

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC GIỮA NĂM 2024



NỘI DUNG

Phần I – Vĩ mô và chiến lược

[Tóm tắt]

① Kinh tế vĩ mô Việt Nam 6

GDP
Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)
Xuất khẩu
Sản xuất công nghiệp
Bán lẻ
Đầu tư công
Lạm phát
Tỷ giá USD/VND

② Thị trường chứng khoán 15

Diễn biến thị trường chứng khoán và các sự kiện chính
Tổng quan diễn biến giao dịch nửa đầu năm 2024
Thống kê theo ngành
Diễn biến giao dịch theo nhóm nhà đầu tư
Triển vọng nửa cuối năm 2024

Phần II – Danh mục khuyến nghị (trung & dài hạn) 22



Phần I

VĨ MÔ VÀ CHIẾN LƯỢC



[Tóm tắt] Kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán Việt Nam

Vĩ mô Việt Nam: Trên đà hồi phục

- 1) GDP quý 2 tăng trưởng mạnh hơn kỳ vọng với mức tăng đạt 6,9% YoY (so với kịch bản lạc quan của Bộ Kế hoạch và Đầu tư: +6,3% YoY). **GDP 6 tháng đầu năm vẫn duy trì đà tăng trưởng**, đạt 6,4% YoY (1H23: +3,8% YoY; 2023: +5,05% YoY). **Chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ tiếp tục trên đà phục hồi trong nửa cuối năm 2024, nhờ vào: 1) Hoạt động sản xuất và xuất khẩu tiếp tục cải thiện nhờ sự phục hồi của nhu cầu trong nước và toàn cầu; 2) tiếp tục thu hút dòng vốn FDI; 3) du lịch dần dấy tiêu dùng hồi phục; 4) đầu tư công được đẩy mạnh trong hai quý còn lại. Ngoài ra, các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ cũng đóng vai trò quan trọng cho sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam.**
- 2) **Giải ngân FDI tiếp tục tăng trong tháng 6 (+9,3% YoY) và cải thiện 8,2% YoY đạt 10,84 tỷ USD trong nửa đầu năm. Tổng vốn FDI đăng ký, góp vốn và mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài tăng 13,1% so với cùng kỳ năm trước, đạt gần 15,2 tỷ USD trong 6 tháng đầu năm.** Đáng chú ý, vốn FDI đăng ký mới tăng 46,9% YoY, đạt gần 9,54 tỷ USD trong nửa đầu năm; và vốn FDI đăng ký bổ sung tăng ấn tượng trong tháng 6 (+187,2% YoY), tạo đà tăng trưởng tích cực trong nửa đầu năm (+35% YoY; đạt 3,95 tỷ USD).
- 3) **Trong nửa đầu năm, xuất khẩu (+14,5% YoY) và nhập khẩu (+17% YoY) hồi phục trở lại**, sau khi giảm so với cùng kỳ vào năm 2023 (lần lượt là -4,6% YoY và -9,1% YoY), với thặng dư thương mại đạt 11,63 tỷ USD, nhờ vào sự phục hồi của các sản phẩm chủ lực như Máy tính, điện tử và linh kiện (+28,6% YoY) và Điện thoại và linh kiện (+11,3% YoY), Gỗ và sản phẩm gỗ (+22,2% YoY). Chỉ số sản xuất công nghiệp hồi phục vững chắc trong nửa đầu năm (+7,7% YoY; so với 2023: +1,5% YoY), được hỗ trợ bởi IIP Công nghiệp chế biến chế tạo (+8,5% YoY) trong bối cảnh nhu cầu cải thiện ở cả các đối tác thương mại chính và trong nước. **PMI S&P Global sản xuất Việt Nam tăng mạnh lên 54,7 trong tháng 6, cho thấy sức khỏe của ngành được cải thiện hàng tháng thứ ba liên tiếp và các điều kiện kinh doanh mạnh lên đáng kể.** Số lượng đơn đặt hàng mới tăng với tốc độ nhanh nhất trong lịch sử, thúc đẩy các công ty tăng cường hoạt động sản xuất và mua hàng, đồng thời tăng số lượng nhân viên lần đầu tiên sau ba tháng.
- 4) **Doanh số bán lẻ duy trì ổn định trong 1H24 (+8,6% YoY) nhưng với tốc độ chậm hơn so với 1H23 (1H23: +11,3% YoY).** Trong đó, số lượng khách du lịch quốc tế phục hồi cao hơn mức trước đại dịch và đạt 8,8 triệu lượt khách trong 6 tháng đầu năm 2024 (+4,1% so với nửa đầu năm 2019).
- 5) **Chúng tôi kỳ vọng giải ngân vốn đầu tư công sẽ được đẩy mạnh và đạt ít nhất 95% kế hoạch Thủ tướng giao.** Theo tính toán của chúng tôi, để đạt 95% đến 100% kế hoạch Thủ tướng giao, bình quân trong 7 tháng còn lại cần giải ngân ít nhất 62,3 đến 67,1 nghìn tỷ đồng mỗi tháng (cao gấp 1,9 đến 2,0 lần so với mức trung bình giải ngân trong 1H24).
- 6) CPI tiếp tục tăng tốc trong tháng 6 (+4,3% YoY), mặc dù giảm nhẹ so với CPI tháng 5 và tháng 4 (+4,4% YoY). **Trung bình 6 tháng đầu năm, CPI và CPI cơ bản tăng lần lượt 4,1% YoY và 2,8% YoY, vẫn nằm dưới mục tiêu 4-4,5% của chính phủ.**

[Tóm tắt] Kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán Việt Nam

Vĩ mô Việt Nam: Trên đà hồi phục

- 7) **Tính đến cuối tháng 6, tỷ giá bán niêm yết tại Vietcombank ghi nhận 25.473 VND, tương ứng với mức mất giá 4,31% so với đầu năm và không thay đổi đáng kể so với tháng trước.** Về triển vọng cắt lãi suất đến từ Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (Fed), Bản Tóm tắt Dự báo Kinh tế đến từ Fed được công bố vào tháng 6 cho thấy dự kiến sẽ có khoảng một lần cắt lãi suất trong năm 2024, tương ứng với 25 điểm cơ bản. Tuy nhiên, kỳ vọng của thị trường cho thấy có khả năng rằng sẽ có thêm một lần cắt nữa nếu dữ liệu kinh tế vĩ mô từ tháng 7 và tháng 8 có thể hỗ trợ quyết định này. Mặc dù vậy, việc chỉ ghi nhận từ một hoặc hai lần cắt lãi suất đến từ Fed trong nửa cuối năm 2024 khó có thể tạo ra ảnh hưởng đáng kể đến bối cảnh đang căng thẳng của tỷ giá do sự chênh lệch lãi suất đáng kể giữa USD và VNĐ. Do đó, chúng tôi dự kiến áp lực tỷ giá sẽ tiếp tục duy trì, dù sẽ có phần ít căng thẳng hơn so với đầu năm. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam có khả năng kéo dài chiến lược bán giao ngay USD từ dự trữ ngoại hối, điều chỉnh dần lãi suất cơ bản thông qua việc phát hành tín phiếu và hợp đồng mua lại đảo ngược (Reverse Repos) trong khi chờ đợi dòng vốn ngoại vào Việt Nam tương tự như giai đoạn cuối năm 2023, cũng như kỳ vọng sự giảm tốc của dòng vốn chảy ra khi Fed nới lỏng chính sách tiền tệ.

Thị trường chứng khoán tại Việt Nam:

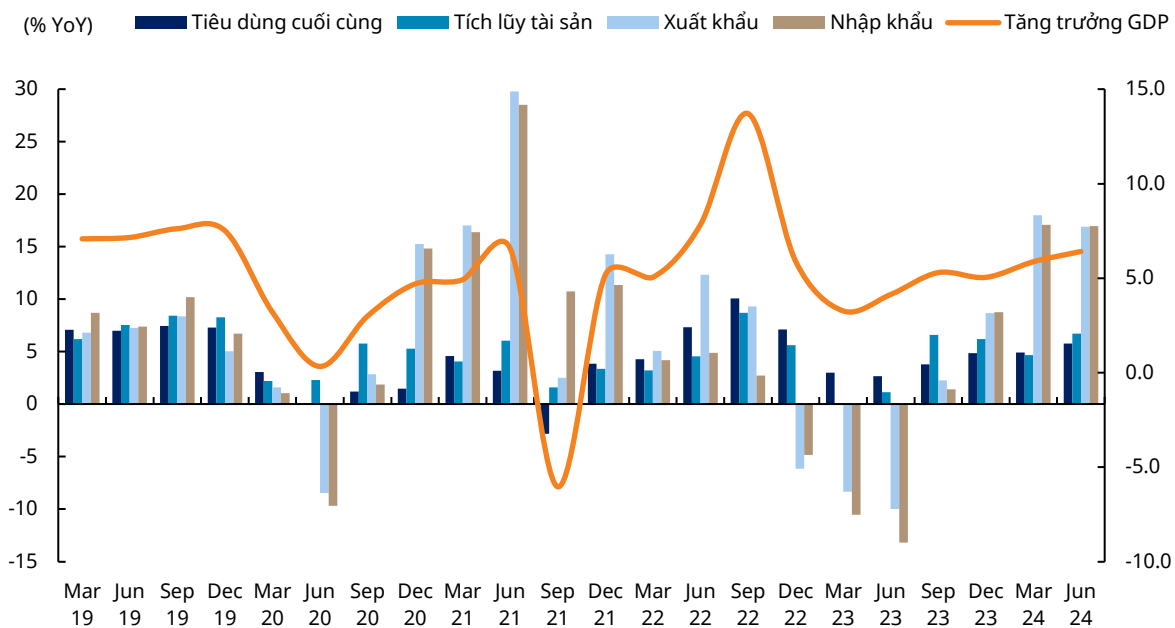
- 1) **Tổng quan thị trường trong tháng 6:** VN-Index giảm 16,4 điểm (-1,3% so với tháng trước) trong tháng 6, đóng cửa ở mức 1.245,32 và kéo dài đà giảm trong quý 2 năm 2024 lên gần 39 điểm (-3,02% so với quý trước). Sau ba tuần giảm điểm trong tháng 6, VN-Index vẫn chưa sẵn sàng vượt qua ngưỡng tâm lý 1.300 điểm. Thay vào đó, hoạt động giao dịch ngày càng tập trung vào từng ngành cụ thể khi thị trường đã hấp thụ và chiết khấu toàn bộ các tin tức tích cực từ quý trước, trong khi thiếu vắng các động lực tăng trưởng mới.
- 2) **Hoạt động giao dịch trong tháng 6:** Dù thị trường chịu áp lực chốt lời đáng kể trong tháng 6, chúng tôi tin rằng lực cầu đang dần chiếm ưu thế khi giá trị giao dịch khớp lệnh bình quân mỗi phiên tăng 5% so với tháng trước, đạt 19,79 nghìn tỷ đồng, trong khi tổng khối lượng giao dịch trong tháng giảm 8,7% so với tháng trước. Các nhà đầu tư tổ chức trong nước quay trở lại mua ròng với 1,01 nghìn tỷ đồng trong tháng 6. Ngược lại, khối ngoại tiếp tục chuỗi bán ròng, bán ra 16,59 nghìn tỷ đồng trong tháng trước và kéo dài xu hướng bán ròng lên 15 tháng liên tiếp. Các quỹ ETF bước qua tháng rút ròng thứ tám liên tiếp, tổng cộng -105,1 triệu USD trong tháng 6 (-569,4 triệu USD từ đầu năm đến ngày 28/06).
- 3) **Triển vọng nửa cuối năm 2024:** VN-Index hiện đang giao dịch dưới tỷ lệ P/E trung bình 10 năm, tạo thêm dư địa cho đà tăng ở nửa cuối năm 2024. Tuy nhiên, thị trường sẽ cần có một câu chuyện mới để hiện thực hóa vùng giá mục tiêu này, dù động lực thúc đẩy tăng trưởng dự kiến sẽ kém mạnh mẽ hơn, với hành động giá có khả năng sẽ dao động trong biên độ lớn, dẫn đến một chu kỳ đi ngang và tích lũy. Xu hướng này dự kiến sẽ kéo dài đến giữa tháng 7, khi thị trường bước vào giai đoạn vùng trống thông tin và tâm lý giao dịch sẽ có phần thận trọng trước mùa báo cáo lợi nhuận quý 2.

① Kinh tế vĩ mô Việt Nam

Tăng trưởng GDP nửa đầu năm

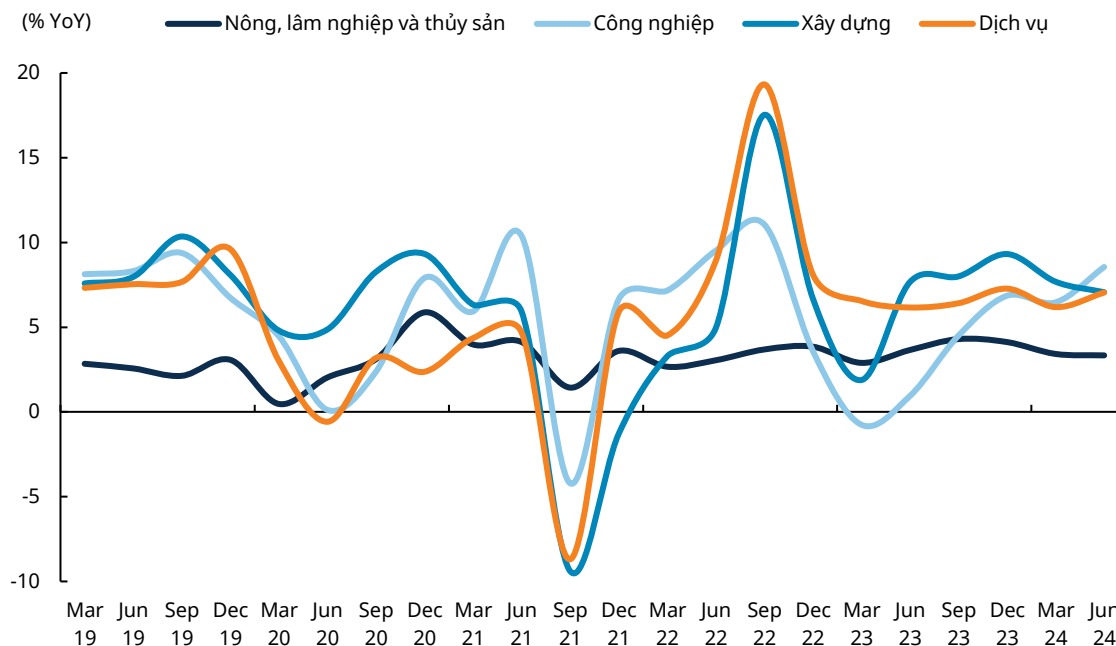
- GDP quý 2 tăng trưởng mạnh hơn kỳ vọng với mức tăng đạt 6,9% YoY (so với kịch bản lạc quan của Bộ Kế hoạch và Đầu tư: +6,3% YoY), với động lực chính đến từ tăng trưởng Công nghiệp (+8,6% YoY) và Dịch vụ (+7,1% YoY):
 - Hoạt động sản xuất tăng tốc trong quý 2 (+10% YoY; so với 1Q24: +7,2% YoY) nhờ xuất khẩu hồi phục;
 - Du lịch tiếp tục phục hồi hỗ trợ tăng trưởng bán lẻ; trong đó, doanh thu từ dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng 11,3% YoY;
 - Bất động sản tăng 3,1% YoY trong 2Q24 (so với 1Q24: +1,8% YoY).
- GDP 6 tháng đầu năm vẫn duy trì đà tăng trưởng, đạt 6,4% YoY (1H23: +3,8% YoY; 2023: +5,05% YoY):**
 - Tiêu thụ cuối cùng (+5,8% YoY) đóng góp 64,3% vào tăng trưởng chung;
 - Tích lũy tài sản (+6,7% YoY) đóng góp 35,2%;
 - Xuất khẩu ròng đóng góp 0,6% (xuất khẩu: +16,9%; nhập khẩu: +17% YoY).

Tăng trưởng GDP theo động lực tăng trưởng



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Tổng Cục thống kê (GSO)

Tăng trưởng GDP quý theo ngành



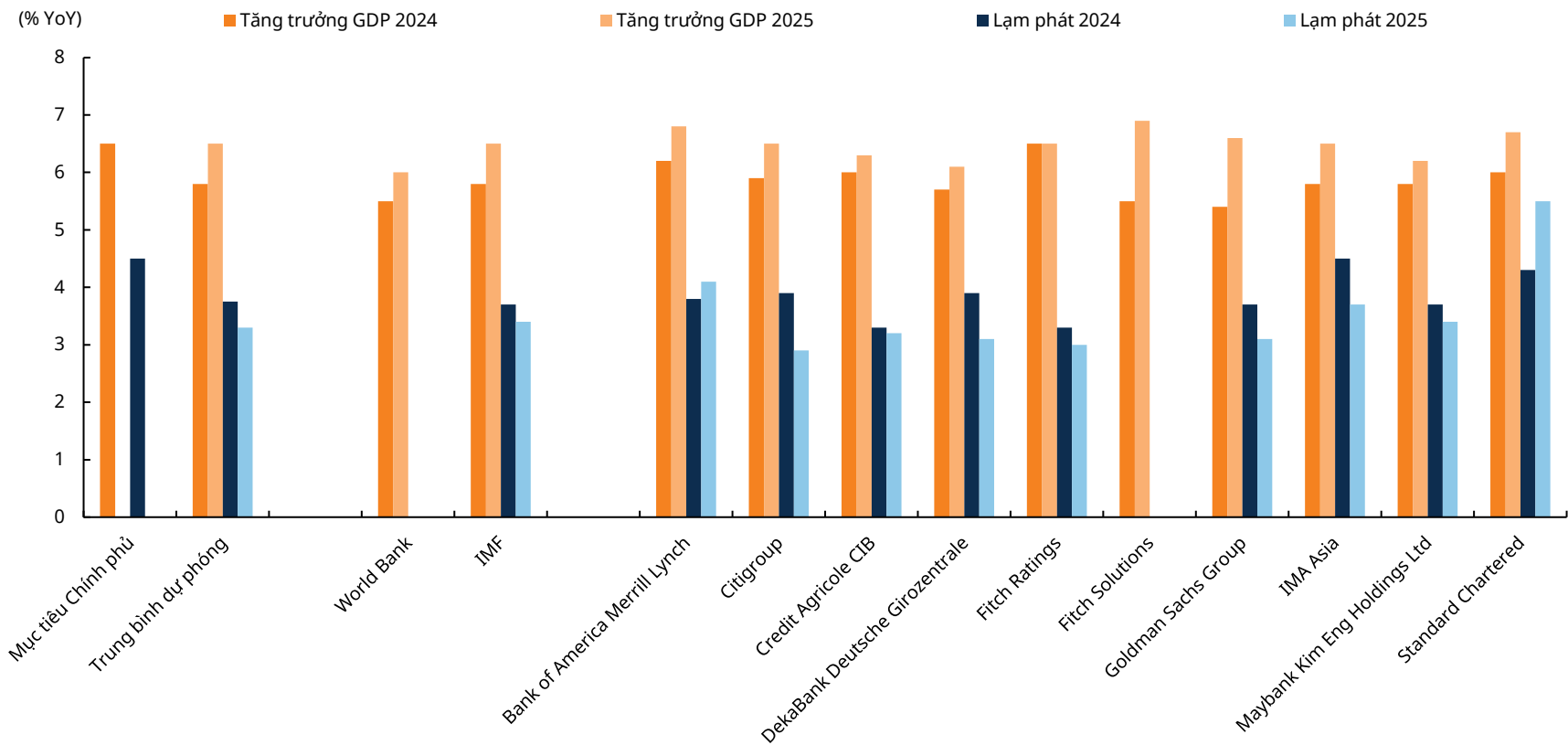
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Tổng Cục thống kê (GSO)

① Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Triển vọng kinh tế 2024

- Chính phủ vẫn giữ nguyên mục tiêu tăng trưởng GDP ở mức 6–6,5% YoY và lạm phát ở mức 4–4,5% YoY trong 2024, theo Nghị quyết 93/NQ-CP ngày 18/6/2024; trong khi mức kỳ vọng chung lần lượt khoảng 5,8% YoY và 3,8% YoY.
- Chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ tiếp tục trên đà phục hồi trong nửa cuối năm 2024 nhờ vào: 1) Hoạt động sản xuất và xuất khẩu tiếp tục cải thiện nhờ sự phục hồi của nhu cầu trong nước và toàn cầu; 2) tiếp tục thu hút dòng vốn FDI; 3) du lịch dẫn dắt tiêu dùng hồi phục; 4) đầu tư công được đẩy mạnh trong hai quý còn lại. Ngoài ra, các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ cũng đóng vai trò quan trọng cho sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam.

Dự phóng tăng trưởng GDP và CPI của Việt Nam

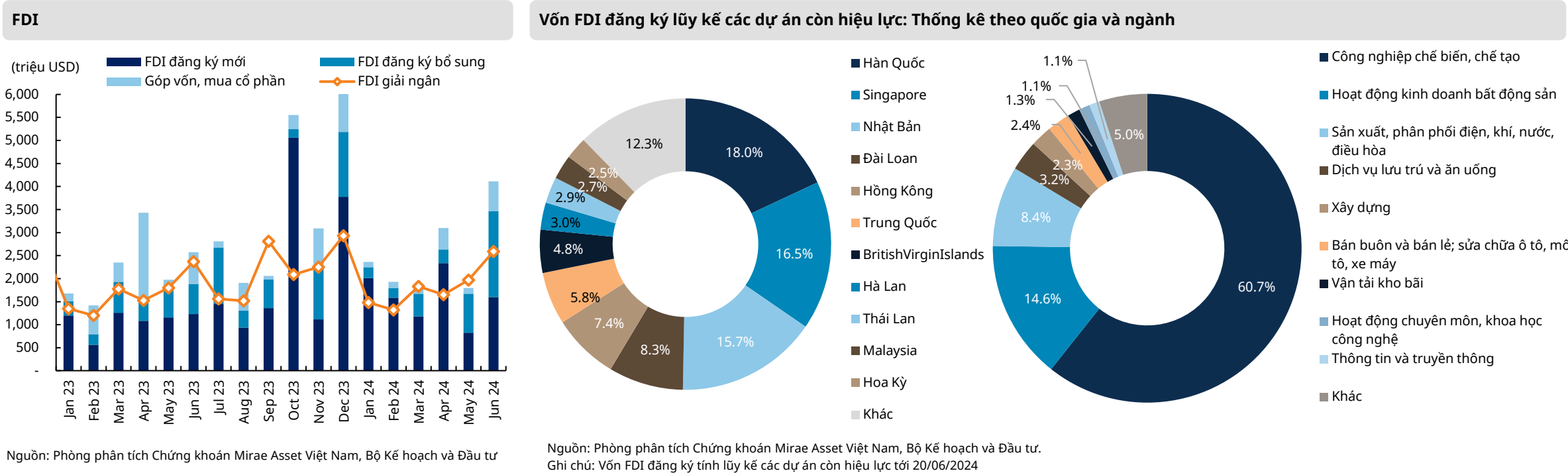


Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

① Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Việt Nam vẫn là điểm đến thu hút dòng vốn FDI

- **Giải ngân FDI tiếp tục tăng trong tháng 6 (+9,3% YoY) và cải thiện 8,2% YoY đạt 10,84 tỷ USD trong nửa đầu năm (so với 2023: +3,5% YoY).**
- **Tổng vốn FDI đăng ký, góp vốn và mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài tăng 13,1% YoY, đạt gần 15,2 tỷ USD trong nửa đầu năm.**
 - Vốn FDI đăng ký mới tăng 46,9% YoY, đạt gần 9,54 tỷ USD;
 - Vốn FDI đăng ký bổ sung tăng ấn tượng trong tháng 6 (+187,2% YoY), tạo đà tăng trưởng tích cực trong nửa đầu năm (+35% YoY; đạt 3,95 tỷ USD);
 - Góp vốn mua cổ phần từ nhà đầu tư nước ngoài vẫn giữ đà giảm trong 6 tháng đầu năm (-57,7% YoY; đạt 1,7 tỷ USD) từ mức nền cao cùng kỳ năm ngoái.
- **Việt Nam thu hút được cơ hội FDI thời gian gần đây:**
 - Công ty Apple có kế hoạch tăng cường đầu tư vào Việt Nam;
 - Phó chủ tịch hãng công nghệ Nvidia của Mỹ đã đến thăm Việt Nam vào tháng 4 để thảo luận về hợp tác về hệ sinh thái bán dẫn và AI;
 - Samsung dự kiến đầu tư thêm 1 tỷ USD mỗi năm tại Việt Nam;
 - Alibaba dự định xây trung tâm dữ liệu tại Việt Nam.
 - Các doanh nghiệp lớn của Hàn Quốc như Hyundai Motor, Lotte, Doosan Enerbility, Hyosung cam kết tiếp tục đầu tư vào Việt Nam.
- **Các dự án FDI lớn trong nửa đầu năm:** Capital Land (Singapore): 661 triệu USD; Trina Solar (Trung Quốc): 454,4 triệu USD; Dự án Tổ hợp công nghệ tế bào quang điện của Gokin Solar (Hong Kong): 274,8 triệu USD; Dự án nhà máy thiết bị điện tử của BOE (Trung Quốc): 275 triệu USD; Dự án nhà máy sợi sinh học Bio-BDO (Butanediol) của Hyosung (Hàn Quốc): 730 triệu USD; Tập đoàn Pandora (Đan Mạch): 150 triệu USD; Dự án Nhà máy FCPV Foxconn Bắc Ninh (Đài Loan): 383 triệu USD; Tập đoàn công nghệ Amkor (Mỹ): 1,07 tỷ USD.

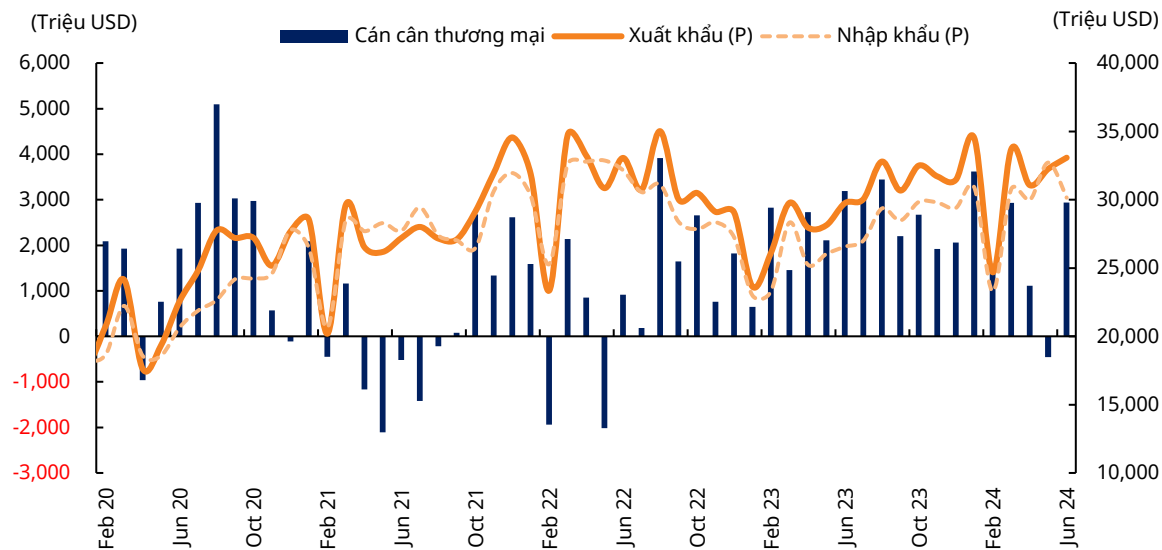


① Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Xuất khẩu tiếp tục hồi phục

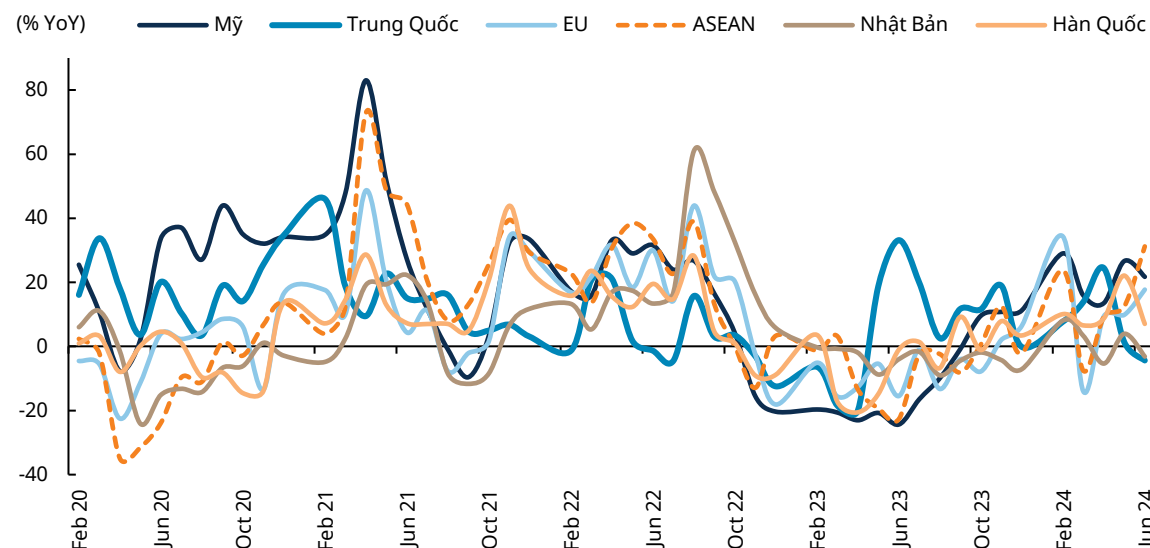
- Trong nửa đầu năm, xuất khẩu (+14,5% YoY) và nhập khẩu (+17% YoY) hồi phục trở lại, sau khi giảm so với cùng kỳ vào năm 2023 (lần lượt là -4,6% YoY và -9,1% YoY), với thặng dư thương mại đạt 11,63 tỷ USD, nhờ vào sự phục hồi của các sản phẩm chủ lực như Máy tính, điện tử và linh kiện (+28,6% YoY) và Điện thoại và linh kiện (+11,3% YoY), Gỗ và sản phẩm gỗ (+22,2% YoY).
- Xuất khẩu có sự phân hóa giữa các đối tác xuất khẩu chính trong nửa đầu năm:
 - Xuất khẩu sang Mỹ (+22,1% YoY), EU (+14,1% YoY), ASEAN (+12,9% YoY) dẫn đầu mức tăng trưởng xuất khẩu; trong khi xuất khẩu sang Trung Quốc (+5,3% YoY) và Nhật Bản (+1,8% YoY) tăng trưởng với tốc độ chậm.
- Động lực phục hồi xuất khẩu trong thời gian tới:
 - Nhập khẩu nguyên liệu đầu vào tăng tốc kể từ tháng 5 và duy trì tốc độ tăng trưởng hai con số trong 6 tháng đầu năm (+17,3% YoY);
 - Nhu cầu cải thiện ở một số thị trường xuất khẩu của Việt Nam trong những tháng gần đây, với chỉ số PMI sản xuất của Mỹ, Trung Quốc, Hàn Quốc, ASEAN và Nhật Bản tăng mạnh trong tháng 5 và tháng 6. Hơn nữa, triển vọng kinh tế của một số đối tác xuất khẩu chính dự kiến sẽ được cải thiện trong nửa cuối năm 2024.

Xuất nhập khẩu hàng tháng của Việt Nam



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ GSO và Tổng cục hải quan
Ghi chú: Dữ liệu xuất nhập khẩu tháng 6 được GSO ước tính và sẽ cập nhật lại.

Tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam theo đối tác thương mại



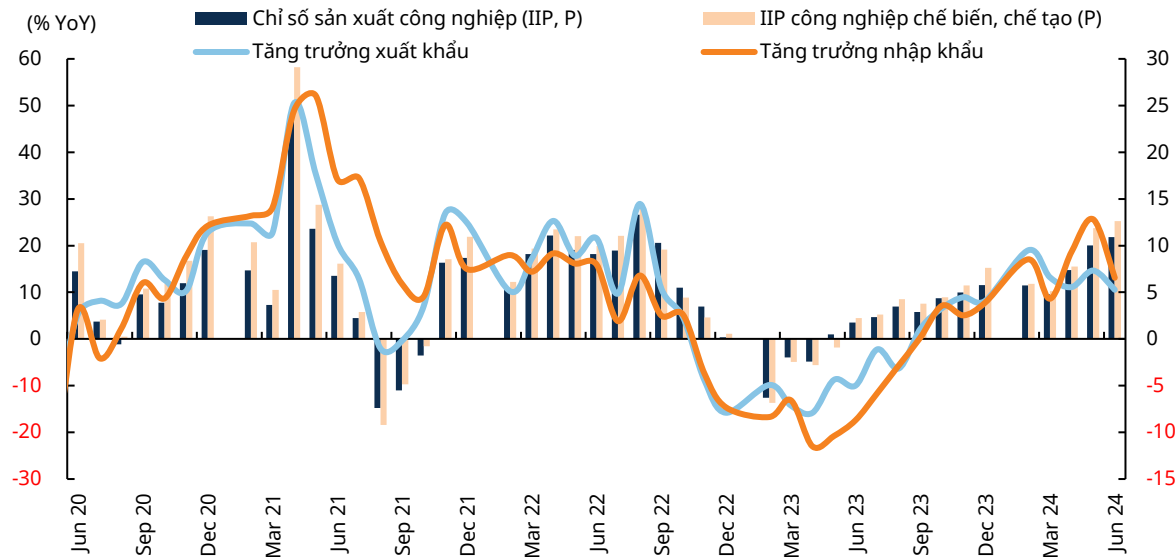
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ GSO và Tổng cục hải quan
Ghi chú: Dữ liệu xuất nhập khẩu tháng 6 được GSO ước tính và sẽ cập nhật lại.

① Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Sản xuất công nghiệp kỳ vọng tiếp tục cải thiện

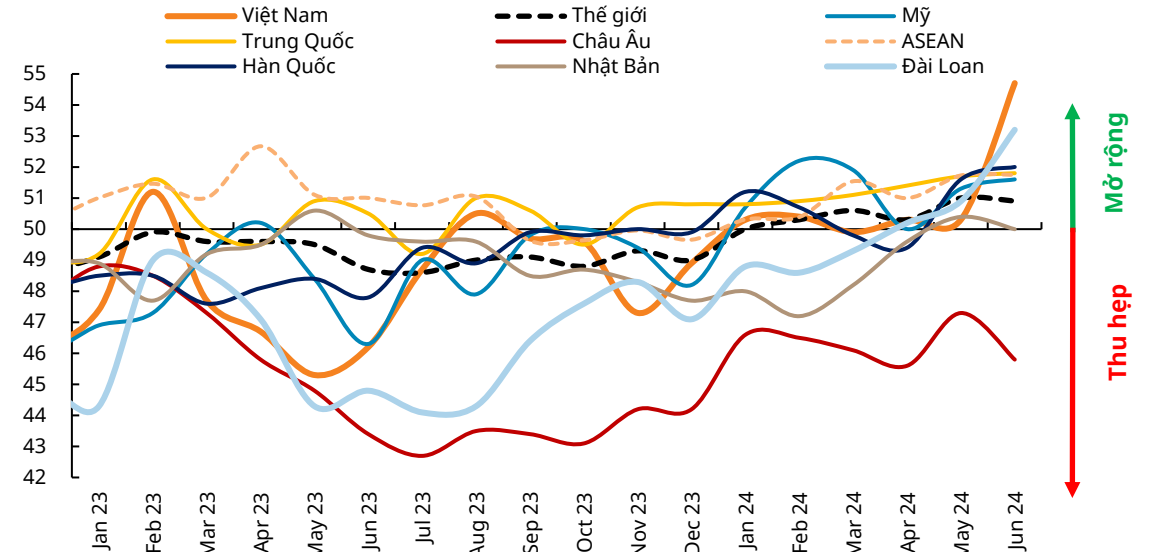
- Chỉ số sản xuất công nghiệp hồi phục vững chắc trong nửa đầu năm (+7,7% YoY, so với 2023: +1,5% YoY), được hỗ trợ bởi IIP Công nghiệp chế biến chế tạo (+8,5% YoY) trong bối cảnh nhu cầu cải thiện ở các đối tác thương mại chính. Thực vậy, chúng tôi thấy rằng IIP của một số sản phẩm xuất khẩu bao gồm Sản phẩm điện tử, máy tính và sản phẩm quang học (+8,6% YoY), Gỗ và sản phẩm gỗ (+12,3% YoY), Dệt may (+12,6% YoY) có tốc độ tăng trưởng cao trong nửa đầu năm. Thêm vào đó, chỉ số PMI của Mỹ, Trung Quốc và ASEAN đều đạt trên ngưỡng 50 điểm trong 6 tháng liên tiếp vừa qua.
 - IIP tiếp tục được cải thiện trong tháng 6 (+10,9% YoY; so với tháng 5: +10% YoY và tháng 4: +7,4% YoY).
- PMI S&P Global sản xuất Việt Nam tăng mạnh lên 54,7 trong tháng 6, cho thấy sức khỏe của ngành được cải thiện hàng tháng thứ ba liên tiếp và các điều kiện kinh doanh mạnh lên đáng kể. Số lượng đơn đặt hàng mới tăng với tốc độ nhanh nhất trong lịch sử, thúc đẩy các công ty tăng cường hoạt động sản xuất và mua hàng, đồng thời tăng số lượng nhân viên lần đầu tiên sau ba tháng.
- Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi duy trì kỳ vọng sản xuất công nghiệp sẽ tiếp tục được cải thiện, nhờ vào: 1) Xuất khẩu tiếp tục cải thiện ở một số đối tác thương mại chính của Việt Nam; 2) Nhập khẩu nguyên liệu đầu vào duy trì tốc độ tăng trưởng hai chữ số trong 6 tháng đầu năm là dấu hiệu tích cực cho sự phục hồi sản xuất trong thời gian tới. Về phía rủi ro, cần theo dõi chặt chẽ các yếu tố như tốc độ tăng trưởng kinh tế yếu hơn kỳ vọng và mức tiêu dùng yếu của các đối tác thương mại chính của Việt Nam.

Chỉ số sản xuất công nghiệp và tăng trưởng xuất nhập khẩu hàng tháng



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ GSO và Tổng cục hải quan
Ghi chú: Dữ liệu IIP và xuất nhập khẩu tháng 6 được GSO ước tính và sẽ cập nhật lại.

Chỉ số PMI sản xuất Việt Nam và các đối tác thương mại lớn



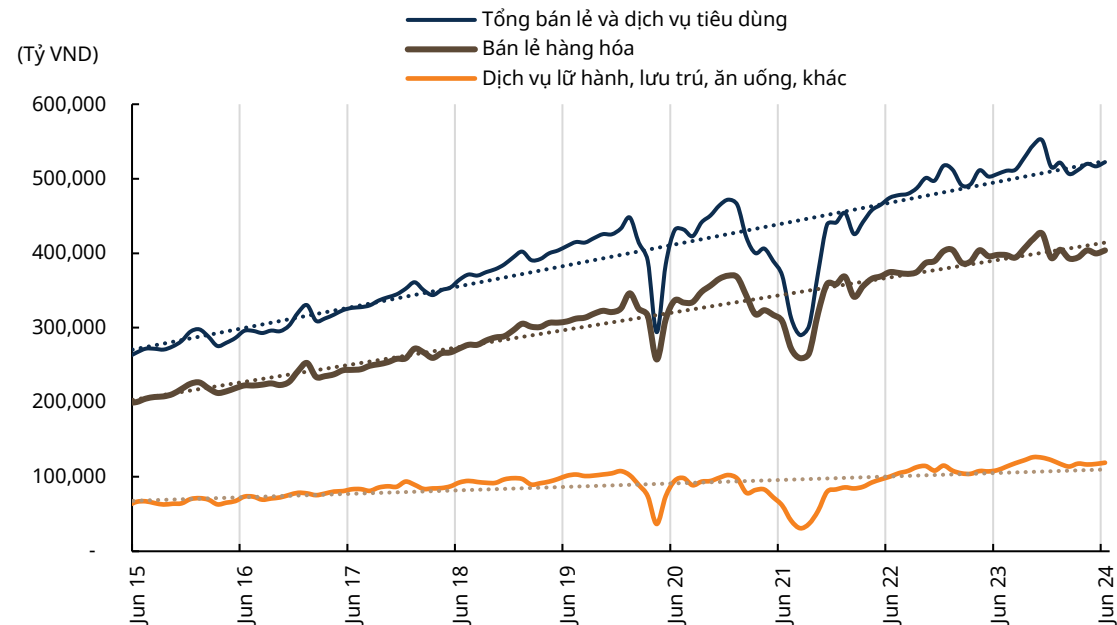
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ S&P Global

① Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Bán lẻ hàng hóa tăng tốc kể từ tháng 5

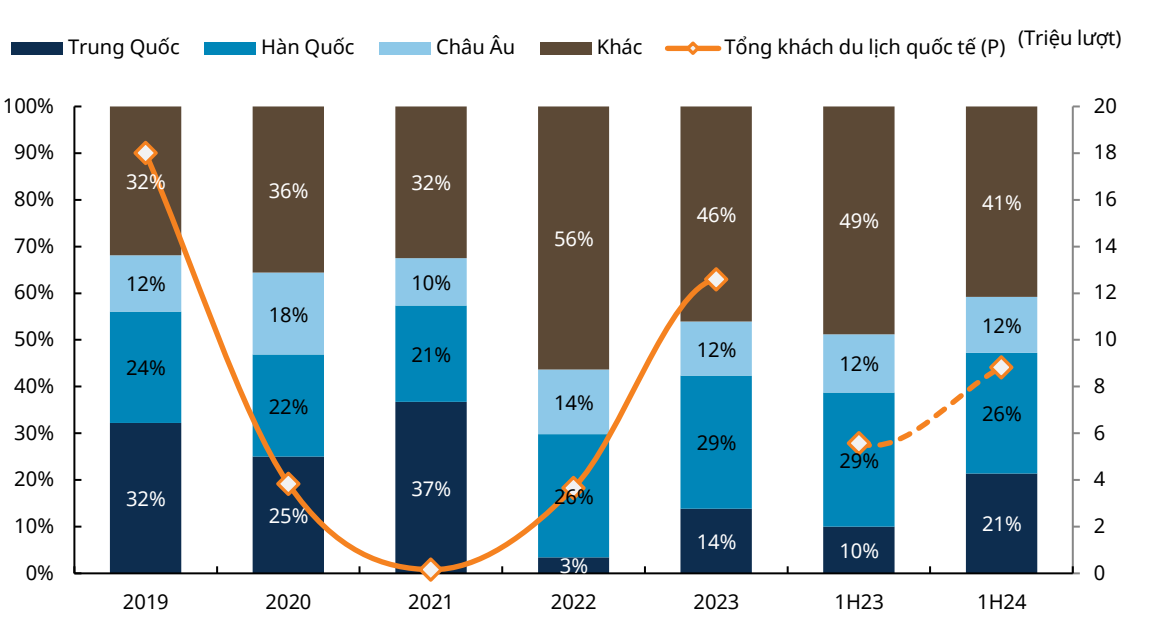
- **Tăng trưởng bán lẻ ổn định trong nửa đầu năm (+8,6% YoY), tuy vậy vẫn chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng của nửa đầu 2023 (1H23: +11,3% YoY).**
 - Bán lẻ hàng hóa (chiếm 77% tổng doanh thu) tăng 7,4% YoY;
 - Dịch vụ lưu trú ăn uống (+15,2% YoY) và dịch vụ lữ hành (+37,1% YoY) là động lực tăng trưởng chính.
 - Số lượng khách du lịch quốc tế vượt mức trước dịch, đạt 8,8 triệu lượt khách trong nửa đầu năm (+4,1% so với 1H19; +58,4% YoY và tương đương 50% mục tiêu năm 2024), chủ yếu nhờ vào sự hồi phục của khách du lịch Hàn Quốc (+9,8%) và Đài Loan (+46,5%) so với cùng kỳ trước dịch. Trong khi số lượng khách du lịch Trung Quốc trong nửa đầu năm giảm 23,8% so với cùng kỳ năm 2019, chiếm 21% tổng lượng khách du lịch (so với tỷ trọng 29% trong 1H19)..
 - Trong khi đó, khách du lịch nội địa tăng 46,2% so với cùng kỳ năm 2019 và tăng nhẹ 3,9% YoY trong 6 tháng đầu năm.
- **Chúng tôi giữ nguyên kỳ vọng về sự hồi phục hơn trong bán lẻ tiêu dùng trong nửa cuối 2024**, nhờ vào: 1) môi trường lãi suất thấp và kinh tế tiếp tục tăng trưởng; 2) tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở mức thấp và mức lương tối thiểu tăng; 3) Nhập khẩu hàng tiêu dùng dần được cải thiện trong nửa đầu năm (+10,7% YoY), cho thấy dấu hiệu tích cực về tiêu dùng trong nước trong các tháng tới; 4) các chính sách kích cầu nhằm thúc đẩy du lịch và sự phục hồi của ngành du lịch; 5) giảm thuế GTGT xuống 8% được gia hạn đến hết năm 2024. Tuy nhiên, lạm phát gia tăng có thể ảnh hưởng tới sức mua của người tiêu dùng là yếu tố cần chú ý.

Doanh thu bán lẻ



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ GSO
Ghi chú: Dữ liệu bán lẻ tháng 6 được GSO ước tính và sẽ cập nhật lại

Số lượt khách du lịch quốc tế của Việt Nam



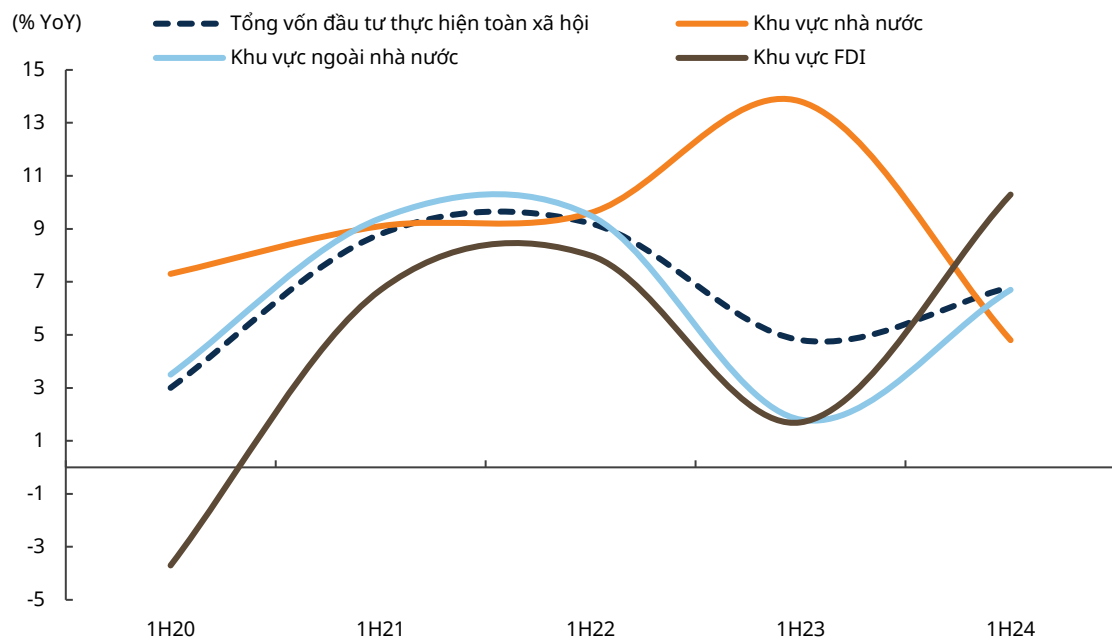
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ GSO

① Kinh tế vĩ mô Việt Nam

Đầu tư công sẽ được thúc đẩy trong những tháng tới

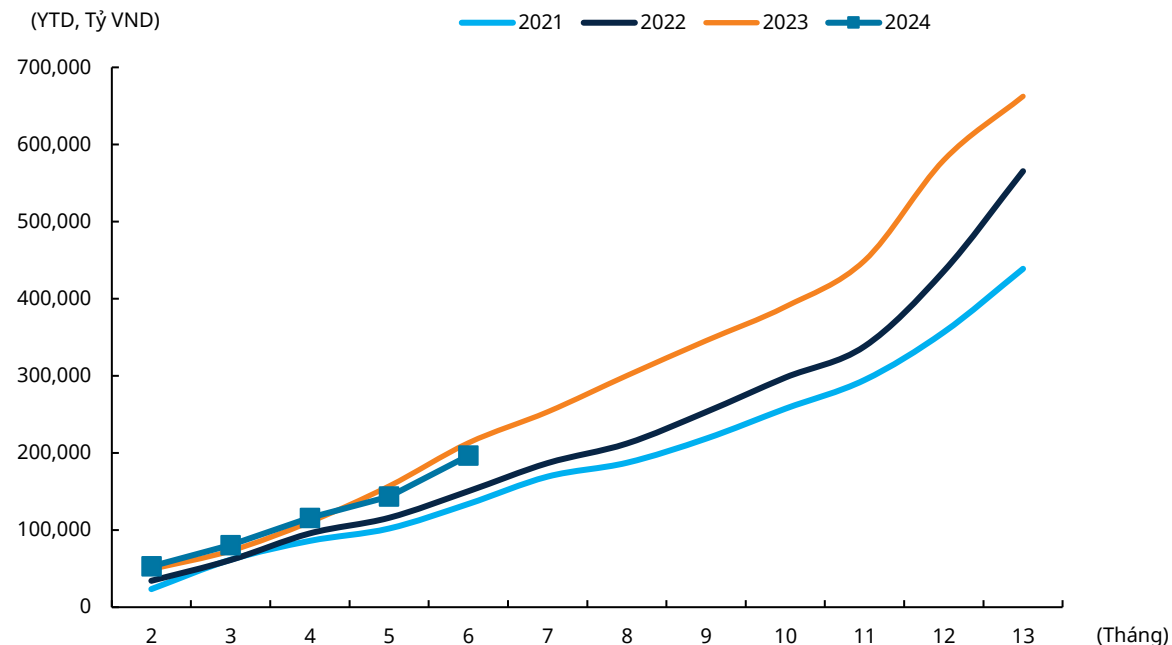
- **Kế hoạch đầu tư công được Thủ tướng Chính phủ giao cho năm 2024 là 669,3 nghìn tỷ đồng**, tăng nhẹ 1% so với mức nền cao trong 2023 (662,6 nghìn tỷ đồng; +17,2% YoY). Tuy nhiên, **trong 6 tháng đầu năm, giải ngân vốn đầu tư công giảm 7,7% YoY, đạt 196,7 nghìn tỷ đồng**, chỉ bằng 27,5% tổng kế hoạch vốn và **29,4% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao**. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng việc giải ngân vốn đầu tư công sẽ được đẩy mạnh trong những tháng tới trong năm. Theo tính toán của chúng tôi, để đạt 95% đến 100% kế hoạch Thủ tướng giao, bình quân trong 7 tháng còn lại cần giải ngân ít nhất 62,3 đến 67,1 nghìn tỷ đồng mỗi tháng (cao gấp 1,9 đến 2,0 lần so với mức trung bình giải ngân trong 1H24).
- Xét về động lực tăng trưởng GDP, theo dữ liệu từ Tổng cục Thống kê, **vốn đầu tư thực hiện từ ngân sách nhà nước chỉ tăng 4,8% YoY trong 1H24 (so với +13,8% YoY trong 1H23)**. Vì vậy, chúng tôi tin rằng vẫn còn dư địa để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP cả năm 6,5% YoY từ vốn đầu tư Nhà nước.
- **Một số dự án lớn trong giai đoạn 2023–2026** gồm có Sân bay quốc tế Long Thành, Đường vành đai 3 TP.HCM, Đường vành đai 4 Hà Nội, Cao tốc Dầu Giây-Liên Khương, Cao tốc Châu Đốc-Cần Thơ-Sóc Trăng, Cao tốc Khánh Hòa-Buôn Ma Thuột. Trong đó, hoạt động xây dựng Cảng hàng không quốc tế Long Thành hiện đang theo đúng tiến độ Chính phủ đề ra.

Vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội



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

Giải ngân vốn đầu tư công



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

① Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Áp lực lạm phát cần theo dõi chặt chẽ trong những tháng sắp tới

- CPI tiếp tục đà tăng trong tháng 6 (+4,3% YoY)**, mặc dù đã giảm nhẹ so với CPI tháng 5 và tháng 4 (+4,4% YoY). Trong đó, chủ yếu do thịt lợn tăng dẫn đến CPI lương thực, thực phẩm tăng vọt (+4,7% YoY). Ngoài ra, giá dịch vụ y tế tăng theo Thông tư 22/2023/TT-BYT của Bộ Y tế khiến CPI Y tế tăng (+8% YoY) trong tháng 6. Trong khi đó, **CPI cơ bản tiếp tục xu hướng giảm trong tháng 6 (+2,6% YoY)**.
- Trung bình nửa đầu năm 2024, CPI và CPI cơ bản tăng lần lượt 4,1% YoY và 2,8% YoY, vẫn nằm trong phạm vi mục tiêu 4–4,5% của chính phủ năm 2024.
- Áp lực lạm phát cần được chú ý trong những tháng tới khi tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ tăng tốc** (mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao trong năm 2024 khoảng 15% YoY, trong khi tăng trưởng tín dụng so với đầu năm ước đạt chỉ 2,41% tính tới cuối tháng 5 và 3,79% tính tới 14/6). Ngoài ra, lạm phát sẽ tiếp tục bị áp lực bởi các yếu tố: 1) tăng 30% lương cơ sở cho công chức, viên chức có hiệu lực từ ngày 1/7/2024; 2) khả năng điều chỉnh giá một số chi phí trong 2024 như học phí, giá điện, giá khám chữa bệnh và khung giá một số dịch vụ của ngành vận tải; 3) nhập khẩu lạm phát trong bối cảnh Việt Nam đồng suy yếu.
- Ngược lại, các yếu tố khác giúp giảm bớt lạm phát trong năm 2024: 1) một số chính sách hỗ trợ về thuế sẽ tiếp tục được áp dụng trong năm 2024, như cắt giảm thuế bảo vệ môi trường đối với xăng dầu và giảm thuế VAT; 2) tiêu dùng tăng trưởng chậm; 3) Yêu cầu có kịch bản điều hành giá điện, giá dịch vụ y tế, giáo dục trước ngày 30/6; từ đó giúp cơ quan chức năng chủ động hơn trong việc kiểm soát lạm phát trong 2H24.

Chỉ số lạm phát Việt Nam																					
Lạm phát (% YoY)	Tỷ trọng	Xu hướng	2023												2024						
			T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T1	T2	T3	T4	T5	T6	Trung bình
CPI			4.9	4.3	3.4	2.8	2.4	2.0	2.1	3.0	3.7	3.6	3.4	3.6	3.4	4.0	4.0	4.4	4.4	4.3	4.1
CPI cơ bản			5.2	5.0	4.9	4.6	4.5	4.3	4.1	4.0	3.8	3.4	3.2	3.0	2.7	3.0	2.8	2.8	2.7	2.6	2.8
Lương thực thực phẩm	33.6%		6.1	4.3	4.0	3.6	3.6	3.3	2.6	2.3	2.9	2.8	3.0	2.9	2.3	4.2	4.0	4.3	4.5	4.7	4.0
Nhà ở và vật liệu xây dựng	18.8%		6.9	7.9	6.7	5.2	6.4	6.5	6.5	7.1	7.3	6.9	5.9	5.7	6.4	4.9	4.9	6.0	5.3	5.6	5.5
Giao thông	9.7%		0.1	-0.2	-4.9	-3.9	-8.9	-12.0	-9.3	-0.3	3.2	3.9	1.6	2.6	1.6	2.6	2.7	4.2	5.6	3.0	3.3
Thiết bị và đồ dùng gia đình	6.7%		2.9	2.7	2.7	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8	1.8	1.7	1.5	1.4	1.1	1.3	1.2	1.4	1.3	1.2	1.3
Giáo dục	6.2%		11.6	10.4	8.4	6.0	5.7	5.7	5.6	5.0	7.2	7.1	8.2	8.4	8.4	8.6	10.1	8.3	8.1	8.0	8.6
May mặc, mũ nón và giày dép	5.7%		2.8	2.6	2.5	2.3	2.2	2.2	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0	1.8	1.4	1.6	1.6	1.8	1.7	1.5	1.6
Thuốc và dịch vụ y tế	5.4%		0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5	3.4	5.5	6.5	6.5	6.5	7.4	7.4	8.0	7.1
Văn hoá, giải trí và du lịch	4.6%		5.3	4.7	4.7	3.0	2.5	2.3	1.7	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2	0.9	1.7	1.5	1.9	2.0	2.3	1.7
Bưu chính viễn thông	3.1%		-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.5	-0.6	-0.9	-1.1	-1.3	-1.3	-1.4	-1.4	-1.4	-1.5	-1.5	-1.5	-1.4	-1.2	-1.4
Đồ uống và thuốc lá	2.7%		4.4	3.8	3.7	3.6	3.4	3.2	3.0	3.1	3.0	2.8	2.8	2.5	1.7	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5

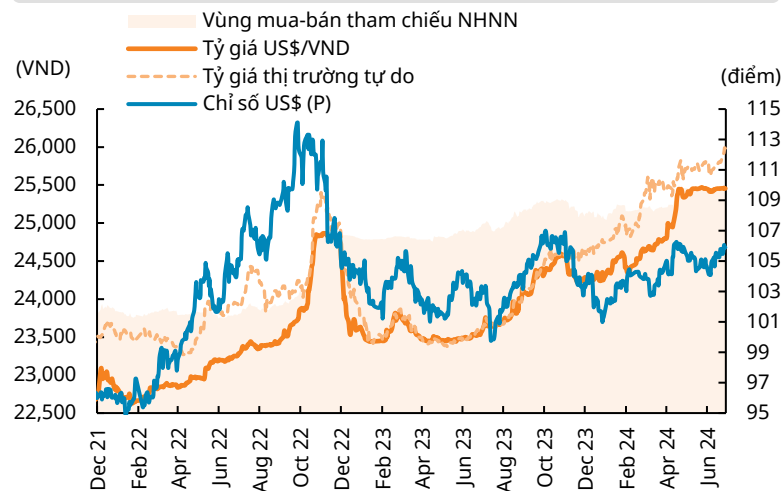
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Tổng Cục thống kê
Lưu ý: Chỉ số lạm phát cơ bản được tính toán bằng phương pháp loại bỏ trực tiếp 16 nhóm hàng lương thực, thực phẩm tươi sống, năng lượng và giá do Nhà nước quản lý.

② Kinh tế vĩ mô Việt Nam (Tiếp theo)

Chiến lược giải tỏa áp lực trong ngắn hạn của NHNN trước thêm cắt lãi suất đến từ Fed

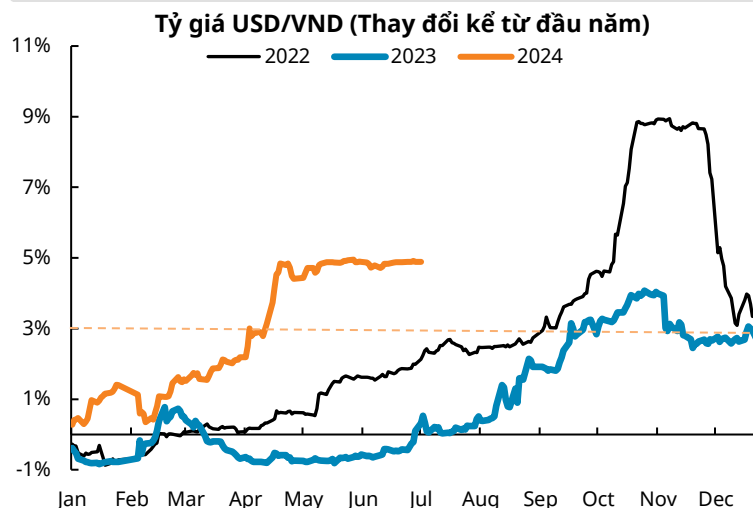
- Trong tháng 6, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) tiếp tục rút 121,6 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động thị trường mở (OMO), với lãi suất phát hành tăng lên 4,5%, tăng 25 điểm cơ bản kể từ ngày 26/06. Đáng chú ý, NHNN đồng thời giảm thời gian đáo hạn đối với các khoản tín phiếu từ 28 ngày về 14 ngày kể từ 24/06 để gia tăng tính linh hoạt trong hoạt động điều hành thanh khoản. Đồng thời, NHNN đã bơm gần 33,9 nghìn tỷ đồng trở lại hệ thống thông qua hợp đồng mua lại đảo ngược (RRP), với lãi suất phát hành được duy trì ở mức 4,5%.
- Tính đến cuối tháng 6, tỷ giá niêm yết bán của Vietcombank ghi nhận ở mức 25.473 đồng, đánh dấu mức mất giá kể từ đầu năm là 4,31%, không có sự thay đổi đáng kể so với tháng trước và đồng thời được duy trì quanh vùng giá bán can thiệp của NHNN tại 25.450 trong khi mức chênh lệch giữa tỷ giá bán tại VCB so với biên độ 5% tính từ tỷ giá trung tâm niêm yết bởi NHNN được giữ ở mức cận 0 kể từ cuối tháng 4. Đồng thời, chúng tôi cũng nhận thấy tỷ giá trên thị trường tự do đã có lúc vượt qua mốc 26.000 đồng vào ngày 27/06; báo hiệu có khả năng các hoạt động đầu cơ đang được diễn ra trong bối cảnh các quan chức tại Fed bày tỏ quan điểm có phần “diều hâu” hơn kỳ vọng chung cùng với dự kiến sẽ có ít lần cắt lãi suất hơn trong năm 2024 và đồng đô la Mỹ sẽ trở nên mạnh hơn trong thời gian tới.
- Về triển vọng cắt lãi suất đến từ Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (Fed), Bản Tóm tắt Dự báo Kinh tế đến từ Fed được công bố vào tháng 6 cho thấy dự kiến sẽ có khoảng một lần cắt lãi suất trong năm 2024, tương ứng với 25 điểm cơ bản. Tuy nhiên, kỳ vọng của thị trường cho thấy có khả năng rằng sẽ có thêm một lần cắt nữa nếu dữ liệu kinh tế vĩ mô từ tháng 7 và tháng 8 có thể hỗ trợ quyết định này. Mặc dù vậy, việc chỉ ghi nhận từ một hoặc hai lần cắt lãi suất đến từ Fed trong nửa cuối năm 2024 khó có thể tạo ra ảnh hưởng đáng kể đến bối cảnh đang căng thẳng của tỷ giá do sự chênh lệch lãi suất đáng kể giữa USD và VNĐ. Do đó, chúng tôi dự kiến áp lực tỷ giá sẽ tiếp tục duy trì, dù sẽ có phần ít căng thẳng hơn so với đầu năm. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam có khả năng kéo dài chiến lược bán giao ngay USD từ dự trữ ngoại hối, điều chỉnh dần lãi suất cơ bản thông qua việc phát hành tín phiếu và hợp đồng mua lại đảo ngược (Reverse Repos) trong khi chờ đợi dòng vốn ngoại vào Việt Nam tương tự như giai đoạn cuối năm 2023, cũng như kỳ vọng sự giảm tốc của dòng vốn chảy ra khi Fed nới lỏng chính sách tiền tệ.

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



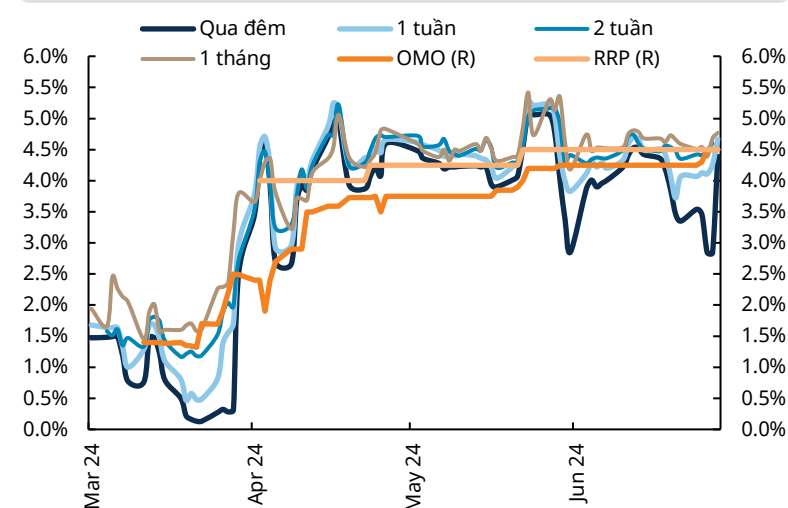
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, Dữ liệu từ Bloomberg, FiinPro, NHNN, cập nhật tới 28/06/2024

NHNN bán USD giao ngay để giảm áp lực tỷ giá



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 28/06/2024

Lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức cao so với tháng 3



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, Dữ liệu từ FiinPro, NHNN, cập nhật tới 28/06/2024

② Thị trường chứng khoán Việt Nam

Thị trường chứng khoán Việt Nam và những sự kiện nổi bật













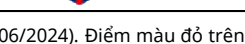




Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ ngày 01/02/2023 đến ngày 28/06/2024.

③ Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Kỳ vọng về việc cắt lãi suất sớm đến từ Fed đã củng cố cho đà tăng trong nửa đầu năm 2024 tại các chỉ số chứng khoán chính

- Nhìn lại về diễn biến giao dịch của quý 2 và bức tranh tổng thể của nửa đầu năm 2024, thị trường Việt Nam đã bắt đầu xuất hiện dấu hiệu chốt lời, mặc dù duy trì được phần nào mức tăng ấn tượng của 3 tháng đầu năm 2024. Các tin tức tích cực đến từ bức tranh lợi nhuận của quý 1 năm 2024 đã được chiết khấu vào giá, trong khi triển vọng cho quý 2 năm 2024 nhìn chung có phần ảm đạm hơn. Điều này chủ yếu đến từ diễn biến tăng trưởng tín dụng vẫn chưa có dấu hiệu tăng tốc trong phần lớn thời gian của 6 tháng đầu năm và điều này có khả năng sẽ gây áp lực lên lợi nhuận của ngành ngân hàng trong quý 2, từ đó hạn chế sự tăng trưởng lợi nhuận tổng thể của VN-Index.
- Các động lực chính đằng sau hiệu suất giao dịch của nửa đầu năm 2024:** Điểm chung cho đà bứt phá trong nửa đầu năm 2024 có lẽ là kỳ vọng vào đầu năm 2024 rằng Cục Dự trữ Liên bang (Fed) sẽ cắt lãi suất sớm, với đợt cắt đầu tiên dự kiến vào tháng 3. Tuy nhiên, lạm phát đột ngột bật tăng vào tháng 3 tại Mỹ đã nhanh chóng thu hẹp kỳ vọng ban đầu của thị trường. Mặc dù lạm phát có dấu hiệu hạ nhiệt vào tháng 4 và tháng 5, nhưng nhìn chung vẫn chưa thể gia tăng sự tự tin cho các quan chức tại Fed để xem xét thay đổi lập trường của mình. Sự đồng thuận giữa các quan chức Fed, như được phản ánh trong Báo cáo Tóm tắt về Dự báo Kinh tế công bố vào tháng 6, cho thấy có khả năng sẽ chỉ có một đợt cắt lãi suất vào năm 2024.

Thị trường	Chỉ số	Giá đóng cửa	Vốn hóa (tỷ USD)	Vốn hóa 1 năm gần nhất	Biến động vốn hóa theo USD					LTM		
					1 tháng	3 tháng	6 tháng	9 tháng	1 năm	P/E (x)	EY (%)	ROE (%)
Việt Nam	VNINDEX	1,245	200		-1.5%	-5.2%	6.5%	5.4%	5.7%	15.4	6.5	12.1
MSCI thị trường phát triển	MXWO	3,512	72,829		2.2%	1.3%	9.2%	20.5%	15.4%	22.0	4.5	14.1
MSCI thị trường mới nổi	MXEF	1,086	20,785		0.0%	0.7%	1.9%	6.0%	4.8%	15.7	6.4	10.6
MSCI thị trường cận biên	MXFM	523	388		-0.4%	-2.0%	0.5%	3.7%	26.3%	11.4	8.8	14.2
Mỹ	SPX	5,460	47,820		4.7%	4.2%	14.6%	27.7%	23.2%	25.6	3.9	17.9
Nhật	NKY	39,583	4,528		0.4%	-4.6%	5.5%	14.5%	12.2%	25.4	3.9	8.3
Trung Quốc	SHCOMP	2,967	6,267		-4.3%	-2.2%	-1.0%	-1.8%	-3.7%	14.0	7.1	8.6
Đài Loan	TWSE	23,032	2,261		7.9%	12.0%	21.8%	41.8%	32.6%	25.4	3.9	10.6
Hàn Quốc	KOSPI	2,798	1,601		5.9%	-0.3%	0.9%	14.2%	7.3%	16.5	6.0	5.7
Ấn Độ	SENSEX	79,033	1,873		6.9%	6.6%	9.9%	20.8%	20.7%	24.7	4.1	15.7
Indonesia	JCI	7,064	741		0.0%	0.4%	-2.5%	11.3%	17.3%	16.8	5.9	7.9
Thái Lan	SET	1,301	437		-3.9%	-6.5%	-13.6%	-11.2%	-16.0%	15.6	6.4	7.4
Singapore	STI	3,333	371		-0.1%	2.5%	-1.9%	1.8%	0.2%	12.2	8.2	9.5
Malaysia	FBMKLCI	1,590	235		-0.9%	4.4%	6.5%	12.1%	14.7%	15.1	6.6	9.0
Philippines	PCOMP	6,412	152		0.8%	-10.2%	-5.9%	-3.0%	-9.3%	11.8	8.5	12.2

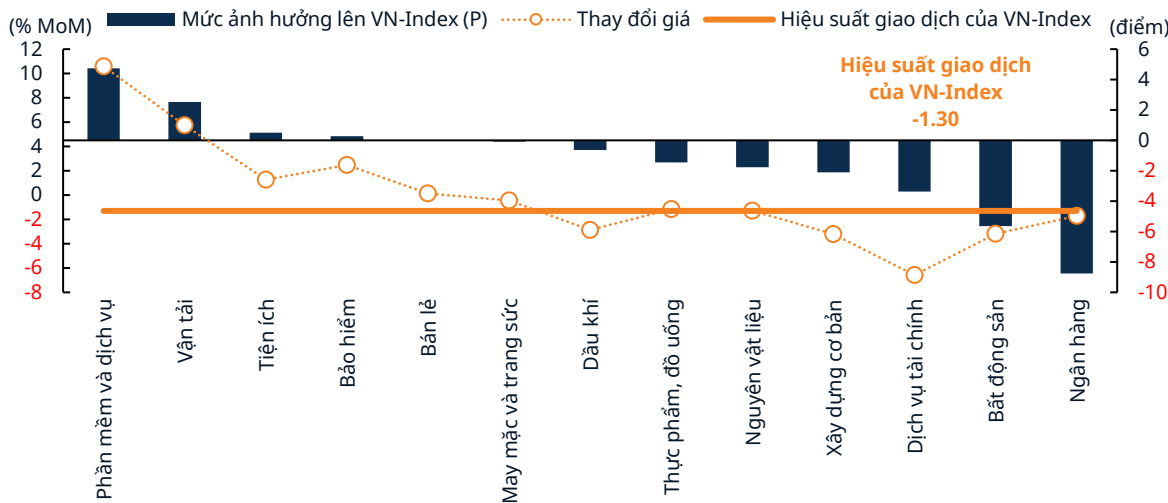
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 28/06/2024). Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng vốn hóa là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.

③ Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Thị trường hạ nhiệt sau đà bứt phá của 3 tháng đầu năm

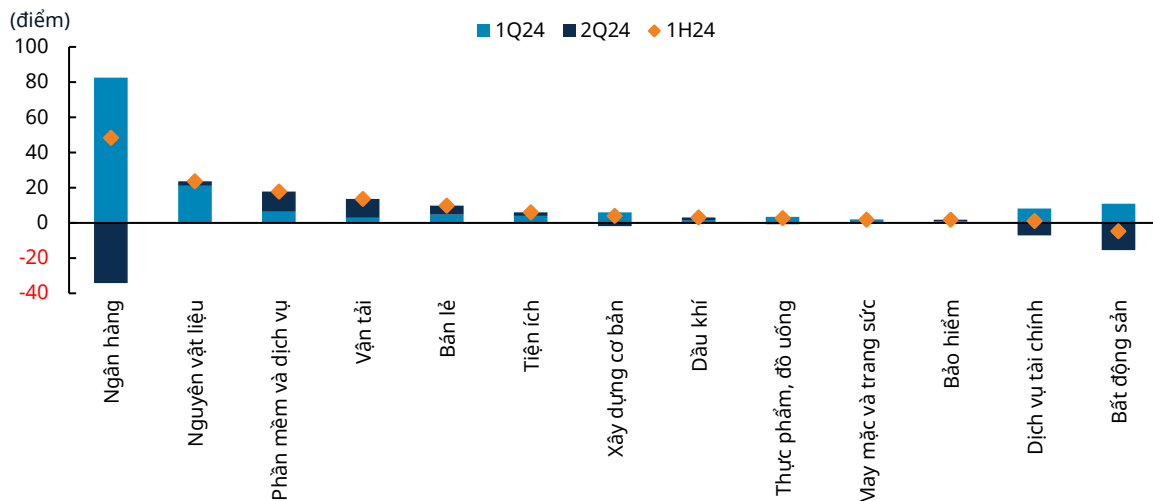
- VN-Index giảm 16,4 điểm (-1,3% MoM) trong tháng 6, đóng cửa ở mức 1.245,32 và kéo dài đà giảm điểm trong quý 2 lên gần 39 điểm (-3,02% QoQ).
- Sau ba tuần giảm liên tiếp trong tháng 6, VN-Index vẫn chưa sẵn sàng vượt qua ngưỡng tâm lý 1.300 điểm. Thay vào đó, hoạt động giao dịch ngày càng trở nên tập trung vào từng ngành cụ thể khi thị trường đã chiết khấu tất cả tin tức tích cực từ quý trước, trong khi thiếu đi các yếu tố mới để thúc đẩy đà tăng.
- **Bức tranh lợi nhuận tích cực trong quý 1:** Tăng trưởng lợi nhuận quý 1 năm 2024 của VN-Index phần lớn được thúc đẩy bởi ngành Ngân hàng khi đóng góp hơn 56% tổng lợi nhuận. Các tín hiệu tích cực cũng được ghi nhận ở một số nhóm ngành khác như Vật liệu (đặc biệt là Thép với HPG), Vận tải (HVN) và Bán lẻ (MWG), tất cả đều cho thấy sự cải thiện trong tăng trưởng lợi nhuận đáng kể so với cùng kỳ. Tuy nhiên, diễn biến này khó có thể tiếp tục trong quý 2 năm 2024 do: (1) Tăng trưởng tín dụng chậm hơn dự kiến trong 6 tháng đầu năm 2024; (2) Tỷ lệ nợ xấu cao hơn dự kiến mặc dù Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã phê duyệt gia hạn Thông tư 02 về cơ cấu lại nợ vào nửa cuối năm 2024 để giảm áp lực trích lập dự phòng. Do đó, tăng trưởng lợi nhuận của ngành Ngân hàng trong quý 2 dự kiến sẽ gặp nhiều thách thức, có thể ảnh hưởng đến EPS toàn thị trường và gây sức ép lên đà tăng điểm chung của thị trường.
- **Nỗ lực nâng hạng thị trường chứng khoán:** Bộ Tài chính và Chính phủ đã chủ động giải quyết các nút thắt của thị trường, như hệ thống giao dịch KRX và các giải pháp không yêu cầu ký quỹ trước giao dịch (pre-funding). Tuy nhiên, việc trì hoãn việc vận hành hệ thống KRX, cùng với lộ trình không chắc chắn, đã làm giảm kỳ vọng của nhà đầu tư về việc đáp ứng kịp thời các tiêu chí nâng hạng của FTSE trong kỳ đánh giá tháng 9 sắp tới. Các dự thảo sửa đổi quy định liên quan đến hoạt động giao dịch và môi giới, nhằm giải quyết các vấn đề liên quan đến giao dịch không yêu cầu ký quỹ trước cho các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài, dự kiến sẽ được hoàn thiện vào tháng 7.
- **Kỳ vọng về các bộ luật mới:** Chúng tôi nhận thấy thị trường vẫn đang lạc quan về việc triển khai sớm bốn luật chính: Luật Nhà ở 2023, Luật Kinh doanh Bất động sản 2023, Luật Đất đai 2024 và Luật Các tổ chức tín dụng 2024. Tuy nhiên, chỉ có Luật Các tổ chức tín dụng 2024 được phê duyệt triển khai sớm từ 01/07/2024 trong khi dự thảo phê duyệt cho ba luật liên quan đến bất động sản chỉ vừa được trình Quốc hội xem xét tại kỳ họp thứ bảy và dự kiến sẽ có hiệu lực từ ngày 1/8/2024.

Đánh giá diễn biến tháng 6: Tín hiệu suy yếu tiếp tục kéo dài đối với ngành Ngân hàng và BĐS



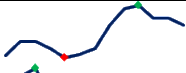










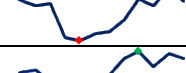
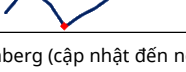


Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 28/06/2024

FPT (Phần mềm & Dịch vụ) và HVN (Vận tải) trở thành những cổ phiếu dẫn dắt thị trường



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 28/06/2024

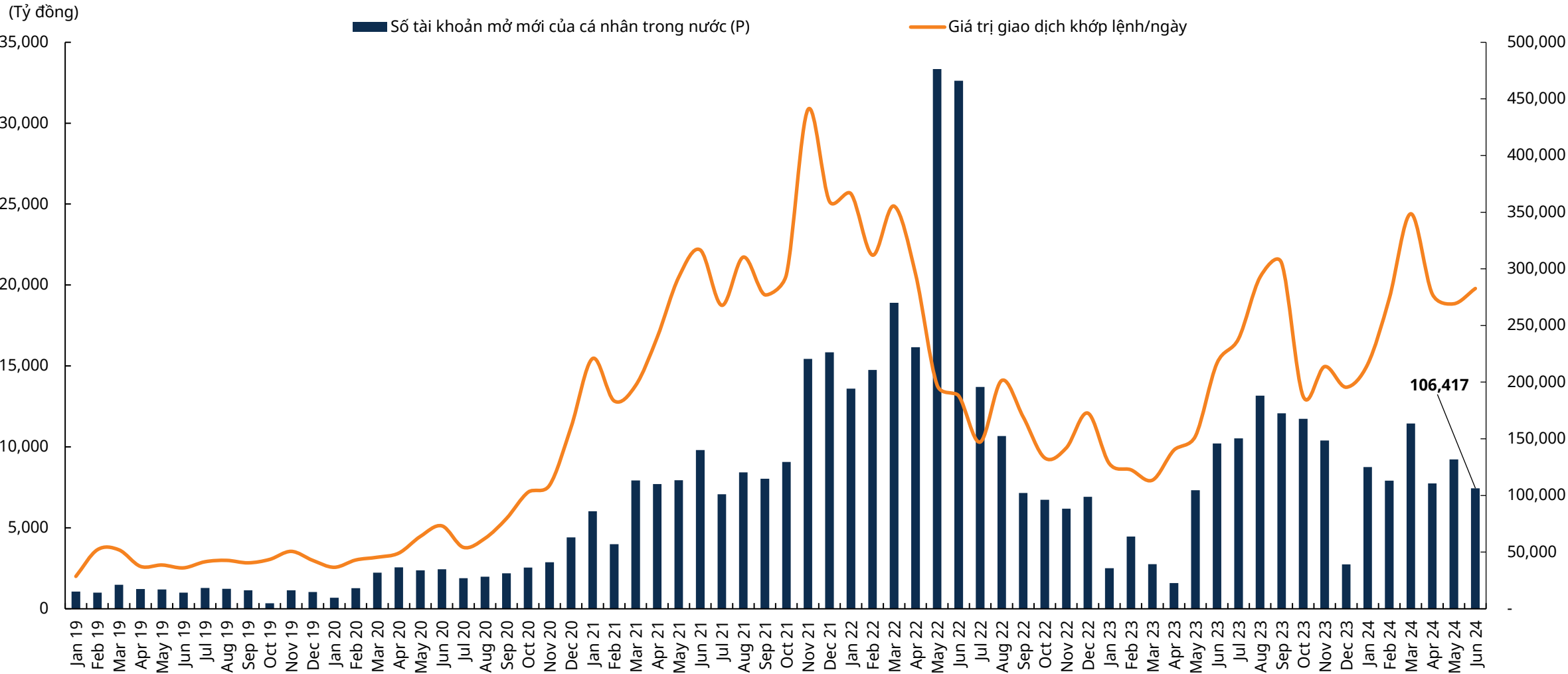
③ Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Hiệu suất giao dịch theo nhóm ngành trong tháng 6																			
Phân ngành GICS	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tỷ trọng vốn hóa	Vốn hóa 1 năm gần nhất	Biến động giá					Tăng trưởng LNST (YoY)						Tăng trưởng LNST (YoY)				
				1 tháng	3 tháng	6 tháng	9 tháng	1 năm	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Ngân hàng	1,911,342	37.6%		-2.5%	-7.8%	11.1%	10.9%	14.9%	30.7%	16.2%	32.5%	35.8%	4.3%	16.9%	-2.4%	1.6%	-0.6%	24.2%	10.0%
Bất động sản	663,521	13.1%		-3.2%	-11.3%	-5.8%	-8.2%	-13.1%	39.0%	-0.3%	8.5%	-2.3%	-7.7%	13.5%	34.4%	57.9%	-40.4%	-34.2%	-34.3%
Nguyên vật liệu	487,753	9.6%		-1.7%	2.0%	24.3%	29.6%	36.4%	-10.5%	55.2%	117.3%	-49.4%	-42.9%	23.8%	-81.5%	-68.0%	246.3%	593.5%	94.7%
Thực phẩm, đồ uống	433,189	8.5%		-1.9%	-0.1%	2.1%	-5.6%	-4.5%	-1.1%	-12.3%	29.3%	-21.9%	-19.0%	14.5%	-52.9%	-21.6%	-19.9%	132.8%	33.6%
Tiện ích	321,336	6.3%		-0.2%	2.4%	9.1%	-3.7%	4.5%	13.3%	-19.9%	12.5%	47.5%	-29.1%	-7.2%	-5.6%	-27.8%	-49.8%	-25.8%	-55.8%
Vận tải	238,805	4.7%		4.9%	22.9%	39.8%	45.5%	48.5%	-17.9%	-165.5%	-7.7%	24.1%	126.5%	27.2%	7944.5%	375.5%	14.0%	94.1%	411.6%
Xây dựng cơ bản	236,717	4.7%		-3.8%	-3.0%	9.2%	15.6%	21.9%	-3.4%	3.6%	19.0%	-42.7%	7.0%	44.6%	-54.1%	-18.9%	1.8%	1915.4%	49.3%
Phần mềm và dịch vụ	204,717	4%		10.4%	29.7%	54.6%	61.4%	98.5%	19.3%	13.3%	23.6%	22.1%	21.7%	11.3%	20.0%	19.3%	19.2%	29.6%	20.0%
Dịch vụ tài chính	189,209	3.7%		-6.9%	-12.3%	7.2%	13.9%	40.0%	-22.8%	38.3%	149.9%	-52.8%	49.9%	16.1%	-55.0%	126.8%	160.3%	545.0%	90.6%
Bán lẻ	123,494	2.4%		1.6%	19.8%	46.3%	28.2%	52.1%	20.1%	0.2%	41.0%	-8.2%	-93.2%	657.6%	-93.2%	-106.1%	-86.6%	-83.1%	710.1%
Dầu khí	83,819	1.6%		-4.0%	4.5%	13.7%	8.4%	12.2%	5.5%	-57.8%	81.9%	-41.6%	91.3%	-26.2%	160.4%	2546.1%	118.1%	-41.1%	29.0%
May mặc và trang sức	57,827	1.1%		1.0%	-1.2%	15.8%	18.7%	24.9%	1.4%	37.3%	8.4%	28.5%	-30.9%	35.3%	-32.2%	-53.2%	-48.4%	42.1%	9.2%
Bảo hiểm	47,843	0.9%		2.2%	8.7%	17.4%	11.1%	7.4%	13.9%	28.5%	27.4%	-19.6%	22.1%	2.2%	6.5%	41.2%	22.7%	15.1%	13.1%
Dược phẩm	34,107	0.7%		-2.8%	-0.4%	7.4%	0.6%	-2.2%	3.8%	8.4%	8.0%	24.2%	1.9%	-1.4%	23.7%	10.0%	-21.2%	-5.3%	-23.4%
VN-Index	5,084,118	100%		-1.5%	-2.7%	11.6%	10.1%	14.0%	15.3%	-0.2%	37.8%	3.2%	-3.7%	16.2%	-17.9%	-3.2%	-9.5%	29.6%	11.2%

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 28/06/2024). Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng vốn hóa là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất. Biến động giá được tính trên cơ sở đo lường sự thay đổi của vốn hóa.
Lưu ý: Số liệu tổng lợi nhuận sau thuế và cổ đông thiểu số (LNST) được chúng tôi tổng hợp từ nguồn báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên sàn HOSE.

③ Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Đã có thêm 106 nghìn tài khoản chứng khoán mở mới bởi nhà đầu tư cá nhân trong nước trong tháng 6 (tăng 751 nghìn tài khoản so với đầu năm)



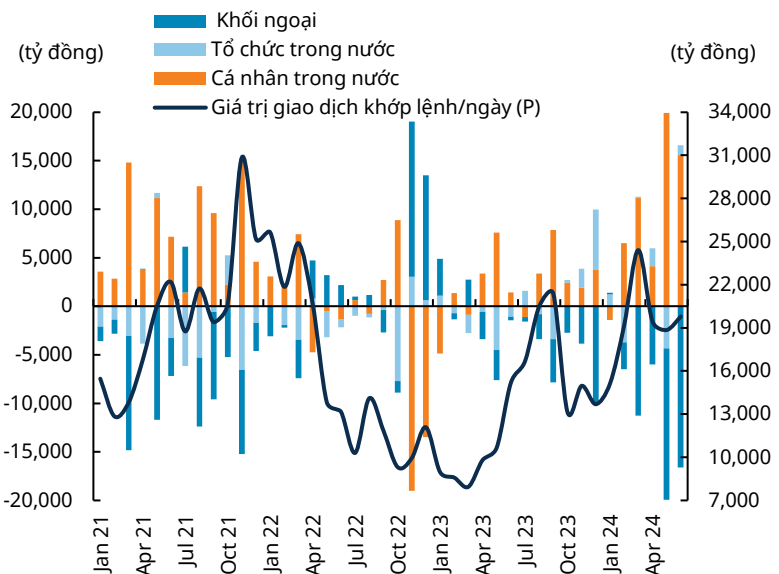
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp,
Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 07/07/2024

③ Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Áp lực chốt lời có thể sẽ không kéo dài qua tháng 7

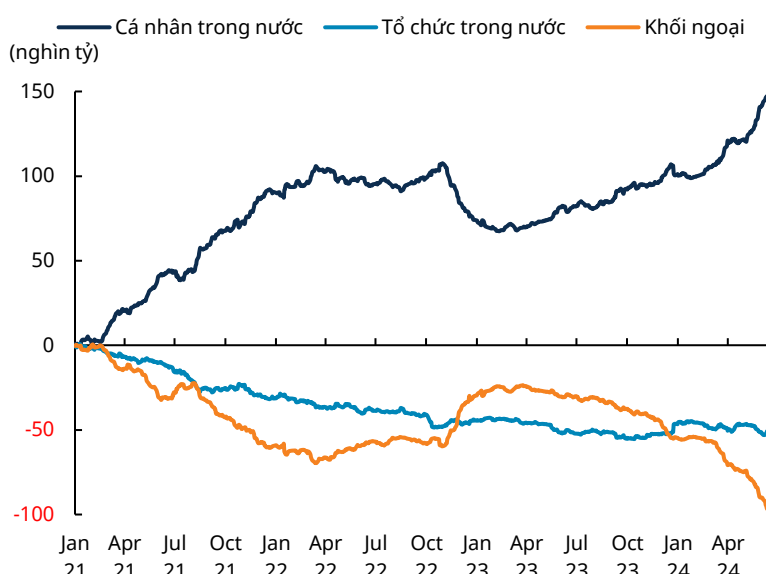
- Dù thị trường đã ghi nhận áp lực chốt lời đáng kể trong tháng 6, chúng tôi tin rằng lực cầu đang dần chiếm ưu thế khi giá trị giao dịch khớp lệnh bình quân mỗi phiên tăng 5% so với tháng trước, đạt 19,79 nghìn tỷ đồng, trong khi tổng khối lượng giao dịch trong tháng giảm 8,7% so với tháng trước. Điều này phản ánh phần lớn lực bán đều đã được hấp thụ tương đối tốt.
- Nhóm nhà đầu tư tổ chức trong nước đã quay trở lại mua ròng với 1,01 nghìn tỷ đồng trong tháng 6, phần nào đảo ngược vị thế bán ròng lũy kế từ đầu năm đến nay là 3,91 nghìn tỷ đồng. Đáng chú ý, nhóm này đã mua ròng trong tuần thứ 2 và tuần thứ 4 của tháng 6 giữa lúc VN-Index ghi nhận đà giảm ba tuần liên tiếp. Bên cạnh đó, dòng vốn chủ chốt trong việc kiềm chế đà giảm tiếp tục đến từ lực cầu được duy trì mạnh mẽ của nhóm nhà đầu tư cá nhân trong nước khi nhóm này đã mua ròng 15,58 nghìn tỷ đồng trong tháng trước, lũy kế mua ròng 55,95 nghìn tỷ đồng từ đầu năm đến nay.
- Điều này tiếp tục trái ngược với việc khối ngoại duy trì chuỗi bán ròng, bán ra 16,59 nghìn tỷ đồng trong tháng 6 và lũy kế 52,04 nghìn tỷ đồng từ đầu năm đến nay, kéo dài xu hướng bán ròng lên 15 tháng liên tiếp, ngoại trừ một tháng có lượng mua ròng nhỏ 185 tỷ đồng vào tháng 1/2024.
- Ở một khía cạnh khác, các quỹ ETF rút ròng qua tháng thứ tám liên tiếp, với tổng lượng rút ròng là -105,1 triệu USD trong tháng 5, nâng mức rút ròng kể từ đầu năm lên -569,4 triệu USD tính đến ngày 28/06. Phần lớn lượng rút ròng này được ghi nhận từ Fubon FTSE (-44,9 triệu USD), DCVFMVN Diamond (-42,2 triệu USD), Xtrackers FTSE Vietnam (-7,2 triệu USD), VanEck Vietnam (-5,2 triệu USD) và SSIAM VNFinLead (-4,6 triệu USD); hoàn toàn áp đảo so với lượng mua vào đến từ Kim Growth VN30 (+5,1 triệu USD) – đáng chú ý, quỹ ETF này đã liên tục mua vào ba tháng liên tiếp.

Sự tham gia mạnh mẽ của nhà đầu tư cá nhân trong nước



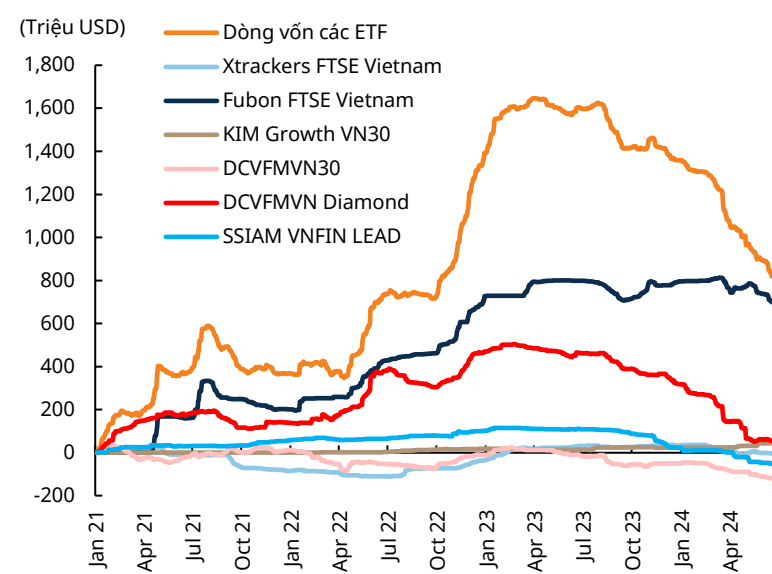
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp,
Dữ liệu từ Fiinpro, cập nhật tới 28/06/2024

Lũy kế mức mua/bán ròng từ 2021 theo nhóm nhà đầu tư



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp,
Dữ liệu từ Fiinpro, cập nhật tới 28/06/2024

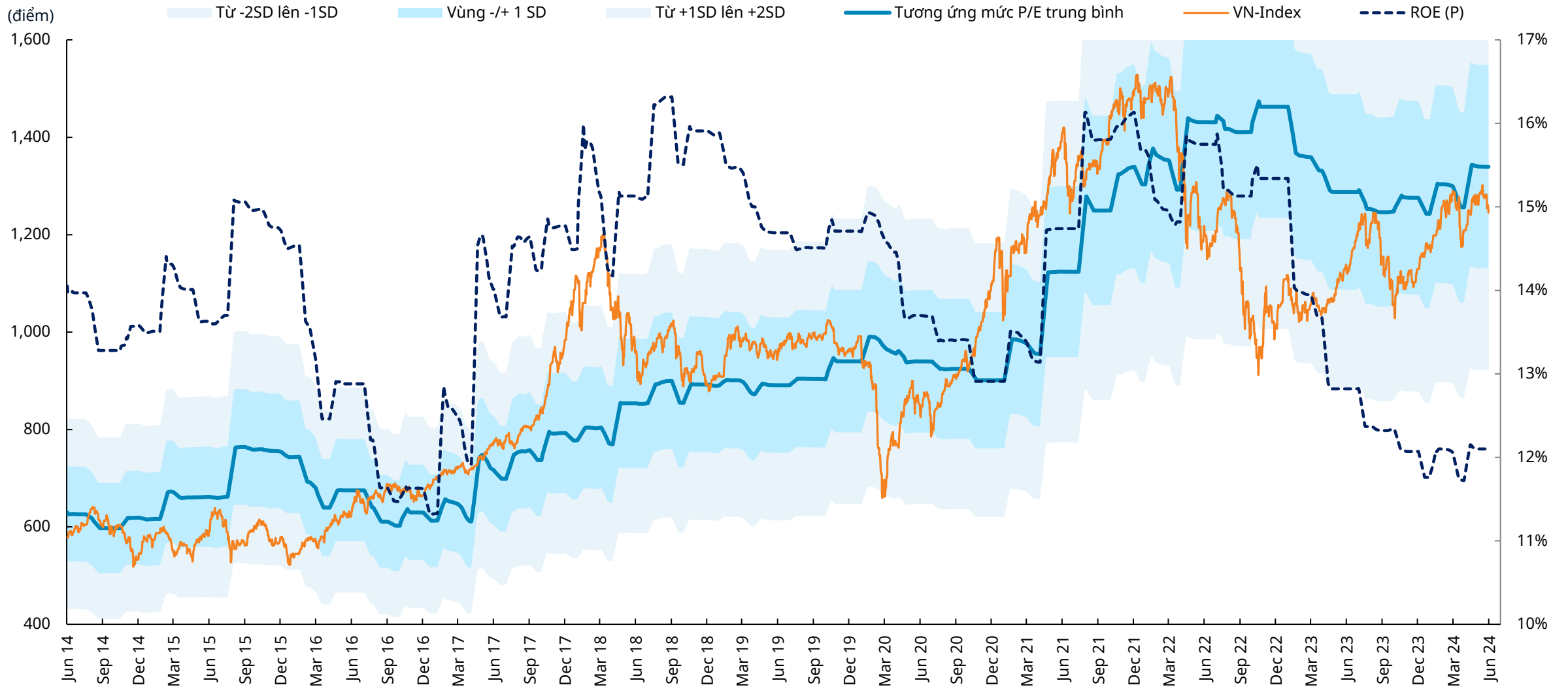
Lũy kế dòng tiền ETF mua/bán ròng từ 2021



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp,
Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 28/06/2024

③ Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

VN-Index gặp áp lực chốt lời mạnh mẽ tại vùng 1.300 điểm



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp,
Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 28/06/2024

③ Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Triển vọng nửa cuối năm 2024

- **VN-Index hiện đang giao dịch dưới tỷ lệ P/E trung bình 10 năm, tạo thêm dư địa cho đà tăng ở nửa cuối năm 2024.** Tuy nhiên, thị trường sẽ cần có những câu chuyện mới để hiện thực hóa vùng giá mục tiêu này. Dù vậy, chúng tôi tin rằng VN-Index vẫn có khả năng duy trì xu hướng tăng, nhắm đến phạm vi 1,320 – 1,340 điểm, tương ứng với tỷ lệ P/E trung bình 10 năm; dù động lực thúc đẩy tăng trưởng dự kiến sẽ kém mạnh mẽ hơn, với hành động giá có khả năng sẽ dao động trong biên độ lớn, dẫn đến một chu kỳ đi ngang và tích lũy. Xu hướng này được dự đoán sẽ kéo dài đến giữa tháng 7, khi thị trường bước vào giai đoạn vùng trống thông tin và tâm lý giao dịch chung sẽ có phần thận trọng trước mùa báo cáo kết quả kinh doanh quý 2.
- Việc thị trường thiếu đi những nhịp tăng điểm mạnh mẽ phần lớn có thể chịu ảnh hưởng đến từ diễn biến giao dịch suy yếu của các cổ phiếu vốn hóa lớn thuộc nhóm Ngân hàng và Bất động sản. Dù các nhóm ngành khác có thể ghi nhận triển vọng tích cực hơn, song tác động tổng thể của những nhóm này vẫn còn hạn chế so với tỷ trọng vốn hóa thị trường lên đến 51% của Ngân hàng và Bất động sản. Cụ thể, ngành Ngân hàng, mặc dù ghi nhận tăng trưởng tín dụng tăng tốc trong nửa đầu tháng 6 lên 3,79% từ cuối năm 2023 (cải thiện từ mức 2,41% vào cuối tháng 5), nhưng chúng tôi cho rằng diễn biến này sẽ khó được phản ánh trong lợi nhuận quý 2. Mặt khác, triển vọng đối với ngành Bất động sản vẫn chưa thực sự khởi sắc trong khi chờ đợi thông tin rõ ràng hơn về việc áp dụng sớm ba luật quan trọng: Luật Đất đai 2024, Luật Nhà ở 2023 và Luật Kinh doanh Bất động sản 2023. Do đó, bức tranh lợi nhuận quý 2 đặt ra một trở ngại đáng kể cho VN-Index trong hai tháng tới.

