
Doanh thu quý 3.2022 đạt 3,141 tỷ đồng, tăng 59% so với quý 3.2021, lũy kế 9 tháng doanh thu đạt 8,155 tỷ đồng, tăng 31% so với cùng kỳ 2021. Cùng với sản lượng và giá bán điện tăng, lợi nhuận gộp quý 3 đạt 235 tỷ đồng, tăng 94% so với cùng kỳ. Lợi nhuận trước thuế quý 3 đạt 155 tỷ đồng, tăng 70% so với cùng kỳ, lũy kế 9 tháng đạt 784 tỷ đồng, tăng 88% so với cùng kỳ 2021 và đạt 171% kế hoạch cả năm.

Chi phí tài chính trong kỳ tăng lên chủ yếu do biến động tỷ giá, vào thời điểm đầu năm 2022, công ty còn khoản nợ vay nước ngoài với 49 triệu usd, tỷ giá biến động mạnh trong kỳ 9 tháng đầu năm đã làm cho chi phí tỷ giá tăng thêm 69 tỷ đồng. Trong khi đó, chi phí lãi vay tiếp tục giảm 34% xuống còn 100 tỷ đồng. Đến cuối năm 2023, cơ bản công ty sẽ trả xong nợ vay dài hạn, chi phí tài chính sẽ tiếp tục giảm thêm, gia tăng hiệu quả hoạt động.

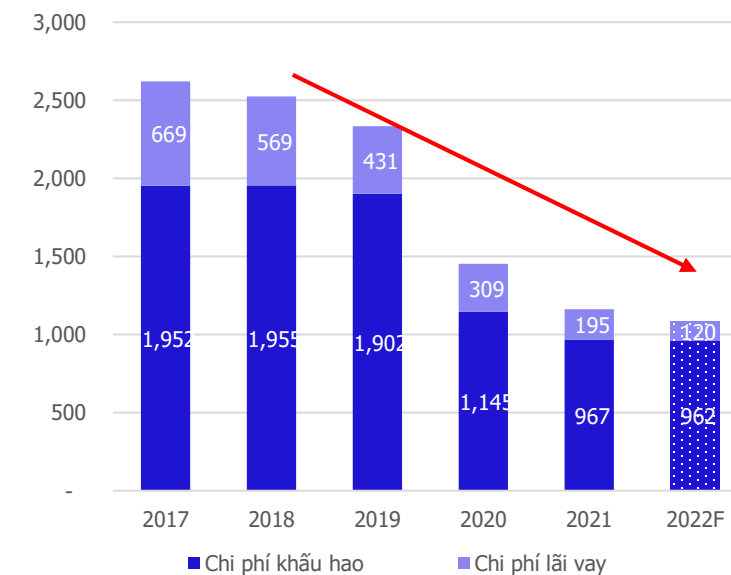
### Doanh thu và lợi nhuận gộp



### Lợi nhuận trước thuế



### Chi phí Khấu hao và Tài chính



## Nguồn lực tài chính ổn định cho phép công ty thực hiện chính sách cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn từ năm 2020

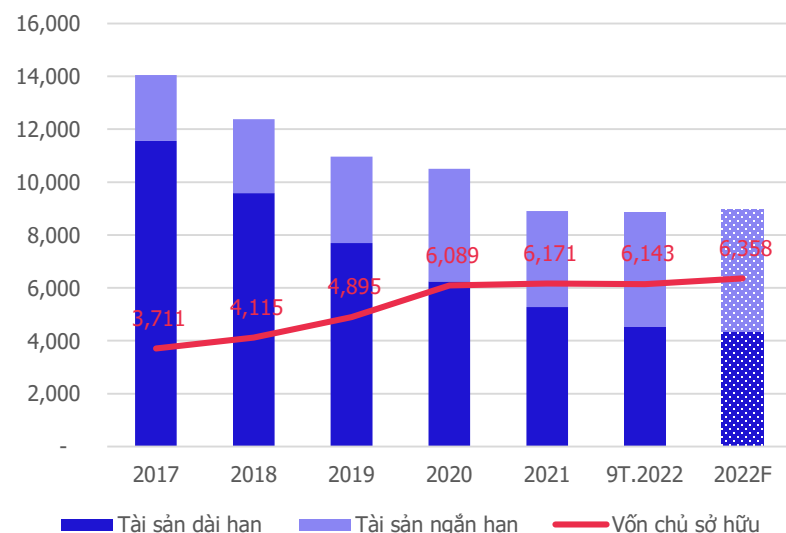
Tổng tài sản giảm đều do khấu hao tài sản cố định hàng năm. Cơ cấu tài sản cân đối khi công ty kiểm soát tốt khoản Nợ phải thu, hàng tồn kho, trong khi nhà máy vận hành ổn định và khấu hao đều. Riêng khoản phải thu, đến tháng 9.2022, khoản phải thu đạt 3,212 tỷ đồng, trong đó khoản phải thu công ty mua bán điện thuộc EVN đạt 3,202 tỷ đồng, tăng mạnh 57% so với đầu năm. Những khó khăn về tài chính và thua lỗ của EVN đã ảnh hưởng đến dòng tiền phải trả các đơn vị phát điện trong kỳ, tuy nhiên chúng tôi cũng cho rằng rủi ro khó đòi từ EVN là khá thấp.

Bên nguồn vốn, Nợ vay giảm liên tục trong khi nguồn vốn chủ sở hữu được gia tăng. Nợ phải trả đến 9.2022 là 2,725 tỷ đồng, chiếm 30.7% tổng Nguồn vốn, trong đó Vay nợ ngắn và dài hạn là 1,833 tỷ đồng, bằng 20.7% tổng Nguồn vốn. Chúng tôi dự tính đến năm 2023 cơ bản công ty trả hết nợ vay dài hạn đầu tư nhà máy.

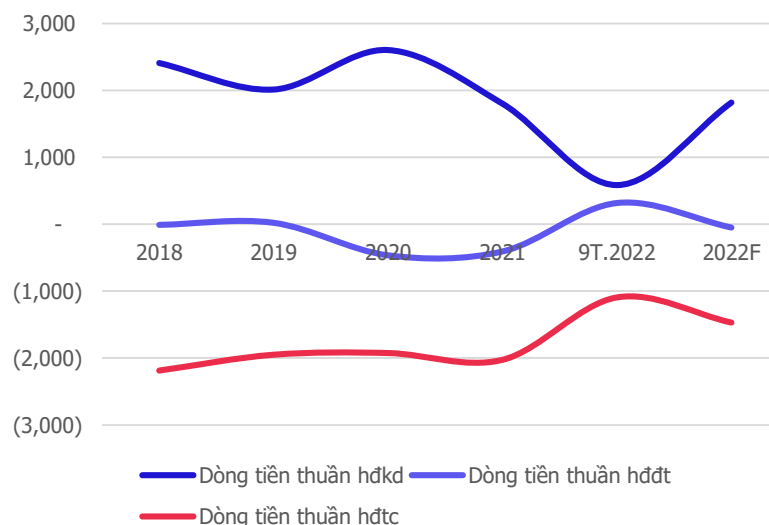
Dòng tiền hoạt động kinh doanh luôn đảm bảo khả năng chi trả các khoản Nợ gốc hàng năm, trong khi hoạt động đầu tư chủ yếu là khoản đầu tư tài chính ngắn hạn làm gia tăng hiệu quả sử dụng nguồn vốn.

Với khả năng nguồn lực tài chính tốt, chúng tôi dự báo công ty sẽ thực hiện chính sách cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn từ năm 2022 trở đi với tỷ lệ từ 16%-18% mỗi năm

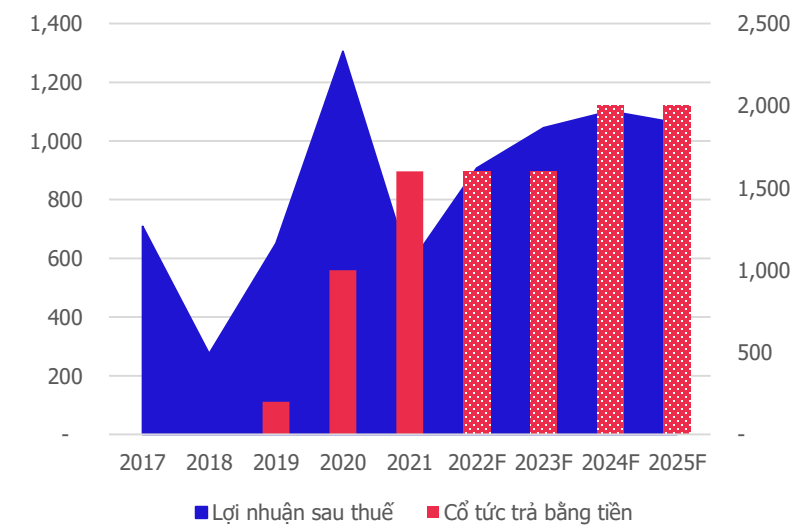
**Cơ cấu tài sản và nguồn vốn**



**Lưu chuyển dòng tiền**



**Lợi nhuận ròng và cổ tức**



Nguồn: QTP, Trung tâm nghiên cứu MBS

## Dự báo kết quả sản xuất kinh doanh năm 2022

- Trong năm 2022, Công ty được EVN giao sản lượng điện sản xuất ở mức khá cao với 7,644 triệu kwh. Đến hết 9 tháng, sản lượng điện sản xuất của công ty đạt 5,563 trkwh, đạt 72.8% kế hoạch năm. Chúng tôi dự báo sản lượng điện sản xuất của công ty có thể đạt 7,500 triệu kwh.
- Năm 2022, các doanh nghiệp ngành nhiệt điện cũng đối mặt với việc giá nhiên liệu tăng cao, như than, khí. Chúng tôi giả thiết giá than nhập khẩu sẽ tăng khoảng 100%, đưa chi phí nhiên liệu tăng khoảng 35% so với 2021. Chúng tôi cũng nhấn mạnh giá nhiên liệu tăng cơ bản được chuyển ngang sang giá bán điện cho EVN trong sản lượng Qc.
- **Chúng tôi dự báo Doanh thu và Lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 11,181 tỷ đồng và 955 tỷ đồng, tăng 30% và 55% so với năm 2021. Thu nhập mỗi cổ phần đạt 2,016 đồng.**
- **Cho năm 2023, chúng tôi cho rằng điều kiện hoạt động kinh doanh của công ty tiếp tục khả quan: Nhu cầu hệ thống điện tiếp tục tăng trong khi hình thái thời tiết chuyển qua chu kỳ không có lợi cho thủy điện sẽ hỗ trợ cho nhà máy hoạt động với sản lượng cao từ 7,300-7,400 trkwh. Các điều kiện về chi phí sản xuất và tài chính tiếp tục giảm làm hiệu quả kinh doanh tăng lên.**

## Định giá cổ phiếu

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu và so sánh PE, PB trung bình các doanh nghiệp nhiệt điện trên thị trường, giá trị cổ phiếu QTP xác định ở mức 18,500 đồng/cổ phần.

