

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC

Trái ngọt nơi cuối con đường

Phòng Phân tích
Công ty Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Nội dung

| | |
|--|-----------|
| I. Kinh tế Việt Nam: Nỗ lực ổn định trong bất định | 3 |
| II. Thị trường chứng khoán Việt Nam: Trái ngọt nơi cuối con đường | 10 |
| III. Cập nhật triển vọng các ngành và cổ phiếu khuyến nghị | 16 |
| Các cổ phiếu khuyến nghị | 17 |
| Năng lượng điện – Duy trì đà hồi phục | 18 |
| Khu công nghiệp – Giữ vững tăng trưởng lợi nhuận | 22 |
| Bán lẻ - Đối mặt nhiều áp lực | 27 |
| Cảng biển – Xuất nhập khẩu tiếp tục tăng trưởng | 32 |
| Công nghệ thông tin – Nhu cầu số hóa mạnh mẽ | 35 |
| Dệt May – Thị phần cải thiện tại một số thị trường chính | 37 |
| Ngân hàng – Sự điều chỉnh cần thiết | 40 |
| Dầu khí – Luật dầu khí sửa đổi được thông qua | 42 |
| Nhóm khác – VEA, HT1 | 45 |
| Phụ lục – Danh mục theo dõi | 47 |

I. Kinh tế Việt Nam: Nỗ lực ổn định trong bất định

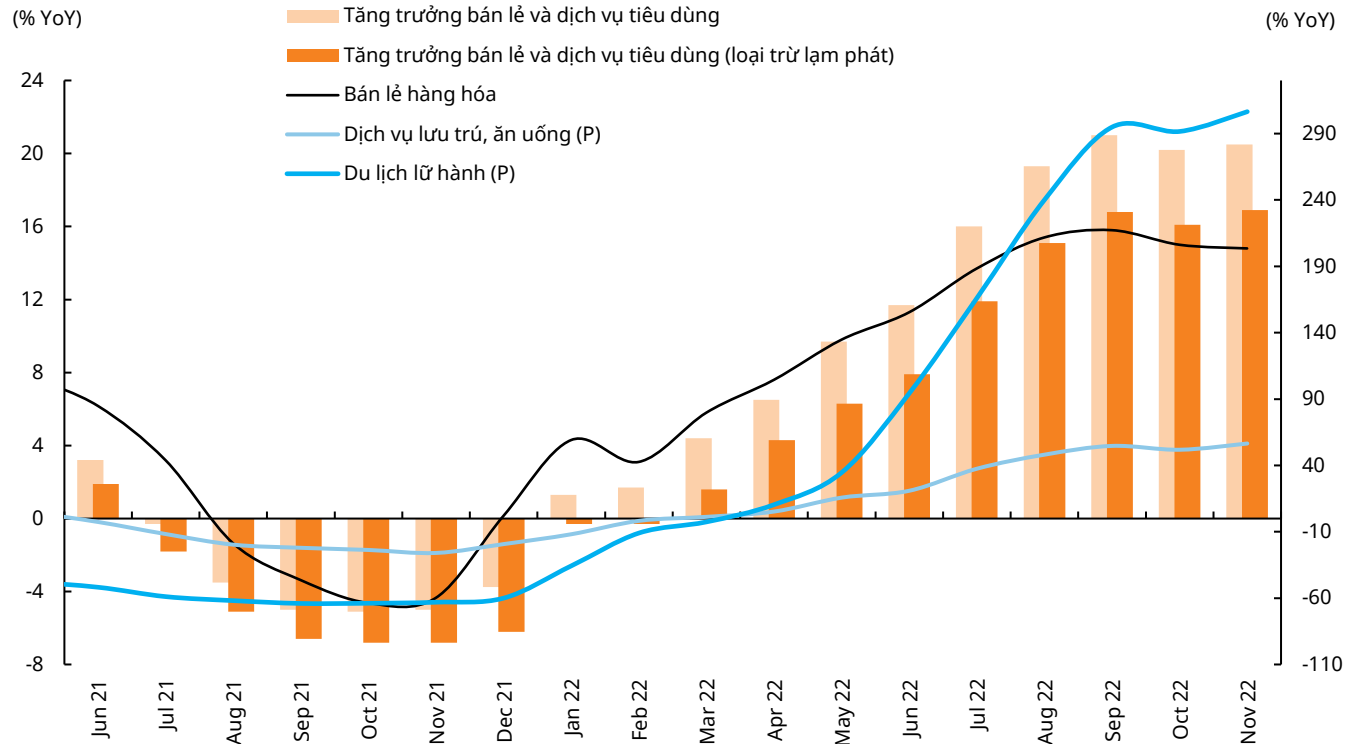
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo GDP năm 2022 của Việt Nam sẽ tăng trưởng ít nhất 7,5% với kỳ vọng rằng thúc đẩy tăng trưởng giải ngân đầu tư công sẽ bù đắp cho sự chững lại trong tăng trưởng tiêu dùng, cũng như sự chậm lại của xuất khẩu và sản xuất công nghiệp.
- Một số yếu tố cần theo dõi trong tháng 12/2022:
 - 1) **Tiêu dùng trong nước:** Mặc dù lạm phát sẽ gây áp lực nhất định lên tiêu dùng nhưng sức mua tháng 12 được chúng tôi kỳ vọng sẽ cải thiện trong bối cảnh nhiều sự kiện lớn đang diễn ra như World Cup, Giáng sinh/Tết Dương lịch và chuẩn bị đón Tết Nguyên đán sớm. Do đó, mặc dù tăng trưởng tiêu dùng trong tháng 10 và tháng 11 gần đây có dấu hiệu chững lại, nhưng nhìn chung, tiêu dùng vẫn là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng GDP trong cả quý 4 nói chung nhờ mùa mua sắm chính của năm đã bắt đầu.
 - 2) **Giải ngân vốn FDI:** Tác động của việc đồng đô la Mỹ mạnh lên so với đồng Việt Nam gần đây đang giảm bớt nên chúng tôi kỳ vọng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) sẽ giải ngân mạnh mẽ hơn trong tháng 12.
 - 3) **Xuất khẩu và sản xuất công nghiệp:** Sự chậm lại của xuất khẩu và sản xuất công nghiệp đã được phản ánh qua số liệu. Trong thời gian tới, việc nới lỏng các biện pháp phong tỏa chống Covid nghiêm ngặt của Trung Quốc là yếu tố chính cần theo dõi; chúng tôi kỳ vọng thị trường này sẽ dần mở cửa trở lại vào quý 1 năm 2023.
 - 4) **Ổn định vĩ mô:** Áp lực mất giá của đồng Việt Nam (VND) đã giảm bớt, đặc biệt sau tín hiệu gần đây của Fed về việc giảm tốc độ tăng lãi suất. Đáng chú ý đây là lần đầu tiên Fed tin rằng việc giảm tốc độ tăng lãi suất vào thời điểm này là một cách tốt để cân bằng rủi ro trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu đang xấu đi. Chúng tôi cũng nhận thấy, bên cạnh nỗ lực kiểm soát tỷ giá của NHNN, việc tỷ giá USD/VND dần ổn định còn do một số động lực như giải ngân vốn FDI trong 11 tháng đạt 19,68 tỷ USD và thặng dư thương mại 11T22 đạt 10,6 tỷ USD, cũng như kiều hối hồi phục (đặc biệt, TP.HCM ghi nhận lượng kiều hối 4,78 tỷ USD trong 9 tháng đầu năm 2022).

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

Kỳ vọng tiêu dùng phục hồi khi mùa mua sắm bắt đầu

- Một phần nhờ vào so sánh với mức nền thấp của cùng kỳ năm 2021, đà tăng trưởng bán lẻ vẫn được duy trì trong tháng 11 (+17,5% YoY). Tăng trưởng bán lẻ lũy kế từ đầu năm tăng 20,5% YoY (nếu loại trừ lạm phát tăng 16,9% YoY).
- Mặc dù lạm phát sẽ gây áp lực nhất định lên tiêu dùng nhưng sức mua tháng 12 được chúng tôi kỳ vọng sẽ cải thiện trong bối cảnh nhiều sự kiện lớn đang diễn ra như World Cup, Giáng sinh/Tết Dương lịch và chuẩn bị đón Tết Nguyên đán.
- Do đó, mặc dù tăng trưởng tiêu dùng trong tháng 10 và tháng 11 gần đây có dấu hiệu chững lại, nhưng nhìn chung, tiêu dùng vẫn là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng GDP trong cả quý 4 nói chung nhờ mùa mua sắm chính của năm đã bắt đầu. Phần lớn các nhà bán lẻ xem khoảng thời gian cuối tháng 11 và tháng 12 là mùa mua sắm chính, thường đóng góp khoảng 30-40% doanh thu cả năm.

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



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

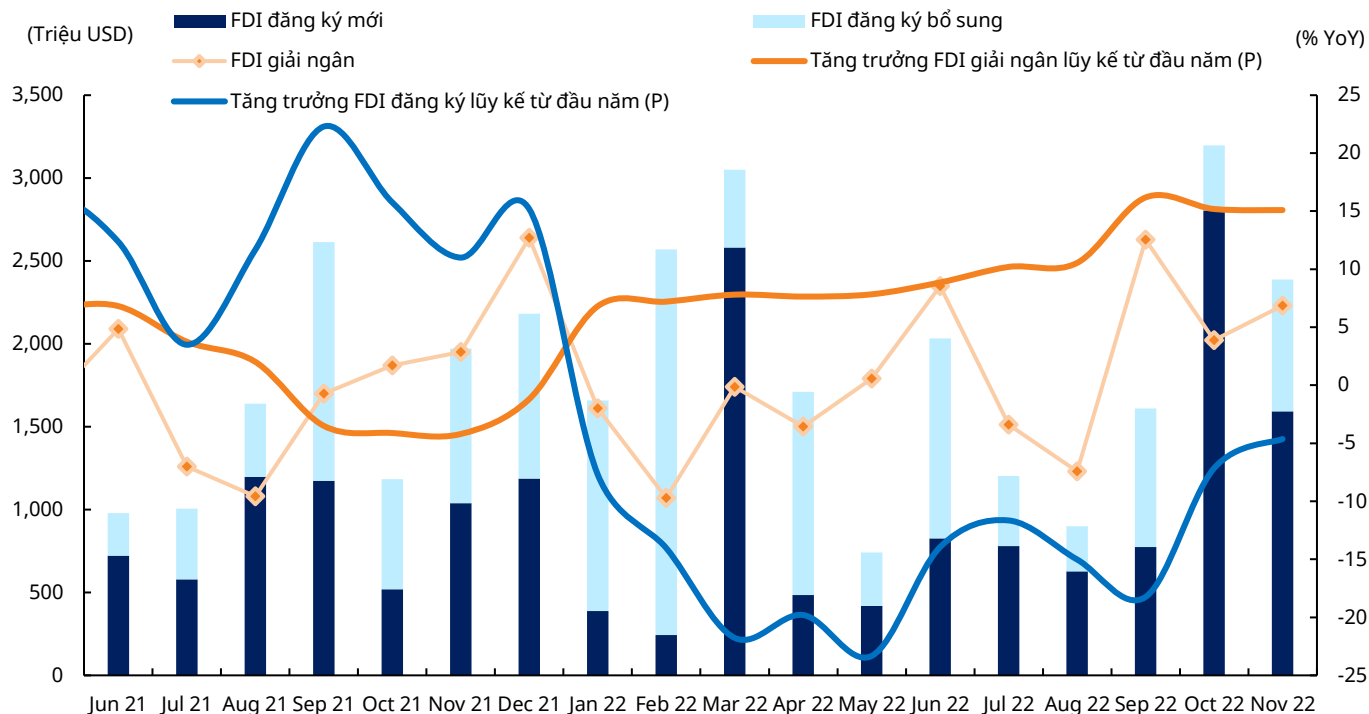
Lưu ý: Ước tính sơ bộ các tháng trong năm 2022 của GSO có thể được điều chỉnh đáng kể.

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

Giải ngân vốn FDI tăng theo tốc độ phục hồi

- Tổng vốn FDI đăng ký mới và đăng ký bổ sung trong tháng 11 tăng 21,1% YoY lên 2.387 triệu USD (so với tháng 10: 3.197 triệu USD; +170% YoY). Nhờ hai tháng cải thiện liên tiếp, mức giảm vốn FDI đăng ký lũy kế từ đầu năm đã thu hẹp còn 4,6% YoY, ghi nhận mức đăng ký 11T22 khoảng 21 tỷ USD. Trong đó, lĩnh vực sản xuất và bất động sản tiếp tục dẫn đầu về thu hút FDI, chiếm gần 80% tổng vốn đăng ký cấp mới và tăng thêm trong 11T22. Điều này cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài vẫn xem Việt Nam là một phần quan trọng trong chuỗi cung ứng toàn cầu.
- Trong tháng 11, 2.230 triệu USD đã được giải ngân (+14,4% YoY). Trong 11T22, giải ngân vốn FDI tăng 15,1% so với cùng kỳ lên 19,68 tỷ USD. Theo chúng tôi, Việt Nam vẫn giữ được lợi thế trong việc thu hút FDI trong bối cảnh chuyển dịch chuỗi cung ứng toàn cầu đang diễn ra. Do tác động của việc đồng đô la Mỹ mạnh lên so với đồng Việt Nam (VND) gần đây đang giảm bớt, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI sẽ giải ngân mạnh mẽ hơn trong tháng 12.

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đăng ký mới, đăng ký bổ sung, và giải ngân hàng tháng



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu MPI (tính đến ngày 20/11/2022)

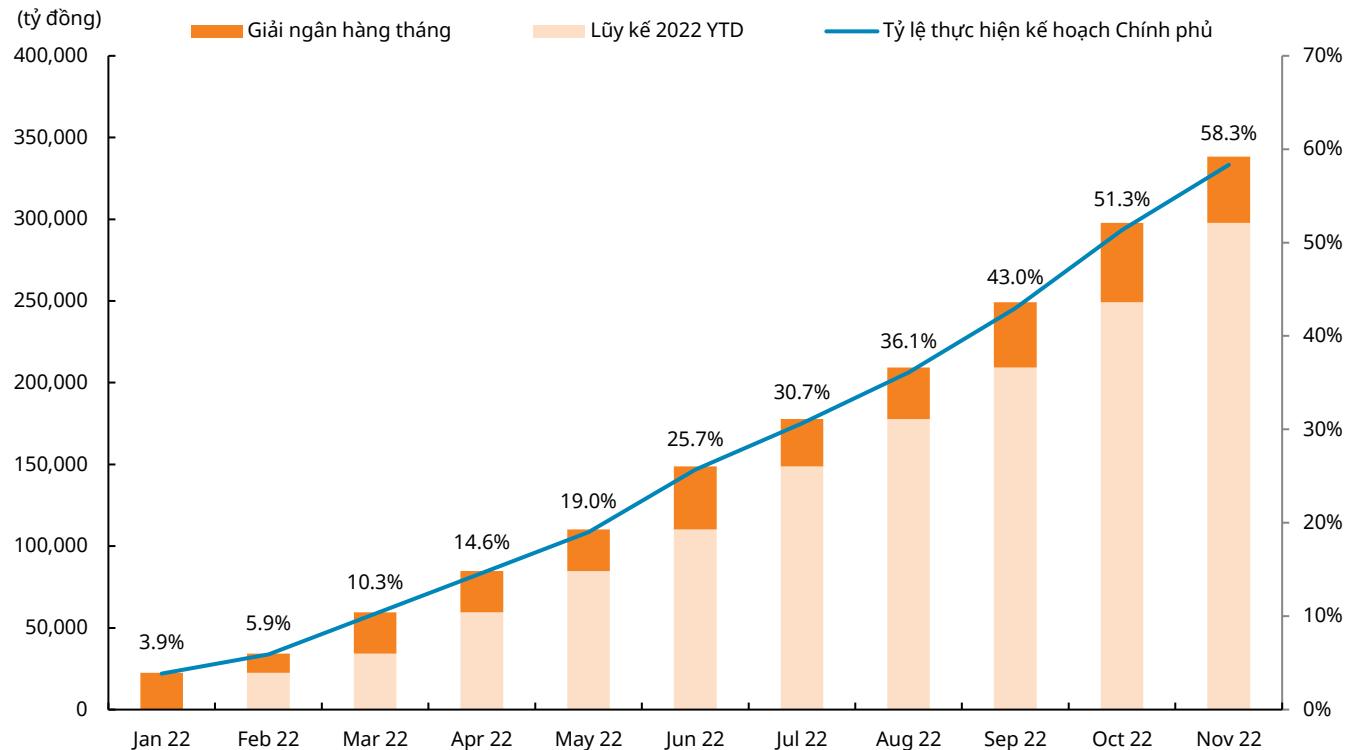
(*) Vốn đăng ký mới gồm vốn FDI đăng ký cấp mới và đăng ký tăng thêm, chưa bao gồm vốn góp và mua cổ phần

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

Giải ngân vốn đầu tư công tiếp tục tăng tốc

- Về giải ngân kế hoạch vốn năm 2022, lũy kế giải ngân vốn đầu tư công 11 tháng đầu năm ước tính đạt 58,3% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao.
- Tổng thu ngân sách nhà nước (NSNN) lũy kế 11T22 ước tính đạt 1.639 nghìn tỷ đồng, +17,4% YoY (bằng 116% dự toán năm), trong khi lũy kế chi NSNN chỉ tăng 7,1% YoY, đạt 1.359 nghìn tỷ đồng (bằng 76% dự toán năm). Thặng dư NSNN sẽ tạo dư địa để Việt Nam tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công.
- Trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu vẫn tiếp tục gặp khó khăn, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ tiếp tục đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công để hỗ trợ tăng trưởng GDP (đặc biệt trong bối cảnh tiêu dùng, xuất khẩu và sản xuất công nghiệp giảm tốc) và nâng cao năng lực cạnh tranh của Việt Nam trong thu hút FDI.

Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công hàng tháng so với kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao



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

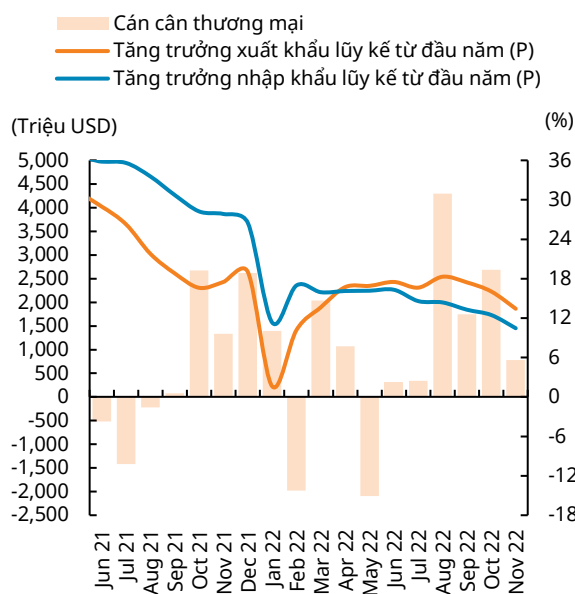
Lưu ý: Kế hoạch giải ngân vốn 2022 được điều chỉnh tăng thêm hơn 38 nghìn tỷ đồng theo Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế xã hội được Chính phủ giao vào tháng 10/2022.

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

Lĩnh vực sản xuất suy giảm rõ rệt

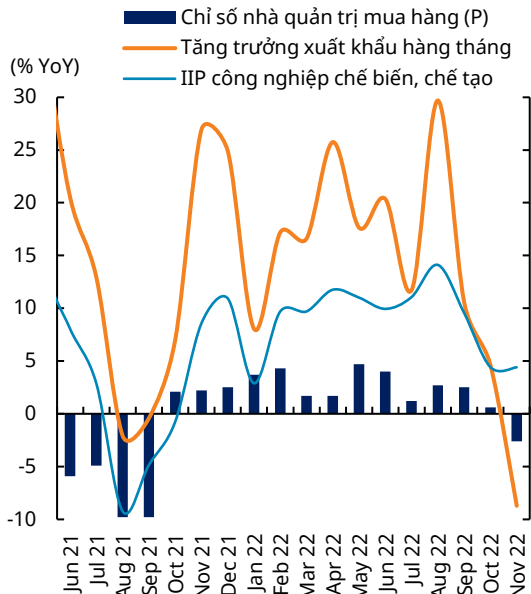
- Xuất khẩu lũy kế 11T22 ước đạt 342,21 tỷ USD, tăng 13,4% YoY (tốc độ tăng trưởng chậm lại khá đáng kể so với mức tăng 16% của 10T22). Đáng chú ý, xuất khẩu tháng 11 ước tính giảm 8,4% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, hầu hết các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam đều đang phải đối mặt với tình trạng tiêu thụ chậm lại, đặc biệt là Mỹ và EU.
- Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của lĩnh vực sản xuất (có mối tương quan với tăng trưởng xuất khẩu) đã tăng chậm lại đáng kể trong hai tháng qua (tháng 9: +10,3%; tháng 10: +5,5%; tháng 11: +5,3%) do thiếu hụt nguyên vật liệu, chi phí đầu vào tăng, đơn hàng giảm.
- Như chúng tôi đã đề cập trong các báo cáo trước, Việt Nam có thể phải đối mặt với hoạt động xuất khẩu chậm lại trong bối cảnh tăng trưởng thương mại quốc tế có thể sẽ giảm mạnh do nhu cầu toàn cầu suy giảm, với các rủi ro địa chính trị và gián đoạn chuỗi cung ứng. Kết quả là, niềm tin kinh doanh giảm mạnh trong tháng 11, với chỉ số PMI sản xuất giảm xuống 47,4 – kết thúc chuỗi 13 tháng tăng trưởng. Theo giải thích của S&P Global, việc tiền đồng mất giá dẫn đến chi phí đầu vào tăng nhanh hơn trong khi triển vọng nhu cầu khá tiêu cực.
- Có hai yếu tố cần theo dõi trong thời gian tới: 1) Thị trường Trung Quốc mở cửa trở lại và 1) lạm phát hạ nhiệt ở Mỹ. Trong thời gian tới, việc nới lỏng các biện pháp phong tỏa chống Covid nghiêm ngặt của Trung Quốc là yếu tố chính cần theo dõi; chúng tôi kỳ vọng thị trường này sẽ dần mở cửa trở lại vào quý 1 năm 2023. Bên cạnh đó, Chủ tịch Fed gần đây đã gợi ý về việc giảm tốc độ tăng lãi suất nhờ lạm phát có tín hiệu hạ nhiệt.

Xuất siêu 10,6 tỷ USD trong 11 tháng đầu năm



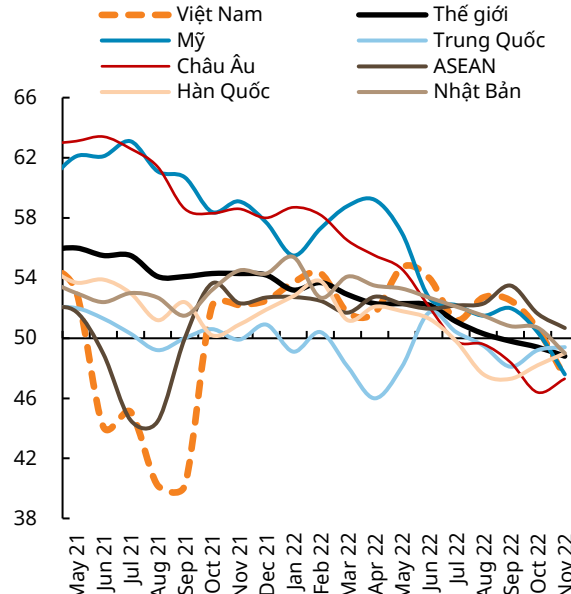
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, GSO

Một số dấu hiệu tiêu cực



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

Triển vọng nhu cầu toàn cầu suy yếu



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

Lưu ý: Ước tính sơ bộ dữ liệu xuất nhập khẩu từ tháng 8-11, và IIP tháng 11 của GSO sẽ được điều chỉnh đáng kể trong tháng tới.