Triển vọng và các yếu tố chính cần theo dõi trong nửa cuối năm 2024:

- **Tăng trưởng tín dụng:** Chúng tôi tin rằng lãi suất cho vay hiện tại không phải là rào cản chính đối với tăng trưởng tín dụng trong nửa đầu năm 2024. Thay vào đó, vấn đề khó khăn hơn là nhu cầu tín dụng, khi các ngân hàng đối mặt với tình trạng tiến thoái lưỡng nan: (1) Người tiêu dùng và doanh nghiệp cảm thấy nền kinh tế không đủ mạnh để đảm bảo các khoản vay mới dành cho tiêu dùng và đầu tư; (2) Các ngân hàng thương mại chịu áp lực từ nợ xấu gia tăng, khiến việc nới lỏng điều kiện cho vay trở nên khó khăn. Tuy nhiên, chúng tôi dự kiến tăng trưởng tín dụng sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm 2024 và điều này sẽ được thúc đẩy bởi: 1) Dấu hiệu phục hồi trong ngành sản xuất, thể hiện qua việc tăng nhập khẩu nguyên liệu đầu vào từ tháng 5; 2) Chính sách tiền tệ và tín dụng tiếp tục nới lỏng của Việt Nam để hỗ trợ phục hồi kinh tế.
 - Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy một số tín hiệu tích cực đến từ việc các ngân hàng thương mại tích cực huy động vốn qua trái phiếu doanh nghiệp trong nửa đầu năm 2024 (với tổng vốn huy động qua trái phiếu của các ngân hàng đạt trên 100 nghìn tỷ đồng trong tổng số 140 nghìn tỷ đồng của toàn thị trường). Trong khi đó, các ngân hàng thương mại quy mô vừa và nhỏ đã tăng lãi suất huy động từ đầu tháng 5, phản ánh triển vọng tích cực hơn cho nửa cuối năm 2024. Mặc dù các ngân hàng Big4 chưa tăng đáng kể lãi suất huy động, tác động của việc tăng lãi suất OMO và RRP của NHNN đang dần ảnh hưởng đến bối cảnh lãi suất của Việt Nam. Việc huy động vốn ngắn hạn qua chứng chỉ tiền gửi hoặc vốn dài hạn qua trái phiếu sẽ cung cấp bộ đệm phù hợp để tăng vốn cần thiết cho các hoạt động cho vay sắp tới và giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn - tỷ lệ SFL (tỷ lệ toàn hệ thống vẫn trên 40% vào tháng 4 năm 2024 so với mức trần 30% có hiệu lực từ ngày 1 tháng 10 năm 2023 đối với tỷ lệ SFL; tuy nhiên, tỷ lệ SFL tại các ngân hàng lớn ngoài Big4 đã giảm dưới 30%, như TCB ghi nhận 25% trong quý 1 năm 2024 so với 33,5% trong quý 1 năm 2023) cũng như chuẩn bị cho việc thực hiện các tiêu chuẩn Basel III để nâng cao khả năng quản lý vốn và rủi ro.
- **Xuất khẩu và nhập khẩu:** Là động lực chính của tăng trưởng GDP trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu sẽ lấy lại đà tăng trong những tháng tới, được thúc đẩy bởi việc tăng nhập khẩu nguyên liệu đầu vào từ tháng 5 (với tốc độ tăng trưởng 17,3% so với cùng kỳ năm ngoái trong nửa đầu năm 2024), điều này có khả năng thúc đẩy xuất khẩu trong những tháng tiếp theo.
- **Đầu tư công:** Mặc dù khởi đầu chậm trong nửa đầu năm, với đầu tư từ ngân sách nhà nước chỉ đạt 27,51% kế hoạch tổng thể và 29,39% kế hoạch phân bổ của Thủ tướng Chính phủ cho năm 2024, chúng tôi dự đoán tiến độ giải ngân đầu tư công sẽ tăng tốc đáng kể trong những tháng tới.

Phần II



Danh mục khuyến nghị (trung & dài hạn)



NỘI DUNG



Ngành	Mã	Doanh nghiệp	Giá mục tiêu 12T (VND)	Lợi nhuận kỳ vọng
Ngân hàng	VCB	Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam	102,000	19%
Ngân hàng	BID	Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	52,400	21%
Ngân hàng	CTG	Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam	36,900	18%
Ngân hàng	TCB	Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam	27,800	21%
Ngân hàng	VPB	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	22,800	22%
Ngân hàng	MBB	Ngân hàng TMCP Quân Đội	26,700	20%
Ngân hàng	ACB	Ngân hàng TMCP Á Châu	28,500	21%
Tiện ích – Gas	GAS	Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP	98,300	27%
Tiện ích – Điện	VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	52,900	6%
Tiện ích – Điện	QTP	CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	17,700	8%
Tiện ích – Điện	NT2	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	25,200	16%
Tiện ích – Nước	BWE	CTCP - Tổng công ty nước - môi trường Bình Dương	50,600	12%
Bất động sản thương mại	VRE	CTCP Vincom Retail	32,100	55%
Bất động sản dân cư	VHM	CTCP Vinhomes	52,050	40%
Bất động sản dân cư	KDH	CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	38,900	6%
Bất động sản dân cư	NLG	CTCP Đầu tư Nam Long	47,000	14%
Bất động sản dân cư	HDC	CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa - Vũng Tàu	31,200	7%
Xây dựng	HHV	CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	16,300	34%
Thép	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	32,500	15%
Thực phẩm & Đồ uống	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	79,500	21%
Viễn thông	CTR	Tổng Công ty cổ phần Công trình Viettel	163,000	17%

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research (Lợi nhuận kỳ vọng theo giá đóng cửa ngày 1/07/2024)

[Tóm tắt] Danh mục khuyến nghị

Ngân hàng: Mặc dù triển vọng ngành ngân hàng vẫn còn nhiều ẩn số, chúng tôi cho rằng vẫn có nhiều cơ hội đầu tư đối với nhóm ngành này. Những thay đổi mới trong Luật đất đai cho thấy rào cản tham gia thị trường BĐS đối với các doanh nghiệp mới dần trở nên khó khăn hơn. Do đó, các ngân hàng có quan hệ đối tác chặt chẽ với các nhà phát triển BĐS có lợi thế hơn trong tăng trưởng tín dụng đối với mảng KHCN (cho vay mua nhà) cả ngắn hạn và trung hạn như TCB, HDB, MBB và VPB. Ngoài ra, khả năng tăng lãi suất dự kiến dẫn đến chi phí tín dụng cao hơn trong các quý tới, trong khi các ngân hàng vốn đã làm quen với chi phí tín dụng cao trong giai đoạn từ năm 2020, được kỳ vọng sẽ không có quá nhiều biến động như VPB và VIB. Hai ngân hàng này còn có thêm lợi thế từ nền lợi nhuận thấp và định giá tương đối hấp dẫn, cũng là một cơ hội đầu tư đáng xem xét.

Dầu khí: PVN dự kiến vốn đầu tư cho hoạt động E&P là 1.1 tỷ USD trong 2024, tăng gấp đôi so với cùng kỳ và vốn dự kiến sẽ tăng mạnh hơn nữa khi các dự án tiến triển. Nhiều dự án mới gần đây có chuyển biến đáng kể như Lạc Đà Vàng, Lô B, mở rộng mỏ Bạch Hổ. Sự phát triển này là tín hiệu tích cực cho các nhà cung cấp dịch vụ thượng nguồn, bao gồm các nhà thầu EPCI, giàn khoan và các đơn vị dịch vụ khác. Bên cạnh đó, việc phát triển năng lượng LNG và điện gió ngoài khơi cũng đang thể hiện bức tranh tươi sáng cho các nhà cung cấp dịch vụ thượng nguồn tham gia xây dựng. Về trung nguồn, PV GAS là công ty chiếm ưu thế trong mảng LNG với vốn đầu tư dự kiến cho trung tâm LNG là 50 nghìn tỷ đồng đến 2030.

Năng lượng điện: Với mức gia tăng tiêu thụ điện, theo Quyết định số 924/QĐ-BCT ban hành ngày 19/4/2024, Bộ Công Thương đã điều chỉnh tổng sản lượng điện năm 2024 lên 310.6 tỷ kWh (+10.6% CK), trong đó mùa khô là 150.9 tỷ kWh và mùa mưa là 159.6 tỷ kWh. 5T2024, sản lượng điện sản xuất lũy kế toàn hệ thống đạt 124.25 tỷ kWh, tăng 12.2% CK. Số liệu 5T2024 phản ánh những thay đổi đáng kể trong cơ cấu năng lượng, chịu ảnh hưởng chủ yếu từ yếu tố thời tiết: thủy điện (-24.4% CK), điện khí (-12.1% CK), điện than (+38.7% CK) và năng lượng tái tạo (+7.4% CK). Theo Tổng cục Khí tượng và Thủy văn Việt Nam, hiệu ứng El Nino sẽ tiếp tục diễn ra, nhưng suy yếu dần và chuyển sang trạng thái trung tính từ T6/2024, với xác suất 70-85%. Từ T7/2024, La Nina được dự báo sẽ xảy ra với xác suất 60-85%. Chúng tôi kỳ vọng nhiệt điện than sẽ tận dụng điều kiện thời tiết thuận lợi trong 6T2024, trong khi hoạt động thủy điện dự kiến bắt đầu cải thiện từ Q3/2024.

Bất động sản thương mại: Tiếp tục xu hướng cải thiện từ những tháng cuối 2023, doanh số bán lẻ tại Việt Nam ghi nhận mức tăng 9.5% CK trong T5/2024, đi kèm với chính sách giảm thuế GTGT 2%. Theo JLL, tại Hà Nội, tỷ lệ trống trong Q1/2024 tại các trung tâm thương mại ở khu vực nội thành (CBD) đã giảm đáng kể xuống còn 1.7% (giảm 3.1%p svck). Đối với các TTTM ngoài trung tâm, tỷ lệ trống giảm nhẹ về mức 11%. TP.HCM thể hiện sự ổn định với tỷ lệ trống là 4.7% ở khu vực trung tâm, trong khi các khu vực ngoài trung tâm có tỷ lệ trống gần 10%. Trong bối cảnh Việt Nam có mức diện tích bán lẻ bình quân đầu người thấp hơn so với các quốc gia trong khu vực, chúng tôi kỳ vọng thu nhập cho thuê và giá trị bất động sản sẽ tiếp tục tăng trưởng. Trong Q1/2024, Vingroup đã công bố việc thoái vốn khỏi Vincom Retail, với giá trị giao dịch đạt mức ấn tượng 39,100 tỷ đồng.

Bất động sản dân cư: Trong Q1/2024, nguồn cung trên thị trường sơ cấp ở phân khúc căn hộ và đất nền có diễn biến trái ngược. Nguồn cung căn hộ chung cư có xu hướng sụt giảm chung, trong khi nguồn cung đất nền gia tăng. Tổng số lượng giao dịch khá ổn định và mở rộng trong 4 quý gần nhất (Q1/2024, căn hộ & nhà riêng: +30% QoQ, -8% CK, đất nền: +20% QoQ, +45% YoY). Hàng tồn kho tăng 41% theo quý. Nguồn cung căn hộ TP.HCM giảm mạnh trong Q1/2024, trong khi Hà Nội chứng kiến xu hướng trái chiều và giá tăng khả quan.

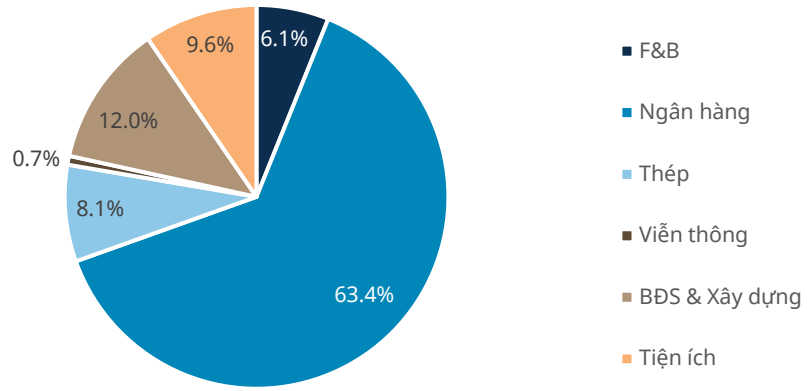
[Tóm tắt] Danh mục khuyến nghị (tt.)

Thép: Con đường phía trước không quá suôn sẻ đối với tất cả doanh nghiệp vì vẫn còn những thách thức về nhu cầu trong nước, sự thay đổi bối cảnh cạnh tranh (thị phần) và những bất ổn về nhu cầu toàn cầu (tình trạng dư cung của Trung Quốc). Giá cổ phiếu thép gần như đã đạt mức đỉnh của năm 2023, được xúc tác bởi kỳ vọng phục hồi của ngành. Trong khi sản lượng sản xuất của HSG, NKG và HPG đã được cải thiện nhiều so với đáy năm 2023, riêng HPG có khả năng tăng trưởng công suất cao thông qua Khu liên hợp Dung Quốc 2 đang phát triển. Khi ngành hướng đến giai đoạn hiện thực hóa lợi nhuận kỳ vọng, diễn biến giá CP trong ngắn hạn sẽ phụ thuộc nhiều vào khả năng cải thiện lợi nhuận của riêng mỗi công ty. Về dài hạn, HPG có thể được tái định giá để phản ánh tiềm năng từ việc mở rộng Dung Quốc 2. So với các công ty trên thế giới, cổ phiếu thép Việt Nam đang giao dịch ở mức hợp lý.

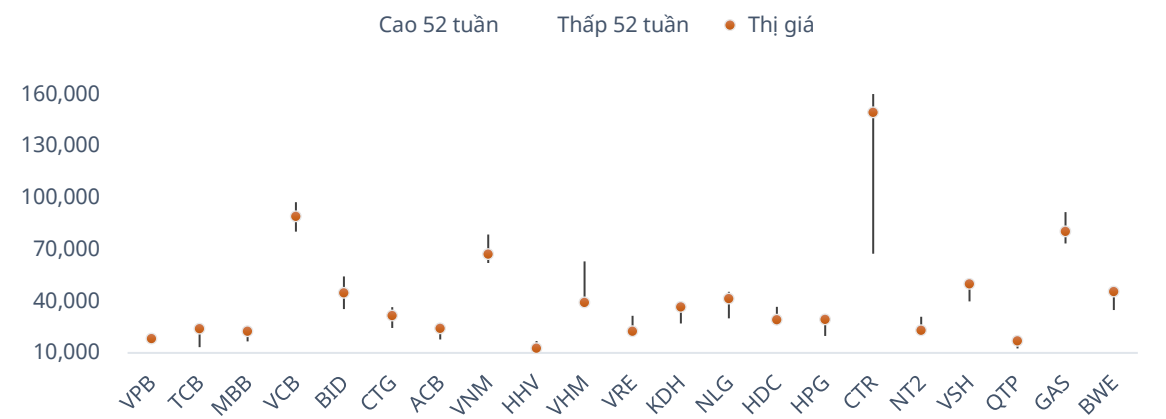
Viễn thông: Báo cáo của Bộ Thông tin và Truyền thông (MIC) cho thấy doanh thu từ dịch vụ viễn thông đang chậm lại và đạt điểm bão hòa. Năm 2023, tổng doanh thu dịch vụ viễn thông ước đạt 139.26 nghìn tỷ đồng, chỉ tăng 0.41% so với năm 2022. Việc tìm kiếm các động lực tăng trưởng mới cho các nhà khai thác viễn thông là một ưu tiên quan trọng trong những năm tới. Theo Bộ trưởng Nguyễn Mạnh Hùng, các nhà mạng viễn thông truyền thống có thể chuyển từ hạ tầng viễn thông truyền thống sang hạ tầng kỹ thuật số. Cơ hội cho các nhà khai thác viễn thông có thể được tìm thấy trong việc thúc đẩy các dịch vụ và sản phẩm mới trong cơ sở hạ tầng kỹ thuật số, 5G, AI, chip bán dẫn và dịch vụ chuyển đổi số, an ninh mạng.

[Tóm tắt] Danh mục khuyến nghị (tt.)

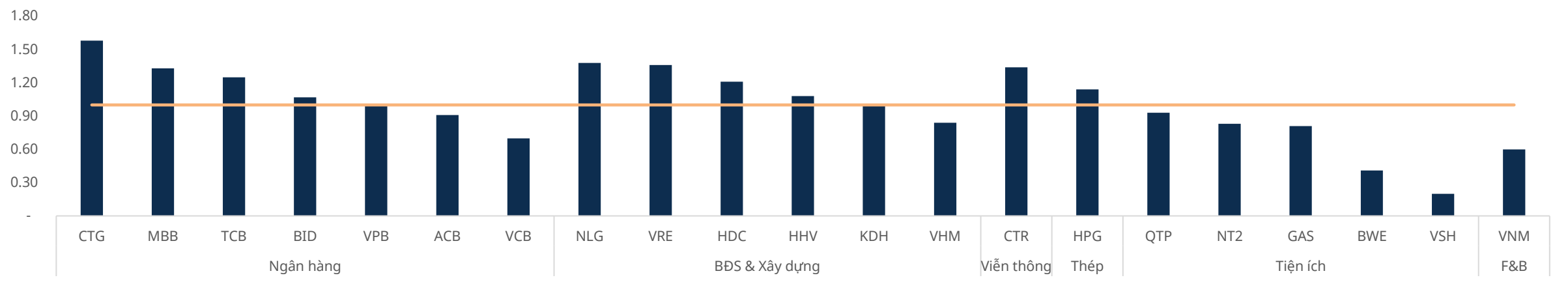
Cơ cấu ngành khuyến nghị (theo vốn hóa thị trường)



Giá cao/thấp nhất 52 tuần (VND)



Beta



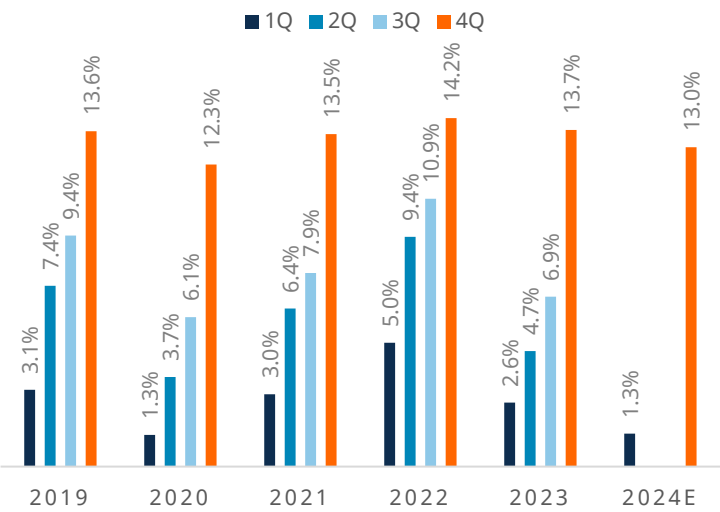
Nguồn: Vietstock, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng - Đường hồi phục gập ghềnh

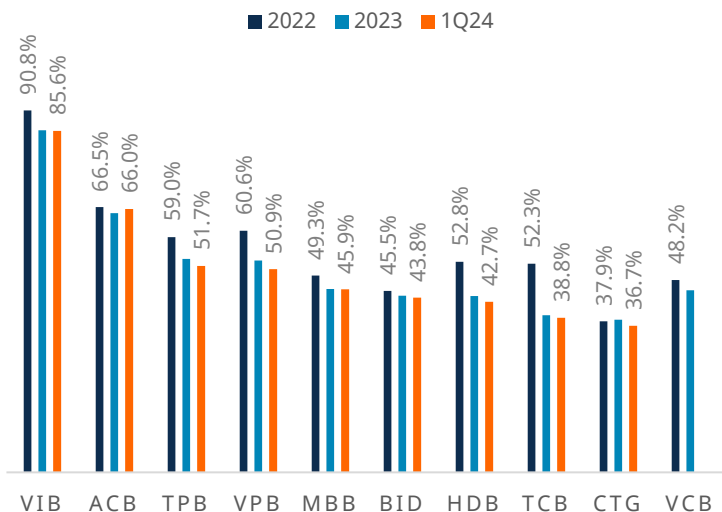
Khởi đầu khó khăn

- Tăng trưởng tín dụng dần phục hồi trong Q2/2024:** Đến giữa T6/2024, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) báo cáo tín dụng đã tăng 3.79% so với đầu năm, cải thiện so với mức tăng trưởng 2.41% được ghi nhận trong 5T2024. Điều này cho thấy tốc độ tăng trưởng tín dụng được cải thiện dần qua từng tháng. Chính phủ kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 5-6% trong 6T2024, với mục tiêu hàng năm duy trì ở mức 15-16%.
- Tăng trưởng tín dụng được dự kiến tiếp tục cải thiện, đặc biệt trong nửa cuối năm 2024:** Mặc dù mặt bằng lãi suất thấp được duy trì, tăng trưởng tín dụng vẫn khá ảm đạm trong Q1/2024. Điều này cho thấy lãi suất không phải là nhân tố duy nhất quyết định đối với nhu cầu tín dụng; triển vọng kinh tế (khả năng hoàn thành nghĩa vụ nợ) và triển vọng đầu tư cũng đóng vai trò quan trọng. Với triển vọng phục hồi kinh tế tích cực hơn trong các quý tới, cùng với khả năng các thông tư hướng dẫn áp dụng Luật Đất đai mới được kỳ vọng ban hành vào cuối Q2/2024, những yếu tố này sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong thời gian tới.
- Cho vay doanh nghiệp tiếp tục đóng vai trò chủ chốt thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong quý 1 năm 2024:** Mảng cho vay KHCN vẫn tương đối chậm, trong khi phân khúc ngân hàng doanh nghiệp tiếp tục được khai thác tối đa. Mặc dù vậy, dựa trên mức tăng trưởng ổn định của giá căn hộ và tỷ lệ đặt chỗ tăng cao tại các dự án sắp mở bán, khả năng phục hồi đối với mảng cho vay mua nhà sẽ tích cực hơn trong nửa sau năm 2024.
- Tình hình thị trường trái phiếu vẫn tương đối trầm lắng:** Các nguyên do chính dẫn đến tình trạng này bao gồm động thái tạm hoãn huy động thêm vốn vay để triển khai các dự án, chờ đợi luật và thông tư mới từ phía nhóm phát triển BĐS, trong khi tín dụng tăng trưởng không nhiều cũng dẫn đến nhóm ngân hàng không có nhu cầu huy động vốn trung và dài hạn. Ngoài ra, nhóm nhà đầu tư cá nhân cũng cần thêm thời gian để phục hồi lại niềm tin vào thị trường trái phiếu sau các sự kiện bất thường năm 2022-2023. Về lãi suất phát hành tiếp tục ghi nhận xu hướng giảm khoảng 10-30bps từ đầu năm đến nay đối với trái phiếu của các nhóm tổ chức tín dụng, trong khi lãi suất trái phiếu của nhóm BĐS hầu như không thay đổi trong 4T2024 và tương đương với mức trước COVID.

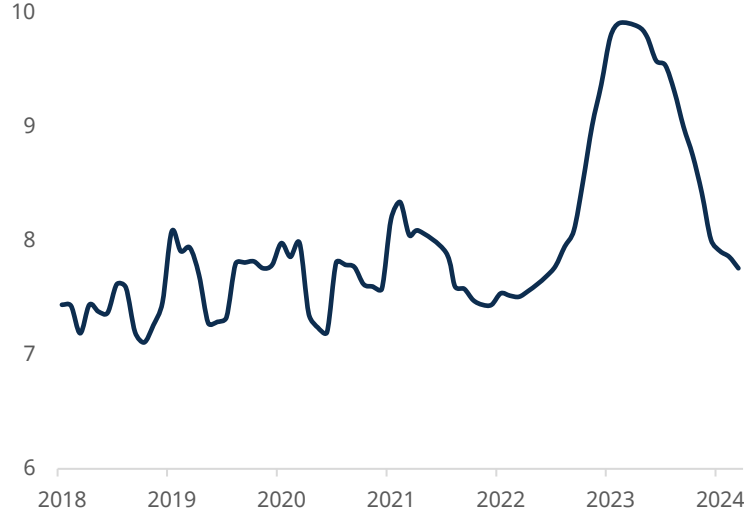
Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm (2019-2024)



Tỷ trọng cho vay bán lẻ



Lãi suất cho vay (%)

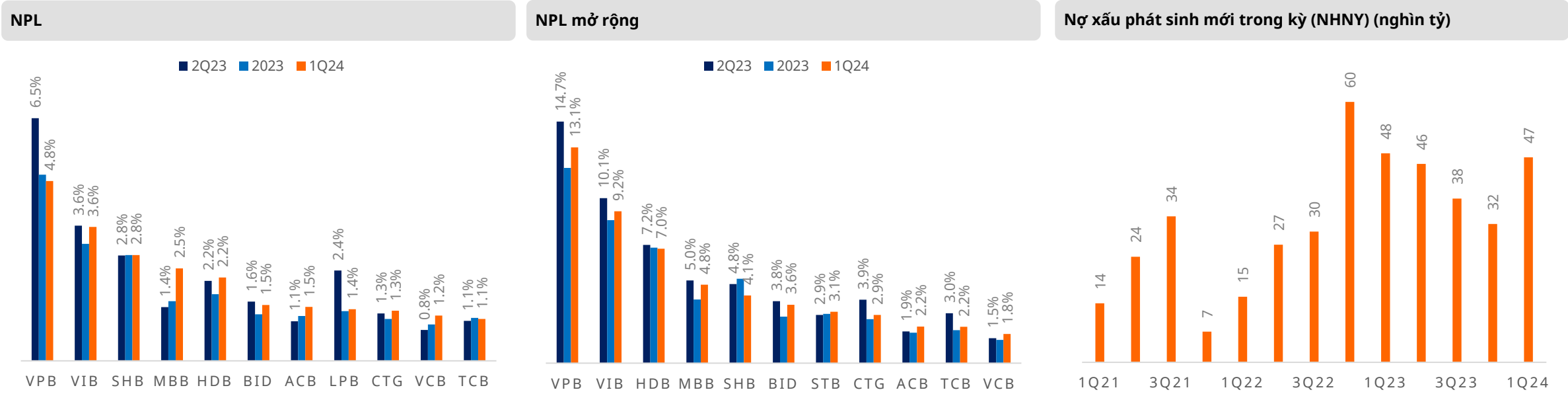


Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset VN

Ngân hàng - Đường hồi phục gập ghềnh (tt.)

Dần qua quảng tối

- Các chỉ số chất lượng tài sản nhìn chung ghi nhận giảm trong quý 1/2024:** Mặc dù có một vài ngân hàng cho thấy chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện trong kỳ, tuy nhiên, tỷ lệ nợ xấu trung bình của các NHNY tăng đáng kể lên mức 2.2%, tăng 0.3%p sv. 2023 và tương đương với số liệu cuối quý 2/2023. Tổng số nợ xấu tăng mạnh so với cuối 2023, mặc dù vẫn thấp hơn mức đỉnh giữa năm 2023. Tổng số nợ xấu của 27 NHNY tăng lên trên 221 nghìn tỷ đồng, tăng 14% trong Q1/2024 hoặc 31.3% sv.ck. Đặc tính chung của các ngân hàng có tốc độ gia tăng nợ xấu cao là sở hữu danh mục tín dụng cân bằng giữa các nhóm khách hàng, trong khi những ngân hàng có tỷ trọng nhóm KHCN cao lại thể hiện sự cải thiện về chất lượng tài sản. Qua đó có thể thấy sự gia tăng nợ xấu không phải quá bất thường, vì các doanh nghiệp thường có khả năng chống chịu lâu hơn trước những biến động kinh tế. Ngoài ra, ngoài việc kinh tế không phục hồi mạnh mẽ như mong đợi trong quý 1/2024, tình trạng trầm lắng của thị trường BĐS cũng đã làm tăng nợ xấu trong danh mục cho vay mua nhà.
- Quá trình xử lý nợ xấu nhiều khả năng sẽ kéo dài hơn dự kiến:** Về mặt tích cực, NHNN gia hạn thời gian hiệu lực của Thông tư 02/2023, qua đó kéo giãn thời gian ghi nhận/hình thành nợ xấu cho đến cuối năm 2024, chờ tình hình tổng quan khởi sắc hơn. Ngược lại, vẫn có nhiều yếu tố cả mới và hiện hữu sẽ làm giảm tốc quá trình hồi phục chất lượng tài sản của nhóm ngân hàng. Đầu tiên, kể cả khi kinh tế đạt mức tăng trưởng 6-6.5% cho năm 2024 theo mục tiêu từ Quốc hội đề ra thì vẫn chưa đạt được mức tăng trưởng trước COVID và chưa kể đến là lạm phát hiện đang ở mức cao cũng ảnh hưởng tốc độ tăng trưởng thật. Hơn nữa, chiến dịch chống tham nhũng cũng ảnh hưởng tiêu cực đến cả phía người mua và các nhà phát triển BĐS, làm giảm tốc sự phục hồi của ngành BĐS nói chung hay kéo dài tình trạng khó khăn tài chính của các bên tham gia thị trường này.
- Tỷ lệ dự phòng trên nợ xấu (LLR) giảm nhẹ trong Quý 1:** LLR trung bình của các NHNY giảm xuống mức thấp nhất trong 3 năm còn 87.9%, giảm 6.7%p sv.2023. Bên cạnh đó, số dư nợ tái cơ cấu theo Thông tư 02 được một vài ngân hàng công bố cũng ghi nhận xu hướng tăng, cho thấy khó khăn vẫn tương đối lớn. Dù vậy, tỷ lệ nợ nhảy nhóm sau cơ cấu và lỗ trong trường hợp phát sinh nợ xấu theo các ngân hàng là không cao. Vì vậy, nợ xấu phát sinh mới kỳ vọng sẽ giảm dần trong các quý tới trong khi tỷ lệ LLR giảm trong Q1/2024 có thể một phần là do tác động của nợ xấu tăng cao trong tháng cuối quý (theo quy định là chưa phải trích lập). Ngoài ra, với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận tương đối tích cực trong Q1/2024, hầu hết các ngân hàng sẽ không gặp quá nhiều khó khăn trong vấn đề trích lập dự phòng cần thiết.



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng - Đường hồi phục gặp ghềnh (tt.)

Tăng trưởng tích cực

- Trong quý 1 năm 2024, lợi nhuận trước thuế của 27 NHNY ghi nhận mức tăng gần 10% sv.ck., thể hiện một quý tương đối khởi sắc:** Đáng chú ý, trong nhóm các ngân hàng đặt mục tiêu LNTT trên 10 nghìn tỷ cho năm 2024 đi kèm tăng trưởng cao, thì đa phần lợi nhuận trong quý 1 vẫn theo đúng lộ trình. Về cấu trúc thu nhập, động lực chính cho tăng trưởng thu nhập là thu nhập thuần từ hoạt động cho vay, tăng khoảng 8.7% sv.ck. Trong khi đó, thu nhập thuần từ cung cấp dịch vụ và thu nhập khác chỉ tăng nhẹ lần lượt là 2.1% và 1.4% sv.ck. Ở chiều ngược lại, các loại chi phí tăng vừa phải, với chi phí hoạt động tăng 6.5% sv.ck. và dự phòng tăng 5.7% sv.ck..
- Kỳ vọng về một năm tích cực hơn:** Theo kế hoạch kinh doanh cho năm 2024 từ 25 NHNY (ngoại trừ BID và CTG chưa công bố chính thức), tổng LNTT của nhóm được kỳ vọng tăng khoảng 35.5% sv. 2023, tương đương với mức tăng trưởng bùng nổ trong giai đoạn 2021–2022. Thông thường, đa phần các ngân hàng sẽ đặt mục tiêu vừa tầm với khả năng hoàn thành cao (các ngân hàng thường vượt mục tiêu của họ từ 3%–7% trong những năm trước), ngoại trừ năm 2023 là một trường hợp khá đặc biệt mặc dù đã lên kế hoạch khá thận trọng. Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận bao gồm chi phí hoạt động ổn định, do hầu hết các ngân hàng đã ước tính chi phí đầu tư công nghệ và tinh giản nhân lực để tối ưu hóa chi phí. Trong khi chi phí dự phòng dù khó giảm trong năm 2024, nhưng đa phần các ngân hàng đã thích nghi với "bình thường mới", nên lợi nhuận sẽ không chịu quá nhiều áp lực. Ngoài ra, Thông tư 02 được gia hạn cũng như nhiều ngân hàng tái tận dụng công cụ trái phiếu đặc biệt (VAMC) nếu nhận thấy việc trích lập dự phòng trong thời gian dài hơn khi để trong nội bảng là cần thiết. Về phía thu nhập, tăng trưởng tín dụng ổn định và dự kiến NIM vẫn còn dư địa phục hồi là động lực tốt cho kỳ vọng tăng trưởng thu nhập, trong khi các nguồn thu nhập ngoài lãi đóng vai trò là nhân tố tiềm năng thúc đẩy lợi nhuận đối với các ngân hàng.