Kết quả định giá	Giá trị (vnd/cp)
- DCF_FCFE	27,517
- PB	12,665
- PE	15,427
<b>Giá trị trung bình</b>	<b>18,563</b>

## Dự báo kết quả kinh doanh 2021-2026

Kết quả kinh doanh	Đơn vị	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Sản lượng điện sản xuất	Triệu kwh	7,216	7,500	7,300	7,300	7,300	7,300
Doanh thu	Tỷ đồng	8,571	11,181	10,404	10,396	10,512	10,631
Tăng trưởng doanh thu	%	-6.7%	30.4%	-6.9%	-0.1%	1.1%	1.1%
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng	-7,581	-9,974	-9,151	-9,144	-9,247	-9,298
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	990	1,206	1,254	1,252	1,266	1,333
Doanh thu tài chính	Tỷ đồng	82	50	53	56	60	63
Chi phí tài chính	Tỷ đồng	-195	-188	-77	-17	-14	-10
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Tỷ đồng	-256	-112	-130	-130	-131	-133
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	Tỷ đồng	621	957	1,100	1,161	1,180	1,253
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	617	955	1,099	1,160	1,179	1,252
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	578	907	1,044	1,102	1,061	1,127
Thu nhập mỗi cổ phần	đồng	1,284	2,016	2,320	2,448	2,358	2,505

## Định giá theo DCF

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Chi phí vốn chủ sở hữu	%	11.30%
Tăng trưởng dòng tiền sau năm 2027	%	2.00%
Hiện giá dòng tiền thuần giai đoạn 2021-2026	tỷ đồng	6,130
Hiện giá dòng tiền sau năm 2026	tỷ đồng	6,386
Tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn hiện tại	tỷ đồng	506
Giá trị Công ty	tỷ đồng	13,021
Nợ dài hạn hiện tại	tỷ đồng	639
Giá trị vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	12,382
Số lượng cổ phần	triệu cp	450
<b>Giá trị mỗi cổ phần</b>	<b>đồng</b>	<b>27,517</b>

## Hệ số PE-PB ngành

Mã CK	PE	PB
PPC	12.93	0.95
HND	8.47	1.10
PGV	8.62	1.26
DTK	6.95	0.74
POW	15.88	0.79
BTP	5.19	0.70
QTP	7.96	1.03
NT2	8.79	1.68
<b>Trung bình</b>	<b>9.35</b>	<b>0.92</b>

Nguồn: QTP, Trung tâm nghiên cứu MBS

Kết quả kinh doanh	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	8,571	11,181	10,404	10,396	10,512
Giá vốn hàng bán	-7,581	-9,974	-9,151	-9,144	-9,247
Lợi nhuận gộp	990	1,206	1,254	1,252	1,266
Doanh thu tài chính	82	50	53	56	60
Chi phí tài chính	-195	-188	-77	-17	-14
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-256	-112	-130	-130	-131
Lợi nhuận kinh doanh thuần	621	957	1,100	1,161	1,180
Lợi nhuận trước thuế	617	955	1,099	1,160	1,179
Lợi nhuận sau thuế	578	907	1,044	1,102	1,061

Tài sản – Nguồn vốn	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	3,640	4,620	4,728	5,373	5,975
Tài sản dài hạn	5,270	4,358	3,707	3,146	2,585
<b>Tổng tài sản</b>	<b>8,910</b>	<b>8,978</b>	<b>8,435</b>	<b>8,519</b>	<b>8,560</b>
Nợ phải trả	2,739	2,620	1,753	1,635	1,515
I. Nợ phải trả ngắn hạn	1,329	1,981	1,231	1,231	1,243
II. Nợ phải trả dài hạn	1,410	639	522	405	272
Vốn chủ sở hữu	6,171	6,358	6,682	6,884	7,045
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>8,910</b>	<b>8,978</b>	<b>8,435</b>	<b>8,519</b>	<b>8,560</b>

Lưu chuyển dòng tiền	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	1,802	1,820	1,879	1,714	1,652
Dòng tiền thuần hđ đầu tư	-407	-50	-50	-50	-50
Dòng tiền thuần hđ tài chính	-2,025	-1,470	-1,491	-1,017	-1,033

Hệ số tài chính	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Hệ số lợi nhuận</b>					
Biên lợi nhuận gộp	11.6%	10.8%	12.1%	12.0%	12.0%
EBITDA Margin	20.8%	18.8%	18.0%	17.2%	17.2%
Biên lợi nhuận ròng	6.7%	8.1%	10.0%	10.6%	10.1%
ROE	9.4%	14.3%	15.6%	16.0%	15.1%
ROA	6.5%	10.1%	12.4%	12.9%	12.4%

Hệ số tăng trưởng	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Tăng trưởng doanh thu	-7%	30.4%	-6.9%	-0.1%	1.1%
Tăng trưởng LNNT	-55%	54.8%	15.1%	5.5%	1.7%
Tăng trưởng LNST	-56%	56.9%	15.1%	5.5%	-3.7%
Tăng trưởng EPS	-56%	56.9%	15.1%	5.5%	-3.7%

Hệ số thanh khoản	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Hệ số thanh toán hiện hành	2.74	2.33	3.84	4.37	4.81
Hệ số thanh toán nhanh	2.42	1.97	3.31	3.84	4.28
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.31	0.29	0.21	0.19	0.18
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.44	0.41	0.26	0.24	0.21
Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	4.16	6.09	15.35	67.64	87.38

Hệ số định giá	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Lợi suất cổ tức	11.4%	11.4%	11.4%	14.3%	14.3%
EPS (VND)	1,284	2,016	2,320	2,448	2,358
BVPS (VND)	13,713	14,129	14,850	15,298	15,656



# TCT CP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí (HNX-PVS)



## MUA, Giá mục tiêu 12 tháng: 29,500 VND

Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 11,082 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 672 tỷ đồng, bằng 115% và 96% cùng kỳ 2021. Chúng tôi tiếp tục đánh giá cao cơ hội đầu tư trung và dài hạn vào cổ phiếu PVS trong giai đoạn 2022-2025 với các dự án dầu khí lớn đang được hỗ trợ bởi giá dầu ở mức cao. Định giá cổ phiếu ở mức 29,500 đồng/cổ phần, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu PVS.

### Thông tin cập nhật

**Kết quả kinh doanh 9T.2022 duy trì khả quan, doanh thu tăng 15%, lợi nhuận trước thuế bằng 96% cùng kỳ 2021, trong bối cảnh lĩnh vực chế tạo cơ khí dầu khí đang là điểm trũng**

Trong quý 3.2022, doanh thu toàn Tổng công ty đạt 3,502 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 297 tỷ đồng, lần lượt bằng 88% và 106% so với cùng kỳ năm trước. Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 11.082 tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ 2021 và đạt 111% kế hoạch năm. Lợi nhuận trước thuế đạt 672 tỷ đồng, bằng 96% cùng kỳ 2021 và đạt 110% kế hoạch cả năm.

Lĩnh vực chế tạo cơ khí dầu khí có doanh thu cao nhất với 5,470 tỷ đồng, tăng 16.5% và chiếm 49.4% tổng doanh thu. Tuy nhiên, chi phí cũng tăng cao làm cho Lợi nhuận gộp chỉ đạt 27 tỷ đồng, giảm mạnh 84% so với cùng kỳ năm trước. Lĩnh vực Căn cứ cảng dịch vụ kỹ thuật mang lại lợi nhuận gộp cao nhất với 238 tỷ đồng, tăng 17%. Lĩnh vực Khảo sát địa chất có sự hồi phục tốt khi doanh thu tăng 85.5%, lợi nhuận gộp tăng 180% so với cùng kỳ.

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận trước thuế cả năm lần lượt đạt 15,144 tỷ đồng và 933 tỷ đồng, tăng 7% và 6% so với 2021.

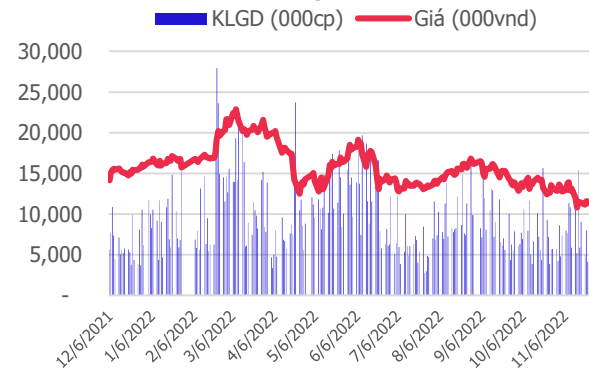
### Triển vọng phát triển năm 2023 và các năm tới

Chúng tôi đánh giá triển vọng khả quan cho năm 2023 và các năm tiếp theo của công ty dựa trên các yếu tố: 1) Các hoạt động cốt lõi của công ty tiếp tục ổn định và tăng trưởng; 2) Luật Dầu khí sửa đổi được thông qua với nhiều điểm mới hấp dẫn nhà đầu tư sẽ thúc đẩy lĩnh vực thăm dò và khai thác dầu khí trong nước phát triển mạnh mẽ hơn trong những năm tới; 3) Giá dầu được dự báo vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao từ 85-95 usd/thùng (dầu Brent); 4) Dự án Lô B- Ô Môn đang được Chính phủ, Bộ Ngành và địa phương quan tâm thúc đẩy tiến độ, có thể sớm đạt được quyết định đầu tư và thực hiện từ năm 2023, bên cạnh đó là các dự án đầu tư lớn trong và ngoài ngành dầu khí như: Nam Du – U Minh, Cá Voi Xanh, Báo Vàng,... các dự án trên bờ như LNG Thị Vải mở rộng, LNG Sơn Mỹ, LNG Long An, dự án Đường ống Đông-Tây nam bộ, dự án điện khí NT3&4, lĩnh vực điện gió ngoài khơi...

### Định giá cổ phiếu

Định giá cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu dòng FCFE-FCFF, so sánh PE, PB ngành, giá trị cổ phiếu được xác định là 29,500 đồng/cổ phần.

### Giao dịch của PVS



	1T	3T	6T	12T
<b>PVS</b>	9.9%	-14.8%	-22.5%	-0.9%
<b>VNINDEX</b>	9.7%	-14.4%	-15.1%	-22.6%

Giá hiện tại 27/12/2022	22,100 VND
Giá mục tiêu 12 tháng	29,500 VND
Upside (%)	34.7 %
Bloomberg	PVS VN
Giá trị vốn hóa	11,184 tỷ VND
Biến động giá 52 tuần (VND)	18,000-38,124
Khối lượng GDBQ (000cp/ngày)	9,411
Giá trị GDBQ ngày (tỷ VND)	253
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49.00%
Tỷ lệ SHNN hiện tại (%)	17.55%

Chi tiêu	Đơn vị	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	Tỷ đồng	14,198	15,144	18,639	24,255	25,983
Tăng trưởng doanh thu	%	-29.6%	6.7%	23.1%	30.1%	7.1%
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	775	730	1,112	1,324	1,469
Biên lợi nhuận gộp	%	5.5%	4.8%	6.0%	5.5%	5.7%
EBIT	Tỷ đồng	973	1,051	1,250	1,737	1,757
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	879	933	1,138	1,620	1,642
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	679	759	933	1,328	1,314
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	1,010	1,193	1,541	2,337	2,264
Tăng trưởng EPS	%	-3.4%	18.1%	29.2%	51.7%	-3.1%
Cổ tức mỗi cổ phần	Đồng	700	700	1,000	1,000	1,000
Lợi suất cổ tức	%	3.0%	3.0%	4.3%	4.3%	4.3%
P/E	Lần	23.2	19.6	15.2	10.0	10.3
P/B	Lần	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	Lần	6.6	6.2	5.1	3.9	3.0
ROE	%	5.4%	5.8%	6.9%	9.2%	8.6%
ROA	%	2.7%	3.1%	3.6%	4.6%	4.3%

## Cập nhật kết quả kinh doanh quý 3 và 9 tháng đầu năm 2022

Trong quý 3.2022, doanh thu toàn Tổng công ty đạt 3,502 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 297 tỷ đồng, lần lượt bằng 88% và 106% so với cùng kỳ năm trước.

Lĩnh vực khảo sát địa chất, địa chấn tăng trưởng tốt trong quý với 104.4% và đạt 186 tỷ đồng, trong khi đó, lĩnh vực Lắp đặt bảo dưỡng công trình sụt giảm mạnh 50% khi doanh thu chỉ đạt 189 tỷ đồng. Đặc biệt, lĩnh vực chế tạo cơ khí và Lắp đặt bảo dưỡng do doanh thu suy giảm trong khi chi phí sản xuất tăng đã làm cho lợi nhuận gộp âm lần lượt 16 tỷ và 5 tỷ đồng.

Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 11.082 tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ 2021 và đạt 111% kế hoạch năm. Lợi nhuận trước thuế đạt 672 tỷ đồng, bằng 96% cùng kỳ 2021 và đạt 110% kế hoạch cả năm.

