BAOVIET Securities

Triển vọng giữa năm

2022

Xây dựng danh mục cổ phiếu trong môi trường lạm phát, lãi suất cao & suy giảm tăng trưởng

Phần 1: Triển vọng ngành

Tăng trưởng LNST
Q2/2022

32.9% Ngân hàng	-44.9% Bất động sản	193.7% Dầu khí
6.8% Bảo hiểm	-9.6% Chứng khoán	26.1% Bán lẻ
N/A Hàng không	188.9% Cảng hàng không	3.3% Hàng tiêu dùng
27.7% Công nghệ thông tin	5.8% Cảng biển	5.2% Điện
175.7% Cao su tự nhiên	-23.6% Cao su săm lốp	0.7% Dệt may
-14.2% Xây dựng	-30.0% Thép	-27.4% Kinh doanh xăng dầu
51.3% Ống nhựa	6.3% Dược phẩm	80.6% Thủy sản
88.7% Phân bón	16.9% BVS-70	

BỨC TRANH Q2/2022

- Covid trở thành một trong các yếu tố hỗ trợ lợi nhuận DN tăng cao. Covid gây gián đoạn lên hoạt động kinh doanh nhưng đồng thời có khá nhiều nhóm ngành mở rộng biên lợi nhuận do tăng giá bán. Đó là câu chuyện của 2021, đặc biệt là trong 6 tháng đầu năm
- Mặt bằng lợi nhuận cao trong Q2/2021 tạo sức ép tăng trưởng cho Q2/2022

CATALYSTS TĂNG TRƯỞNG NỬA CUỐI 2022

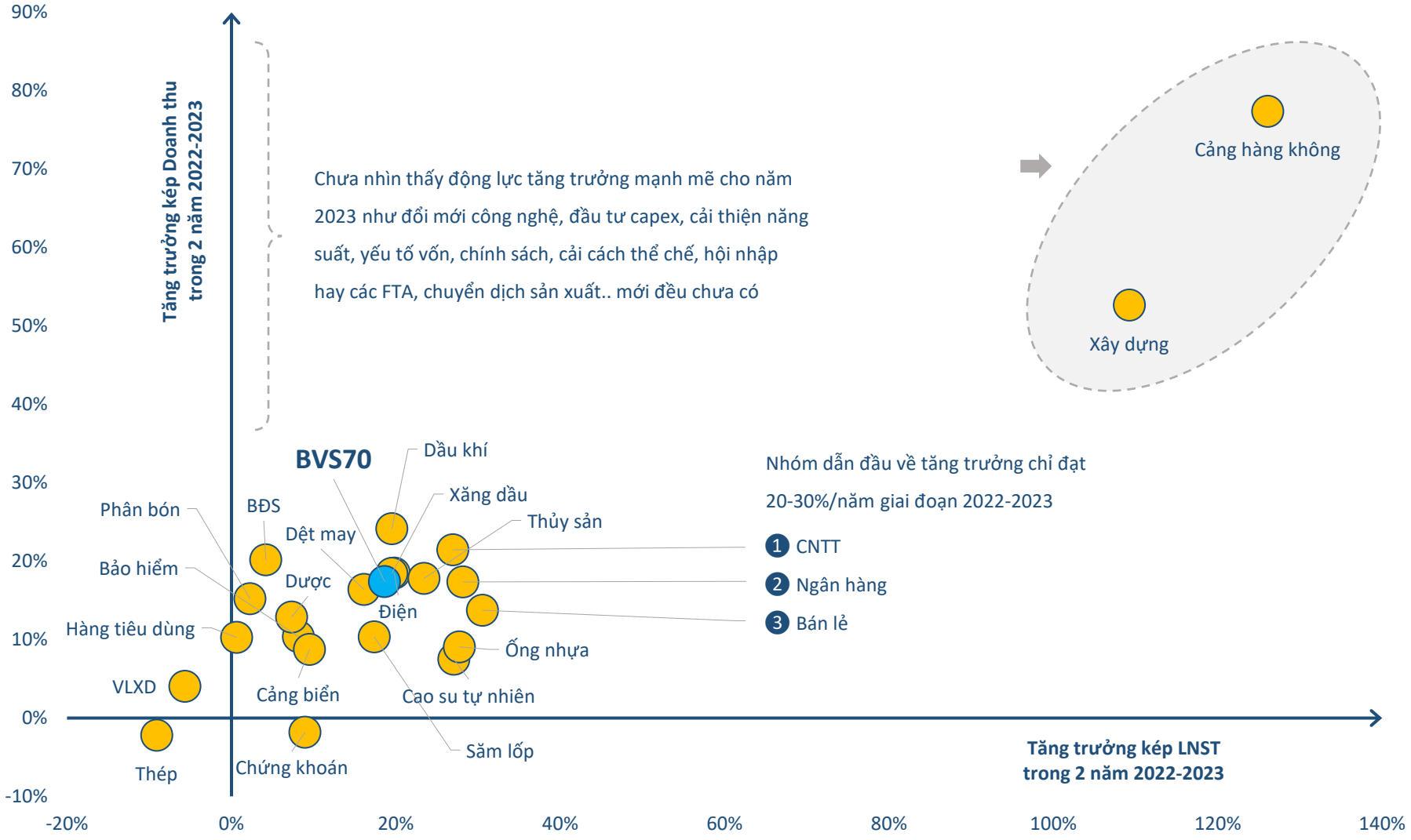
- Tiếp sau Covid, lạm phát cũng có thể nhìn ở góc độ tích cực sẽ giúp một số ngành, lĩnh vực tăng trưởng lợi nhuận
- Tăng trưởng sẽ mạnh hơn vào 2 quý cuối năm do cùng kỳ 2021 lock down trong thời gian dài

Tăng trưởng LNST
2022

37.7% Ngân hàng	7.4% Bất động sản	106.9% Dầu khí
6.3% Bảo hiểm	0.9% Chứng khoán	36.5% Bán lẻ
N/A Hàng không	277.9% Cảng hàng không	-13.1% Hàng tiêu dùng
25.2% Công nghệ thông tin	10.0% Cảng biển	41.2% Điện
122.9% Cao su tự nhiên	21.1% Cao su săm lốp	14.2% Dệt may
180.7% Xây dựng	-23.3% Thép	15.1% Kinh doanh xăng dầu
46.0% Ống nhựa	10.8% Dược phẩm	58.7% Thủy sản
66.8% Phân bón	27.8% BVS-70	

Câu chuyện 2022-2023 đang thiếu yếu tố đột biến nếu nhìn từ nội tại doanh nghiệp

Vắng bóng ngành/DN tăng trưởng nhanh hoặc tăng trưởng đi cùng chất lượng



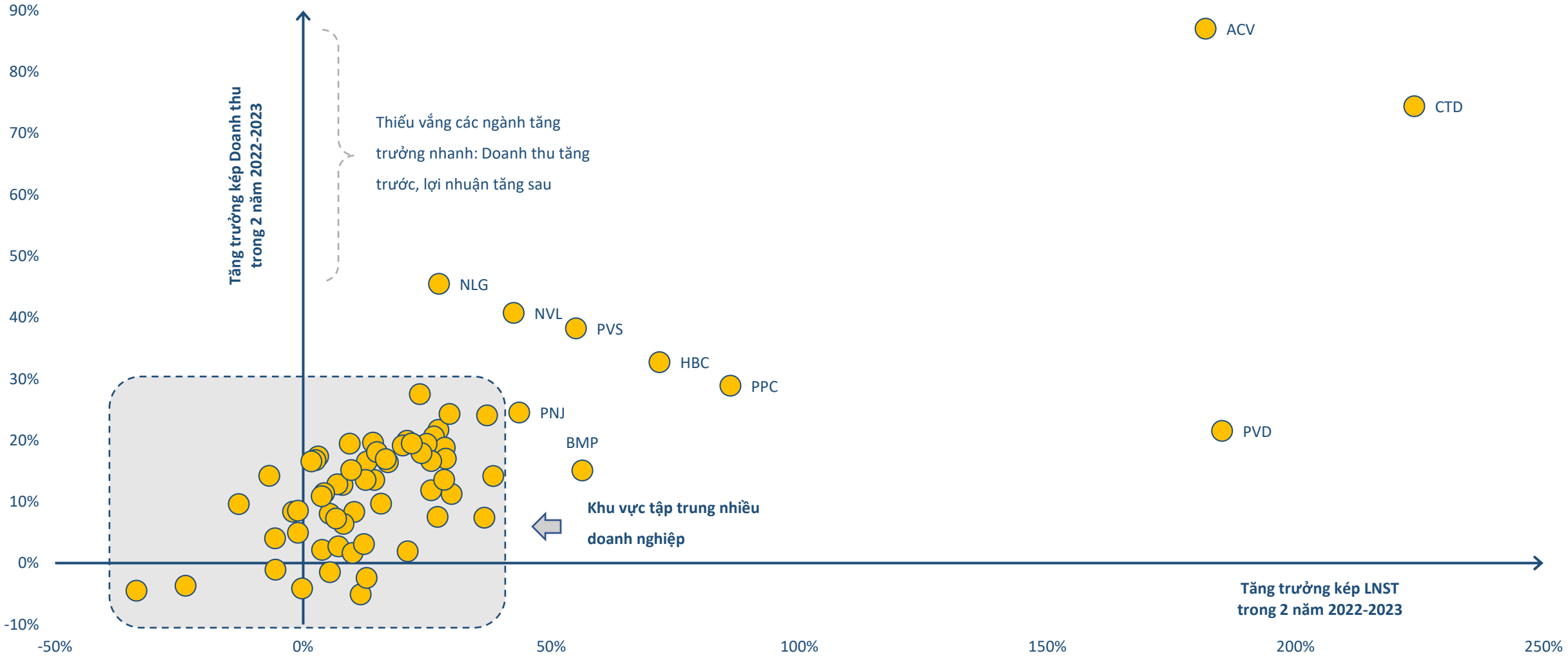
Tăng trưởng LNST

2023

19.3% Ngân hàng	1.1% Bất động sản	-31.0% Dầu khí
10.0% Bảo hiểm	17.6% Chứng khoán	24.8% Bán lẻ
N/A Hàng không	35.2% Cảng hàng không	16.6% Hàng tiêu dùng
28.7% Công nghệ thông tin	9.0% Cảng biển	1.6% Điện
-27.6% Cao su tự nhiên	13.8% Cao su săm lốp	18.1% Dệt may
56.0% Xây dựng	7.7% Thép	24.1% Kinh doanh xăng dầu
11.7% Ống nhựa	4.0% Dược phẩm	-4.0% Thủy sản
-37.3% Phân bón	10.2% BVS-70	

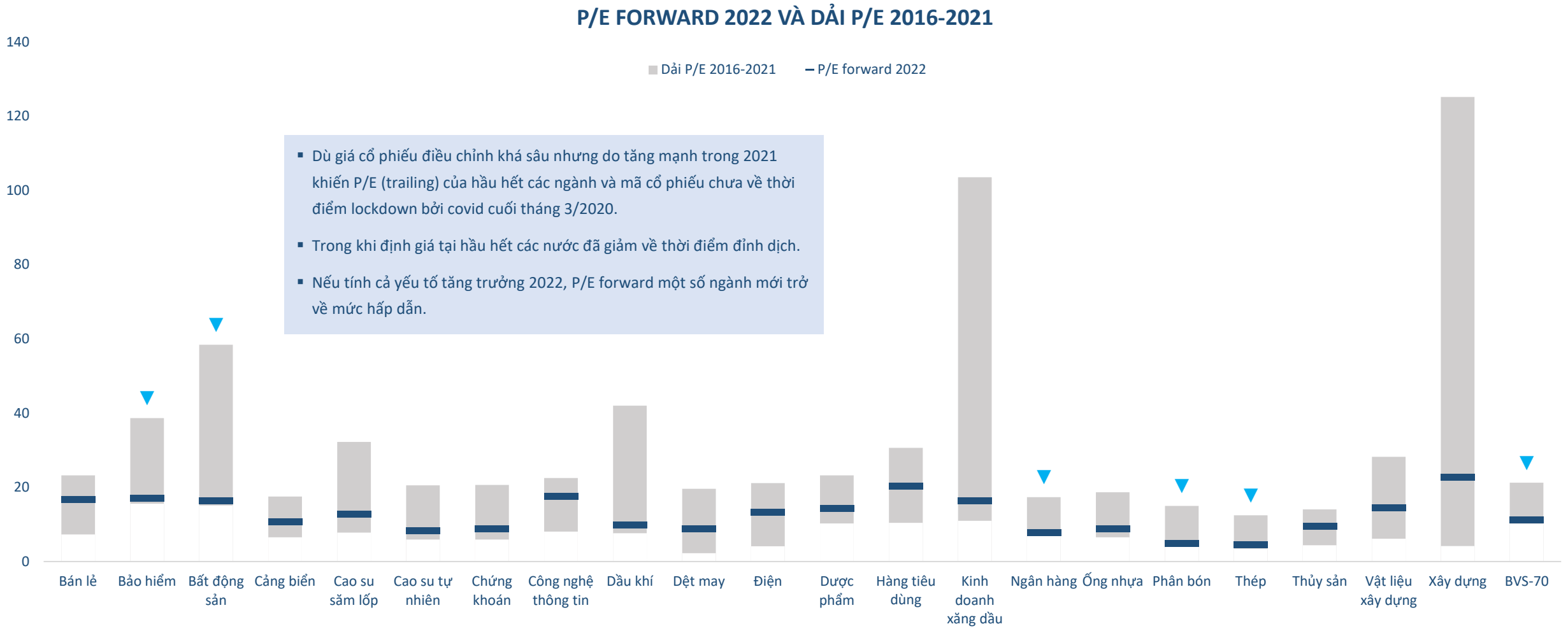
BAOVIET Securities

Điều này cũng diễn ra tương tự đối với từng cổ phiếu riêng lẻ



Mặt bằng định giá Việt Nam cần điều chỉnh thêm một chút nữa để tương xứng với khu vực

P/E rất nhiều nước đã giảm về thời điểm đỉnh dịch, nhưng Việt Nam thì chưa



- Dù giá cổ phiếu điều chỉnh khá sâu nhưng do tăng mạnh trong 2021 khiến P/E (trailing) của hầu hết các ngành và mã cổ phiếu chưa về thời điểm lockdown bởi covid cuối tháng 3/2020.
- Trong khi định giá tại hầu hết các nước đã giảm về thời điểm đỉnh dịch.
- Nếu tính cả yếu tố tăng trưởng 2022, P/E forward một số ngành mới trở về mức hấp dẫn.

BAOVIET Securities

Nhóm ngành & phân lớp cổ phiếu hưởng lợi trong môi trường lạm phát & lãi suất cao

		Ý TƯỞNG ĐẦU TƯ	NHÓM NGÀNH & PHÂN LỚP CỔ PHIẾU
1	NHÓM ƯU TIÊN	→ Khả năng chuyển giá cao (Pricing power):	Cơ sở hạ tầng, phân phối, nước, viễn thông
		→ Hưởng lợi từ lạm phát:	Vật liệu cơ bản, commodities, khai khoáng
		→ Hưởng lợi từ lãi suất tăng:	Bảo hiểm
		→ Sử dụng ít đòn bẩy:	
		→ Chuyển dịch năng lượng xanh:	Ô tô, năng lượng tái tạo, lithium, nickel
		→ Cổ phiếu giá trị:	Lớp cổ phiếu có dòng tiền tốt
2	NHÓM TỐT THỨ 2	→ Nhóm miễn nhiễm với lạm phát:	Điện, thực phẩm & đồ uống, thiết bị gia dụng, bao bì đóng gói, dược
		→ Ngành tăng trưởng doanh thu đi cùng với tăng trưởng lợi nhuận:	CNTT, bán lẻ, ngân hàng
3	NHÓM KHÓ KHĂN	→ Công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao:	Vận tải, thép
		→ Công ty khả năng chuyển giá thấp:	Du lịch giải trí, khách sạn, hàng không
		→ Ngành sử dụng nhiều nguồn lực về energy, raw materials:	Hàng không, thép, xây dựng, vận tải

Phần 2: Danh mục cổ phiếu

Cổ phiếu khuyến nghị 2022

■ Outperform ■ Theo dõi

GAS Target: 113.594 | + 18,8%	**BSR** Target: 39.339 | + 40,0%	**PLX** Target: 49.441 | + 25,64%	**BMP** Target: 67.800 | + 19,2%	**DRC** Target: 30.900 | + 14,0%	**PVT** Target: 29.100 | + 51,9%
VNM Target: 82.000 | + 12,0%	**SAB** Target: 202.800 | + 31,0%	**MSN** Target: 144.400 | + 37,0%	**QNS** Target: 51.900 | + 18,0%	**HPG** Target: 39.150 | + 74,4%	**VCS** Target: 95.669 | + 33,4%
PNJ Target: 141.100 | +21,6%	**MWG** Target: 92.400 | + 42,2%	**DGW** Target: 69.500 | + 23,7%	**PET** Target: 37.000 | + 16,2%	**FPT** Target: 110.000 | + 32,0%	**ACV** Target: 98.100 | + 26,7%
QTP Target: 25.500 | + 57,4%	**HND** Target: 23.500 | + 46,9%	**POW** Target: 14.900 | + 14,6%	**PC1** Target: 43.850 | + 25,6%	**VHC** Target: 109.775 | + 36,4%	**FMC** Target: 73.473 | + 43.0%
NLG Target: 62.000 | + 69,6%	**KDH** Target: 50.300 | + 44%	**HDG** Target: 53.000 | + 21,6%	**AGG** Target: 49.700 | + 31,7%	**NTL** Target: 35.411 | + 41,6%	
BVH Target: 64.000 | + 17,2%	**ACB** Target: 28.200 | + 17,5%	**TPB** Target: 28.300 | + 4,6%	**TCB** Target: 41.200 | + 9,7%	**MBB** Target: 29.400 | + 17,4%	**VCB** Target: 86.700 | + 17,2%
VPB Target: 31.700 | + 10,8%	**CTG** Target: 28.900 | + 11,6%	**PHR** Target: 62.200 | - 2,4%	**SZC** Target: 51.300 | + 12,0%	**PTB** Target: 73.188 | + 20,5%	**ACG** Target: 63.139 | - 5,8%

GAS

OUTPERFORM | Target: VND113,594/cp | Upside: 18,82%

BAOVIET Securities

Giá dầu FO neo ở vùng cao hỗ trợ tạo đà hỗ trợ cho lợi nhuận của PV GAS.

Điểm nhấn đầu tư:

- Việc nền kinh thế giới mở cửa trở lại sau 2 năm vật lộn chống dịch Covid, đã giúp nhu cầu xăng dầu có sự hồi phục rõ rệt trong năm 2022. Thêm vào đó, từ phía cung, xung đột vũ trang Nga – Ukraine dẫn tới việc nguồn cung dầu khí trên thế giới bị gián đoạn, khiến giá xăng dầu tăng mạnh và neo ở trên mức 100 USD/thùng.
- Việc giá dầu tăng mạnh đã có tác động tích cực đến doanh thu của PV GAS do giá bán khí của doanh nghiệp chủ yếu đi theo biến động của giá dầu FO, khiến biên lợi nhuận của doanh nghiệp mở rộng, bất chấp việc sản lượng tiêu thụ khí không đạt kế hoạch 6 tháng đầu năm do việc giá khí cao khiến nhu cầu huy động khí cho hoạt động sản xuất điện có phần thấp hơn so với kế hoạch.
- Đối với kỳ vọng về diễn biến giá dầu trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng việc ngân hàng trung ương các quốc gia trên thế giới tăng lãi suất cùng với việc các nước châu Âu kích hoạt trở lại hệ thống điện than, sẽ phần nào hạn chế đà tăng của giá dầu. Tuy nhiên, việc nền kinh tế Trung Quốc mở cửa trở lại kết hợp với yếu tố vụ mùa sẽ là những yếu tố hỗ trợ gía dầu neo ở vùng cao trên 100 USD/thùng.
- Thêm vào đó, động thái của các nền kinh tế châu Âu, có thể sẽ tác động khiến giá than tăng mạnh, khiến cho lợi thế tương đối của điện than so với điện khí giảm. Trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ năng lượng trong nước ở mức cao, điều có thể sẽ có tác động tích cực đến sản lượng tiêu thụ khí của PV GAS về cuối năm.
- Từ những nhận định trên, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với GAS tại thời điểm hiện tại với mức giá hợp lý là 113.594 đồng/cp.

Key Metrics	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	**75,005.30**	**64,134.97**	**78,992.16**	**129,703.02**
Tăng trưởng (%)	-0.80%	-14.49%	23.17%	63.62%
NPAT-MI(bil VND)	**11,902.25**	**7,854.96**	**8,672.97**	**14,190.75**
Tăng trưởng (%)	3.91%	-34.00%	10.41%	63.62%
P/E (x)	15.26	21.50	22.08	15.32
P/B (x)	3.70	3.42	3.60	3.59
EPS (VND/share)	6,218.68	4,104.05	4,531.45	7,414.38
Giá mục tiêu (VND)				**113.594VND/cp**

BSR

OUTPERFORM | Target: VND39,218/cp | Upside: 66,88%

BAOVIET Securities

Crack Spread mở rộng giúp biên lợi nhuận có sự cải thiện mạnh mẽ

Điểm nhấn đầu tư:

- Crack spread của BSR mở rộng từ nửa cuối 2021 và nửa đầu năm 2022, được hỗ trợ chủ yếu bởi sự hồi phục của giá dầu trên thế giới cũng như nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu tăng mạnh do nền kinh tế thế giới mở cửa trở lại trong khi nguồn cung các sản phẩm lọc hóa dầu chưa có sự hồi phục tương ứng.
- Trong nửa đầu 2022, khủng hoảng địa chính trị tại Đông Âu kết hợp với yếu tố vụ mùa – mùa đông đã khiến cho crackspread của các sản phẩm xăng dầu có sự tăng mạnh. Crackspread giữa Dated Brent Crude và Mogas 92 tăng từ mức trung bình 4.91 USD trong năm 2021 lên 11.63 USD trong quý 1/2022 và 22.76 USD trong quý 2/2022.
- Sang nửa cuối năm 2022, việc các nhà máy lọc dầu trên thế giới (tại Trung Quốc, châu Âu, và Mỹ) hoạt động trở lại sau kỳ bảo trì sẽ khiến cho sản lượng các sản phẩm xăng dầu tăng lên (bổ sung 3.5 triệu thùng/ngày từ tháng 5 đến tháng 8). Tuy nhiên, theo IEA, mặc dù có sự cải thiện về sản lượng nhưng sự tang cường này không đủ để bù đắp sự thiếu hụt do nhu cầu xăng dầu tang cao hậu dịch, đặc biệt là ở dòng sản phẩm dầu diesel và kerosene (nhiên liệu bay). Do đó chúng tôi kỳ vọng crack spread của các sản phẩm xăng dầu có sự điều chỉnh so với mức hiện tại của quý 2/2022 nhưng vẫn neo ở vùng cao.
- Sang năm 2023, BSR có thể sẽ phải dừng hoạt động khoảng 1 thời gian để tiến hành bảo trì lần thứ 5, do đó cả doanh thu lẫn lợi nhuận của doanh nghiệp có thể sẽ giảm so với mức đỉnh năm 2022 nhưng doanh nghiệp vẫn ghi nhận lợi nhuận ở mức cao.
- Với lợi nhuận sau thuế dự kiến ở mức 17,537 tỷ VNĐ trong năm 2022, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với BSR tại thời điểm hiện tại với mức giá hợp lý là 39.218đồng/cp.

Key Metrics	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	**102,823.75**	**57,959.11**	**101,080.04**	**181,516.71**
Tăng trưởng (%)	-8.15%	-43.63%	74.40%	79.58%
NPAT-MI(bil VND)	**2,913.82**	**-2,819.17**	**6,717.48**	**17,537.32**
Tăng trưởng (%)	-19.19%	-196.75%	-338.28%	161.07%
P/E (x)	10.30	17.02	29.97	6.95
P/B (x)	0.68	0.70	1.11	2.22
EPS (VND/share)	939.79	-909.26	2,166.58	5,656.29
Giá mục tiêu (VND)				**39.218VND/cp**

PLX

OUTPERFOM | Target: VND49,441/cp | Upside: 25,64%

BAOVIET Securities

Lợi nhuận sẽ dần có sự cải thiện về cuối năm

Điểm nhấn đầu tư:

- Với việc nhà máy lọc dầu Nghi Sơn vẫn chưa giải quyết được triệt để vấn đề tài chính, khiến cho nguồn cung xăng dầu trong nước tiếp tục gặp khó khăn. Do đó với tư cách là 1 trong những đầu mối kinh doanh xăng dầu lớn nhất Việt Nam, PLX phải tăng cường nhập khẩu xăng dầu từ nước ngoài nhằm đảm bảo nguồn cung cho thị trường trong nước và an ninh năng lượng quốc gia. Do đó, doanh nghiệp phải trả premium cao, điều này kết hợp với việc giá dầu biến động mạnh trong quý 1/2022, khiến cho biên lợi nhuận của doanh nghiệp có sự sụt giảm.
- Tuy nhiên, sang nửa cuối 2022, giá dầu dù neo ở vùng cao, được dự báo sẽ có biên độ giao động ổn định hơn, giảm bớt gánh nặng quản lý hàng tồn kho cho doanh nghiệp. Qua đó giúp biên lợi nhuận của doanh nghiệp có sự cải thiện. Đồng thời với nền thấp của quý 3 và 4/2021 – do giãn cách xã hội ở nhiều tỉnh thành, BVSC kỳ vọng kết quả kinh doanh của PLX sẽ có sự cải thiện tích cực trong nửa cuối năm 2022.
- Việc thoái vốn khỏi PG Bank, theo chia sẻ của ban quản trị PLX, có thể sẽ được thực hiện trong Q4/2022. Tuy nhiên, theo với việc thoái vốn trễ hẹn liên tục, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng phải sang 2023, việc thoái vốn khỏi PG Bank mới có thể được tiến hành và hoàn tất.
- BVSC dự báo lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 2.960,09 tỷ VNĐ (+4,60% YoY). BVSC đưa ra nhận định OUTPERFORM với PLX tại thời điểm hiện tại với mức giá hợp lý là 49.441 đồng/cp.

Key Metrics	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	**189,603.53**	**123,918.65**	**169,113.13**	**246,092.67**
Tăng trưởng (%)	-1.21%	-34.64%	36.47%	45.52%
NPAT-MI(bil VND)	**4,157.78**	**988.47**	**2,830.02**	**2,960.09**
Tăng trưởng (%)	10.94%	-76.23%	186.30%	4.60%
P/E (x)	17.69	79.59	30.15	19.08
P/B (x)	2.89	3.14	2.73	1.93
EPS (VND/share)	3,213.42	763.96	2,187.24	2,287.77
Giá mục tiêu (VND)				**49.441VND/cp**

MSN

OUTPERFORM | Target: 144,400 VNĐ/cp | Upside: 37%

BAOVIET Securities

MSN: Hành trình xây dựng Masan Points of Life

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	144,400 đồng/cp
Giá thị trường:	104,900 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+37%**

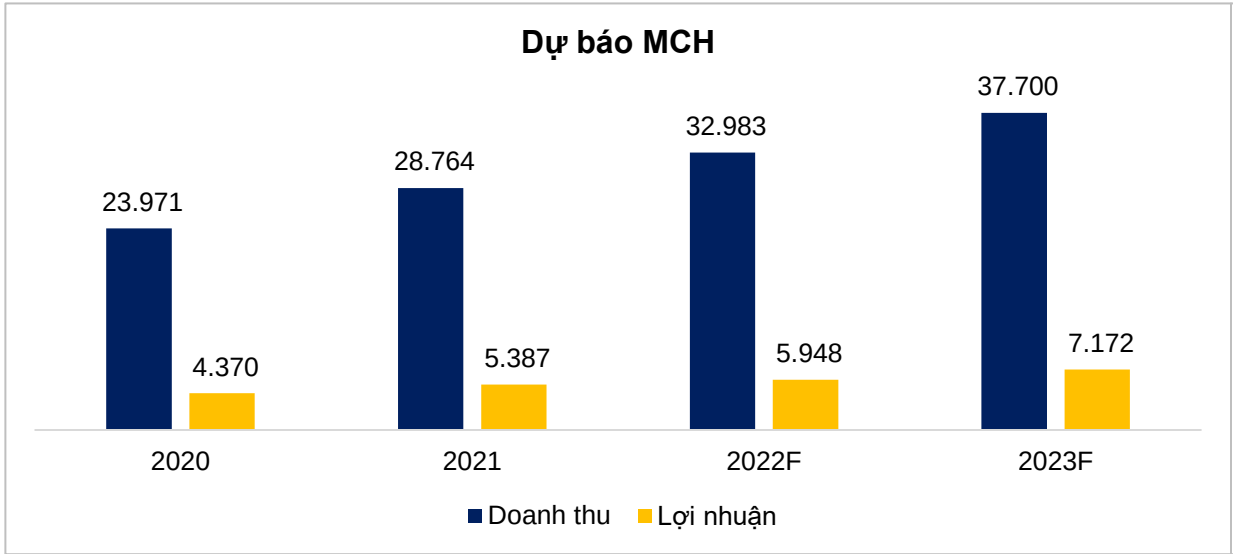
Bảng dự báo

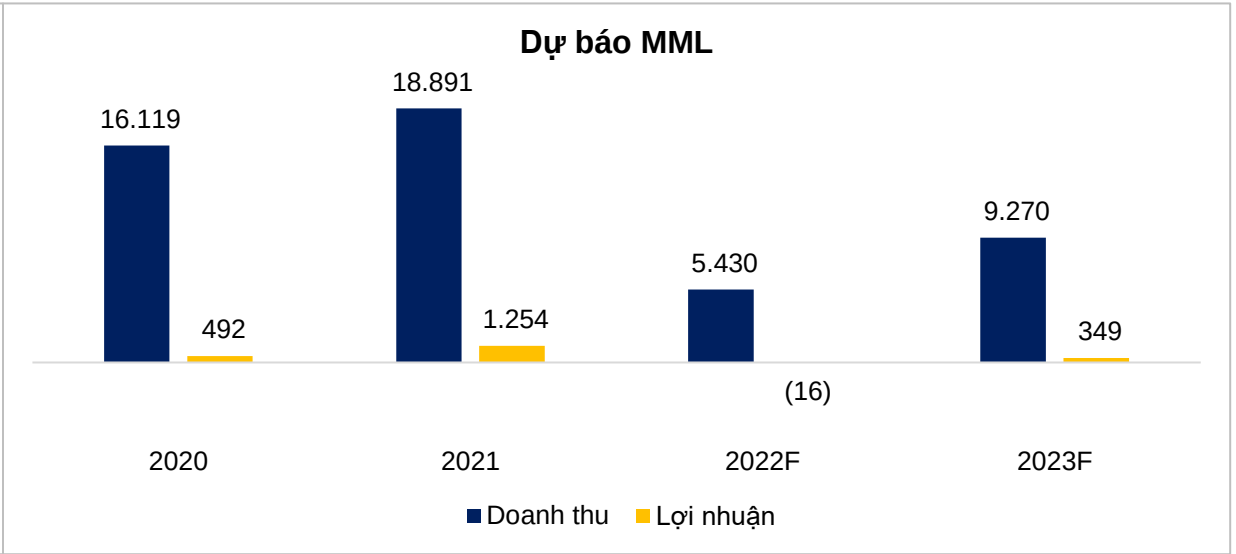
VND tỷ FY 31/12	**2020**	**2021**	**2022F**	**2023F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**77,218**	**88,629**	**83,785**	**107,036**	**11.5%**
% T.Trưởng	106.7%	14.8%	-5.5%	27.8%	
Lợi nhuận gộp	**17,889**	**22,135**	**24,014**	**31,228**	**20.4%**
% T.Trưởng	63.5%	23.7%	8.5%	30.0%	
Lợi nhuận ròng	**1,234**	**8,563**	**4,799**	**6,573**	**74.6%**
% T.Trưởng	-77.8%	593.9%	-44.0%	37.0%	
EPS (VND/cp)	**867**	**6,014**	**3,371**	**4,617**	
P/E	**121.0**	**17.4**	**31.1**	**22.7**	