Kế hoạch LNTT 2024 và thực hiện (tỷ đồng)										
CP	2023	2024P	% CK	Q1/2023	Q1/2024	% CK	% KH	9T cuối 2023	9T cuối 2024P	% CK
ACB	20,068	22,000	10%	5,156	4,892	-5%	22%	14,912	17,108	15%
BID				6,920	7,390	7%				0%
CTG				5,980	6,210	4%				0%
HDB	13,017	15,852	22%	2,743	4,028	47%	25%	10,274	11,824	15%
LPB	7,039	10,500	49%	1,566	2,886	84%	27%	5,474	7,614	39%
MBB	26,306	28,410	8%	6,512	5,795	-11%	20%	19,794	22,615	14%
SHB	9,245	11,286	22%	3,620	4,017	11%	36%	5,625	7,269	29%
STB	9,595	10,600	10%	2,383	2,654	11%	25%	7,212	7,946	10%
TCB	22,888	27,100	18%	5,623	7,802	39%	29%	17,265	19,298	12%
VCB	41,244	42,000	2%	11,221	10,718	-4%	26%	30,022	31,282	4%
VIB	10,703	12,045	13%	2,694	2,502	-7%	21%	8,009	9,543	19%
VPB	10,987	23,165	111%	2,550	4,182	64%	18%	8,438	18,983	125%

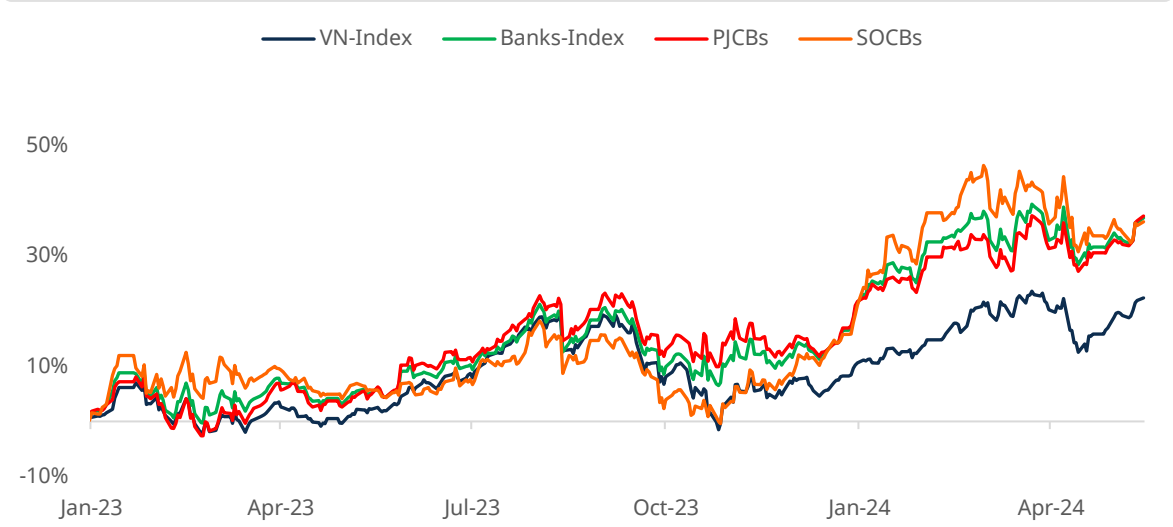
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng - Đường hồi phục gập ghềnh (tt.)

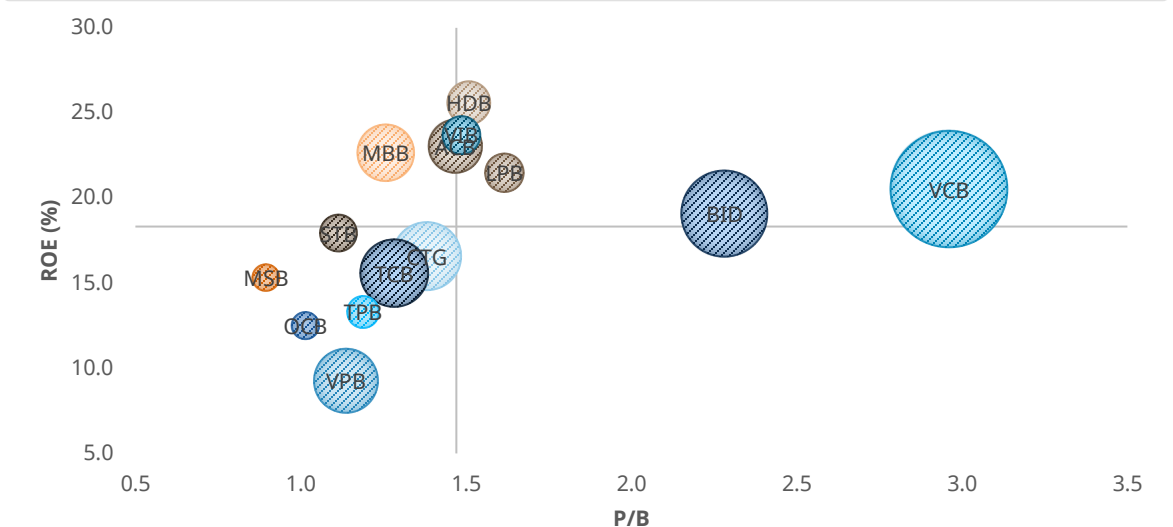
Ưu tiên tăng trưởng

- Mặc dù kinh tế Việt Nam ghi nhận nhiều dấu hiệu phục hồi trong Q1/2024, nhưng bên cạnh các mục tiêu tăng trưởng chung, thì áp lực từ các vấn đề như lạm phát và ổn định tỷ giá vẫn rất quan trọng. Đối với ngành ngân hàng, nhà điều hành vẫn cần cân bằng những mục tiêu này đồng thời kiểm soát chất lượng tài sản của ngân hàng. Các khó khăn vẫn đang tương đối nổi trội phần nào khiến nhà đầu tư thận trọng hơn.
- Đối với ngành ngân hàng hay chỉ số nói chung, mặc dù hiệu suất đầu tư so với đầu năm là rất tích cực, tuy nhiên so với đỉnh xác lập vào cuối tháng 2 thì không quá đột phá, trong khi một số ngân hàng còn ghi nhận mức điều chỉnh tương đối. Diễn biến giá của ngành tích cực hơn so với mặt bằng chung (chỉ số) phản ánh triển vọng hồi phục của nhóm này tốt hơn so với đa phần các ngành khác. Tuy nhiên, việc nhóm nhà đầu tư ngoại liên tục rút ròng do nhiều yếu tố khách quan, cũng ảnh hưởng đến tiềm năng tăng giá của nhóm ngân hàng vì tỷ trọng sở hữu của khối ngoại trong ngành ngân hàng khá cao. Ngoài ra trong ngắn hạn, áp lực tỷ giá và lạm phát có thể ảnh hưởng tới quyết định can thiệp của NHNN bằng cách hút bớt thanh khoản trong nền kinh tế, phần nào ảnh hưởng đến triển vọng chung của thị trường chứng khoán trong ngắn hạn.
- Mặc dù triển vọng ngành ngân hàng vẫn còn nhiều ẩn số, chúng tôi cho rằng vẫn có nhiều cơ hội đầu tư đối với nhóm ngành này. Những thay đổi mới trong Luật đất đai cho thấy rào cản tham gia thị trường BĐS đối với các doanh nghiệp mới dần trở nên khó khăn hơn. Do đó, các ngân hàng có quan hệ đối tác chặt chẽ với các nhà phát triển BĐS có lợi thế hơn trong tăng trưởng tín dụng đối với mảng KHCN (cho vay mua nhà) cả ngắn hạn và trung hạn như TCB, HDB, MBB và VPB. Ngoài ra, khả năng tăng lãi suất dự kiến dẫn đến chi phí tín dụng cao hơn trong các quý tới, trong khi các ngân hàng vốn đã làm quen với chi phí tín dụng cao trong giai đoạn từ năm 2020, được kỳ vọng sẽ không có quá nhiều biến động như VPB và VIB. Hai ngân hàng này còn có thêm lợi thế từ nền lợi nhuận thấp và định giá tương đối hấp dẫn, cũng là một cơ hội đầu tư đáng xem xét.

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



Vốn hóa, ROE, và P/B của các ngân hàng lớn (P/B trung bình 12 NHTM lớn là 1.47x)



Nguồn: Bloomberg (20/05/2024), Mirae Asset Vietnam
Chú thích: PJCBs: các NHTM tư nhân; SOCBs: NHTM quốc doanh; Banks-index: chỉ số ngành NH

Ngân hàng - Đường hồi phục gập ghềnh (tt.)

MCK	Vốn hóa (tỷ)	EPS 12T	LLR (%)	NPL (%)	NIM (%)	ROE (%)	ROA (%)	TTS/VCSH (x)	P/B (x)	P/E (x)
NHTM quốc doanh										
VCB	513,637	5,449	230.3	1.0	3.1	20.5	1.8	12.2	3.0	15.7
BID	282,742	3,314	180.9	1.3	2.6	19.1	1.0	20.3	2.3	12.9
CTG	179,089	3,706	167.2	1.1	3.0	16.6	1.0	16.5	1.4	8.9
TB		4,156	192.8	1.1	2.9	18.7	1.3	16.3	2.2	12.5
NHTM tư nhân Mirae theo dõi										
ACB	109,724	4,092	91.2	1.2	4.0	23.0	2.4	10.3	1.5	6.9
HDB	72,377	3,482	65.8	1.8	5.3	25.6	2.1	12.5	1.5	6.5
MBB	123,982	3,966	117.0	1.6	4.8	22.7	2.4	9.9	1.3	6.1
TCB	175,069	5,104	102.1	1.2	3.6	15.6	2.5	6.4	1.3	8.9
VIB	57,078	3,332	50.7	3.2	4.6	23.7	2.2	10.7	1.5	6.8
VPB	157,092	1,433	52.1	5.0	5.7	9.3	1.5	6.3	1.1	13.0
TB		3,568	79.8	2.3	4.6	20.0	2.2	9.3	1.4	8.0
NHTM khác										
STB	53,352	4,094	68.8	2.3	3.8	17.9	1.2	15.0	1.1	6.7
ABB	8,487	438	46.4	2.9	2.1	3.4	0.3	11.0	0.6	18.7
BAB	11,378	959	131.0	0.9	1.8	8.1	0.6	13.6	1.0	13.3
BVB	6,321	120	41.8	3.3	1.9	1.0	0.1	15.4	1.1	105.0
EIB	32,206	1,244	41.2	2.7	2.6	9.0	1.0	9.0	1.4	16.1
KLB	4,121	1,588	62.2	1.9	2.7	10.5	0.7	15.8	0.7	7.2
LPB	58,825	2,705	93.8	1.3	3.0	21.5	1.8	12.2	1.6	8.5
MSB	28,900	2,322	55.2	2.9	3.4	15.3	1.8	8.3	0.9	6.3
NAB	17,405	2,478	51.6	2.1	3.5	19.3	1.4	13.9	1.1	3.1
NVB	5,234	-1,202	6.5	29.8	0.6	-13.2	-0.8	17.1	1.0	
OCB	29,898	1,594	64.1	2.7	2.9	12.5	1.6	8.1	1.0	8.6
PGB	8,304	588	34.9	2.9	2.7	5.9	0.5	11.1	1.7	30.0
SGB	4,472	787	44.1	2.0	3.6	6.7	0.9	7.4	1.1	16.8
SHB	43,400	2,024	68.7	3.0	3.6	15.5	1.3	12.6	0.8	5.6
SSB	54,905	1,453	85.5	1.9	3.0	13.5	1.6	8.8	1.7	13.7
TPB	40,620	2,027	63.7	2.0	4.2	13.3	1.3	10.5	1.2	9.0
VAB	5,238	1,378	67.9	1.6	1.8	9.8	0.7	14.2	0.7	7.0
VBB	5,525	1,337	37.6	2.6	1.8	9.8	0.5	19.0	0.8	8.6
TB		1,441	59.2	3.8	2.7	10.0	0.9	12.4	1.1	16.7

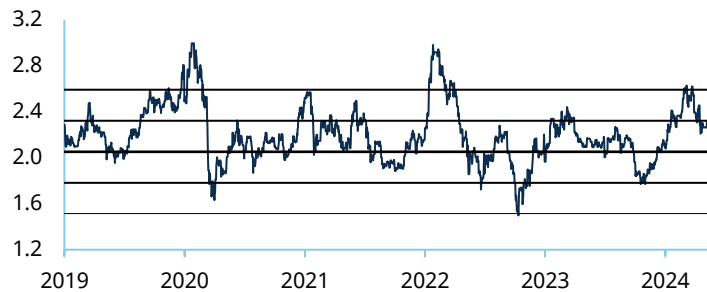
Nguồn: Bloomberg (20/05/2024), Mirae Asset Vietnam

Ngân hàng - P/B 5 năm

ACB



BID



CTG



HDB



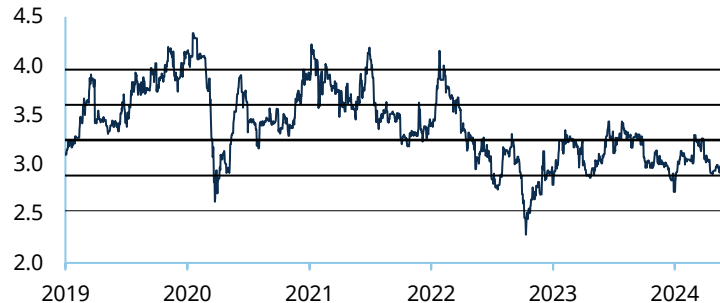
MBB



TCB



VCB



VIB



VPB



Nguồn: Bloomberg (20/05/2024), Mirae Asset Vietnam

Chờ đợi cơ hội

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

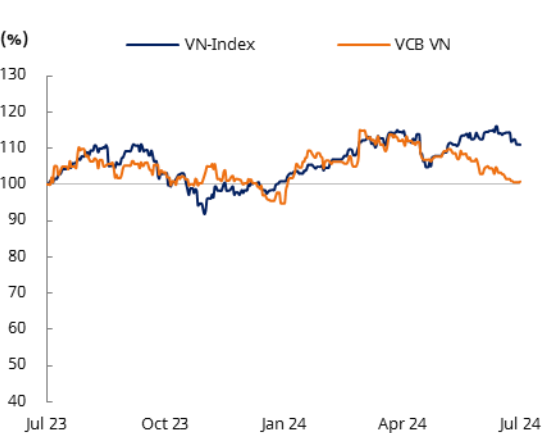


(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	102,000
Thị giá (1/07/24)	85,400
Lợi nhuận kỳ vọng	19%

LNST (24F, tỷ đồng)	36,179
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	9.5
P/E (24F, x)	14.0
Vốn hóa (tỷ đồng)	477,308
SL cổ phiếu (triệu)	5,589
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	25.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	23.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	80,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	100,500
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-2.11.10.9
Tương đối	-0.7-7.7-10.2

Điểm nhấn đầu tư

- Trong quý 1/2024, tổng tài sản của Ngân hàng Thương mại Cổ phần Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank-VCB) giảm xuống còn 1,774 nghìn tỷ, đánh dấu mức giảm đáng kể 3.6% sv. 2023. Thêm vào đó, tăng trưởng tín dụng ghi nhận mức âm 0.5% trong kỳ, khiến VCB trở thành một trong những ngân hàng có mức tăng trưởng thấp nhất trong Q1/2024. Sự giảm sút này có thể được quy cho cả các yếu tố nội tại, như chiến lược thận trọng, và điều kiện thị trường không thuận lợi, bao gồm nhu cầu tín dụng thấp, đặc biệt là từ mảng ngân hàng bán lẻ. Phân khúc tài sản có mức giảm mạnh nhất là gửi và cho vay liên ngân hàng (-19% YTD).
- Chất lượng danh mục cho vay của ngân hàng cũng suy giảm tương đối trong Q1/2024. Tổng nợ xấu (NPL) của VCB tăng 24.1% sv.2023, lên 15.5 nghìn tỷ, qua đó đẩy tỷ lệ NPL lên 1.2% (+0.2%p). Trong khi đó, tỷ lệ NPL mở rộng (bao gồm nợ nhóm 2) tăng từ 1.4% cuối năm 2023 lên 1.8% cuối Q1/2024. Tỷ lệ dự phòng rủi ro cho vay cũng giảm từ 230% xuống gần 200%. Mặc dù chất lượng tài sản suy giảm trong các quý gần đây, các tỷ lệ của VCB vẫn duy trì sự vượt trội hơn so với mức trung bình của ngành.
- Dựa trên nền tảng chất lượng tài sản ổn định, VCB vẫn đang tận dụng bộ đệm dự phòng cao để làm giảm biến động lợi nhuận. Trong Q1/2024, LNTT của ngân hàng đạt 10.7 nghìn tỷ, giảm nhẹ 4% sv.ck., và hoàn thành 26% kế hoạch năm. Những thay đổi đáng kể trong cơ cấu thu nhập và chi phí của ngân hàng bao gồm việc thu nhập ròng khác giảm 38% sv.ck., chủ yếu do lợi nhuận từ hoạt động buôn bán ngoại hối giảm 30% và thu nhập khác giảm 53% (một phần do tình hình thu hồi nợ xấu đã đưa ra ngoại bảng tạm thời kém khả quan). Ngoài ra, chi phí dự phòng cũng ghi nhận mức giảm 25% sv.ck., xuống còn 1.5 nghìn tỷ VND.
- Mặc dù đã điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng của VCB cho năm 2024, chúng tôi đánh giá triển vọng của VCB vẫn tương đối lạc quan. Dù tăng trưởng tín dụng thấp và thu nhập lãi ròng (NII) đi ngang, tăng trưởng cả năm vẫn có nhiều dư địa cải thiện mạnh nhờ mức cơ sở thấp trong nửa sau năm 2023. Với triển vọng kinh tế vĩ mô tích cực hơn trong nửa cuối năm 2024, các hoạt động thương mại quốc tế dự kiến sẽ phục hồi dần, hỗ trợ thu nhập ngoài lãi của VCB phục hồi tốt hơn. Thêm vào đó, áp lực dự phòng của VCB không quá đáng kể, nhờ chất lượng tài sản vượt trội, lãi suất hợp lý, tăng trưởng tín dụng thấp trong các năm khó khăn, và dư nợ liên quan đến BĐS không quá cao.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	36,285	42,400	53,246	53,621	60,295	71,870
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	12,777	14,324	14,836	14,103	19,445	21,010
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	23,050	27,389	37,359	41,244	45,119	57,074
LNST (tỷ đồng)	18,451	21,919	29,892	33,033	36,179	45,764
EPS (đồng)	4,975	5,910	6,316	5,910	6,473	8,188
ROE (%)	21.1	21.6	24.2	21.6	19.7	20.9
P/E (x)	14.6	10.6	11.5	15.3	14.0	9.6
P/B (x)	3.6	3.1	3.1	3.0	2.5	2.1
Giá trị sổ sách (đồng)	25,370	29,421	29,158	30,156	35,600	42,673
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,326,230	1,414,673	1,814,188	1,839,223	2,041,471	2,258,285
VCSH (tỷ đồng)	94,095	109,117	137,988	168,543	198,970	238,504

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tạo đà phục hồi

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	52,400
Thị giá (1/07/24)	43,200
Lợi nhuận kỳ vọng	21%

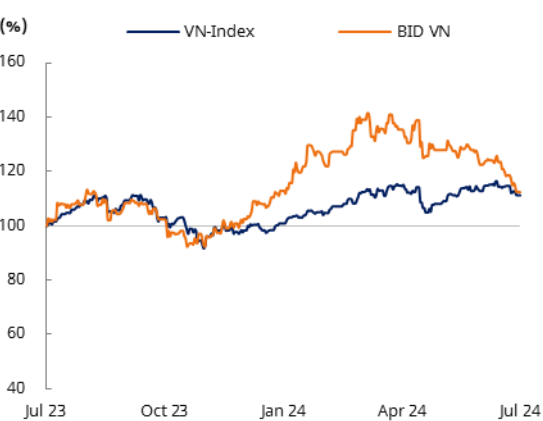
LNST (24F, tỷ đồng)	23,265
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	12.7
P/E (24F, x)	9.9

Vốn hóa (tỷ đồng)	246,259
SL cổ phiếu (triệu)	5,700
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	100.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	17.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	34,608
Cao nhất 52 tuần (VND)	56,700

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-8.3	-1.4	12.3
Tương đối	-6.9	-10.1	1.2

Điểm nhấn đầu tư

- Cuối Q1/2024, BID - NH TMCP có tài sản lớn nhất Việt Nam - ghi nhận mức tăng trưởng tài sản khá khiêm tốn 1.2% sv.2023, đạt 2,328.7 nghìn tỷ. Tăng trưởng cho vay ở mức thấp hơn, +0.9% sv. 2023, đạt 1,793.9 nghìn tỷ. Trong đó, tăng trưởng cho vay phân khúc doanh nghiệp lớn đóng vai trò dẫn dắt, +1.3% sv.2023, trong khi cho vay phân khúc KHCN tăng trưởng dưới 0.5%. Ngược lại, các khoản cho vay liên ngân hàng tăng 9.4% sv.2023, tuy mang lại ít rủi ro tín dụng hơn nhưng đi kèm với đó là lợi suất thấp.
- Chất lượng danh mục cho vay giảm sút, nhưng vẫn tương đối tốt hơn so với mặt bằng chung và 9T2023. Tỷ lệ nợ xấu và nợ xấu mở rộng (bao gồm cả nợ Nhóm 2) tăng lần lượt lên 1.51% (+0.3%p sv.2023 hay -4bps sv.ck.) và 3.56% (+0.73%p sv.2023 hay -0.3%p sv.ck.). Ngoài ra, tỷ lệ bao phủ nợ xấu tiếp tục giảm xuống 152.8% (-29.1%p sv.2023 hay -18.5%p sv.ck.). Tuy nhiên, với kỳ vọng kinh tế phục hồi tốt hơn trong giai đoạn sau năm 2024 và việc gia tăng đầu tư các dự án lớn sắp tới sẽ thúc đẩy nhu cầu tín dụng của nhóm khách hàng BID, phần nào ổn định tỷ lệ NPL.
- Bên cạnh sự sụt giảm chất lượng tài sản, xu hướng NIM cũng không đạt kỳ vọng. Bên cạnh sự thay đổi trong cơ cấu tài sản với tỷ trọng tài sản rủi ro thấp tăng, NIM giảm 9bps sv. 2023 còn do chất lượng tài sản giảm và tỷ trọng cho vay nhóm KHCN giảm, đặc biệt là cho vay mua nhà và tiêu dùng. Mặc dù chúng tôi cho rằng lĩnh vực bất động sản sẽ khởi sắc hơn trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi nhận định BID sẽ ưu tiên tín dụng cho mảng đầu tư sản xuất hơn cho vay BĐS nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế tổng thể cũng như hạn chế rủi ro. Vì vậy, NIM của ngân hàng nhiều khả năng sẽ gặp áp lực khá lớn trong ngắn hạn và trung hạn.
- Hai thách thức chính đối với ngân hàng là khó khăn trong việc tăng vốn cũng như bức tranh lợi nhuận không quá khả quan trong năm 2024. Mặc dù CAR của BID thỏa tiêu chí an toàn vốn với 9.18% vào năm 2023 nhưng lại thấp hơn đáng kể so với các NH tư nhân lớn, hạn chế tiềm năng tăng trưởng tín dụng của BID khi phải cân đối giữa rủi ro và lợi nhuận. Ngoài ra, với trách nhiệm là một NH có vốn đầu tư nhà nước, BID cũng tích cực hỗ trợ phục hồi kinh tế thay vì chỉ tập trung vào tối đa hóa lợi nhuận, điều này cũng phần nào điều hướng hoạt động của NH. Do đó, tồn tại hạn chế trong việc mở rộng NIM, đặc biệt là trong giai đoạn hiện tại, và với tỷ lệ LLR đã tụt đọng trong năm 2023 để duy trì tăng trưởng lợi nhuận, BID sẽ cần trích lập dự phòng nhiều hơn nhằm duy trì chất lượng tài sản, đặc biệt là trong bối cảnh nợ xấu gia tăng.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	35,824	46,823	56,070	56,136	61,864	70,968
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	14,086	15,483	13,222	16,533	16,131	17,499
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	9,026	13,548	23,009	26,400	29,656	38,503
LNST (tỷ đồng)	6,997	10,540	18,159	21,505	23,265	30,348
EPS (đồng)	1,795	1,715	3,271	4,101	4,622	5,678
ROE (%)	7	13	19	19	17	18
P/E (x)	33.10	17.8	9.9	11.5	9.9	8.1
P/B (x)	2.5	2.2	1.7	2.0	1.8	1.4
Giá trị sổ sách (đồng)	18,998	17,066	20,597	21,563	25,431	32,084
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,516,686	1,761,696	2,120,609	2,300,814	2,549,093	2,890,315
VCSH (tỷ đồng)	79,647	86,329	104,190	122,917	144,966	191,783

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Chậm nhịp

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

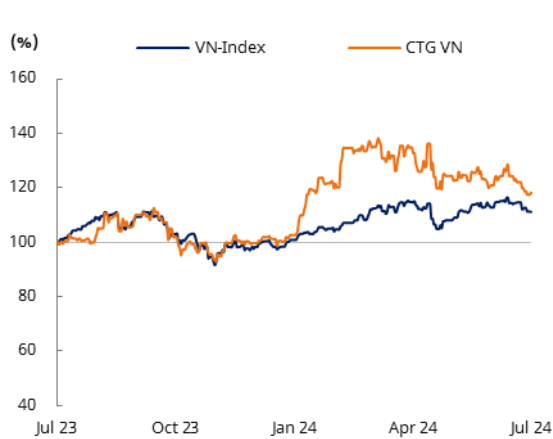


(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	36,900
Thị giá (1/07/24)	31,200
Lợi nhuận kỳ vọng	18%

LNST (24F, tỷ đồng)	23,116
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	16
P/E (24F, x)	7.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	167,544
SL cổ phiếu (triệu)	5,370
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	26.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	24,431
Cao nhất 52 tuần (VND)	37,150
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-2.213.018.2
Tương đối	-0.84.37.1

Điểm nhấn đầu tư

- Đến hết Q1/2024, tổng tài sản của VietinBank (CTG) đạt 2,078 nghìn tỷ (+2.2% sv.2023), với tăng trưởng tín dụng khoảng 2.7% (cao hơn mức tăng trưởng của ngành là 1.34%). Trong đó, cho vay LNH tăng mạnh 18.9%, danh mục cho vay khách hàng tăng 2.8%. Về mặt huy động, nợ của ngân hàng tăng thấp hơn tài sản ở mức 2.1% lên 1,947 nghìn tỷ, với động lực chính đến từ vay NHNN (+111.5% sv.2023), và vay liên ngân hàng (+7% sv.2023). Nhờ vậy, CTG đã có thể tối ưu hóa chi phí vốn vay cũng như có sự linh hoạt hơn trong vấn đề điều tiết thanh khoản. Mặc dù chất lượng tài sản của CTG có sự suy giảm trong quý 1, nhưng so với trung bình ngành vẫn có phần vượt trội. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng lên 1.35% (+22bps sv.2023), trong khi tỷ lệ nợ xấu mở rộng (bao gồm nợ nhóm 2) cũng tăng lên 2.93% (+25bps). Ngoài ra, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm khoảng 16% sv.2023, xuống còn 150%, nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với mức trung bình 88% của các NHHY.
- Lợi nhuận quý đầu năm của CTG tăng nhẹ khi các loại chi phí gia tăng được bù lại nhờ tăng trưởng thu nhập lãi thuần (NII). Chi tiết hơn, tổng thu nhập thuần đạt 19.1 nghìn tỷ (+12% sv.ck.), với động lực chính đến từ NII (+19.8% sv.ck.). Ngược lại, tổng thu nhập thuần ngoài lãi giảm 10.6% sv.ck., trong khi chi phí hoạt động và chi phí dự phòng tăng lần lượt 11.4% và 19.7% sv.ck. Tuy chi phí tăng cao và các nguồn thu ngoài lãi không quá khả quan, lợi nhuận trước thuế của CTG vẫn duy trì được mức tăng trưởng dương trong quý 1, +3.8% sv.ck, đạt 6.2 nghìn tỷ.
- Điểm nghẽn tăng vốn: Mặc dù chất lượng tài sản của ngân hàng quay đầu giảm trong Q1/2024, tuy nhiên điều này diễn ra khá phổ biến và có tính thời vụ, và so với mặt bằng chung, các chỉ số của CTG vẫn đang tỏ ra vượt trội hơn. Tuy nhiên, rào cản tăng trưởng của CTG trong trung và dài hạn là nhu cầu cần tăng vốn và mức sở hữu của NHNN đã chạm mức tối thiểu là khoảng 65%, trong khi chủ trương đầu tư thêm vào doanh nghiệp tương đối khó. Vì vậy, về triển vọng dài hạn, tăng trưởng của CTG dự phóng chỉ ở mức khoảng 10%, không thể tương đương các NHTM tư nhân. Điểm tích cực là các chỉ số hiệu quả hoạt động nhìn chung đang được cải thiện như NIM (2.98%, +7bps sv.2023), nhờ thành công gia tăng chênh lệch lợi suất. Chiến lược tăng trưởng tín dụng tập trung vào các phân khúc cho vay DN vừa và nhỏ hay KHCN cũng hỗ trợ tốt cho triển vọng, mặc dù quá trình đa dạng hóa đang tạm dừng do điều kiện chưa thuận lợi.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	35,581	41,788	47,930	52,957	61,684	69,620
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	9,699	11,360	16,650	17,591	17,732	18,556
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	17,070	17,589	21,113	24,990	28,905	38,100
LNST (tỷ đồng)	13,679	14,092	16,912	19,904	23,116	30,469
EPS (đồng)	3,674	2,932	3,519	3,706	4,305	5,674
ROE (%)	16.8	15.7	16.7	17.0	17.1	19.4
P/E (x)	9.1	11.4	9.5	9.0	7.5	5.9
P/B (x)	1.5	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
Giá trị sổ sách (đồng)	22,935	19,488	22,536	23,440	26,843	31,551
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,341,393	1,531,468	1,809,189	2,032,614	2,277,666	2,495,129
VCSH (tỷ đồng)	85,395	93,653	108,305	125,872	144,147	169,430

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Khởi đầu thuận lợi

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

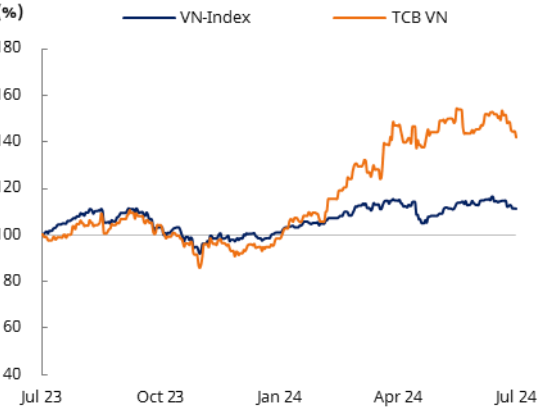


(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	27,800
Thị giá (1/07/24)	22,950
Lợi nhuận kỳ vọng	21%

LNST (24F, tỷ đồng)	22,975
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-36
P/E (24F, x)	7.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	161,683
SL cổ phiếu (triệu)	7,045
Tỷ tự do chuyển nhượng (%)	68.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	11.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	25,250
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-2.340.841.9
Tương đối	-0.932.130.8

Điểm nhấn đầu tư

- Tính đến hết Q1/2024, tổng tài sản của ngân hàng đạt 885.7 nghìn tỷ, tăng tương đối cao, +4.3% sv.2023. Bên cạnh đó, tăng trưởng tín dụng của TCB vẫn vượt xa tốc độ tăng trưởng tài sản cũng như tăng trưởng tín dụng của hệ thống nói chung với mức tăng 7.1% sv.2023, đạt 601 nghìn tỷ, chủ yếu nhờ danh mục cho vay khách hàng tăng 7.8%. Chất lượng tài sản của ngân hàng cũng ghi nhận chuyển biến tích cực với các chỉ tiêu như tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ 3bps trong quý 1 lên mức 1.13% trong khi bộ đệm dự phòng với tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tăng lên mức 106.1% (+3.9%p YTD), qua đó cho thấy triển vọng ổn định trong thu nhập.
- Bảng cân đối của TCB vẫn đang duy trì mức độ rủi ro tập trung cao và khó có thể điều tiết trong ngắn hạn. Do những thay đổi trong cách thống kê nhóm khách hàng của TCB, hiện không có dữ liệu cụ thể về mức độ rủi ro tập trung (dư nợ cho vay các tập đoàn lớn). Tuy nhiên, một điểm khá rõ nét và tương đồng với đa phần các NHTM là tỷ trọng cho vay KHCN vẫn duy trì xu hướng giảm trong Q1/2024, giảm còn 38.8% (-0.6%p YTD), đánh dấu mức thấp nhất trong vòng 3 năm trở lại đây. Ngược lại, mảng cho vay kinh doanh BĐS vẫn là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng cho vay của TCB, với mức tăng gần 9.8% sv.2023. Điểm tích cực là tổng tỷ trọng cho vay có liên quan đến lĩnh vực BĐS đã giảm xuống còn 66% (-1.3%p sv.2023 hay -8.1%p sv. mức đỉnh xác lập cuối Q2/2023). Dự kiến, tuy cơ cấu cho vay sẽ khó đa dạng hóa trong ngắn hạn, dư nợ được kỳ vọng sẽ chuyển dịch dần từ cho vay kinh doanh BĐS sang cho vay mua nhà. Dù đây vẫn là dư nợ liên quan đến BĐS nhưng sẽ phần nào giảm thiểu rủi ro tập trung hơn, đặc biệt là trong giai đoạn nửa cuối năm 2024.
- NIM trong Q1/2024 cũng có dấu hiệu hồi phục với mức tăng khoảng 8bps sv. 2023. Sự cải thiện này đóng góp chính bởi lợi suất từ danh mục tài sản sinh lãi (IEA) giảm ít hơn chi phí lãi vay (IBL). Cơ cấu danh mục IEA ghi nhận sự cải thiện khi tỷ trọng phân loại tài sản có mức lợi suất cao như cho vay tăng +1.5%p sv.2023 và chứng khoán đầu tư tăng +3.1%p. Về phía huy động chịu lãi, sự phục hồi mạnh mẽ của tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) phần nào hỗ trợ cho NIM của TCB.
- Lợi nhuận của ngân hàng bước đầu phục hồi mạnh mẽ trong Q1/2024, với sự tăng trưởng đồng đều tại hầu hết các nguồn thu chính. Chi tiết hơn, LNTT của TCB ghi nhận tăng cao +38.3% CK, chủ yếu nhờ tăng trưởng thu nhập lãi thuần (+30.2% sv.ck.), thu thuần từ dịch vụ (+11.7% sv.ck.) và thu nhập thuần khác (+91.9% sv.ck.). Trong khi đó, CPHĐ chỉ tăng nhẹ 3.4% sv.ck. và chi phí tín dụng tăng 126.5% (nhưng trị tuyệt đối không đáng kể).