I.2. Lạm phát

Tính đến cuối tháng 11, CPI tăng 4,4% YoY, trong khi CPI cơ bản tăng vọt lên 4,8% YoY.
Chúng tôi kỳ vọng lạm phát vẫn sẽ được kiểm soát trong năm 2022, ở mức khoảng 4,5%. Lưu ý rằng, giá điện có thể tăng trong tháng 12.

| Tỷ trọng | | 2022 | | | | | | | | | | |
|------------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| CPI | | 1.9 | 1.4 | 2.4 | 2.6 | 2.9 | 3.4 | 3.1 | 2.9 | 3.9 | 4.3 | 4.4 |
| CPI cơ bản | | 0.7 | 0.7 | 1.1 | 1.5 | 1.6 | 2.0 | 2.6 | 3.1 | 3.8 | 4.5 | 4.8 |
| Hàng ăn và dịch vụ ăn uống | 33.6% | -0.1 | -0.2 | 1.0 | 1.1 | 1.3 | 2.3 | 3.0 | 3.3 | 3.7 | 5.1 | 5.2 |
| Lương thực | 3.7% | 3.1 | 1.7 | 1.8 | 2.1 | 2.4 | 2.9 | 2.8 | 2.3 | 2.1 | 2.4 | 2.8 |
| Thực phẩm | 21.3% | -1.7 | -1.8 | -0.1 | -0.2 | 0.1 | 1.3 | 1.9 | 2.3 | 2.8 | 5.0 | 5.1 |
| Ăn uống ngoài gia đình | 8.6% | 2.4 | 3.1 | 3.4 | 3.8 | 3.9 | 4.5 | 5.7 | 6.3 | 6.6 | 6.6 | 6.6 |
| Đồ uống và thuốc lá | 2.7% | 2.8 | 2.2 | 2.6 | 2.7 | 3.0 | 3.2 | 3.4 | 3.5 | 3.4 | 3.6 | 3.5 |
| May mặc, mũ nón và giày dép | 5.7% | 0.9 | 0.7 | 1.0 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 1.8 | 2.1 | 2.2 | 2.3 | 2.2 |
| Nhà ở và vật liệu xây dựng | 18.8% | 3.5 | 0.4 | 1.7 | 2.7 | 2.2 | 1.5 | 1.1 | 1.4 | 4.4 | 5.4 | 6.0 |
| Thiết bị và đồ dùng gia đình | 6.7% | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.6 | 1.8 | 2.0 | 2.2 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.6 |
| Thuốc và dịch vụ y tế | 5.4% | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Giao thông | 9.7% | 14.5 | 15.5 | 18.3 | 16.6 | 18.4 | 21.4 | 15.2 | 8.9 | 6.7 | 1.8 | 0.9 |
| Bưu chính viễn thông | 3.1% | -0.7 | -0.7 | -0.6 | -0.5 | -0.3 | -0.5 | -0.2 | -0.2 | -0.1 | -0.2 | -0.2 |
| Giáo dục | 6.2% | -3.8 | -3.3 | -3.2 | -2.3 | -2.2 | -2.1 | -2.0 | -0.6 | 8.4 | 10.6 | 11.0 |
| Văn hoá, giải trí và du lịch | 4.6% | -0.1 | 0.3 | 0.5 | 1.8 | 2.8 | 3.4 | 4.3 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 5.0 |

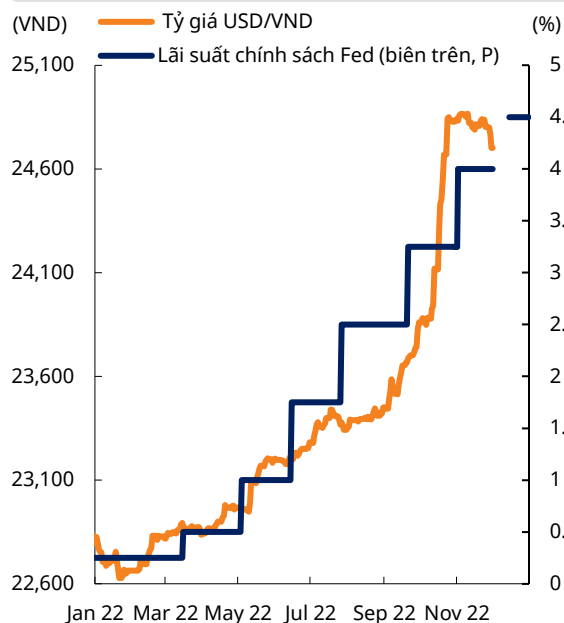
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO.
Lưu ý: Chỉ số lạm phát cơ bản được tính toán bằng phương pháp loại bỏ trực tiếp 16 nhóm hàng lương thực, thực phẩm tươi sống, năng lượng và giá do Nhà nước quản lý.

I.3. Tỷ giá

Áp lực mất giá của Đồng Việt Nam (VND) giảm bớt

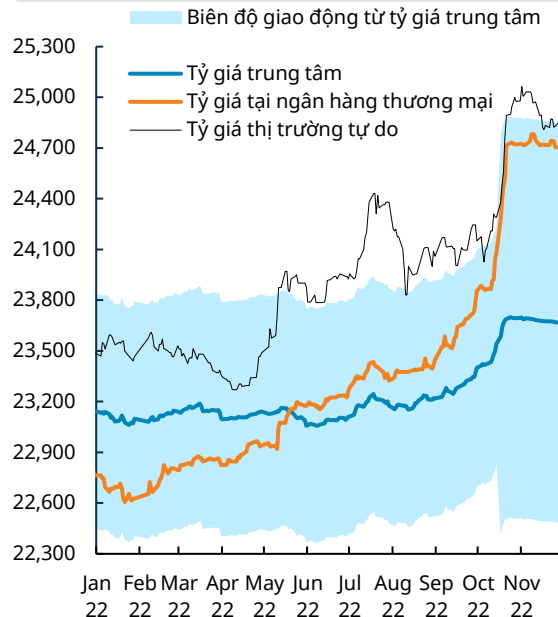
- Tỷ giá USD/VND chính thức đã chứng lại sau thời gian tăng mạnh. Tính đến cuối tháng 11, mức giảm giá của VND đã thu hẹp xuống còn 8,2% so với đầu năm (từ mức gần 9% vào cuối tháng trước), trong bối cảnh mức tăng lũy kế của chỉ số USD index cũng giảm xuống 10,7% so với đầu năm (từ mức 16,6% vào cuối tháng 10).
- Chúng tôi cho rằng tỷ giá USD/VND từ nay đến cuối năm sẽ không chịu quá nhiều áp lực như giai đoạn vừa qua do Fed đã phát tín hiệu vào đầu tháng 12 về khả năng hạ mức tăng lãi suất. Lần đầu tiên, Fed tin rằng việc giảm tốc độ vào thời điểm này là một cách tốt để cân bằng rủi ro trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu đang xấu đi.
- Chúng tôi cũng nhận thấy, bên cạnh nỗ lực kiểm soát tỷ giá của NHNN, việc tỷ giá USD/VND dần ổn định còn do một số động lực như giải ngân vốn FDI 11T22 đạt 19,68 tỷ USD (+15,1% YoY) và thặng dư thương mại 11T22 đạt 10,5 tỷ USD, cũng như kiều hối hồi phục (đặc biệt, TP.HCM ghi nhận lượng kiều hối 4,78 tỷ USD trong 9 tháng đầu năm 2022, ~68% tổng số tiền kiều hối năm 2021).

Quan sát quyết định lãi suất của Fed vào 15/12



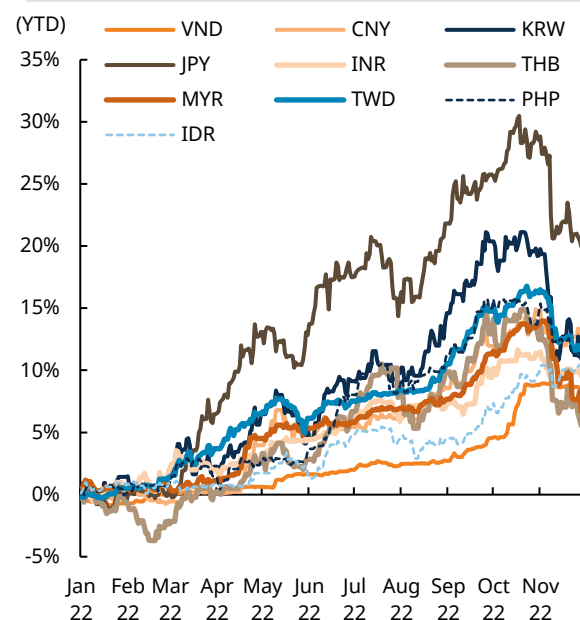
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam
Dữ liệu Bloomberg đến ngày 30/11/2022

Tỷ giá USD/VND chính thức chứng lại



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam
Dữ liệu Fiinpro đến ngày 30/11/2022

Mức mất giá của VND so với của các đồng tiền khác

















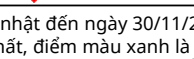
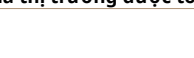
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam
Dữ liệu Bloomberg đến ngày 30/11/2022

II. Thị trường chứng khoán : Trái ngọt nơi cuối con đường

- **Tìm thấy điểm cân bằng:** Tình trạng bán tháo ồ ạt trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã kéo dài trong nửa đầu tháng 11, với VN-Index tạo mức đáy mới trong năm là 873,78 điểm. Như đã đề cập trong báo cáo chiến lược trước, chúng tôi kỳ vọng thị trường tìm được điểm cân bằng trong tháng 11; và như kỳ vọng, nửa cuối tháng 11, thị trường đã chứng kiến sự phục hồi ấn tượng, với VN-Index tăng 20% từ đáy (mức hồi phục trong tháng tốt nhất trong lịch sử của thị trường chứng khoán Việt Nam) và đóng cửa tháng tại 1.048,42 (+2% MoM; -30% YTD). Sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường trong nửa cuối tháng 11 dựa trên 1) kỳ vọng vào các chính sách hỗ trợ của Chính phủ giúp ngăn chặn các bất ổn trên thị trường bất động sản và tài chính trở nên nghiêm trọng; và 2) nhà đầu tư nước ngoài mua ròng đáng kể.
- **Chúng tôi kỳ vọng với sự ổn định vĩ mô tốt hơn, thị trường sẽ sớm thu hút thêm dòng vốn đầu tư vào trong thời gian tới.** Với việc tỷ giá hạ nhiệt, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ không tăng lãi suất điều hành trong tháng cuối năm 2022. Trên cơ sở đó, chúng tôi tin rằng P/E hiện tại của VN-Index ở mức khoảng 11 lần vẫn hấp dẫn dù thị trường đã phục hồi mạnh mẽ gần đây. Mức P/E hiện tại, trong vùng thống kê 10 năm trở lại đây, đang ở ngưỡng trung bình 10 năm trừ 2 độ lệch chuẩn (SD) – vùng được xem là định giá thấp trong lịch sử.
- **Định giá:** Chúng tôi tin rằng chỉ số định giá P/E có thể quay trở lại vùng định giá hợp lý khoảng 12–13 lần vào cuối tháng 12 nhờ vào: 1) áp lực tăng lãi suất đang giảm dần sau các tín hiệu gần đây của Fed; 2) sự phục hồi gần đây của thị trường tài chính toàn cầu; 3) tâm lý thị trường được cải thiện; và 4) xuất khẩu sang Trung Quốc phục hồi.

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

Thị trường chứng khoán Việt Nam tìm được điểm cân bằng và hồi phục ấn tượng trong tháng 11 khi sóng gió trên thị trường tài chính tạm lắng

| Thị trường | Chỉ số | Giá đóng cửa | Vốn hóa (tỷ USD) | Thay đổi vốn hóa từ 2020 | Biến động giá | | | | | Tăng trưởng EPS | | | P/E (x) | | |
|-----------------------------------|----------------|--------------|------------------|---|---------------|---------|---------|---------|--------|-----------------|--------|--------|----------|-------|-------|
| | | | | | 1 tháng | 3 tháng | 6 tháng | 9 tháng | 1 năm | 2021 | 2022F | 2023F | Hiện tại | 2022F | 2023F |
| Việt Nam | VNINDEX | 1,048 | 170 |  | 2.0% | -18.1% | -18.9% | -29.6% | -29.1% | 35.2% | 10.2% | 14.3% | 11.0 | 11.0 | 9.6 |
| Mỹ | SPX | 4,080 | 34,557 |  | 5.4% | 3.2% | -1.3% | -6.7% | -10.7% | 69.2% | 5.6% | 6.3% | 19.7 | 18.5 | 17.4 |
| MSCI thị trường phát triển | MXWO | 2,721 | 57,926 |  | 6.8% | 3.6% | -2.5% | -8.6% | -12.3% | 94.0% | 5.4% | 4.6% | 17.5 | 16.3 | 15.5 |
| MSCI thị trường mới nổi | MXEF | 972 | 19,166 |  | 14.6% | -2.2% | -9.8% | -17.0% | -19.8% | 68.8% | -15.6% | 0.7% | 10.9 | 11.7 | 11.6 |
| MSCI thị trường cận biên | MXFM | 480 | 294 |  | 4.9% | -9.2% | -12.5% | -21.8% | -26.9% | 26.4% | 8.6% | 3.5% | 8.6 | 8.9 | 8.6 |
| Hàn Quốc | KOSPI | 2,486 | 1,431 |  | 8.4% | 0.6% | -7.5% | -7.9% | -12.4% | 142.8% | -23.5% | -3.1% | 11.8 | 11.7 | 12.0 |
| Nhật Bản | NKY | 28,275 | 3,526 |  | 2.5% | 0.7% | 3.6% | 6.6% | 1.6% | 89.4% | 11.1% | -1.1% | 19.1 | 15.4 | 15.5 |
| Trung Quốc | SHCOMP | 3,186 | 6,303 |  | 10.1% | -0.5% | 0.0% | -8.0% | -10.6% | 38.4% | 0.4% | 14.6% | 14.3 | 11.7 | 10.2 |
| Hong Kong | HIS | 19,024 | 2,616 |  | 29.5% | -4.7% | -11.2% | -16.2% | -19.0% | 2.6% | -7.8% | 13.8% | 7.0 | 10.6 | 9.3 |
| Đài Loan | TWSE | 15,101 | 1,502 |  | 16.6% | 0.0% | -10.2% | -14.5% | -13.4% | 74.5% | 4.7% | -15.3% | 11.0 | 10.9 | 12.9 |
| Ấn Độ | SENSEX | 63,100 | 1,520 |  | 3.9% | 6.0% | 13.6% | 12.2% | 10.6% | 62.9% | 18.5% | 17.4% | 23.7 | 22.9 | 19.5 |
| Thái Lan | SET | 1,635 | 562 |  | 1.7% | -0.2% | -1.7% | -3.0% | 4.3% | 132.9% | 20.8% | 5.1% | 15.3 | 15.8 | 15.0 |
| Malaysia | FBMKLCI | 1,495 | 224 |  | 2.4% | -1.1% | -4.8% | -7.1% | -1.3% | 35.7% | 4.8% | 11.8% | 16.0 | 14.8 | 13.2 |
| Indonesia | JCI | 7,063 | 611 |  | -0.5% | -1.6% | -1.2% | 2.5% | 8.1% | 197.0% | 40.8% | 17.2% | 13.7 | 13.9 | 11.9 |
| Philippines | PCOMP | 6,754 | 167 |  | 9.8% | 2.6% | -0.3% | -7.6% | -6.2% | 51.5% | 28.6% | 17.3% | 15.7 | 15.9 | 13.5 |
| Singapore | STI | 3,304 | 372 |  | 6.8% | 2.5% | 2.2% | 1.9% | 8.6% | 187.3% | 25.4% | 11.6% | 11.8 | 12.2 | 10.9 |

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 30/11/2022).

Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng vốn hóa (đơn vị USD) là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.

Lưu ý: (*) Số liệu dự phóng EPS năm 2022 và 2023 là mức kỳ vọng của thị trường được tổng hợp từ nguồn Bloomberg.

II.1 – Cập nhật thị trường chứng khoán Việt Nam (tiếp theo)

Giá cổ phiếu phục hồi mạnh mẽ nhờ kỳ vọng vào các chính sách hỗ trợ của Chính phủ

- Nhìn chung, việc lãi suất tăng (nhằm ổn định tỷ giá và kiểm soát lạm phát) vẫn có tác động đến các ngành và công ty có tỷ lệ đòn bẩy cao, chẳng hạn như ngành Xây dựng cơ bản, Bất động sản, Nguyên vật liệu, và Dịch vụ tài chính (xét về biến động giá cổ phiếu lũy kế trong năm 2022 nói chung). Tuy nhiên, sau đợt bán tháo hoảng loạn trong nửa đầu tháng 11 đã đưa các chỉ số định giá xuống mức thấp kỷ lục. Theo quan sát của chúng tôi, nhiều cổ phiếu ngành Tài chính, Nguyên vật liệu và Bất động sản được giao dịch ở mức khoảng 0,7 lần giá trị sổ sách vào giữa tháng 11. Điều này khá bất hợp lý khi đặt trong bối cảnh tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2022 vẫn được kỳ vọng rộng rãi trên 7,5% và lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát ở mức 4,5%. Nhờ đó, cuối tháng 11, các ngành Ngân hàng, Dịch vụ tài chính và Bất động sản đã dẫn dắt thị trường chung phục hồi mạnh mẽ. Chúng tôi kỳ vọng sự hạ nhiệt của giá hàng hóa và lạm phát của Mỹ sẽ hỗ trợ cho kỳ vọng các đợt tăng lãi suất chậm lại. Đây sẽ là yếu tố hỗ trợ quan trọng để kéo dài đà phục hồi của thị trường chứng khoán.
- Đối với Bán lẻ, mặc dù dự báo tốc độ tăng trưởng của ngành có phần chậm lại so với quý 3/2022 nhưng chúng tôi vẫn kỳ vọng sức mua trong tháng 12 sẽ tăng nhanh trong bối cảnh nhiều sự kiện lớn đang diễn ra như World Cup, Giáng sinh/Tết Dương lịch và chuẩn bị đón Tết Nguyên đán.

Thị trường chứng khoán Việt Nam phục hồi rộng nhờ định giá thấp và kỳ vọng mạnh vào các chính sách hỗ trợ

| Phân ngành GICS | Vốn hóa (tỷ đồng) | Tỷ trọng vốn hóa | Xu hướng từ 2020 | Biến động giá | | | | | |
|----------------------|-------------------|------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| | | | | 1 tháng | 3 tháng | 6 tháng | 9 tháng | Lũy kế 2022 | 1 năm |
| Ngân hàng | 1,420,013 | 34.0% | | 6.1% | -12.5% | -9.2% | -24.1% | -21.0% | -18.8% |
| Xây dựng cơ bản | 158,024 | 3.8% | | -3.2% | -37.4% | -38.9% | -52.7% | -52.7% | -47.9% |
| May mặc và trang sức | 44,461 | 1.1% | | 5.6% | -11.9% | -18.5% | -16.3% | -9.8% | -12.8% |
| Dịch vụ tài chính | 94,850 | 2.3% | | 6.6% | -30.1% | -26.7% | -48.7% | -51.1% | -53.1% |
| Dầu khí | 56,198 | 1.3% | | 2.9% | -27.1% | -29.8% | -48.8% | -41.2% | -40.5% |
| Thực phẩm, đồ uống | 527,430 | 12.6% | | 5.2% | -7.4% | -1.2% | -9.9% | -13.8% | -9.5% |
| Bảo hiểm | 46,912 | 1.1% | | -6.4% | -18.2% | -11.3% | -18.6% | -16.0% | -21.8% |
| Nguyên vật liệu | 283,462 | 6.8% | | 2.9% | -30.9% | -35.0% | -48.1% | -48.2% | -50.4% |
| Bất động sản | 844,183 | 20.2% | | -0.8% | -20.7% | -26.2% | -31.9% | -37.4% | -37.0% |
| Bán lẻ | 87,846 | 2.1% | | -14.7% | -36.5% | -35.2% | -30.3% | -28.9% | -28.4% |
| Phần mềm và dịch vụ | 88,577 | 2.1% | | -0.9% | -13.4% | -18.0% | -3.6% | -3.4% | -7.3% |
| Vận tải | 147,425 | 3.5% | | -2.9% | -19.4% | -24.5% | -32.2% | -27.6% | -26.1% |
| Tiện ích | 321,172 | 7.7% | | -0.7% | -10.2% | -11.1% | -15.5% | 8.8% | 11.5% |
| VN-Index | 4,179,442 | 100% | | 2.0% | -18.1% | -18.9% | -29.6% | 30.8% | -29.1% |

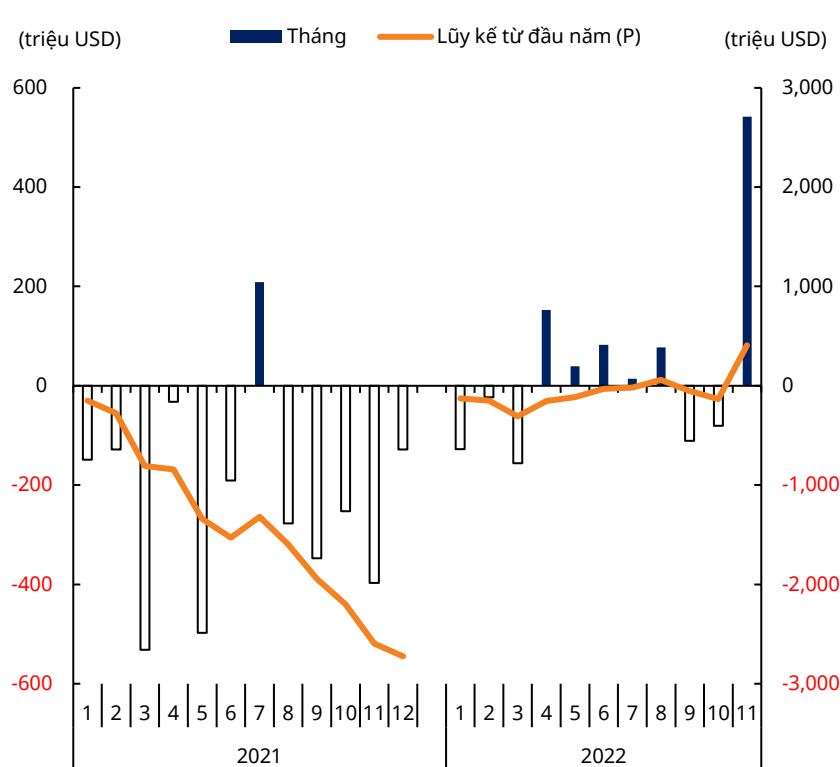
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 30/11/2022).
Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng giá là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.