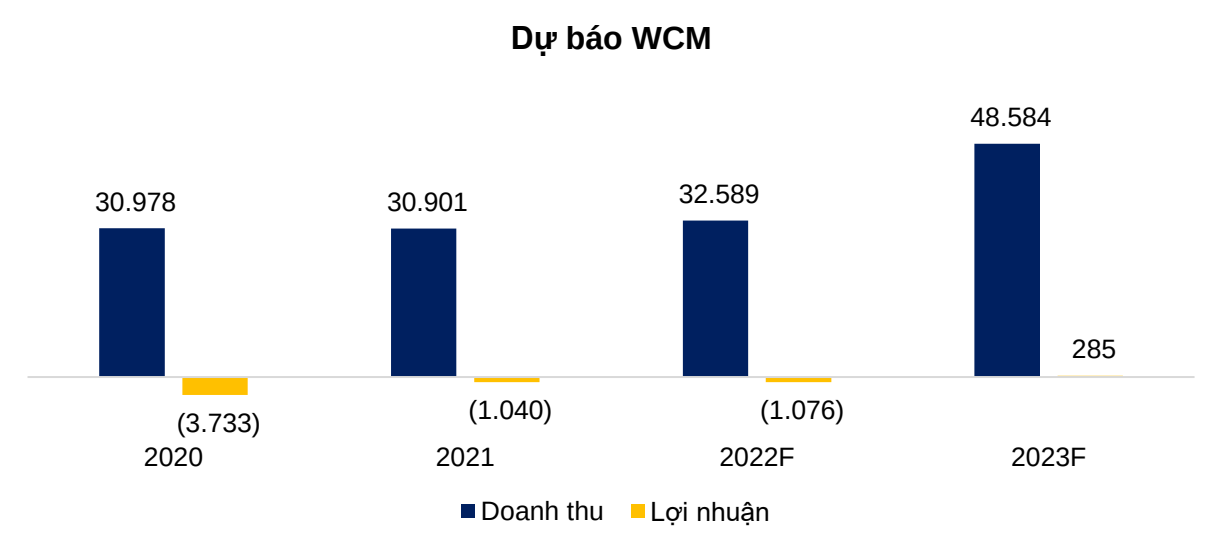
Điểm nhấn đầu tư:

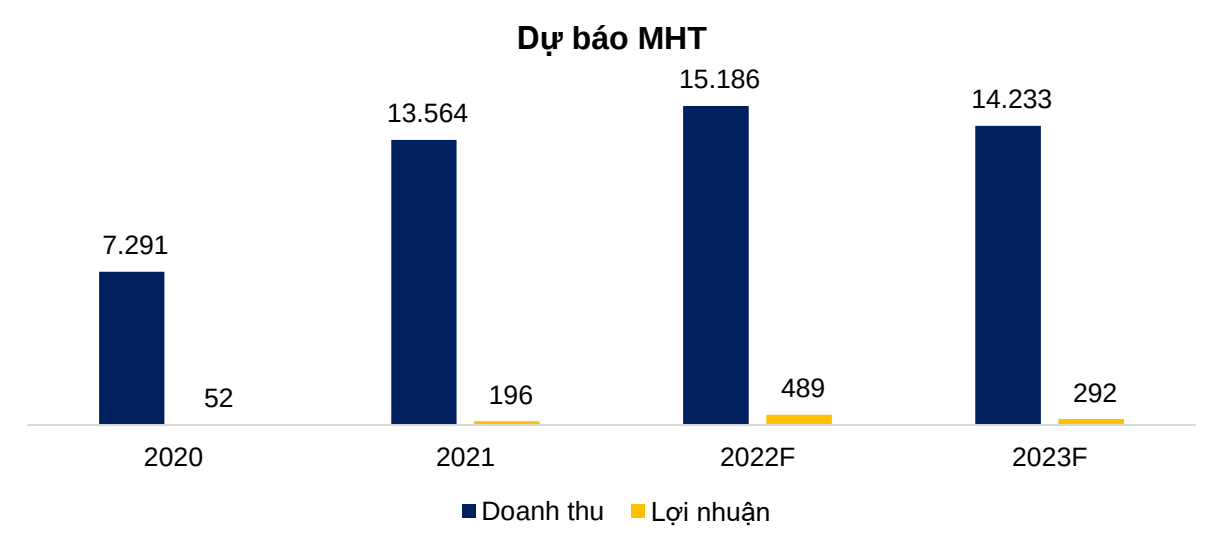
- Nếu loại trừ khoản bán MNS Feed cho De Heus thì lợi nhuận MSN dự báo tăng trưởng hơn 50% năm 2022 và 37% năm 2023.
- WCM do mở rộng nhanh và chuyển đổi mô hình (CVLife) nên thời điểm dự báo có lãi sau thuế được dời lại vào 2023. Tuy nhiên, mức lỗ năm 2022 dự kiến sẽ ít hơn 2021.
- MML tạm thời sẽ trải qua 1 năm khó khăn do giá lợn hơi thấp. Tuy nhiên, công ty cũng đang nghiên cứu thêm nhiều sản phẩm giá trị gia tăng để cải thiện biên lợi nhuận.
- MCH duy trì được tăng trưởng và có thể phần nào tăng giá bán để bảo vệ biên lợi nhuận. Đây là điều rất tích cực nếu sang 2023 giá hàng hoá nói chung giảm trở lại.
- Lợi nhuận của MHT sẽ tốt hơn nhiều trong 2022 nhưng khả năng có thể giảm trong 2023 do lo ngại giá hàng hoá nói chung điều chỉnh.
- Tiềm năng từ IPO TCX.

MSN: Hành trình xây dựng Masan Points of Life









VNM

NEUTRAL | Target: 82,000 VNĐ/cp | Upside: 12%

VNM: Kỳ vọng giá đầu vào đã tạo đỉnh, biên lợi nhuận phục hồi từ 2023

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	NEUTRAL
Giá mục tiêu:	82,000 đồng/cp
Giá thị trường:	73,000 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+12%

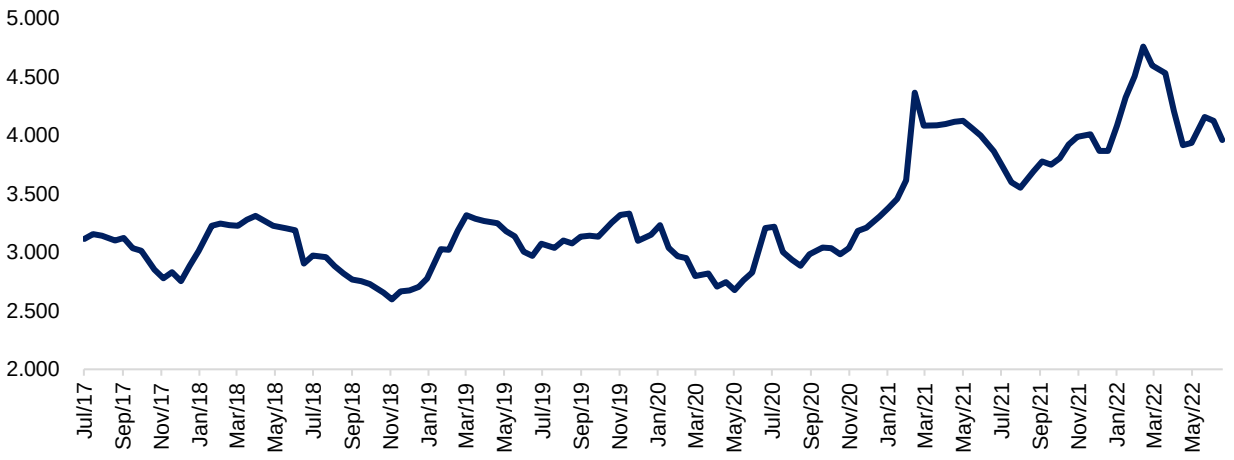
Bảng dự báo

VND tỷ FY 31/12	**2020**	**2021**	**2022F**	**2023F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**59,636**	**60,919**	**63,387**	**67,070**	**4.0%**
% T.Trưởng	5.9%	2.2%	4.1%	5.8%	
Lợi nhuận gộp	**27,669**	**26,278**	**25,717**	**27,625**	**-0.1%**
% T.Trưởng	4.1%	-5.0%	-2.1%	7.4%	
Lợi nhuận ròng	**11,099**	**10,532**	**9,664**	**10,316**	**-2.4%**
% T.Trưởng	4.9%	-5.1%	-8.2%	6.7%	
EPS (VND/cp)	**4,838**	**4,579**	**4,233**	**4,520**	
P/E	**15.1**	**15.9**	**17.3**	**16.2**	

Điểm nhấn đầu tư:

- Việt Nam vẫn là một trong những thị trường sữa hấp dẫn nhất khu vực châu Á.
- VNM giữ vững vị thế là nhà vô địch ngành sữa tại Việt Nam. Cơ cấu tài chính khoẻ mạnh và tiền mặt dồi dào, sẵn sàng cho các cơ hội M&A mới để tăng trưởng.
- Kỳ vọng giá sữa bột đã tạo đỉnh trong 1H 2022 và bắt đầu giảm nhẹ từ 2H 2022 trở đi. Qua đó, biên lợi nhuận của VNM kỳ vọng sẽ cải thiện trong 2023.
- Định giá hấp dẫn và hiệu quả hoạt động của VNM vẫn tốt hơn so với mức bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Diễn biến giá WMP NZ



SAB

OUTPERFORM | Target: 202,800 VNĐ/cp | Upside: 31%

BAOVIET Securities

SAB: Kỳ vọng tiêu thụ bia phục hồi mạnh mẽ

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	202,800 đồng/cp
Giá thị trường:	155,100 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+31%**

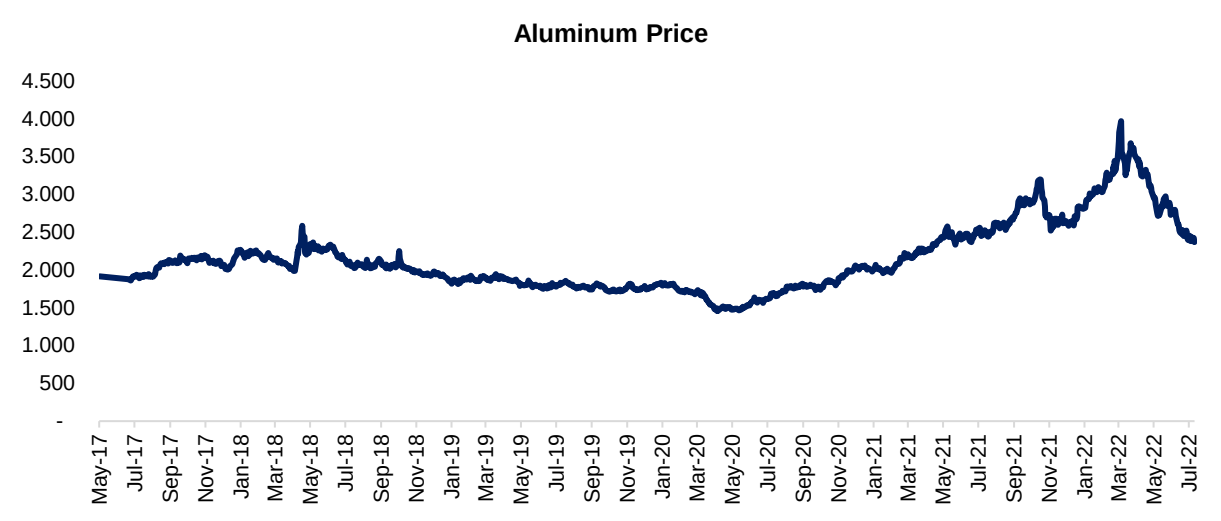
Bảng dự báo

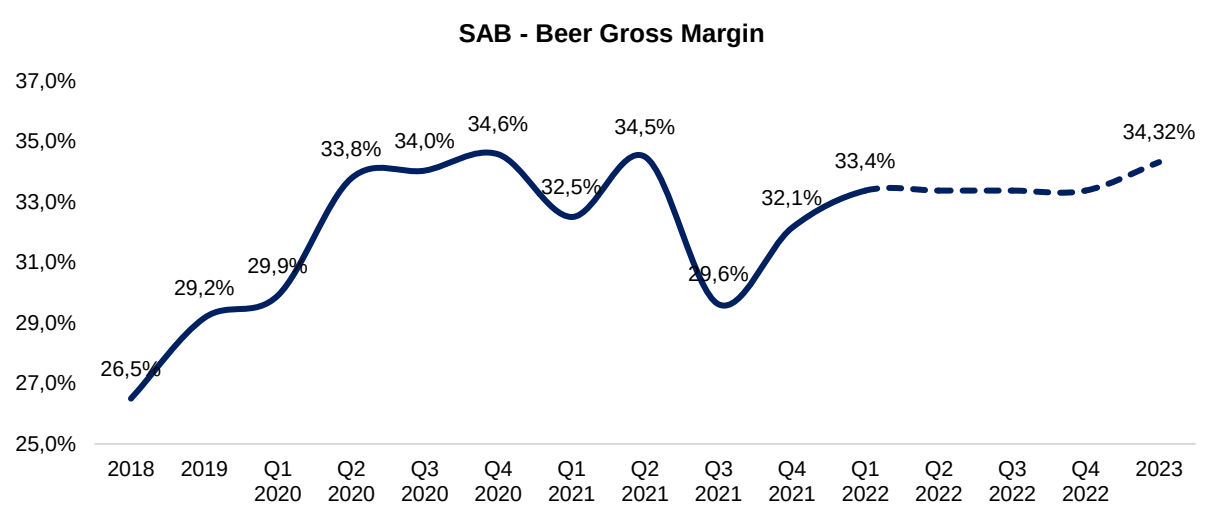
VND tỷ FY 31/12	**2020**	**2021**	**2022F**	**2023F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**27,961**	**26,374**	**33,009**	**38,366**	**11.1%**
% T.Trưởng	-26.2%	-5.7%	25.2%	16.2%	
Lợi nhuận gộp	**8,501**	**7,609**	**9,813**	**11,818**	**11.6%**
% T.Trưởng	-11.0%	-10.5%	29.0%	20.4%	
Lợi nhuận ròng	**4,723**	**3,677**	**4,720**	**5,868**	**7.5%**
% T.Trưởng	-6.5%	-22.1%	28.4%	24.3%	
EPS (VND/cp)	**6,776**	**5,275**	**6,771**	**8,419**	
P/E	**22.9**	**29.4**	**22.9**	**18.4**	

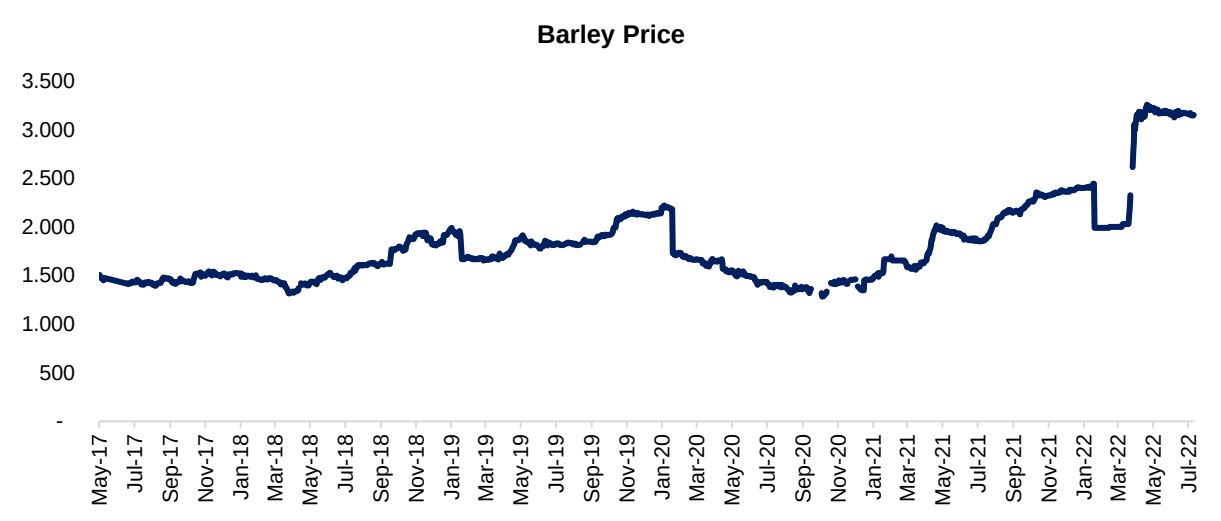
Điểm nhấn đầu tư:

- Việt Nam là một trong 10 thị trường bia lớn nhất thế giới.
- Kỳ vọng tiêu thụ bia sẽ hồi phục rõ ràng hơn trong 2022 và hướng về mức trước dịch trong 2023 nhờ các hoạt động kinh tế xã hội, vui chơi – giải trí phục hồi lại sau dịch COVID-19 và đặc biệt là động lực từ ngành du lịch.
- SAB tập trung phát triển portfolio sản phẩm toàn diện hơn, khắc phục các điểm yếu trước đó so với Heineken tại thành thị, các kênh MT và phân khúc cao cấp. Ngoài ra, công ty hưởng lợi từ xu hướng trade-down trong bối cảnh lạm phát. Thị phần của công ty mở rộng trong Q1 2022.
- Nỗ lực cơ cấu, tiết kiệm chi phí sản xuất tiếp tục phát huy hiệu quả. Ngoài ra, việc chốt trước giá NVL và tăng giá bán cũng giúp công ty bảo vệ được biên lợi nhuận.
- Định giá có vẻ đã hấp dẫn so với quá khứ và thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành trong khu vực.

SAB: Kỳ vọng tiêu thụ bia phục hồi mạnh mẽ







SAB – Expanding Market Share

	2020	2021	Q1 2022
SAB	-26%	-10%	13%
Heineken	flat (%)	- high teens (%)	- low single (%)
Carlsberg	- mid single (%)	+ high single (%)	+ high single (%)

QNS

OUTPERFORM | Target: 51,900 VNĐ/cp | Upside: 18%

BAOVIET Securities

QNS: Vững vàng ngôi vị số 1 ngành sữa đậu nành có thương hiệu

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	51,900 đồng/cp
Giá thị trường:	43,800 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+18%**

Bảng dự báo

VND tỷ FY 31/12	**2020**	**2021**	**2022F**	**2023F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**6,490**	**7,335**	**8,595**	**9,724**	**14.4%**
% T.Trưởng	-15.5%	13.0%	17.2%	13.1%	
Lợi nhuận gộp	**2,051**	**2,262**	**2,448**	**2,735**	**10.1%**
% T.Trưởng	-16.5%	10.3%	8.2%	11.7%	
Lợi nhuận ròng	**1,053**	**1,254**	**1,343**	**1,508**	**12.7%**
% T.Trưởng	-17.9%	13.6%	9.8%	14.3%	
EPS (VND/cp)	**3,494**	**4,159**	**4,456**	**5,003**	
P/E	**12.5**	**10.5**	**9.8**	**8.8**	

Điểm nhấn đầu tư:

- Nhà sản xuất sữa đậu nành thương hiệu hàng đầu Việt Nam, chiếm 90% thị phần.
- Nỗ lực đa dạng hoá và cao cấp hoá danh mục sản phẩm với các dòng Fami hương vị mới và sữa chua Veyo – sữa chua từ gốc thực vật đầu tiên tại Việt Nam.
- Ngắn hạn biên lợi nhuận bị ảnh hưởng do giá đầu vào (đậu nành, bao bì, đường, v.v) tuy nhiên công ty đã kịp tăng giá bán ~5%. Nếu giá đầu vào giảm lại trong 2023, đây sẽ là động lực lợi nhuận lớn cho QNS.
- Chờ kết quả điều tra lẩn tránh thuế của đường Thái, hạn chót ngày 21/7/2022.
- **Rủi ro:** Triển vọng mảng đường có vẻ yếu đi nhiều thời gian gần đây do giá đường thế giới giảm trước lo ngại về thặng dư trong vụ 2022/2023 trong khi trong nước thì chịu áp lực đầu vào (giá mía) và đường lậu & đường lách thuế từ Thái Lan thông qua các nước ASEAN.

FPT

OUTPERFORM | Target: 110,000 VNĐ/cp | Upside: 32%

BAOVIET Securities

FPT: Hưởng lợi từ nhu cầu chuyển đổi số trên toàn cầu

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	110,000 đồng/cp
Giá thị trường:	83,600 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+32%**

Bảng dự báo

VND tỷ FY 31/12	**2020**	**2021**	**2022F**	**2023F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**29,830**	**35,657**	**42,658**	**51,968**	**20.3%**
% T.Trưởng	7.6%	19.5%	19.6%	21.8%	
Lợi nhuận gộp	**11,814**	**13,700**	**16,264**	**19,445**	**18.1%**
% T.Trưởng	10.3%	16.0%	18.7%	19.6%	
Lợi nhuận ròng	**3,538**	**4,333**	**5,285**	**6,395**	**21.8%**
% T.Trưởng	12.8%	22.5%	22.0%	21.0%	
EPS (VND/cp)	**2,967**	**3,633**	**4,433**	**5,363**	
P/E	**28.2**	**23.0**	**18.9**	**15.6**	

Điểm nhấn đầu tư:

- Dịch COVID-19 làm thay đổi nhận thức về đầu tư công nghệ của nhiều doanh nghiệp trong và ngoài nước. Gartner dự báo nhu cầu chi tiêu cho dịch vụ IT trên toàn thế giới đạt 1.265 tỷ USD trong 2021, tăng 6,8% và 1.373 tỷ USD trong 2023, tăng 8,5%.
- Chuyển đổi lên hạ tầng Cloud là một xu hướng quan trọng, ước tính quy mô ngành dịch vụ chuyển đổi Cloud trên toàn thế giới tăng trưởng gần 27%/năm trong giai đoạn 2021-2026.
- Khối dịch vụ IT trong nước của công ty đặt mục tiêu tăng trưởng kép 30% về doanh thu trong 3 năm tới. Ngoài ra, việc sử dụng nhiều sản phẩm made-by-FPT cũng làm cho biên lợi nhuận của mảng này ngày càng mở rộng.
- Khối dịch vụ IT ngoài nước tăng trưởng mạnh với sự phục hồi khả quan từ thị trường Nhật, EU song song với đà tăng mạnh mẽ của các hợp đồng từ Mỹ và khu vực APAC.
- Tiếp tục đẩy mạnh đầu tư khối giáo dục. Đây là ngành có biên lợi nhuận cao và còn có ý nghĩa lâu dài và quan trọng cho nhu cầu nhân sự để mở rộng hoạt động trong tương lai của FPT.

PNJ

OUTPERFORM | Target: 141.000 VND/cp | Upside: 21,6%

BAOVIET Securities

Ngôi sao ngành bán lẻ trang sức tại Việt Nam

Bảng khuyến nghị

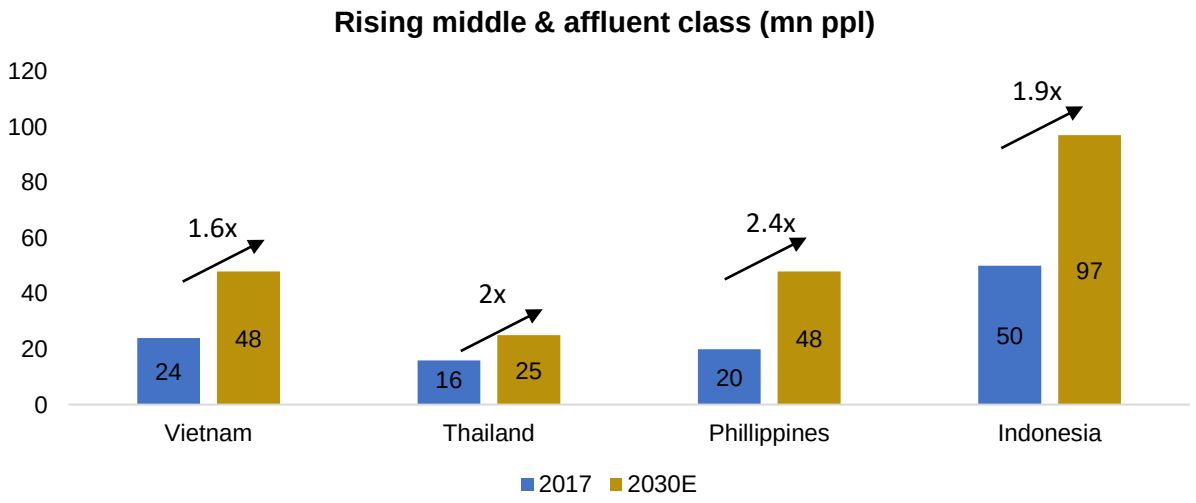
Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	141,000 đồng/cp
Giá thị trường:	129,500 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+21,6%**

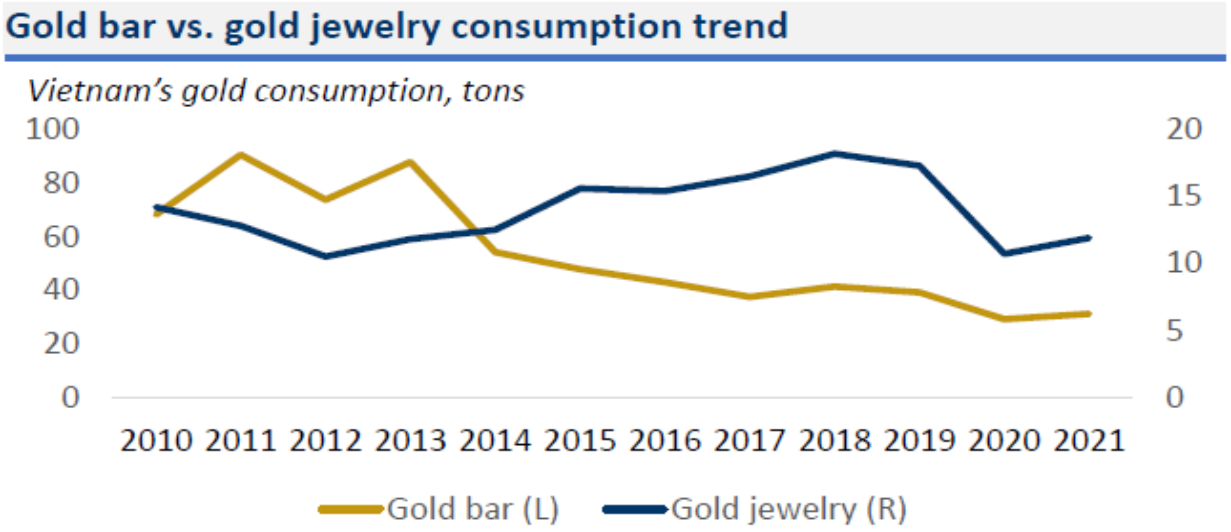
Dự báo KQKD	2021	2022F	% yoy	2023F	% yoy
Số CH vàng	**303**	**353**	***50***	**383**	***30***
Doanh thu	**17,511**	**30,417**	***74%***	**35,061**	***15%***
Bán lẻ	10,472	18,983	*81%*	23,028	*21%*
Bán sỉ	2,767	3,177	*15%*	3,495	*10%*
Vàng miếng	3,870	7,782	*101%*	8,016	*3%*
Khác	403	475	*18%*	522	*10%*
LN gộp	**3,435**	**5,749**	***67%***	**7,142**	***24%***
Biên gộp (%)	*19.6%*	*18.9%*	*-0.7%*	*20.4%*	*1.5%*
LNST	**1,069**	**1,945**	***82%***	**2,415**	***24%***
Biên ròng (%)	*6.1%*	*6.4%*	*0.3%*	*6.9%*	*0.5%*
EPS (VNĐ/CP)	4,543	7,813		9,565	

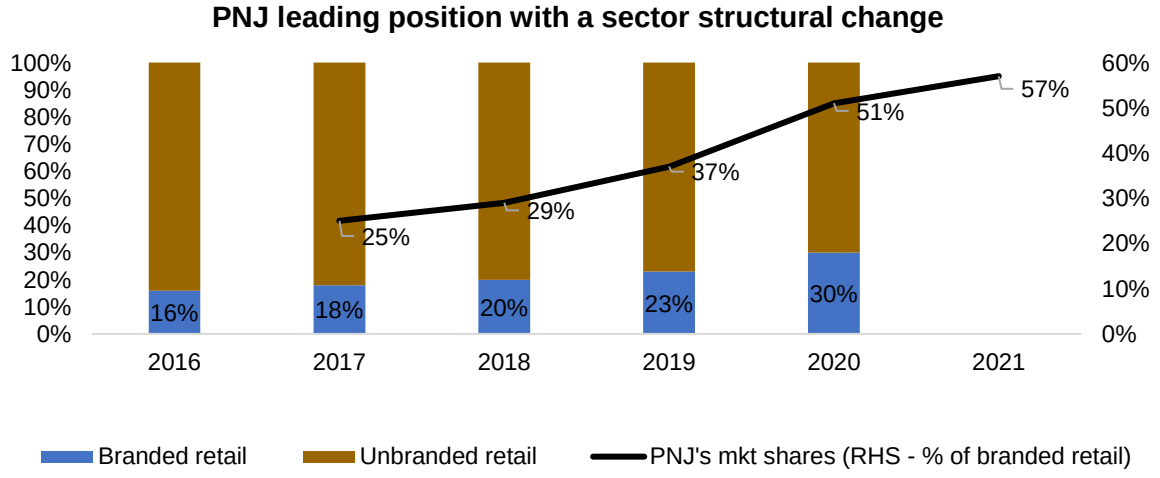
Điểm nhấn đầu tư:

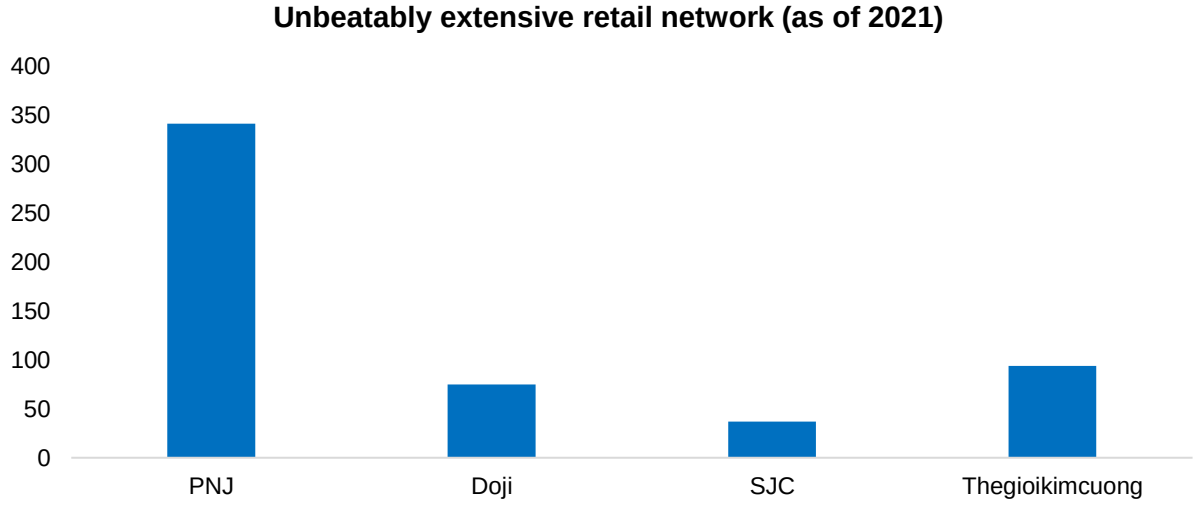
- PNJ với các lợi thế gồm (1) năng lực chế tác; (2) sức mạnh thương hiệu cùng tệp khách hàng trung thành thuộc nhóm trung cao cấp, được dự báo sẽ gia tăng mạnh mẽ trong 3-5 năm tới; (3) áp dụng công nghệ số vào sản xuất và bán hàng giúp cải thiện hiệu quả, tiết giảm chi phí.
- Thực tế, sau 2 năm 2020-2021 với KDKQ ngược dòng với bối cảnh chung, 5M22 tiếp tục chứng kiến sự tăng tốc với NPAT-MI đạt 1,006 tỷ VNĐ (+47% yoy) với doanh thu bán lẻ tăng trưởng 59% yoy.
- Doanh số trang sức của PNJ sẽ dần hạ nhiệt trong 2H22 khi (1) nhu cầu dồn nén khó duy trì và (2) sức mua trang sức, trong ngắn hạn, sẽ bị ảnh hưởng ít nhiều do diễn biến kém tích cực của các thị trường tài chính cũng như áp lực lạm phát lên nền kinh tế. Tuy vậy, KQKD 3Q22 vẫn được dự báo tăng trưởng mạnh mẽ, với NPAT-MI đạt 168 tỷ (cùng kỳ lỗ 160 tỷ do ảnh hưởng dịch).
- Về trung và dài hạn, kinh tế của Việt Nam và mức thu nhập khả dụng của người dân sở hữu triển vọng tăng trưởng tích cực, từ đó thúc đẩy tăng trưởng sức mua đối với thị trường trang sức, đặc biệt với nhóm thị trường trung cao cấp.
- Thị trường trang sức tại Việt Nam kỳ vọng sẽ trở nên cô đặc hơn, với nhóm bán lẻ trang sức có thương hiệu tiếp tục gia tăng uy tín nhờ việc luôn đảm bảo được tính thanh khoản và cam kết hậu mãi đối với khách hàng.