Lĩnh vực chế tạo cơ khí có doanh thu cao nhất với 5,470 tỷ đồng, tăng 16.5% và chiếm 49.4% tổng doanh thu. Tuy nhiên, chi phí cũng tăng cao làm cho Lợi nhuận gộp chỉ đạt 27 tỷ đồng, giảm mạnh 84% so với cùng kỳ năm trước.

Lĩnh vực Căn cứ cảng dịch vụ kỹ thuật mang lại lợi nhuận gộp cao nhất với 238 tỷ đồng, tăng 17%. Lĩnh vực Khảo sát địa chất có sự hồi phục tốt khi doanh thu tăng 85.5%, lợi nhuận gộp tăng 180% so với cùng kỳ.

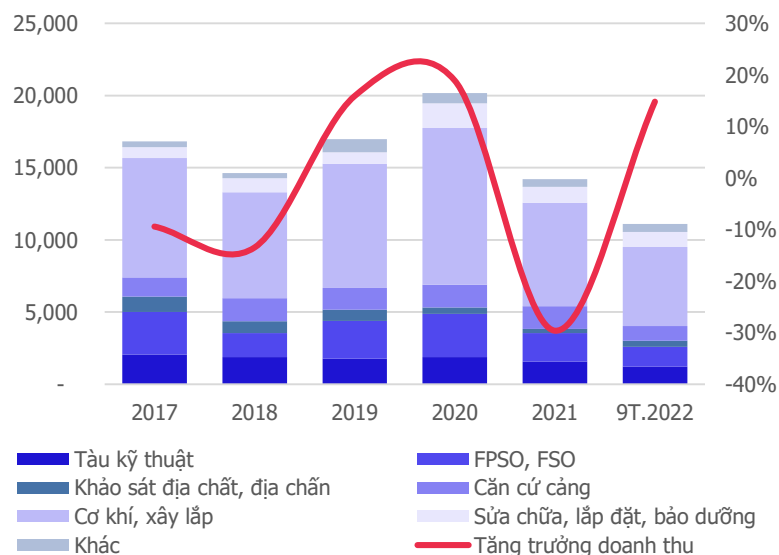
Doanh thu và chi phí tài chính đều tăng, trong khi doanh thu tài chính tăng 92% lên 294 tỷ đồng, thì phí tài chính tăng 47% lên 72 tỷ đồng. Chi phí lãi vay vẫn kiểm soát tốt với 35 tỷ đồng, tăng nhẹ 3% so với cùng kỳ.

Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết 9 tháng đạt 496 tỷ đồng, tương đương 98% cùng kỳ năm trước. Chi phí quản lý doanh nghiệp cũng kiểm soát tốt khi tăng 9% lên 671 tỷ đồng.

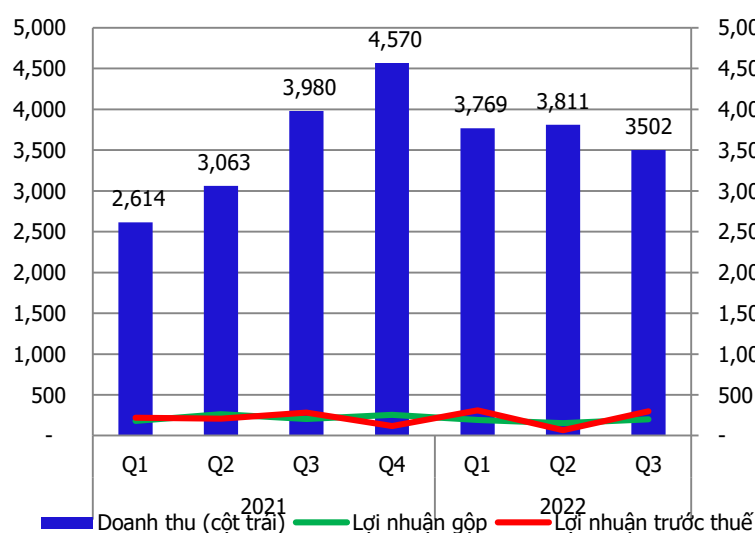
Lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 416 tỷ đồng, thu nhập mỗi cổ phần đạt 870 đồng, bằng 80% so với cùng kỳ năm trước.

**Chúng tôi dự báo doanh thu cả năm 2022 có thể đạt mức 15,144 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 933 tỷ đồng, lần lượt tăng 7% và 6% so với năm 2021. Trong quý 4, công ty có thể hạch toán khoản thu nhập khác khoảng 165 tỷ đồng từ dự phòng bảo hành công trình dài hạn**

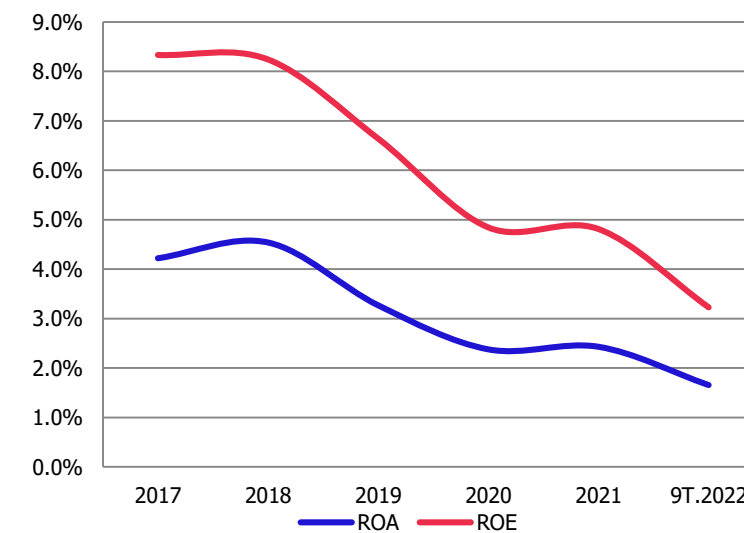
Cơ cấu doanh thu



Doanh thu và Lợi nhuận theo Quý



Hiệu quả kinh doanh



## Tình hình tài chính

Tình hình tài chính của công ty cơ bản ổn định, tổng tài sản đến tháng 9.2022 đạt 25,177 tỷ đồng, tăng nhẹ 1.3% so với đầu năm. Tài sản ngắn hạn đạt 15,973 tỷ đồng (+3.9%), tài sản dài hạn đạt 9,204 tỷ đồng (-2.8%).

Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn cuối kỳ tháng 9.2022 đạt 9,997 tỷ đồng, tăng 18.7% so với đầu năm. Khoản phải thu đạt 4,548 tỷ đồng, giảm nhẹ 2.0% so với đầu năm, Hàng tồn kho đạt 1,172 tỷ đồng, giảm 43.8% so với đầu năm.

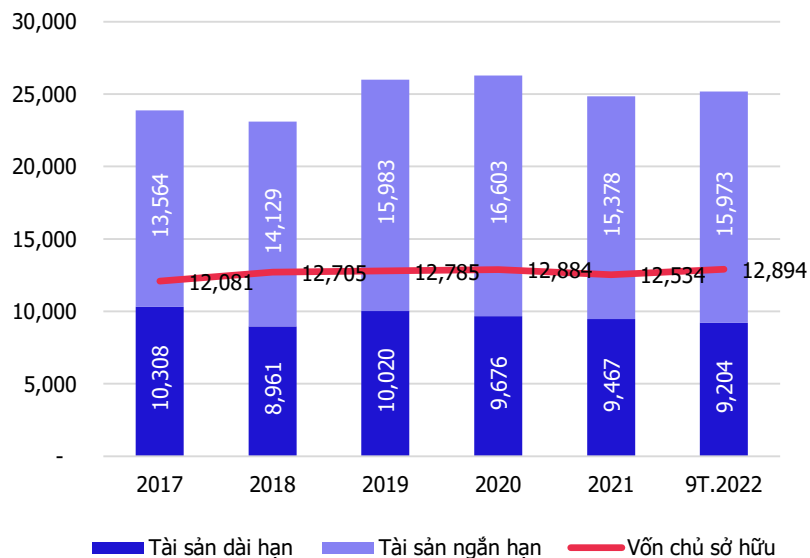
Bên Nguồn vốn, Nợ phải trả đạt 12,283 tỷ đồng, chiếm 48.8% tổng nguồn vốn và giảm nhẹ 0.2% so với đầu năm. Nợ phải trả ngắn hạn đạt 8,816 tỷ đồng (+0.9%), Nợ phải trả dài hạn đạt 3,467 tỷ đồng (-3.0%). Vay nợ ngắn và dài hạn đạt 1,359 tỷ đồng, tăng thêm 9.2% so với đầu năm.

Vốn chủ sở hữu đạt 12,894 tỷ đồng, chiếm 51.2% tổng nguồn vốn và tăng 2.9% so với đầu năm.

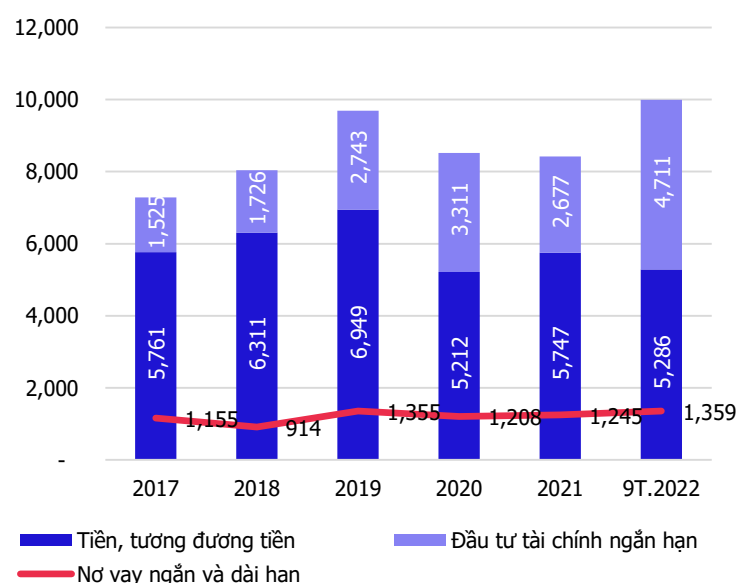
Công ty duy trì tiền tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn ở mức cao, trong khi vay nợ thuê tài chính ngắn và dài hạn ở mức thấp nên tính thanh khoản đảm bảo ở mức rất cao, vay nợ ròng luôn âm.

Dòng tiền hoạt động kinh doanh 9 tháng đầu năm đã dương trở lại 917 tỷ đồng sau hai năm 2020-2021 bị âm. Công ty đã kiểm soát tốt khoản phải thu và hàng tồn kho, đưa về mức thấp sau khi tăng mạnh trong năm 2020-2021.