II.1 – Cập nhật thị trường chứng khoán Việt Nam (tiếp theo)

Định giá thấp thu hút khối ngoại mua ròng mạnh

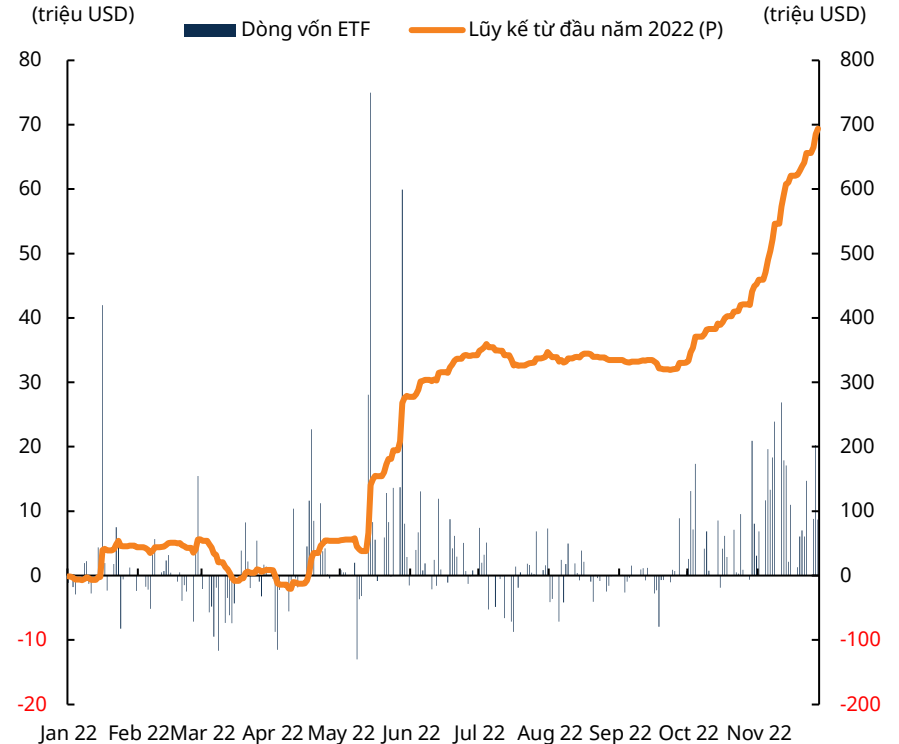
- Trong tháng 11, khối ngoại mua ròng 602 triệu USD (chỉ tính trên sàn HOSE). Ở châu Á, Đài Loan (6,5 tỷ USD), Ấn Độ (4,7 tỷ USD), Hàn Quốc (3 tỷ USD), Thái Lan (847 triệu USD), Philippines (99 triệu USD), và Indonesia (45 triệu USD) cũng được mua ròng.
- Hoạt động mua ròng của các quỹ ETF trong tháng 11 (273 triệu USD) là động lực chính thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam trong tháng 11, chủ yếu đến từ Fubon FTSE (115 triệu USD), DCVFMVN Diamond (58 triệu USD) và VanEck Vietnam (37 triệu USD). Lũy kế từ đầu năm, dòng vốn ròng từ các quỹ ETF là 694 triệu đô la Mỹ, trong đó Fubon mua ròng đến 423 triệu USD.

Giá trị mua/bán ròng theo tháng tại HOSE



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến 30/11/2022)

Dòng tiền vào/ra ròng của các quỹ ETF trên thị trường Việt Nam



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến 30/11/2022)

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

Điểm cân bằng

- Tình trạng bán tháo ồ ạt trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã kéo dài trong nửa đầu tháng 11, với VN-Index tạo mức đáy mới trong năm là 873,78 điểm. Như đã đề cập trong báo cáo chiến lược trước, chúng tôi kỳ vọng thị trường tìm được điểm cân bằng trong tháng 11; và như kỳ vọng, nửa cuối tháng 11, thị trường đã chứng kiến sự phục hồi ấn tượng, với VN-Index tăng 20% từ đáy và đóng cửa tháng tại 1.048,42 (+2% MoM; -30% YTD). Sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường trong nửa cuối tháng 11 dựa trên: 1) kỳ vọng vào các chính sách hỗ trợ của Chính phủ giúp ngăn chặn các bất ổn trên thị trường bất động sản và tài chính trở nên nghiêm trọng; và 2) nhà đầu tư nước ngoài mua ròng đáng kể.
- Mức P/E hiện tại, trong vùng thống kê 10 năm trở lại đây, đang ở ngưỡng trung bình 10 năm trừ 2 độ lệch chuẩn (11 lần) – vùng được xem là định giá thấp trong lịch sử. Chúng tôi tin rằng chỉ số định giá P/E có thể quay trở lại vùng định giá hợp lý khoảng 12–13 lần vào cuối tháng 12 nhờ vào: 1) áp lực tăng lãi suất đang giảm dần sau các tín hiệu gần đây của Fed; 2) sự phục hồi gần đây của thị trường tài chính toàn cầu; 3) tâm lý thị trường được cải thiện; và 4) xuất khẩu sang Trung Quốc phục hồi.

P/E của VN-Index tăng lại từ mức thấp nhất 10 năm là 9,5 lần vào giữa tháng 11 để đóng cửa tháng ở mức 11x



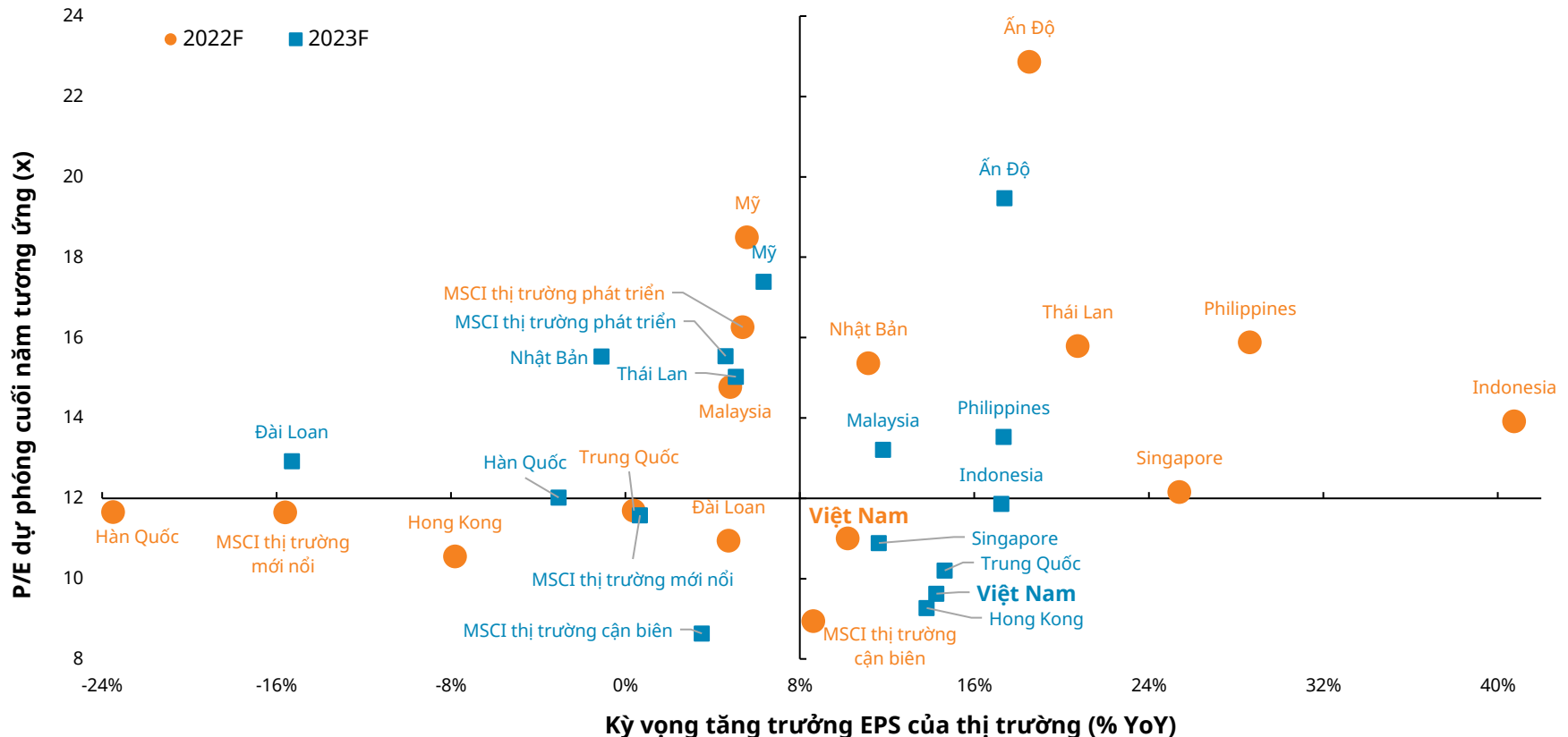
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến 30/11/2022)

II.2 – Triển vọng thị trường chứng khoán toàn cầu

Định giá tương đối của VN-Index vẫn hấp dẫn ngay cả sau đợt hồi phục vừa qua

- Hiện tại, mức P/E dự phóng cuối năm của thị trường chứng khoán Việt Nam thấp hơn so với nhiều thị trường chứng khoán trên thế giới, theo thống kê kỳ vọng tăng trưởng EPS của thị trường từ Bloomberg.
- Như chúng tôi đã đề cập trước đây, chúng tôi cho rằng NHNN đã điều hành chính sách tiền tệ rất linh hoạt; và điều này đã cung cấp nền tảng quan trọng cho tăng trưởng bền vững hơn trong bối cảnh triển vọng kinh tế toàn cầu ảm đạm. Với việc tỷ giá hạ nhiệt, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ không tăng lãi suất điều hành trong tháng cuối năm 2022. Trên cơ sở đó, chúng tôi tin rằng P/E hiện tại của VN-Index ở mức khoảng 11x vẫn hấp dẫn dù thị trường đã phục hồi mạnh mẽ gần đây. Chúng tôi cũng kỳ vọng với sự ổn định vĩ mô tốt hơn, thị trường sẽ sớm thu hút thêm dòng vốn đầu tư vào trong thời gian tới.

VN-Index vẫn được định vị trong vùng định giá khá hấp dẫn



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 30/11/2022)

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

- **Năng lượng điện:** Theo EVN, sản lượng sản xuất điện Việt Nam tăng 9% CK trong T10/2022 và 6.1% CK trong 10T2022. Thủy điện (+30% CK) và năng lượng tái tạo (+24% CK) tiếp tục là các loại hình ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng cao nhất trong 10T2022. Đáng chú ý, sản lượng nhóm nhiệt điện có sự cải thiện trong hai tháng gần đây, cụ thể, nhiệt điện khí hồi phục với mức tăng trưởng 6.4% CK trong 10T2022 (8T2022: -0.6% CK) và nhiệt điện than hạ tốc độ giảm còn 14% CK trong 10T2022 (8T2022: -16% CK).
- **Bất động sản khu công nghiệp:** Ngành KCN tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong kết quả kinh doanh 9T2022. Cụ thể, các doanh nghiệp niêm yết ghi nhận doanh thu tăng 34.5% so với cùng kỳ (CK) trong khi đó LNST có mức tăng trưởng lên đến 77.5% CK nhờ vào: 1) Mức nền thấp 9T2021 do hoạt động xúc tiến đầu tư bị gián đoạn bởi ảnh hưởng của các lệnh hạn chế liên quan đến Covid 19 trên toàn cầu nói chung và tại thị trường Việt Nam nói riêng. 2) Giá cho thuê được ghi nhận tăng mạnh tại một số khu vực như BR-VT, Long An, ... cùng với đó sự trượt giá của USD/VND 8.7% tính từ đầu năm 2022 đã góp phần vào đà tăng trưởng chung của ngành.
- **Bán lẻ:** Chúng tôi hạ triển vọng ngành bán lẻ từ Tích cực xuống Trung tính phản ánh sự suy yếu của các động lực tăng trưởng. Mặc dù tăng trưởng thu nhập bình quân trong 9T2022 tích cực (+11% CK), sự gia tăng sẽ khó duy trì trong ngắn và trung hạn do kết quả kinh doanh của doanh nghiệp không khả quan. Tham khảo các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết, theo số liệu FiinPro, LNST đảo chiều, ghi nhận mức giảm 5.4% CK trong Q3/2022 (Q1/2022: +51% CK, Q2/2022: +27% CK).
- **Cảng biển:** Giá trị XNK giữ tốc độ tăng trưởng trên 2 chữ số sau 11T2022, ước đạt 675.5 tỷ USD (+12.1% CK), giảm tốc nhẹ so với 10T2022 ở mức 14.1% CK. Thông thường hoạt động XNK sẽ chậm lại trong Q4 hàng năm. Số dự án FDI Công nghiệp chế biến, chế tạo còn hiệu lực duy trì tốc độ tăng trưởng quanh 2% CK sau 11T với tổng số DA ước đạt 15,893 DA. Tổng vốn đầu tư đăng ký tăng 7.9% CK, lên mức 259.2 tỷ USD. Tốc độ tăng trưởng đã cải thiện hơn so với 10T, FDI Công nghiệp tiếp tục duy trì mức tăng trưởng dương là yếu tố tích cực hỗ trợ hoạt động XNK.
- **Công nghệ thông tin:** Ngành CNTT kỳ vọng sẽ hồi phục với mảng phần mềm doanh nghiệp và dịch vụ CNTT dự phóng giữ đà tăng trưởng tốt trong cả 2022 và 2023. Các doanh nghiệp/tổ chức ngày càng chú trọng vào việc tối ưu hiệu quả hoạt động, ưu tiên chiến lược chuyển đổi số. Theo dự phóng của International Data Corporation (IDC), chỉ tiêu cho chuyển đổi số toàn cầu dự kiến tăng 17.6% trong 2022 và 2021-2025 CAGR đạt 16.6%.
- **Dệt may:** Trong T11/2022 và 11T2022, giá trị XK hàng dệt may Việt Nam ước đạt 2.85 tỷ USD (-6.4% CK) và 34.6 tỷ USD (+18.7% CK). Giá trị XK hàng dệt may tăng nhẹ 5.6% so với T10. Bên cạnh đó, thị phần hàng dệt may VN ở một số TT chính như Mỹ (9T2022: 15.1%, 2021: 13.6%), Nhật (11T2022: 15.1%, 2021: 14.1%) ghi nhận tăng trưởng. Hoạt động sản xuất mảng may mặc tiếp tục chậm lại trong T11 khi IIP T11/2022 và 11T2022 tăng lần lượt 2.2% CK và 16.4% CK (so với 5.5% CK và 19.2% CK trong T10 và 10T022).
- **Ngân hàng:** NHNN đã tăng lãi suất điều hành hai lần tổng cộng 2%p và khả năng NHNN sẽ tiếp tục tăng lãi suất trong thời gian tới. So với lãi suất điều hành (LSDH) của Mỹ vốn đã vượt mức trước năm 2022, mức LSDH của Việt Nam chỉ mới ngang bằng so với trước dịch. Triển vọng kinh tế chưa khả quan khuyến khích cả doanh nghiệp lẫn cá nhân giảm đòn bẩy tài chính, đặc biệt là vay nợ cho các nhu cầu như mở rộng kinh doanh hay mua sắm tài sản. NHNN nhiều khả năng sẽ không đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao như các năm trước là 14% cho 2023.
- **Dầu khí:** Luật dầu khí sửa đổi đã được thông qua, và bắt đầu áp dụng chính thức từ 1/7/2023, trong đó điểm nhấn chính của sự thay đổi liên quan đến cơ chế thu hút đầu tư của lĩnh vực thượng nguồn (thăm dò và khai thác khí): 1) Khuyến khích đầu tư vào lĩnh vực thượng nguồn thông qua một số ưu đãi về thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế xuất khẩu dầu thô... 2) Nâng thời hạn khai thác dầu khí thêm 5 năm so với quy định hiện hành. 3) Phân quyền và tháo gỡ các nút thắt trong hợp đồng của PVN và các công ty con của PVN. 4) Minh bạch hóa đối với các hợp đồng/dự án dầu khí thông qua công tác kế toán, kiểm toán.

Các cổ phiếu khuyến nghị

| Luận điểm đầu tư | Ngành | Khuyến nghị Mua/Tăng Tỷ Trọng (Giá mục tiêu 12T: VND/Lợi nhuận kỳ vọng) | | | |
|----------------------------|------------------|---|--------|---------|--------|
| Tiêu dùng phục hồi | Tiện ích | PPC | VSH | BWE | |
| | | 18,000 | 40,600 | 47,700 | |
| | | 35% | 28% | 11% | |
| FDI giải ngân | Khu công nghiệp | IDC | PHR | | |
| | | 47,200 | 50,000 | | |
| | | 35% | 18% | | |
| Tiêu dùng phục hồi | Bán lẻ/Tiêu dùng | MWG | AST | PNJ | VNM |
| | | 54,000 | 60,400 | 130,000 | 91,200 |
| | | 26% | 19% | 15% | 10% |
| Tăng trưởng xuất nhập khẩu | Cảng biển | GMD | DVP | | |
| | | 57,000 | 56,000 | | |
| | | 21% | 20% | | |
| | Khác | FPT | VEA | MSH | HT1 |
| | | 99,800 | 51,700 | 43,000 | 11,000 |
| | | 34% | 34% | 13% | 10% |

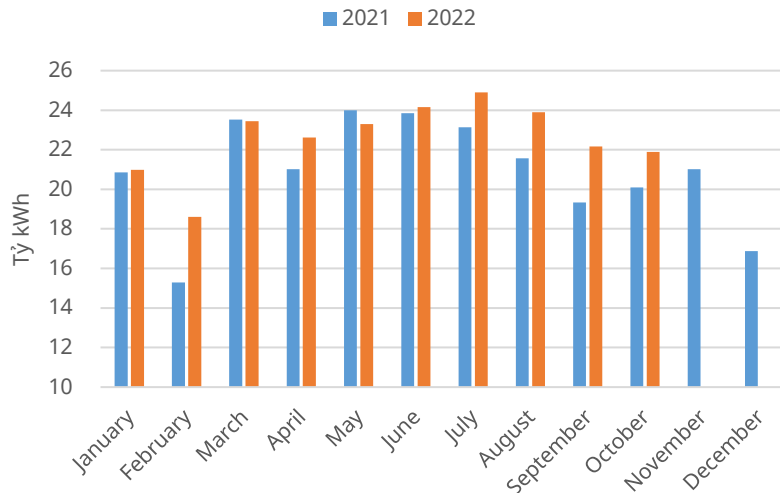
Nguồn: Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam. Lợi nhuận kỳ vọng so với giá đóng cửa ngày 29/11/2022

Năng lượng điện – Duy trì đà hồi phục

Tăng trưởng sản lượng 10T2022 từ thủy điện và năng lượng tái tạo

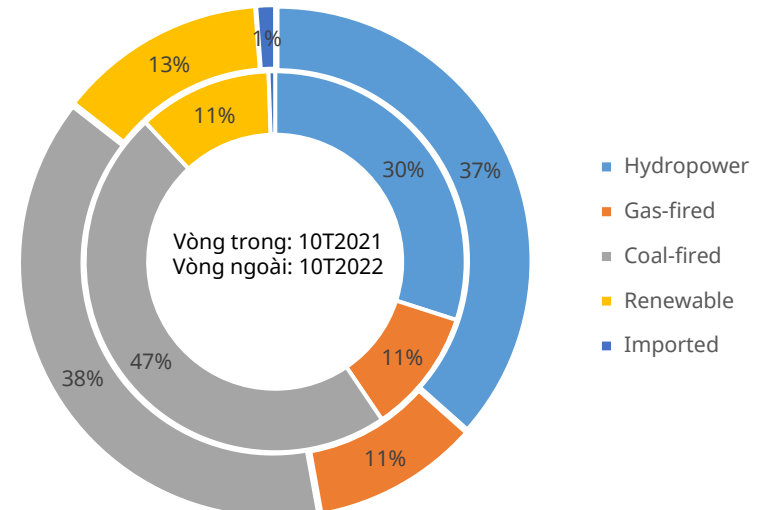
- Theo EVN, sản lượng sản xuất điện Việt Nam tăng 9% CK trong T10/2022 và 6.1% CK trong 10T2022. Thủy điện (+30% CK) và năng lượng tái tạo (+24% CK) tiếp tục là các loại hình ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng cao nhất trong 10T2022. Đáng chú ý, sản lượng nhóm nhiệt điện có sự cải thiện trong hai tháng gần đây, cụ thể, nhiệt điện khí hồi phục với mức tăng trưởng 6.4% CK trong 10T2022 (8T2022: -0.6% CK) và nhiệt điện than hạ tốc độ giảm còn 14% CK trong 10T2022 (8T2022: -16% CK).
- Dự kiến sản lượng tiêu thụ điện bình quân toàn hệ thống tăng 2% CK trong T11/2022 (T11/2021: +1.4% CK).
- Theo xu hướng sử dụng năng lượng sạch, trong T11/2022, tỉnh Ninh Bình đã có ý kiến về việc dừng vận hành Nhà máy Nhiệt điện than (NMNĐ) Ninh Bình (công suất 100MW, sản lượng bình quân 600 triệu kWh/năm). Theo EVN, trong những năm gần đây, để đảm bảo các yêu cầu về môi trường, nâng cao hiệu suất và độ tin cậy trong vận hành, NMNĐ Ninh Bình đã liên tục đầu tư, cải tạo và nâng cấp thiết bị với kinh phí khoảng 200 tỷ đồng. Nhà máy hiện đang phối hợp với Ngân hàng Thế giới (World Bank) thực hiện nghiên cứu hỗ trợ kỹ thuật chuyển đổi nhiên liệu (đốt kèm Biomass). Bên cạnh đó, EVN có ý kiến:
 - Trong trường hợp dừng vận hành, thời điểm dừng cần được xem xét kỹ để đảm bảo cung cấp điện cho miền Bắc trong các năm tới. Bên cạnh đó, đảm bảo đời sống cho người lao động, đảm bảo quyền lợi của các nhà đầu tư tại Công ty CP Nhiệt điện Ninh Bình.
 - EVN kiến nghị Thủ tướng Chính phủ cho phép Công ty CP Nhiệt điện Ninh Bình nghiên cứu phát triển dự án điện khí LNG hoặc dự án năng lượng sạch tại vị trí khác trên địa bàn tỉnh để thay thế cho NMNĐ Ninh Bình.

Sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu Việt Nam



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Cơ cấu sản lượng điện sản xuất 10T2022/10T2021



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Thoát đáy lợi nhuận

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

| (Cập nhật) | MUA |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 18,000 |
| Thị giá (29/11/22) | 13,300 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 35% |

| | | | |
|-----------------------------------|--------|-------|-------|
| LNST (22F, tỷ đồng) | 245 | | |
| Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) | N/A | | |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | 6 | | |
| P/E (22F, x) | 18.5 | | |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 4,264 | | |
| SLCP đang lưu hành (triệu cp) | 321 | | |
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 23.9 | | |
| Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%) | 13.3 | | |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 10,500 | | |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 24,500 | | |
| (%) | 1T | 6T | 12T |
| Tuyệt đối | -13.9 | -27.3 | -42.2 |
| Tương đối | -14.4 | -7.4 | -11.7 |

Điểm nhấn đầu tư

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



| FY (31/12) | FY19 | FY20 | FY21 | FY22F | FY23F | FY24F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 8,183 | 7,929 | 3,868 | 5,654 | 7,122 | 8,064 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 1,203 | 928 | (321) | (19) | 263 | 582 |
| Biên LNHĐ (%) | 15% | 12% | -8% | 0% | 4% | 7% |
| LNST (tỷ đồng) | 1,261 | 1,011 | 216 | 245 | 657 | 970 |
| EPS (VND) | 3,933 | 3,153 | 674 | 717 | 1,928 | 2,845 |
| ROE (%) | 22% | 16% | 4% | 5% | 13% | 19% |
| P/E (x) | 6.6x | 7.8x | 35.7x | 18.5x | 9.1x | 6.2x |
| P/B (x) | 1.4x | 1.2x | 1.6x | 1.1x | 1.1x | 1.1x |

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

Thủy văn thuận lợi

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

| (Cập nhật) | MUA |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 40,600 |
| Thị giá (29/11/22) | 31,700 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 28% |

| | | | |
|-----------------------------------|--------|-------|------|
| LNST (22F, tỷ đồng) | 1,082 | | |
| Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) | N/A | | |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | 179% | | |
| P/E (22F, x) | 6.1 | | |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 7,442 | | |
| SLCP đang lưu hành (triệu cp) | 236 | | |
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 21.2 | | |
| Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%) | 11.5 | | |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 22,900 | | |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 46,800 | | |
| (%) | 1T | 6T | 12T |
| Tuyệt đối | -9.7 | -14.3 | 10.8 |
| Tương đối | -10.2 | 5.6 | 41.3 |

Điểm nhấn đầu tư

- Dựa trên điều chỉnh tăng 0.9 điểm % WACC trong mô hình FCFF để phản ánh rủi ro lãi suất gia tăng, giá mục tiêu CP VSH giảm từ 45,400 VNĐ xuống còn 40,600 VNĐ.
- 9T2022, VSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,122 tỷ đồng (+117% CK) và LNST đạt 882 tỷ đồng (+353% CK), lần lượt hoàn thành 105% và 168% kế hoạch cả năm. Lượng mưa lớn hơn ở khu vực Nam Trung Bộ và Tây Nguyên đã giúp lượng nước dự trữ tăng cao và sản lượng điện thương phẩm tăng lên 1,786 triệu kWh (+66% CK). Đồng thời, giá bán điện bình quân của VSH cũng tăng khoảng 33% CK. Tuy nhiên, công ty phát sinh khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 26 tỷ đồng khi đánh giá lại các khoản nợ ngoại tệ và khoản chi phí phải trả cho Tổ hợp Nhà thầu Trung Quốc 35 tỷ đồng trong kỳ.
- Dự án Thương Kontum (220MW) đã đi vào hoạt động từ tháng 4 năm 2021. Nhà máy ước tính cung cấp khoảng 814 triệu kWh điện mỗi năm, nâng tổng công suất sản xuất lên 356MW. Hiện tại, công ty đang đàm phán với EVN để nâng giá bán điện PPA của Thương Kontum từ 1,100 đồng/kWh lên 1,300 đồng/kWh. Nếu thành công, lợi nhuận trước thuế (LNTT) của VSH dự kiến sẽ tăng thêm trung bình 200 tỷ đồng/năm.
- Trường hợp dự thảo đề xuất của Bộ Công Thương thay thế Quyết định số 24/2017/QĐ-TTg v/v quy định về cơ chế điều chỉnh mức giá bán lẻ điện bình quân, trong đó cho phép EVN chủ động tăng giá bán lẻ điện bình quân trong phạm vi 1-5% được thông qua, EVN có khả năng tăng giá bán lẻ điện bình quân và phần nào giảm áp lực trong việc đàm phán giá bán của VSH. EVN dự kiến mức giá bán 2022 tăng 2.74% so với giá hiện hành.



| FY (31/12) | FY18 | FY19 | FY20 | FY21 | FY22F | FY23F |
|--------------------------|-------|------|------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 564 | 400 | 341 | 1,611 | 2,762 | 1,823 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 324 | 174 | 114 | 770 | 1,631 | 827 |
| Biên LNHĐ (%) | 57.4 | 43.5 | 33.4 | 47.8 | 59.1 | 45.4 |
| Lợi nhuận ròng (tỷ đồng) | 307 | 158 | 190 | 388 | 1,082 | 437 |
| EPS (đồng) | 1,489 | 766 | 921 | 1,642 | 4,578 | 1,851 |
| ROE (%) | 10.4 | 5.1 | 5.9 | 10.6 | 24.4 | 8.8 |
| P/E (x) | 23.1 | 44.9 | 37.3 | 20.9 | 6.1 | 18.6 |
| P/B (x) | 2.4 | 2.3 | 2.1 | 1.8 | 1.5 | 1.4 |

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

Tăng trưởng bền vững

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

| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG |
|-------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 47,700 |
| Thị giá (29/11/22) | 42,900 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 11% |

| | |
|-----------------------------------|---------------|
| LNST (22F, tỷ đồng) | 801 |
| Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) | n/a |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | 7.1 |
| P/E (22F, x) | 11.4 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 8,488 |
| SLCP đang lưu hành (triệu cp) | 193 |
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 3.7 |
| Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%) | 17.9 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 32,400 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 61,500 |
| (%) | 1T6T12T |
| Tuyệt đối | -4.2-21.9-9.7 |
| Tương đối | -4.7-2.020.8 |

Kết quả kinh doanh 9T2022 ấn tượng ấn tượng so với cùng kỳ

- Lũy kế 9T2022, BWE đạt doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt 2,440 tỷ đồng (+16.1% svck) và 575 tỷ đồng (+15.1% svck), trong đó sản lượng nước tiêu thụ đạt 135.6 triệu m3 (+5.5% svck). Tỷ lệ thất thoát nước tiếp tục duy trì mức thấp 5% kể từ đầu năm và dự kiến sẽ duy trì mức này trong dài hạn.

Hoạt động kinh doanh mang tính bền vững ít bị ảnh hưởng bởi các yếu tố mang tính chu kỳ

- Độc quyền cung cấp nước sạch trên địa bàn tỉnh Bình Dương với tổng công suất ước tính đạt hơn 800,000 m3/ngày đêm.
- Hoạt động SX nước trong 9T2022 vẫn tiếp tục duy trì đà tăng trưởng doanh thu tốt với mức tăng 11.2% CK, trong đó bao gồm giá nước điều chỉnh tăng 5% và phần còn lại đến từ tăng trưởng sản lượng nước tiêu thụ. Sản lượng nước thương phẩm được chúng tôi kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì mức tăng khoảng 4-5%/năm khi trong tương lai tỉnh Bình Dương sẽ có thêm nhiều KCN đi vào hoạt động như KCN VSIP 3 (1000 ha), KCN NTC3 – mở rộng (346 ha), ... cùng với đó là sự hình thành các khu dân cư vệ tinh.
- Mở rộng công suất thông qua hoạt động M&A, điều này sẽ giúp BWE thâm nhập thị trường nhanh hơn thông qua tệp khách hàng và hạ tầng sẵn có.

Rủi ro trong ngắn hạn

- Khoảng 1,668 tỷ đồng dư nợ dài hạn là các khoản vay USD (chiếm 52% tổng dư nợ dài hạn). Trong đó, tính đến thời điểm T11/2022, tỷ giá USD/VND đã trượt giá thêm khoảng 3.9% so với cuối Q3/2022. Chúng tôi cho rằng rủi ro tỷ giá có khả năng bào mòn biên lợi nhuận của BWE trong ngắn hạn khi tỷ giá vẫn chưa có dấu hiệu dừng lại trong bối cảnh FED còn nâng lãi suất đến giữa năm 2023.



| FY (31/12) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 2,546 | 3,025 | 3,119 | 3,449 | 3,583 | 3,837 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 619 | 747 | 845 | 965 | 950 | 996 |
| Biên LNHĐ | 24.3 | 24.7 | 27.1 | 28.0 | 26.5 | 26.0 |
| LNST (tỷ đồng) | 476 | 535 | 749 | 801 | 794 | 842 |
| EPS (VND) | 2,540 | 2,748 | 3,254 | 3,574 | 3,540 | 3,755 |
| ROE | 15.1 | 19.1 | 20.6 | 19.5 | 17.5 | 16.8 |
| P/E (x) | 8.5 | 11.5 | 13.2 | 11.4 | 11.5 | 10.7 |
| P/B (x) | 1.5 | 1.8 | 2.1 | 1.8 | 1.6 | 1.5 |

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

Khu công nghiệp – Giữ vững tăng trưởng lợi nhuận

Lợi nhuận trong quý 3 duy trì tích cực mặc dù bối cảnh kinh tế chung có tín hiệu chậm lại

Ngành KCN tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong kết quả kinh doanh 9T2022. Cụ thể, các doanh nghiệp niêm yết ghi nhận doanh thu tăng 34.5% so với cùng kỳ (CK) trong khi đó LNST có mức tăng trưởng lên đến 77.5% CK nhờ vào các yếu tố sau:

- Mức nền thấp 9T2021 do hoạt động xúc tiến đầu tư bị gián đoạn bởi ảnh hưởng của các lệnh hạn chế liên quan đến Covid 19 trên toàn cầu nói chung và tại thị trường Việt Nam nói riêng. Đến Q4/2021 tiến trình xúc tác đầu tư mới được đẩy mạnh trở lại sau thời gian dài trì hoãn đã làm cơ sở thúc đẩy KQKD của các doanh nghiệp trong ngành trong giai đoạn 2022-2023.
- Giá cho thuê được ghi nhận tăng mạnh tại một số khu vực như BR-VT, Long An, ... cùng với đó sự trượt giá của USD/VND 8.7% tính từ đầu năm 2022 đã góp phần vào đà tăng trưởng chung của ngành.

Chúng tôi kỳ vọng trong các tháng cuối 2022 và 2023, kết quả kinh doanh vẫn duy trì được tín hiệu khả quan nhờ việc ghi nhận các MOUs đã ký kết trước đó đối với các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn như IDC, BCM, VGC, ...

Tổng hợp KQKD 9T2022

| Mã CK | DT 9M21 | DT 9M22 | % svck | Biến động DT | LNST 9M21 | LNST 9M22 | % svck | Biến động LNST |
|-------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| BCM | 3,853 | 5,628 | 46.1% | | 988 | 1,577 | 59.6% | |
| VGC | 7,508 | 11,313 | 50.7% | | 817 | 1,567 | 91.7% | |
| KBC | 3,077 | 1,289 | -58.1% | | 572 | 2,034 | 255.7% | |
| IDC | 3,210 | 7,034 | 119.1% | | 454 | 2,104 | 363.7% | |
| SIP | 4,129 | 4,595 | 11.3% | | 679 | 678 | -0.3% | |
| TID | 4,895 | 7,463 | 52.4% | | 240 | 107 | -55.5% | |
| ITA | 665 | 457 | -31.3% | | 173 | 151 | -12.7% | |
| SZC | 566 | 663 | 17.3% | | 256 | 160 | -37.5% | |
| NTC | 165 | 189 | 14.5% | | 212 | 210 | -1.0% | |
| SZG | 218 | 288 | 32.3% | | 40 | 98 | 143.3% | |
| HPI | 141 | 67 | -52.4% | | 25 | 31 | 23.6% | |
| TIP | 185 | 176 | -5.0% | | 66 | 57 | -13.5% | |
| LHG | 718 | 526 | -26.8% | | 271 | 172 | -36.6% | |
| TIX | 218 | 182 | -16.3% | | 94 | 81 | -13.5% | |
| MH3 | 53 | 61 | 14.6% | | 29 | 41 | 43.0% | |
| SZL | 294 | 305 | 3.5% | | 76 | 80 | 4.0% | |
| SZB | 258 | 268 | 3.9% | | 81 | 85 | 5.3% | |
| IDV | 91 | 80 | -12.5% | | 156 | 88 | -43.8% | |
| CCI | 211 | 365 | 73.0% | | 27 | 11 | -58.0% | |
| Tổng | 30,456 | 40,948 | 34.5% | | 5,255 | 9,330 | 77.5% | |

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

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Khu công nghiệp – Giữ vững tăng trưởng lợi nhuận

Tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao

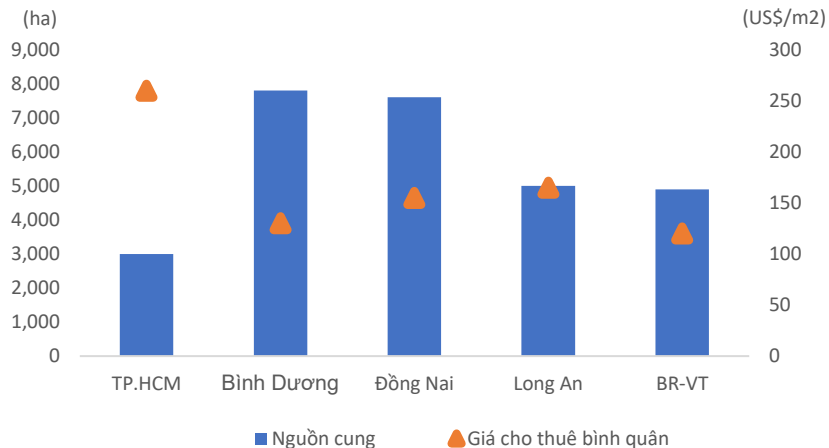
Theo báo cáo thị trường của Cushman & Wakefield trong Q3/2022:

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

Theo Jones Lang LaSalle, trong Q3/2022:

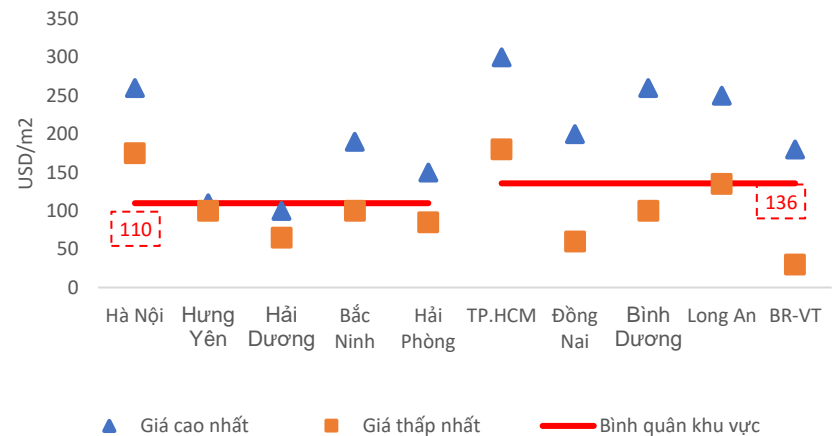
- Tại thị trường phía Nam, Đồng Nai được coi là điểm đến hấp dẫn nhất trong Q3/2022, với hơn 200 ha đất công nghiệp được hấp thụ. Trong khi đó tại khu vực miền Bắc, Bắc Ninh trở thành địa phương có mức hấp thụ ròng cao nhất nhờ vị trí địa lý cũng như hạ tầng kết nối. Chúng tôi đánh giá đây cũng là một phần điểm nhấn đầu tư cho các doanh nghiệp có quỹ đất đang khai thác tại đây, nổi bật là IDC với KCN Hựu Thạnh (Long An) và KCN Quế Võ 2 (Bắc Ninh).
- Thị trường RBF tiếp tục tăng với mức giá trung bình US\$4.8/tháng (+3.7% svck) tại khu vực miền Bắc và US\$4.85/tháng (+5.9% svck) tại khu vực miền Nam. Tại thị trường phía Bắc cũng đã ghi nhận thêm 3.7 ha nguồn cung RBF sau 6T2022 không có nguồn cung gia tăng.

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



Nguồn: Cushman & Wakefield, Mirae Asset Vietnam Research

Mức giá chào thuê trong Q2-Q3/2022



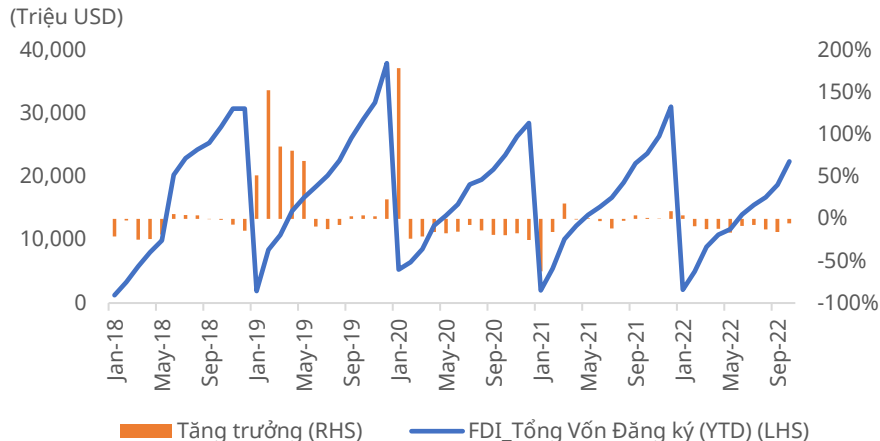
Nguồn: CBRE, Kland, Mirae Asset Vietnam Research

Khu công nghiệp – Giữ vững tăng trưởng lợi nhuận

Rủi ro

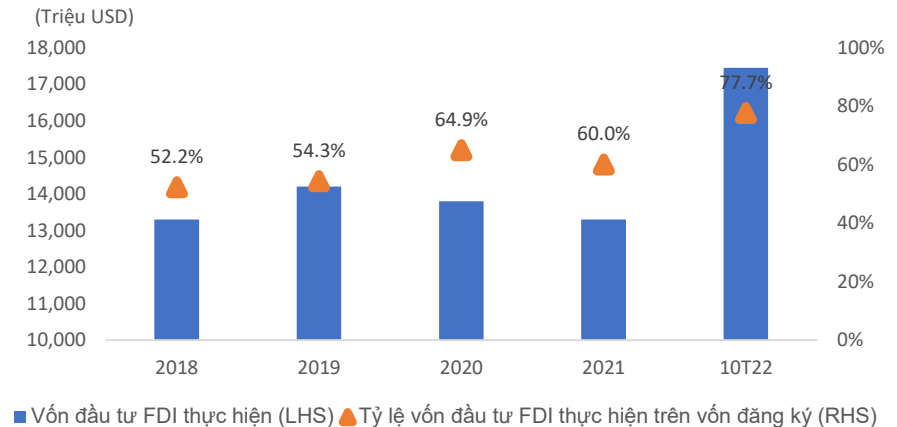
- Chi phí đền bù đã tăng mạnh trong thời gian gần đây sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến các dự án mới, và về dài hạn sẽ có thể gây áp lực giảm biên lợi nhuận của các DN. Nổi bật, chi phí GPMB cho năm 2022 của SZC ở khu vực tỉnh BR-VT dự kiến có đơn giá cao hơn khoảng 2.3 lần so với 2019.
- Sự chậm lại của nền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

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



Nguồn: Fiinpro, Mirae Asset Vietnam Research

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



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

Động lực tăng trưởng từ khu công nghiệp

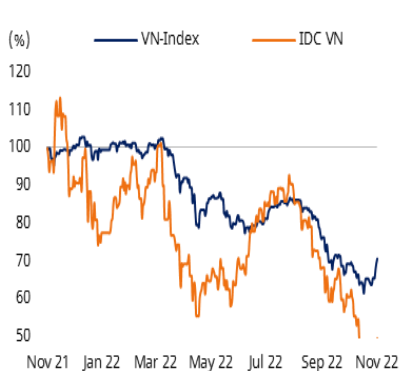
Nguyễn Khánh Duy, duy.nk@miraeasset.com.vn

| (Cập nhật) | MUA |
|-------------------------|--------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 47,200 |
| Thị giá (29/11/22) | 35,000 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 35% |

| | |
|-----------------------------------|-----------------|
| LNST (22F, tỷ đồng) | 2,273 |
| Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) | n/a |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | 355 |
| P/E (22F, x) | 4.3 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 11,880 |
| SLCP đang lưu hành (triệu cp) | 330 |
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 63.4 |
| Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%) | 0.5 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 23,600 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 79,000 |
| (%) | 1T6T12T |
| Tuyệt đối | -20.5-28.0-51.9 |
| Tương đối | -20.9-8.1-21.4 |

Điểm nhấn đầu tư

- Quỹ đất KCN lớn với vị trí thuận lợi:** Quỹ đất thương phẩm còn lại sẵn sàng cho thuê tính đến hết Q3/2022 đạt khoảng 723 ha với 5 dự án tại các tỉnh công nghiệp hai miền Bắc – Nam. Tính đến hết 9T2022, IDC đã ký cho thuê được 129.7ha (81% kế hoạch), bên cạnh đó, một số hợp đồng cho thuê lớn đang trong giai đoạn đàm phán cuối cùng và dự kiến sẽ ký kết trong Q4/2022 và Q1/2023.
- KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng sẽ trở thành động lực dẫn dắt trong giai đoạn 2022-2023:** KCN có lợi thế cạnh tranh khi nằm trong khu cảng Cái Mép – Thị Vải, và là 2 trong 4 KCN có vị trí cảng nước sâu tại BR-VT với mức giá thuê thương phẩm hiện tại đạt \$125/m² (+14% CK), và dự kiến sẽ duy trì đà tăng nhờ vị trí đặc biệt của KCN và nhu cầu đầu tư vào khu vực này vẫn ở mức cao.
- Các hợp đồng cho thuê mới được hưởng lợi từ tỷ giá:** Sự mất giá USD/VND sẽ tác động tích cực đến giá cho thuê KCN và lợi nhuận doanh nghiệp. Theo chia sẻ từ IDC, kể từ cuối Q3/2022, cứ 1% tỷ giá tăng thêm sẽ tác động tăng 1.57% biên lợi nhuận gộp mảng KCN (tính theo số dư quỹ đất, tương ứng 223 tỷ đồng). Đến T11/2022, tỷ giá USD/VND đã trượt 3.7% so với Q3/2022, do đó, kết quả kinh doanh 2022 có khả năng vượt kỳ vọng của chúng tôi.
- Mảng năng lượng tiếp tục mở rộng:** Hiện IDC đã được cấp giấy phép truyền tải và phân phối điện lực tại KCN Hựu Thạnh với trạm biến áp 189 MW (3x63 MW). Sự gia tăng tỷ lệ lấp đầy của KCN Hựu Thạnh sẽ làm động lực tăng trưởng rõ rệt nhất cho mảng năng lượng trong giai đoạn 2022-2026 với CAGR dự phóng đạt 9%/năm và nâng tổng sản lượng mục tiêu lên 2.2-2.3 tỷ kWh (từ mức quanh 1.5 tỷ kWh như hiện tại).
- Định giá:** Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu từ mức 57,200 đồng về 47,200 đồng: 1) Giữ nguyên giá cho thuê KCN dự phóng ở mức hiện tại, so với khả năng tăng 5%/năm trong dự phóng trước đây, nhằm phản ánh rủi ro suy thoái kinh tế thế giới có khả năng ảnh hưởng đến nhu cầu KCN tại Việt Nam. 2) Điều chỉnh tăng 1 điểm % tỷ lệ Re trong mô hình FCFE, phản ánh rủi ro thị trường gia tăng.