Ngôi sao ngành bán lẻ trang sức tại Việt Nam









MWG

OUTPERFORM | Target: 92.400 VND/cp | Upside: 42,2%

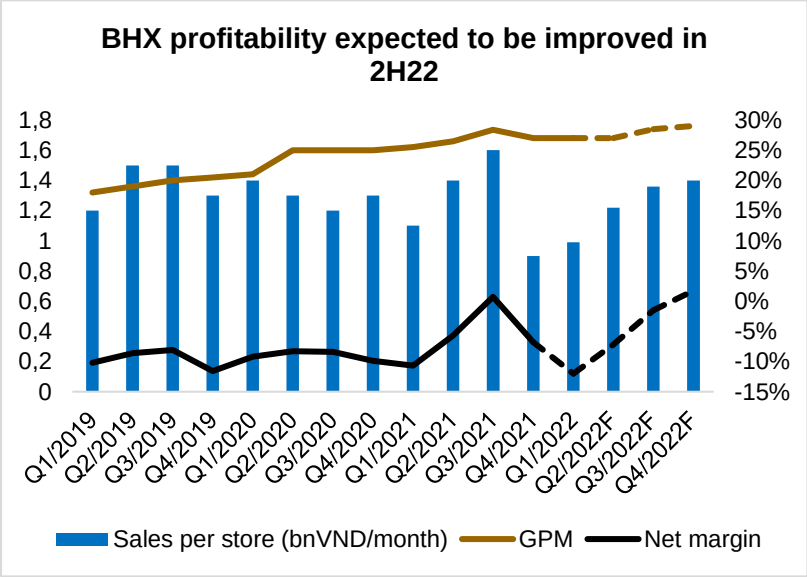
BAOVIET Securities

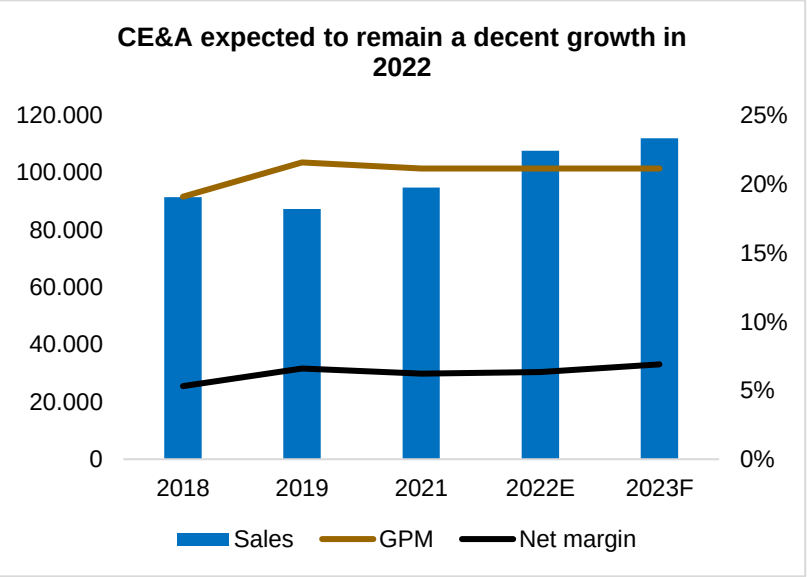
Tập trung thúc đẩy hiệu quả chuỗi BHX

Điểm nhấn đầu tư:

- **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu **92.400 VND/cp**, với hệ số so sánh mục tiêu cho Lĩnh vực Điện tử gia dụng và Bách hóa lần lượt là PE 14x và PS 1.2x.
- Hiệu quả hoạt động kỳ vọng cải thiện mạnh mẽ trong 2H22 nhờ (1) hoạt động tái định hình mô hình chuẩn đối với BHX (SKUs, layout, chất lượng dịch vụ) hoàn tất trong 3Q22, nhu cầu chuỗi ĐTĐM dự báo hồi phục đà tăng trưởng nhờ (1) mức nền thấp cùng kỳ do ảnh hưởng của các biện pháp giãn cách, đặc biệt là tại các TP lớn, (2) những sáng kiến kinh doanh (ngành hàng mới) như chuỗi Topzone, ngành hàng xe đạp (shop-in-shop).
- **MWG đang giao dịch tại mức PE dự phóng 2022 và 2023 là 17x và 13.6x, mức định giá hấp dẫn với doanh nghiệp sở hữu năng lực triển khai các chuỗi bán lẻ đa ngành, với quy mô thị phần vượt trội bên cạnh triển vọng tích cực của lĩnh vực bán lẻ hiện đại của Việt Nam trong trung và dài hạn. Kỳ vọng bán vốn chuỗi BHX cũng là yếu tố hỗ trợ tích cực đối với mức định giá của MWG.**

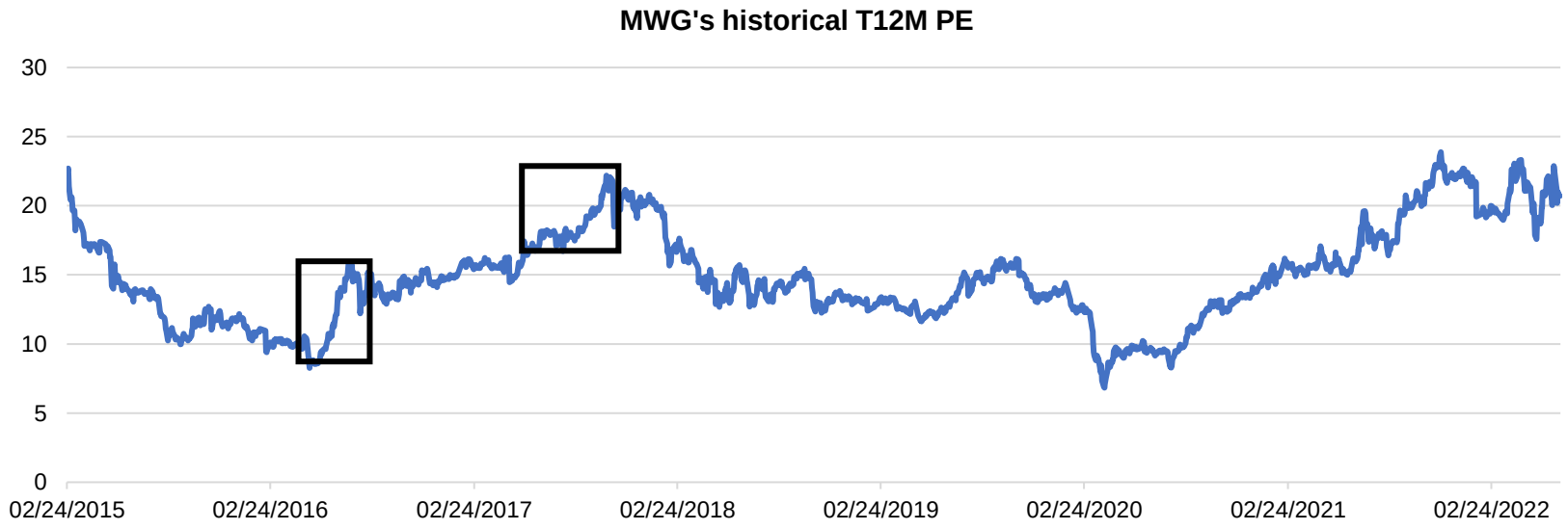
tỷ VNĐ	2021	2022F	2023F
Doanh thu	**122,958**	**140,646**	**150,792**
% yoy	*13%*	*14%*	*7%*
LNG	**27,632**	**31,986**	**35,308**
Biên LNG	*22.5%*	*22.7%*	*23.4%*
LNST-CĐTS	**4,899**	**6,268**	**7,843**
% yoy	*25%*	*28%*	*25%*
EPS (VNĐ/CP)	6,872	4,283	5,212





Triển vọng đóng góp lợi nhuận bền vững của BHX hỗ trợ mức định giá MWG

- Trong lịch sử phát triển của MWG, mức định giá cổ phiếu nhìn chung sẽ được hưởng lợi mạnh mẽ khi mô hình/ngành hàng lớn mới chứng minh được sự thành công bền vững, hỗ trợ triển vọng tăng trưởng cho Doanh nghiệp trong vài năm sau đó. Tiêu biểu, giai đoạn cuối 2016-2017, mức định giá PE của MWG trải qua 2 giai đoạn được re-rate gồm (1) Quý 3/2016 với việc KQKD cho thấy sự thành công trong việc mở rộng Toàn quốc với 250 CH, từ đó tăng gấp đôi thi phần lên 16% sau 1 năm và (2) gia tăng độ phủ theo chiều dọc trong 2017, với 642 CH, đồng thời tăng thị phần lên 30%.
- Hiện tại, MWG đang được giao dịch tại mức PE fwd là 17x, chiết khấu khoảng 29% so với mức PE đỉnh trong lịch sử khi các chuỗi kinh doanh mới cho thấy hiệu quả, đóng góp vào tăng trưởng chung của Tập đoàn. Do đó, với các chính sách cải tạo hoạt động của BHX, hướng tới việc cải thiện hiệu quả trong 2H22 và kỳ vọng đóng góp lợi nhuận bền vững từ 2023 sau hơn 5 năm hoạt động, sẽ là động lực thúc đẩy định giá của MWG về mức cao trong lịch sử.



BVH

OUTPERFORM | Target: 64.000VNĐ| Upside: 17,2%

BAOVIET Securities

BVH | Target: 64.000 VNĐ | Upside: 17,2%

Lãi suất tăng hỗ trợ tăng trưởng trong năm 2023

Lợi suất trái phiếu Chính phủ tăng cao sẽ giảm sức ép lên chi phí dự phòng toán học. Tính đến cuối tháng 03/2022, lợi suất TPCP sơ cấp kỳ hạn 10 năm là 2,20%, tăng gần 12 điểm cơ bản so với đầu năm. Trong khi đó, chi phí dự phòng toán học giảm 16,7% YoY trong quý 1/2022. Tính đến cuối tháng 05/2022, lợi suất TPCP sơ cấp kỳ hạn 10 năm là 2,34% - cao nhất trong 1 năm qua. Ngoài ra, lợi suất kỳ hạn 10 năm trên thị trường thứ cấp tăng lên 3,25% vào cuối tháng 5. Những dấu hiệu tích cực này cho thấy lợi suất TPCP phục hồi đã làm giảm áp lực lên lãi suất kỹ thuật (lãi suất chiết khấu theo cách tính dự phòng toán học).

Lãi suất tăng hỗ trợ lợi nhuận tài chính. Với quy mô danh mục đầu tư gần 160 nghìn tỷ, trong đó tiền gửi và trái phiếu chiếm đến 95% tổng danh mục, lợi suất đầu tư sẽ được hưởng lợi lớn nhờ lãi suất tiền gửi gia tăng. Ước tính với 0,1% lãi suất tăng lên sẽ giúp lợi nhuận tài chính tăng thêm 1%.

Định giá đang ở mức thấp trong nhiều năm. Hiện tại BVH đang giao dịch ở mức PB=1,78x, là mức thấp nếu so với định giá của cả 2 năm *(PB trung bình ~2,1x)* và 5 năm *(PB trung bình ~ 2,8x).*

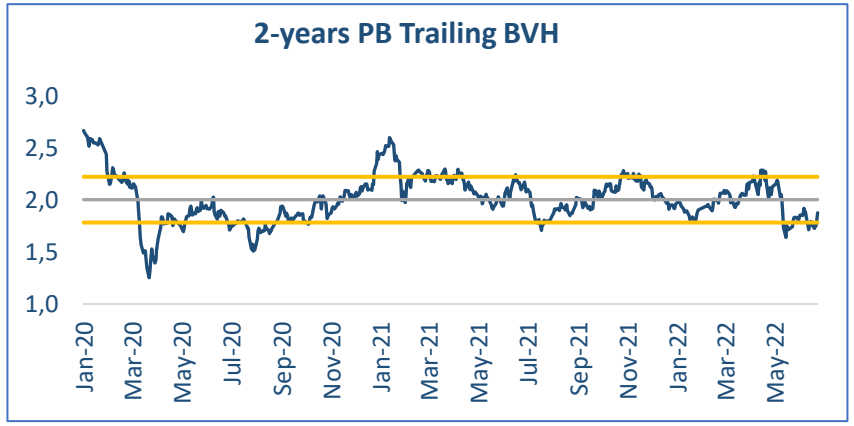
RỦI RO ĐẦU TƯ

Thị phần giảm do cạnh tranh gia tăng. Các doanh nghiệp có vốn nước ngoài đẩy mạnh khai thác qua Bancas tạo áp lực

Tỉ lệ bồi thường tăng từ nền thấp. Năm 2021 là năm thuận lợi với ngành, tỉ lệ bồi thường ở mức 43,8% (giảm 13,6% - là mức thấp nhất trong vòng 4 năm qua). Tuy nhiên do các điều kiện thuận lợi không còn, chúng tôi cho rằng tỉ lệ bồi thường trong năm 2022 sẽ tăng trở lại về mức trung bình, lên 53% (tăng 9,2%). Đồng thời chi phí SG&A dự báo cũng sẽ tăng them 1,5% so với cùng kỳ để tạo điều kiện cho kế hoạch tăng trưởng phí cao, sẽ khiến tỉ lệ kết hợp dự báo đạt 97% (+10,7% so với năm 2021), làm giảm tác động tích cực từ lợi nhuận tài chính.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2022

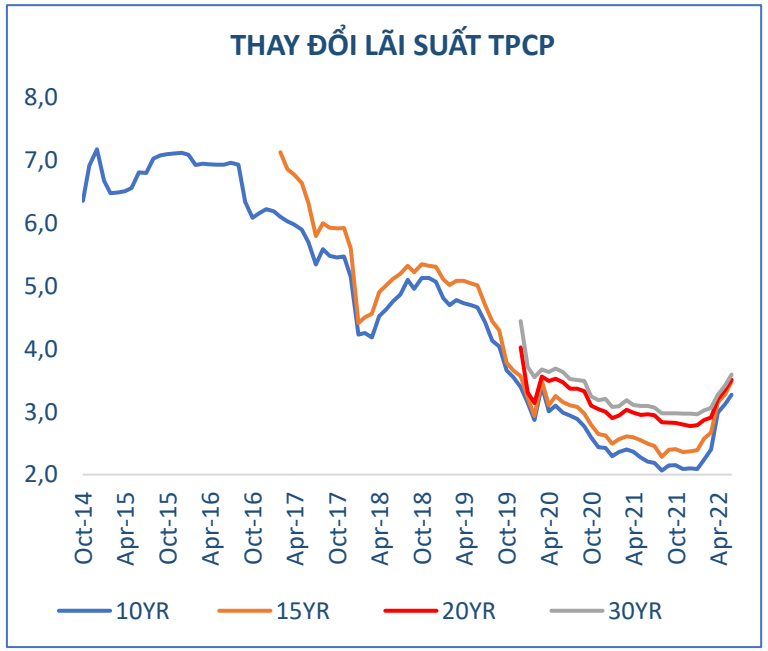
Chỉ tiêu	2020A	2021A	2022F	2023F
Tổng doanh thu (tỷ VND)	**49.234**	**50.615**	**53.739**	**60.012**
yoy	*10,1%*	*2,8%*	*9,0%*	*11,7%*
Lợi nhuận sau thuế	**1.604**	**2.000**	**2.119**	**2.350**
yoy	*43,8%*	*24,6%*	*6,0%*	*10,9%*
EPS (VNĐ/cp)	**2.161**	**2.694**	**2.854**	**3.165**
BVPS (VNĐ/cp)			**30.419**	**32.018**

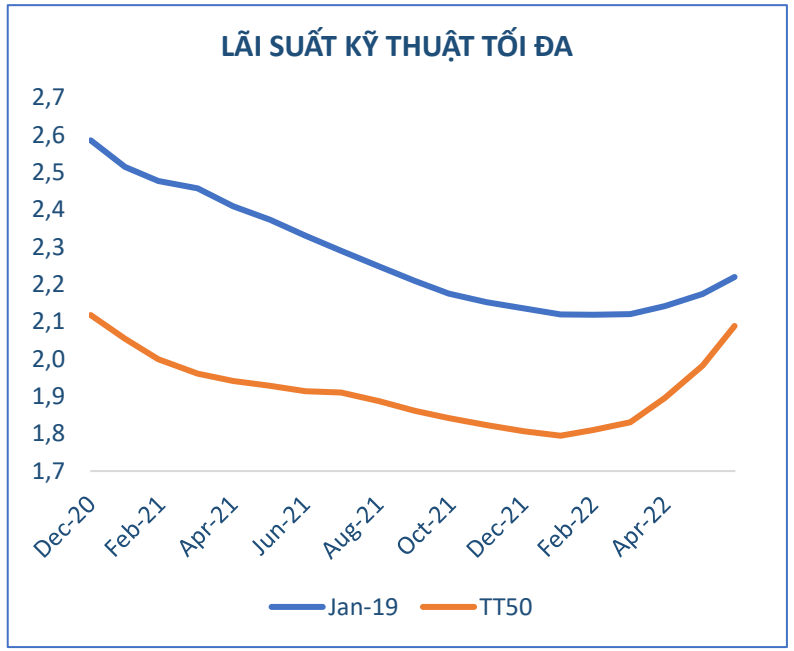


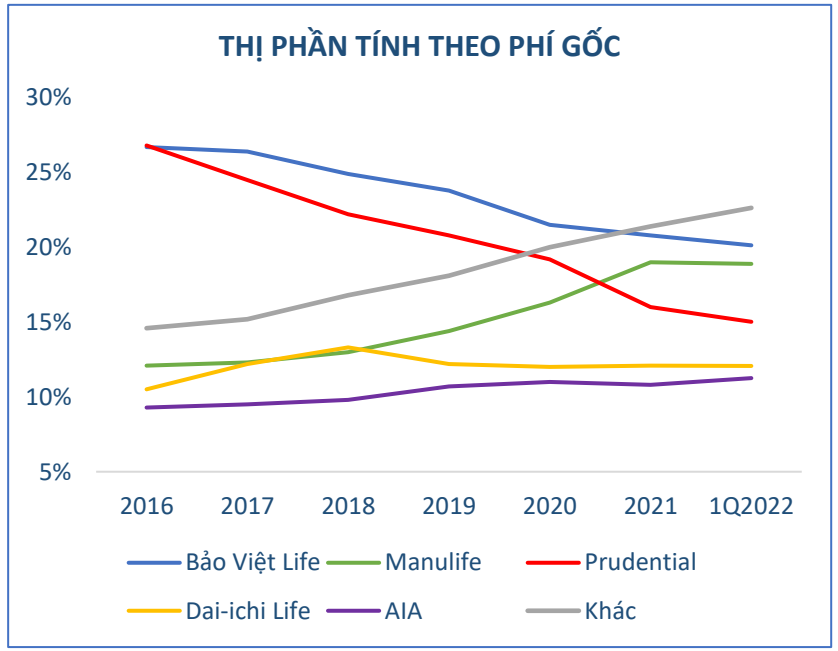
BAOVIET Securities

LÃI SUẤT TĂNG HỖ TRỢ TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN

- Lãi suất tăng hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp nhờ: **(1)** gia tăng doanh thu tài chính và **(2)** không gây nhiều áp lực lên việc phải điều chỉnh dự phòng do thay đổi lãi suất kỹ thuật tối đa. Mức độ ảnh hưởng sẽ thể hiện rõ ràng hơn trong năm 2023.
- Cạnh tranh liên tục gia tăng khiến thị phần BVH tụt giảm. Điều này sẽ ảnh hưởng đến hoạt động khai thác trong dài hạn của BVH.

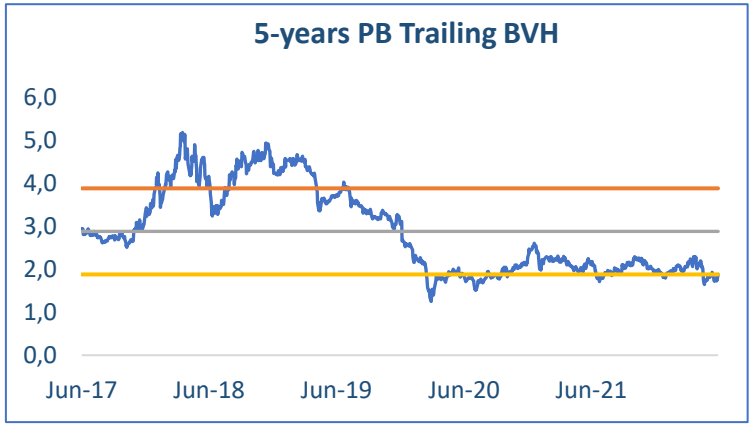


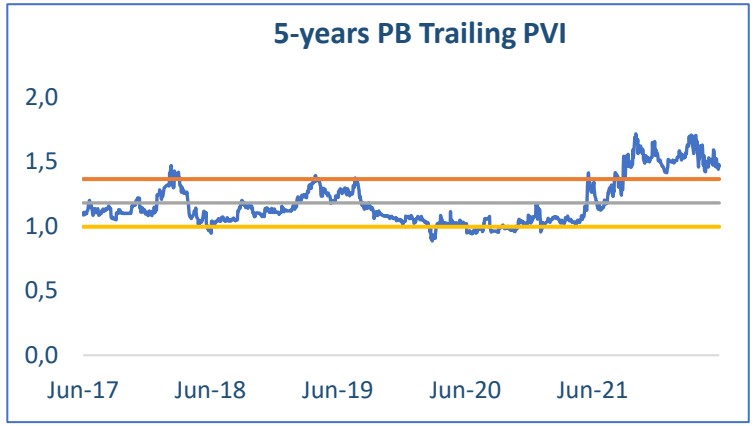


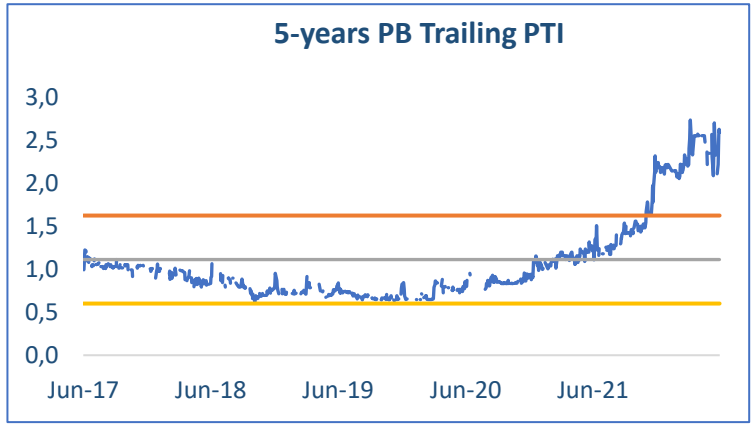


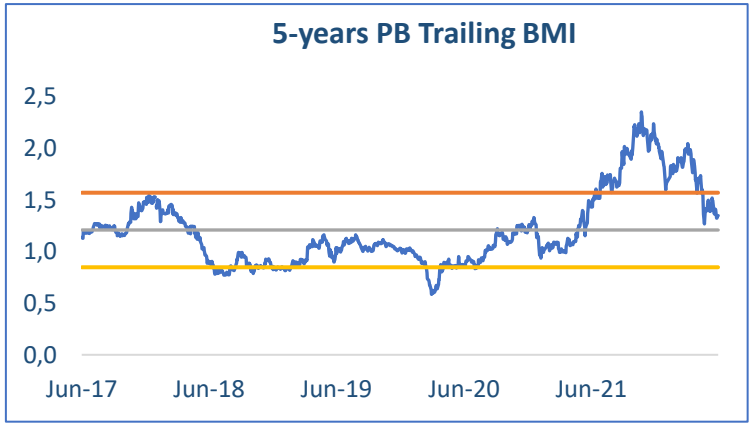
ĐỊNH GIÁ PHẦN LỚN ĐANG Ở MỨC CAO

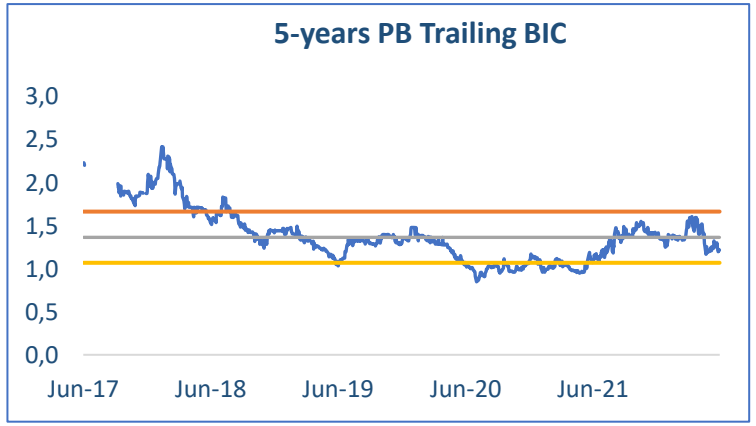
- Ngoại từ BVH và BIC, nhìn chung các doanh nghiệp khác đều có mức định giá đang ở mức cao so với trung bình 5 năm.
- Định giá các doanh nghiệp sẽ chỉ biến động mạnh khi có câu chuyện về thoái vốn. Do đó sẽ khó có thể duy trì khi quá trình thoái vốn đã hoàn tất.





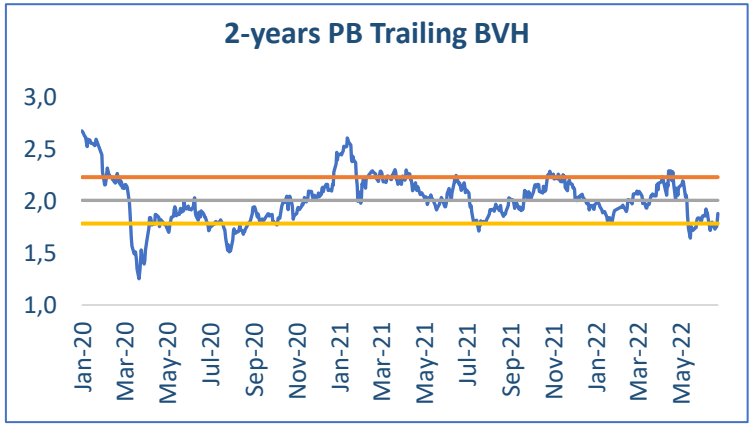


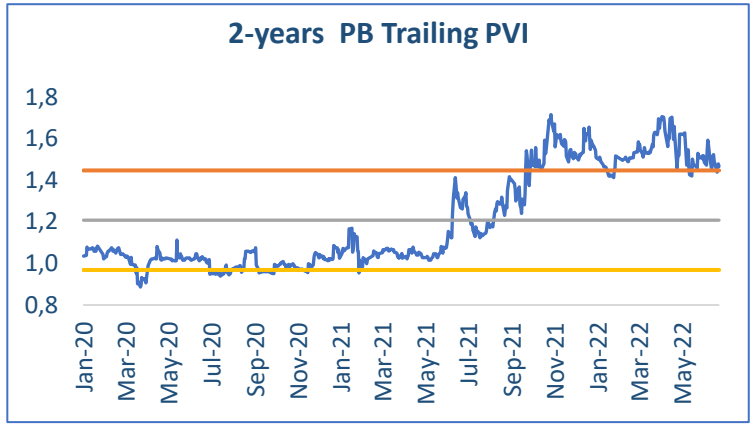


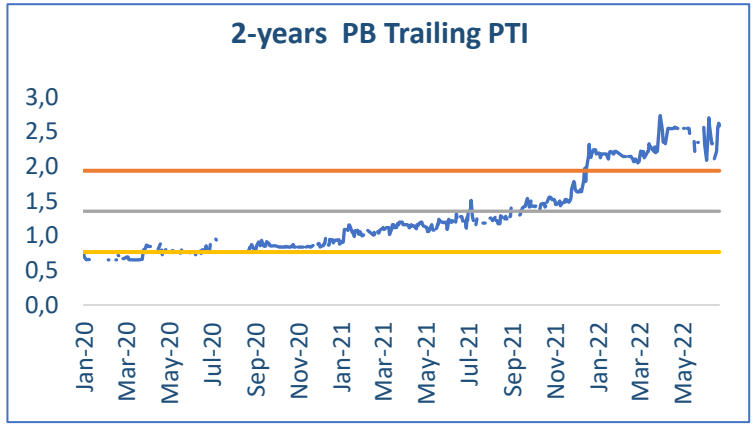


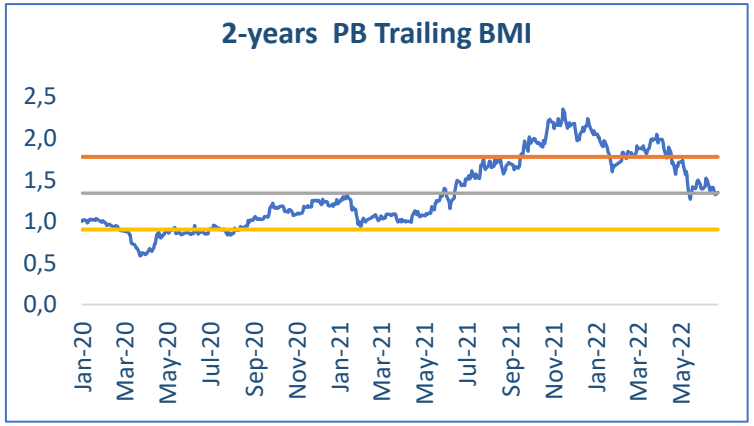
ĐỊNH GIÁ PHẦN LỚN ĐANG Ở MỨC CAO

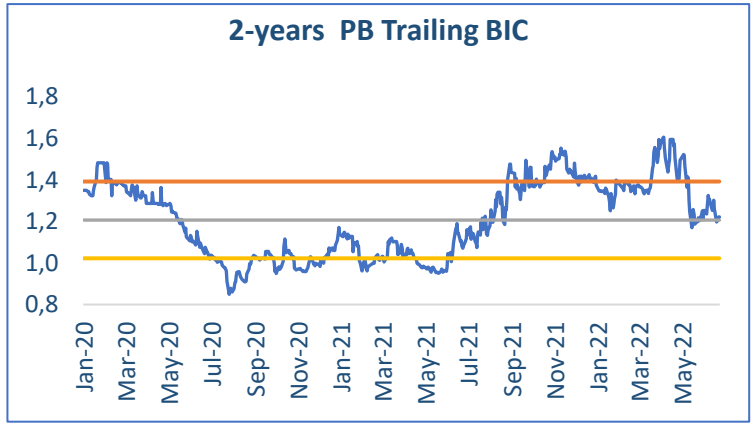
- Mức định giá theo quan sát trong thời gian 2 năm cũng cho kết luận tương tự. Mặc dù BMI đang giao dịch ở mức trung bình 2 năm, nhưng hiện tại hoạt động kinh doanh của công ty đang gặp nhiều khó khăn do đánh mất thị phần khi mất đi khách hàng lâu năm là HD Saison, và sẽ phải khắc phục trong khoảng 2-3 năm. Cùng với đó, trong năm 2022, SCIC cũng không có kế hoạch thoái vốn tại BMI, do đó động lực tăng giá là không còn nhiều.