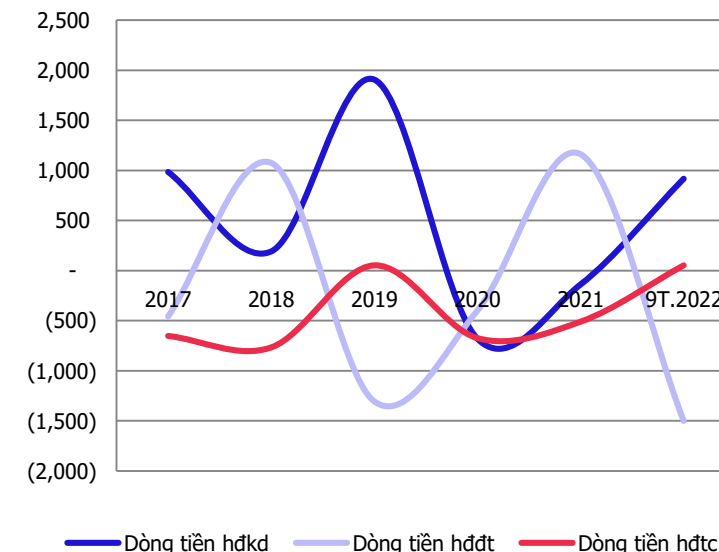
**Cơ cấu Tài sản- Nguồn vốn**



**Nợ vay ròng**



**Lưu chuyển dòng tiền**



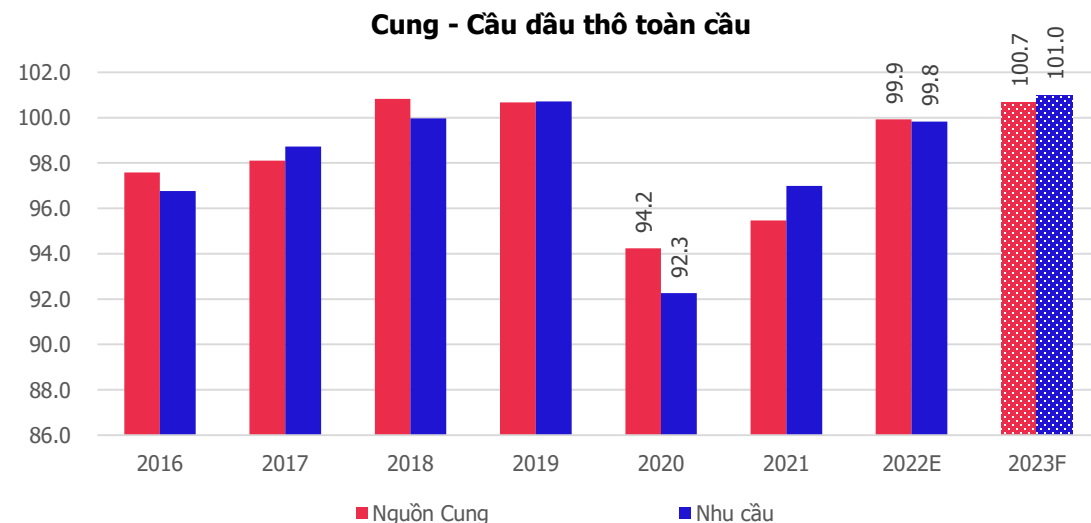
## Triển vọng năm 2023

### Giá dầu dự báo tiếp tục ở mức cao

Giá dầu năm 2022 trung bình ước đạt 102 usd/thùng (dầu Brent), tăng mạnh 44.2%. Nhu cầu dầu năm 2022 đạt mức 99.8 triệu thùng/ngày, tăng 2.2% so với 2021.

Báo cáo tháng 11 của IEA cho thấy, nhu cầu dầu năm 2023 tiếp tục tăng thêm khoảng 1.7 triệu thùng/ngày lên 101.3 triệu thùng/ngày. EIA cũng dự báo nhu cầu dầu năm 2023 có thể đạt mức 101.0 triệu thùng/ngày.

Giá dầu năm 2023 được EIA dự báo đạt 93 usd/thùng vào đầu năm và tăng dần lên 98 usd/thùng vào cuối năm, trung bình năm đạt 95.3usd/thùng, giảm 6.5% so với 2022. Trong khi khảo sát của Reuters với các chuyên gia cho thấy giá dầu năm 2023 có thể đạt mức 93.65 usd/thùng với dầu Brent và 87.8 usd/thùng với dầu WTI.

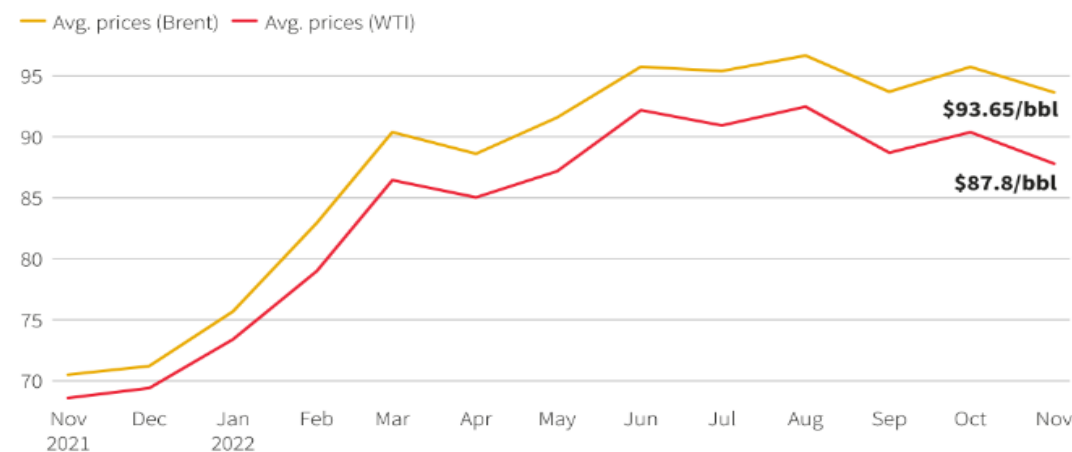


## Luật Dầu khí sửa đổi được Quốc hội thông qua hứa hẹn sẽ thúc đẩy khâu thương mại nguồn phát triển

Luật Dầu khí vừa được Quốc hội thông qua tháng 11.2022 và có hiệu lực từ tháng 7.2023 hứa hẹn sẽ thúc đẩy khâu thương mại nguồn phát triển với các điểm nhấn chính:

- Nâng thời hạn hợp đồng dầu khí:** từ 25 năm hiện nay lên 30 năm. Đối với lô dầu khí được hưởng chính sách ưu đãi đầu tư, thời hạn không quá 35 năm. Thời gian thăm dò tìm kiếm từ 5 năm đến 10 năm, thời gian gia hạn hợp đồng là 5 năm.
- Các chính sách ưu đãi đầu tư, giảm thuế và nâng cao mức thu hồi chi phí:** áp dụng thuế suất thuế TNDN ở mức 32% với Hợp đồng lô dầu khí ưu đãi và 25% đối với Hợp đồng lô ưu đãi đầu tư đặc biệt (hiện tại là 50%). Thuế suất thuế xuất khẩu dầu thô là 10%, đối với các hợp đồng lô dầu khí ưu đãi đặc biệt là 5%. Mức thu hồi chi phí tối đa là 70%, trường hợp ưu đãi đầu tư đặc biệt là 80%.
- Nâng cao, mở rộng chức năng, quyền hạn và nghĩa vụ của Tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN)** trong hoạt động dầu khí. Quy định chặt chẽ và minh bạch vốn đầu tư và xử lý chi phí đầu tư.

### Dự báo giá dầu năm 2023 của Reuters



Source: Reuters Monthly Poll/ Seher Dareen

Các dự án tiềm năng của ngành dầu khí PVS có thể tham gia là nhà thầu cung cấp dịch vụ chế tạo và đầu tư giai đoạn 2022-2030

TT	Dự án	Giá trị đầu tư dự án (tr usd)	Dự kiến Giá trị hợp đồng- đầu tư của PVS (tr usd)	Hạng mục Công việc	Dự kiến Thời gian thực hiện
<b>I</b>	<b>Dự án Thương Nguồn</b>				
	<b>1 Dự án trong nước</b>				
	Dự án Lô B- Ô môn_ phát triển mỏ	6,800	na	- Chế tạo, lắp đặt giàn khai thác trung tâm, giàn đầu giếng - Đầu tư cung cấp hợp đồng kho nổi FPSO	2022-2027
	Dự án Lô B- Ô môn_ đường ống vận chuyển	1,270	na	Lắp đặt, vận hành chạy thử đường ống trên biển và bờ	2022-2027
	Nam Du - U Minh	2,000	na	- Chế tạo lắp đặt giàn khai thác trung tâm, giàn đầu giếng - Đầu tư cung cấp hợp đồng kho nổi FPSO	2025-2027
	Dự án Cá Voi xanh	10,000	na		2023-2028
	Dự án Kèn Bầu	Na			2028-2030
	Dự án Lạc đà vàng	700			na
	<b>2 Dự án quốc tế</b>				
	Gallaf Batch 3 EPC 05	Na	300	JA- KA 19.000 MT	7.2021-2023
	Shwe Pha 3-Myanmar	Na	200	Jacket 12.900 MT	10.2021-2023
<b>II</b>	<b>Dự án Hạ Nguồn</b>				
	Nhà máy Hóa dầu Long Sơn	4,000	150		2020-2022
	Dự án NCMR Lọc hóa dầu Bình Sơn	1,200	na		2023-2025
	Nhiệt điện Nhơn Trạch 3-4	1,500	na		2022-2024
	Dự án LNG Thị Vải	285	200	Liên danh Tổng thầu Samsung C&T và PTSC	Q3.2019-Q3.2022
	Dự án LNG Thị Vải mở rộng	na			2024-2026
	Dự án LNG Sơn Mỹ	1,310			2024-2026
	Nhiệt điện LNG Quảng Ninh	2,000			2024-2028
<b>III</b>	<b>Dự án điện gió trên biển</b>				
	Dự án điện gió Hải Long		300	18.000 tấn chế tạo chân đế 2 trạm biển áp ngoài khơi	Q3.2022-Q1.2024
	Dự án điện gió La Gàn	10,000	na	Khảo sát địa chất, chế tạo cơ khí, lắp đặt	

Nguồn: Bộ Công Thương, PVN, MBSTổng hợp

## Dự báo tình hình hoạt động và kết quả kinh doanh năm 2022-2023

Dự báo doanh thu cả năm 2022 có thể đạt mức 15,144 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 933 tỷ đồng, lần lượt tăng 7% và 6% so với năm 2021

Cho năm 2023, chúng tôi đánh giá các lĩnh vực hoạt động của công ty vẫn tiếp tục tăng trưởng ổn định dựa trên giá dầu dự báo tiếp tục ở mức cao quanh 85-95 usd/thùng.

Hoạt động Cơ khí chế tạo đứng trước cơ hội tăng trưởng trở lại với các dự án công ty đang thực hiện, mở rộng sang lĩnh vực năng lượng trên biển và đặc biệt là khi dự án Lô B- Ô môn có thể được thực hiện từ năm 2023.

Chúng tôi dự báo Doanh thu năm 2023 có thể đạt mức 18,640 tỷ đồng, tăng 23%, trong đó chủ yếu là lĩnh vực Chế tạo cơ khí tăng thêm khoảng 3,500 tỷ đồng từ các dự án mới. Lợi nhuận trước thuế đạt 1,138 tỷ đồng, tăng 24%.

Trong giai đoạn 2023-2026, Chúng tôi đánh giá tiềm năng phát triển của công ty còn rất lớn khi nhiều dự án lớn của ngành dầu khí sẽ được triển khai như: Lô B- Ô Môn, Nam Du –U Minh, Cá Voi Xanh, Báo Vàng,... các dự án trên bờ như LNG Thị Vải Mở rộng, LNG Sơn Mỹ, LNG Long An, dự án Đường ống Đông-Tây nam bộ, dự án điện khí NT3&4, lĩnh vực điện gió ngoài khơi...

## Định giá cổ phiếu

Định giá cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu dòng FCFE, so sánh PE, PB, EV/EBITDA ngành, giá trị cổ phiếu được xác định là 29,500 đồng/cổ phần. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu PVS cho 12 tháng.