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	18,751	26,699	30,290	27,691	33,985	40,573
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	8,291	10,378	10,612	12,370	13,875	14,839
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	15,800	23,238	25,568	22,888	28,976	35,977
LNST (tỷ đồng)	12,325	18,038	20,150	18,148	22,975	28,526
EPS (đồng)	3,516	5,138	5,729	5,152	3,259	4,040
ROE (%)	18.0	21.5	19.5	14.8	16.7	18.9
P/E (x)	13.9	9.5	8.5	9.5	7.4	5.9
P/B (x)	2.3	1.8	1.5	1.3	1.1	1.0
Giá trị sổ sách (đồng)	21,289	26,505	32,248	37,368	20,273	22,590
Tổng tài sản (tỷ đồng)	439,603	568,811	699,033	849,482	955,866	1,070,248
VCSH (tỷ đồng)	74,615	93,056	113,425	131,628	142,933	159,509

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Trên đà hồi phục

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

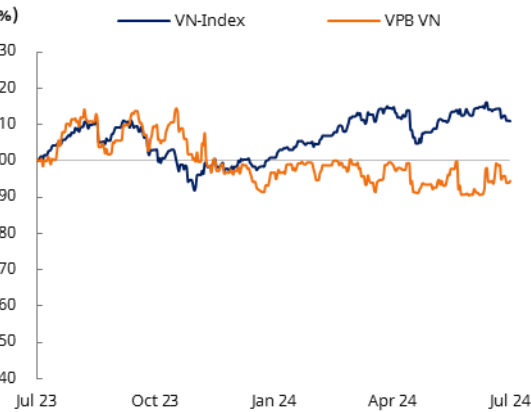


(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	22,800
Thị giá (1/07/24)	18,750
Lợi nhuận kỳ vọng	22%

LNST (24F, tỷ đồng)	14,088
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	40%
P/E (24F, x)	10.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	148,761
SL cổ phiếu (triệu)	7,934
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	89.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	26.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	23,150
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	4.2-1.8-5.5
Tương đối	5.6-10.5-16.6

Điểm nhấn đầu tư

- Trong quý 1 năm 2024, bảng cân đối kế toán tổng thể của VPB gần như không đổi, với tổng tài sản chỉ tăng 0.6% sv. 2023, đạt 822 nghìn tỷ. Tuy nhiên, có sự dịch chuyển trong các loại tài sản khi cho vay tăng 2.9%, nhờ mảng cho vay doanh nghiệp thúc đẩy, trong khi ngân hàng đầu tư giảm tương đương. Về tiền gửi, tiền gửi của nhóm KHCN tăng mạnh 11.7%, trong khi tiền gửi của KHDN giảm 10.1%. Tổng cộng, tiền gửi tăng khoảng 3% so với đầu năm, đạt 455.8 nghìn tỷ, nhưng tỷ lệ CASA giảm xuống còn 14.4% (-3%p so với đầu năm) do nhu cầu tiền gửi không kỳ hạn của nhóm KHCN thấp.
- Mặc dù tỷ lệ nợ xấu nội bảng (NPL) và tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) đã có cải thiện trong quý 1, NPL ngoại bảng và nợ xấu tiềm năng lại có xu hướng tăng. Chi tiết hơn, NPL giảm xuống 4.8%, giảm 0.2%p sv. 2023 và 1.4%p sv.ck., trong khi LLR cải thiện lên mức 53.3%, tăng 1.6%p sv. 2023 hay 7.4%p sv.ck. Tuy nhiên, NPL gộp (bao gồm nợ nhóm 2) tăng lên 13.1%, tăng 24bps trong Q1/2024. Tổng quát hơn, tỷ trọng tài sản dưới chuẩn (bao gồm trái phiếu dưới nhóm 1 và các khoản vay tái cấu trúc) trong tài sản sinh lãi (IEA) ước tính tăng lên 13.4% (+1.5%p sv. 2023). Chất lượng tài sản giảm tiếp tục là áp lực đối với tốc độ hồi phục biên lãi thuần (NIM) và rủi ro chi phí dự phòng cao trong 2024 và 2025.
- Tuy chất lượng tài sản vẫn chưa cải thiện rõ rệt và tăng trưởng tín dụng tương đối thấp trong quý 1, LNTT hợp nhất của ngân hàng lại ghi nhận bước nhảy vọt hơn 90% sv.ck., đạt 4.2 nghìn tỷ và hoàn thành 18% mục tiêu năm. Mặc dù VPB không công bố số liệu cụ thể về lợi nhuận của các công ty con, nhưng các khoản lỗ của các cổ đông không kiểm soát đã giảm đáng kể. Trong khi đó, lợi nhuận từ VPBS, công ty con có lợi nhuận lớn nhất trong năm 2023, cũng ghi nhận giảm trong Q1/2024. Điều này cho thấy mặc dù FEC chưa thể ghi nhận lợi nhuận, các khoản lỗ của công ty này đã giảm đáng kể phù hợp với kỳ vọng. Về cấu phần thu nhập, thu nhập lãi ròng tăng mạnh (+18.8% sv.ck.) và dự phòng giảm (-9.8% sv.ck.), trong khi các khoản thu nhập và chi phí khác không có sự thay đổi đáng kể.
- Các rủi ro chính đối với triển vọng của chúng tôi bao gồm chất lượng tài sản tương đối thấp và lợi nhuận không đạt kỳ vọng. Ở chiều tích cực, VPB có quý khởi đầu tích cực với lợi nhuận tăng gần gấp đôi sv.ck., với hoạt động của FEC có sự cải thiện. Ngoài ra, NIM có sự phục hồi nhẹ, tăng 0.1%p so với quý trước lên 5.8%. Tuy nhiên, mức nợ xấu cao và tỷ trọng tài sản dưới chuẩn sẽ gây áp lực đáng kể lên sự phục hồi lợi nhuận của ngân hàng, cả về thu nhập từ lãi và chi phí dự phòng tín dụng. Thêm vào đó, lo ngại về lãi suất tăng và khả năng trì hoãn việc cắt giảm lãi suất của Fed có thể tác động tiêu cực đến triển vọng tăng trưởng tín dụng chung.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	32,346	34,349	41,021	38,175	50,812	59,833
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	6,687	9,953	16,776	11,569	12,073	14,875
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	13,019	14,580	21,220	10,987	17,888	27,871
LNST (tỷ đồng)	10,414	11,808	18,168	10,053	14,088	20,654
EPS (đồng)	4,242	2,656	2,706	1,267	1,776	2,603
ROE (%)	21.9	17.0	19.1	8.3	10.0	13.7
P/E (x)	4.2	6.8	6.7	14.2	10.1	6.9
P/B (x)	0.8	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0
Giá trị sổ sách (đồng)	22,187	17,891	14,490	16,980	17,358	18,936
Tổng tài sản (tỷ đồng)	419,027	547,626	631,013	817,700	947,580	1,062,327
VCSH (tỷ đồng)	52,794	86,451	103,502	139,947	143,175	157,332

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Triển khai kế hoạch tăng vốn

Tôn Đạt Quân, quan.td@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	26,700
Thị giá (1/07/24)	22,250
Lợi nhuận kỳ vọng	20%

LNST (24F, tỷ đồng)	22,399
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-5.8
P/E (24F, x)	6.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	118,066
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	5,306
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	67.6
Tỷ lệ sở hữu của NGTTNN (%)	23.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,950
Cao nhất 52 tuần (VND)	25,700
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	2.316.226.7
Tương đối	3.77.515.7

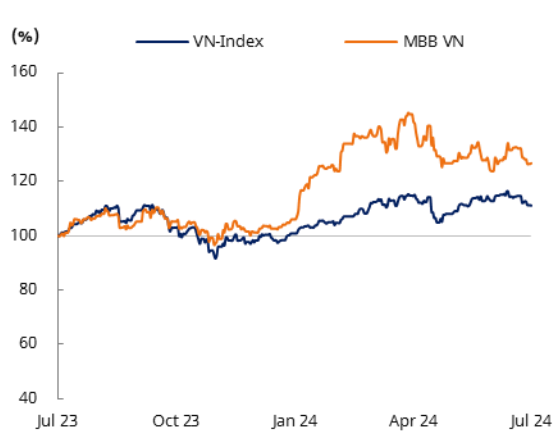
Điểm nhấn đầu tư

ĐHCD 2024: Tại ĐHCD thường niên, MBB thông qua kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 61.6 nghìn tỷ đồng: 1) tăng vốn thêm 7.96 nghìn tỷ đồng bằng cổ tức cổ phiếu (~ 15%) và 2) phát hành riêng lẻ thêm 62 triệu cổ phiếu. Kế hoạch này sẽ được thực hiện từ năm 2024 đến Q2/2025. Ngày 15/6/2024, MBB đã tổ chức **ĐHCD bất thường**, bầu chọn 11 thành viên HĐQT (một thành viên độc lập) bao gồm 4 thành viên cũ và 7 thành viên mới, và 5 thành viên BKS cho nhiệm kỳ 2024-2029.

Kết quả kinh doanh Q1/2024: LNTT hợp nhất đạt 5,795 tỷ đồng (-11% svck). Nguyên nhân chính dẫn đến sự sụt giảm lợi nhuận là do ngân hàng tăng cường dự phòng trong bối cảnh thu nhập lãi thuần giảm. Tính đến Q1/2024, MBB đã đạt được 20.4% mục tiêu LNTT tối đa năm 2024 là 28,400 tỷ đồng (+8% YoY). Tỷ lệ CASA giảm từ 40.2% (Q4/2023) xuống 36.6% (Q1/2024), duy trì vị trí thứ hai sau TCB (40.5%).

- Thu nhập lãi thuần đạt 9,062 tỷ đồng (-11.4% svck) với NIM 4.7% (-1%p YoY) trong khi chi phí dự phòng tăng lên 2,707 tỷ đồng (+46.4% svck).
- Thu nhập phí thuần ghi nhận 945 tỷ đồng (+37.1% svck), trong đó dịch vụ bảo hiểm giảm 9% svck, dịch vụ thanh toán tăng 48% svck, và thu hồi nợ xấu tăng 115% svck.
- Thu nhập thuần khác đạt 2,009 tỷ đồng (+98% svck), bao gồm lãi từ kinh doanh ngoại hối và vàng 461 tỷ đồng (+24.5% YoY), lãi từ tài sản tài chính 1,182 tỷ đồng (+587% YoY) và thu nhập khác 366 tỷ đồng (-22% svck).

Rủi ro nợ xấu gia tăng: Tới Q1/2024, NPL của MBB đã tăng 56% từ cuối 2023 lên 15,294 tỷ đồng, tỷ lệ NPL/tổng dư nợ tăng từ 1.6% lên 2.49%. Nợ nhóm 5 tăng đáng kể lên 6,048 tỷ đồng (+179% svck; +109.3% QoQ). MBB hiện có tốc độ tỷ lệ tăng nợ xấu (NPL) cao nhất trong Q1/2024, theo sau là VietABank với mức tăng 52.6%, Vietcombank (VCB) với 24.1%, Vietinbank (CTG) +22.8%, Vietbank +21.9%, và BIDV (BID) +20.7%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 80.1% vào Q1/2024, giảm từ mức 117% vào Q4/2023. Tại ĐHCD thường niên năm 2024, dư nợ cho vay với Novaland và Trung Nam Group vẫn là chủ đề được các cổ đông MBB quan tâm. Ngân hàng kỳ vọng sẽ đưa tỷ lệ nợ xấu xuống mức được ĐHCD quy định là 2% trong 6T cuối 2024.



FY (31/12)	FY21	FY22	FY23	FY24F	FY25F	FY26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	26,200	36,023	38,684	43,850	49,412	55,861
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	10,735	9,570	8,622	9,898	12,117	13,221
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	16,527	22,729	26,306	29,156	33,973	38,849
LNST (tỷ đồng)	12,697	17,483	20,677	22,399	26,100	29,846
EPS (đồng)	3,229	3,673	3,764	3,545	3,656	3,800
ROE (%)	22.6	24.6	23.5	20.7	19.5	18.3
P/E (x)	7.0	6.1	6.0	6.7	6.5	6.2
P/B (x)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	607,140	728,532	944,954	1,106,847	1,260,244	1,437,633
VCSH (tỷ đồng)	62,486	79,613	96,711	119,989	147,167	178,245
Giá trị sổ sách (đồng)	15,892	16,727	17,604	18,992	20,614	22,697

Nguồn: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

Khó khăn kéo dài

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	28,500
Thị giá (1/07/24)	23,650
Lợi nhuận kỳ vọng	21%

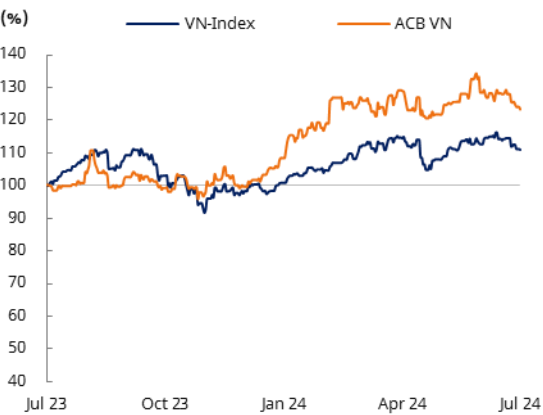
LNST (24F, tỷ đồng)	16,369
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	2
P/E (24F, x)	5.7

Vốn hóa (tỷ đồng)	105,636
SL cổ phiếu (triệu)	4,467
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	80.1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	30.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,217
Cao nhất 52 tuần (VND)	26,261

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-4.1	8.8	23.3
Tương đối	-2.6	0.1	12.4

Điểm nhấn đầu tư

- Tính đến cuối Q1/2024, tổng tài sản của ACB đạt 727.3 nghìn tỷ, đánh dấu mức tăng khá khiêm tốn khoảng 1.2% sv. 2023 và tương đương mức tăng trong Q1/2023. Tuy nhiên, điểm tích cực hơn so với quý 1 năm trước là mức tăng trưởng tín dụng có phần khả quang hơn, +3.7% sv.2023, cao hơn đáng kể so với mức tăng trưởng âm cùng kỳ là -0.7% và cao hơn so với mức tăng trưởng bình quân toàn ngành là 1.3%. Danh mục cho vay cũng ghi nhận sự chuyển dịch tương đối, với tăng trưởng nhóm KHCN vừa phải ở mức 3.8% sv.2023, trong khi cho vay doanh nghiệp lớn tăng đáng kể 26%, trái ngược với cho vay nhóm DN vừa và nhỏ. Điều này cho thấy phân khúc ngân hàng bán lẻ vẫn đang đối mặt với thách thức.
- Chất lượng tài sản của ngân hàng tiếp tục suy giảm trong kỳ, ghi nhận giảm sút ở hầu hết các chỉ tiêu đo lường. Cụ thể hơn, dư nợ xấu (NPL) tăng 24.8% sv. 2023, đạt 7.3 nghìn tỷ cuối Q1/2024, khiến tỷ lệ nợ xấu tăng 24bps lên mức cao là 1.45%. Tỷ lệ nợ xấu mở rộng, bao gồm các khoản nợ nhóm 2, cũng tăng 37bps lên 2.23%, trong khi tỷ lệ dự phòng rủi ro cho vay (LLR) giảm xuống 77%, giảm 12%p sv. 2023.
- Bên cạnh những lo ngại về chất lượng tài sản dần suy giảm, kết quả lợi nhuận Q1/2024 của ACB cũng kém ấn tượng. Cụ thể, LNTT trong quý đầu ghi nhận 4.9 nghìn tỷ, giảm 5.1% sv.ck. Sự sụt giảm này chủ yếu là do thu nhập thuần khác (NOI) giảm 33.5% sv.ck., trong khi thu nhập lãi thuần (NII) và thu nhập thuần từ dịch vụ (NSI) tăng trưởng ổn định lần lượt là 8.2% và 18.8% sv.ck. Ngoài ra, chi phí tăng cũng tác động tiêu cực đến lợi nhuận, với CPHĐ tăng 10.2% và chi phí dự phòng tăng 100% sv.ck.
- Nhìn chung, ACB đang tạm thời mất đi một vài điểm nhấn so với trước đây. Thứ nhất, những điểm mạnh như chất lượng tài sản cao và tốc độ tăng trưởng ổn định tạm thời đình trệ. Kỳ vọng chất lượng tài sản sớm phục hồi trong giai đoạn đầu năm 2024 cũng gặp nhiều trở ngại. Sự chậm trễ trong tốc độ hồi phục không chỉ làm suy giảm khả năng tăng trưởng tài sản và lợi nhuận mà còn đi kèm với rủi ro gia tăng áp lực chi phí tín dụng. Một điểm tích cực đối với ACB là danh mục đầu tư của NH vẫn ưa chuộng các tài sản phi rủi ro như trái phiếu kho bạc và TCTD, nghĩa là rủi ro tập trung ít hơn so với các NH tương tự. Tóm lại, triển vọng của ngân hàng sẽ phụ thuộc vào tốc độ phục hồi kinh tế trong nửa sau năm 2024 và liệu ACB có thể thúc đẩy tăng trưởng tín dụng để bù đắp cho sự gia tăng các loại chi phí.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	14,600	18,945	23,534	24,960	29,702	35,418
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	3,560	4,619	5,257	7,787	6,390	6,939
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	9,594	11,998	17,114	20,068	20,452	24,893
LNST (tỷ đồng)	7,683	9,603	13,688	16,045	16,369	19,923
EPS (đồng)	2,809	3,555	4,053	4,131	4,214	5,129
ROE (%)	24.3	23.9	26.5	24.8	20.6	20.4
P/E (x)	8.0	6.9	6.1	5.9	5.7	4.7
P/B (x)	1.7	2.4	1.4	1.3	1.3	1.0
Giá trị sổ sách (đồng)	13,119	10,101	17,303	18,269	22,606	27,606
Tổng tài sản (tỷ đồng)	444,530	527,770	607,939	718,795	829,099	963,315
VCSH (tỷ đồng)	35,448	44,901	58,439	70,956	87,803	107,224

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Dầu khí – Chu kỳ mới, kỷ nguyên mới

Chu kỳ mới, kỷ nguyên mới

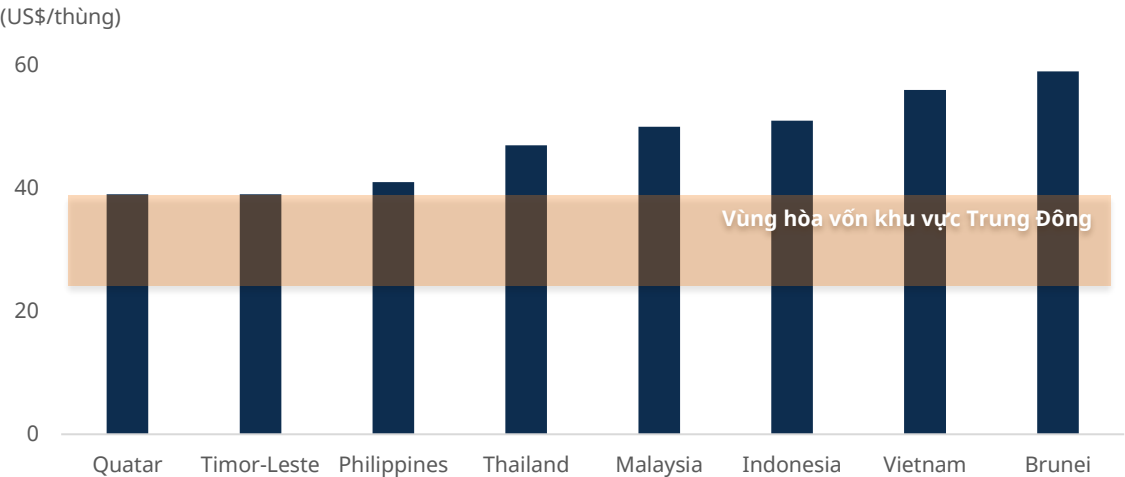
Hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) sôi động

- Nhờ giá Brent neo ở mức cao, vượt điểm hòa vốn, nhiều dự án thượng nguồn được tái khuyến khích đầu tư sau thời gian dài ngủ đông. Việc mở rộng là cần thiết trong bối cảnh sản lượng dầu khí trong nước sụt giảm mạnh, ảnh hưởng đến nhu cầu năng lượng quốc gia. Cụ thể, PVN dự kiến vốn đầu tư cho hoạt động E&P là 1.1 tỷ USD trong 2024, tăng gấp đôi so với cùng kỳ và vốn dự kiến sẽ tăng mạnh hơn nữa khi các dự án tiến triển.
- Nhiều dự án mới gần đây có chuyển biến đáng kể như Lạc Đà Vàng, Lô B, mở rộng mỏ Bạch Hổ. Sự phát triển này là tín hiệu tích cực cho các nhà cung cấp dịch vụ thượng nguồn, bao gồm các nhà thầu EPCI, giàn khoan và các đơn vị dịch vụ khác. Khối lượng công việc lớn dự kiến sẽ mang lại thu nhập ổn định cho các đơn vị dịch vụ này trong tương lai. Sau chu kỳ suy thoái kể từ năm 2015, nhiều nhà cung cấp dịch vụ thượng nguồn đã đa dạng hóa hoạt động ở nước ngoài, trải qua sự biến động đáng kể về thu nhập và thậm chí ghi nhận lỗ. Sự trỗi dậy của hoạt động thượng nguồn được kỳ vọng sẽ đưa các đơn vị này bước vào một kỷ nguyên tăng trưởng mới.

Chuyển đổi năng lượng quốc gia

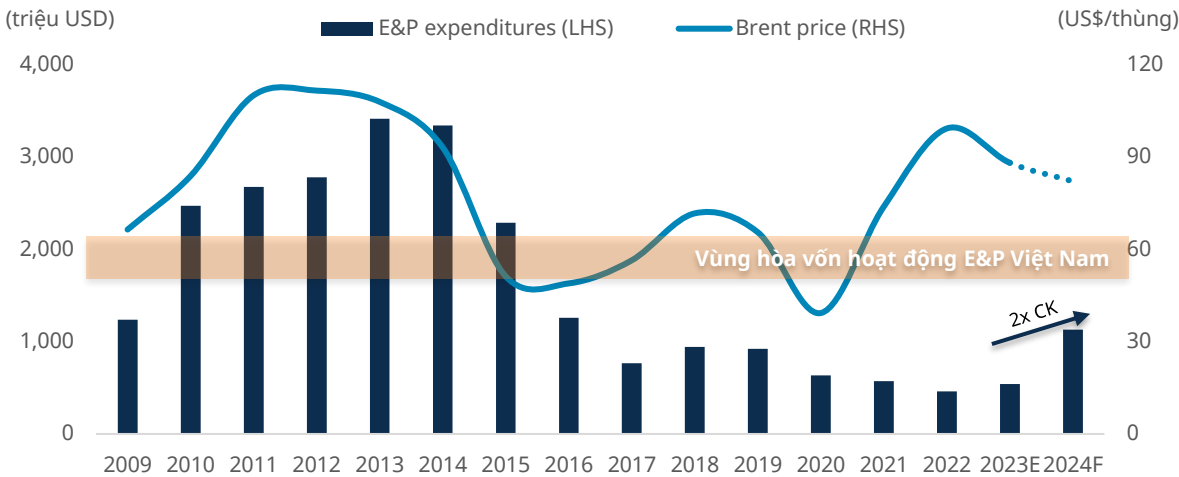
- Theo Quy hoạch Điện VIII, công suất nhiệt điện LNG dự kiến đạt 22 GW vào năm 2030 (chiếm 23% tổng công suất điện và tương đương nhu cầu 14 tỷ m3 LNG) để đạt mức tăng trưởng tiêu thụ điện 9%/năm. Ngoài ra, quy hoạch tổng thể còn nhằm mục đích chuyển đổi 18 GW điện than để thay thế bằng 14 GW điện LNG và 12-15 GW nguồn năng lượng tái tạo.
- Dựa trên mục tiêu tăng trưởng cung và cầu, một loạt cơ sở năng lượng LNG sẽ được hình thành và phát triển – từ các trung tâm LNG đến các nhà máy nhiệt điện. Trước mắt, nguồn bổ sung từ LNG nhập khẩu sẽ phần nào bù đắp cho nguồn cung nội địa thiếu hụt, giải quyết nhu cầu ngắn hạn cho các nhà máy điện khí hiện có trong nước. Tính đến thời điểm hiện tại, PV GAS là công ty chiếm ưu thế trong phân khúc LNG với vốn đầu tư dự kiến cho trung tâm LNG là 50 nghìn tỷ đồng đến 2030.
- Ngoài ra, việc phát triển điện gió ngoài khơi cũng đang thể hiện bức tranh tươi sáng cho các nhà cung cấp dịch vụ thượng nguồn tham gia xây dựng. Chúng tôi đánh giá rằng việc đáp ứng quá trình chuyển đổi năng lượng lớn này sẽ mang lại khối lượng công việc tiềm năng cho các nhà xây dựng thượng nguồn thông qua nhiều hợp đồng phụ EPCI, tiếp theo đó, mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp phân phối.

Giá dầu hòa vốn tại một số quốc gia Việt Nam có tham gia hoạt động



Nguồn: HIS Markit, Mirae Asset Vietnam Research

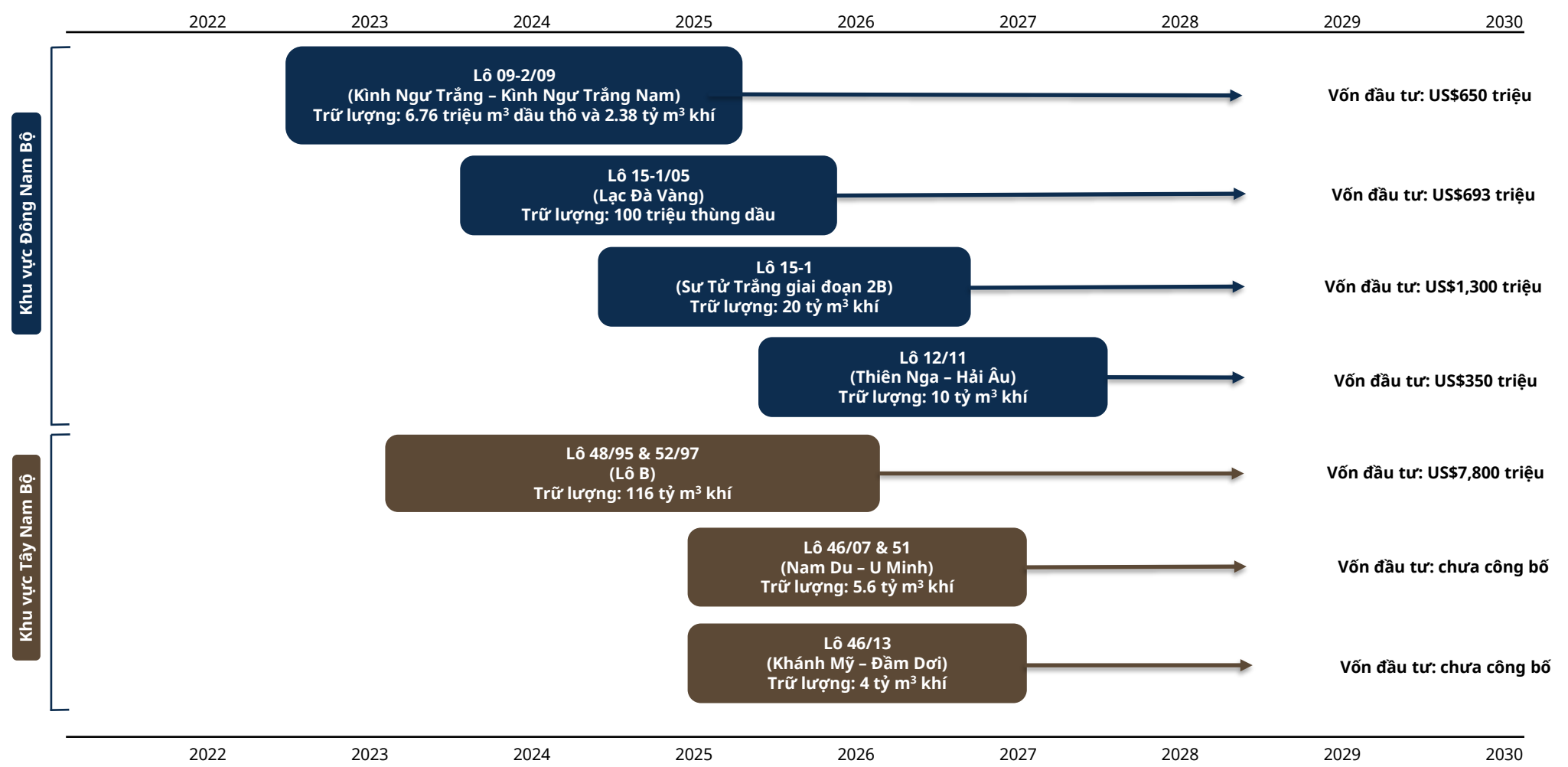
Chi tiêu E&P tăng thúc đẩy triển vọng tích cực



Nguồn: PVN, Mirae Asset Vietnam Research

Dầu khí - Chu kỳ mới, kỷ nguyên mới (tt.)

Trữ lượng đã được chứng minh hiện tại cho giai đoạn 2023-2030 (không bao gồm việc mở rộng các mỏ hiện có)



Nguồn: GAS, PVN, Mirae Asset Vietnam Research

Dầu khí – Chu kỳ mới, kỷ nguyên mới (tt.)