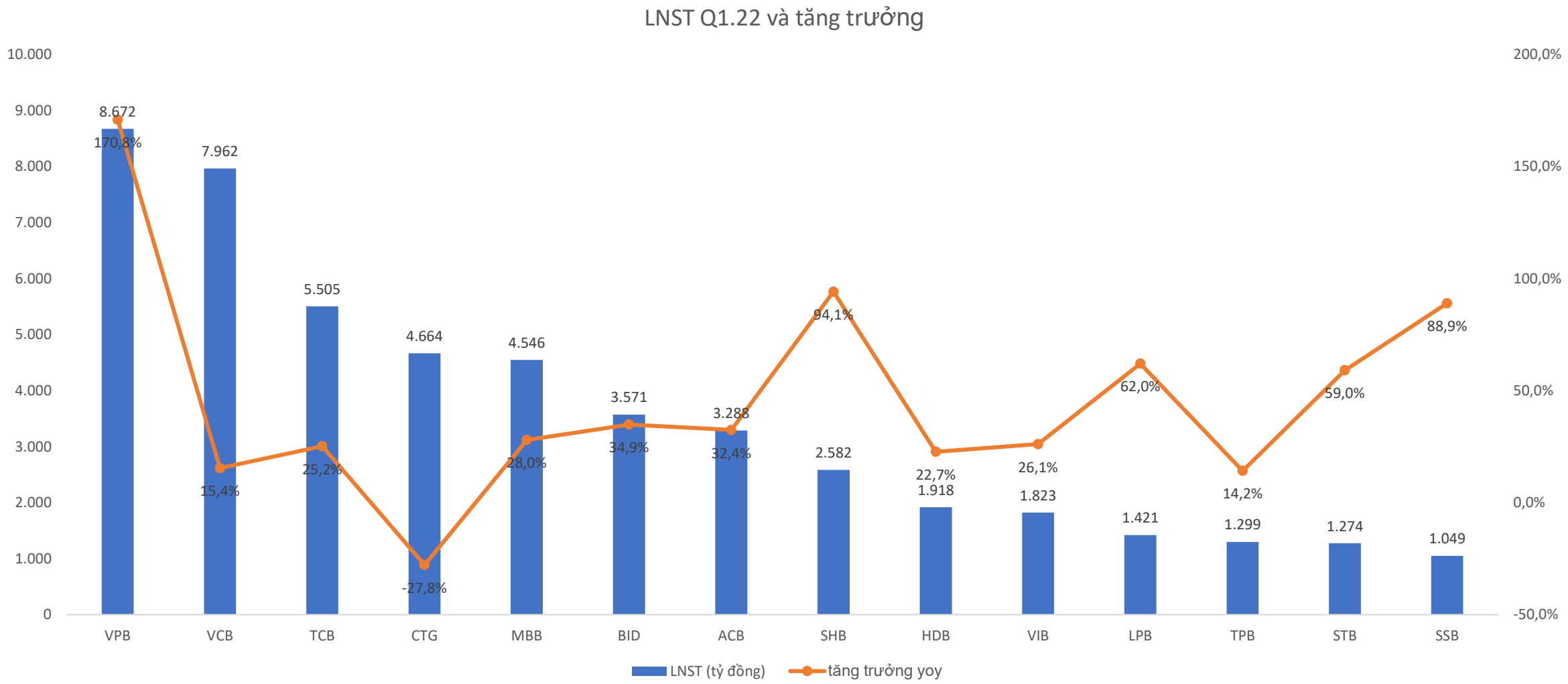
BAOVIET Securities

Ngành Ngân hàng

Tăng trưởng tín dụng chậm lại trong nửa cuối năm

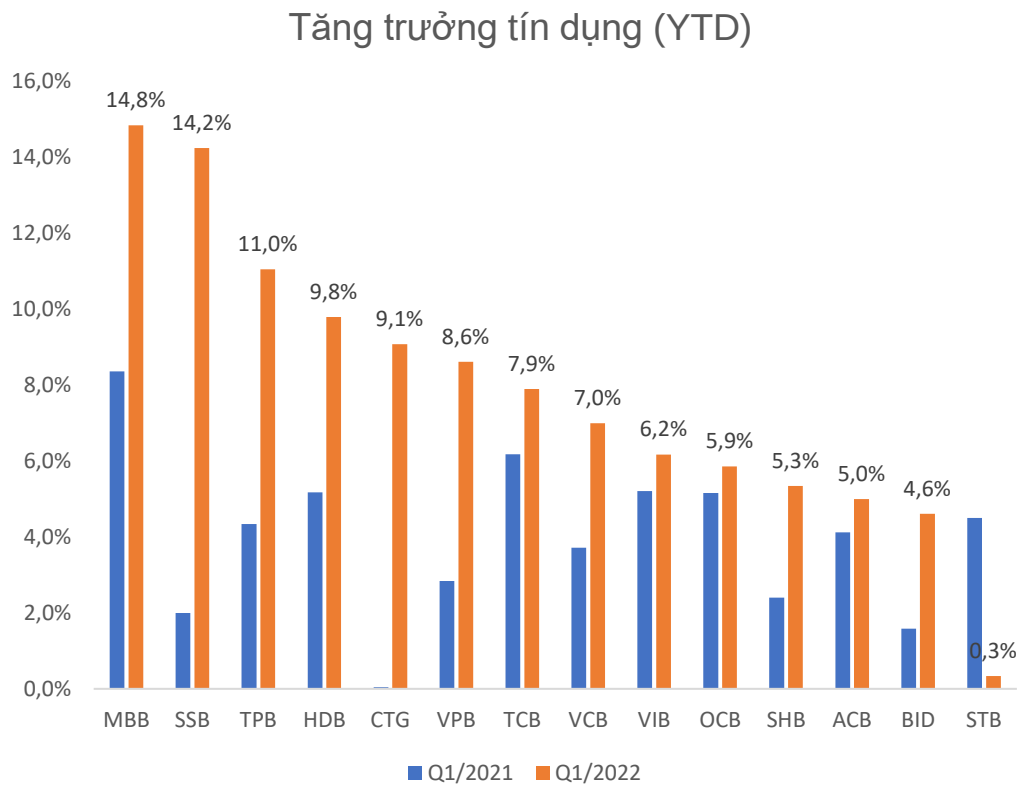
Lợi nhuận ngành ngân hàng tăng trưởng mạnh trong Q1.2022

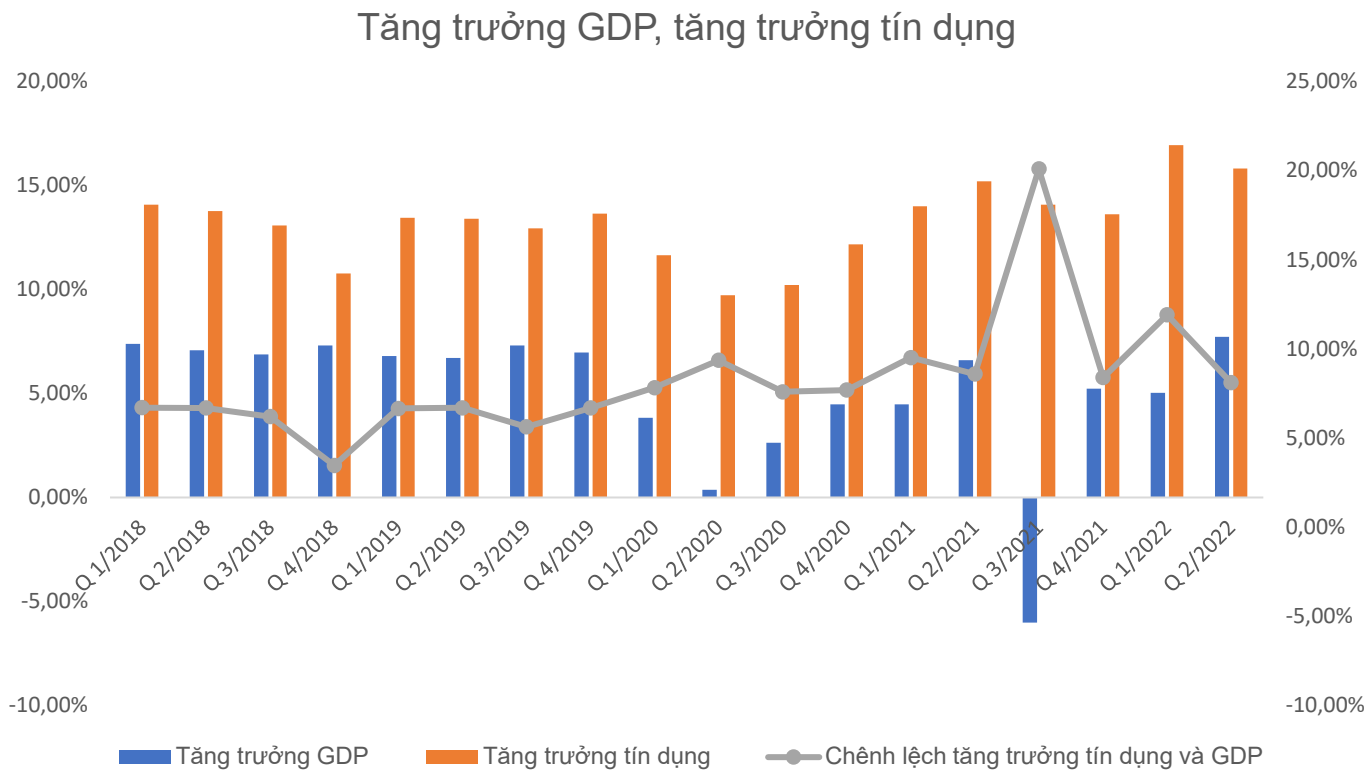
Lợi nhuận ngành Ngân hàng tăng trưởng mạnh mẽ trong Q.1/2022 với mức tăng so với cũng kỳ là 32.4%. Lợi nhuận ngành ngân hàng tăng trưởng mạnh trong Q1/22 nhờ một số yếu tố chính: (1) NIM mở rộng; (2) tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ; (3) lãi thuần từ hoạt động khác tăng mạnh nhờ hợp đồng bancas của VPB.



Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trong nửa đầu năm nhưng chậm lại về cuối năm

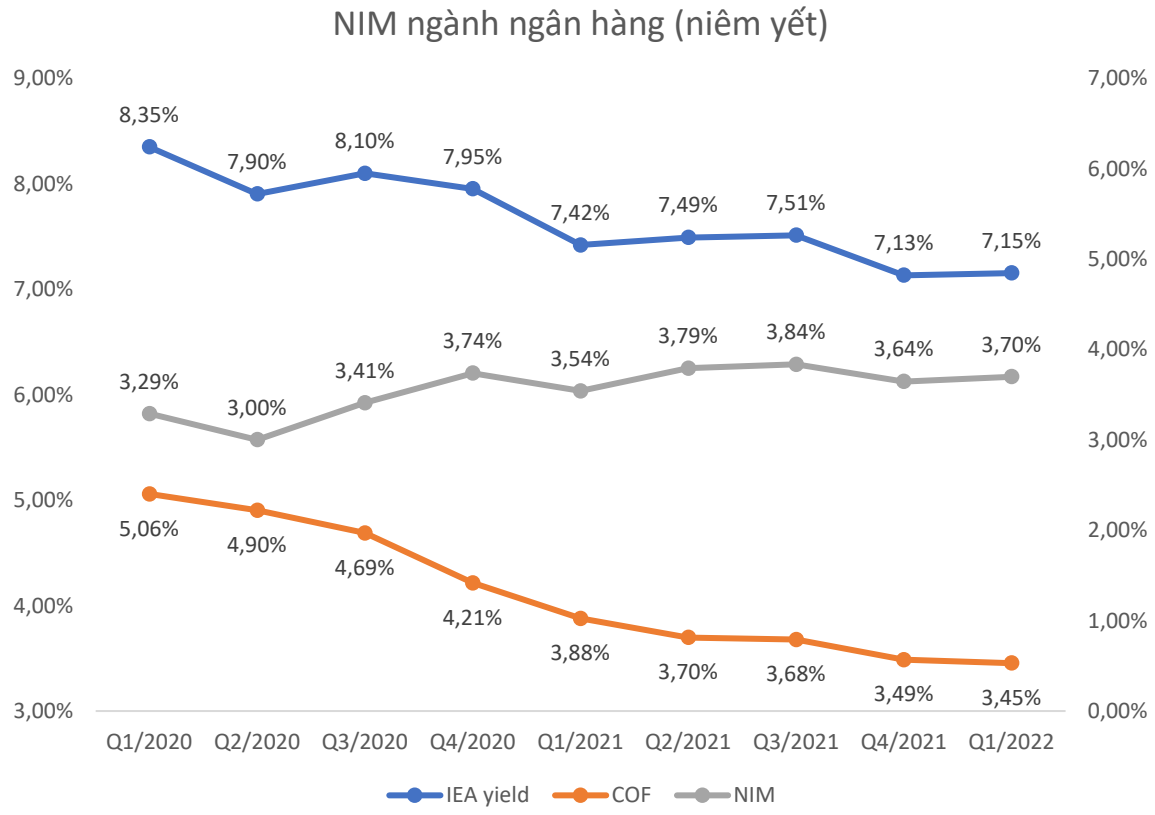
Quý 1/22, tín dụng toàn hệ thống tăng trưởng 4,03% YTD, tăng nhanh gấp 2,74 lần so với cùng kỳ. Tăng trưởng tín dụng tiếp tục tăng trưởng lên mức 8,51% YTD, tăng nhanh hơn 55,6% so với cùng kỳ (GSO). Mức tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ đến từ nhu cầu vay mua nhà cũng như nhu cầu vay vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên, với mức tăng trưởng tín dụng mạnh thì hầu hết các ngân hàng đều đã hết hạn mức tín dụng tạm cấp. Đến nay thì Ngân hàng nhà nước vẫn chưa cấp room tín dụng mới. Có thể thấy rằng tăng trưởng GDP Quý 2/2022 tăng trưởng cao và kỳ vọng GDP Quý 3/22 tiếp tục tăng trưởng cao trong khi đã CPI đã có dấu hiệu tăng tốc trong tháng 6, điều này đã phần nào làm giảm áp lực cấp thêm hạn mức tín dụng trong thời gian gần. BVSC dự kiến SBV có thể có một đợt nới room tín dụng vào cuối Quý 3 hoặc đầu Quý 4 nhưng có thể sẽ chỉ nới nhẹ và thấp hơn kỳ vọng thị trường.

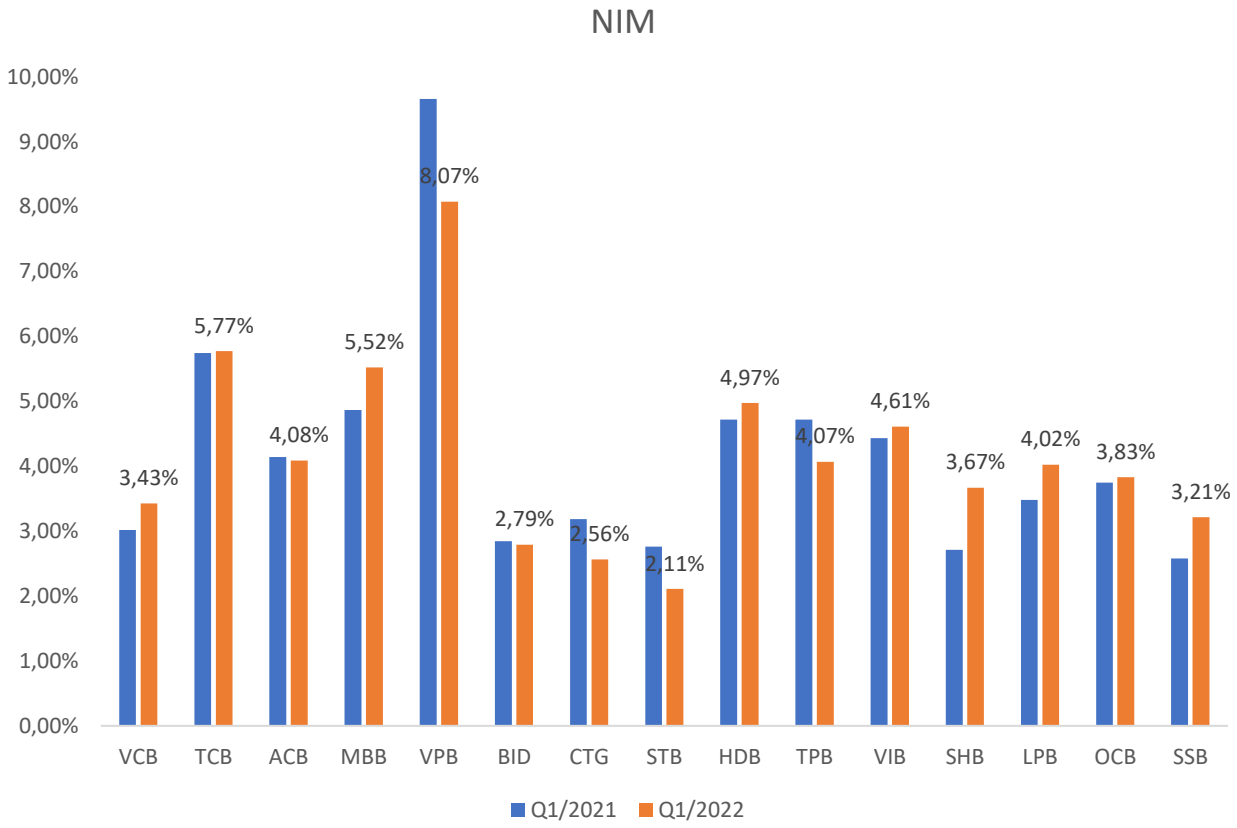




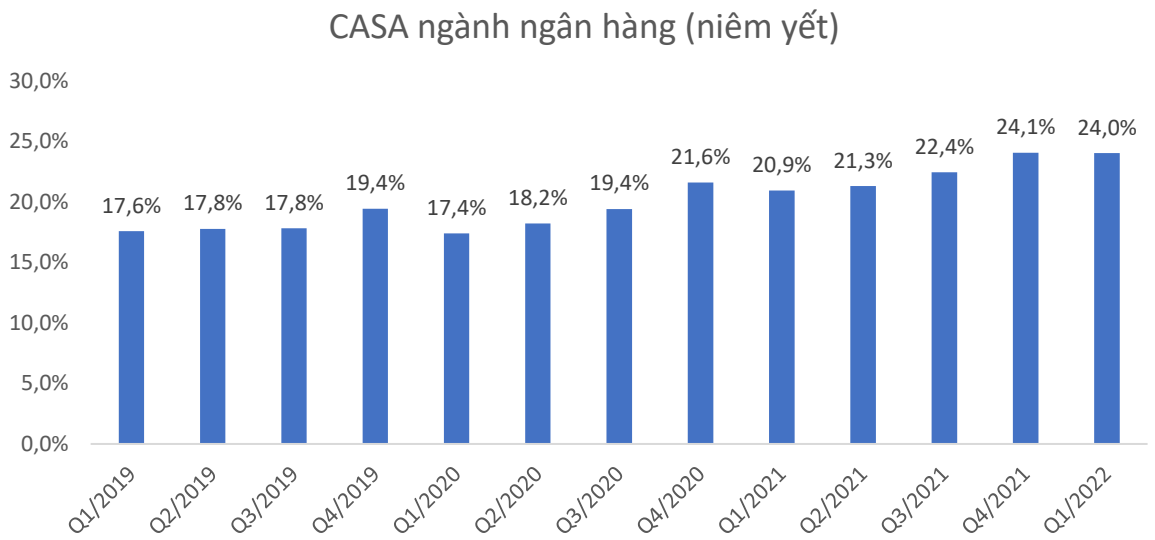
NIM mở rộng trong Quý 1/22

Trong Q1/22, NIM của ngành ngân hàng có sự cải thiện nhẹ nhờ: (1) Chi phí vốn giảm nhiều hơn so với lợi suất sinh lợi tài sản; (2) LDR thuần tiếp tục tăng lên mức cao; (3) CASA tiếp tục tăng lên nhờ công nghệ cũng như miễn phí chuyển khoản thúc đẩy giao dịch không tiền mặt. Tuy nhiên tỷ lệ LDR thuần đã ở mức cao lịch sử và khó có thể tiếp tục tăng mạnh cũng như lãi suất tiền gửi đã tăng trở lại trong những tháng gần đây trong khi lãi suất cho vay sẽ có độ trễ trong việc định giá lại. Điều này sẽ gây áp lực lên NIM trong nửa cuối năm 2022.

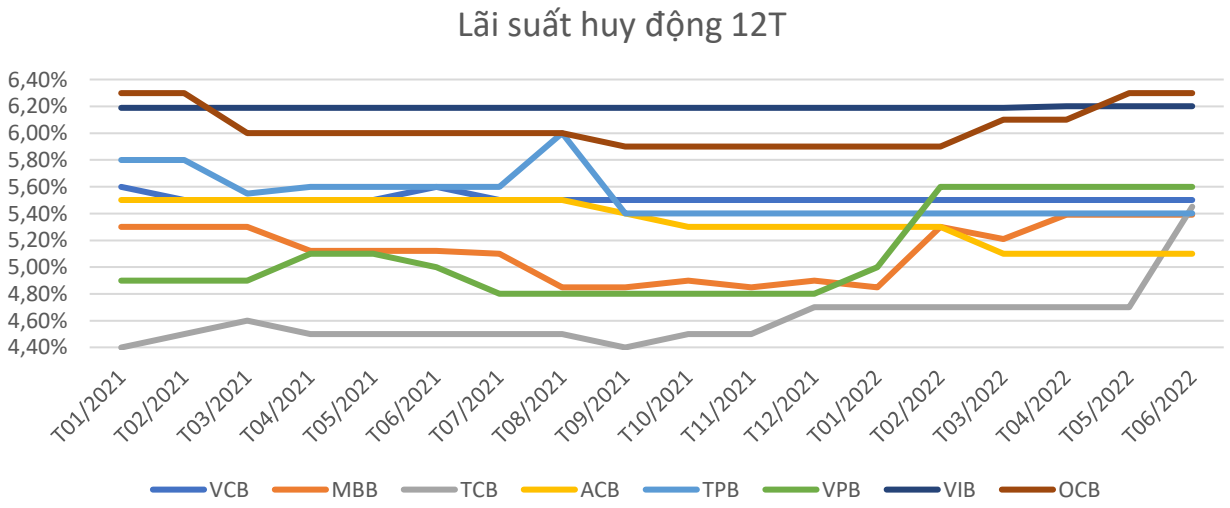


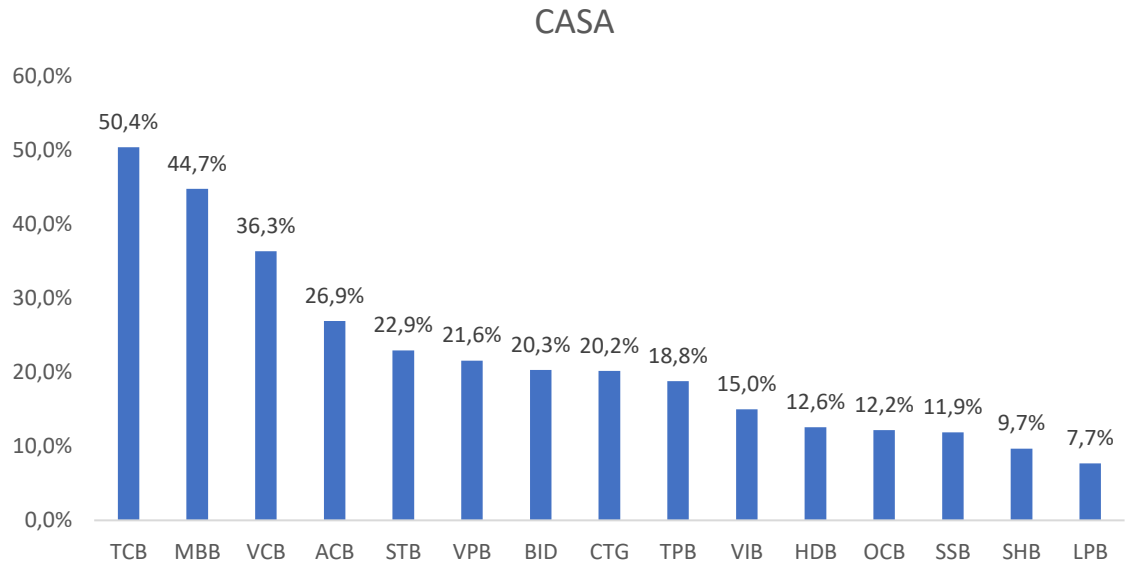


NIM mở rộng trong Quý 1/22



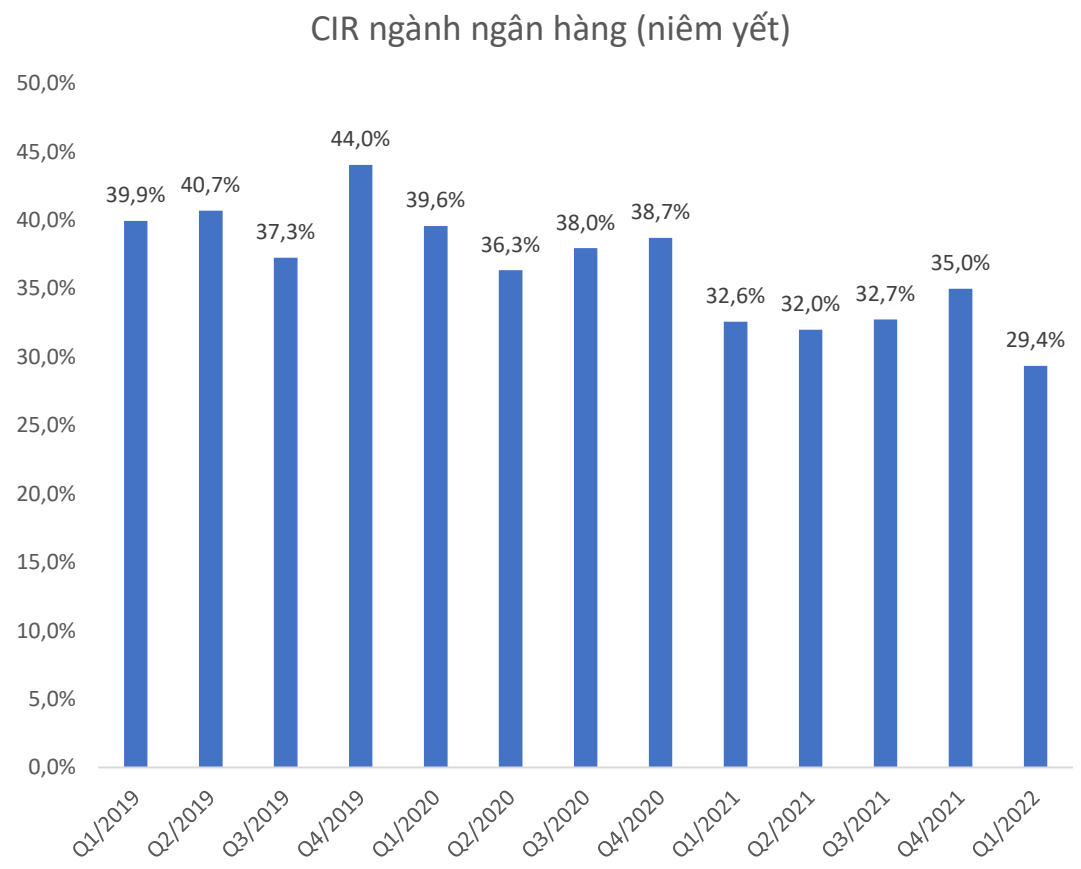
So với cuối năm 2021, lãi suất huy động Tháng 6 tăng khoảng 30 bps và lãi suất huy động 12T tăng khoảng 33 bps

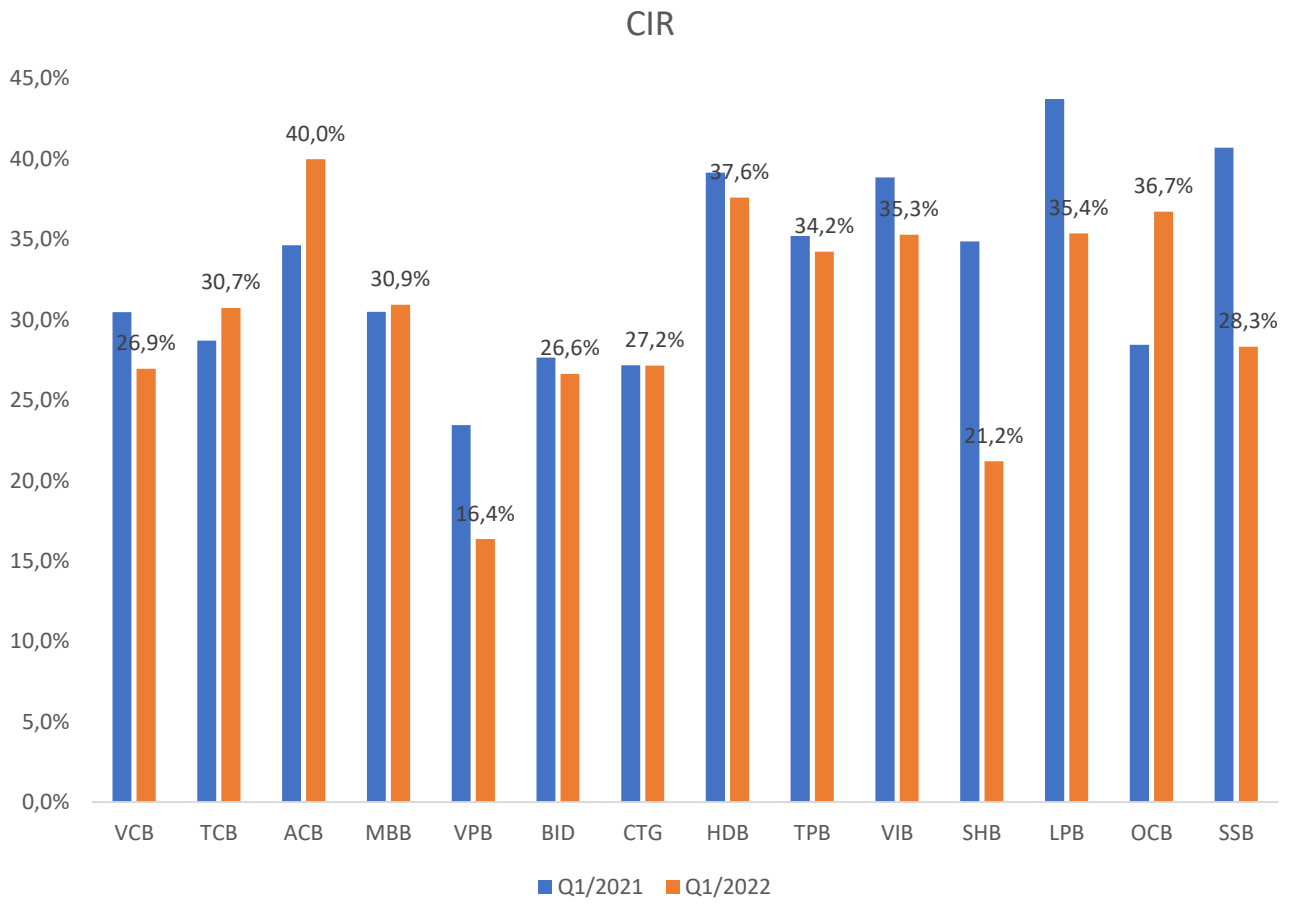




CIR giảm nhẹ so với cùng kỳ và đang ở mức thấp lịch sử

Trong Quý 1/2022, tổng thu nhập hoạt động toàn ngành tăng 25,2% yoy trong khi đó tổng chi phí hoạt động toàn ngành chỉ tăng 12,8% làm cho CIR Q1/22 giảm về mức 29.4%. Tốc độ tăng trưởng của chi phí hoạt động chậm hơn mức tăng tổng thu nhập hoạt động nhờ NIM mở rộng, ngân hàng ứng dụng công nghệ giúp cắt giảm chi phí cũng như quá chi phí hoạt động chưa trở lại hoàn toàn trước đại dịch. Tuy nhiên, BVSC cho rằng đà giảm của CIR sẽ chậm lại khi NIM bắt đầu chịu áp lực cũng như các chi phí hoạt động sẽ tăng lên sau khi không còn các hạn chế của đại dịch Covid19.