Kết quả định giá	Giá trị
- DCF_FCFE	37,799
- PE	19,308
- PB	38,283
- EV/EBITDA	22,476
<b>Giá trị trung bình</b>	<b>29.467</b>

## Dự báo kết quả kinh doanh 2021-2026F

Kết quả kinh doanh	Đơn vị	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	Tỷ đồng	14,198	15,144	18,639	24,255	25,983	27,644
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	%	-29.6%	6.7%	23.1%	30.1%	7.1%	6.4%
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng	-13,423	-14,414	-17,527	-22,930	-24,514	-26,075
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	775	730	1,112	1,324	1,469	1,569
Doanh thu tài chính	Tỷ đồng	278	290	319	325	332	339
Chi phí tài chính	Tỷ đồng	-94	-119	-111	-117	-115	-116
Lợi nhuận công ty Idlk	Tỷ đồng	507	634	646	776	791	1,029
Chi phí bán hàng	Tỷ đồng	-89	-91	-112	-146	-156	-166
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Tỷ đồng	-712	-727	-746	-873	-909	-968
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	Tỷ đồng	665	718	1,108	1,290	1,412	1,687
EBIT	Tỷ đồng	973	1,051	1,250	1,737	1,757	1,932
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	879	933	1,138	1,620	1,642	1,817
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	679	759	933	1,328	1,314	1,453
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	Tỷ đồng	603	675	841	1,227	1,202	1,331

## Định giá theo DCF

Chi tiêu	Đơn vị	Giá trị
Chi phí vốn bình quân-WACC	%	14.95%
Tăng trưởng dòng tiền sau năm 2026	%	2.00%
Hiện giá dòng tiền thuần giai đoạn 2022-2027	Tỷ đồng	5,829
Hiện giá dòng tiền sau năm 2026	Tỷ đồng	9,593
Tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn hiện tại	Tỷ đồng	6,172
Giá trị Công ty	Tỷ đồng	21,594
Vay nợ	Tỷ đồng	3,526
Giá trị vốn cổ phần	Tỷ đồng	18,068
Số lượng cổ phần	Triệu cp	478.00
<b>Giá trị mỗi cổ phần</b>	<b>đồng</b>	<b>37,799</b>

## Hệ số PE-PB-EV/EBITDA

Công ty	Quốc gia	PB	P/E	EV/EBITDA
PETROVIETNAM DRILLING AND WE	Vietnam	0.67		13.54
SHANGHAI SUPEZET ENGINEERI-A	China	2.09	10.01	10.48
YINSON HOLDINGS BHD	Malaysia	0.96	14.00	9.22
HIBISCUS PETROLEUM BHD	Malaysia	0.93		
VELESTO ENERGY BHD	Malaysia	0.55		15.40
HANKOOK SHELL OIL CO LTD	Korea	3.04	11.61	6.75
PTT EXPLOR & PROD PUBLIC CO	Thailand	1.46	6.72	3.36
SIAMGAS & PETROCHEMICALS PCL	Thailand	1.11	8.86	7.58
SOLARIS OILFIELD INFRAST-A	USA	2.35	19.82	8.40
TIDE WATER OIL CO INDIA LTD	India	2.58	14.71	11.67
ENERGI MEGA PERSADA TBK PT	Indonesia	0.97	8.39	2.24
MEDCO ENERGI INTERNASIONAL T	Indonesia	1.24	4.61	3.51
<b>Trung bình</b>		<b>1.50</b>	<b>10.97</b>	<b>8.38</b>

Kết quả kinh doanh	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	14,198	15,144	18,639	24,255	25,983
Giá vốn hàng bán	-13,423	-14,414	-17,527	-22,930	-24,514
Lợi nhuận gộp	775	730	1,112	1,324	1,469
Doanh thu tài chính	278	290	319	325	332
Chi phí tài chính	-94	-119	-111	-117	-115
Lợi nhuận CT liên doanh liên kết	507	634	646	776	791
Chi phí bán hàng	-89	-91	-112	-146	-156
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-712	-727	-746	-873	-909
Lợi nhuận thuần hđ kinh doanh	665	718	1,108	1,290	1,412
Lợi nhuận trước thuế	879	933	1,138	1,620	1,642
Lợi nhuận sau thuế	679	759	933	1,328	1,314
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	603	675	841	1,227	1,202
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	76	84	92	101	111

Tài sản- Nguồn vốn	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>15,378</b>	<b>15,135</b>	<b>16,976</b>	<b>19,635</b>	<b>21,786</b>
Tiền tương đương tiền	5,747	6,172	6,658	7,097	9,285
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,677	2,994	2,994	2,994	2,994
Khoản phải thu	4,642	4,149	5,107	6,645	6,407
Hàng tồn kho	2,086	1,580	1,921	2,513	2,686
Tài sản ngắn hạn khác	226	241	297	386	414
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>9,467</b>	<b>9,320</b>	<b>9,066</b>	<b>9,305</b>	<b>9,038</b>
Tài sản cố định	3,155	3,008	2,754	2,493	2,226
Tài sản dở dang dài hạn	184	184	184	184	184
Tài sản dài hạn khác	6,128	6,128	6,128	6,628	6,628
<b>Tổng tài sản</b>	<b>24,845</b>	<b>24,456</b>	<b>26,042</b>	<b>28,941</b>	<b>30,823</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>12,311</b>	<b>11,464</b>	<b>12,558</b>	<b>14,566</b>	<b>15,569</b>
<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>	<b>8,735</b>	<b>7,938</b>	<b>9,032</b>	<b>10,840</b>	<b>11,543</b>
Phải trả người bán ngắn hạn	6,876	6,318	7,203	8,795	9,403
Vay nợ thuê tài chính ngắn hạn	711	711	711	711	711
Phải trả ngắn hạn khác	1,148	909	1,118	1,334	1,429
<b>Nợ phải trả dài hạn</b>	<b>3,576</b>	<b>3,526</b>	<b>3,526</b>	<b>3,726</b>	<b>4,026</b>
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	534	584	634	634	634
Phải trả dài hạn khác	3,042	2,942	2,892	3,092	3,392
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>12,534</b>	<b>12,992</b>	<b>13,484</b>	<b>14,374</b>	<b>15,255</b>
Vốn góp của chủ sở hữu	4,780	4,780	4,780	4,780	4,780
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	7,026	7,450	7,906	8,756	9,591
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	728	761	798	839	883
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>24,845</b>	<b>24,456</b>	<b>26,042</b>	<b>28,941</b>	<b>30,823</b>

Lưu chuyển dòng tiền	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	-138	1,393	1,127	1,377	2,521
Dòng tiền thuần hđ đầu tư	1,162	-584	-163	-660	-155
Dòng tiền thuần hđ tài chính	-509	-385	-478	-278	-178

Hệ số tài chính	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Hệ số hiệu quả</b>					
Biên lợi nhuận gộp	5.5%	4.8%	6.0%	5.5%	5.7%
EBITDA Margin	10.4%	9.9%	9.1%	9.1%	8.6%
Biên lợi nhuận ròng	4.2%	4.5%	4.5%	5.1%	4.6%
ROE	5.4%	5.8%	6.9%	9.2%	8.6%
ROA	2.7%	3.1%	3.6%	4.6%	4.3%

Hệ số tăng trưởng	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Tăng trưởng doanh thu	-29.6%	6.7%	23.1%	30.1%	7.1%
Tăng trưởng LNTT	-14.2%	6.1%	22.0%	42.3%	1.4%
Tăng trưởng LNST	-3.4%	12.0%	24.6%	45.8%	-2.0%
Tăng trưởng EPS	-3.4%	18.1%	29.2%	51.7%	-3.1%

Hệ số thanh khoản	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Hệ số thanh toán hiện hành	1.76	1.91	1.88	1.81	1.89
Hệ số thanh toán nhanh	1.52	1.71	1.67	1.58	1.65
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.50	0.47	0.48	0.50	0.51
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.98	0.88	0.93	1.01	1.02
Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	10.35	8.85	11.23	14.84	15.32

Hệ số định giá	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Lợi suất cổ tức	3.0%	3.0%	4.3%	4.3%	4.3%
EPS (VND)	1,010	1,193	1,541	2,337	2,264
BVPS (VND)	24,699	25,586	26,539	28,317	30,066

# TCT VẬN TẢI DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVT-HSX)



## MUA; Giá mục tiêu: VND 26,800

**Chúng tôi khuyến nghị MUA** đối với cổ phiếu PVT với giá mục tiêu VND 26,800 trên cơ sở (i) Giá thuê tàu dầu thô và dầu sản phẩm tăng mạnh 104%-128% từ đầu năm 2022; ii) Đội tàu được đầu tư tăng quy mô và trẻ hóa sẽ làm tăng hiệu quả kinh doanh của công ty trong những năm tới; iii) Tiềm năng phát triển to lớn của lĩnh vực vận tải khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) trong dài hạn.

### Thông tin cập nhật

- Giá cước tàu dầu thô và sản phẩm lọc dầu đã tăng mạnh 18%-25% từ đầu quý 3 trên nhiều tuyến vận tải, đặc biệt cước tàu dầu thô cỡ VLCC đã tăng mạnh đến 50%. Trung bình từ đầu năm, chỉ số cước tàu dầu thô Baltic(BIDY) tăng 104% và chỉ số cước tàu dầu sản phẩm (BITY) tăng 128% so với cùng kỳ 2021.
- Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm cơ bản ổn định với doanh thu tăng 19%, lợi nhuận trước thuế tăng 1% so với cùng kỳ 2021. Lợi nhuận tăng chậm do giá vốn hàng bán và chi phí tài chính tăng nhanh, bên cạnh đó cùng kỳ có khoản lợi nhuận khác 43 tỷ đồng.

### Điểm nhấn đầu tư

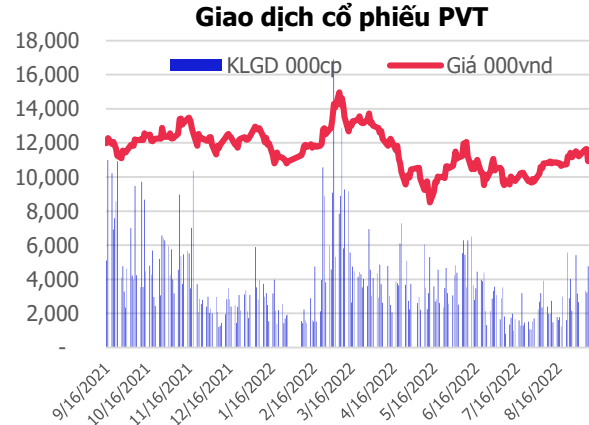
- **Chiến lược đầu tư tăng quy mô và trẻ hóa đội tàu với kế hoạch đầu tư thêm 14 tàu tải trọng 300-400 nghìn DWT với giá trị đầu tư khoảng 8.000 tỷ đồng:** Trong 8 tháng đầu năm, công ty đã đầu tư thêm 03 tàu mới với tải trọng gần 55,000 DWT. Theo kế hoạch, Tổng công ty sẽ thực hiện đầu tư khoảng 14 tàu các loại giai đoạn 2021-2025, nhằm tối các tàu vận tải dầu thô lớn cỡ VLCC, Aframax, tàu khí hóa lỏng VLGC và các tàu sản phẩm cỡ trung 15,000-20,000 DWT.
- **Giá cước vận tải dầu khí phục hồi từ đầu năm 2022 và tăng mạnh từ đầu Q3:** Giá cước tăng nhờ quy mô vận tải dầu khí (tấn-kilomet) tăng lên (+5%) khi nhu cầu dầu tăng (+2.5%) và các tuyến vận tải phải đi vòng xa hơn do các lệnh trừng phạt cấm nhập dầu Nga từ Châu Âu và Bắc Mỹ.
- **Phát triển mở rộng sang lĩnh vực vận tải khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) đầy tiềm năng:** Theo dự thảo Quy hoạch điện 8, nhu cầu sử dụng LNG khoảng 2.8 trtấn/năm 2025 và tăng lên 12 trtấn/năm vào 2030. Đây là thị trường vận tải mới đầy tiềm năng đối với công ty trong chiến lược phát triển dài hạn.

### Dự báo kết quả kinh doanh 6 tháng cuối năm 2022

Trong 6 tháng cuối năm, cùng với việc mua thêm các tàu mới và giá cước thuê tàu tăng thêm, Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận trước thuế 6 tháng cuối năm lần lượt đạt 4,640 tỷ đồng và 640 tỷ, đưa doanh thu và lợi nhuận trước thuế cả năm đạt 8,912 tỷ và 1,198 tỷ đồng, tăng 19% và 15% so với 2021.

### Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của PVT vào khoảng VND 26,800** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và so sánh PE, PB. Giá mục tiêu tương ứng với P/E forward là 11.3 lần, mức rất hấp dẫn.



Ngày báo cáo	19/09/2022
Giá hiện tại	20,750 VND
Giá mục tiêu	26,800 VND
Tỷ lệ Tăng/giảm	29.4%
Mã Bloomberg	PVT VN Equity
Giá trị vốn hóa	7,865 tỷ vnd
Biến động giá 52 tuần	16,600-29,100 vnd
Khối lượng GDBQ 52 tuần	3,812 nghìn cp
Giá trị GDBQ 52 tuần	88.5 tỷ vnd
Sở hữu nước ngoài	14.1%

	1T	3T	6T	12T
PVT	7%	10%	-12%	-4%
VNIndex	-2%	3%	-14%	-7%

Chỉ tiêu	Đơn vị	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	<b>7,460</b>	<b>8,912</b>	<b>9,576</b>	<b>10,440</b>	<b>10,954</b>
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	1,238	1,469	1,574	1,757	1,843
Biên lợi nhuận gộp	%	16.6%	16.5%	16.4%	16.8%	16.8%
LNTT và lãi vay (EBIT)	Tỷ đồng	1,196	1,454	1,457	1,619	1,698
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	1,040	1,198	1,199	1,327	1,414
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	835	987	983	1,062	1,131
Thu nhập mỗi cp (EPS)	Đồng	1,946	2,372	2,367	2,575	2,753
Tăng trưởng EPS	%	-0.6%	21.9%	-0.2%	8.8%	6.9%
Cổ tức mỗi cổ phần	Đồng	1,000	1,000	1,000	1,000	1,200
Lợi tức cổ phần	%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	5.5%
P/E	Lần	11.2	9.2	9.2	8.4	7.9
P/B	Lần	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	Lần	5.07	4.49	4.20	3.67	3.54
ROE	%	12.0%	13.1%	12.2%	12.2%	12.2%
ROA	%	6.7%	6.9%	6.3%	6.2%	6.7%

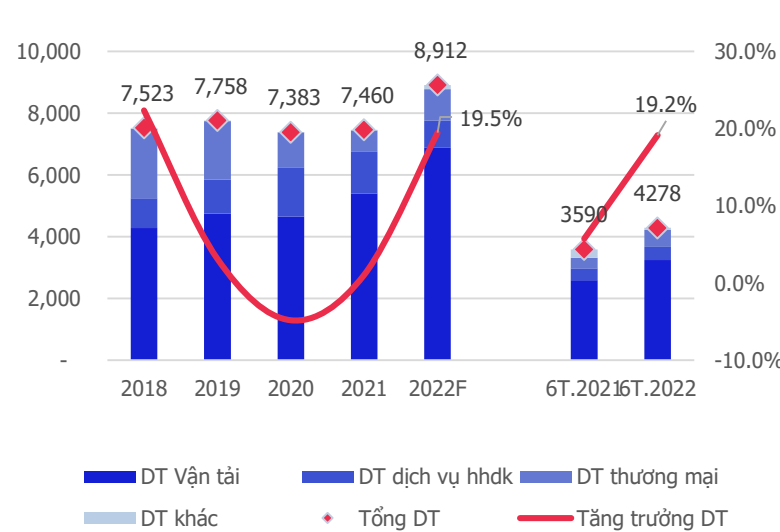
(Nguồn: PVT, TTNC MBS tổng hợp)



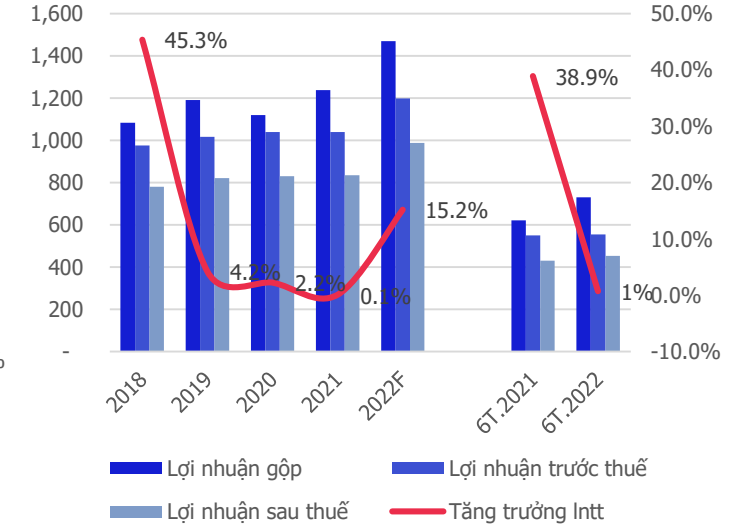
## Thông tin cập nhật

- Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm cơ bản ổn định với doanh thu tăng 19% và lợi nhuận trước thuế tăng 1%:** Việc lợi nhuận tăng chậm trong kỳ do chi phí giá vốn hàng bán cũng tăng cao khi chi phí nhiên liệu và chi phí khấu hao tăng mạnh trong kỳ (chi phí khấu hao tăng thêm 170 tỷ tương đương 46%). Trong quý 1 biên lợi nhuận gộp lĩnh vực vận tải chỉ đạt 13.7% do giá cước cho thuê tàu theo hạn định (TCE) chưa được điều chỉnh kịp. Sang quý 2 tình hình đã tốt lên nhiều khi biên lợi nhuận gộp vận tải đạt 20.15%. Doanh thu 6 tháng đạt 4,278 tỷ đồng, trong đó doanh thu vận tải đạt 3,246 (+26%yoy). Lợi nhuận trước thuế đạt 544 tỷ đồng (+1%yoy), hoàn thành 92% kế hoạch năm.
- Trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi kỳ vọng cùng với việc giá cước tăng mạnh, hiệu quả kinh doanh của công ty sẽ tăng cao hơn** với doanh thu dự kiến đạt 4,626 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 637 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp đạt 16% và biên lợi nhuận trước thuế đạt 14%. Lũy kế cả năm 2022, Doanh thu dự báo đạt 8,912 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 1,198 tỷ đồng, tăng lần lượt 19% và 15% so với 2021.
- Chiến lược đầu tư gia tăng quy mô và trẻ hóa đội tàu vận tải giai đoạn 2021-2025 đón đầu sự phục hồi của thị trường vận tải biển những năm tới đây.** Tính đến thời điểm hiện tại 6.2022, PVT đang sở hữu đội tàu vận tải gồm 38 chiếc với tổng trọng tải lên tới 1,2 triệu DWT. Theo kế hoạch, Tổng công ty mẹ sẽ thực hiện đầu tư thêm 06 tàu với tổng tải trọng khoảng 250 nghìn DWT, các công ty con thành viên cũng đầu tư thêm khoảng 8-10 chiếc với tải trọng từ 600-800 nghìn DWT.

### Doanh thu và tăng trưởng



### Lợi nhuận và tăng trưởng



## Năng lực đội tàu & kế hoạch đầu tư mới giai đoạn 2021-2025

Loại tàu	Tàu hiện tại		Tàu thêm mới		Tàu sau nâng cấp
	Số lượng	Trọng tải ('000 DWT)	Số lượng	Trọng tải ('000 DWT)	Số lượng
Tàu dầu thô	4	418	5	500 - 800	9
Tàu SP/hóa chất	16	275	5	99 - 129	21
Tàu LPG	14	N/A		N/A	14
Tàu hàng rời	2	83	1	50 - 80	3
FSO/FPSO	2	199	0	0	2
<b>Tổng cộng</b>	<b>38</b>	<b>1,205</b>	<b>11</b>	<b>N/A</b>	<b>49</b>

(Nguồn: PVT, TTNC MBS tổng hợp)

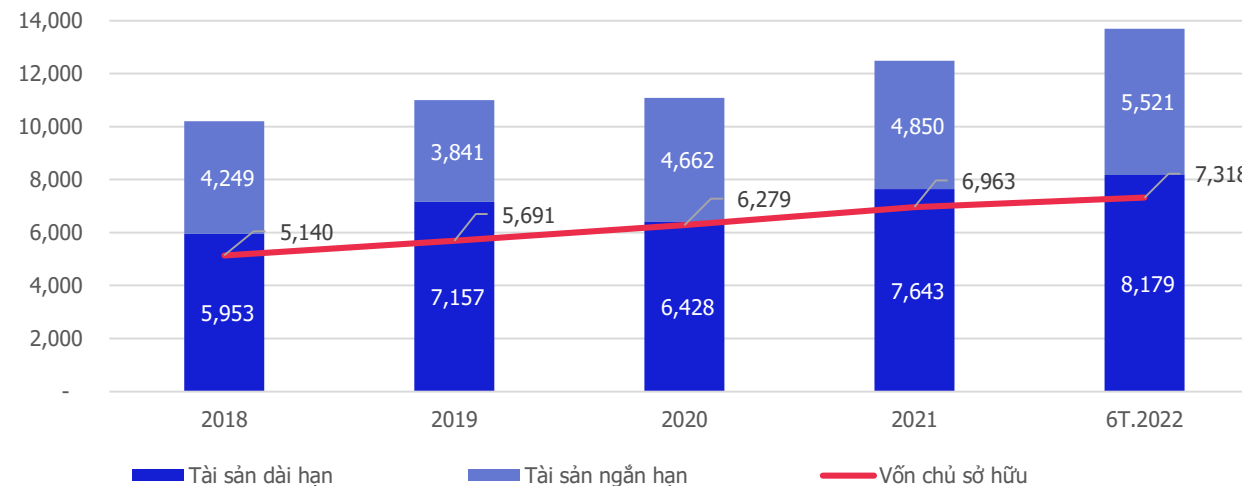
**Tình hình tài chính lành mạnh với cơ cấu tài sản và nguồn vốn phù hợp, tạo điều kiện phát triển ổn định, gia tăng hiệu quả.**

- **Tổng tài sản tiếp tục tăng lên cùng kế hoạch gia tăng đầu tư nâng cao năng lực vận tải của đội tàu:** Tổng tài sản đến cuối tháng 6.2022 đạt 13,700 tỷ đồng, tăng thêm 1,207 tỷ đồng so với đầu năm. Cơ cấu tài sản phù hợp với mô hình kinh doanh vận tải, khi Giá trị tài sản cố định là đội tàu vận tải luôn chiếm tỷ trọng cao 60%-62% Tổng tài sản. Bên cạnh đó, nguồn tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính dồi dào giúp công ty hoạt động ổn định và tiếp tục mở rộng đầu tư nâng cao năng lực kinh doanh.
- Cơ cấu nguồn vốn đảm bảo tài trợ ổn định cho hoạt động kinh doanh liên tục. Vốn chủ sở hữu đến cuối T6.2022 đạt 7,318 tỷ đồng, chiếm trên 53.4% Tổng nguồn vốn. Nguồn vốn dài hạn (Vốn chủ sở hữu+Nợ dài hạn) luôn lớn hơn Tài sản dài hạn.