Dự án chuỗi giá trị khí-điện Lô B – Ô Môn, đang chờ Quyết định đầu tư cuối cùng của Chính phủ Việt Nam

Năm/Gói thầu	TRƯỚC khi có dòng khí đầu tiên				SAU khi có dòng khí đầu tiên				Tiến độ	Giá trị đầu tư ước tính (triệu USD)	DN niêm yết hưởng lợi
	...	2023	2024	2025	2026	2027	2028	...	2050		
Thượng nguồn										6,600*	
Lắp đặt giàn công nghệ trung tâm, giàn nhà ở và tháp đốt				EPCI#I					Trao thầu hạn chế cho liên doanh PTSC (45.4%) - McDermott vào T10/2023	1,100	PVS
Giàn thu gom, giàn đầu giếng (WHP), hệ thống đường ống nội mỏ				EPCI#II				EPCI 43 WHPs	Trao thầu hạn chế cho PTSC M&C – công ty con của PTSC vào T11/2023	500/4,700	
Khác (FSO, CAR, kế hoạch khoan giai đoạn 1A, ...)									Chuẩn bị đấu thầu	N/A	PVS – PVD
Trung nguồn										1,200*	
Tuyến ống bờ, các trạm và chạy thử			EPC 102km đường ống						Trao thầu cho liên doanh PTSC (81.9%) và Lilama18	340	PVS - PVB – GAS
Tuyến ống biển			PC 329km đường ống						Đang đánh giá hồ sơ dự thầu	560	
Sản xuất và bọc đường ống dẫn									Chuẩn bị đấu thầu	130	
Hạ nguồn										5,000*	
Nhà máy điện Ô Môn I (660MW)									Đang hoạt động (sử dụng dầu FO)	750	
Nhà máy điện Ô Môn II (1,050MW)				EPC: 845 triệu USD					Chuẩn bị đấu thầu EPC	1,300	
Nhà máy điện Ô Môn III (1,050MW)				EPC: 845 triệu USD					Chuyển giao cho PVN	1,300	
Nhà máy điện Ô Môn IV (1,050MW)					EPC: 845 triệu USD				Chuyển giao cho PVN	1,300	
Nhà máy điện Cà Mau I & II (750/750MW)									Đang hoạt động		

Nguồn: PVN, PVGAS, SWPOC, PQPOC, Mirae Asset Vietnam Research

Ghi chú: (*) ước tính theo thời giá 2017 và các thông tin liên qua:

1) Giá khí: US\$9.63/MMBTU; cước vận chuyển: US\$1.53/MMBTU

2) Hoạt động thượng nguồn (thăm dò và phát triển mỏ) được đầu tư bởi PVN (42.896%), PVEP (26.788%), MOECO (22.575%), và PTTEP (7.741%) thông qua nhà điều hành Phú Quốc POC, chi nhánh của PVN;

3) Hoạt động trung nguồn (hệ thống đường ống vận chuyển) được đầu tư bởi PVN (28.699%); GAS (51%); MOECO (15.118%) và PTTEP (5.183%) thông qua nhà điều hành Công ty điều hành đường ống Tây Nam (SWPOC), chi nhánh của PVN;

4) Nguồn khí từ lô B sẽ được bổ sung cho Khu Khí – Điện – Đạm Cà Mau. Theo Bộ Công Thương, với nguồn khí từ lô B, cứ 100MW được sản xuất sẽ cần 0.13 tỷ khối khí khô.

Điểm sáng từ dự án mới

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	98,300
Thị giá (1/07/24)	77,100
Lợi nhuận kỳ vọng	27%

LNST (24F, tỷ đồng)	11,756
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	1.3
P/E (24F, x)	16.0

Vốn hóa (tỷ đồng)	177,079
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,297
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	4.2
Tỷ lệ sở hữu của NGTNN (%)	1.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	73,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	93,250

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.7	1.4	-0.5
Tương đối	-2.3	-7.2	-11.5

Điểm nhấn đầu tư

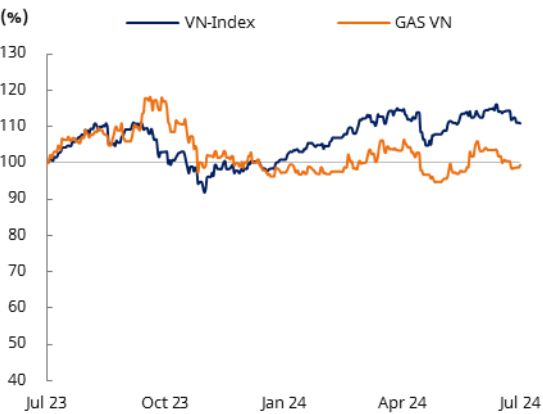
Điểm nhấn chính từ đại hội cổ đông:

- Mức cổ tức tiền mặt cao hơn dự kiến, đạt 6,000 đồng/cổ phiếu, tương đương tỷ suất cổ tức 7.7%.
- Kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu 2% trong 6T cuối 2024, nâng tổng vốn điều lệ lên 23,426 tỷ đồng.
- Vốn đầu tư khoảng 15,000 tỷ đồng đến năm 2025 (bao gồm cả đường ống Lô B); với kế hoạch giải ngân 1,900 tỷ đồng trong năm nay.
- Công bố hàng loạt hợp đồng mua bán khí các mỏ khí mới dự kiến được ký kết trong Q4/2024, bao gồm: 1) Lô 12/11; 2) Lô 46/07 & 51; và 3) Lô 46/13. Sản lượng bổ sung ước tính khoảng 0.9 tỷ m³/năm, tương đương 12% công suất hiện tại, với dòng khí đầu tiên dự kiến vào cuối năm 2027.

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn: Các dự án triển vọng bao gồm kho cảng LNG Thị Vải và đường ống khí Lô B Ô Môn sẽ lần lượt đi vào hoạt động trong năm 2024 và cuối năm 2026, dự kiến đóng góp đáng kể vào doanh thu. Động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn 2024F-2025F sẽ đến từ sự gia tăng tiêu thụ LNG cho khách hàng công nghiệp. Việc vận hành hết công suất kho LNG Thị Vải giai đoạn 1 cho nhà máy điện Nhơn Trạch 3 – 4 sẽ đóng góp khoảng 13,000 tỷ đồng doanh thu.

- T4/2024, Chính phủ đã chính thức thống nhất về nguyên tắc chuyển ngang giá khí cho các nhà máy điện LNG. Ngoài ra, Bộ Công Thương cũng trình dự thảo Nghị định quy định cơ chế phát triển các dự án điện sử dụng khí thiên nhiên trong nước, khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) nhập khẩu, áp dụng trong hợp đồng mua bán điện. Cụ thể, liên quan đến các dự án nhà máy điện khí sử dụng LNG nhập khẩu, theo Năng lượng Việt Nam, đến năm 2030, Chính phủ dự kiến quy định tỷ lệ Qc dài hạn tối thiểu là 70% trong thời gian trả nợ vay của dự án nhà máy điện nhưng không quá 7 năm.
- T5/2024, Bộ Công Thương cũng đã ban hành khung giá phát điện cho nhà máy điện khí LNG với mức giá trần quy định là 2,590.85 đồng/kWh.

Việc phê duyệt trên sẽ là cơ sở để đạt được các Hợp đồng mua bán điện (PPA) giữa các nhà máy điện Nhơn Trạch 3-4 và EVN.



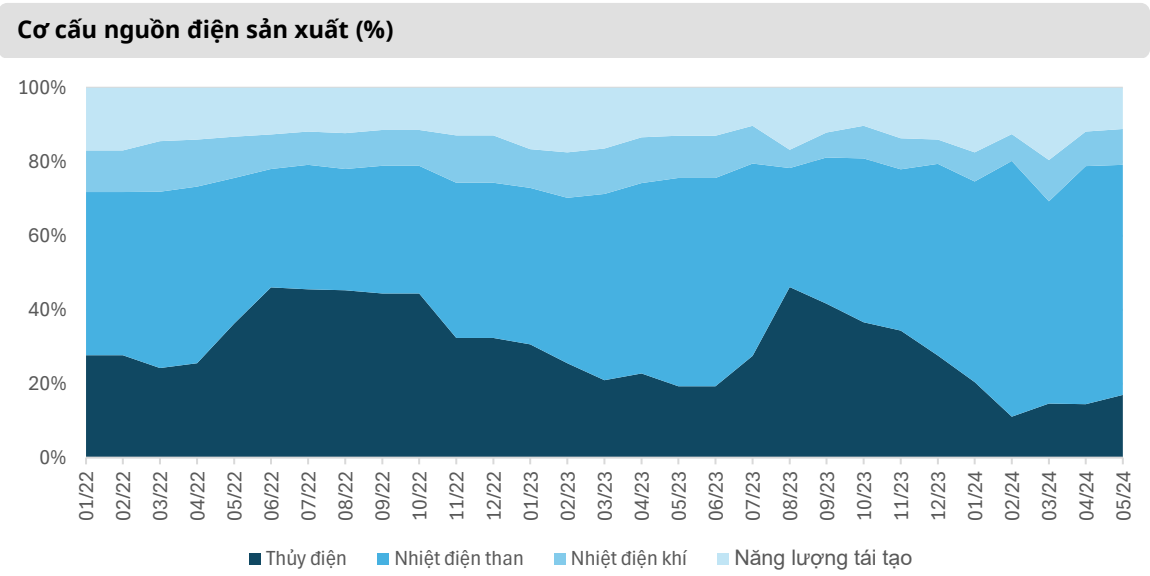
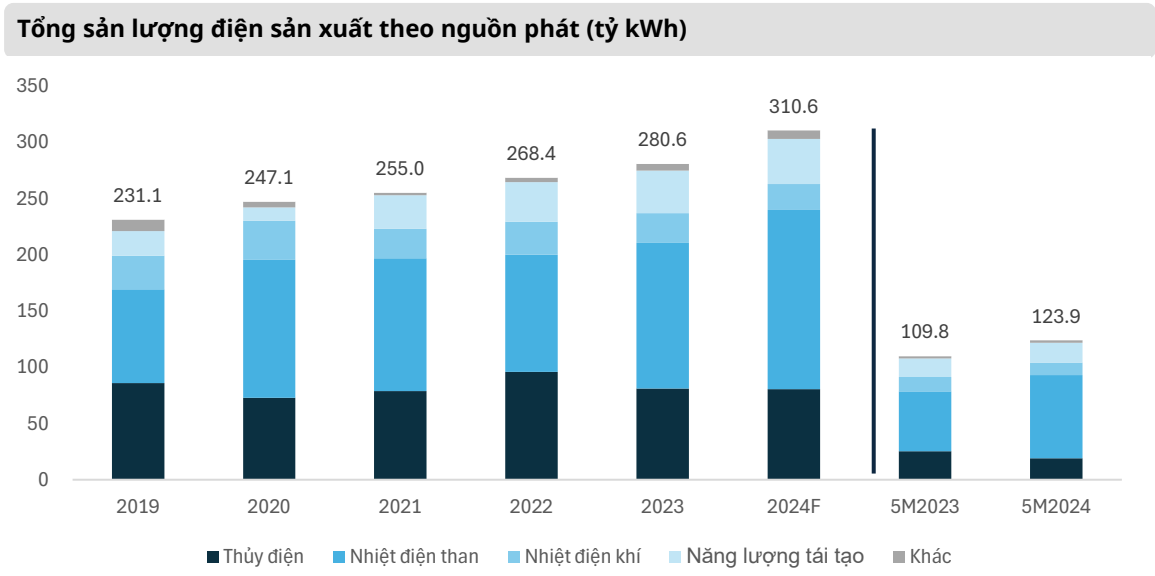
FY (31/12)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	64,135	78,992	100,724	89,954	92,926	97,984
LNHĐ (tỷ đồng)	8,694	10,374	17,799	12,906	13,286	14,204
Biên LNHĐ (%)	13.6	13.1	17.7	14.3	14.3	14.5
EBITDA	11,250	13,494	20,933	15,980	16,382	17,504
LNƯ (tỷ đồng)	7,855	8,673	14,798	11,606	11,756	12,649
EPS (VND)	4,104	4,531	6,443	5,053	5,119	5,508
ROE (%)	16.1	17.4	26.6	18.6	17.6	17.5
P/E (x)	9.7	16.6	12.7	14.9	16.0	14.9
P/B (x)	1.5	2.8	3.1	2.7	2.7	2.5
Tổng tài sản (tỷ đồng)	63,208	78,768	82,663	87,754	92,108	97,671
VCSH (tỷ đồng)	49,500	52,193	61,174	65,299	70,374	76,350

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Năng lượng điện – Bước vào mùa cao điểm

Mức tiêu thụ gia tăng

- Với mức gia tăng tiêu thụ điện, theo Quyết định số 924/QĐ-BCT ban hành ngày 19/4/2024, Bộ Công Thương đã điều chỉnh tổng sản lượng điện năm 2024 lên 310.6 tỷ kWh (+10.6% CK), trong đó mùa khô là 150.9 tỷ kWh và mùa mưa là 159.6 tỷ kWh.
- 5T2024, sản lượng điện sản xuất lũy kế toàn hệ thống đạt 124.25 tỷ kWh, tăng 12.2% CK. Số liệu 5T2024 phản ánh những thay đổi đáng kể trong cơ cấu năng lượng, chịu ảnh hưởng chủ yếu từ yếu tố thời tiết:
 - Thủy điện:** Do ảnh hưởng El Nino và mùa khô, tổng sản lượng thủy điện đạt 19.1 tỷ kWh, giảm 24.4% so với cùng kỳ, chiếm 15.4% toàn hệ thống.
 - Điện than:** Trái ngược với thủy điện, nhiệt điện than đã tận dụng điều kiện thuận lợi để sản xuất 73.9 tỷ kWh, tăng 38.7% so với cùng kỳ. Sản lượng điện đóng góp 59.5%.
 - Điện khí:** Tua bin khí đóng góp 9% tổng lượng điện, sản xuất 11.1 tỷ kWh, giảm 12.1% so với cùng kỳ.
 - Năng lượng tái tạo:** phát 17.6 tỷ kWh, chiếm 14.2% (trong đó điện mặt trời đạt 11.6 tỷ kWh, điện gió đạt 5.3 tỷ kWh), tăng 7.4% so với cùng kỳ.
 - Nhập khẩu:** Việt Nam cũng ghi nhận 2.0 tỷ kWh điện nhập khẩu, chiếm 1.6% toàn hệ thống.



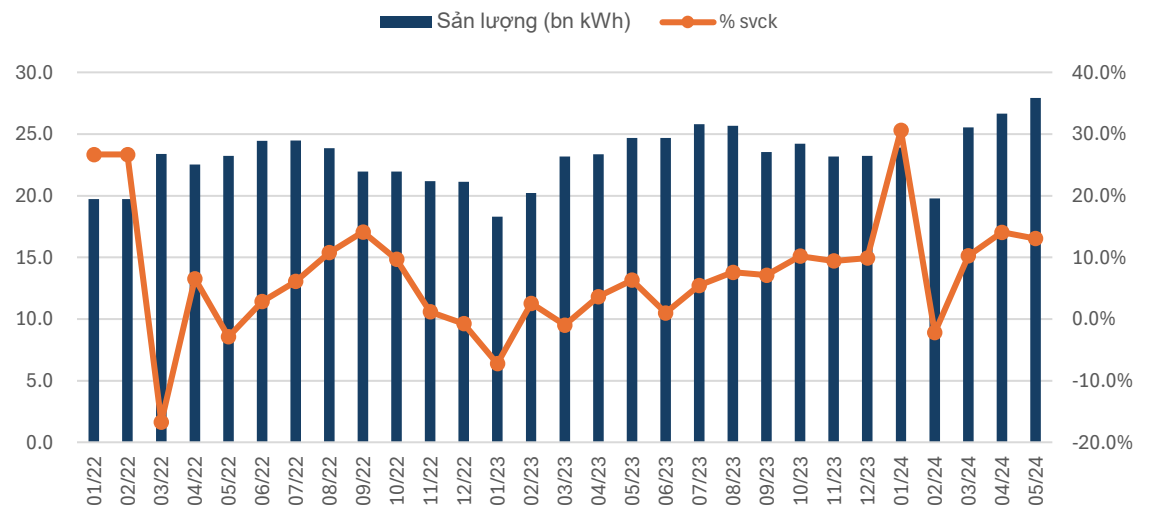
Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Năng lượng điện – Bước vào mùa cao điểm (tt.)

Hướng đến mùa cao điểm

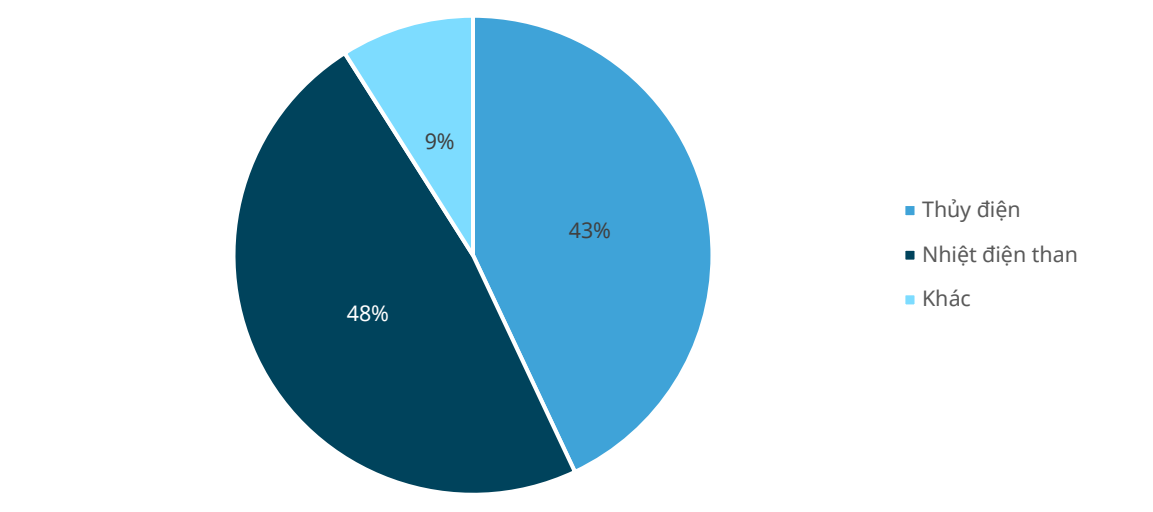
- Theo Tổng cục Khí tượng và Thủy văn Việt Nam (VMHA), hiệu ứng El Nino sẽ tiếp tục diễn ra, nhưng suy yếu dần và chuyển sang trạng thái trung tính từ T6/2024, với xác suất 70-85%. Từ T7/2024, La Nina được dự báo sẽ xảy ra với xác suất 60-85%. Chúng tôi kỳ vọng nhiệt điện than sẽ tiếp tục tận dụng điều kiện thời tiết thuận lợi trong 6T2024, trong khi hoạt động thủy điện sẽ bắt đầu cải thiện từ Q3/2024.
- Tiêu thụ điện, đặc biệt tại khu vực miền Bắc, dự kiến gia tăng hàng năm. Theo Quy hoạch điện VIII, tốc độ tăng trưởng tổng nhu cầu năng lượng ở miền Bắc Việt Nam giai đoạn 2021-2030 được dự báo ở mức 11%. Năm 2024, EVN dự báo tăng trưởng 8.7-13.7% tiêu thụ điện ở miền Bắc. Tuy nhiên, khu vực này có thể phải đối mặt với tình trạng thiếu điện từ năm 2024, do thiếu nguồn phát điện mới và nhu cầu điện tăng ở khu vực kinh tế phía Bắc (Hà Nội-Hải Phòng-Quảng Ninh), cũng như các khu công nghiệp công nghệ cao nằm ở Bắc Giang, Bắc Ninh, Thái Nguyên và Hà Nam. Nhiệt điện than và thủy điện là nguồn phát điện chính ở khu vực miền Bắc, trong đó nhiệt điện than chiếm 43% tổng sản lượng điện.
- Cập nhật định hướng phát triển LNG:** Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 1260/QĐ-BCT ngày 27/5/2024 phê duyệt khung giá phát điện cho các nhà máy điện khí LNG năm 2024. Giá trần phát điện cho các nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG năm 2024 là 2,590.85 đồng/kWh (chưa bao gồm VAT). Suất tiêu hao nhiệt tinh ở mức tải 85% là 6,330.2 BTU/kWh; giá LNG (không bao gồm thuế giá trị gia tăng, chi phí tồn trữ, tái hóa và phân phối khí sau tái hóa) là 12.9792 USD/MMBTU với tỷ giá 24,520 đồng/USD.

Tổng sản lượng điện toàn hệ thống theo tháng (tỷ kWh)



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Cơ cấu nguồn điện sản xuất tại khu vực miền Bắc



Mùa mưa trở lại

Hồ Hoàng Sang, sang.hh@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	52,900
Thị giá (1/07/24)	50,000
Lợi nhuận kỳ vọng	6%

LNST (24F, tỷ đồng)	605
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-40.4
P/E (24F, x)	19.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	11,812
SL cổ phiếu (triệu)	236
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	20.7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	12.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	41,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	52,000
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	2.57.512.9
Tương đối	3.9-1.11.9

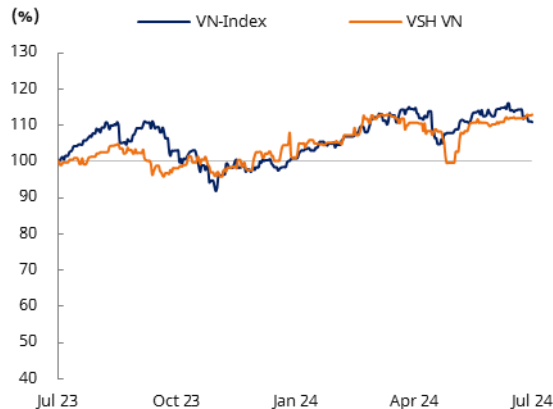
Điểm nhấn đầu tư

Dự phóng KQKD 2024:

- Tổng sản lượng sản xuất của VSH dự phóng đạt 2,108 triệu kWh (-5% CK) trong năm 2024. Theo kế hoạch kinh doanh của VSH, sản lượng thương phẩm cho năm 2024 là 2,082 triệu kWh, giảm khiêm tốn 4.7% so với sản lượng thương phẩm của năm 2023 (2,194 triệu kWh). Chúng tôi cũng dự kiến giá bán trung bình của VSH sẽ thấp hơn 15.5% CK. Theo đó, doanh thu và LNST VSH dự phóng đạt lần lượt 2,064 tỷ đồng và 605 tỷ đồng (giảm lần lượt 19.7% và 39.1% CK) trong năm 2024.
- Chúng tôi dự phóng tỷ lệ cổ tức 20% - tương đương 2,000 đồng/cổ phiếu cho cổ đông VSH trong năm 2024 và ước tăng lên mức 3,000 đồng/CP vào 2025-2026 khi thủy văn và kết quả kinh doanh cải thiện tương ứng. Tỷ suất cổ tức dự kiến 4% trong 2024 và 6% trong 2025-2026.

Cập nhật hoạt động kinh doanh:

- VSH ghi nhận doanh thu 350 tỷ đồng và LNST là 2 tỷ đồng trong Q1/2024, giảm lần lượt 60.8% và 99.6% CK. Kết quả kinh doanh suy giảm trong quý 1/2024 do 1) thời gian mùa khô kéo dài từ cuối 2023 đến các tháng đầu 2024 và 2) sự suy giảm của giá bán trung bình (-42% CK).
- Về mặt tích cực, nợ vay đang giảm dần dẫn đến chi phí lãi vay thấp hơn. Chi phí lãi vay giảm 26% CK, đạt 78 tỷ đồng nhờ tổng nợ chịu lãi giảm 7% CK, ghi nhận ở mức 3,686 tỷ đồng trong Q1/2024. Hiện nay, VSH chủ yếu có các nghĩa vụ nợ vay dài hạn liên quan đến nhà máy Thượng Kontum, dự kiến hoàn trả toàn bộ vào năm 2030. T6/2024, VSH đã phê duyệt khoản vay tái cơ cấu trị giá 17.2 triệu USD từ REE (lãi suất ước tính 7.6%/năm) để trả số tiền tương đương cho Raiffeisenlandesbank (RLB, lãi suất ước tính 8.72%/năm).



FY (31/12)	FY21	FY22	FY23	FY24F	FY25F	FY26F
Doanh thu (tỷ đồng)	1,611	3,085	2,572	2,064	2,361	2,701
LNHĐ (tỷ đồng)	770	1,945	1,498	958	1,119	1,307
Biên LNHĐ (%)	47.8	63.1	58.3	46.4	47.4	48.4
LNTT (tỷ đồng)	451	1,380	1,092	672	882	1,111
LNR (tỷ đồng)	387	1,265	994	605	794	1,000
EPS (VND)	1,660	5,354	4,208	2,509	3,294	4,147
ROE (%)	10.6	28.0	20.7	13.0	16.7	20.3
P/E (x)	20.8	8.7	11.7	19.7	6.9	11.6
P/B (x)	2.0	2.2	2.5	2.7	1.1	2.3
Tổng tài sản (tỷ đồng)	10,017	9,710	9,533	8,639	8,381	8,321
VCSH (tỷ đồng)	4,010	5,026	4,595	4,714	4,781	5,050

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Cổ tức hấp dẫn trong dài hạn

Hồ Hoàng Sang, sang.hh@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	17,700
Thị giá (1/07/24)	16,400
Lợi nhuận kỳ vọng	8%

LNST (24F, tỷ đồng)	638
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (24F, %)	3.2
P/E (24F, x)	12.3
Vốn hóa (tỷ đồng)	7,380
SL cổ phiếu (triệu)	450
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	88.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	1.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13,300
Cao nhất 52 tuần (VND)	18,400
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-5.710.1-4.1
Tương đối	-4.31.4-15.1

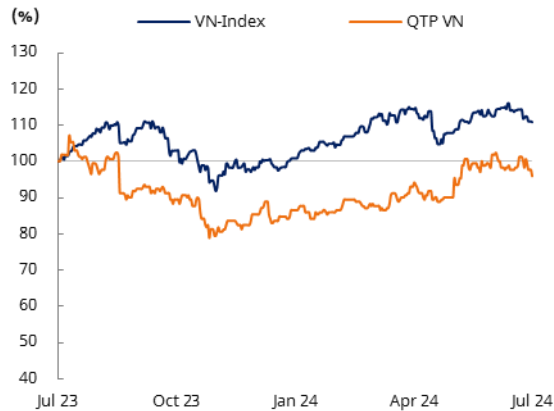
Điểm nhấn đầu tư

Cổ tức duy trì ở mức cao trong tương lai: Do tính chất hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, chúng tôi xác định QTP là một cổ phiếu phòng thủ và có mức chia cổ tức hằng năm cao. Do đó, QTP sẽ phù hợp với nhà đầu tư tập trung vào lợi tức để đầu tư dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng QTP duy trì mức cổ tức 1,500 đồng/CP, tương đương tỷ suất cổ tức 8.6%, nhờ 1) hoàn toàn trả hết nợ vay dài hạn vào năm 2024 và 2) chi phí khấu hao giảm dần.

Cơ cấu tài chính lành mạnh: Trong giai đoạn 2018–2023, nợ vay của QTP giảm mạnh, từ 7,533 tỷ đồng (2018) xuống còn 316 tỷ đồng (2023). Chúng tôi kỳ vọng công ty hoàn toàn trả hết nợ dài hạn vào năm 2024. Đến Q1/2024, tổng nợ vay của QTP là 297 tỷ đồng (-72% so với cùng kỳ năm trước).

Dự phóng KQKD 2024: Tổng sản lượng dự kiến đạt 7.86 tỷ kWh vào năm 2024 (+0.5% CK). Chúng tôi dự báo giá than giảm 1% CK. Kết quả, doanh thu thuần giảm nhẹ và ghi nhận ở mức 11,955 tỷ đồng (-0.9% CK). Trong khi đó, LNST sẽ được dự phóng ở mức 638 tỷ đồng (+ 4.3% CK).

KQKD Q1/2024: Trong Q1/2024, lợi nhuận gộp của QTP đạt 284 tỷ đồng, tăng đáng kể 59.4% so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận gộp cao hơn được ghi nhận nhờ 1) kiểm soát chi phí, và 2) sản lượng điện bán ra tăng 8.4% so với Q1/2023. Chi phí tài chính trong Q1/2024 giảm 10.7 tỷ đồng so với Q1/2023. Theo đó, lợi nhuận sau thuế tăng 57.4% so với cùng kỳ năm trước, đạt 226 tỷ đồng.



FY (31/12)	FY21	FY22	FY23	FY24F	FY25F	FY26F
Doanh thu (tỷ đồng)	8,571	10,417	12,058	11,955	11,844	11,674
LNHĐ (tỷ đồng)	734	968	703	707	639	557
Biên LNHĐ (%)	8.6	9.3	5.8	5.9%	5.4%	4.8%
LNTT (tỷ đồng)	617	805	644	709	661	607
LNR (tỷ đồng)	578	764	612	638	595	547
EPS (VND)	1,284	1,698	1,360	1,404	1,309	1,203
ROE (%)	9%	12.4%	10.7%	12.1%	11.5%	10.9%
P/E (x)	14.8	7.7	10.9	12.3	13.2	14.3
P/B (x)	1.4	0.9	1.3	1.4	1.4	1.5
Tổng tài sản (tỷ đồng)	8,910	8,051	7,380	6,552	6,431	6,271
VCSH (tỷ đồng)	6,171	6,162	5,292	5,214	5,094	4,926

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Kỳ vọng lợi nhuận phục hồi trong Q2/2024

Hồ Hoàng Sang, sang.hh@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	25,200
Thị giá (1/07/24)	21,800
Lợi nhuận kỳ vọng	16%

LNST (24F, tỷ đồng)	157
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-36.6
P/E (24F, x)	42.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,276
SL cổ phiếu (triệu)	288
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	32.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	12.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,850
Cao nhất 52 tuần (VND)	31,400
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-5.4-12.1-27.1
Tương đối	-3.9-20.7-38.1

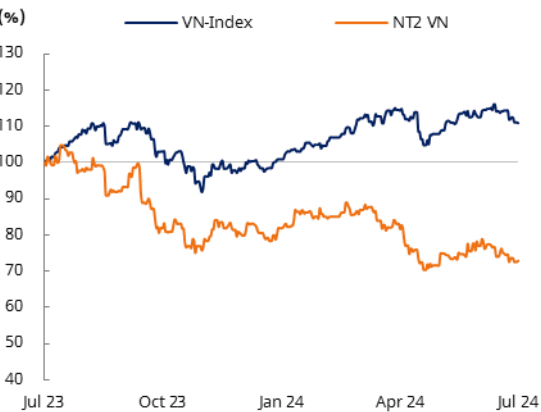
Điểm nhấn đầu tư

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi duy trì giá mục tiêu ở mức 25,278 đồng và khuyến nghị Tăng Tỷ Trọng với CP NT2 dựa trên kỳ vọng hiệu quả kinh doanh ở các quý tiếp theo sẽ cải thiện nhờ sản lượng điện và sản lượng theo hợp đồng (Qc) gia tăng.

KQKD 5T2024:

- Trong T5/2024, NT2 tiếp tục báo cáo sản lượng điện và sản lượng theo hợp đồng (Qc) cao, lần lượt đạt 344 triệu kWh và 226 triệu kWh . Trong 5T2024, NT2 tạo ra tổng sản lượng điện là 889 triệu kWh, với Qc là 481 triệu kWh, so với 1,769 triệu kWh và 1,811 triệu kWh tương ứng trong 5T2023 (giảm 49% và 73% so với cùng kỳ). Điều này dẫn đến doanh thu thuần của NT2 giảm 52% CK, ước đạt 1,724 tỷ đồng trong 5T2024.
- Giá bán bình quân trong 5T2024 là 1,918 VND/kWh, giảm 7.4% so với cùng kỳ. NT2 ghi nhận chi phí nguyên liệu đầu vào tăng với giá khí bình quân tăng khoảng 5.3% CK trong 5T2024 và 0.8% MoM trong T5/2024.

Dự phóng 2024: Chúng tôi duy trì dự phóng trong năm 2024. Tổng sản lượng điện của NT2 trong năm 2024 là 2,600 triệu kWh (-10% so với năm trước) và giá bán trung bình của NT2 giảm 13.4% so với năm 2024. Kết quả 5T2024 phù hợp với dự báo của chúng tôi với kỳ vọng kết quả kinh doanh của NT2 sẽ cải thiện trong các quý tiếp theo, khi tháng 4, tháng 5, tháng 9 và tháng 10 năm 2024 sẽ có lượng Qc khả quan (chiếm 82% tổng Qc cả năm 2024). Chúng tôi dự kiến doanh số bán hàng của NT2 trong năm 2024 là 4,977 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế của cổ đông của công ty mẹ là 157 tỷ đồng (giảm 22.1% và 66.7% so với năm trước) do sụt giảm sản lượng bán điện và giá bán điện trung bình. Tỷ lệ cổ tức ước đạt 10% - tương đương 1,000 đồng/cổ phiếu cho cổ đông của NT2 trong 2024.