| FY (31/12) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 4,929 | 5,356 | 4,301 | 8,460 | 7,682 | 8,864 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 559 | 1,236 | 477 | 3,117 | 2,283 | 2,441 |
| Biên LNHĐ | 11.3 | 23.1 | 11.1 | 36.8 | 29.7 | 27.5 |
| LNST (tỷ đồng) | 345 | 873 | 454 | 2,273 | 1,641 | 1,818 |
| EPS (VND) | 1,149 | 2,911 | 1,514 | 6,889 | 4,973 | 5,510 |
| ROE | 8.2 | 19.0 | 9.1 | 40.8 | 25.9 | 26.6 |
| P/E (x) | 14.2 | 10.7 | 43.1 | 4.3 | 6.0 | 5.4 |
| P/B (x) | 1.4 | 2.2 | 5.0 | 2.0 | 1.9 | 1.7 |

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

Tiềm năng lớn từ quỹ đất khu công nghiệp

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

| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG |
|-------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 50,000 |
| Thị giá (29/11/22) | 42,300 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 18% |

| | |
|-----------------------------------|---------------|
| LNST (22F, tỷ đồng) | 836 |
| Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) | Na |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | 75 |
| P/E (22F, x) | 6.2 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 5,772 |
| SLCP đang lưu hành (triệu cp) | 135 |
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 31.9 |
| Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%) | 12.3 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 30,600 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 87,500 |
| (%) | 1T6T12T |
| Tuyệt đối | 3.5-36.9-39.9 |
| Tương đối | 3.1-17.0-9.4 |

Điểm nhấn đầu tư

- Trong Q3/2022, PHR ghi nhận doanh thu đạt 522 tỷ (+0% CK) và lợi nhuận ròng đạt 140 tỷ (-17.6% CK). Tính chung 9T2022, doanh thu đạt 1,132 tỷ (-12% CK) và lợi nhuận ròng đạt 468 tỷ (+53% CK). Chúng tôi cho rằng trong Q4/2022, PHR sẽ tiếp tục nhận 341 tỷ tiền đền bù từ VSIP 3.
- Chúng tôi dự phóng sản lượng thương phẩm cao su năm 2022 và năm 2023 của PHR lần lượt đạt 35,931 tấn (+1.5% CK) và 37,652 tấn (+5% CK). Với kịch bản giá cao su năm 2022 và 2023 lần lượt đạt 42.5 triệu đồng/tấn (-6% CK) và 40.4 triệu đồng/tấn (-5% CK), doanh thu dự phóng cho mảng cao su và chế biến gỗ là 1,697 tỷ (+0.3% CK) và 1,746 tỷ (+3% CK).
- Do tỉnh Bình Dương tiếp tục lùi thời hạn bàn giao đất KCN cho NTC qua năm 2023, chúng tôi dự phóng từ năm 2023, PHR mới bắt đầu ghi nhận cổ tức và lợi nhuận được chia từ KCN Nam Tân Uyên 3 và VSIP 3. Chúng tôi dự phóng tổng lợi nhuận được chia và cổ tức nhận được từ công ty NTC và VSIP 3 năm 2023 đạt 360 tỷ đồng.
- Về mảng KCN, PHR chủ yếu chỉ còn đất từ KCN Tân Bình 1 với tổng diện tích là 15ha. Chúng tôi giả định PHR sẽ cho thuê được 7ha trong năm 2022 với giá USD115/m2 và 8ha trong năm 2023 với giá USD130/m2, doanh thu dự phóng lần lượt sẽ đạt 192 tỷ (+0% CK) và 249 tỷ (+30% CK).
- LNR trong năm 2022 / 2023 dự kiến lần lượt đạt 836 tỷ đồng (+75% CK) và 850 tỷ đồng (+1.7% CK), giảm 22% so với dự phóng trước đây từ việc lùi thời điểm ghi nhận cổ tức và lợi nhuận được chia từ NTC 3 và VSIP 3. Theo đó, giá mục tiêu của PHR điều chỉnh giảm về 50,000 đồng (từ 61,300 đồng).
- Dự phóng cổ tức 2022-2023 đạt 4,500 đồng/CP, tương ứng tỷ suất cổ tức 11.5%.



| Năm (31/12) | 12/18 | 12/29 | 12/20 | 12/21 | 12/22F | 12/23F |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Doanh thu (Tỷ VND) | 1,558 | 1,639 | 1,632 | 1,945 | 1,917 | 2,028 |
| Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND) | 171 | 235 | 275 | 370 | 261 | 304 |
| Biên LNHD (%) | 11.0% | 14.4% | 16.9% | 19.0% | 13.6% | 15.0% |
| LNR (tỷ VND) | 628 | 450 | 1,082 | 478 | 836 | 850 |
| EPS (VND) | 4,637 | 3,320 | 7,985 | 3,524 | 6,167 | 6,273 |
| ROE (%) | 24.6% | 19.3% | 35.2% | 17.2% | 26.0% | 24.4% |
| P/E (x) | 6.2x | 9.0x | 6.6x | 20.6x | 6.2x | 6.1x |
| P/B (x) | 0.8x | 0.8x | 1.1x | 1.8x | 1.1x | 1.0x |

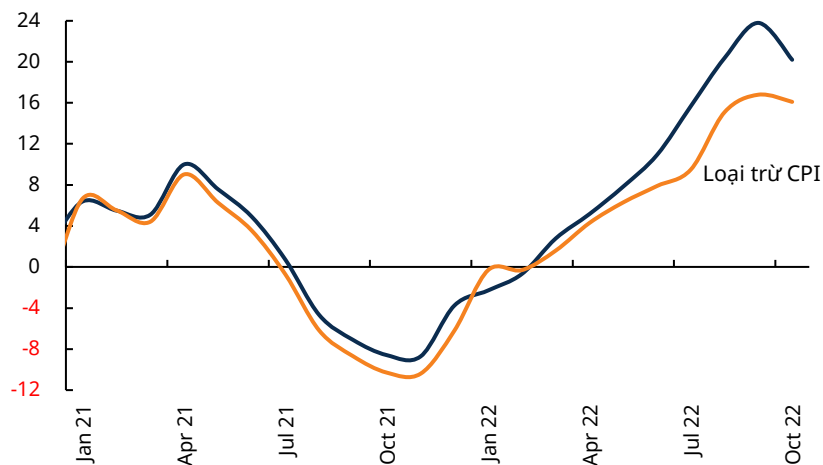
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Bán lẻ - Đối mặt nhiều áp lực

Áp lực gia tăng từ phát triển kinh tế giảm tốc

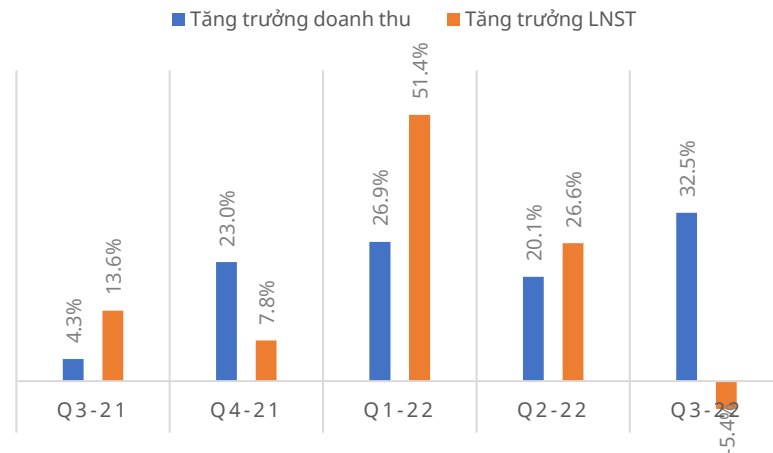
- Áp lực lạm phát tăng dần ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng ngành trong ngắn hạn. Lạm phát cơ bản và chỉ số giá tiêu dùng (CPI) đến cuối T11/2022 ghi nhận mức tăng cao với +4.81% CK và +4.37% CK do các tác nhân chính: 1) ảnh hưởng của nền thấp trong năm 2021; và 2) nhu cầu thuê tăng dẫn đến giá thuê cũng như giá dịch vụ sửa chữa và bảo dưỡng nhà tăng. Giá xăng trong nước có chiều hướng tăng trở lại từ tháng 10, khả năng thay đổi chính sách điều tiết giá của các mặt hàng thiết yếu trong 2023 (vd: xăng, điện, thuốc, v.v.), và sức mạnh đồng nội tệ suy yếu gia tăng áp lực lạm phát trong nước, có thể dẫn đến suy giảm nhu cầu mua sắm trong Q4/2022 và năm 2023. Nhằm ứng phó với các tác nhân trong và ngoài nước lên lạm phát, Chính phủ cũng đã phần nào nới lạm phát định hướng cho 2023 từ mức trần là 4% trong các năm liền trước lên mức 4.5%.
- Chúng tôi hạ triển vọng ngành bán lẻ từ Tích cực xuống Trung tính phản ánh sự suy yếu của các động lực tăng trưởng:
 - Mặc dù tăng trưởng thu nhập bình quân trong 9T2022 tích cực (+11% CK), sự gia tăng sẽ khó duy trì trong ngắn và trung hạn do kết quả kinh doanh của doanh nghiệp không khả quan. Tham khảo các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết, theo số liệu Fiinpro, LNST đảo chiều, ghi nhận mức giảm 5.4% CK trong Q3/2022 (Q1/2022: +51% CK, Q2/2022: +27% CK);
 - Tỷ lệ thất nghiệp có khả năng tăng trở lại do nhu cầu cắt giảm nhân sự nhằm tiết kiệm chi phí hoạt động và tỷ lệ doanh nghiệp dừng kinh doanh gia tăng;
 - Ngành du lịch chưa hồi phục như kỳ vọng do các yếu tố như căng thẳng giữa Nga và Ukraine, các rào cản du lịch quốc tế liên quan đến nỗ lực kiểm soát COVID-19, và chính sách "Zero-COVID" của Trung quốc;
 - Kiểu hồi suy giảm do tình trạng khó khăn chung.
 - Ngoài ra, tăng lãi suất và áp lực lạm phát cũng ảnh hưởng tiêu cực đến tiêu thụ nội địa và hành vi mua sắm.

Tăng trưởng bán lẻ (% CK)



Nguồn: GSO, FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng KQKD doanh nghiệp phi tài chính niêm yết (% CK)



Bách Hóa Xanh tiếp tục lỡ hẹn thời gian đạt điểm hòa

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

| | |
|-------------------------|--------|
| (Cập nhật) | MUA |
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 54,000 |
| Thị giá (29/11/22) | 42,800 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 26% |

| | | | |
|-----------------------------------|--------|-------|-------|
| LNST (22F, tỷ đồng) | 4,789 | | |
| Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) | Na | | |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | -52 | | |
| P/E (22F, x) | 12.89 | | |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 64,543 | | |
| SLCP đang lưu hành (triệu cp) | 1,464 | | |
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 76.2 | | |
| Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%) | 49.0 | | |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 35,250 | | |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 79,600 | | |
| (%) | 1T | 6T | 12T |
| Tuyệt đối | -19.5 | -42.0 | -37.7 |
| Tương đối | -20.0 | -22.1 | -7.3 |

Tóm tắt KQKD

- Doanh thu và LNST tháng 10/2022 của MWG đột ngột giảm 10.6% và 37.3% svck. Như vậy, doanh thu và LNST lũy kế 10T2022 đạt 113.7 nghìn tỷ (+15% CK) và 3.8 nghìn tỷ (-2% CK), và hoàn thành 81% và 60% KHKD năm 2022.

Điểm nhấn đầu tư

- Chuỗi BHX vẫn chưa thể xác định thời gian đạt điểm hòa vốn:** Sau khi hoàn thành tái cấu trúc với việc đóng các cửa hàng không hiệu quả và cải tạo lại không gian trưng bày trong quý 2 và quý 3/2022, tăng trưởng doanh thu của các cửa hàng BHX đã chứng lại trong tháng 10. Mục tiêu doanh thu trung bình hàng tháng trên mỗi cửa hàng đạt 1.5-1.6 tỷ cuối năm 2022 cũng sẽ khó hoàn thành trong năm 2022 hoặc 2023.
- Cầu yếu và thâm nhập thị trường mới sẽ càng làm suy giảm lợi nhuận:** Ngoài việc chuỗi BHX sẽ tiếp tục ghi nhận lỗ trong 1-2 năm tới, nhu cầu đối với các mặt hàng điện tử và điện máy suy giảm sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận. Ngoài ra, MWG vừa thông báo khai trương cửa hàng điện máy đầu tiên tại Indonesia, chính thức thâm nhập thị trường mới này. Thông thường, các chuỗi mới hoặc thị trường mới sẽ khó mang lại lợi nhuận cho các nhà bán lẻ do chi phí đầu tư mở rộng cũng như chi phí marketing cao. Nhìn chung, lợi nhuận của MWG có khả năng đi lùi trong năm 2022 và 2023.

Định giá

- Dựa trên KQKD 10T2022 và cũng như thách thức mà BLĐ MWG đã chia sẻ trong buổi họp mặt nhà đầu tư cuối quý 3 2022, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng doanh thu cũng như lợi nhuận. Qua đó, chúng tôi hạ giá mục tiêu cho cổ phiếu MWG từ 71,700 VNĐ/cp xuống 54,000 VNĐ/cp, tương đương với mức PE dự phóng cho năm 2023 là 14 lần.



| FY (31/12) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 102,174 | 108,546 | 122,958 | 131,647 | 142,112 | 157,273 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 4,977 | 5,216 | 5,888 | 5,942 | 5,924 | 7,318 |
| Biên LNHĐ (%) | 4.9 | 4.8 | 4.8 | 4.5 | 4.2 | 4.7 |
| LNST (tỷ đồng) | 3,836 | 3,920 | 4,901 | 4,789 | 4,493 | 5,189 |
| EPS (VND) | 8,916 | 8,838 | 7,008 | 3,320 | 3,069 | 3,544 |
| ROE (%) | 36.32 | 28.38 | 27.34 | 21.38 | 16.84 | 16.46 |
| P/E (x) | 4.93 | 4.98 | 6.28 | 12.89 | 13.94 | 12.41 |
| P/B (x) | 1.61 | 1.30 | 1.54 | 2.64 | 2.23 | 1.93 |

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

Trên đà hồi phục

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

| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG |
|-------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 60,400 |
| Thị giá (29/11/22) | 50,900 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 19% |

| | |
|-----------------------------------|--------------|
| LNST (22F, tỷ đồng) | 48 |
| Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) | 47 |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | NA |
| P/E (22F, x) | 47.7 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 2,282 |
| SLCP đang lưu hành (triệu cp) | 45 |
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 20.8 |
| Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%) | 44.5 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 44,650 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 68,000 |
| (%) | 1T6T12T |
| Tuyệt đối | -5.7-7.6-4.1 |
| Tương đối | -6.212.326.3 |

Điểm nhấn đầu tư

- Trong Q3/2022, AST ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 185 tỷ (+988% CK) và 15.5 tỷ (Q3/2021: lỗ 43 tỷ). Tính chung 9T2022, doanh thu và lợi nhuận ròng của AST đạt lần lượt là 387 tỷ (+207% CK) và 8.45 tỷ (9T2021: lỗ 110 tỷ).
- Theo số liệu của Tổng cục du lịch, lượng khách nội địa trong 9T2022 đạt 86.7 triệu lượt, cao hơn cả năm 2019 (85 triệu lượt) và vượt qua mức kỳ vọng là 60 triệu lượt khách cho cả năm 2022 của Tổng cục du lịch. Ở mảng khách quốc tế, Tổng cục du lịch kỳ vọng đạt được 5 triệu lượt khách năm nay. Tuy nhiên đến hết tháng 10/2022, lượng khách quốc tế đến Việt Nam chỉ đạt 2.36 triệu lượt, giảm 83.7% svck năm 2019.
- Chúng tôi cho rằng khách nội địa sẽ là trọng tâm phục vụ của AST năm nay. Kỳ vọng năm 2023 – 2024 khi mức độ lo ngại về dịch Covid đã hạ nhiệt, các nước sẽ mở cửa đường bay quốc tế như thời điểm trước dịch.
- Mảng hàng miễn thuế vốn phụ thuộc nhiều hơn vào các đường bay quốc tế. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng hàng miễn thuế năm 2022 / 2023 / 2024 sẽ lần lượt đạt 126 tỷ (+132% CK), 298 tỷ (+136.4% CK) và 387 tỷ (+30% CK).
- Mảng bách hóa lưu niệm (BHLN) và nhà hàng dự phóng sẽ phục hồi nhanh hơn trong năm 2022 do lượng khách nội địa đã tăng mạnh. Chúng tôi dự phóng doanh mảng BHLN và nhà hàng năm 2022 sẽ có 84 cửa hàng (2021: 81 cửa hàng) với doanh thu lần lượt đạt 205 tỷ (+805% CK) và 108.5 tỷ (+190% CK).
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNR hợp nhất của AST năm 2022 lần lượt đạt 686 tỷ (+345% CK) và 49 tỷ (sv. lỗ LNR 129 tỷ năm 2021).
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng biên LNG từ 52% về 48% trong 2024-2027 dựa trên giả định doanh nghiệp sẽ gia tăng chiết khấu/ giảm giá sản phẩm dịch vụ để kích cầu tiêu dùng trong xu hướng thắt chặt chi tiêu khi lạm phát gia tăng.



| Năm (31/12) | FY18 | FY19 | FY20 | FY21 | FY22F | FY23F |
|------------------------------|-------|-------|---------|---------|-------|-------|
| Doanh thu (Tỷ VND) | 865 | 1,141 | 359 | 154 | 686 | 1,232 |
| Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND) | 203 | 228 | (65) | (107) | 62 | 185 |
| Biên LNHD (%) | 23.5% | 20.0% | -18.2% | -69.7% | 9.0% | 15.0% |
| LNST (tỷ VND) | 161 | 191 | (49) | (118) | 49 | 159 |
| EPS (VND) | 3,576 | 4,241 | (1,089) | (2,623) | 1,085 | 3,524 |
| ROE (%) | 29.7% | 36.0% | -10.5% | -34.5% | 12.9% | 37.9% |
| P/E (x) | 11.3x | 17.5x | | | 47.7x | 15.2x |
| P/B (x) | 2.8x | 4.3x | 4.2x | 4.9x | 4.3x | 3.6x |

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

Duy trì hồi phục

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

| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG |
|--------------------------------|----------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 130,000 |
| Thị giá (29/11/22) | 112,800 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 15% |

| | |
|-----------------------------------|---------|
| LNST (22F, tỷ đồng) | 1,902 |
| Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) | 1,836 |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | 81.6 |
| P/E (22F, x) | 13.9 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 27,921 |
| SL cổ phiếu (triệu) | 246 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 82.3 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN(%) | 49.0 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 90,000 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 128,500 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|-----|------|------|
| Tuyệt đối | 8.8 | -8.4 | 15.0 |
| Tương đối | 8.3 | 11.5 | 45.5 |

Luận điểm đầu tư

- PNJ ghi nhận sự hồi phục mạnh (từ mức thấp cùng kỳ năm ngoái) và vượt kế hoạch năm trong 10T2022, với doanh thu thuần 28,535 tỷ đồng (+95.5% CK, tương đương 110.5% kế hoạch năm) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,487 tỷ đồng (+113.8% CK, tương đương 112.6% kế hoạch năm), nhờ vào sự hồi phục của thị trường bán lẻ, các chương trình marketing triển khai hiệu quả, nhu cầu đầu tư vàng trong bối cảnh áp lực lạm phát và bất ổn về địa chính trị. Tính đến cuối tháng 10/2022, PNJ có 358 cửa hàng (tăng 16 cửa hàng so với cuối 2021). PNJ dự kiến sẽ đẩy nhanh tiến độ mở cửa hàng trong quý 4 để tận dụng cơ hội bán hàng trong dịp lễ thời điểm quý 4 và quý 1.
- Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu của PNJ về 130,000 VND (từ mức 134,100 VND). Chúng tôi giảm dự phóng biên lợi nhuận gộp xuống mức 18.1% trong năm 2022 phản ánh sự thay đổi của cơ cấu hàng bán của PNJ và sự biến động giá nguyên vật liệu. Bên cạnh đó, chúng tôi điều chỉnh tăng WACC 0.5%p và P/E mục tiêu từ 17.7 về 16.7 theo tham chiếu trung vị của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.
- Rủi ro:
 - Tiêu dùng có khả năng giảm trong bối cảnh lo ngại về lạm phát gia tăng. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá những lo ngại về lạm phát có thể tác động ít trọng yếu đến triển vọng của PNJ. Trong lịch sử, PNJ đã chứng minh khả năng phục hồi, duy trì tốc độ tăng trưởng cao hơn trung bình ngành trong những năm thuận lợi và giảm tốc độ chậm hơn so với các công ty cùng ngành trong những năm khó khăn, nhờ lợi thế cạnh tranh nội tại (tận dụng chuyển đổi số, mạng lưới bán lẻ toàn quốc với chuỗi giá trị hoàn chỉnh, từ thiết kế, sản xuất đến bán buôn và bán lẻ).
 - Biến động giá nguyên liệu. Nguyên liệu chính của PNJ là vàng, bạc, kim cương và bạch kim. Chi phí nguyên vật liệu chiếm trên 70% chi phí sản xuất nên hoạt động kinh doanh của PNJ phần nào bị ảnh hưởng bởi tình hình biến động giá vàng và bạc ở cả thị trường trong nước và thế giới. Biên lợi nhuận cũng phụ thuộc vào giá trị gia tăng của sản phẩm, chẳng hạn như thiết kế và công nghệ sản xuất, trong khi việc kinh doanh vàng miếng bị ràng buộc bởi nhiều quy định của chính phủ.



| FY (31/12) | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21 | 12/22F | 12/23F |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 14,571 | 17,001 | 17,511 | 19,547 | 34,724 | 41,440 |
| LN HKKD (tỷ đồng) | 1,263 | 1,623 | 1,508 | 1,409 | 2,535 | 3,026 |
| Biên LN HKKD (%) | 8.7 | 9.5 | 8.6 | 7.2 | 7.3 | 7.3 |
| LNST (tỷ đồng) | 960 | 1,194 | 1,069 | 1,029 | 1,902 | 2,261 |
| EPS (VND) | 4,107 | 4,986 | 4,308 | 4,197 | 7,622 | 9,060 |
| ROE (%) | 26.3 | 26.7 | 20.0 | 17.0 | 25.6 | 23.4 |
| P/E (x) | 17.0 | 17.2 | 18.8 | 22.9 | 13.9 | 11.7 |
| P/B (x) | 4.2 | 4.2 | 3.5 | 3.6 | 2.7 | 2.3 |