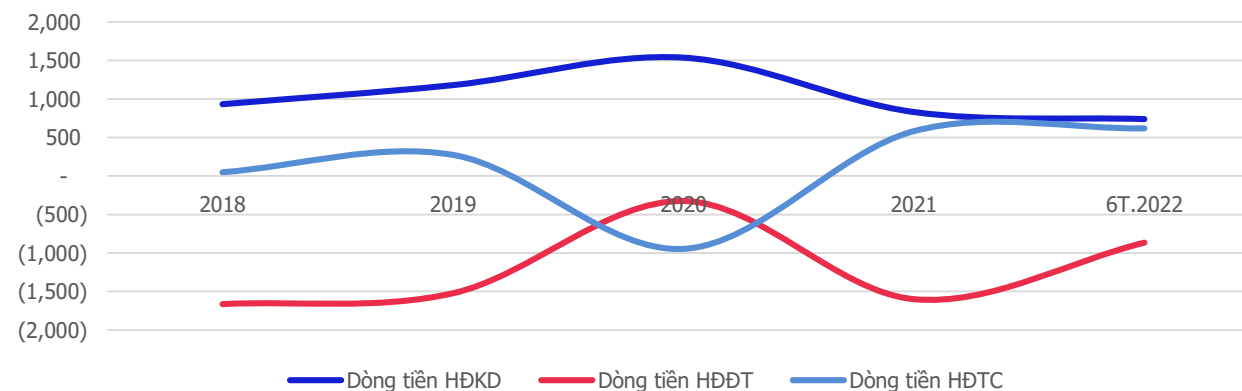
**Dòng tiền hoạt động kinh doanh luôn dương nhờ kiểm soát tốt hoạt động kinh doanh giúp nâng cao chất lượng hiệu quả hoạt động, đẩy mạnh tái đầu tư và chi trả cổ tức bằng tiền hấp dẫn**

- Dòng tiền thuần hoạt động kinh doanh luôn dương và liên tục tăng lên trong 4 năm qua, đảm bảo chất lượng hiệu quả kinh doanh, mặt khác tài trợ vốn cho các hoạt động đầu tư.
- Dòng tiền hoạt động kinh doanh dương, cũng đem đến chính sách cổ tức bằng tiền mặt đều các năm qua. Để thực hiện chiến lược đầu tư gia tăng năng lực đội tàu vận tải, đại hội cổ đông 6.2022 đã quyết định cổ tức năm 2021 sẽ được chi trả 10% bằng cổ phiếu để đảm bảo nguồn vốn đầu tư.

**Cơ cấu Tài sản**



**Lưu chuyển dòng tiền**

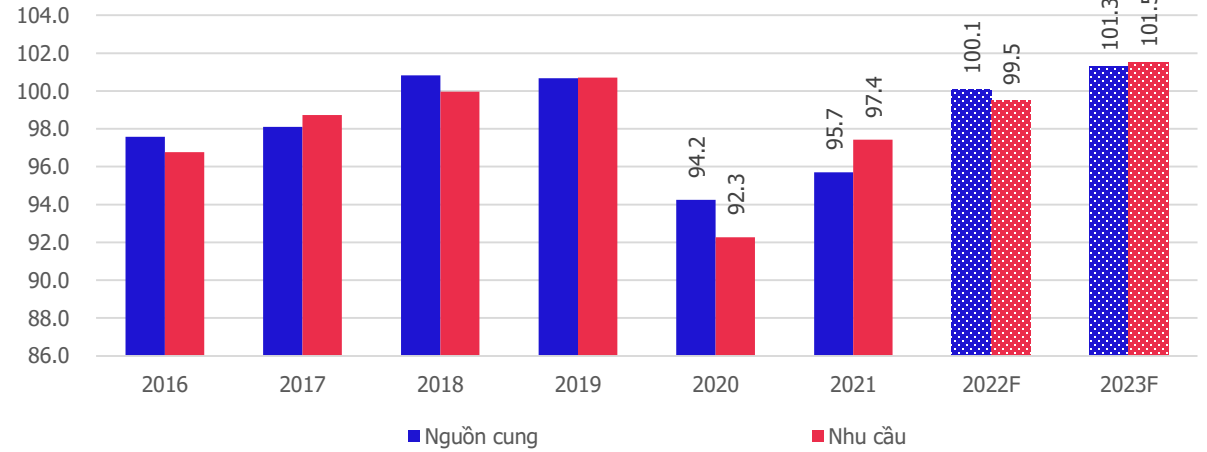


(Nguồn: PVT, TTNC MBS tổng hợp)

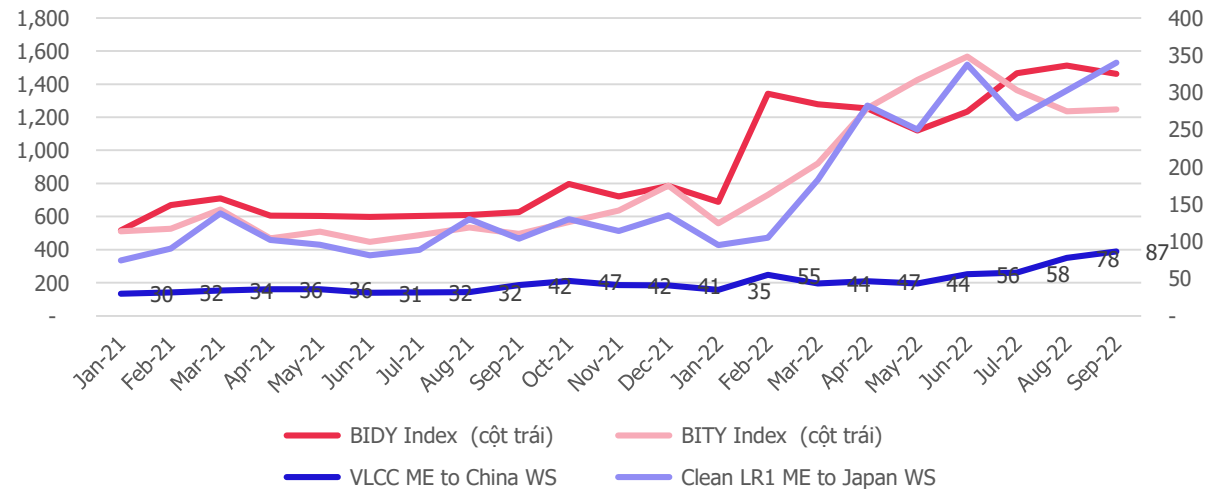
## Giá cước vận tải hàng lỏng hồi phục từ cuối năm 2021 và đầu năm 2022

- Giá cước vận tải tăng mạnh từ đầu năm 2022 và trung bình 8 tháng đạt 104% với tàu dầu thô và 128% với tàu dầu sản phẩm.** Giá cước tàu dầu tăng nhờ nhu cầu tiêu thụ dầu tăng trong kỳ và đặc biệt là khối lượng vận tải (tấn/kilomet) dầu thô và dầu sản phẩm tăng lên 5% và 2.9% khi Châu Âu và Mỹ cấm nhập khẩu dầu thô từ Nga làm cho các cung đường vận chuyển bị kéo dài thêm. Hiện chỉ số giá cước tàu dầu thô Baltic (BIDY) đạt 1.461 điểm, chỉ số cước tàu dầu sản phẩm (BITY) đạt 1.248 điểm, tăng lần lượt 86% và 58% từ đầu năm đến nay. Giá cước tàu VLCC tuyến Trung Đông đi Trung Quốc đạt 87 điểm, tăng 110% và 116% so với cùng kỳ và đầu năm nay, giá cước tàu dầu sản phẩm LR1 đạt 350 điểm, tăng 228% và 258% so với cùng kỳ 2021 và đầu năm nay.
- Nhu cầu tiêu thụ dầu thế giới dự báo tăng thêm 2.0-2.1 triệu thùng/ngày trong năm 2022 và 2023.** Tổ chức năng lượng quốc tế IEA và EIA đều đưa ra dự báo nhu cầu dầu trong năm 2022 tăng thêm từ 2.0-2.1 triệu thùng/ngày lên 99.5-99.7 triệu thùng/ngày, năm 2023 lên mức 101.7 triệu thùng/ngày.
- Tăng trưởng đội tàu vận tải hàng lỏng tăng chậm:** do các quy định ngày càng chặt chẽ về môi trường, tăng trưởng đội tàu chở dầu thô được BIMCO dự báo tăng 5.4% và 1.7% trong 2022-2023, trong khi đội tàu chở dầu sản phẩm là 1.0% và 0.9% trong 2022-2023

### Nguồn Cung và Nhu Cầu dầu thế giới



### Giá cước tàu chở dầu thô và dầu sản phẩm



#### Chi chú:

BIDY: Baltic Dirty Tanker Index\_ Chỉ số cước tàu dầu thô Baltic

BITY: Baltic Clean Tanker Index\_ Chỉ số cước tàu dầu sản phẩm/hóa chất Baltic

VLCC ME to China WS: Chỉ số cước tàu dầu thô cỡ VLCC (220k-250k DWT) chặng Trung Đông đi cảng Trung Quốc.

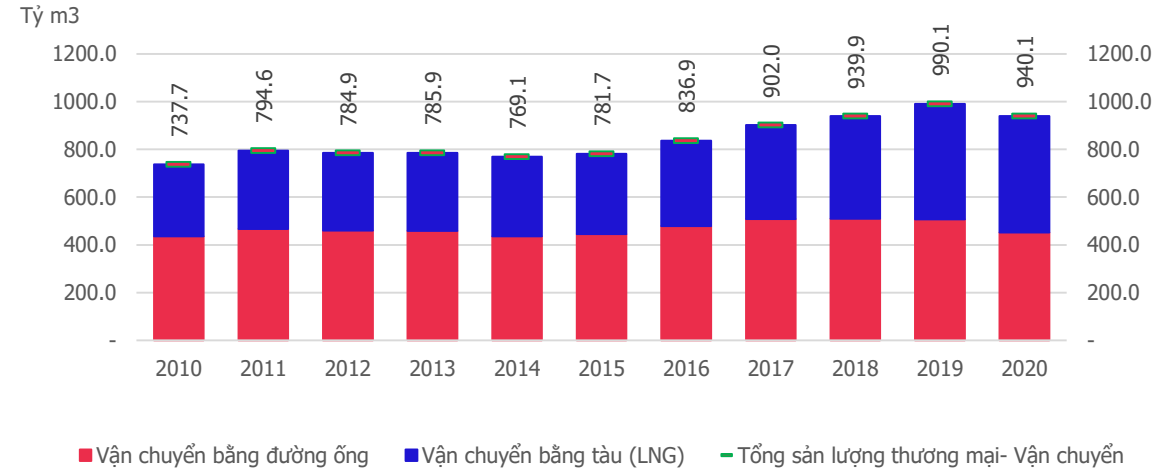
Clean LR1 ME to Japan WS: Chỉ số cước tàu dầu sản phẩm/hóa chất cỡ LR1 (60-80k DWT) chặng Trung Đông đi cảng Nhật Bản

(Nguồn: EIA, Bloomberg, Clarksons)

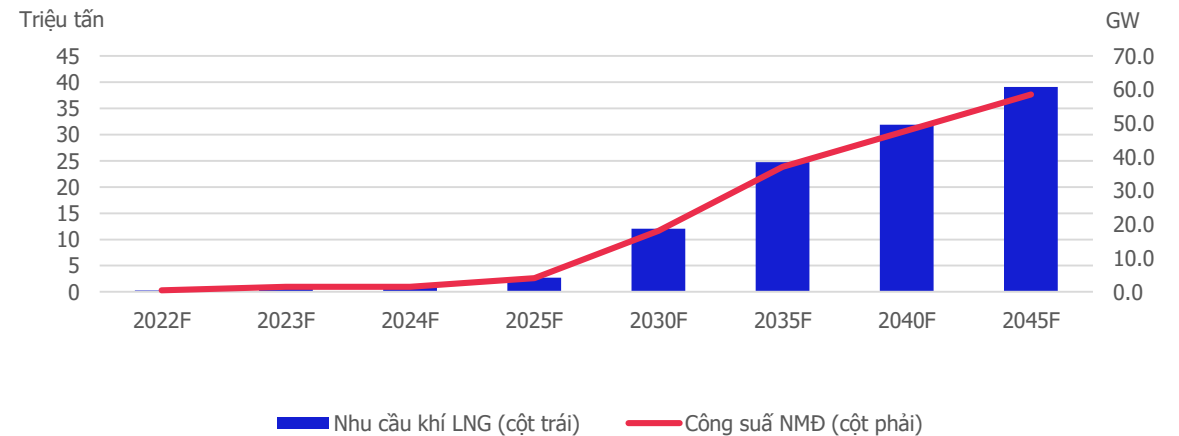
## Tiềm năng thị trường vận tải khí tự nhiên hóa lỏng (LNG)