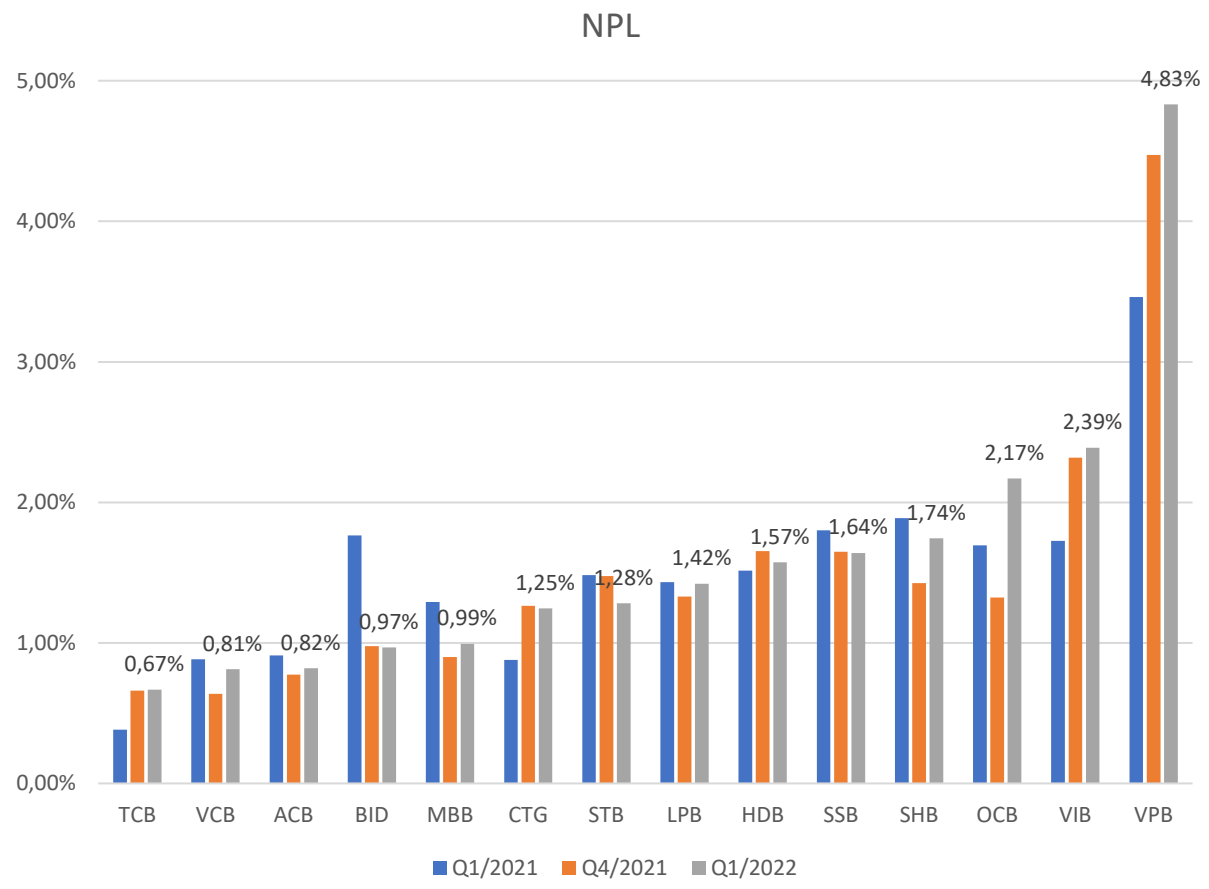


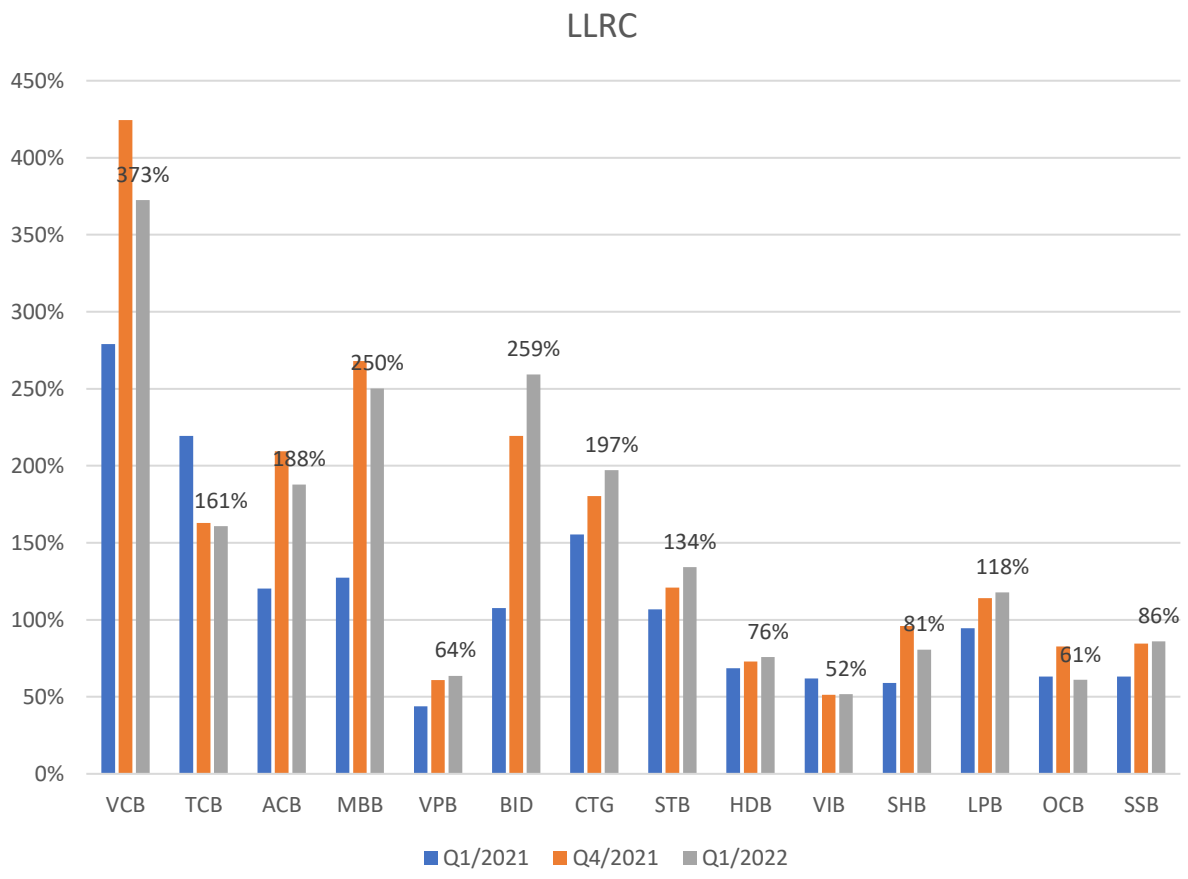


BAOVIET Securities

Nợ xấu đang ở mức thấp

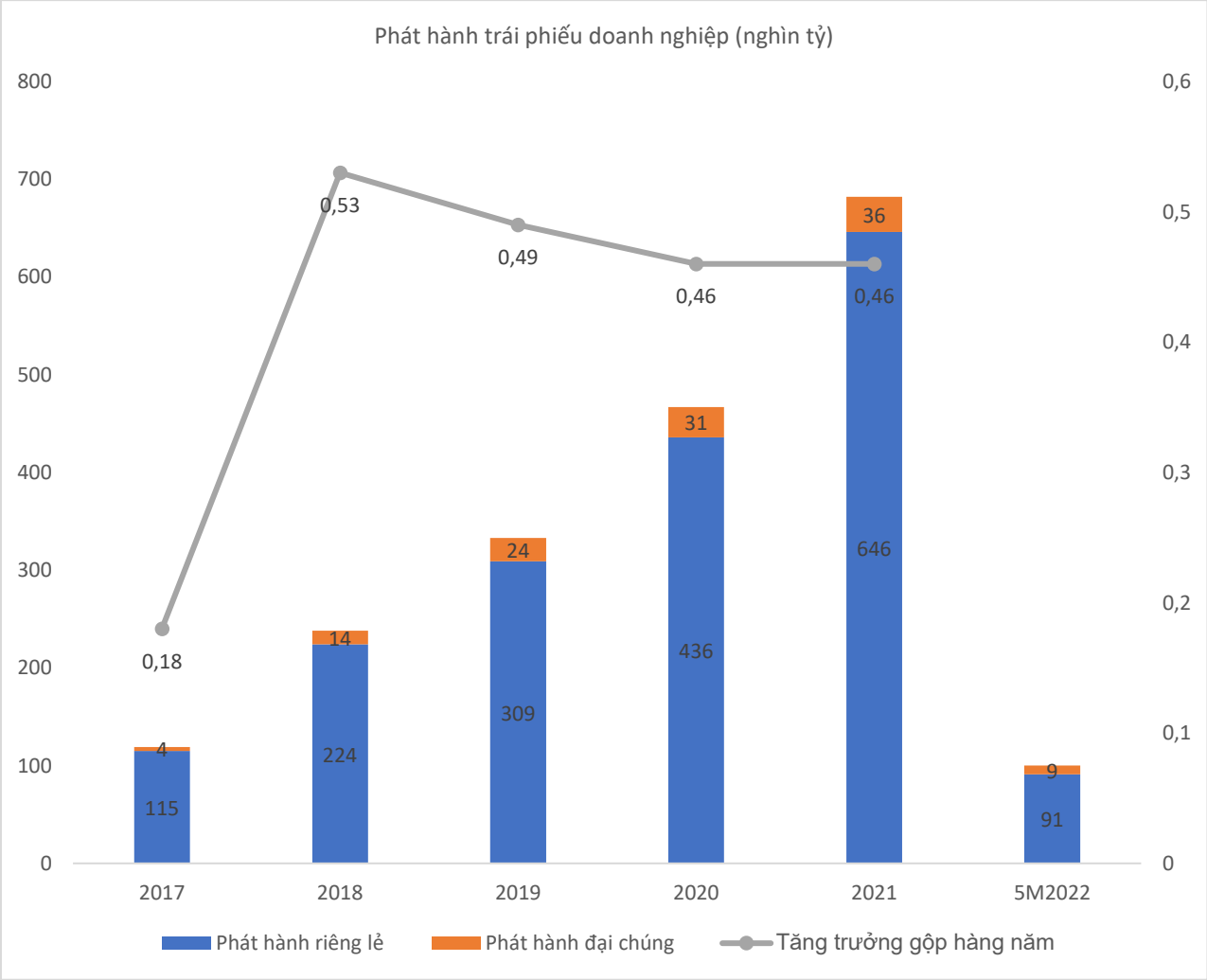
Trong Quý 1/2022, nợ xấu ngành ngân hàng tăng nhẹ 7 bps so với cuối năm 2021 và tăng lên 1,34%, Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng 7,2% lên mức cao mới của lịch sử là 164%. Nhìn chung, chất lượng tài sản của ngành đã có sự cải thiện nhẹ. Bước sang Quý 2, nền kinh tế Việt Nam vẫn đang trên đà hồi phục vì vậy BVSC kỳ vọng chất lượng tài sản vẫn sẽ được duy trì ở mức cao trong Quý 2 cũng như nửa cuối năm (trong trường hợp Chính phủ ban hành Thông tư thay thế Thông tư 153 có những điều chỉnh giảm bớt mức độ kiểm soát)

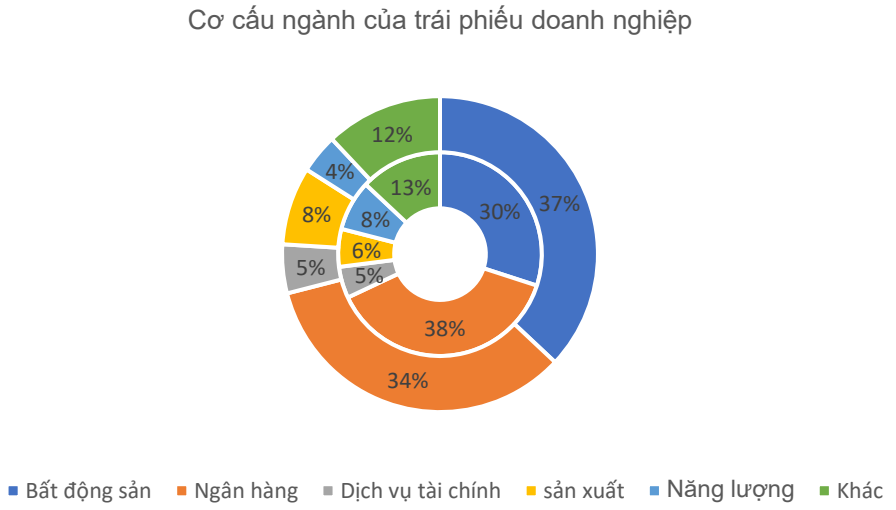


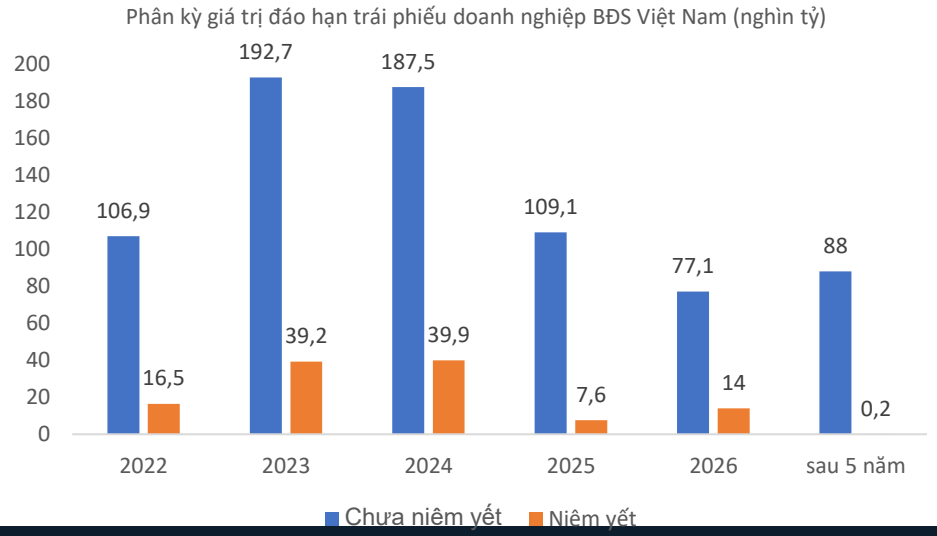


Dự thảo TT153 - Tăng cường kiểm soát trái phiếu doanh nghiệp

Trái phiếu doanh nghiệp phát triển rất nhanh trong vài năm qua và đã có trường hợp rủi ro pháp lý. Tốc độ tăng trưởng giá trị phát hành bình quân trong 4 năm qua lên tới xấp xỉ 50%/năm.







BAOVIET Securities

Dự thảo TT153-Tăng cường kiểm soát trái phiếu doanh nghiệp

Dự thảo sửa đổi Nghị định 153 bản số 5.

Nhằm tăng cường kiểm soát phát hành trái phiếu doanh nghiệp, chính phủ đang trong qua trình chuẩn bị để sửa đổi Nghị định 153. Bản dự thảo sửa đổi Nghị định 153 gần nhất là bản dự thảo số 5 với nhiều nội dung tăng cường kiểm soát đáng chú ý như:

Đối với nhà đầu tư:

- Nhà đầu tư cá nhân phải nắm giữ và duy trì chứng khoán niêm yết có giá trị tối thiểu 2 tỷ đồng trong tối thiểu 2 năm.
- Nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp chỉ được mua trái phiếu do công ty đại chúng phát hành và có tài sản đảm bảo hoặc có bảo lãnh thanh toán.

Đối với doanh nghiệp phát hành:

- Doanh nghiệp không được phát hành trái phiếu để đầu tư theo hình thức góp vốn, mua cổ phần, mua phần vốn góp, mua trái phiếu của doanh nghiệp khác, hoặc cho doanh nghiệp khác vay vốn.
- Tổng dư nợ vay trái phiếu không vượt quá 3 lần vốn chủ sở hữu
- Có lãi ở năm liền kề trước phát hành trái phiếu và không có lỗ lũy kế.
- Doanh nghiệp có dư nợ vay trái phiếu lớn hơn 1 lần vốn chủ sở hữu muốn phát hành thêm trái phiếu thì trái phiếu mới phải có tài sản đảm bảo hoặc được bảo lãnh thanh toán.

Chúng tôi cho rằng những quy định mới là cần thiết để đáp ứng công tác quản lý trong tính hình mới từ đó giúp cho thị trường trái phiếu có thể phát triển bền vững trong tương lai. Tuy nhiên, những quy định trong bản thảo số 5 là chặt chẽ và có thể làm cho một số doanh nghiệp khó có thể tái cơ cấu trái phiếu khi trái phiếu cũ đáo hạn. Điều này có thể sẽ gián tiếp làm gia tăng nợ xấu ngành ngân hàng.

VCB

NEUTRAL | Target: 86.700 | Upside: 17.2%

BAOVIET Securities

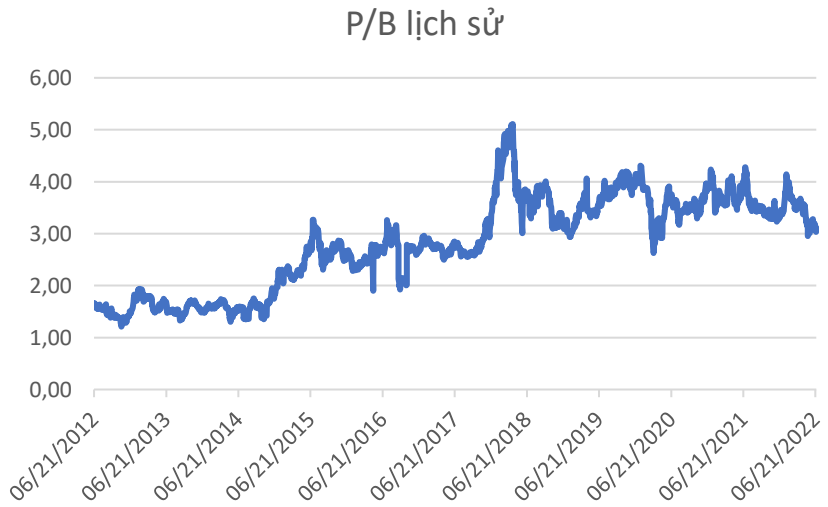
VCB – Tăng trưởng trở lại sau Covid19

Current price: **74,000 VND/share** - Target price: **86,700 VND/share –** Upside: **17.2% -** Recommendation: **Outperform**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Hiệu quả hoạt động cao.** Mặc dù là ngân hàng có tổng tài sản lớn thứ tư trong hệ thống nhưng VCB vẫn có ROE ở mức cao. ROE bình quân 5 năm gần đây đạt trên 22% và thường xuyên nằm trong top 3 ngân hàng có ROE cao nhất hệ thống.
- **Chất lượng tài sản hàng đầu hệ thống** với tỷ lệ nợ xấu ở mức thấp và tỷ lệ LLRC cao nhất hệ thống.
- **CASA đã bắt đầu có dấu hiệu tăng trưởng trở lại** khi Vietcombank thực hiện chính sách miễn và giảm phí giao dịch.
- **VCB là ngân hàng có chi phí vốn thấp thứ 2 hệ thống.** Đây là thế mạnh giúp VCB có lợi nhuận cao trong giai đoạn thuận lợi và duy trì lợi nhuận trong giai đoạn khó khăn. Chi phí vốn thấp và chiến lược dịch chuyển sang khách hàng cá nhân giúp duy trì xu hướng mở rộng NIM.
- **Banca thúc đẩy tăng trưởng doanh thu phí.** Cuối năm 2019, Vietcombank ký hợp đồng độc quyền phân phối sản phẩm bảo hiểm với FWD với giá trị khoảng 400 triệu USD. Ước tính, từ năm 2020, mỗi năm Vietcombank sẽ ghi nhận khoảng 1.800 tỷ phí trả trước trong vòng 5 năm. Mức độ thâm nhập bảo hiểm ở Việt Nam còn thấp và nhiều tiềm năng hỗ trợ doanh thu phí VCB tăng trưởng.
- **VCB dự kiến sẽ nhận chuyển giao bắt buộc ngân hàng 0 đồng** và sẽ nhận được những lợi ích khác từ đó có thể giúp cho VCB tang trưởng nhanh hơn.
- **Định giá: V**CB đang giao dịch tại mức P/B là 3 lần, là mức cao so với mức P/B bình quân lịch sử là 2,82 lần..

	2020	2021	2022F
TOI (VND bil)	49,063	56,724	66,221
POPP (VND bil)	33,024	39,149	45,163
PAT (VND bil)	18,451	21,919	28,953
NIM	2.76%	3.10%	3.22%
NPL	0.6%	0.6%	0.7%
CIR	32.7%	31.0%	31.8%
P/B	3.0	2.6	2.6



CTG

NEUTRAL | Target: 28.900 | Upside: 11.6%

BAOVIET Securities

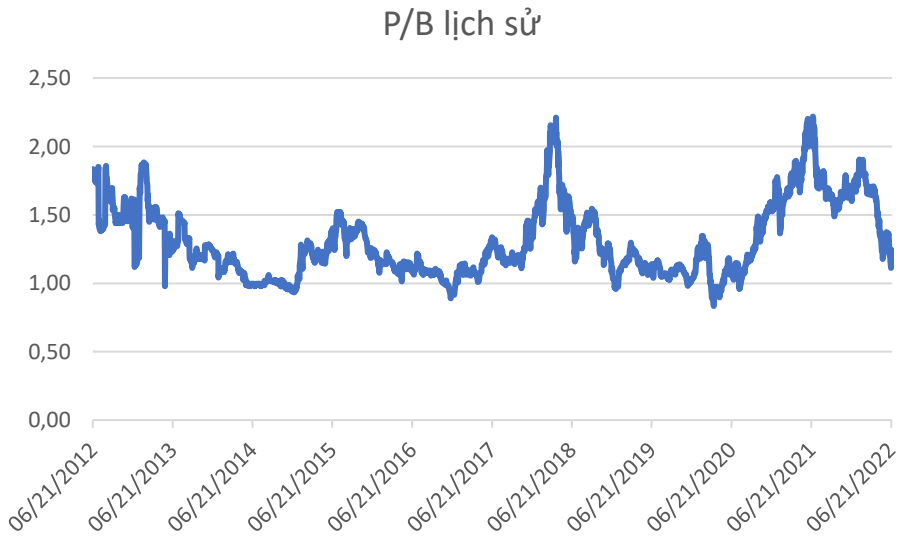
CTG – Kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong 2021

Current price: **25,900 VND/share** - Target price: **28,900 VND/share –** Upside: **11.6% -** Recommendation: **Neutral**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Vietinbank là một trong những ngân hàng có sự cải thiện mạnh mẽ nhất trong những năm qua.** Trong giai đoạn từ 2018-2021, CTG tăng trưởng LNST bình quân là 39%, ROE tăng từ mức 8% lên 15,7%.
- **Trích lập mạnh mẽ trong năm 2021** tạo ra bộ đệm lợi nhuận giúp cho CTG có thể tăng trưởng mạnh mẽ trong 2022.
- **CTG ký hợp đồng hợp tác độc quyền Banca với Manulife.** Giá trị phí trả trước mà CTG nhận được dự kiến khoảng 240 triệu USD. CTG dự kiến bắt đầu ghi nhận phí trả trước trong năm 2022.
- **Kỳ vọng doanh thu phí tăng trưởng tích cực** nhờ mảng Bancas.
- **CASA bắt đầu có sự cải thiện** khi Vietinbank thực hiện miễn giảm phí chuyển khoản.
- **Vietinbank nắm tỷ lệ trái phiếu thấp,** giảm khả năng chịu tác động từ rủi ro trái phiếu doanh nghiệp
- **Định giá: CTG** đang giao dịch tại mức P/B là 1,22 lần, là mức tương đương với mức P/B bình quân lịch sử là 1,23 lần..

	2020	2021	2022F
TOI (VND bil)	45,317	53,157	59,165
POPP (VND bil)	29,232	35,971	39,700
PAT (VND bil)	13,694	14,089	20,173
NIM	2.7%	2.9%	2.9%
NPL	0.9%	1.3%	1.3%
CIR	35.5%	32.3%	32.9%
P/B	1.1	1.3	1.1



ACB

OUTPERFORM | Target: 28,200 | Upside: 18,1%

BAOVIET Securities

ACB - Chiến lược thận trọng củng cố triển vọng bền vững

Current price: **VND24,000/share** - Target price: **VND28,200/share –** Upside: **17,5% -** Recommendation: Outperform

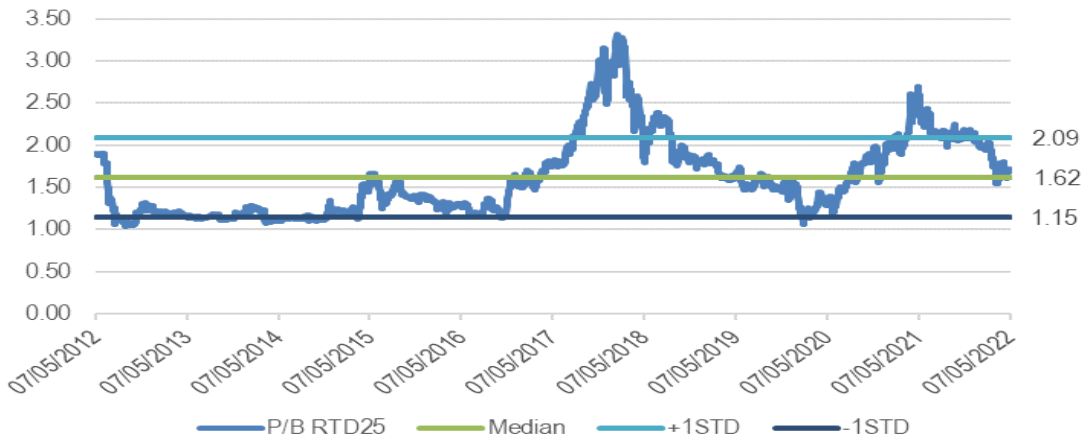
Investment highlights:

- **Ngân hàng bán lẻ với chất lượng tài sản tốt.** ACB sở hữu nền tảng ngân hàng bán lẻ tốt, năng động với tập khách hàng trung thành. Thế mạnh chính là cho vay hộ kinh doanh và bán lẻ. Chất lượng tài sản thuộc top đầu. Thận trọng trong quản lý tài sản và trích lập dự phòng.
- **Định giá:** Ở mức giá hiện tại, ACB đang giao dịch ở mức P/B là 1,37x, so với mức trung bình 10 năm là 1,62x.
- **Không tiếp xúc với các khoản đầu tư trái phiếu doanh nghiệp và cách tiếp cận thận trọng đối với cho vay bất động sản.**
- **ACB đặt mục tiêu là ngân hàng đầu tiên trả cổ tức tiền mặt cho năm 2022**.

Hình 1: Dự báo KQKD của chúng tôi cho ACB: Tóm tắt

Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022F
Thu nhập lãi thuần	14,582	18,945	22,297
Tăng trưởng y/y	20.4%	29.9%	17.7%
Tăng trưởng cho vay KH	15.9%	16.2%	20.0%
NIM	3.66%	4.02%	4.05%
Thu nhập ngoài lãi	3,579	4,619	5,632
Tăng trưởng y/y	-10.2%	29.1%	21.9%
Tổng thu nhập hoạt động	18,161	23,564	27,930
Tăng trưởng y/y	12.8%	29.7%	18.5%
Chi phí hoạt động	(7,624)	(8,230)	(9,775)
Tăng trưởng y/y	-8.2%	7.9%	18.8%
CIR	42.0%	34.9%	35.0%
Lợi nhuận trước thuế	9,596	11,998	17,331
Tăng trưởng y/y	27.7%	25.0%	44.4%

Hình 2: Diễn biến định giá P/B lịch sử của ACB trong vòng 10 năm trở lại đây:



MBB

NEUTRAL | Target: 29,400 | Upside: 17.4%

BAOVIET Securities

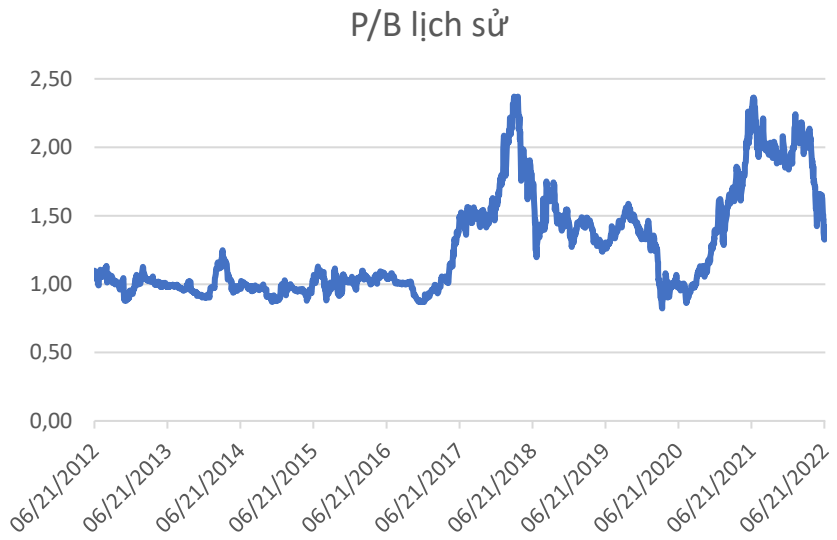
MBB – Ngân hàng có hệ sinh thoái toàn diện

Current price: **25,050 VND/share** - Target price: **29,400 VND/share –** Upside: **17.4% -** Recommendation: **Outperform**

	2020	2021	2022F
TOI (VND bil)	27,362	36,934	43,907
POPP (VND bil)	16,807	24,557	29,022
PAT (VND bil)	8,263	12,697	16,750
NIM	4.50%	4.91%	5.08%
NPL	1.1%	0.9%	1.0%
CIR	38.6%	33.5%	33.9%
P/B	1.4	1.5	1.2

Điểm nhấn đầu tư:

- **MBBank là ngân hàng cung cấp sản phẩm và giải pháp tài chính toàn diện** từ sản phẩm ngân hàng truyền thống tới các sản phẩm tài chính khác như quản lý tài sản, môi giới chứng khoán, bảo hiểm…
- **Doanh thu phí có nhiều tiềm năng tăng trưởng** nhờ hoạt động bảo hiểm
- **MBB có hiệu quả hoạt động cao** với ROE bình quân 10 năm đạt 17%
- **CASA đạt 34.7% cao thứ 2 trong hệ thống** giúp cho chi phí vốn của MBB nằm trong top 3 hệ thống và NIM của MBB cũng nằm trong top 3 hệ thống.
- **Chất lượng tài sản hàng đầu hệ thống** với tỷ lệ nợ xấu thấp ở mức thấp và tỷ lệ LLRC cao.
- **Nền tảng công nghệ mạnh mẽ** với các nền tảng lõi và ứng dụng đều được xây dựng bởi đội ngũ công nghệ nội bộ.
- **Tiếp nhận tổ chức tín dụng bắt buộc** và nhận lại được một số lợi ích giúp cho MBB có thể tăng trưởng nhanh hơn
- **Định giá:** MBB đang giao dịch ở mức P/B 1.4, là mức cao hơn so với P/B bình quân lịch sử của MBB là 1.28 lần



TPB

NEUTRAL | Target: 28.300 | Upside: 4,6%

BAOVIET Securities

TPB - Định giá ở mức hợp lý

Current price: **VND26,000/share** - Target price: **VND27,300/share –** Upside: **5,1% -** Recommendation: **Neutral**

Investment highlights:

- **Ngân hàng số với năng lực mở rộng tập khách hàng vượt trội.** TPB định hướng trở thanh ngân hàng số hàng đầu tại Việt Nam và hiện là ngân hàng bán lẻ quy mô nhỏ, hiện đại với thế majnhc ho vay mua nhà và ô tô. Lợi thế đi đầu giúp TPB có nền tảng ngân hàng số tốt, cho phép ngân hàng mở rộng tập khách hàng vượt trội.
- **Định giá ở mức hợp lý hơn.** Sau những đợt điều chỉnh mạnh của thị trường gần đây, giá cổ phiếu của TPB đã giảm 37,3% trong 3 tháng qua, kém hơn VNIndex (-15,2%). Ở mức giá hiện tại, TPB đang giao dịch ở mức P/B là 1,28x, so với mức trung vị kể từ khi giao dịch năm 2018 tới nay là 1,7x.
- **Chất lượng tài sản:** Nợ xấu của TPB nhích lên 1,14% từ 0,82% vào cuối 4Q21. TPB tiếp tục chính sách trích lập dự phòng và xóa nợ quyết liệt. Tỷ lệ LLRC cuối 1Q22 là 126%.
- **Tỷ lệ thanh khoản và vốn:** Cuối 1Q22, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của TPB ở mức 31,35%. Hệ số an toàn vốn CAR ở mức 12,98%. Ngân hàng cũng tích cực huy động và củng cố chất lượng tài sản để tạo vị thế tốt hơn cho các kỳ tăng hạn mức tín dụng sắp tới.