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

Đón đà phục hồi

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

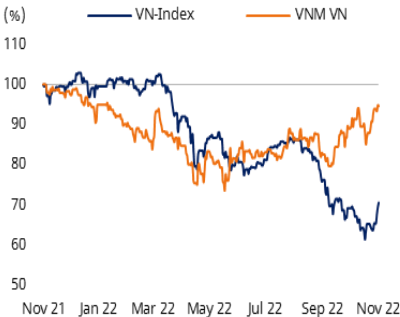
| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG |
|-------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 91,200 |
| Thị giá (29/11/22) | 83,000 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 10% |

| | |
|------------------------------------|---------|
| LNST cổ đông cty mẹ (22F, tỷ đồng) | 9,360 |
| Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) | N/A |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | -11.1% |
| P/E (22F, x) | 19.5 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 173,048 |
| SLCP đang lưu hành (triệu cp) | 2,090 |
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 35.1 |
| Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%) | 55.8 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 64,500 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 88,800 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|-----|------|------|
| Tuyệt đối | 6.4 | 16.7 | -5.1 |
| Tương đối | 5.9 | 36.6 | 25.3 |

Điểm nhấn đầu tư

- Biên lợi nhuận gộp dự kiến cải thiện từ Q4/2022 nhờ giá nguyên liệu bột sữa giảm.** Theo Rabobank, giá nguyên liệu bột sữa thế giới có thể đã đạt đỉnh vào Q1/2022 và dự kiến sẽ giảm trong nửa cuối năm (xuống ngang mức 2021) nhờ nguồn cung sữa thế giới phục hồi và nhu cầu bột sữa từ Trung Quốc suy giảm do các chính sách phong tỏa COVID. Hiện công ty đã chốt giá bột sữa đến hết T8/2022, dự kiến chi phí đầu vào sẽ cải thiện từ Q4/2022 trở đi.
- Nỗ lực mở rộng chuỗi giá trị từ trang trại, nhà máy đến hệ thống phân phối.** Dự án trang trại bò Mộc Châu (4,500 con) và Lao-Jagro (24,000 con) được kỳ vọng sẽ cung cấp thêm khoảng 69 triệu lít/năm, nâng khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào của VNM lên thêm 5% khi đi vào hoạt động 2023. Theo đó, chúng tôi dự phóng mức độ tự chủ nguyên liệu của VNM sẽ tăng từ 28% lên 33%.
- Kỳ vọng nguồn thu nhập mới đến từ dự án bò thịt với tập đoàn Sotjitz Nhật Bản.** Ban Lãnh Đạo dự kiến mảng bò thịt sẽ đem về 2,000-3,000 tỷ đồng doanh thu hằng năm khi sản phẩm chính thức bán ra thị trường cuối năm 2023.
- Kết quả kinh doanh cải thiện trong 2023.** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và LNST công ty mẹ năm 2023 của VNM sẽ đạt lần lượt 64,690 tỷ đồng (+4.7% CK) và 10,712 tỷ đồng (+14.4% CK) nhờ các yếu tố: 1) nhu cầu tiêu thụ trong & ngoài nước phục hồi; 2) giá bán bình quân tăng 3% svck; 3) giá nguyên liệu bột sữa giảm từ Q4/2022. Từ 2023-2025, doanh thu nội địa dự phóng tăng trưởng trung bình 4% theo tốc độ tăng trưởng dân số gần 1% và giá bán bình quân tăng 3% hằng năm. Thị trường quốc tế sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu trong tương lai gần với tốc độ trung bình hai chữ số 10-12%/năm.
- Tiềm lực tài chính vững mạnh.** Giữ vị thế đầu ngành sữa với tổng thị phần đạt 55.5% về giá trị trong 2021, VNM có nền tảng tài chính vững chắc với lượng tiền và tiền gửi lớn đạt 44% tổng tài sản tại cuối Q3/2022. Tiền ròng (sau khi trừ các khoản vay) đạt khoảng 12,900 tỷ đồng đến cuối Q3/2022. Chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt của VNM được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức cao với tỷ lệ 40-50%/mệnh giá trong giai đoạn 2022-2026.



| FY (31/12) | FY18 | FY19 | FY20 | FY21 | FY22F | FY23F |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 52,562 | 56,318 | 59,636 | 60,919 | 61,804 | 64,690 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 11,212 | 12,182 | 12,263 | 11,760 | 10,439 | 12,177 |
| Biên LNHĐ (%) | 21.3 | 21.6 | 20.6 | 19.3 | 16.9 | 18.8 |
| Lợi nhuận ròng (tỷ đồng) | 10,227 | 10,581 | 11,099 | 10,532 | 9,360 | 10,712 |
| EPS (đồng) | 5,285 | 5,468 | 4,780 | 4,536 | 4,031 | 4,613 |
| ROE (%) | 41.6 | 39.7 | 37.8 | 32.7 | 28.2 | 31.0 |
| P/E (x) | 15.6 | 15.0 | 17.2 | 18.1 | 19.5 | 17.8 |
| P/B (x) | 5.6 | 5.2 | 5.5 | 5.2 | 5.1 | 4.8 |
| Cổ tức/thị giá (%) | 5.1 | 5.5 | 5.0 | 4.7 | 4.7 | 4.7 |

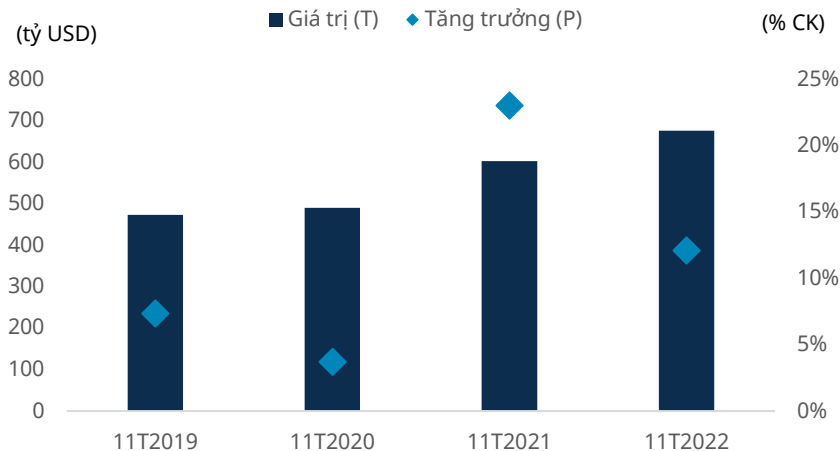
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Cảng biển – Xuất nhập khẩu tiếp tục tăng trưởng

Giá trị XNK tiếp tục tăng trưởng tốt

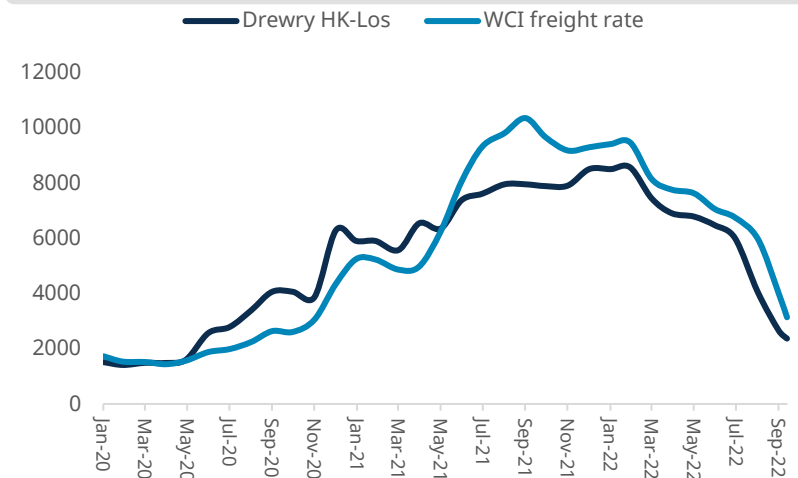
- Giá trị XNK giữ tốc độ tăng trưởng trên 2 chữ số sau 11T2022, ước đạt 675.5 tỷ USD (+12.1% CK), giảm tốc nhẹ so với 10T2022 ở mức 14.1% CK. Thông thường hoạt động XNK sẽ chậm lại trong Q4 hàng năm.
- Số dự án FDI Công nghiệp chế biến, chế tạo còn hiệu lực duy trì tốc độ tăng trưởng quanh 2% CK sau 11T với tổng số DA ước đạt 15,893 DA. Tổng vốn đầu tư đăng ký tăng 7.9% CK, lên mức 259.2 tỷ USD. Tốc độ tăng trưởng đã cải thiện hơn so với 10T, FDI Công nghiệp tiếp tục duy trì mức tăng trưởng dương là yếu tố tích cực hỗ trợ hoạt động XNK.
- Trong 9T2022, tốc độ tăng trưởng khối lượng thông quan cảng biển duy trì đà tăng nhẹ 3.4% CK, ước đạt 608.3 triệu tấn. KL container thông quan 9T cũng ghi nhận cải thiện hơn, ước đạt 20.9 triệu TEU (+4.4% CK). Hoạt động thông quan container duy trì mức tăng trưởng dương trong bối cảnh có nhiều lo ngại hoạt động XNK nhiều khả năng bị ảnh hưởng bởi biến động bất lợi từ kinh tế thế giới.
- Chỉ số giá vận tải biển thế giới tiếp tục giảm mạnh trong T11/2022 và hiện đã về mức cuối năm 2020. Với triển vọng tăng trưởng kinh tế chung của thế giới bị ảnh hưởng mạnh bởi: (1) Hoạt động sản xuất ở khu vực châu Âu chịu tác động bởi khủng hoảng năng lượng khi Nga cắt giảm cung khí đốt và sự kiện đường ống Nord Stream bị rò rỉ, (2) Chính sách giãn cách chặt chẽ chống lại dịch COVID ở Trung Quốc và (3) Fed quyết tâm theo đuổi việc nâng lãi suất để giảm lạm phát, chúng tôi cho rằng giá vận tải biển khả năng cao sẽ chịu áp lực giảm trong thời gian tới. Việc này nhìn chung có thể gây bất lợi trực tiếp cho các công ty có tỷ trọng doanh thu lớn đến từ hoạt động vận tải biển.

Giá trị XNK



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Chỉ số giá vận tải biển



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Bứt phá

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

| | |
|-------------------------|--------|
| (Cập nhật) | MUA |
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 57,000 |
| Thị giá (29/11/22) | 47,000 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 21% |

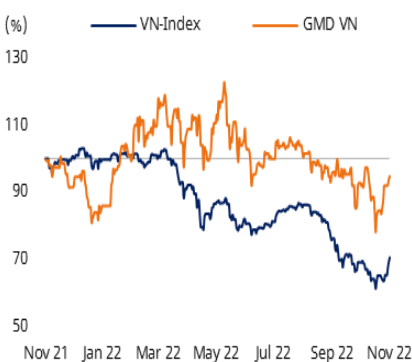
| | |
|-----------------------------------|--------|
| LNST (22F, tỷ đồng) | 1,209 |
| Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | 58 |
| P/E (22F, x) | 15.4 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 14,285 |

| | |
|-------------------------------|--------|
| SL cổ phiếu (triệu) | 301 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 96.0 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 49.0 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 36,400 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 59,900 |

| | | | |
|-----------|-----|-------|------|
| (%) | 1T | 6T | 12T |
| Tuyệt đối | 1.3 | -18.3 | -5.8 |
| Tương đối | 0.8 | 1.6 | 24.7 |

Điểm nhấn đầu tư

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



| Năm (31/12) | 12/19 | 12/20 | 12/21 | 12/22F | 12/23F | 12/24F |
|------------------------------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| Doanh thu (Tỷ VND) | 2,643 | 2,606 | 3,206 | 3,457 | 3,542 | 3,713 |
| Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND) | 544 | 496.3 | 861.5 | 1,509.6 | 1,603.0 | 1,834.5 |
| Biên LNHH (%) | 20.6 | 19.0 | 26.9 | 43.7 | 45.3 | 49.4 |
| LNST (tỷ VND) | 517 | 441 | 721 | 1,209 | 1,288 | 1,482 |
| EPS (VND) | 1,602 | 1,166 | 1,930 | 3,049 | 3,247 | 3,738 |
| ROE (%) | 8.1 | 6.7 | 10.2 | 12.1 | 12.1 | 13.1 |
| P/E (x) | 14.5 | 42.0 | 26.6 | 15.4 | 14.2 | 13.8 |
| P/B (x) | 1.2 | 2.2 | 2.2 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |

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

Duy trì sự ổn định

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

| (Cập nhật) | MUA |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 56,000 |
| Thị giá (29/11/22) | 46,600 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 20% |

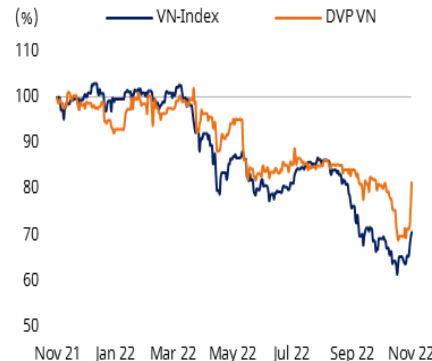
| | |
|-----------------------------------|-------|
| LNST (22F, tỷ đồng) | 279 |
| Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | 0.53 |
| P/E (22F, x) | 6.7 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 1,988 |

| | |
|-------------------------------|--------|
| SL cổ phiếu (triệu) | 40 |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 30.1 |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 12.2 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 40,000 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 58,500 |

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|------|-------|-------|
| Tuyệt đối | -5.5 | -19.9 | -23.6 |
| Tương đối | -5.9 | 0.0 | 6.9 |

Điểm nhấn đầu tư

- DVP thông báo ngày giao dịch không hưởng quyền 14/12/2022 cho việc chia cổ tức 1,000 đồng/CP. Tổng cổ tức hàng năm của công ty khoảng 4,000 đồng/CP, tương đương tỷ suất cổ tức 8.5%/năm.
- Doanh thu giảm nhẹ, LNST tăng nhẹ nhờ cổ tức và lãi tiền gửi: Trong Q3/2022, DVP ghi nhận DT và lợi nhuận gộp lần lượt 146.1 tỷ VND (-6.7% CK) và 74.5 tỷ VND (-2.6% CK). DT hoạt động tài chính tăng lên mức 49.9 tỷ VND (+30.6% CK). Trong đó, cổ tức từ SITC- Đình Vũ tăng mạnh, đạt 39 tỷ VND (+27% CK). LNST Q3 đạt gần 93.5 tỷ VND (+9.3% CK).
- Bên cạnh đó, với số dư tiền gửi ngân hàng lớn, DVP hưởng lợi từ đà tăng lãi suất giai đoạn gần đây khi lãi tiền gửi 9T tăng 21.9% CK lên mức 25.4 tỷ VND. Lũy kế 9T, DVP ghi nhận DT và LNST lần lượt 445.5 tỷ VND (-2.1% CK) và 229.6 tỷ VND (+5.1% CK).
- Trong năm 2022, chúng tôi dự kiến hoạt động khai thác cảng của DVP vẫn diễn ra ổn định với mức sản lượng container thông quan 600,000 TEU (đi ngang so với năm 2021). Doanh thu và LNST dự phóng ở mức lần lượt 600 tỷ VND (-1.4% CK) và 278.6 tỷ VND (đi ngang).
- Rủi ro trong ngắn hạn: Hoạt động của cảng Lạch Huyện; tiềm năng đầu tư mở rộng HĐKD và tăng trưởng doanh thu, LNST của công ty so với ngành và thị trường chung; mặt bằng lãi suất là các yếu tố không chắc chắn có thể làm thay đổi giá trị của doanh nghiệp và cổ phiếu DVP.



| Năm (31/12) | 12/19 | 12/20 | 12/21 | 12/22F | 12/23F | 12/24F |
|------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (Tỷ VND) | 559.9 | 518.2 | 608.6 | 600.0 | 618.0 | 636.5 |
| Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND) | 300.1 | 290.3 | 340.9 | 339.7 | 354.3 | 369.8 |
| Biên LNHD (%) | 53.6 | 56.0 | 56.0 | 56.6 | 57.3 | 58.1 |
| LNST (tỷ VND) | 247.6 | 237.7 | 277.1 | 278.6 | 290.5 | 303.2 |
| EPS (VND) | 6,191 | 5,942 | 6,928 | 6,965 | 7,263 | 7,581 |
| ROE (%) | 21.1 | 18.5 | 20.2 | 19.2 | 18.6 | 18.0 |
| P/E (x) | 7.6 | 7.7 | 7.4 | 6.7 | 6.4 | 6.1 |
| P/B (x) | 1.6 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |









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

Công nghệ thông tin – Nhu cầu số hóa mạnh mẽ

Phần mềm và dịch vụ CNTT kỳ vọng giữ đà tăng trưởng trong 2022 và 2023

- ❑ Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết ngành công nghệ thông tin (CNTT) duy trì khả quan, nhờ vào nhu cầu chuyển đổi số vẫn tiếp tục mạnh mẽ trong 9T2022: Doanh nghiệp đầu ngành như FPT với lợi thế về năng lực tư vấn, sản phẩm, giải pháp công nghệ vẫn duy trì và đẩy mạnh được các đơn hàng từ thị trường nước ngoài lẫn trong nước trong 9T2022, với doanh thu và lợi nhuận sau thuế duy trì mức tăng trưởng ổn định.
- ❑ Ngành CNTT kỳ vọng sẽ hồi phục với mảng phần mềm doanh nghiệp và dịch vụ CNTT dự phóng giữ đà tăng trưởng tốt trong cả 2022 và 2023. Các động lực tăng trưởng chính cho ngành CNTT trong thời gian tới, bao gồm:
 - Các doanh nghiệp/tổ chức ngày càng chú trọng vào việc tối ưu hiệu quả hoạt động, ưu tiên chiến lược chuyển đổi số. Theo dự phóng của International Data Corporation (IDC), chi tiêu cho chuyển đổi số toàn cầu dự kiến tăng 17.6% trong 2022 và 2021-2025 CAGR đạt 16.6%;
 - Xuất khẩu phần mềm của Việt Nam sang các nước duy trì đà tăng trưởng tốt với lợi thế về nguồn lực lao động và vị thế gia công phần mềm của Việt Nam trên thế giới ngày càng được củng cố;
 - Nhu cầu số hóa của doanh nghiệp nội địa và Chính phủ vẫn đang rất mạnh mẽ, phù hợp với định hướng của Chính phủ về chuyển đổi số quốc gia. Trong chương trình chuyển đổi số quốc gia theo Quyết định 749/QĐ-TTg, Việt Nam đặt mục tiêu kinh tế số chiếm 20% GDP đến năm 2025 và 30% GDP đến năm 2030 (từ mức 5% GDP trong năm 2019).

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

| Tên công ty | Doanh thu | | | Lợi nhuận sau thuế | | | ROE (%) | P/E trung bình 5 năm (x) | P/E hiện tại (x) |
|-------------|--------------------------|--------------------------|---|---------------------|--------------------------|---|---------|--------------------------|------------------|
| | Doanh thu 9T22 (Tỷ đồng) | Tăng trưởng 9T22 (% YoY) | Tăng trưởng quý từ 1Q20-3Q22 (% YoY) | LNST 9T22 (Tỷ đồng) | Tăng trưởng 9T22 (% YoY) | Tăng trưởng quý từ 1Q20-3Q22 (% YoY) | | | |
| FPT | 30,975 | 24.1 |  | 3,943 | 30.1 |  | 28.3 | 14.0 | 15.6 |
| CMG | 5,320 | 32.7 |  | 204 | 47.9 |  | 13.8 | 19.3 | 21.3 |
| ELC | 626 | 23.5 |  | 30 | 0.4 |  | 5.6 | 21.0 | 9.7 |
| ITD | 636 | 111.1 |  | 28 | 331.5 |  | 7.3 | 9.9 | 15.6 |

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

Tăng trưởng bền vững

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

| (Cập nhật) | MUA |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 99,800 |
| Thị giá (29/11/22) | 74,300 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 34% |

| | | | |
|-----------------------------------|--------|-------|------|
| LNST (22F, tỷ đồng) | 5,444 | | |
| Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) | 5,432 | | |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | 24.5 | | |
| P/E (22F, x) | 16.3 | | |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 81,838 | | |
| SL cổ phiếu (triệu) | 1,097 | | |
| Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 84.3 | | |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN(%) | 49.0 | | |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 61,300 | | |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 95,100 | | |
| (%) | 1T | 6T | 12T |
| Tuyệt đối | -0.9 | -20.0 | -9.1 |
| Tương đối | -1.4 | -0.1 | 21.4 |

Luận điểm đầu tư

- ❑ Kết quả kinh doanh 10T2022 duy trì đà tăng trưởng. FPT ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 35,105 tỷ đồng (+24.4% CK, hoàn thành 83% kế hoạch năm) và 6,456 tỷ đồng (+24% CK, tương đương 85% kế hoạch năm), lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 4,550 tỷ đồng (+30.7% CK) trong 10T2022, nhờ vào:
 - Doanh thu từ chuyển đổi số vẫn giữ đà tăng trưởng hai chữ số trong 10T2022 (5,925 tỷ đồng; +30% CK); tuy vậy, tốc độ tăng trưởng có phần giảm tốc so với 9T2022 (+34% CK) và 8T2022 (+41% CK);
 - Thị trường Mỹ (+46% CK) và APAC (+46.6% CK) đóng góp chính cho tăng trưởng của mảng Xuất khẩu phần mềm. Khối lượng đơn hàng ký mới tại thị trường nước ngoài ghi nhận 18,266 tỷ đồng (+40.5% CK) trong 10T2022;
 - Mảng Viễn thông khá ổn định, với doanh thu tăng 16.6% CK đạt 12,064 tỷ đồng trong 10T2022.
- ❑ Chúng tôi cho rằng FPT sẽ ít chịu ảnh hưởng xấu trong môi trường lãi suất tăng, nhờ vào lượng tiền dồi dào và tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu giảm xuống 76% tính tới cuối quý 3 (từ mức 94% vào cuối 2021).
- ❑ Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu của FPT về 99,800 VND (từ mức 102,200 VND), chủ yếu do điều chỉnh P/E mục tiêu về 18.6x, tương ứng với ngưỡng -1STD P/E trung bình 5 năm (từ mức 22x ~ -2STD trong dự phóng trước đó) để phản ánh những rủi ro FPT có thể đối mặt: 1) FPT chịu tác động của biến động tỷ giá khi doanh thu từ các thị trường Nhật, Mỹ, APAC, và châu Âu chiếm lần lượt khoảng 17%, 14%, 9%, và 3% tổng doanh thu (tính trong 9T2022); 2) Chi tiêu công nghệ thông tin tại các thị trường nước ngoài tăng chậm hơn kỳ vọng.



| FY (31/12) | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21 | 12/22F | 12/23F |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 23,214 | 27,717 | 29,830 | 35,657 | 43,858 | 52,893 |
| LN HKĐK (tỷ đồng) | 3,122 | 4,147 | 4,605 | 5,415 | 7,196 | 8,360 |
| Biên LN HKĐK (%) | 13.4 | 15.0 | 15.4 | 15.2 | 16.4 | 15.8 |
| LNST (tỷ đồng) | 2,620 | 3,135 | 3,538 | 4,337 | 5,444 | 6,319 |
| EPS (VND) | 2,236 | 2,659 | 2,982 | 3,624 | 4,551 | 5,283 |
| ROE (%) | 20.0 | 21.6 | 21.7 | 23.4 | 24.5 | 23.9 |
| P/E (x) | 10.8 | 13.8 | 14.4 | 21.4 | 16.3 | 13.6 |
| P/B (x) | 2.1 | 2.8 | 2.9 | 4.7 | 3.0 | 2.7 |