- **Tiêu thụ khí tự nhiên toàn cầu tiếp tục tăng lên:** OPEC cho biết, khí tự nhiên sẽ là nhiên liệu hóa thạch phát triển nhanh nhất từ năm 2020 đến năm 2045 do mức độ đô thị hóa gia tăng, nhu cầu công nghiệp tăng và khả năng cạnh tranh cao hơn (sạch) so với than trong nhiên liệu sản xuất điện. Nhu cầu khí đốt toàn cầu được dự báo sẽ tăng từ gần 67 mboe/ngày (triệu thùng tương đương dầu) năm 2019 lên 91 mboe/ngày vào năm 2045, khiến khí tự nhiên trở thành nguồn đóng góp lớn thứ hai trong hỗn hợp năng lượng sơ cấp.
- **Sản lượng Thương mại và vận chuyển LNG tiếp tục tăng lên:** Nhu cầu sử dụng khí tự nhiên tăng lên đã đẩy sản lượng thương mại và vận chuyển khí lên cao, trong đó có vận chuyển khí bằng đường ống và tàu vận tải LNG. Năm 2020 sản lượng thương mại LNG toàn cầu đạt 488 tỷ m3, chiếm 52% tổng sản lượng vận chuyển.
- **Nhu cầu khí LNG nhập khẩu của Việt Nam tăng lên cùng với chiến lược phát triển của ngành điện:** Từ cuối năm 2022 khi dự án LNG Thị Vải hoàn thành Việt Nam sẽ thực hiện nhập khẩu LNG với sản lượng hàng năm khoảng 1 triệu tấn, và tiếp tục tăng lên với giai đoạn 2 từ 2025. Theo Dự thảo Quy hoạch phát triển ngành điện 8 đang trình các bộ ngành, quy mô các nhà máy điện sử dụng LNG nhập khẩu đạt 4,000 MW vào năm 2025 và tăng lên 18,000 MW vào năm 2030, tương ứng với nhu cầu LNG khoảng 2.8 triệu tấn/năm và tăng lên 12 triệu tấn/năm. Chúng tôi đánh giá đây là thị trường vận tải mới đầy tiềm năng mà công ty, với năng lực và kinh nghiệm trong lĩnh vực vận tải dầu khí, sẽ có kế hoạch tham gia phù hợp trong trung và dài hạn để nắm bắt cơ hội phát triển.

Sản lượng Thương mại - Vận chuyển khí đốt toàn cầu



Công suất nguồn điện và Nhu cầu LNG nhập khẩu của Việt Nam



(Nguồn: MOIT, BP, Bloomberg)

## Dự báo kết quả kinh doanh năm 2022 và các năm tiếp theo

Trong nửa cuối năm 2022 chúng tôi dự báo hoạt động kinh doanh của công ty tiếp tục có sự phát triển ổn định khi năng lực vận tải được gia tăng với việc đầu tư thêm tàu mới trong năm và đặc biệt là giá cước tho thuê tàu đang tăng mạnh.

Cho cả năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu của công ty có thể đạt mức 8,912 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 1,198 tỷ đồng, lần lượt tăng 19.5% và 15.2% so với 2021. Lợi nhuận sau thuế đạt 987 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 808 tỷ đồng, thu nhập mỗi cổ phần đạt 2,372 đồng, tăng 22% so với 2021.

Cho năm 2023, với việc tiếp tục đầu tư gia tăng năng lực đội tàu, chúng tôi cũng kỳ vọng giá cước vận tải dầu khí sẽ tăng thêm 8%-10%, dự báo tổng doanh thu của công ty có thể đạt 9,576 tỷ đồng, tăng 7.5%, lợi nhuận trước thuế dự báo đạt 1,200 tỷ đồng, tương đương mức lợi nhuận của năm 2022, lợi nhuận cốt lõi tăng 14%.

## Định giá cổ phiếu

Chúng tôi thực hiện xác định giá trị cổ phiếu của công ty, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền công ty (FCFF) kết hợp PE, PB, giá trị cổ phiếu PVT đạt mức 26,800 đồng/cổ phần, tương ứng với PE Forward 2022 là 11.3 lần.

Kết quả định giá	Giá trị (vnd/cp)
- DCF_FCFF	29,263
- PB	17,524
- PE	33,744
<b>Giá trị trung bình</b>	<b>26,800</b>

## Dự báo kết quả kinh doanh 2021F-2025F

Kết quả kinh doanh	Đơn vị	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	Tỷ đồng	7,460	8,912	9,576	10,440	10,954	11,063
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	%	1.0%	19.5%	7.5%	9.0%	4.9%	1.0%
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng	-6,222	-7,443	-8,002	-8,682	-9,111	-9,205
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	1,238	1,469	1,574	1,757	1,843	1,858
Doanh thu tài chính	Tỷ đồng	180	160	170	180	191	202
Chi phí tài chính	Tỷ đồng	-156	-256	-258	-292	-284	-228
Chi phí bán hàng	Tỷ đồng	-11	-10	-14	-16	-16	-17
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Tỷ đồng	-277	-321	-345	-376	-394	-398
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	Tỷ đồng	998	1,070	1,155	1,283	1,370	1,450
EBIT	Tỷ đồng	1,196	1,454	1,457	1,619	1,698	1,721
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	1,040	1,198	1,199	1,327	1,414	1,494
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	835	987	983	1,062	1,131	1,195
Lợi nhuận dành cho cổ công ty mẹ	Tỷ đồng	660	808	793	861	918	973

## Định giá theo chiết khấu dòng tiền FCFF

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Chi phí vốn bình quân-WACC	%	11.78%
Tăng trưởng dòng tiền sau năm 2026	%	2.00%
Hiện giá dòng tiền thuần giai đoạn 2021-2026	Tỷ đồng	3,015
Hiện giá dòng tiền sau năm 2026	Tỷ đồng	7,884
Tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn hiện tại	Tỷ đồng	2,360
Giá trị Công ty	Tỷ đồng	13,259
Nợ phải trả	Tỷ đồng	3,787
Giá trị vốn chủ sở hữu	Tỷ đồng	9,472
Số lượng cổ phần	Triệu cp	323.70
<b>Giá trị mỗi cổ phần</b>	<b>đồng</b>	<b>29,263</b>

## Hệ số PE-PB ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tr usd)	P/B	P/E
VIETNAM TANKER JSC	Vietnam	39	0.8	9.8
VIETNAM PETROLEUM TRANSPORT	Vietnam	28	0.6	
PETROVIETNAM TRANSPORTATION	Vietnam	535	1.0	22.5
CSC NANJING TANKER CORPORA-A	China	1,642	1.9	25.6
YINSON HOLDINGS BHD	Malaysia	1,277	1.4	14.1
BUANA LINTAS LAUTAN TBK PT	Indonesia	247	0.7	7.9
THORESEN THAI AGENCIES PCL	Thailand	864	1.6	
SHIPPING CORP OF INDIA LTD	India	699	0.6	7.4
GREAT EASTERN SHIPPING CO	India	707	0.7	5.7
FRONTLINE LTD	Norway	1,542	1.0	30.0
DHT HOLDINGS INC	Bermuda	976	0.9	14.5
<b>Trung bình</b>			<b>1.0</b>	<b>13.5</b>

Kết quả kinh doanh	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	7,460	8,912	9,576	10,440	10,954
Giá vốn hàng bán	-6,222	-7,443	-8,002	-8,682	-9,111
Lợi nhuận gộp	1,238	1,469	1,574	1,757	1,843
Doanh thu tài chính	180	160	170	180	191
Chi phí tài chính	-156	-256	-258	-292	-284
Chi phí bán hàng	-11	-10	-14	-16	-16
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-277	-321	-345	-376	-394
Lợi nhuận thuần hđ kinh doanh	998	1,070	1,155	1,283	1,370
Lợi nhuận trước thuế	1,040	1,198	1,199	1,327	1,414
Lợi nhuận sau thuế	835	987	983	1,062	1,131
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	660	808	793	861	918
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	175	179	190	201	213

Tài sản- Nguồn vốn	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>4,850</b>	<b>5,706</b>	<b>5,733</b>	<b>5,820</b>	<b>6,564</b>
Tiền tương đương tiền	1,283	2,360	2,418	2,483	3,257
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,790	1,611	1,450	1,305	1,174
Khoản phải thu	1,477	1,343	1,443	1,573	1,651
Hàng tồn kho	142	204	219	238	250
Tài sản ngắn hạn khác	158	189	203	221	232
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>7,643</b>	<b>8,531</b>	<b>9,958</b>	<b>11,180</b>	<b>10,296</b>
Tài sản cố định	6,975	8,030	9,424	10,617	9,772
Tài sản dở dang dài hạn	2	16	13	6	3
Tài sản dài hạn khác	666	484	521	557	521
<b>Tổng tài sản</b>	<b>12,493</b>	<b>14,237</b>	<b>15,690</b>	<b>17,000</b>	<b>16,860</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>5,530</b>	<b>6,718</b>	<b>7,625</b>	<b>8,318</b>	<b>7,562</b>
<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>	<b>2,450</b>	<b>2,931</b>	<b>3,093</b>	<b>3,293</b>	<b>3,417</b>
Phải trả người bán ngắn hạn	1,533	1,529	1,644	1,784	1,872
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	778	778	778	778	778
Phải trả ngắn hạn khác	139	624	670	731	767
<b>Nợ phải trả dài hạn</b>	<b>3,080</b>	<b>3,787</b>	<b>4,533</b>	<b>5,025</b>	<b>4,146</b>
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	2,468	3,163	3,958	4,503	3,598
Phải trả dài hạn khác	612	624	575	522	548
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6,963</b>	<b>7,519</b>	<b>8,065</b>	<b>8,682</b>	<b>9,297</b>
Vốn góp của chủ sở hữu	3,237	3,237	3,237	3,237	3,237
Quỹ đầu tư phát triển	967	967	967	967	967
Quỹ khác thuộc vốn chủ sở hữu	47	47	47	47	47
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	944	1,429	1,898	2,435	2,965
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,768	1,840	1,916	1,996	2,081
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>12,493</b>	<b>14,237</b>	<b>15,690</b>	<b>17,000</b>	<b>16,860</b>

Lưu chuyển dòng tiền	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	829	2,454	2,125	2,409	2,503
Dòng tiền thuần hđ đầu tư	-1,599	-1,582	-2,299	-2,311	-248
Dòng tiền thuần hđ tài chính	583	204	232	-32	-1,481

Hệ số tài chính	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Hệ số hiệu quả</b>					
Biên lợi nhuận gộp	16.6%	16.5%	16.4%	16.8%	16.8%
EBITDA Margin	28.5%	26.9%	26.8%	28.1%	27.8%
Biên lợi nhuận ròng	11.2%	11.1%	10.3%	10.2%	10.3%
ROE	12.0%	13.1%	12.2%	12.2%	12.2%
ROA	6.7%	6.9%	6.3%	6.2%	6.7%

Hệ số tăng trưởng	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Tăng trưởng doanh thu	1.0%	19.5%	7.5%	9.0%	4.9%
Tăng trưởng LNTT	0.1%	15.2%	0.1%	10.7%	6.5%
Tăng trưởng LNST	0.6%	18.2%	-0.4%	8.0%	6.5%
Tăng trưởng EPS	-0.6%	21.9%	-0.2%	8.8%	6.9%

Hệ số thanh khoản	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Hệ số thanh toán hiện hành	2.0	1.9	1.9	1.8	1.9
Hệ số thanh toán nhanh	1.9	1.9	1.8	1.7	1.8
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7
Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	8.4	6.7	6.7	6.5	7.0

Hệ số định giá	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Lợi suất cổ tức	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	5.5%
EPS (VND)	1,946	2,372	2,367	2,575	2,753
BVPS (VND)	21,511	23,229	24,914	26,822	28,721 <sup>126</sup>

## **MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Bản quyền năm 2021 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

## **MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

ĐT: 024 3726 2600 - Hotline: 1900 9088

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

Facebook: Chứng khoán MB