Hình 1: Dự báo KQKD của chúng tôi cho TPB: Tóm tắt

Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022F
Thu nhập lãi thuần	7,289	9,946	12,760
Tăng trưởng y/y	29.4%	36.5%	28.3%
Tăng trưởng cho vay KH	25.5%	17.7%	25.0%
NIM	4.32%	4.33%	4.35%
Thu nhập ngoài lãi	3,080	3,571	3,337
Tăng trưởng y/y	8.6%	15.9%	-6.6%
Tổng thu nhập hoạt động	10,369	13,517	16,097
Tăng trưởng y/y	22.4%	30.4%	19.1%
Chi phí hoạt động	(4,197)	(4,571)	(5,795)
Tăng trưởng y/y	27.1%	8.9%	26.8%
CIR	40.5%	33.8%	36.0%
Lợi nhuận trước thuế	4,389	6,038	8,224
Tăng trưởng y/y	13.5%	37.6%	36.2%

TCB

NEUTRAL | Target: 41.200 | Upside: 9.7%

BAOVIET Securities

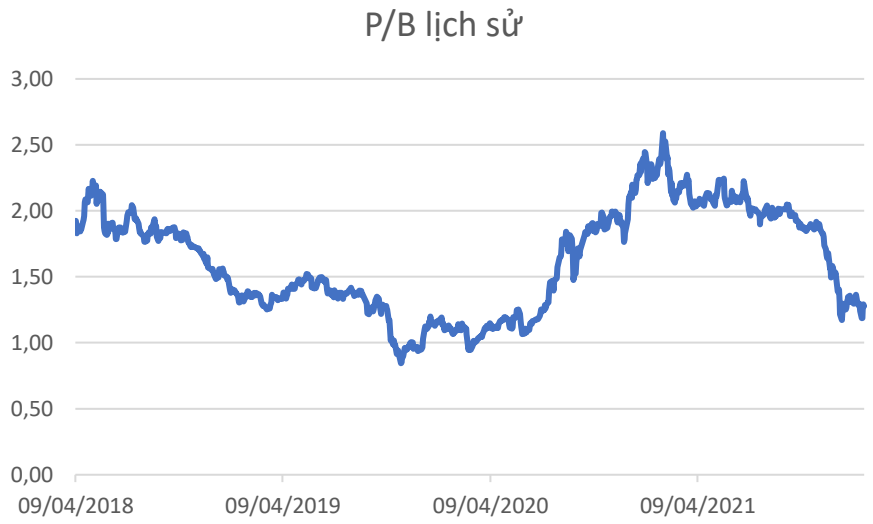
TCB – Ngân hàng có hiệu quả hoạt động hàng đầu

Current price: **37,550 VND/share** - Target price: 41**,200 VND/share –** Upside: **9.7% -** Recommendation: **Neutral**

Điểm nhấn đầu tư:

- **TCB là ngân hàng có hiệu quả hoạt động cao** với ROA cao vượt trội so với các ngân hàng khác trong hệ thống và ROE bình quân 5 năm gần đây trên 20%. Với hệ số đòn bẩy tài chỉnh chỉ 5,9, là mức rất thấp so với bình quân hệ thống, TCB có nhiều tiềm năng gia tăng hiệu quả hoạt động.
- **CASA của TCB đã liên tục tăng qua từng năm và vươn lên dẫn đầu hệ thống** với tỷ lệ CASA Q2.2021 là 50,4%. Điều này đã giúp cho TCB vượt lên VCB trở thành ngân hàng có chi phí vốn thấp nhất hệ thống.
- **NIM cao nhất hệ thống.** Nếu không tính tới các ngân hàng có tham gia hoạt động cho vay tiêu dùng thì TCB là ngân hàng có NIM cao nhất hệ thống
- **Ngân hàng tư vấn phát hành và môi giới trái phiếu hàng đầu** giúp cho TCB có doanh thu phí cao, linh hoạt trong việc điều tiết tăng trưởng tín dụng cũng như gia tăng sản phẩm đầu tư cho khách hàng.
- **TCBS dự kiến IPO TCBS**

	2020	2021	2022F
TOI (VND bil)	27,043	37,076	43,143
POPP (VND bil)	18,411	25,903	29,941
PAT (VND bil)	12,325	18,052	21,809
NIM	4.74%	5.61%	5.58%
NPL	0.5%	0.7%	0.7%
CIR	31.9%	30.1%	30.6%
P/B	1.7	1.4	1.1



VPB

NEUTRAL | Target: 31.700 | Upside: 10.8%

BAOVIET Securities

VPB – Thoái vốn ở FE Credit

Current price: **28,600 VND/share** - Target price: **31,700 VND/share –** Upside: **10.8% -** Recommendation: **Neutral**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Vốn điều lệ tăng mạnh** và áp sát nhóm ngân hàng cổ phần nhà nước sau khi trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia thưởng trong cuối năm 2021. Với kế hoạch tiếp tục tăng mạnh vốn điều lệ trong năm 2022 thì nhiều khả năng VPB sẽ trở thành ngân hàng có vốn điều lệ lớn nhất hệ thống.
- **VPB dự kiến phát hành riêng lẻ cho cho nhà đầu tư nước ngoài với** tỷ lệ tối đa là 15%. Đây là catalyst tương đối hấp dẫn để thu hút dòng tiền
- **Xây dựng hệ sinh thái** với việc mua lại Công ty chứng khoán ASC và trình kế hoạch mua công ty bảo hiểm OPES.
- **VPB thực hiện cắt giảm chi phí và quản trị chi phí tốt hơn.** CIR Q1/2022 giảm về 16.4%, là mức CIR thấp nhất hệ thống.
- **Làn sóng Covid thứ 4 đã làm ảnh hưởng tới chất lượng tài sản** của VPB đặc biệt là từ nhóm cho vay tiêu dùng. Tỷ lệ nợ xấu cuối Q1/2022 của VPB là 4,83%, là mức cao nhất trong các ngân hàng niêm yết.
- **Định giá: VPB** đang giao dịch tại mức P/B là 1,53 lần, là mức thấp hơn một chút so với mức P/B bình quân lịch sử là 1,61 lần.

	2020	2021	2022F
TOI (VND bil)	39,033	44,301	57,861
POPP (VND bil)	27,641	33,583	44,553
PAT (VND bil)	10,414	11,721	19,842
NIM	9.11%	8.06%	8.27%
NPL	3.4%	4.6%	3.7%
CIR	29.2%	24.2%	23.0%
P/B	1.38	1.66	1.68

NLG

OUTPERFORM | Target: VND 62.000 | Upside: 69,6%

BAOVIET Securities

Quỹ đất sạch lớn, tình hình tài chính lành mạnh

Điểm nhấn đầu tư:

- Chúng tôi luôn duy trì đánh giá khả quan với NLG trong những năm qua do i) sở hữu quỹ đất lớn ii) tài chính vững mạnh iii) khả năng phát triển dự án tốt.
- Các công trình đầu tư công lớn đang và chuẩn bị triển khai như Sân bay Long Thành, Vành đai 3, Bến Lức – Dầu Giây…sẽ tạo sự gia tăng giá trị cho quỹ đất của NLG ở Đồng Nai, Long An trong 2022-2025. Chúng tôi cho rằng việc sở hữu các quỹ đất sạch lớn trong bối cảnh Chính Phủ kiểm soát chặt về đất đai là lợi thế lớn của NLG trong dài hạn.
- Tình hình tài chính lành mạnh là điểm nhấn lớn cho NLG trong 2022 khi i) Chính Phủ kiểm soát lại dòng vốn cho vay liên quan đến lĩnh vực bất động sản ii) thị trường trái phiếu đang chậm lại. Hiện tại, BVSC chưa nhận thấy rủi ro về tài chính với NLG.
- Về ghi nhận, các dự án sẽ đóng góp chính cho NLG trong 2022 là Akari GD1, Izumi và Southgate. Lợi nhuận ròng sau thuế 2022 là 1.311 tỷ, tăng 22% yoy. Triển vọng năm 2023, BVSC dự báo NLG có thể ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao với hai dự án là Izumi và Paragon.
- Về quan điểm đầu tư, chính sách đầu tư công với trọng tâm là phát triển hạ tầng trong 2022-2025 là động lực rất lớn cho thị trường bất động sản. BVSC cho rằng giá hợp lý cho NLG trong 2022 là **62.0000 đồng/cp**.

Key Metrics	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	**2.546**	**2.216**	**5.205**	**6.714**
Tăng trưởng (%)	-26%	-13%	135%	29
NPAT MI(bil VND)	**960**	**834**	**1.070**	**1.311**
Tăng trưởng (%)	26%	-13%	28%	22%
P/E (x)	6,9	9,0	22	10,5
P/B (x)	1,1	1,2	2,6	1,4
EPS (VND/share)	**4.017**	**3.024**	**2.796**	**3.425**
Giá mục tiêu (VND)			**62.000 VND/cp**	

KDH

OUTPERFORM | Target: VND 50.300 | Upside: 44%

BAOVIET Securities

Giá cổ phiếu điều chỉnh giúp định giá hấp dẫn hơn

Điểm nhấn đầu tư:

- KDH là doanh nghiệp có quỹ đất sạch và năng lực triển khai pháp lý tốt. Công ty ít chịu ảnh hưởng từ khó khăn về pháp lý trong thời gian qua. Triển vọng dài hạn của KDH còn rất lớn khi quỹ đất phía Nam vẫn chưa được giải phóng giá trị.
- Năm 2022, BVSC dự báo lợi nhuận sau thuế KDH là 1.378 tỷ, tăng 15% so với LNST của 2021. Dự án đóng góp chính là The Classia. Hiện tại, dự án sẽ mở bán vào Q3.2022 với giá dự kiến 170-180 triệu/m2, cao hơn so với mức 140 triệu mà BVSC ước tính. Chúng tôi sẽ chờ giá chính thức công bố để cập nhật lại.
- BVSC kỳ vọng những tiến triển cụ thể hơn ở KDC 11A và KCN Lê Minh Xuân cũng sẽ là điểm nhấn hấp dẫn cho KDH trong năm 2023 vì chi phí vốn hai dự án này thấp, trong khi, vị trí nhiều tiềm năng và giá trị.
- Nhìn chung, câu chuyện của KDH trong nửa sau 2022 chưa có nhiều điểm mới so với đầu năm. Tuy nhiên, giá cổ phiếu sụt giảm nhanh giúp gia tăng tính hấp dẫn về định giá cho KDH. Các nhà đầu tư trung hạn có thể xem xét dần với cổ phiếu KDH.
- Từ điểm nhấn trên, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với KDH với giá mục tiêu là **50.300 đồng/cp** theo phương pháp NAV.

Key Metrics	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	**2.809**	**4.532**	**3.737**	**2.797**
Tăng trưởng (%)	-4%	61%	-17%	-25%
NPAT MI(bil VND)	**915**	**1.152**	**1.202**	**1.378**
Tăng trưởng (%)	13%	26%	4%	15%
P/E (x)	14,3	14	27,6	18
P/B (x)	1,9	2,0	3,6	2,3
EPS (VND/share)	**1.681**	**2.092**	**1.955**	**1.950**
Giá mục tiêu (VND)			**50.300 VND/cp**	

AGG

OUTPERFORM | Target: VND 49.700 | Upside: 31,7%

BAOVIET Securities

Lợi nhuận tăng trưởng nhanh trong 2022-2023

Điểm nhấn đầu tư:

- An Gia là đơn vị phát triển mới nhưng có năng lực triển khai tốt, sản phẩm hoàn thành được đánh giá cao về chất lượng. Công ty đang từng bước khẳng định thương hiệu và có định hướng phát triển tương đồng với hai doanh nghiệp lớn khác là Nam Long và Khang Điền.
- Quy mô vốn nhỏ nhưng công ty sở quỹ đất đảm bảo lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong 2022-2024. Tính đến hiện tại, quy mô quỹ đất An Gia khoảng 40-45ha. Trong năm 2022, AGG mở bán mới dự án The Gió có quy mô 2ha ở Bình Dương. Công ty cũng vừa mua thêm quỹ đất 2ha ở Võ Văn Kiệt, Quận 8, bên cạnh, quỹ đất 3.1ha đối diện dự án West Gate.
- Lợi nhuận sau thuế 2022 dự báo sẽ tăng trưởng khi là điểm rơi bàn giao các dự án là The Standard, The Sóng. BVSC ước tính LNST-MI là 543 tỷ, tăng 30% so với 2021. Năm 2023, dự án West Gate với doanh số 7.000 tỷ sẽ bắt đầu bàn giao sẽ đảm bảo LNST gia tăng trên 30% yoy.
- Giá cổ phiếu đang hấp dẫn so với định giá trung bình (NAV,PE,PB) của BVSC. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của AGG cho 2022 là **49.700 đồng/cp**. Ở định giá này, PE và PB mục tiêu là 9x và 2x của AGG, vẫn thấp hơn nhiều so với mức trung bình các doanh nghiệp tương đồng là 12x và 2.5x lần.

Key Metrics	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	**384**	**1.753**	**1.808**	**3.465**
Tăng trưởng (%)	-66%	356%	3%	92%
NPAT MI(bil VND)	**326**	**414**	**419**	**543**
Tăng trưởng (%)	12%	27%	1%	30%
P/E (x)	-	5,3	12,6	7,8
P/B (x)	-	1,02	2,5	1,5
EPS (VND/share)	**4.353**	**5.027**	**5.084**	**4.865**
Giá mục tiêu (VND)			**49.700 VND/cp**	

HDG

Neutral | Target: VND 53.000 | Upside: 21,6%

BAOVIET Securities

Mảng năng lượng sẽ dẫn dắt lợi nhuận trong 2022

Điểm nhấn đầu tư:

- Chúng tôi duy trì quan điểm trung lập với HDG do giá cổ phiếu phục hồi nhanh trở lại và phù hợp với định giá hợp lý của BVSC. Mặc dù vậy, BVSC cho rằng HDG là doanh nghiệp có tính bền vững, hoạt động an toàn.
- Hoạt động kinh doanh bất động sản dự án sẽ ổn định và duy trì lợi nhuận gộp 1.000 – 1.2000 tỷ đến 2023. Lợi nhuận này đảm bảo từ dự án Hado Charm Villa. Các dự án gối đầu sau 2023 sẽ là Bình An Riverside, Linh Trung và 62 Phan Đình Giót.
- Năng lượng sẽ là hoạt dộng dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận cho HDG trong 2022-2023. Với đóng góp thêm từ Dakmi 3 và 7A, doanh thu năng lượng 2022 là 1.929 tỷ, tăng 74% yoy. Lợi nhuận gộp đạt 1.172 tỷ, tương ứng GPM là 61%.
- Kế hoạch IPO mảng năng lượng tái tạo tiếp tục là điểm nhấn cho HDG cho đến 2023.
- Tình hình tài chính của HDG dự báo sẽ cải thiện khả quan hơn khi i) Nhu cầu vốn đầu tư cho 2022 sẽ bớt áp lực hơn 2021 ii) Dòng tiền bán hàng từ Charm Villa iii) dòng tiền lớn khi dự án Dakmi3, 7A, Sông Tranh 4 hoạt động ổn định.
- Khuyến nghị: NDT quan sát và chờ các nhịp điều chỉnh để tham gia để gia tăng lợi nhuận kỳ vọng. Giá mục tiêu cho HDG trong 2022 là **53.000 đồng/cp.**

Key Metrics	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	**4.342**	**4.999**	**3.777**	**4.272**
Tăng trưởng (%)	35%	15%	-24%	19%
NPAT MI(bil VND)	**931**	**979**	**1.096**	**1.221**
Tăng trưởng (%)	47%	5%	12%	11%
P/E (x)	3,7	5,5	12	10
P/B (x)	1,1	1,5	2,9	1,7
EPS (VND/share)	8.686	7.120	5.440	4.493
Giá mục tiêu (VND)			**53.000VND/cp**	

NTL

OUTPERFORM | Target: VND35.411/cp | Upside: 41,6 %

BAOVIET Securities

NTL - Target: 35.411 VND | Upside: + 41,6%

Tăng trưởng phụ thuộc vào thời điểm mở bán và tiến độ 23ha Bãi Muối

Điểm nhấn đầu tư:

- Các dự án đang triển khai giúp doanh thu và lợi nhuận 2022 tăng trưởng ấn tượng: Khu đô thị Bắc Quốc Lộ 23 sẽ đem lại 489 tỷ đồng tiền doanh thu ghi nhận phần lớn trong 2022 và một phần trong 2023. Khu 23ha Bãi Muối, Hạ Long là dự án bao gồm khu 1 với 11ha đất nền chia ra 629 lô sẽ đem lại doanh thu 2.516 tỷ đồn, dự kiến mở bán 2022.
- Kết quả kinh doanh còn phụ thuộc nhiều vào kế hoạch của doanh nghiệp vào từng năm. Cũng cần lưu ý rằng, doanh thu 2023 của NTL gần như phụ thuộc 100% vào khả năng bán đất thương phẩm của dự án 23ha Bãi Muối khi mà dự án BQL 32 dự kiến sẽ ghi nhận phần lớn vào 2022 và khu chung cư No11 hiện tại vẫn gặp nhiều khó khăn trong việc giải phóng mặt bằng.
- NTL vẫn cơ hội đầu tư tốt trong trung hạn. Tiềm lực tài chính tốt cũng là điểm cộng giúp NTL có thêm cơ hội gia tăng quy mô quỹ đất. Ngoài ra, kết quả kinh doanh dự báo tăng trưởng nhanh hơn trong 2022-2023 là yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu. BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với NTL.

Key Metrics	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	**835.1**	**652.9**	**576.7**	**602.78**
Tăng trưởng (%)	16.94%	-21.82%	-11.66%	4.52%
NPAT MI(bil VND)	**233.8**	**295.4**	**238.5**	**323.8**
Tăng trưởng (%)	131.11%	26.34%	-19.25%	35.75%
P/E (x)	7.6	6.4	10.7	4.4
P/B (x)	1.4	1.3	2.1	1.4
EPS (VND/share)	3,565.00	4,504.00	3,911.00	5,309.51
Giá mục tiêu (VND)				**35.411VND/cp**

BAOVIET Securities

QTP

OUTPERFORM | Target: 25.500 | Upside: 57,4%

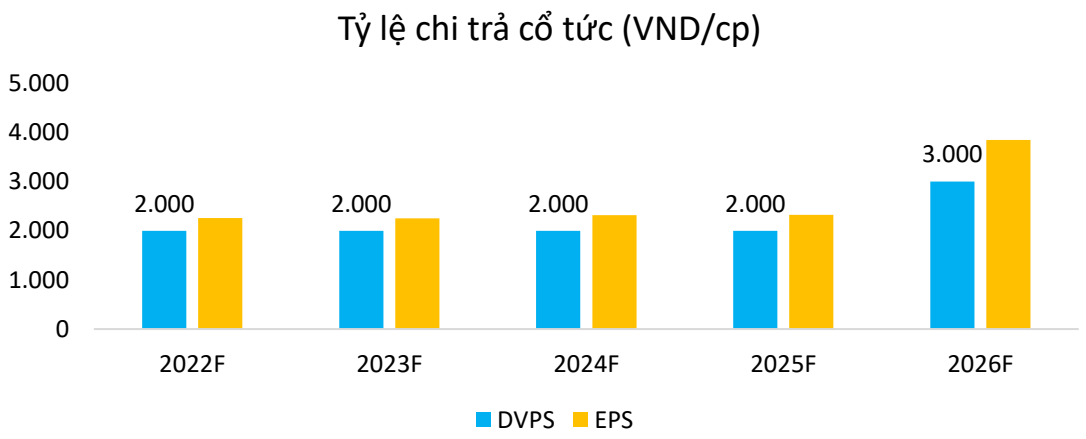
QTP – Tăng trưởng mạnh mẽ trong 2022

Giá hiện tại: **16,200 VND/cp** – Giá mục tiêu: **25,500 VND/cp –** Tiềm năng tăng giá: **57,4% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- KQKD 2022 dự kiến sẽ **tăng trưởng mạnh mẽ** nhờ:
  - ✓ **Sản lượng Qc năm 2022 đạt 5,5 tỷ kWh,** tăng 6,6% so với năm 2021.
  - ✓ **Sản lượng và giá bán trên thị trường điện cạnh tranh tăng trong 2022** nhờ nhu cầu tiêu thụ điện tăng 9-10% yoy và giá trần trên thị trường cạnh tranh tăng cao trong năm 2022.
  - ✓ Dự phóng **LNST 2022 đạt 1.016 tỷ**, tăng mạnh 76% yoy.
- QTP sẽ **hoàn thành nghĩa vụ nợ vay vào năm 2024** giúp giảm rủi ro chịu biến động tỷ giá và chi phí lãi vay. Công ty cũng sẽ **hoàn thành khấu hao các hạng mục chính vào năm 2026**.
- Dòng tiền từ HĐKD của QTP trung bình đạt mức 2 nghìn tỷ/năm, hứa hẹn khả năng **Công ty chi trả mức cổ tức cho các cổ đông gia tăng mạnh mẽ** trong các năm tới. ĐHCĐ QTP đã đưa ra mức cổ tức 10% cho năm 2022, tuy nhiên chúng tôi cho rằng Công ty sẽ chi trả ở mức 20% (tỷ suất cổ tức 12,3%).
- BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu cho QTP là **25.500 VND/cp** (tiềm năng tăng giá 57,4%).

Hạng mục	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VND)	**9.182**	**8.571**	**9.658**	**9.506**
Tăng trưởng (%)	-9,3%	-6,7%	12,7%	-1,6%
LNST (tỷ VND)	**1.306**	**578**	**1.016**	**1.012**
Tăng trưởng (%)	101%	-56%	76%	-0%
P/E (x)	4,1	14,8	7,2	7,2
P/B (x)	0,9	1,4	0,9	1,0
EPS (VND/cp)	**2.901**	**1.284**	**2.258**	**2.248**
Giá mục tiêu (VND)				**25.500 VND/cp**



HND

OUTPERFORM | Target: 23.500 | Upside: 46,9%

BAOVIET Securities

HND – Tăng trưởng mạnh trong 2022 mặc dù vẫn còn một chút khó khăn

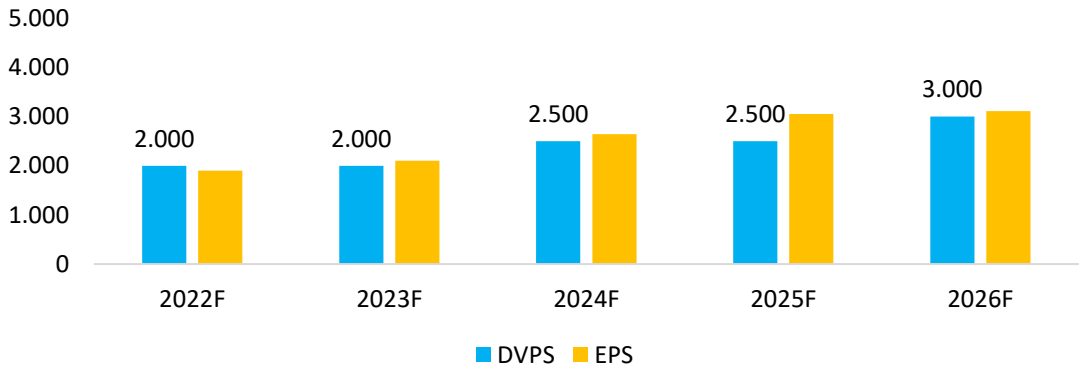
Giá hiện tại: **16,000 VND/cp** – Giá mục tiêu: **23,500 VND/cp –** Tiềm năng tăng giá: **46,9% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- KQKD 2022 dự kiến sẽ **tăng trưởng mạnh mẽ** nhờ:
  - ✓ **Sản lượng Qc năm 2022 đạt 5,5 tỷ kWh,** tăng 6,0% so với năm 2021.
  - ✓ Sản lượng điện thương phẩm dự phóng đạt 98% kế hoạch năm, tăng 1% yoy do vẫn gặp khó khăn về tình hình cung cấp than cho các tổ máy. Tuy nhiên, **giá điện trên thị trường cạnh tranh tăng mạnh** sẽ hỗ trợ lợi nhuận cho HND.
  - ✓ HND thực hiện giãn khấu hao TSCĐ, giảm khoảng 300 tỷ mỗi năm kể từ 2022.
  - ✓ Dự phóng **LNST 2022 đạt 949 tỷ**, tăng mạnh 108% yoy.
- HND sẽ **hoàn thành nghĩa vụ nợ vay vào năm 2024 và khấu hao các hạng mục chính vào năm 2025** giúp giảm rủi ro chịu biến động tỷ giá và chi phí lãi vay, đồng thời hứa hẹn khả năng chi trả mức cổ tức cao cho cổ đông trong các năm tiếp theo. ĐHCĐ HND đưa ra mức cổ tức 10% cho năm 2022, tuy nhiên chúng tôi cho rằng Công ty sẽ chi trả ở mức 20% (tỷ suất cổ tức 12,5%).
- BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu cho HND là **23.500 VND/cp** (tiềm năng tăng giá 46,9%).

Hạng mục	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VND)	**10.900**	**9.027**	**10.271**	**10.772**
Tăng trưởng (%)	-3,5%	-17,2%	13,8%	4,9%
LNST sau CĐTS (tỷ VND)	**1.470**	**455**	**949**	**1.051**
Tăng trưởng (%)	25%	-69%	108%	11%
P/E (x)	6,5	20,6	8,4	7,6
P/B (x)	1,4	1,5	1,2	1,3
EPS (VND/cp)	**2.940**	**911**	**1.897**	**2.103**
Giá mục tiêu (VND)				**23.500 VND/cp**

Tỷ lệ chi trả cổ tức (VND/cp)



POW

Target: 14.900 | Upside: 14,6%

POW – Nhiệt điện gặp nhiều trở ngại

Current price: **13,000 VND/share** - Target price: **14,900 VND/share –** Upside: **14,6% -** Recommendation: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM) ở mức cao** do: (1) nhu cầu tiêu thụ điện phục hồi nhờ nền kinh tế phục hồi sau đại dịch; (2) giá nhiên liệu khí đầu vào tăng cao; (3) thiếu hụt nguyên liệu than. Giá trên thị trường cạnh tranh cao đến mức NT2 là nhà máy có chi phí biến đổi cao nhưng vẫn tìm kiếm được lợi nhuận trên VCGM.
- **Nhà máy nhiệt điện Vũng Áng** vẫn đang trong quá trình khắc phục sự cố tổ máy số 1. Dự kiến sự cố sẽ được khắc phục vào cuối Quý 3/2022.
- **Giá khí ở mức cao làm các nhà máy của POW giảm năng lực cạnh tranh trên VCGM.** Giá khí bình quân tháng 5 của NT2 10,1 USD/mmBTU, với mức giá này thì chi phí biến đổi của NT2 xấp xỉ 1800 VND/kWh. Bên cạnh đó mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt đã cung cấp khí từ 2020, tỷ trọng khí từ mỏ này cho NT2 và NT1 lên tới 42% trong năm 2022. Giá khí của mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt cao dẫn tới ngay cả khi giá dầu giảm thì giá khí đầu vào của NT2&NT1 cũng sẽ không giảm nhiều như trước.
- **Nhà máy thủy điện DakDrinh và Hủa Na có kết quả tốt** nhờ lượng nước thượng nguồn về nhiều và giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng cao.
- **Dự kiến POW nhận khoản thanh toán tỷ giá vào khoảng 600 tỷ đồng**
- **Tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn** khi POW đầu tư các nhà máy mới như NT3 và NT4.

Key Metrics	2020	2021	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	29,732	24,561	30,101
Tăng trưởng (%)	-16.0%	-17.4%	22.6%
NPAT (tỷ VND)	2,365	1,799	1,971
Tăng trưởng (%)	-5.8%	-24.0%	9.6%
P/E (x)	14.8	19.6	16.5
P/B (x)	1.14	1.13	1.14
EPS (VND/share)	939	706	842

P/B lịch sử

PC1

Target: 43.850 | Upside: 25,6%

PC1 – Tăng trưởng mạnh mẽ từ 2023

Giá hiện tại: **34,900 VND/cp** – Giá mục tiêu: **43,850 VND/cp –** Tiềm năng tăng giá: **25,6% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- Mảng năng lượng: Doanh thu dự phóng đạt 1.742 tỷ đồng (+88% yoy) nhờ tình hình thủy văn thuận lợi cho các NM thủy điện và **đóng góp lớn từ 3 NM điện gió**, khi kịp vận hành thương mại trước thời hạn 31/10/2021 và được hưởng giá FIT ưu đãi 8,5 US cents/kWh trong vòng 20 năm.
- Mảng bất động sản **tăng trưởng mạnh mẽ kể từ 2023**. Hiện PC1 đang phát triển 4 dự án BĐS nhà ở, trong đó có 2 dự án Yên Thường và Định Công dự kiến sẽ đóng góp doanh thu, lợi nhuận cho Công ty kể từ nửa cuối năm 2022 và dự án Thăng Long (phần căn hộ liền kề thấp tầng) sẽ ghi nhận từ 2023. Dự phóng năm 2022 và 2023, doanh thu lần lượt đạt 556 tỷ đồng và 1.219 tỷ đồng. Ngoài ra, với khoản đầu tư 30% vào Công ty liên kết Western Pacific sẽ giúp **PC1 mở rộng sang lĩnh vực kinh doanh BĐS KCN**.
- Kỳ vọng **mảng kinh doanh khoáng sản đóng góp vào KQKD kể từ nửa sau năm 2023** và đem về dòng tiền đều đặn cho PC1. Dự phóng năm 2023, dự án sẽ đóng góp 1.417 tỷ đồng doanh thu và 79 tỷ đồng LNST cho PC1 (sau CĐTS).
- BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu cho PC1 là **43.850 VND/cp** (tiềm năng tăng giá 25,6%).