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

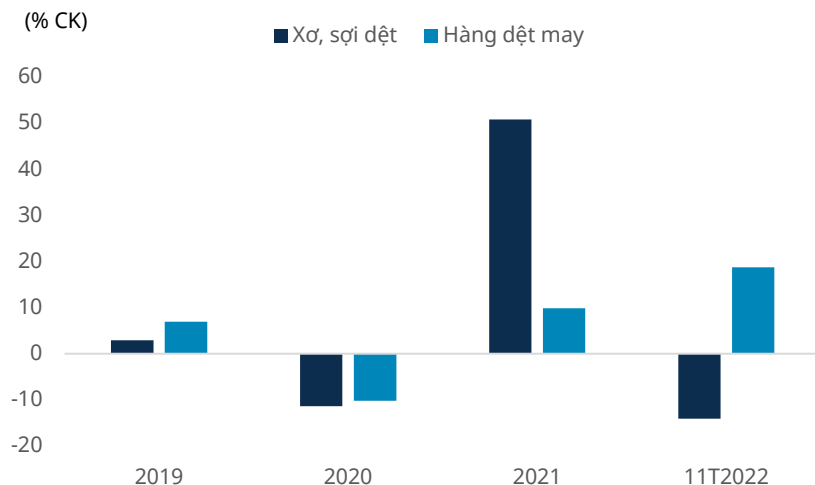
Dệt May – Thị phần cải thiện tại một số thị trường chính

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

XK tiếp tục tăng trưởng nhưng tốc độ chậm lại

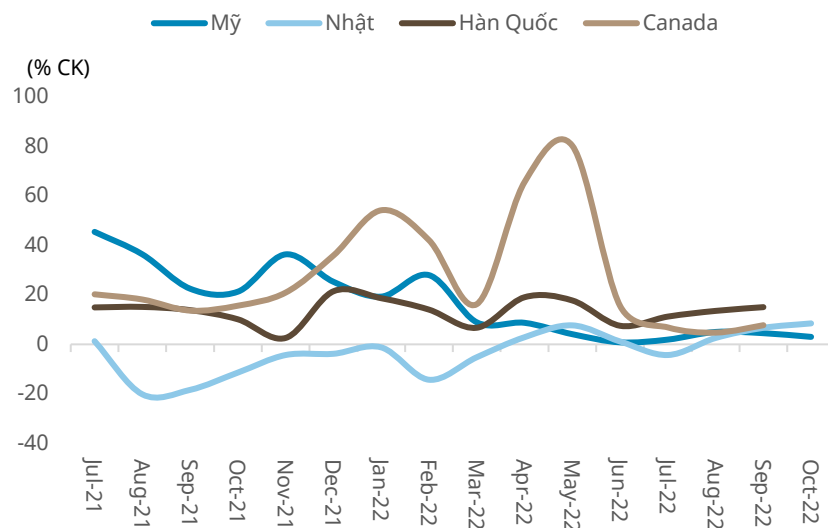
- Trong T11/2022 và 11T2022, giá trị XK hàng dệt may Việt Nam ước đạt 2.85 tỷ USD (-6.4% CK) và 34.6 tỷ USD (+18.7% CK). Giá trị XK hàng dệt may tăng nhẹ 5.6% so với T10. Bên cạnh đó, thị phần hàng dệt may VN ở một số TT chính như Mỹ (9T2022: 15.1%, 2021: 13.6%), Nhật (11T2022: 15.1%, 2021: 14.1%) ghi nhận tăng trưởng.
- Hoạt động sản xuất mảng may mặc tiếp tục chậm lại trong T11 khi IIP T11/2022 và 11T2022 tăng lần lượt 2.2% CK và 16.4% CK (so với 5.5% CK và 19.2% CK trong T10 và 10T2022). Chỉ số sử dụng lao động ngành may mặc tính đến đầu T11 đi ngang so với tháng trước và 1.3% CK. Việc sản xuất có dấu hiệu giảm tốc có thể đến từ: (1) T10/2021 là thời điểm bắt đầu nổi lỏng việc phong tỏa, hoạt động sản xuất trở lại khiến tăng trưởng CK không cao như trong Q3; (2) Các đơn hàng bắt đầu đến chậm hơn do lo ngại về một đợt suy thoái trong năm 2023, khiến cho các công ty trong ngành giảm hoạt động sản xuất.
- Bán lẻ hàng thời trang ở các thị trường chính tăng trưởng ổn định:** Tăng trưởng bán lẻ hàng áo quần ở TT Mỹ ước đạt +3% CK trong T10. Bán lẻ ở các chuỗi cửa hàng TT Nhật tiếp đà tăng trưởng ở mức +8.5% trong T10 sau khi tăng 6.7% vào T9. Ở TT Hàn Quốc, bán lẻ hàng thời trang ghi nhận mức tăng 15% CK trong T9 (so với trung bình 13.5% trong T8). TT Canada ghi nhận mức tăng 7.7% CK trong T9.

Tăng trưởng xuất khẩu hàng may mặc và sợi Việt Nam



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng bán lẻ thời trang tại các TT chính



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Dệt May – Thị phần cải thiện tại một số thị trường chính

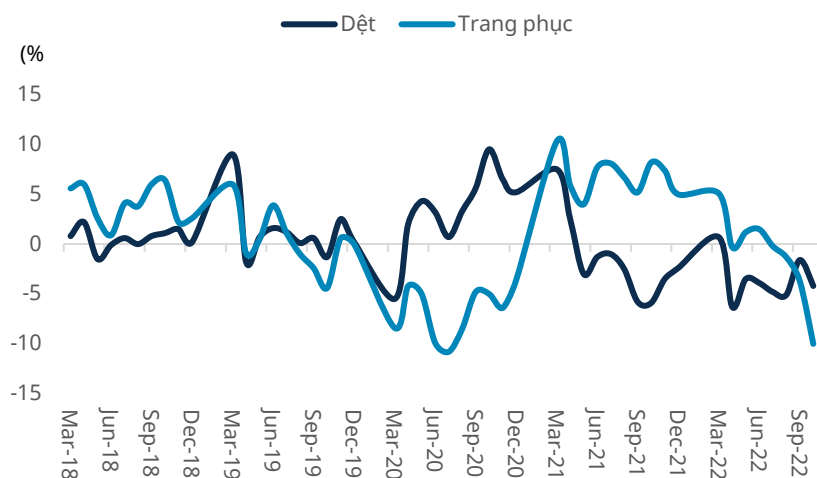
Mảng sợi: XK và sản xuất tiếp tục đà giảm

- Giá trị XK sợi T11 và 11T2022 ước đạt 227 triệu USD (-45.9% CK) và 4.4 tỷ USD (-14.1% CK), tiếp tục xu hướng giảm so với mức T10 và 10T2022 lần lượt là -34.3% CK và -10.6% CK. Xét về lượng, XK sợi trong T11 và 11T2022 ước đạt 110 nghìn tấn (-30% CK) và 1.43 triệu tấn (-14.1% CK).
- Hoạt động sản xuất mảng Dệt trong T11 sụt giảm. Cụ thể, IIP mảng dệt 11T2022 ước tính ở mức -1.9% CK (so với mức tăng +3.7% CK trong 10T). Số liệu chính thức trong T10 cho thấy IIP mảng dệt ghi nhận tăng 1% CK.

Rủi ro:

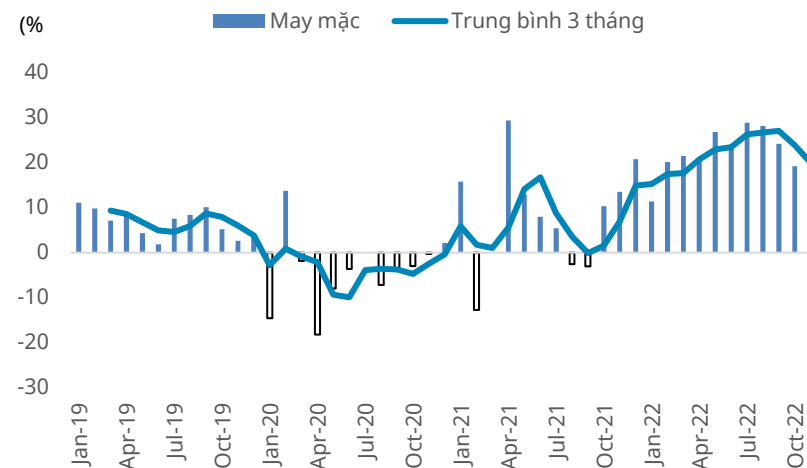
- TT Sợi TQ: Mảng Dệt ở TQ giảm 4.2% CK trong T10. Với việc kiên trì theo đuổi chính sách giãn cách nhằm kiểm soát dịch COVID và căng thẳng thương mại Mỹ-Trung khiến thị phần hàng dệt may TQ tại Mỹ liên tục giảm, hoạt động sản xuất trang phục cũng đi xuống do lo ngại về suy thoái khiến đơn hàng dệt may chậm lại, kéo theo nhu cầu của sợi suy giảm.
- Nhu cầu về hàng dệt may trên thế giới bị ảnh hưởng bởi tăng trưởng kinh tế kém khả quan trong bối cảnh 1) lạm phát ở các thị trường XK chính của VN ở mức cao, 2) các NHTW tiếp tục tăng lãi suất, và 3) giá khí đốt tăng cao vì cuộc chiến Ukraine. Giá cotton cuối T11 tiếp tục đà giảm về mức quanh 80\$/lb cho thấy tín hiệu về nhu cầu sụt giảm của chuỗi cung ứng ngành.

Tăng trưởng KL sản xuất dệt may TQ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

IIP mảng may mặc



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Doanh thu tiếp tục tăng trưởng

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

| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG |
|--------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 43,000 |
| Thị giá (29/11/22) | 38,000 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 13% |

| | | | |
|----------------------------------|--------|-------|-------|
| LNST (22F, tỷ VND) | 313 | | |
| Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ VND) | NA | | |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | -48 | | |
| P/E (22F, x) | 8.2 | | |
| Vốn hóa (Tỷ VND) | 2,821 | | |
| SL cổ phiếu lưu hành (triệu cp) | 75 | | |
| Tỉ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 45.1 | | |
| Tỉ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 5.1 | | |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 30,000 | | |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 67,700 | | |
| (%) | 1T | 6T | 12T |
| Tuyệt đối | 2.7 | -28.8 | -41.0 |
| Tương đối | 2.2 | -8.8 | -10.5 |

Điểm nhấn đầu tư

- Doanh thu tiếp tục tăng trưởng:** Trong Q3, MSH ghi nhận doanh thu đạt 1,645.2 tỷ VND (+26.9% CK). Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp (LNG) và biên lợi nhuận hoạt động (LNHD) sụt giảm còn lần lượt 14.9% và 8.9% (so với 17.6% và 11.5% trong Q3/2021). Doanh thu từ hoạt động tài chính tăng mạnh trong Q3, đạt 41.4 tỷ VND (+57.4% CK). LNST Q3 đạt 111.3 tỷ VND (-6.3% CK).
- Cập nhật năng lực sản xuất và các dự án:** Đến hết năm 2021, MSH vận hành 6 cụm sản xuất gồm 14 xưởng cắt may và 1 cụm sản xuất chần ga. Trong đó, số chuyên may cắt may là 155 dây chuyền với số nhân viên/dây chuyền khoảng 60-70 nhân viên. Đến cuối Q3 2022, tổng số nhân viên MSH (bao gồm dự án SH10) tăng lên 12,732 nhân viên (+11.2% so với đầu năm 2022). MSH đang triển khai hai dự án sản xuất mới là Dự án nhà máy may xuất khẩu Sông Hồng 10 (đã đưa vào vận hành từ T2/2022) và Dự án nhà máy Xuân Trường.
- Các yếu tố rủi ro:** Giảm biên LN do tình hình kinh tế chung khó khăn. Nguy cơ nền kinh tế thế giới bước vào đợt suy thoái mới do các NHTW liên tục tăng lãi suất để kiềm chế lạm phát. Điều này ảnh hưởng đến cả sản lượng và đơn giá của các đơn hàng mới, khiến cho biên LN các đơn đặt hàng suy giảm.
- Dự phóng:** Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của MSH có thể đạt lần lượt 4,909.8 tỷ VND (+3.4% CK) và 312.5 tỷ VND (-29.3% CK). Chúng tôi dự kiến biên LNG trong năm 2022 sẽ giảm xuống mức 14.7% dưới tác động của nguy cơ suy thoái kinh tế toàn cầu.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE) để xác định mức giá hợp lý của cổ phiếu MSH. Với mức lợi suất yêu cầu (Re) 14% và giả định tăng trưởng dài hạn sau năm 2032 là 0%, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu MSH ở mức 43,000 VND/cp.



| Năm (31/12) | 12/19 | 12/20 | 12/21 | 12/22F | 12/23F | 12/24F |
|------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu (Tỷ VND) | 4,411 | 3,813 | 4,749.1 | 4,909.8 | 5,125.0 | 5,330.0 |
| Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND) | 545.5 | 282.7 | 545.7 | 393.6 | 406.1 | 526.0 |
| Biên LNHD (%) | 12.4 | 7.4 | 11.5 | 8.0 | 7.9 | 9.9 |
| LNST (tỷ VND) | 450 | 232 | 442.1 | 312.5 | 322.5 | 418.4 |
| EPS (VND) | 9,113 | 4,635 | 8,840 | 4,632 | 4,299 | 5,578 |
| ROE (%) | 42.9 | 18.3 | 31.1 | 19.8 | 17.6 | 20.9 |
| P/E (x) | 4.9 | 8.6 | 8.9 | 8.2 | 8.4 | 6.5 |
| P/B (x) | 1.9 | 1.5 | 2.8 | 1.5 | 1.5 | 1.3 |

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

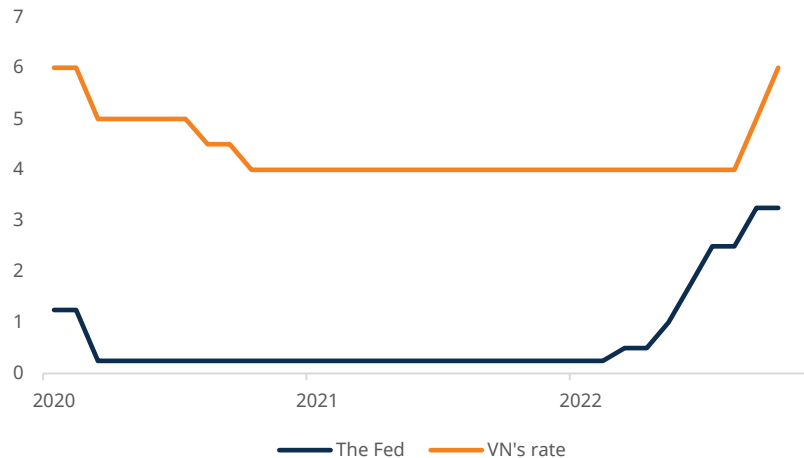
Nghân hàng – Sự điều chỉnh cần thiết

Áp lực từ lạm phát và tỷ giá tác động đến chính sách tiền tệ; tăng trưởng tín dụng có thể chậm lại trong năm 2023

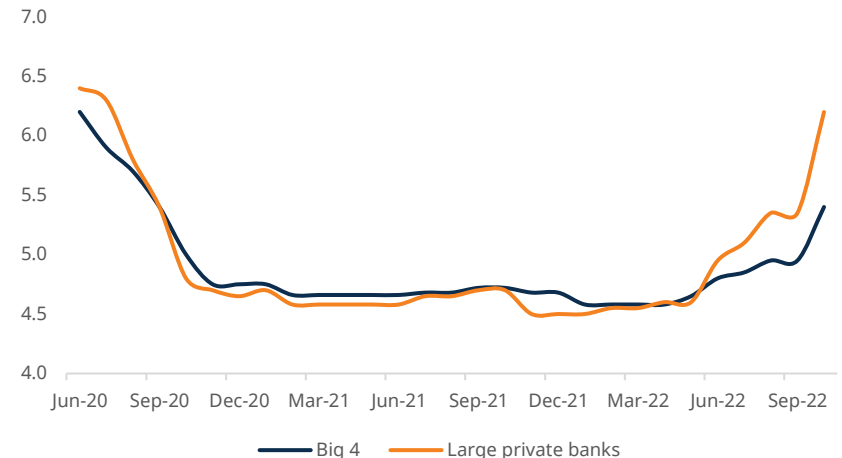
NHNN tăng lãi suất điều hành nhằm gia tăng khoảng cách với lãi suất của các nền kinh tế lớn

- **Kinh tế vĩ mô bất ổn và sự gia tăng chi phí lãi vay tác động giảm tăng trưởng tín dụng trong năm 2023:** Nền kinh tế Việt Nam đang phải đối mặt với nhiều thách thức như lạm phát cao, chỉ số sản xuất thấp do nhu cầu xuất khẩu giảm, và đồng nội tệ suy yếu. Ngoài ra, các động thái thắt chặt cung tiền như rút tiền đồng qua kênh OMO và bán ngoại tệ nhằm kiềm chế biến động tỷ giá, được dự báo sẽ tiếp tục duy trì trong ngắn hạn. NHNN đã tăng lãi suất điều hành hai lần tổng cộng 2%p, và khả năng tiếp tục tăng lãi suất trong thời gian tới vẫn đang bỏ ngõ. Triển vọng kinh tế chưa khả quan khuyến khích cả doanh nghiệp lẫn cá nhân giảm đòn bẩy tài chính, đặc biệt là vay nợ cho các nhu cầu như mở rộng kinh doanh hay mua sắm tài sản. Dựa trên các yếu tố bất lợi đã đề cập, NHNN nhiều khả năng sẽ không đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao như các năm trước là 14%.
- **Khả năng NHNN sẽ tiếp tục tăng lãi suất:** So với lãi suất điều hành (LSDH) của Mỹ vốn đã vượt mức trước năm 2022, mức LSDH của Việt Nam chỉ mới ngang bằng so với trước dịch. Bên cạnh đó, Fed vẫn đang có kế hoạch tăng LSDH trong tháng 12 và chưa cho dấu hiệu dừng tăng lãi suất trong 6T2023, vì vậy, NHNN sẽ rất khó giữ nguyên mức lãi suất hiện tại do áp lực tỷ giá gia tăng. Ngoài ra, nhu cầu toàn cầu suy giảm ảnh hưởng đến xuất khẩu, nguồn thu và dự trữ ngoại hối của Việt Nam.
- **Lợi thế của các NHTM lớn trong vấn đề huy động tiền gửi:** Do các sự kiện bất thường có tầm ảnh hưởng lớn đến thị trường TPDN cũng như một NHTM tầm trung, các NHTM nhỏ và vừa sẽ gặp rào cản trong việc huy động từ thị trường tiền gửi, đặc biệt là các ngân hàng yếu hay chưa có sự nhận diện thương hiệu tốt. Lo ngại mất tiền gốc sẽ phải được bù bởi mức lãi suất hợp lý. Ngược lại, các ngân hàng lớn, đặc biệt là các ngân hàng quốc doanh sẽ có nhiều lợi thế trong việc huy động tiền gửi với mức chi phí huy động thấp hơn đáng kể. Chênh lệch lãi suất tiền gửi giữa các NH quốc doanh và NHTM trong T11/2022 ở mức 2-3%p.
- **Lãi suất tăng dẫn đến gia tăng chi phí vay và nợ xấu phát sinh:** Trong lần tăng lãi suất gần đây nhất từ mức 7% lên mức 13% đối với lãi suất tái cấp vốn vào năm 2011, nợ xấu nội bảng đã có mức tăng đột biến (gần gấp đôi). Tuy không thể kết luận tăng lãi suất là nguyên nhân cốt yếu dẫn đến tăng nợ xấu, tuy nhiên, chi phí vay gia tăng sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng thanh toán của người đi vay, đặc biệt là trong bối cảnh suy thoái kinh tế của các nền kinh tế lớn.

Các đợt điều chỉnh lãi suất (%)



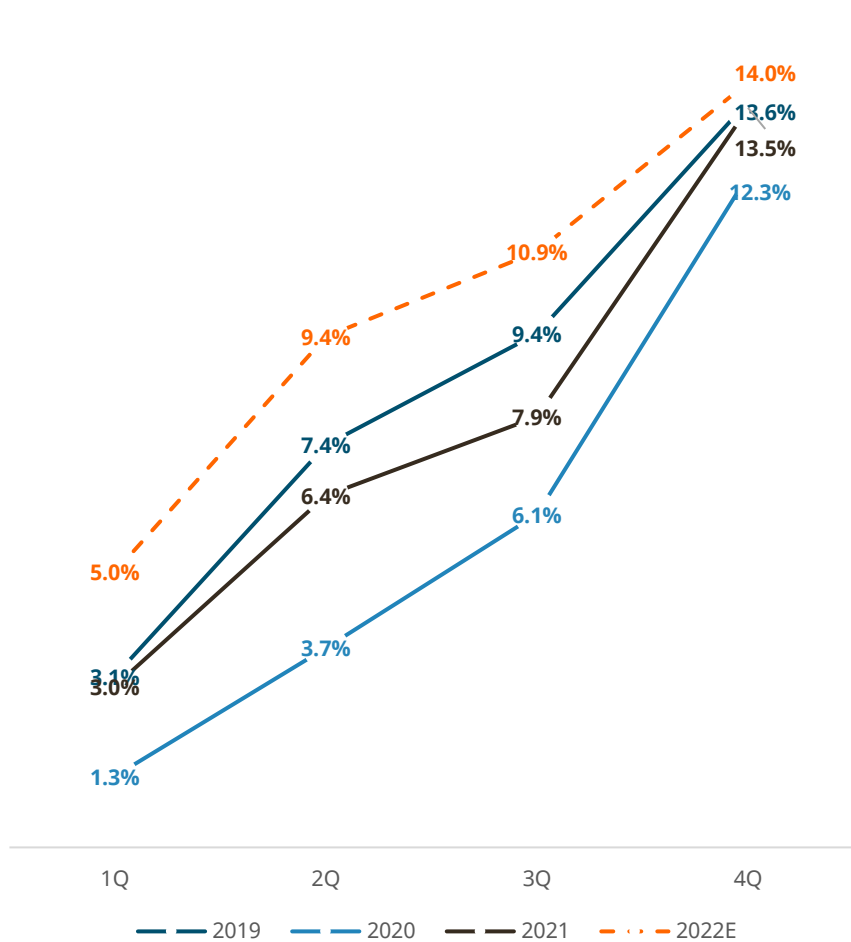
Lãi suất tiền gửi 12T (%)



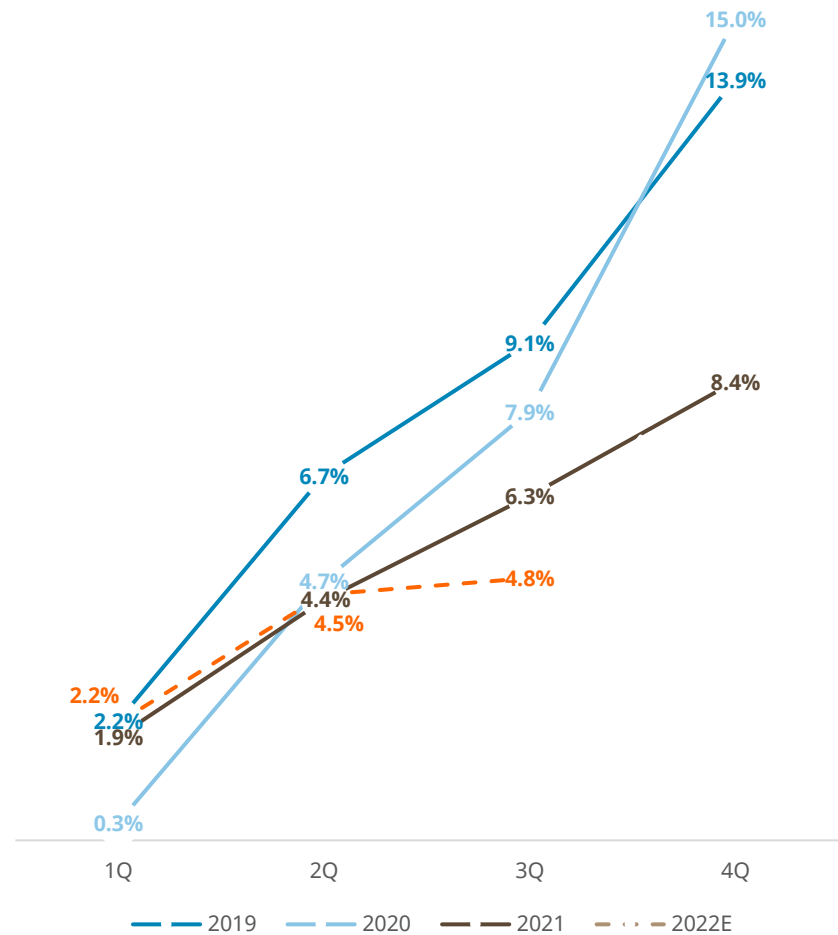
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng – Sự điều chỉnh cần thiết

Tăng trưởng tín dụng (YTD)



Tăng trưởng huy động (YTD)



Dầu khí – Luật dầu khí sửa đổi được thông qua

Điểm nhấn từ sự thay đổi liên quan đến cơ chế thu hút đầu tư của lĩnh vực thượng nguồn

Giá dầu Brent đã giảm khoảng 13% kể từ đầu tháng 11/2022 rơi về mức quanh US\$80/thùng do những tác động tiêu cực về rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu, cũng như việc nhu cầu sụt giảm của thị trường Trung Quốc. Giá dầu được kỳ vọng vẫn duy trì ở mức quanh US\$80-85/USD trong tháng còn lại của năm 2022 và 2023 dựa trên những yếu tố sau:

- Trung Quốc đã có những hành động điều chỉnh nới lỏng chính sách Zero Covid, và ngoài ra nước này cũng đã ban hành chính sách kinh tế (hỗ trợ thị trường bất động sản; giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc; ...) trong nỗ lực thúc đẩy nền kinh tế quay trở lại.
- Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) đã phát đi tín hiệu giảm đà tăng lãi suất, dự kiến tăng 0.5%p vào kỳ họp tháng 12/2022, cùng với đó là việc lạm phát cơ bản đã hạ nhiệt trong tháng 10.
- Việc EU áp giá trần vào dầu Urals của Nga sẽ chính thức có hiệu lực vào 5/12/2022 (mức trần dự kiến quanh US\$65-70/bbl), có thể tác động lên nguồn cung dầu toàn cầu.