Hạng mục	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VND)	**6.679**	**9.828**	**9.750**	**12.210**
Tăng trưởng (%)	14,3%	47,2%	-0,6%	24,9%
LNST sau CĐTS (tỷ VND)	**513**	**695**	**629**	**1.311**
Tăng trưởng (%)	43%	36%	-9%	108%
P/E (x)	7,0	11,1	16,3	7,8
P/B (x)	0,9	1,5	1,3	1,1
EPS (VND/cp)	**2.682**	**2.858**	**2.435**	**5.074**
Giá mục tiêu (VND)				**43.850 VND/cp**

SZC

NEUTRAL | Target: VND 51.300 | Upside: 12%

BAOVIET Securities

Lợi nhuận duy trì tăng trưởng cao từ dự án KDC Hữu Phước

Điểm nhấn đầu tư:

- BVSC vẫn duy trì quan điểm khả quan cho các khu công nghiệp BR-VT nói chung và KCN Châu Đức nói riêng. Giá chào thuê ở KCN Châu Đức dù có gia tăng ở mức 60-65 USD/m2 vẫn rất cạnh tranh so với các khu vực như Tân Uyên, Bến Cát. Với quỹ đất dồi dào, SZC sẽ tiếp tục hưởng lợi trong dài hạn.
- Dự án KDC Hữu Phước GD1 sẽ có đóng góp về doanh thu trong 2022. Dự án đang triển khai hạ tầng và sẽ mở bán chính thức vào trong 2022. Giá thị trường khu vực đã gia tăng đáng kể và hiện trung bình khoảng 15 triệu/m2. BVSC ước tính doanh thu từ KDC Hữu Phước trong 2022 là 261 tỷ. Lợi nhuận gộp ghi nhận là 158 tỷ.
- Về kết quả kinh doanh 2022, BVSC điều chỉnh thận trong hơn so với dự báo đầu sau khi có kế hoach từ DHCD. Năm 2022, SZC có nguồn doanh thu từ KDT do đó công ty giảm tốc độ khai thác đất khu công nghiệp. Doanh thu và lợi nhuận 2022 dự báo sẽ đi ngang so với 2021. Theo đó, LNST ước đạt 310 tỷ, giảm nhẹ 4% yoy.
- Về định giá, theo trung bình 3 phương pháp, giá hợp lý của SZC trong 2022 là 51.300 đồng/cp. Mức PE, PB mục tiêu là 12x và 2,8x, điều chỉnh giảm do có thay đổi về chính sách tiền tệ dẫn đến định giá chung điều chỉnh. Giá thị trường hiện tai, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** với SZC do upside ở mức 12%.

Key Metrics	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	**329**	**433**	**713**	**814**
Tăng trưởng (%)	14%	32%	65%	14%
NPAT MI(bil VND)	**177**	**234**	**323**	**310**
Tăng trưởng (%)	38%	39%	73%	-4%
P/E (x)	13	17	21	14
P/B (x)	1,5	2,5	4,4	2,7
EPS (VND/share)	1.341	1.869	3.236	3.109
Giá mục tiêu (VND)			**51.300 VND/cp**	

PHR

NEUTRAL | Target: 62.200 | Upside: -2,4%

BAOVIET Securities

Thu nhập đền bù đất thúc đẩy tăng trưởng 2022

Điểm nhấn đầu tư:

- Năm 2022, động lực thúc đẩy lợi nhuận cho PHR đến từ việc ghi nhận thu nhập bồi thường đất từ dự án VSIP 3. Theo đó, PHR dự kiến sẽ ghi nhận tiền bồi thường 691 tỷ trong năm 2022 (553 tỷ sau thuế). Khoản bồi thường 207 tỷ còn lại PHR dự kiến sẽ ghi nhận trong năm 2023. BVSC dự báo **LNST sau CĐTS năm 2022 là 1.064 tỷ** (+123% yoy).
- Năm 2023, việc khoản tiền bồi thường đất từ VSIP 3 không còn nhiều như 2022, sẽ khiến cho lợi nhuận của PHR sụt giảm. **LNST sau CĐTS dự phóng năm 2023 đạt 720 tỷ** (-32% yoy). Việc sở hữu 20% vốn tại dự án VSIP 3 cũng sẽ mang lại **lợi ích dài hạn cho PHR**, với tổng lợi nhuận ròng thuộc về PHR vào khoảng **3.400 – 3.600 tỷ**.
- PHR có kế hoạch phát triển 3 dự án KCN – KĐT mới với tổng quy mô 3.000 ha, tuy nhiên **cần chờ thêm các bước tiến để có thể đánh giá tính khả thi**. Khó khăn hiện nay là việc phát triển các dự án phải được đấu thầu theo chỉ thị trung ương, đồng thời việc chuyển đổi mục đích sử dụng phụ thuộc rất nhiều vào quy hoạch của nhà nước, và quá trình để nhận được chấp thuận có thể sẽ kéo dài. Chúng tôi đánh giá **xác suất khả năng PHR giành được quyền phát triển các dự án trên là chưa cao** do phải cạnh tranh về tài chính và năng lực phát triển với các nhà đầu tư tư nhân.
- Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu trong thời gian qua có thể đã phản ánh các kỳ vọng tích cực. Với định giá hợp lý theo SOTP, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** với PHR.

Hạng mục	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VND)	**1.632**	**1.945**	**2.030**	**2.136**
Tăng trưởng (%)	-0,4%	19,2%	4,3%	5,0%
LNST sau CĐTS (tỷ VND)	**1.082**	**478**	**1.064**	**720**
Tăng trưởng (%)	141%	-56%	123%	-32%
P/E (x)	7,9	20,2	8,3	11,4
P/B (x)	2,6	3,1	2,4	2,3
EPS (VND/cp)	**7.711**	**3.375**	**7.856**	**5.690**
Giá mục tiêu (VND)				**62.200 VND/cp**

PTB

OUTPERFORM | Target: VND 73.188 | Upside: 20,5%

BAOVIET Securities

Tiềm năng tăng trưởng từ hai mảng mới: BĐS và đá thạch anh nhân tạo

Điểm nhấn đầu tư:

- Duy trì hoạt động kinh doanh ổn định mặc dù bị ảnh hưởng bởi tình hình dịch bệnh.
- Mảng gỗ dự báo tiếp tục tăng trưởng nhưng tốc độ chậm lại: Giá gỗ bán buôn của Mỹ có dấu hiệu sụt giảm sâu; rủi ro cạnh tranh từ các sản phẩm trung quốc; giá NVL đầu vào đang tăng nhanh.
- Mảng đá ốp lát truyền thống kinh doanh ở mức ổn định, tuy nhiên gặp phải áp lực cạnh tranh gay gắt trong ngành do dư cung. Động lực tăng trưởng chính là mảng đá thạch anh nhân tạo.
- Quyết tâm phát triển mảng bất động sản: PTB ghi nhận KQKD của Phu Tai Residence vào 2022 và 2023. Chung cư Hoàng Văn Thụ dự kiến sớm nhất ghi nhận vào Q1.2024 với giá bán khoảng 25-27tr/m2.
- Mảng ô tô: Trong nửa cuối 2022, khi hết hạn chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ cùng với việc thiếu hụt linh kiện đang diễn ra, thị trường ô tô Việt Nam sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức.
- Từ điểm nhấn trên, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với PTB với giá mục tiêu là 73.138 VND/cp, tương đương mức PE và PB lần lượt là 8,3x và 1,8x.

Key Metrics	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	**5,549.1**	**5,601.2**	**6,491.9**	**7,958.3**
Tăng trưởng (%)	17.6%	0.9%	15.9%	22.6%
NPAT MI(bil VND)	**456.8**	**379.3**	**525.9**	**643.0**
Tăng trưởng (%)	14.3%	-17.0%	38.6%	22.3%
P/E (x)	7.8	7.3	9.1	6.8
P/B (x)	1.9	1.5	2.2	1.7
EPS (VND/share)	2,750.3	2,283.7	3,166.3	2,487.5
Giá mục tiêu (VND)				**73.138VND/cp**

ACG

NEUTRAL | Target: VND63.139/cp | Upside: -5,8 %

BAOVIET Securities

Kết quả kinh doanh 2022 khởi sắc với biên lợi nhuận gộp cao

Điểm nhấn đầu tư:

- Hoạt động kinh doanh khởi sắc ngay từ quý đầu năm: Quý I.2022, ACG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận thuần (LNT) lần lượt là 856,0 tỷ đồng (+8,7%) và 119,9 tỷ đồng (+18,7% yoy). Biên lợi nhuận gộp (LNG) 3 tháng đầu năm của ACG đạt 29,4% giảm nhẹ so với mức 29,6% cùng kỳ năm trước.
- Biên LNG cao nhưng khó duy trì: giá cốt ván gỗ đầu vào tăng mạnh, giá resin tăng mạnh theo giá dầu, giá bán ra có tăng nhưng chưa theo kịp đà tăng giá đầu vào.
- Đẩy mạnh mảng xuất khẩu giúp tăng doanh thu và công suất nhà máy: mặc dù biên LNG nhỏ chỉ từ 7-8% so với 29-31% của thị trường trong nước; tuy nhiên, mảng xuất khẩu đem lại đơn hàng đều đặn giúp ACG giảm chi phí cố định trên giá thành.
- Dấn thân vào mảng BĐS thông qua việc đầu tư góp vốn vào hai công ty BĐS với tổng cộng 512,8 tỷ đồng bao gồm: CTCP BĐS Central Hill (30% cp); CTCP Tập đoàn BĐS Thắng Lợi (13% cp).
- Từ những nhận định trên, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** với ACG tại thời điểm hiện tại với mức giá hợp lý là 63.139 đồng/cp với mức PE forward là 14,8x.

Key Metrics	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	**4,434.6**	**3,753.6**	**3,293.5**	**4,232.0**
Tăng trưởng (%)	14.5%	-15.4%	-12.3%	28.5%
NPAT MI(bil VND)	**486.4**	**492.0**	**451.3**	**580.9**
Tăng trưởng (%)	-3.7%	1.2%	-8.3%	28.7%
P/E (x)	na	na	13.0	14.8
P/B (x)	na	na	1.6	2.3
EPS (VND/share)	6,055.9	6,125.5	5,618.8	4,276.3
Giá mục tiêu (VND)				**63.139VND/cp**

DRC

NEUTRAL | Target: 30.900 | Upside: 13,8%

BAOVIET Securities

DRC – Đà phục hồi tiếp diễn trong những quý sắp tới

Current price: **VND27,150/share** - Target price: **VND30,900/share –** Upside: **13,8% -** Recommendation: **Neutral**

Investment highlights:

- **Tiếp tục phục hồi QoQ trong 2Q22.** Theo trao đổi với Ban lãnh đạo DRC, chúng tôi ước tính doanh thu hai tháng 4-5 của DRC đạt khoảng 800 tỷ, tăng trưởng nhẹ YoY; chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng giá bán bình quân và hoạt động xuất khẩu vững chắc.
- **Xuất khẩu duy trì vững chắc.** Doanh thu xuất khẩu tháng 4-5 duy trì mạnh mẽ ở mức trên 10 triệu đô/ tháng so với mức 8 triệu đô trong Tháng 4/2021 và 10,5 triệu đô Tháng 5/2021. Trong đó, hoạt động xuất khẩu sang Mỹ duy trì ổn định ở mức 12-13 nghìn lốp/ tháng, tăng trưởng xuất khẩu chủ yếu thúc đẩy bởi Brazil.
- **Đà phục hồi tiếp tục trong những quý sắp tới.** Chúng tôi kỳ vọng BLN 2Q22 tiếp tục phục QoQ, hỗ trợ bởi việc tăng giá bán 5-7% từ đầu Tháng 4. BVSC hiện ước tính LNTT 2Q22 của DRC tăng trưởng 20,7% QoQ đạt 98,7 tỷ, giảm 25,7% YoY so với mức nền cao kỷ lục 2Q21. Cho 3Q22, chúng tôi kỳ vọng DRC sẽ ghi nhận LNTT đạt 100,7 tỷ, tăng trưởng 139% YoY.
- **Định giá:** Sau những đợt điều chỉnh của thị trường gần đây, DRC hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng là 9,59x, so với mức trung vị 10 năm là 11,3x .

Hình 1: Dự báo KQKD 3 năm tới của chúng tôi cho DRC: Tóm tắt

BÁO CÁO THU NHẬP Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	3,858	3,647	4,380	5,347	5,449
Giá vốn	(3,287)	(3,047)	(3,632)	(4,460)	(3,738)
Lợi nhuận gộp	571	599	747	886	954
Lợi nhuận từ hoạt động	383	372	379	455	497
Lợi nhuận trước thuế	313	321	364	420	458
Lợi nhuận sau thuế	250	257	291	336	367

Chỉ số	2019	2020	2021	2022F	2023F
Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	8.6%	-5.5%	20.1%	22.1%	1.9%
Tăng trưởng LNST	77.6%	2.5%	13.4%	15.5%	9.2%
Lợi nhuận					
BLN gộp (%)	14.8%	16.4%	17.1%	16.6%	17.5%
BLN ròng (%)	4.0%	6.5%	7.0%	6.6%	6.3%
ROE (%)	15.9%	15.5%	17.3%	19.3%	19.4%
ROA (%)	9.0%	10.0%	11.8%	12.1%	11.9%
Cơ cấu nguồn vốn					
D/A	25.1%	12.6%	14.4%	21.3%	21.6%
D/E	41.7%	18.2%	21.7%	35.8%	34.3%
Trên mỗi cổ phiếu					
EPS (VNĐ/cp)	2,108	2,160	2,450	2,830	3,091
Giá trị sổ sách (VNĐ/cp)	13,739	14,206	14,121	15,226	16,558

BMP

OUTPERFORM | Target: 67.800 | Upside: 19.2%

BAOVIET Securities

BMP - Triển vọng phục hồi mạnh mẽ; Suất cổ tức hấp dẫn

Current price: **VND55,500/share** - Target price: **VND67,800/share –** Upside: **22,2% -** Recommendation: **Outperform**

Investment highlights:

- **Giá hạt nhựa PVC suy giảm sau nhiều tuần ổn định.** Theo kiểm tra mới nhất của chúng tôi trên Bloomberg, giá hạt nhựa PVC dường như ổn định và thiết lập mức giá mới. Giá PVC hiện tại ổn định ở mức 1.440 USD/ tấn trong nhiều tuần, tiếp tục giảm 90 USD/ tấn xuống 1.350 USD/ tấn trong tuần gần nhất. Sự điều chỉnh 27% so với mức cao nhất mọi thời đại là 1.850 USD/ tấn vào Tháng 10 năm ngoái, mà BVSC tin rằng sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho việc mở rộng BLN hơn nữa của BMP. BVSC lưu ý quan trọng là BMP đã hoàn tất việc tăng giá bán với tổng cộng 40% trong năm ngoái.
- **Chúng tôi duy trì dự báo CAGR LNST 2021-24 ở mức 37,5%.** Cụ thể, chúng tôi dự báo LNTT năm 2022 phục hồi mạnh trở lại 110,6% YoY đạt 564,1 tỷ trên doanh thu thuần 5.919,4 tỷ (+ 30,0% YoY). Chúng tôi cũng duy trì dự báo LNTT năm 2023 tăng 16,0% YoY lên 523,4 tỷ và tăng 6,6% YoY lên 557,8 tỷ cho năm 2024.
- **Cổ tức tiền mặt dự báo năm 2022-24 tăng lên mức 5.500-6.500.** Với sự kết hợp của (1) vị thế giàu tiền mặt; (2) dòng tiền hoạt động mạnh; (3) kế hoạch vốn đầu tư khiêm tốn của BMP, chúng tôi cũng giữ nguyên dự báo cổ tức tiền mặt trong giai đoạn 2022-24 là 5.500-6.500 đồng (tỷ lệ chi trả 93,8-99,8%). Lợi tức cổ tức hấp dẫn ở mức 9,3-11,0% so với mức giá hiện tại.
- **Định giá:** Tại mức giá hiện tại BMP đang giao dịch tại mức P/E là 10x, so với mức trung bình 10 năm là 12,3x.

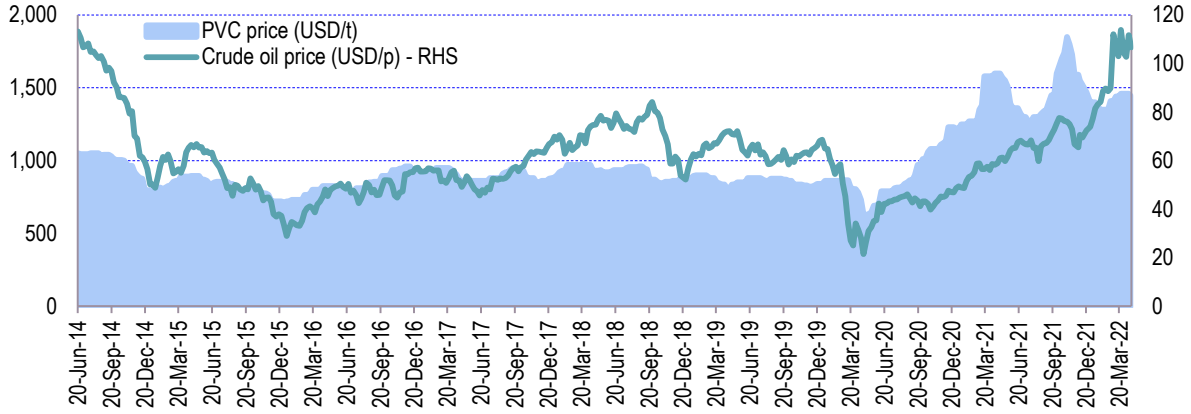
Hình 1: Dự báo KQKD 3 năm tới của chúng tôi cho BMP: Tóm tắt

	FY22	FY23	FY24	FY22 YoY	FY23 YoY	FY24 YoY
Doanh thu thuần (Tỷ VNĐ)	5,919.4	6,028.9	6,330.3	30.0%	1.9%	5.0%
Sản lượng tiêu thụ (Tấn)	106,082	111,386	116,956	14.6%	5.0%	5.0%
ASP (Triệu VNĐ/ tấn)	55.9	54.3	54.3	13.7%	-3.0%	0.0%
Lợi nhuận gộp (Tỷ VNĐ)	1,261.6	1,370.1	1,449.8	80.6%	8.6%	5.8%
LNTT (Tỷ VNĐ)	564.1	654.3	697.2	110.4%	16.0%	6.6%
Lợi nhuận ròng (Tỷ VNĐ)	451.3	523.4	557.8	110.6%	16.0%	6.6%
BLN gộp %	21.3%	22.7%	22.9%	6.0%	1.4%	0.2%
BLN ròng%	7.6%	8.7%	8.8%	2.9%	1.1%	0.1%

Hình 2: Chính sách cổ tức tiền mặt dự báo và lịch sử của BMP: Tóm tắt

	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
EPS (VNĐ/ cp)	4,000	4,000	5,000	6,320	2,618	5,500	6,000	6,500
DPS (VNĐ/ cp)	5,677	5,224	6,457	6,384	2,618	5,512	6,394	6,814
Payout ratio %	70.5%	76.6%	77.4%	99.0%	100.0%	99.8%	93.8%	95.4%

Hình 3: Diễn biến giá hạt nhựa PVC và giá dầu thô:



HPG

OUTPERFORM | Target: VND39,150/cp | Upside: 74,4%

BAOVIET Securities

KQKD đi lùi nhưng định giá về vùng hấp dẫn.

Những khó khăn ở thời điểm hiện tại:

- **Giá thép xây dựng và HRC liên tục điều chỉnh giảm:** Giá thép xây dựng bị điều chỉnh giảm 5 lần liên tiếp trong tháng 05 và tháng 06 với mức giảm 1.750 VND/kg (tương đương -9,4%) đối với thép cuộn và 1.400 VND/kg (tương đương -7,5%) đối với thép thanh. Trung bình trong tháng 05, giá HRC cũng giảm xuống 796 USD/tấn (-10% QoQ; -20% YoY).
- **Nhu cầu thép sụt giảm.** Nguyên nhân:
  - Nhu cầu tiêu thụ thép yếu do mức giá bán cao.
  - Ảnh hưởng do lạm phát cao và các việc tăng lãi suất của các NHTW làm giảm sức mua.
  - Thị trường tiêu thụ thép lớn nhất thế giới là Trung Quốc phong tỏa để duy trì chính sách Zero Covid khiến nhu cầu tiêu thụ thép toàn cầu bị sụt giảm.
- **Không còn tăng trưởng đáng kể về sản lượng sản xuất thép trong 2-3 năm tới.** Các lò cao của Hòa Phát hiện đang chạy vượt CSTK và dự kiến sản lượng thép thô đạt 8,5 triệu tấn/năm. Trong 2-3 năm tới, sẽ không có lò cao mới đi vào hoạt động cho tới dự án Dung Quất 2.
- **Chi phí NVL đầu vào tăng cao làm thu hẹp biên lợi nhuận**. Giá than vẫn duy trì ở mức giá trung bình trong Q2/2022 là 472 USD/tấn (+221% YoY) khiến biên lợi nhuận của HPG chịu ảnh hưởng tiêu cực trong Q2/2022 và nửa cuối năm 2022.

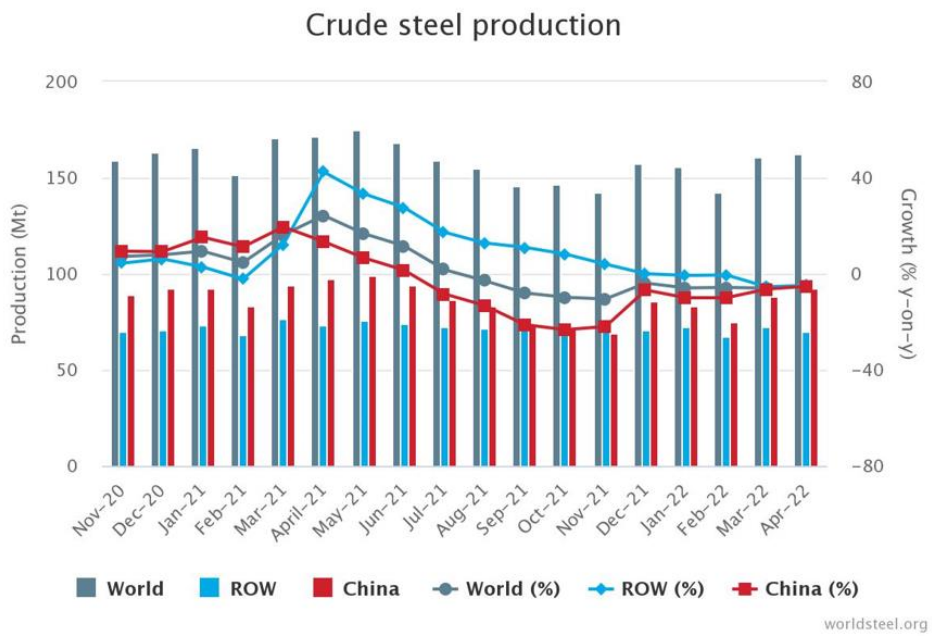
Năm	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	90,119	149,680	158,951	146,966
Lợi nhuận gộp	18,904	41,108	35,430	34,706
Lợi nhuận sau thuế	13,450	34,478	28,456	27,018
Tăng trưởng Doanh thu	42%	66%	6%	-8%
Biên gộp	21%	27%	22%	24%
Biên ròng	15%	23%	18%	18%
Tăng trưởng LNST	79%	156%	-17%	-5%

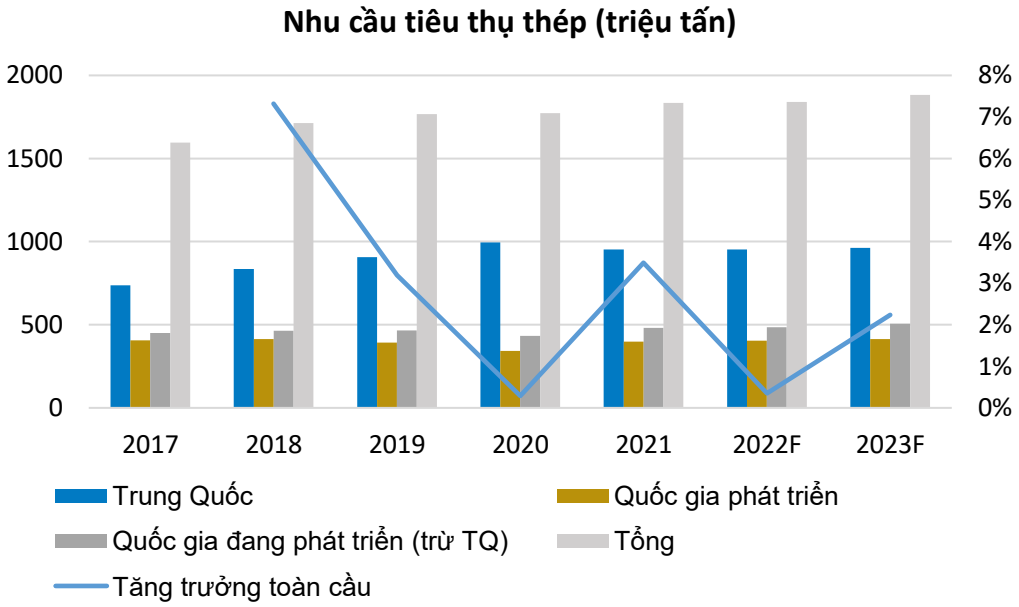
Năm	2020	2021	2022F	2023F
Tổng sản lượng thép tiêu thụ	4,601,391	7,564,251	8,500,000	8,500,000
Thép xây dựng	3,400,404	3,889,683	4,458,078	4,600,000
Phôi thép dài			541,922	400,000
HRC	379,147	2,570,419	3,500,000	3,500,000
Ống thép	821,840	675,364	917,815	1,000,000
Tôn mạ	-	428,785	450,000	500,000

KQKD đi lùi nhưng định giá về vùng hấp dẫn.

Cung, cầu và giá thép:

- **Tăng trưởng toàn cầu năm 2022 chậm lại, chỉ đạt 0,4%, lên mức 1.840 triệu tấn. Nhu cầu tiêu thụ năm 2023 sẽ hồi phục lên mức 1.881 triệu tấn (+2,2% YoY).**
  - **Chiến tranh Nga – Ukraine**
  - **Lạm phát cao, giá hàng hóa cao.**
  - **Tăng lãi suất,**
- **Nhu cầu thép sụt giảm, cụ thể:**
  - Trung Quốc: nhu cầu thép 2022 đi ngang. Chính phủ đang đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng và ổn định thị trường BĐS. Các kích thích kinh tế sẽ giúp tăng trưởng trong 2023.
  - Các nước phát triển: nhu cầu suy giảm mạnh trong 2022 do áp lực lạm phát.
  - Các quốc gia đang phát triển: nhu cầu suy giảm do ảnh hưởng đại dịch và lạm phát cao. Nhu cầu tăng trưởng 10,7% trong 2022
  - Ảnh hưởng do lạm phát cao và các việc tăng lãi suất của các NHTW làm giảm sức mua.
  - Thị trường tiêu thụ thép lớn nhất thế giới là Trung Quốc phong tỏa để duy trì chính sách Zero Covid khiến nhu cầu tiêu thụ thép toàn cầu bị sụt giảm. 2023 tiếp tục chịu ảnh hưởng bởi môi trường kinh tế thế giới xấu đi, Mỹ siết chặt chính sách tiền tệ.





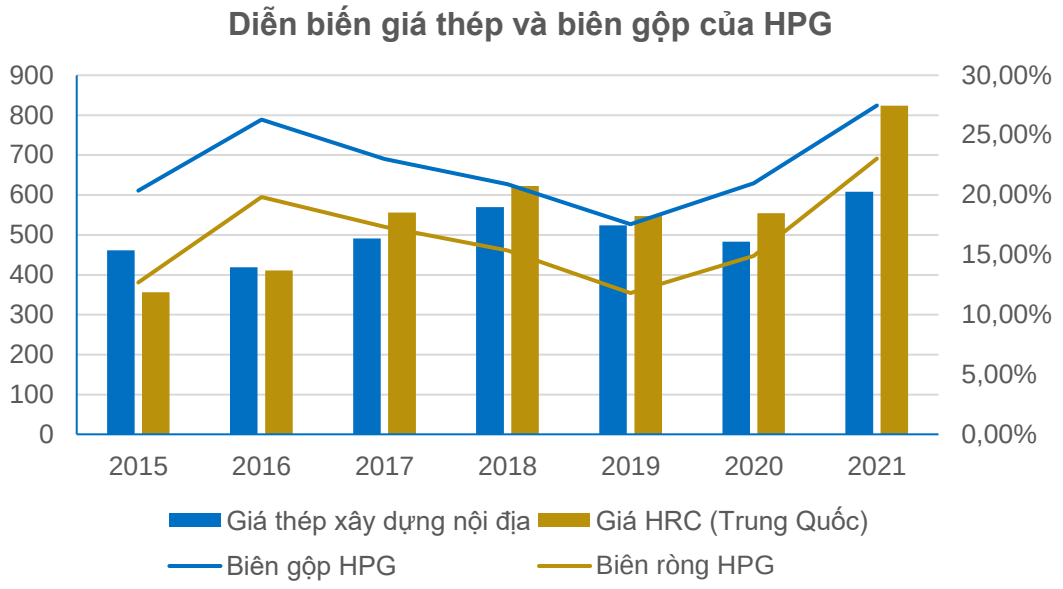
KQKD đi lùi nhưng định giá về vùng hấp dẫn.

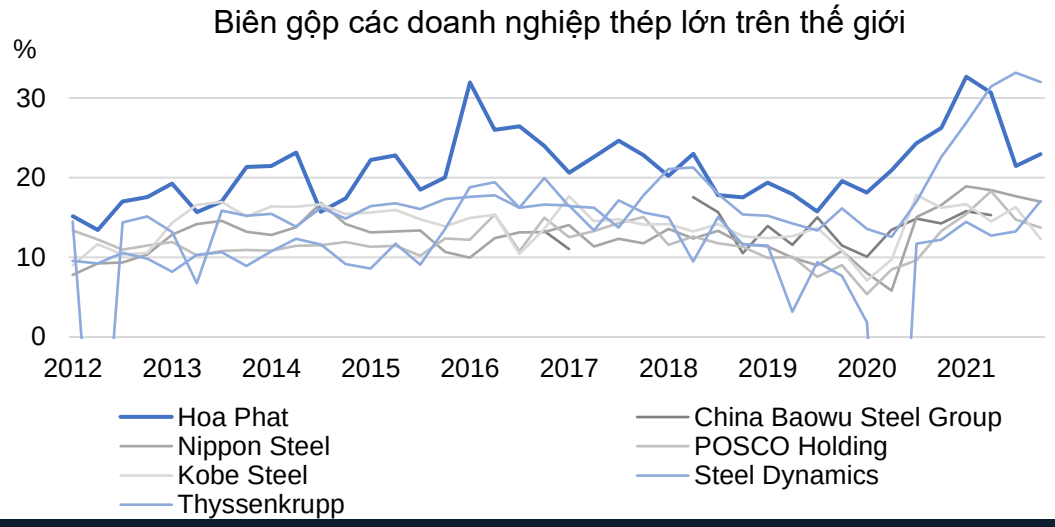
Câu chuyện dài hạn hấp dẫn.