Luật dầu khí sửa đổi đã được thông qua, và bắt đầu áp dụng chính thức từ 1/7/2023, trong đó điểm nhấn chính của sự thay đổi liên quan đến cơ chế thu hút đầu tư của lĩnh vực thượng nguồn (thăm dò và khai thác khí):

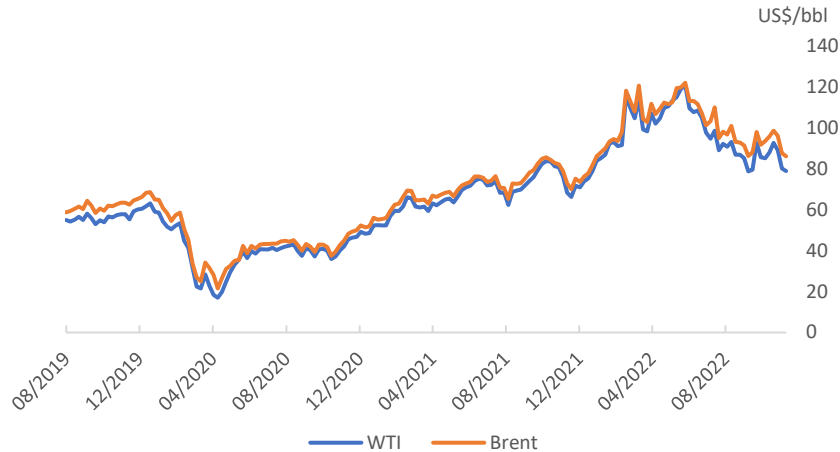
- Khuyến khích đầu tư vào lĩnh vực thượng nguồn:
 - Hợp đồng dầu khí đối với lô, mỏ dầu khí được hưởng chính sách ưu đãi đầu tư được áp dụng mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 32%, thuế suất thuế xuất khẩu dầu thô là 10% và mức thu hồi chi phí tối đa 70% sản lượng dầu khí khai thác được trong năm.
 - Hợp đồng dầu khí đối với lô, mỏ dầu khí được hưởng chính sách ưu đãi đầu tư đặc biệt được áp dụng mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 25%, thuế suất thuế xuất khẩu dầu thô là 5% và mức thu hồi chi phí tối đa 80% sản lượng dầu khí khai thác được trong năm.
- Nâng thời hạn khai thác dầu khí: Thời gian hợp đồng dầu khí được kéo dài thêm 5 năm so với quy định hiện hành và thống nhất thời hạn hợp đồng đối với việc khai dầu và khai thác khí.
- Phân quyền và tháo gỡ các nút thắt trong hợp đồng của PVN và các công ty con của PVN.
- Minh bạch hóa đối với các hợp đồng/dự án dầu khí thông qua công tác kế toán, kiểm toán.

Việc Luật Dầu Khí (sửa đổi) được thông qua là điểm tích cực trong bối cảnh trữ lượng khí tự nhiên đang giảm đi hằng năm, và cần nhiều dự án mới được triển khai để bù đắp, đặc biệt chúng tôi cho rằng đây cũng là tiền đề để có thể xúc tiến tiến độ của đại dự án Lô B Ô Môn sớm được triển khai trong thời gian tới.

Ngoài ra, đối với lĩnh vực kinh doanh xăng dầu, tác động của rủi ro chính sách làm ảnh hưởng các doanh nghiệp thua lỗ và dần thu hẹp phạm vi hoạt động. Cụ thể, việc Bộ Tài Chính chưa điều chỉnh tăng kịp thời các chi phí kinh doanh trong giá cơ sở (như phí vận chuyển) mặc dù thực tế giá đã tăng nhiều kể cuối 2021 và đến tháng 10//2022 mới có sự điều chỉnh. Hiện tại Bộ Tài Chính cũng đang xem xét điều chỉnh chu kỳ thay đổi giá xăng dầu để có thể hỗ trợ hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành.

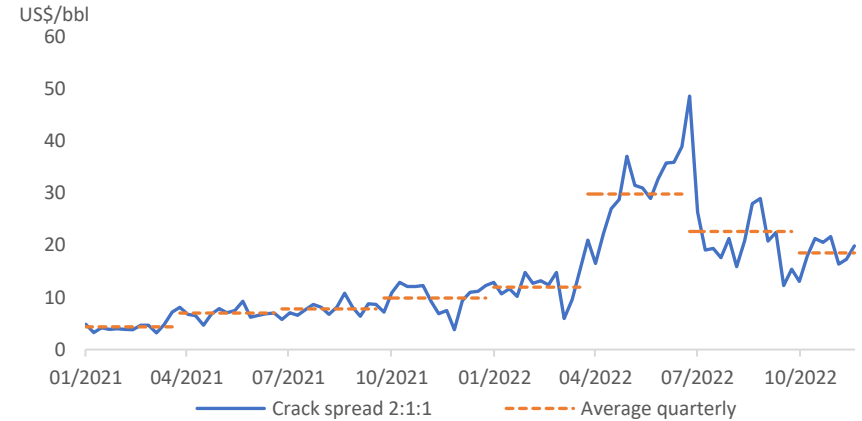
Dầu khí – Luật dầu khí sửa đổi được thông qua

Kỳ vọng giá dầu vẫn duy trì quanh mức US\$80-85/thùng



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

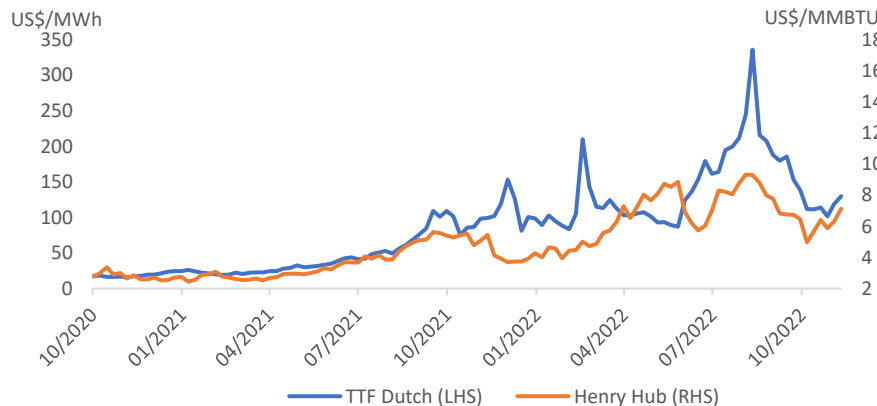
Chênh lệch giá dầu thô và sản phẩm tinh chế sụt giảm mạnh tạo áp lực lên biên lợi nhuận của các nhà máy lọc hóa dầu



(Average quarterly: trung bình quý)

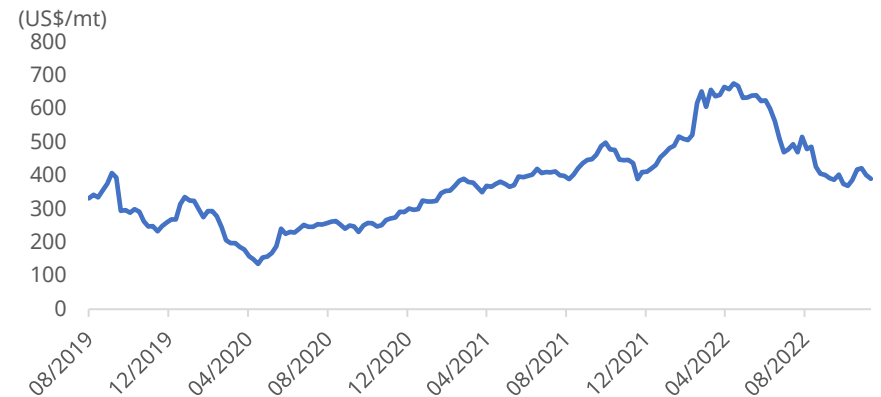
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Giá khí đốt TTF đang có xu hướng tăng trở lại trong bối cảnh mùa đông đã bắt đầu tại EU, mặc dù đa số các quốc gia EU đã lấp đầy kho dự trữ khí. Giá khí đốt có sự chênh lệch đáng kể giữa Mỹ và EU. Mỹ xuất khẩu hơn 70% sản lượng LNG cho EU trong 9T2022 (2021: 21%)



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

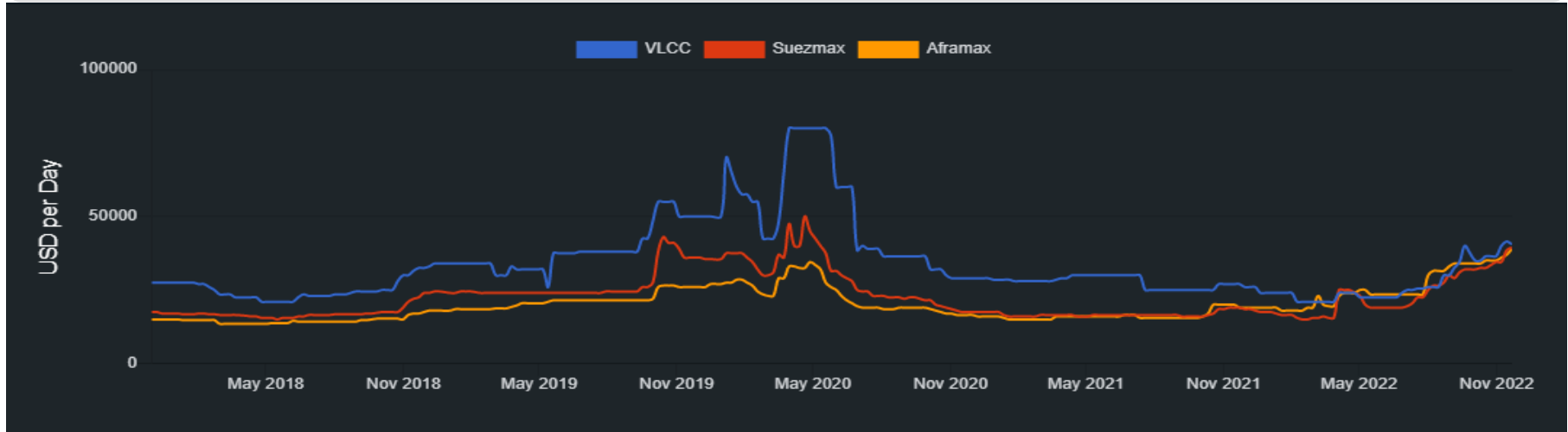
Giá dầu FO Singapore đang có xu hướng giảm sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận của DCM, DPM



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Dầu khí – Luật dầu khí sửa đổi được thông qua

Nhu cầu vận chuyển dầu và các sản phẩm dầu tiếp tục tăng cao trong bối cảnh xung đột của Nga – Ukraine, cũng như nhu cầu vận chuyển dầu diesel bởi sự thiếu hụt nguồn cung trên tàu cầu (Dự trữ dầu diesel ở Mỹ đã giảm xuống mức thấp nhất kể từ năm 1982)



Nguồn: Fearnpulse, Mirae Asset Vietnam Research

Tổng hợp KQKD 9T2022

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

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

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Đi qua cơn bão

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

| | |
|-------------------------|--------|
| (Cập nhật) | MUA |
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 51,700 |
| Thị giá (29/11/22) | 38,500 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 34% |

| | |
|-----------------------------------|----------------|
| LNST (22F, tỷ đồng) | 6,715 |
| Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) | Na |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | 17 |
| P/E (22F, x) | 7.3 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 52,355 |
| SLCP đang lưu hành (triệu cp) | 1,329 |
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 11.5 |
| Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%) | 5.1 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 31,500 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 46,100 |
| (%) | 1T6T12T |
| Tuyệt đối | -2.0-12.3-17.4 |
| Tương đối | -2.57.613.1 |

Điểm nhấn đầu tư

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

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

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



| Năm (31/12) | FY18 | FY19 | FY20 | FY21 | FY22F | FY23F |
|------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (Tỷ VND) | 7,070 | 4,488 | 3,667 | 4,019 | 4,570 | 4,766 |
| Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND) | (63) | (592) | (299) | 56 | (5) | (13) |
| Biên LNHD (%) | -0.9% | -13.2% | -8.1% | 1.4% | -0.1% | -0.3% |
| LNST (tỷ VND) | 7,010 | 7,280 | 5,552 | 5,751 | 6,715 | 7,836 |
| EPS (VND) | 5,276 | 5,479 | 4,166 | 4,320 | 5,087 | 5,937 |
| ROE (%) | 28.4% | 27.3% | 22.1% | 24.5% | 28.4% | 32.4% |
| P/E (x) | 8.6x | 9.2x | 12.0x | 11.6x | 7.3x | 6.3x |
| P/B (x) | 2.4x | 2.3x | 2.4x | 2.6x | 2.9x | 2.8x |

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

Giá than hạ nhiệt góp phần cải thiện biên lợi nhuận

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

| (Cập nhật) | TĂNG TỶ TRỌNG |
|-------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND, 12T) | 11,000 |
| Thị giá (29/11/22) | 10,000 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 10% |

| | |
|-----------------------------------|-------|
| LNST (22F, tỷ đồng) | 278 |
| Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng) | NA |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | -24.8 |
| P/E (22F, x) | 11.7 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 3,892 |

| | |
|----------------------------------|----------------|
| SLCP đang lưu hành (triệu cp) | 382 |
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 17.5 |
| Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%) | 2.0 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 6,950 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 25,000 |
| (%) | 1T6T12T |
| Tuyệt đối | -1.0-42.0-61.4 |
| Tương đối | -1.5-22.1-30.9 |

Điểm nhấn đầu tư

- Theo Bloomberg, tỷ lệ tích trữ khí đốt của châu Âu đã lên tới 93.5% trong tháng 10/2022. Tỷ lệ dự trữ khí tăng cao sẽ giảm áp lực với nhu cầu than cốc nhiệt lượng cao. Hiện nay, than cốc chiếm trên 35% chi phí sản xuất xi măng. Chúng tôi cho rằng giá than năm 2023 sẽ hạ nhiệt về mức USD140 – 150/tấn (-22% CK) và giúp HT1 cải thiện tối thiểu 3-4% biên lợi nhuận gộp.
- Do thị trường bất động sản Việt Nam cũng như thị trường xuất khẩu chưa khả quan, chúng tôi dự phóng sản lượng xi măng của HT1 năm 2022F / 2023F lần lượt đạt 6.3 triệu tấn (+7% CK) / 5.72 triệu tấn (-10% CK). Doanh thu dự phóng năm 2022F / 2023F lần lượt đạt 9,323 tỷ (+32.2% CK) / 7,389 tỷ đồng (-20.7% CK). Dựa trên dự kiến về việc giá than cốc hạ nhiệt, chúng tôi ước tính LNR của HT1 trong năm 2022F / 2023F lần lượt đạt 277 tỷ (-25% CK) / 423 tỷ (+52% CK).
- HT1 hiện không có nợ dài hạn và có tỷ lệ chia cổ tức tiền mặt hàng năm trên 50% LNR.

Rủi ro về nhu cầu tiêu thụ thấp hơn dự phóng

- Theo thống kê của Hiệp hội xi măng Việt Nam (VNCA), tiêu thụ xi măng trong 9T2022 đạt 73 triệu tấn (-10% CK). Trong đó, tiêu thụ nội địa khoảng đạt 47 triệu tấn (+5% CK) nhưng ở mảng xuất khẩu sản lượng giảm mạnh, chỉ đạt 24.7 triệu tấn (-25% CK). Giá trị xuất khẩu cũng giảm mạnh, đạt 1.1 tỷ USD (-14% CK).
- Theo Bộ xây dựng, nguồn cung bất động sản nhà ở trong 9T2022 giảm mạnh về mức 41,886 sản phẩm (-22.1% CK). Tỷ lệ hấp thụ trung bình 9T2022 chỉ đạt 43%. Riêng Q3, giảm mạnh so với Q1 và Q2, chỉ đạt 33.5%



| Năm (31/12) | FY18 | FY19 | FY20 | FY21 | FY22F | FY23F |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu (Tỷ VND) | 8,376.4 | 8,838.6 | 7,962.6 | 7,064.3 | 9,341.8 | 7,409.7 |
| Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND) | 1,080.1 | 1,189.1 | 1,004.8 | 570.5 | 438.1 | 622.8 |
| Biên LNHH (%) | 12.9% | 13.5% | 12.6% | 8.1% | 4.7% | 8.4% |
| LNR (tỷ VND) | 641.4 | 745.0 | 608.0 | 369.2 | 277.8 | 423.2 |
| EPS (VND) | 1,674 | 1,980 | 1,665 | 973 | 733 | 1,115 |
| ROE (%) | 12.4% | 13.9% | 11.3% | 7.1% | 5.3% | 7.8% |
| P/E (x) | 7.5x | 7.7x | 10.5x | 23.1x | 15.1x | 9.9x |
| P/B (x) | 0.5x | 0.6x | 0.6x | 1.0x | 0.5x | 0.5x |

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

Phụ lục – Danh mục theo dõi

| Mã CK | Ngành | Vốn hóa (tỷ đồng) | Vốn hóa (triệu USD) | KLBQ 12T | P/E | Tăng trưởng EPS (CK/12T) | Thông tin cập nhật |
|-------|-------------|----------------------|------------------------|------------|-------|-----------------------------|---|
| REE | Tiện ích | 25,766.69 | 1,037.72 | 877,533 | 9.33 | 18.12% | Platinum Victory Pte.Ltd tiếp tục đăng ký mua hơn 4.8 triệu cp REE, nhằm nâng tỷ lệ sở hữu từ 33.64% lên 34.99%. Thời gian giao dịch dự kiến từ 24/11-23/12/2022. |
| GEG | Tiện ích | 4,008.11 | 161.42 | 1,425,162 | 10.05 | 22.29% | GEG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng 9T2022 đạt 1,579 tỷ đồng (+19.6% svck) và 297 tỷ đồng (+64% svck), trong đó doanh thu bán điện tăng mạnh lên 1,473 tỷ đồng (+59% svck). |
| EIB | Ngân hàng | 23,912.47 | 963.05 | 1,103,915 | 8.75 | 34.70% | 9T2022, EIB ghi nhận thu nhập lãi thuần và lợi nhuận sau thuế đạt 4,154 tỷ đồng (+63.7% svck) và 2,542 tỷ đồng (+228% svck). Tình hình kinh doanh có dấu hiệu khởi sắc kể từ khi cơ cấu thành viên HĐQT được thay đổi. |
| HAG | Nông nghiệp | 8,309.50 | 334.66 | 21,093,846 | 8.05 | 48.45% | 10T2022, HAG ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế đạt 3,650 tỷ đồng và 1,001 tỷ đồng. Trong đó, ngành chăn nuôi đạt 1,136 tỷ đồng; ngành cây ăn trái đạt 1,927 tỷ đồng và ngành phụ trợ cũng mang về 587 tỷ đồng. |

Phụ lục – Danh mục theo dõi

| Mã CK | Ngành | Vốn hóa (tỷ đồng) | Vốn hóa (triệu USD) | KLBQ 12T | P/E | Tăng trưởng EPS (CK/12T) | Thông tin cập nhật |
|-------|-----------------|----------------------|------------------------|-----------|------|-----------------------------|--|
| PVT | Vận tải dầu khí | 6,181.74 | 248.96 | 3,070,928 | 7.47 | 27.12% | PVT ghi nhận doanh thu và LNR 9T2022 đạt 6,609 tỷ đồng (+24.9% svck) và 627 tỷ đồng (+33.9% svck) nhờ việc thanh lý tàu PVT Athena với giá 205 tỷ đồng và thị trường cước vận tải diễn biến thuận lợi từ xung đột Nga - Ukraine. |
| TLG | Hàng tiêu dùng | 3,741.91 | 150.70 | 188,379 | 7.47 | 24.94% | TLG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng 9T2022 đạt 2,780 tỷ đồng (+48% svck) và 404 tỷ đồng (+124% svck). |

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

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

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

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

Phụ lục

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

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

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

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

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

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

Disclaimers

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

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

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

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

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