- **Vùng cân bằng giá thép trong 2022 và 2023 dự báo ở quanh 700-750 USD/tấn do**
  - Giá NVL đầu vào duy trì mức giá cao
  - Xu hướng cắt giảm khí thải Carbon khiến nguồn cung sụt giảm
  - Hồi phục nhu cầu tiêu thụ toàn cầu trong 2023
- **Dự án Dung Quất 2 đi vào hoạt động sẽ giúp tăng công suất thêm 5,6 triệu tấn, tương đương mức tăng 66% CSTK**, dự kiến hoạt động từ 2024.
- **Nghiên cứu phát triển các dự án BĐS quy mô lớn theo hướng nghiên cứu quy hoạch từ đầu.** Ưu điểm giúp giảm chi phí vốn và tăng biên lợi nhuận, nhưng KQKD mang lại phải sau 2-3 năm tới.
- **Với tiềm năng dài hạn không đổi, giá mục tiêu cho HPG cho 2022 là 62.457 VNĐ/CP với P/E là 8.**

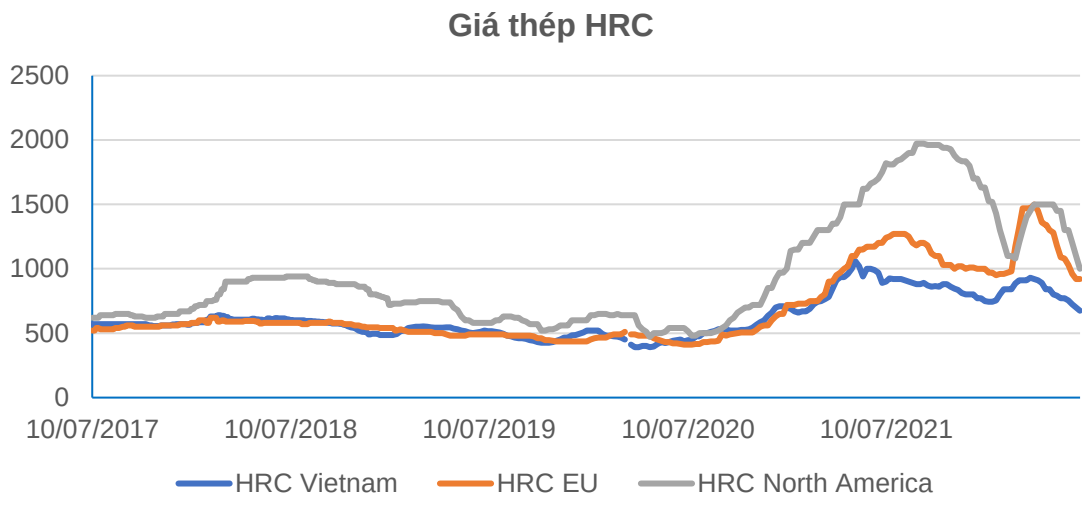
Kịch bản xấu nhất của HPG

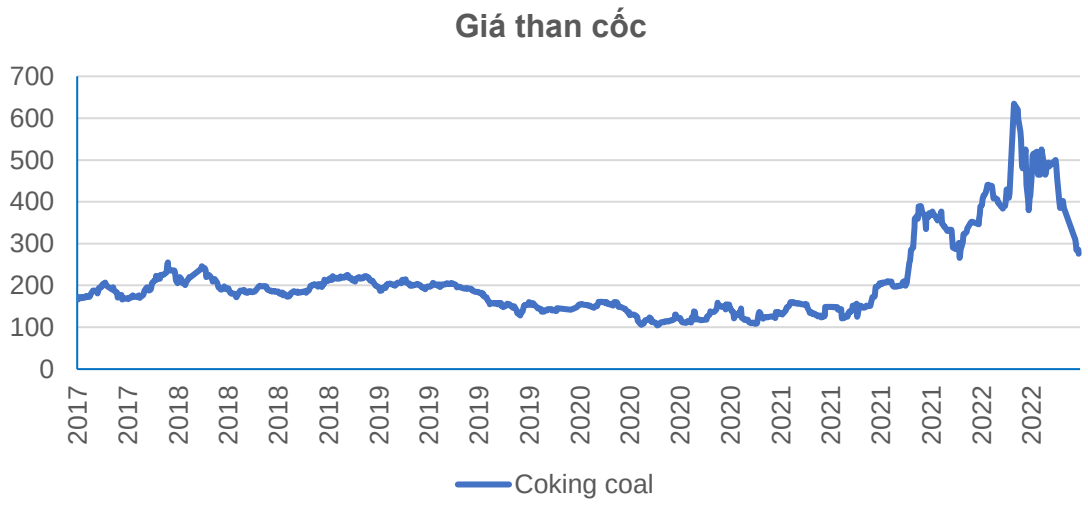
- Nếu chu kỳ lặp lại như trong quá khứ, giá thép và biên ròng xuống thấp như năm 2019. LNST ước tính đạt 12.379 tỷ đồng, EPS ước tính là 2.129 VND/cp
- Chi phí sản xuất định mức của HPG ước tính tại thời điểm hiện tại trên 1 tấn thép xây dựng là 628 USD/tấn, HRC là 642 USD/tấn.

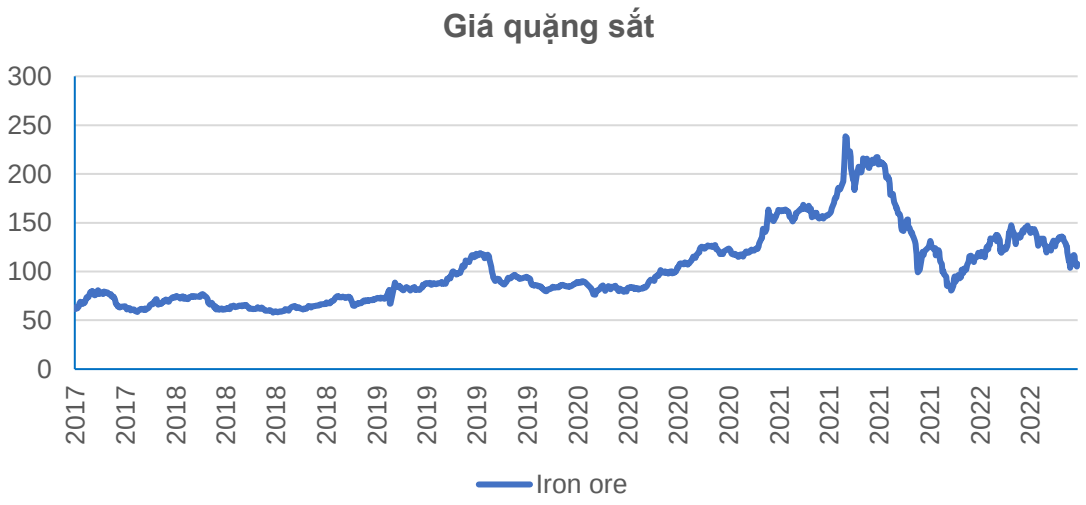




Diễn biến giá thép







DGW

OUTPERFORM | Target: 69.500 | Upside: 23,7%

DGW – Duy trì tăng trưởng hai chữ số thấp

Current price: **VND57,000/share** - Target price: **VND69,500/ share –** Upside: **23,7% -** Recommendation: **Outperform**

Investment highlights:

- **Triển vọng 2Q22 giảm tốc:** Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế 2Q22 của DGW tiếp tục đà tăng trưởng mạnh mẽ, dự báo tăng 20-25% YoY lên 140-150 tỷ, thấp hơn 1Q22, phản ánh nhu cầu tiêu thụ điện thoại và laptop chậm lại sau nhiều quý tăng trưởng.
- **TV Xiaomi được phân phối chính thức trước World Cup.** TV Xiaomi đã chứng minh thành công ở các quốc gia trong khu vực, bao gồm: Ấn Độ, Indonesia và Nga, nhờ vào chiến lược giá cả cạnh tranh và chất lượng tốt. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng TV Xiaomi tại Việt Nam sẽ đi theo xu hướng khu vực, như chúng tôi đã từng chứng kiến cách thức mô hình MES riêng biệt của DGW giúp điện thoại thông minh của Xiaomi mở rộng thị phần tăng nhanh chóng tại Việt Nam.
- **Định giá:** Sau những đợt điều chỉnh của thị trường gần đây, DGW hiện đang giao dịch ở mức P/E là 14,2x, so với mức trung vị 7 năm (kể từ khi niêm yết) là 10,0x.

Hình 1: Dự báo KQKD 3 năm tới của chúng tôi cho DGW: Tóm tắt

BÁO CÁO THU NHẬP Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	8,493	12,536	20,923	25,800	27,542
Giá vốn	(7,943)	(11,733)	(19,415)	(24,003)	(25,543)
Lợi nhuận gộp	550	803	1,508	1,797	1,999
Lợi nhuận từ hoạt động	200	278	689	740	828
Lợi nhuận trước thuế	210	334	823	946	1,071
Lợi nhuận sau thuế	163	267	654	755	857

Chỉ số	2019	2020	2021	2022F	2023F
Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	43.0%	47.6%	66.9%	23.3%	6.8%
Tăng trưởng LNST	46.8%	64.0%	144.9%	15.4%	13.5%
Lợi nhuận					
BLN gộp (%)	6.5%	6.4%	7.2%	7.0%	7.3%
BLN ròng (%)	1.9%	2.1%	3.1%	2.9%	3.0%
ROE (%)	19.3%	25.7%	44.5%	32.0%	28.1%
ROA (%)	7.0%	9.7%	13.6%	11.6%	11.1%
Cơ cấu nguồn vốn					
D/A	0.4x	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x
D/E	1.1x	0.7x	0.5x	0.6x	0.5x
Trên mỗi cổ phiếu					
EPS (VNĐ/cp)			4,013	4,630	5,252

Hình 2: Dự báo chi tiết các mảng kinh doanh của DGW giai đoạn 2022-24: Tóm tắt

	FY21	FY22F	FY23F	FY24F	FY22 YoY	FY23 YoY	FY24 YoY
Laptop and tablet	7,899	8,107	7,701	7,701	2.6%	-5.0%	0.0%
Mobile phone	9,857	9,857	13,125	14,438	27.1%	4.8%	10.0%
Office equipment	2,840	4,725	6,142	7,985	66.4%	30.0%	30.0%
Consumer goods	376	441	573	745	17.3%	30.0%	30.0%
SUM	**20,923**	**25,801**	**27,542**	**30,869**	**23.0%**	**14.1%**	**12.1%**

PET

OUTPERFROM | Target: 37.000 | Upside: 16,7%

BAOVIET Securities

PET – Hưởng lợi từ thị trường xách tay hàng Apple thu hẹp

Current price: **VND31,850/share** - Target price: **VND37,000/share –** Upside: **16,7% -** Recommendation: **Outperform**

Investment highlights:

- **Nhà phân phối ủy quyền Apple có doanh thu tốt nhất.**
- **Apple cho thấy những nỗ lực mạnh mẽ trong việc giành lại thị phần từ thị trường xách tay tại Việt Nam**. Theo DGW, các sản phẩm Apple không chính hãng (ví dụ, hàng xách tay) hiện chiếm 25%-30% lượng sản phẩm Apple tiêu thụ tại Việt Nam - giảm so với mức 50% trước đây - nhờ (1) các chính sách hỗ trợ của Apple đối với Việt Nam như các sản phẩm mới được mở bán sớm hơn cũng như số lượng nhà phân phối được ủy quyền trong nước được tăng gấp đôi từ 2 lên 4 và (2) các biện pháp kiểm soát chặt chẽ hơn của Chính phủ đối với hàng nhập khẩu bất hợp pháp. Ban lãnh đạo cho rằng thị phần của các sản phẩm không chính hãng có thể tiếp tục giảm còn 10% trong vài năm tới điều này sẽ mang lại lợi ích cho các nhà phân phối được Apple ủy quyền.
- **Kỳ vọng giá dầu cao giúp hỗ trợ tăng trưởng các mảng kinh doanh liên quan đến dầu khí.**
- **Các catalysts dài hạn khác** duy trì là những yếu tố hỗ trợ việc đánh giá lại định giá PET mạnh mẽ một khi xảy ra, bao gồm: (1) Tiến triển hơn nữa từ dự án Bất động sản Thanh Đa và (2) PVN thoái vốn.
- **Định giá:** Sau những đợt điều chỉnh mạnh của thị trường gần đây, PET hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2022 là 10,3x, so với mức trung vị 10 năm là 6,86x.

Hình 1: Dự báo KQKD năm 2022 của chúng tôi cho PET: Tóm tắt

	2018	2019	2020	2021	2022F
Net sales (VND bn)	11,092	10,008	13,453	17,511	19,811
Net profits (VND bn)	113	122	137	256	282
Net sales growth %	3.6%	-9.8%	34.4%	30.2%	13.1%
Net profit growth %	-13.9%	7.9%	12.4%	86.7%	10.0%
GPM%	6.0%	6.1%	5.0%	5.3%	5.3%
OPM%	2.0%	1.4%	1.7%	2.2%	2.1%
NPM%	1.0%	1.2%	1.0%	1.5%	1.4%

Hình 2: Xu hướng BLN của PET kể từ đầu năm đến nay:

	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	5M22	BVSC's FY22 forecast
BLN gộp	4,3%	5,6%	3,1%	4,7%	7,7%	4,8%	5,6%
Biên LNTT	2,2%	3,2%	1,8%	1,6%	1,9%	2,1%	2,0%

Hình 3: Xu hướng doanh thu các mảng kinh doanh của PET:

Đvt: Tỷ đồng	5T22	5T21	YoY
Phân phối	6.606	5.750	15%
ĐTDĐ	2.928	2.842	3%
Laptop	1.796	1.084	66%
Các sản phẩm IT	1.199	1.113	8%
PP, LPG	683	710	-4%
Dịch vụ catering	356	356	0%
Quản lý bất động sản	254	216	17%
Khác	209	190	10%
SUM	**7.425**	**6.512**	**14%**

VHC

OUTPERFORM | Target: 109.775 VND/cp | Upside: 36%

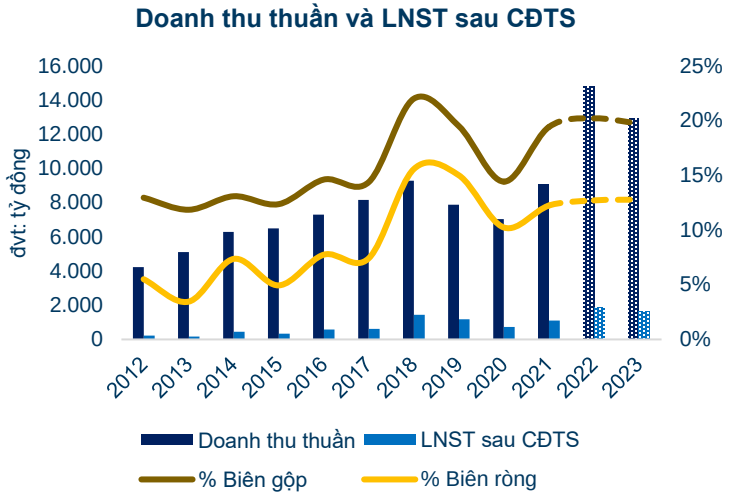
BAOVIET Securities

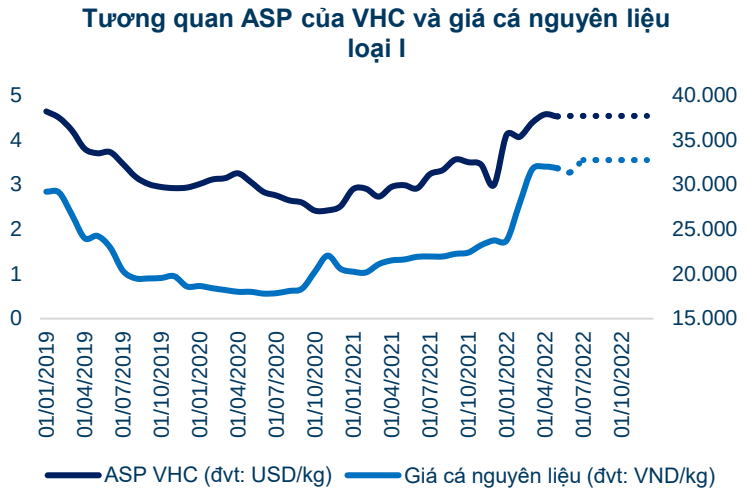
Đà tăng giá bán hạ nhiệt trong 2H2022

Điểm nhấn đầu tư:

- **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu **109.775 VND/cp**, sử dụng phương pháp P/E với mức P/E 2022 là 10,9x.
- Kim ngạch và sản lượng xuất khẩu cá tra 5T2022 của VHC ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt là +105% và +36% yoy, trong bối cảnh ASP fillet tại Mỹ tiếp tục leo thang do nguồn cung thịt trắng ở mức thấp và nhu cầu tiêu thụ mạnh mẽ trong những tháng đầu năm.
- Tuy nhiên, BVSC cho rằng đà tăng của giá bán sẽ hạ nhiệt trong 6 tháng cuối năm 2022, trong khi giá cá nguyên liệu nhiều khả năng bật tăng do tồn kho thấp.
- Về trung và dài hạn, chiến lược mở rộng chuỗi nông nghiệp-thủy sản của VHC có tiềm năng thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận, giảm thiểu phụ thuộc vào ngành cá tra vốn biến động theo chu kì.

Chỉ số (tỷ VND)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	**9.054**	**14.764**	**12.922**
Tăng trưởng (%)	28,7%	63,1%	-12,5%
LNST sau CĐTS	**1.099**	**1.867**	**1.643**
Tăng trưởng (%)	52,8%	69,9%	-12,0%
BLNG (%)	**19,4%**	**20,2%**	**19,7%**
P/E @ Giá hiện tại (x)	16,7	12,1	13,8
EPS (VND/cp)	**5.993**	**8.256**	**7.263**





Nguồn: VHC, Agromonitor

BAOVIET Securities

FMC

OUTPERFORM | Target: 73.473 VND/cp | Upside: 43%

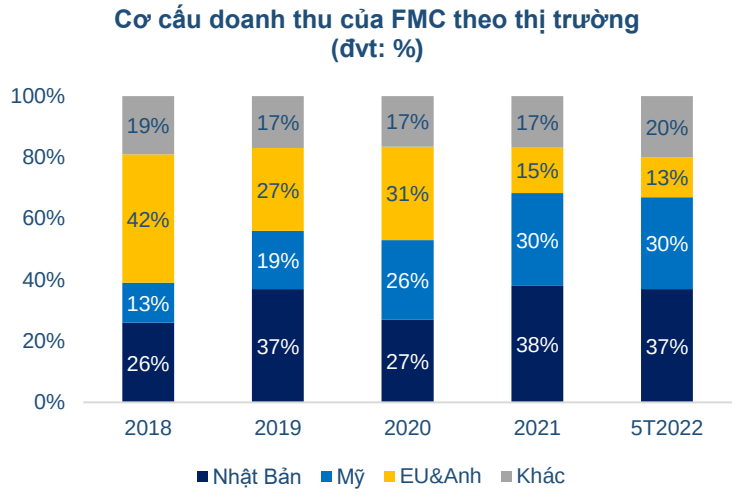
BAOVIET Securities

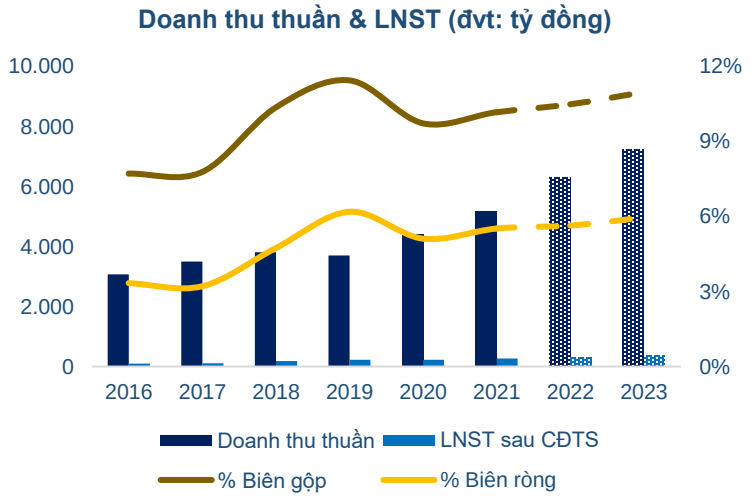
Tiềm năng tăng trưởng bền vững từ thị trường mũi nhọn.

Khuyến nghị:

- **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu 73.473VND/cp, sử dụng phương pháp FCFF và FCFE.
- **Doanh thu phản ánh sự phục hồi khả quan của xuất khẩu.** Kim ngạch xuất khẩu 6T/2022 của FMC đạt 118,6 triệu USD (+20% yoy), hưởng lợi từ việc giá bán tại các thị trường chính đang ở mức cao hơn so với cũng kì năm ngoái.
- **Nâng cao năng lực cung ứng nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường mũi nhọn.** Nhà máy Tam An đã đi vào hoạt động từ tháng 1/2022, trong đó nhà máy Thủy sản Sao Ta sẽ đi vào hoạt động trong Q3/2022. Cả hai nhà máy sẽ nâng tổng công suất thiết kế của FMC lên gấp 1,8 lần.
- **Mở rộng vùng nuôi, nâng cao tự chủ nguồn nguyên liệu.** Doanh nghiệp đã hoàn thành nâng tổng diện tích vùng nuôi lên 520ha trong năm 2022. Dự kiến sẽ khai thác 322 ha vùng nuôi trong năm 2022, nâng tỷ lệ tự chủ lên 20-30%. Doanh nghiệp có kế hoạch khai thác hoàn toàn 520ha vùng nuôi trong giai đoạn 2023-2024.
- **Những diến biến bước đầu của mối quan hệ hợp tác giữa CP Việt Nam và FMC.** CP Việt Nam hiện đang hỗ trợ FMC về nguồn con giống, TACN, và hệ thống phân phối.

Chỉ số (tỷ VND)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	**5.199**	**6.322**	**7.228**
Tăng trưởng (%)	17,8%	21,6%	14,3%
LNST sau CĐTS	**267**	**314**	**386**
Tăng trưởng (%)	18,2%	17,7%	22,9%
BLNG (%)	**10,2%**	**10,5%**	**11,0%**
P/E @ Giá hiện tại (x)	13,7	13,1	10,7
EPS (VND/cp)	**4.607**	**4.805**	**5.903**





Nguồn: FMC, Agromonitor, BVSC ước tính

PVT

OUTPERFORM | Target: 29.100 VND/cp | Upside: 38,5%

BAOVIET Securities

Tăng trưởng tích cực đến từ mở rộng đội tàu và nhu cầu vận chuyển

Điểm nhấn đầu tư năm 2022:

- Nhu cầu vận chuyển phục hồi đối với hầu hết các mặt hàng dầu thô, dầu sản phẩm, hóa chất, LPG, …;
- Đóng góp doanh thu từ việc tiếp tục mở rộng đội tàu (trong đó có 6 tàu đầu tư mới năm 2022 và 3 tàu VLGC thuê theo hình thức BBHP từ quý 4/2021);
- Giá cước neo theo đà tăng của giá dầu và cuộc xung đột giữa Nga – Ukraine khiến cung tàu ở một số phân khúc trở nên khan hiếm và quãng đường vận chuyển xa hơn;
- Biên lợi nhuận cải thiện nhờ một số tàu thuê trần với giá rẻ và chi phí thuyền viên (liên quan đến dịch bệnh) giảm đáng kể khi trở lại trạng thái bình thường mới;
- Hoàn tất thanh lý tàu Athena với lợi nhuận 100 tỷ VNĐ.

Rủi ro:

- Các nền kinh tế hạ cánh cứng và rơi vào suy thoái, dẫn đến nhu cầu về dầu hạ nhiệt trở lại, ảnh hưởng đến nhu cầu vận tải.
- Giá nhiên liệu tăng cao và việc phải chuyển đổi sang sử dụng nhiên liệu VLFSO nhằm đáp ứng chuẩn IMO 2020 có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	29,100 đồng/cp
Giá thị trường:	18,600 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+51,9%**

Bảng dự báo

VND tỷ FY 31/12	**2020**	**2021**	**2022F**	**2023F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**7.383**	**7.460**	**9.308**	**9.541**	**9.0%**
% T.Trưởng	-4,8%	1,1%	24,8%	2,5%	
Lợi nhuận gộp	**1.130**	**1.238**	**1.581**	**1.637**	**13%**
% T.Trưởng	-5%	10%	28%	4%	
Lợi nhuận ròng	**843**	**835**	**1.083**	**1.116**	**10%**
% T.Trưởng	3%	-1%	30%	3%	
EPS (VND/cp)	**1.981**	**1.933**	**2.512**	**2.589**	**9%**
P/E forward at TP			**11,6**	**11,2**	

ACV

Target: 98.100 | Upside: 26,7%

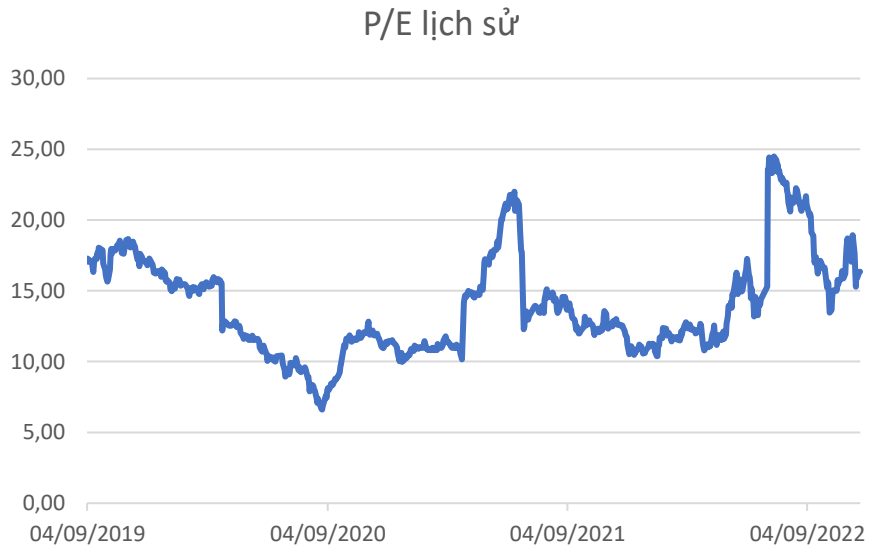
ACV – Lượt khách quốc tế trên đà phục hồi

Current price: **77,400 VND/share** - Target price: **98,100 VND/share –** Upside: **26,7% -** Recommendation: **Outperform**

Key Metrics	2020	2021	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	7,768	4,752	12,451
Tăng trưởng (%)	-57.6%	-38.8%	162.0%
NPAT (tỷ VND)	1,648	790	4,513
Tăng trưởng (%)	-79.9%	-52.1%	471.3%
P/E (x)	138.4	220.2	38.6
P/B (x)	4.64	4.62	4.78
EPS (VND/share)	577	363	2,073

Điểm nhấn đầu tư:

- **Lượt khách quốc tế đang trên đà phục hồi.** Việt Nam đã thử nghiệm đón du khách quốc tế từ tháng 3 và đến nay đã hầu như gỡ bỏ các biện pháp phòng chống dịch bệnh Covid19 và đã tạo cơ chế đón du khách thông thoáng. Lượt khách quốc tế đang có mức tăng trưởng nhanh tuy nhiên 2 quốc gia đóng góp hơn 55% lượt khách quốc tế là Trung Quốc và Hàn Quốc vẫn đang áp dụng những biện pháp phòng chống Covid19, đặc biệt là Trung Quốc vẫn đang nghiêm ngặt thực hiện chính sách Zero covid. Điều này làm hạn chế lượt khách từ Trung Quốc và Hàn Quốc.
- **Kết quả kinh doanh Quý 2 tiếp tục tốt** nhờ lượt khách quốc tế phục hồi cũng như đồng Yên suy yếu
- **Dự án Sân bay Long Thành hỗ trợ tăng trưởng trong dài hạn.** Dự án dự kiến đã được khởi công vào đầu năm 2021 và dự kiến bắt đầu vận hành thương mại vào năm 2025.
- **Tăng doanh thu phí nhượng quyền**. Thông tư 06/2022/TT-BGTVT tạo hành lang pháp lý trong việc thu phí nhượng quyền. BVSC kỳ vọng Bộ Giao thông Vận tải sẽ sớm ban hành khung giá phí nhượng quyền trong năm 2022 từ đó ACV có thể gia tăng được doanh thu phí nhượng quyền trong thời gian tới.
- **Thu hút dòng tiền khi ACV thực hiện chuyển sàn trong 2023.** Mặc dù BCTC kiểm toán năm 202 vấn còn một vài điểm nhấn manh trong ý kiến kiểm toán. Tuy nhiên BVSC kỳ vọng ACV có thể giải quyết những vướng mắc này trong BCTC năm 2022 hoặc giải trình và được chấp nhận từ đó có thể chuyển sang niêm yết HOSE.



BAOVIET Securities

VCS

OUTPERFORM | Target: VND 95,669/cp | Upside: 33,4%

BAOVIET Securities

Định giá hấp dẫn

Triển vọng doanh nghiệp:

- **Triển vọng tiêu thụ của Vicostone sẽ gắn liền với chu kỳ của ngành Bất động sản, cụ thể là các hoạt động xây mới, sửa chữa nhà ở hay các công trình thương mại, dịch vụ.**
  - **Mỹ:** Dự kiến CAGR của đá thạch anh nhân tạo giai đoạn 2020-2025 ở mức 5,9%. Nhu cầu tiêu thụ vẫn lớn do nền kinh tế vẫn duy trì tăng trưởng, tỷ lệ thất nghiệp đang ở mức thấp. Tỷ lệ lấp đầy nhà cho thuê tiếp tục duy trì ở mức cao. Nhu cầu sửa chữa, nâng cấp nhà sẽ tiếp tục ở mức cao. Tuy nhiên, với lạm phát ở mức cao và lãi suất liên tục tăng khiến sản lượng tiêu thụ bất động sản sẽ dự kiến chậm lại trong thời gian tới. Xu hướng lựa chọn đá Quartz làm counter vẫn rất lớn ở Mỹ.
  - **Úc:** Dự báo tốc độ tăng trưởng của thị trường đá quartz ở mức 4,1 % CAGR trong giai đoạn 2020-2025. Tuy nhiên, Úc đang gặp một số rủi ro về bệnh bụi phổi Silic khi có thể sẽ chịu sự kiểm soát của chính phủ chặt chẽ hơn trong tương lai do các rủi ro về vấn đề sức khỏe đối với công nhân.
- **Giá NVL đầu vào dự báo tăng mạnh trong 2022, VCS dự kiến tăng giá bán.** Polyester thế giới trong năm 2022 dự báo tăng 30% và giảm lần lượt -5% và -10% trong năm 2023 và 2024 và ổn định quanh mức giá của năm 2024. Giá Quartz của VCS tăng 5% trong năm 2022 và giảm -2% trong năm 2023 và 2024. Biên gộp của VCS dự kiến giảm xuống 31% trong năm 2022.
- **Định giá ở mức hấp dẫn.** Phương pháp định giá P/E và DCF, giá mục tiêu cho VCS là 95.669 VND/cp. Dividend Yield ở mức giá hiện tại là khoảng 5,6%.

Năm	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	90,119	149,680	158,951	146,966
Lợi nhuận gộp	18,904	41,108	35,430	34,706
Lợi nhuận sau thuế	13,450	34,478	28,456	31,063
Tăng trưởng Doanh thu	42%	66%	6%	-8%
Biên gộp	21%	27%	22%	24%
Biên ròng	15%	23%	18%	21%
Tăng trưởng LNST	79%	156%	-17%	9%

Tăng trưởng sản lượng	2022F	2023F	2024F
Mỹ	10%	8%	6%
Úc	3%	3%	3%
Châu Âu	2.5%	2.5%	2.5%

Tăng trưởng sản lượng	2022F	2023F	2024F
Dự báo thay đổi giá bán (ASP)	2%	-2%	-1%

Thay đổi giá NVL đầu vào	2022F	2023F	2024F
Polyester Resin	20%	-3%	-7%
Quartz + Cristobalite	5%	-2%	-2%

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 24) 3 928 8080

Fax: (84 24) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 28) 3 914 6888

Fax: (84 28) 3 914 7999

BAOVIET Securities