FY (31/12)	FY21	FY22	FY23	FY24F	FY25F	FY26F
Doanh thu (tỷ đồng)	6,150	8,788	6,386	4,977	5,280	5,601
LNHĐ (tỷ đồng)	593	950	441	139	253	297
Biên LNHĐ (%)	9.6	10.8	6.9	2.8	4.8	5.3
LNTT (tỷ đồng)	566	943	514	175	296	361
LNR (tỷ đồng)	534	883	473	157	266	325
EPS (VND)	1,778	2,992	1,546	525	888	1,084
ROE (%)	12.0	19.5	9.9	3.7	6.4	7.8
P/E (x)	14.8	9.6	15.8	42.4	28.4	23.3
P/B (x)	1.8	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7
Tổng tài sản (tỷ đồng)	6,624	7,445	8,451	7,204	6,725	6,254
VCSH (tỷ đồng)	4,234	4,614	4,336	4,199	4,167	4,191

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Thúc đẩy tăng trưởng thông qua M&A

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	50,600
Thị giá (1/07/24)	45,050
Lợi nhuận kỳ vọng	12%

LNST (24F, tỷ đồng)	757		
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA		
Tăng trưởng EPS (24F, %)	16.2		
P/E (24F, x)	13.3		
Vốn hóa (tỷ đồng)	9,908		
SL cổ phiếu (triệu)	220		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	3.6		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	11.7		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	34,825		
Cao nhất 52 tuần (VND)	47,000		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.8	25.9	16.7
Tương đối	6.3	17.3	5.8

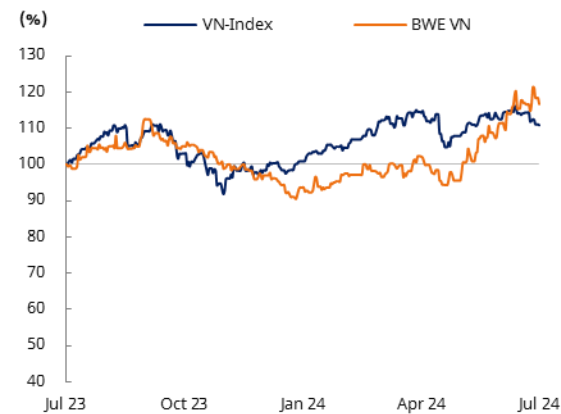
Điểm nhấn đầu tư

Kết quả hoạt động: Trong Q1/2024, BWE công bố doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 791 tỷ đồng (+16.3% CK) và 179 tỷ đồng (+27.8% CK), hoàn thành lần lượt 20.9% và 23.3% dự phóng 2024 của chúng tôi. Cụ thể, mức tiêu thụ nước ở Bình Dương tăng 8% so với cùng kỳ, cùng với sự đóng góp bổ sung từ bốn công ty con được mua lại trong 2023, dẫn đến doanh thu xử lý nước hợp nhất tăng 21.8% so với cùng kỳ, trong khi các phân khúc khác gần như không thay đổi.

Lo ngại rủi ro tỷ giá: Tỷ giá USD/VND đã tăng 4.26% so với đầu năm (6T2023: đi ngang). Một phần đáng kể nợ của BWE, khoảng 58% tính đến Q1/2024, được tài trợ từ các nguồn vay nước ngoài. Hơn 1,100 tỷ đồng tiền vay nước ngoài đã được giải ngân trong năm 2023 và 250 tỷ đồng trong Q1/2024. Do đồng VNĐ mất giá từ T4/2024 nên BWE vẫn chưa ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trong Q1/2024. Theo kết quả sơ bộ hàng tháng của công ty mẹ, lợi nhuận ròng giảm liên tiếp lần lượt là -9%/-35% CK trong T4&T5/2024, mặc dù doanh thu tăng trưởng. Do đó, thu nhập trong Q2/2024 có thể thấp hơn dự kiến và kết quả kinh doanh thực tế vào năm 2024 có thể không đạt được dự phóng của chúng tôi do khả năng lỗ tỷ giá hối đoái.

Dự phóng 2024: Doanh thu dự kiến tăng 7.1% CK, đạt 3,776 tỷ đồng, trong khi LNR được dự phóng sẽ phục hồi lên 757 tỷ đồng (+12.3% CK). Nhìn chung, tăng trưởng doanh thu và LNST trong giai đoạn 2024–2028 dự kiến sẽ duy trì ổn định ở mức lần lượt là 6.6% CK và 15.6% CK.

Mảng cấp nước tiếp tục đóng vai trò là động lực chính, đóng góp 2,445 tỷ đồng doanh thu (+5.4% CK) trong năm 2024. Sự tăng trưởng này đến từ lượng nước bán ước tính tăng lên 213 triệu m3 (+3.9% CK) trong năm 2024. Theo BWE, giá nước dự kiến sẽ tăng 5% mỗi năm trong giai đoạn FY25–FY28 tại tỉnh Bình Dương và 9% mỗi năm trong giai đoạn FY24–FY25 ở tỉnh Long An.



FY (31/12)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,025	3,119	3,484	3,526	3,776	4,001
LNHĐ (tỷ đồng)	747	845	919	980	1,019	1,131
Biên LNHĐ (%)	24.7%	27.1%	26.4%	27.8%	27.0%	28.3%
EBITDA	1,218	1,503	1,488	1,792	1,834	2,018
LNR (tỷ đồng)	535	749	743	674	757	885
EPS (VND)	2,748	3,254	3,196	2,902	3,374	3,945
ROE (%)	19.1%	20.6%	17.6%	14.4%	14.9%	16.0%
P/E (x)	11.5	13.2	12.9	15.6	13.3	13.0
P/B (x)	1.8	2.1	1.8	2.0	1.7	1.6
Tổng tài sản (tỷ đồng)	8,246	9,074	9,987	12,122	12,836	13,116
VCSH (tỷ đồng)	3,409	3,925	4,538	4,964	5,338	5,824

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

BDS thương mại – Các tập đoàn lớn mở rộng quy mô đầu tư

Làn sóng đầu tư mới đang nâng cao chất lượng ngành

Lĩnh vực bất động sản thương mại Việt Nam tiếp tục hồi phục trước những thách thức kinh tế

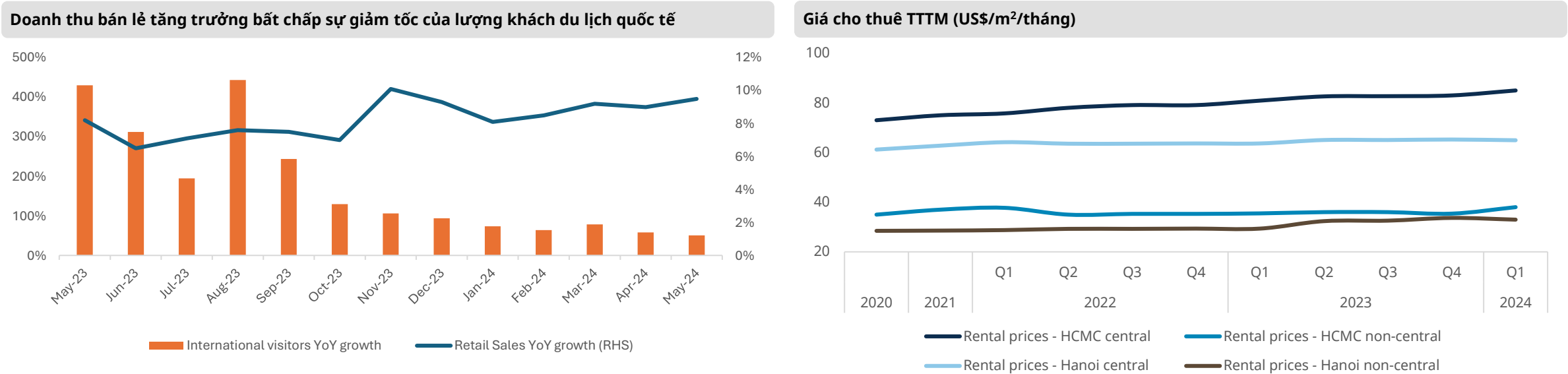
- Tiếp tục xu hướng cải thiện từ những tháng cuối 2023, doanh số bán lẻ tại Việt Nam ghi nhận mức tăng 9.5% CK trong T5/2024, đi kèm với chính sách giảm thuế GTGT 2%.
- Theo JLL, tại Hà Nội, tỷ lệ trống trong Q1/2024 tại các trung tâm thương mại ở khu vực nội thành (CBD) đã giảm đáng kể xuống còn 1.7% (giảm 3.1%p svck). Đối với các TTTM ngoài trung tâm, tỷ lệ trống giảm nhẹ về mức 11%. Giá thuê được duy trì 65 USD/m²/tháng trong khu vực CBD và 33 USD/m²/tháng ở khu vực ngoài CBD.
- TP.HCM thể hiện sự ổn định với tỷ lệ trống là 4.7% ở khu vực trung tâm, trong khi các khu vực ngoài trung tâm có tỷ lệ trống gần 10%. Giá thuê được giữ ở mức 85 USD/m²/tháng cho khu vực CBD và 38 USD/m²/tháng cho khu vực ngoài CBD. Trong bối cảnh Việt Nam có mức diện tích bán lẻ bình quân đầu người thấp hơn so với các quốc gia trong khu vực, chúng tôi kỳ vọng thu nhập cho thuê và giá trị bất động sản sẽ tiếp tục tăng trưởng. Trong Q1/2024, Vingroup đã công bố việc thoái vốn khỏi Vincom Retail, với giá trị giao dịch đạt mức ấn tượng 39,100 tỷ đồng.

Các khu vực vùng ven đang tạo ra động lực tăng trưởng mới.

Các dự án hạ tầng quan trọng như Tuyến Metro số 1 đang kích thích sự phát triển dân cư và thương mại ở phía Đông TP.HCM. Tương tự, phía Tây Hà Nội đang trở thành trung tâm mới, nhờ kế hoạch di dời các cơ quan chính phủ và sự phát triển của thành phố vệ tinh Hưng Yên. Các TTTM nằm trong các khu đô thị mới, được thiết kế theo quy hoạch tổng thể, như Vincom Megamall Grand Park ở Quận 9, TP.HCM, có thể thu hút được lượng khách ổn định nhờ kiến tạo một lối sống hiện đại và tiện ích.

Các tập đoàn bán lẻ đang tăng cường đầu tư

- Lotte Mall Hồ Tây đã đánh dấu việc khai trương TTTM lớn nhất của thành phố Hà Nội trong bốn năm qua. Aeon Mall, tập đoàn bán lẻ Nhật Bản, cũng công bố kế hoạch mở rộng lên 20 TTTM từ 6 TTTM hiện tại vào năm 2025. Sự hợp tác chiến lược giữa Trường Hải và Emart thúc đẩy sự mở rộng nhanh chóng của Thiso Mall, hiện có 4 trung tâm tại TP.HCM.
- Các nhà phát triển khác cũng đang thể hiện sự sẵn sàng đầu tư khi có động thái nâng cấp không gian cho thuê hiện hữu, như việc tái khai trương TTTM The Loop của Takashimaya tại Hà Nội và việc cải tạo Hùng Vương Plaza của Tập đoàn KIDO.



Nguồn: GSO, JLL, Mirae Asset Vietnam Research

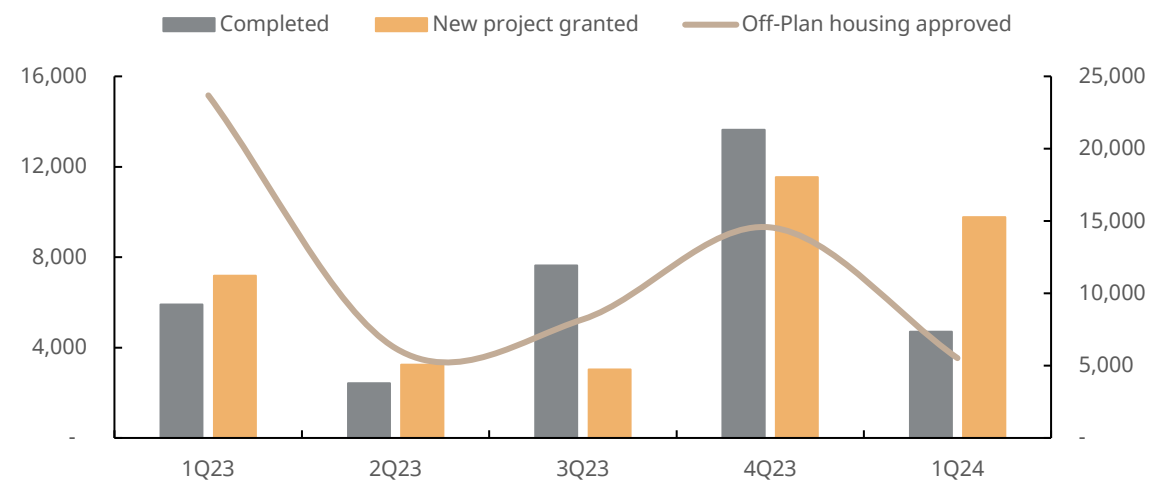
Bất động sản dân cư – Giao dịch ổn định và có khả năng mở rộng

Xu hướng phân hóa giữa chung cư và đất nền

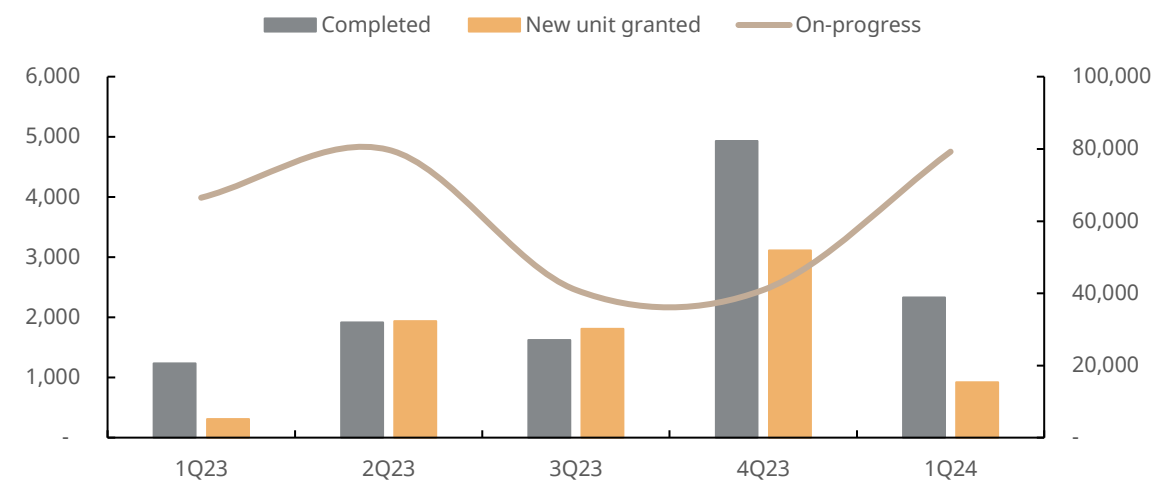
Diễn biến thị trường sơ cấp trong Q1/2024: Trong Q1/2024, nguồn cung trên thị trường sơ cấp ở phân khúc căn hộ và đất nền có diễn biến trái ngược. Nguồn cung căn hộ chung cư có xu hướng sụt giảm chung, trong khi nguồn cung đất nền gia tăng.

- **Nguồn cung căn hộ:**
 - 4,706 căn hộ đã hoàn thành, giảm 66% theo quý và giảm 20% theo năm.
 - 5,527 đơn vị nhà ở hình thành trong tương lai đã được phê duyệt, giảm 62% theo quý và giảm 77% theo năm.
 - 9,774 căn hộ mới được cấp phép, giảm 15% theo quý và tăng 36% theo năm.
- **Nguồn cung đất nền:**
 - 2,332 đơn vị đã hoàn thành, giảm 53% theo quý nhưng tăng 88% theo năm.
 - 79,276 đơn vị đang triển khai, tăng 93% theo quý và tăng 19% theo năm.
 - 925 đơn vị mới được cấp phép, giảm 70% theo quý và tăng 200% theo năm.

Số căn hộ hoàn thành, hình thành trong tương lai, cấp mới (căn)



Số lượng đất nền hoàn thành, đang phát triển, cấp mới (lô)



Nguồn: Bộ Xây Dựng, Mirae Asset Vietnam Research

Bất động sản dân cư – Giao dịch ổn định và có khả năng mở rộng (tt.)

Tổng giao dịch ổn định

Số lượng giao dịch: Tổng số lượng giao dịch khá ổn định trong 4 quý gần nhất. Trong Q1/2024:

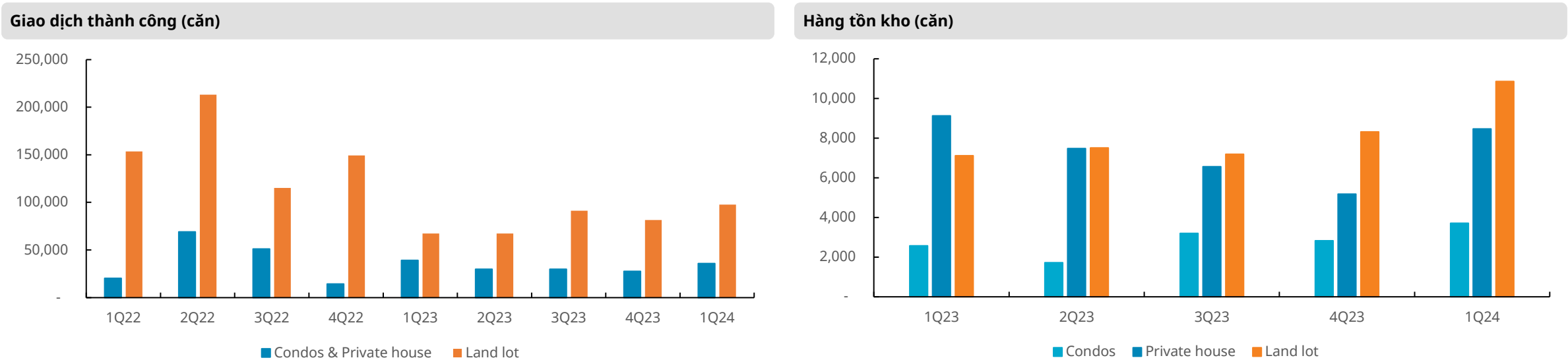
- Căn hộ & nhà riêng: phân khúc ghi nhận 35,853 giao dịch thành công, đạt mức tăng trưởng 30% theo quý nhưng giảm nhẹ 8% theo năm.
- Đất nền: phân khúc hồi phục mạnh mẽ khi ghi nhận 97,659 giao dịch thành công, tăng trưởng 20% theo quý và 45% theo năm.

Hàng tồn kho: Tổng số căn tăng đáng kể từ 16,315 lên 23,029, tăng 41% theo quý. Trong đó, căn hộ và đất nền đều tăng 31%, trong khi nhà ở riêng lẻ tăng 64%.

Nguồn cung căn hộ TP.HCM giảm mạnh trong Q1/2024, trong khi Hà Nội chứng kiến xu hướng trái chiều và giá tăng khả quan

Thị trường TP.HCM và Hà Nội:

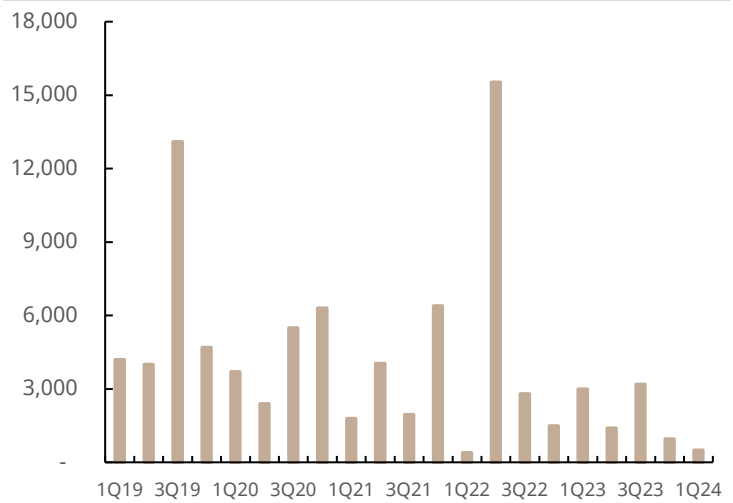
- TP.HCM:** Nguồn cung căn hộ mới trong Q1/2024 đạt mức đáy mới khoảng 500 căn, giảm đáng kể 48% theo quý và 83% theo năm. Giá căn hộ trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp vẫn trầm lắng và không thay đổi theo quý, dao động quanh mức trung bình 61 triệu đồng/m².
- Hà Nội:** Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội đạt khoảng 2,340 căn trong Q1/2024, giảm 33% theo quý nhưng tăng 17% theo năm. Phân khúc biệt thự, nhà phố chỉ đóng góp 30 căn trong quý vừa qua, đánh dấu mức thấp kỷ lục trong 5 năm. Ngược lại, thị trường trải qua đợt tăng giá trên diện rộng. Giá bất động sản gắn liền với đất trung bình đạt 7,850 USD/m² trên thị trường sơ cấp, tăng 4.7% theo quý và 6,480 USD/m² trên thị trường thứ cấp, tăng 1% theo quý. Mặt khác, giá căn hộ trung bình trên thị trường sơ cấp đạt 2,275 USD/m², tăng 5% theo quý và 19% theo năm; và đạt 1,475 USD/m² trên thị trường thứ cấp, tăng 17% so với cùng kỳ năm trước.



Nguồn: Bộ Xây Dựng, Mirae Asset Vietnam Research

Bất động sản dân cư – Giao dịch ổn định và có khả năng mở rộng (tt.)

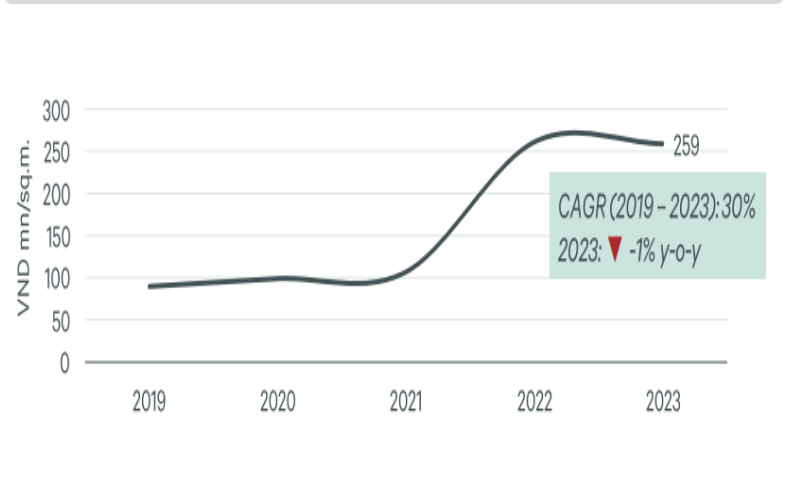
Nguồn cung chung cư mới TP.HCM



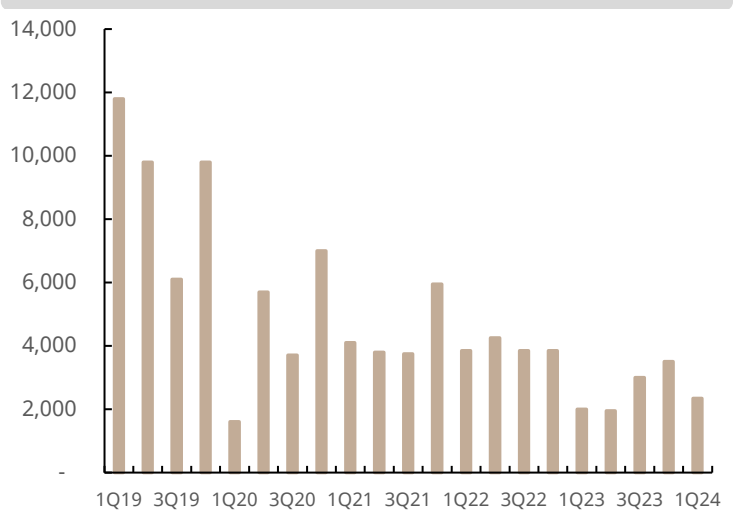
Giá chung cư trung bình tại TP.HCM



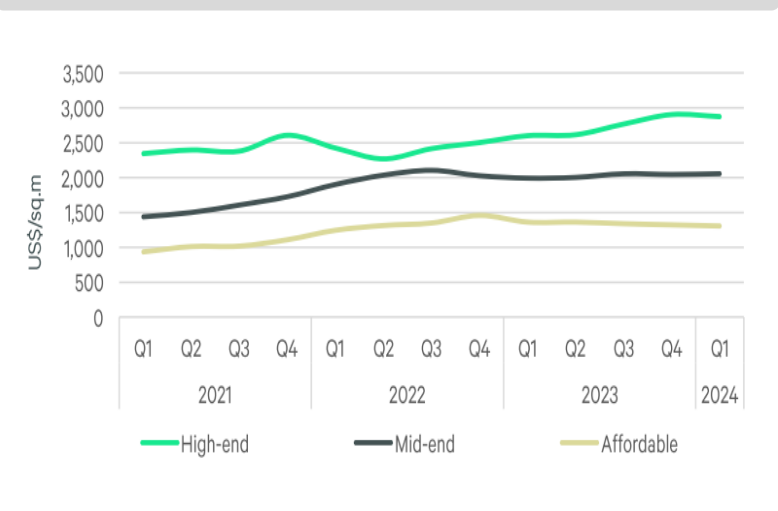
Giá bất động sản gắn liền đất trung bình tại TP.HCM



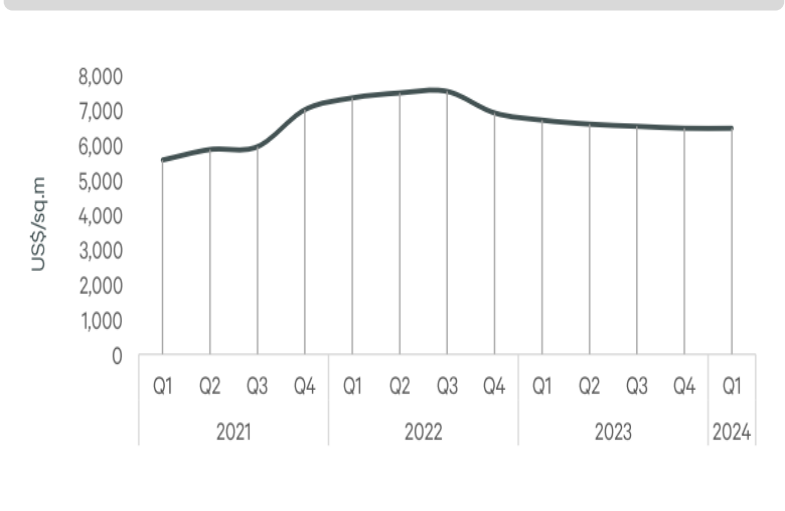
Nguồn cung chung cư mới Hà Nội



Giá chung cư trung bình tại Hà Nội



Giá bất động sản gắn liền đất trung bình tại Hà Nội



Nguồn: CBRE, Mirae Asset Vietnam Research

Tập trung mở rộng 6 trung tâm thương mại

Tôn Đạt Quân, quan.td@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	32,100
Thị giá (1/07/24)	20,700
Lợi nhuận kỳ vọng	55%

LNST (24F, tỷ đồng)	4,146
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-6.0
P/E (24F, x)	11.6
Vốn hóa (tỷ đồng)	47,037
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,272
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	26.4
Tỷ lệ sở hữu của NGTNN (%)	25.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	19,850
Cao nhất 52 tuần (VND)	32,000
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-4.8-11.0-22.8
Tương đối	-3.3-19.6-33.7

Điểm nhấn đầu tư

Kế hoạch mở rộng

Trong 2024, Vincom Retail dự kiến khai trương 6 trung tâm thương mại mới: bao gồm 2 Vincom Mega Mall và 4 Vincom Plaza, cung cấp thêm 171,000 m² diện tích sàn thương mại (+10% GFA của VRE hiện tại). Trong đó, 4 trung tâm thương mại dự kiến ra mắt trong Q2/2024. Theo VRE, dựa trên thông tin cam kết và đặt cọc đến T4/2024, tỷ lệ lấp đầy dự kiến như sau:

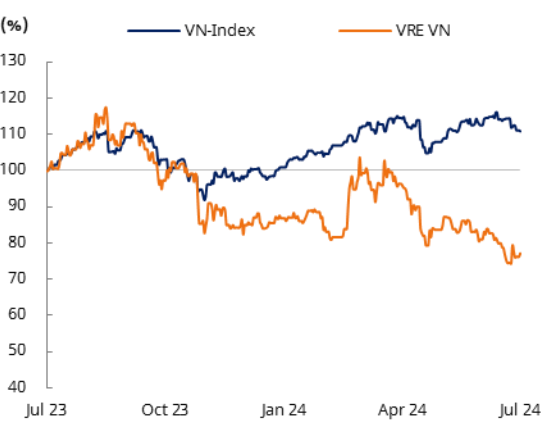
- Mega Mall Grand Park (4.5ha) tại TP.HCM: 87%
- Vincom Plaza Điện Biên Phủ (1.1ha): 75%
- Vincom Plaza Bắc Giang (0.9ha): 79%
- Vincom Plaza Hà Giang (1.3ha): 57%

Ngoài ra, với việc thành lập Công ty TNHH Bất động sản Vincom NCT (VRE nắm giữ 99.9% với vốn điều lệ 3,620 tỷ đồng), VRE chuẩn bị nhận chuyển nhượng các dự án bất động sản thương mại tại các tỉnh Hải Phòng, Quảng Ninh và Khánh Hòa thông qua thỏa thuận với Vinhomes và Vinwonders. Hiện tại, thông tin chi tiết chưa được công bố.

KQKD Q1/2024:

Doanh thu đạt 2,255 tỷ đồng (+16% svck, hoàn thành 24% KH 2024), với LNST là 1,084 tỷ đồng (+6% svck; đạt 24.5% mục tiêu LNST 2024). Việc bàn giao 45 căn shophouse tại dự án Đồng Hà, Quảng Trị đã đóng góp 277 tỷ doanh thu (+980% svck), trong khi doanh thu cho thuê tăng lên 1,928 tỷ đồng (+0.8% svck). Tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động cho thuê giảm xuống 72.3% (-4.9%p svck)) khi tỷ lệ lấp đầy bình quân giảm nhẹ về 82.8% trong Q1/2024 (-2.6%p CK, -0.2%p QoQ). Biên lợi nhuận gộp đạt 55.7% (Q1/2023: 61%). Thu nhập tài chính thuần đạt 294 tỷ đồng (+139% svck). Tỷ lệ chi phí SG&A tăng lên 9.2% trong Q1/2024 (+2%p QoQ), so với 5.5% trong Q1/2023.

Trong 2024, chúng tôi dự phóng VRE sẽ đạt mức tăng doanh thu cho thuê khoảng 13% CK, ngay cả khi tỷ lệ lấp đầy ban đầu ở sáu trung tâm thương mại mới mở chưa tối ưu.



FY (31/12)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	5,891	7,361	9,791	9,418	10,480	11,179
LNHĐ (tỷ đồng)	1,658	3,453	5,439	5,036	6,060	6,812
Biên LNHĐ (%)	28.1	46.9	55.6	53.5	57.8	60.9
LNST (tỷ đồng)	1,692	3,524	5,526	5,182	6,225	6,988
LNST (tỷ đồng)	1,315	2,777	4,409	4,146	4,980	5,591
EPS (đồng)	578	1222	1,893	1,780	2,138	2,400
ROE (%)	4.3	8.3	11.7	9.9	10.8	11.0
P/E (x)	55.6	26.3	17.0	11.6	10.6	9.4
P/B (x)	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
Tổng tài sản (tỷ đồng)	37,873	42,701	47,654	53,083	58,742	64,456
VCSH (tỷ đồng)	30,651	33,425	37,827	41,972	46,021	50,680

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Áp lực tăng trưởng

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên, nguyen.nhb@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	52,050
Thị giá (1/07/24)	37,250
Lợi nhuận kỳ vọng	40%

LNST (24F, tỷ đồng)	36,879
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	11
P/E (24F, x)	4.6
Vốn hóa (tỷ đồng)	162,200
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	4,354
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	25.7
Tỷ lệ sở hữu của NGTTNN (%)	16.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	36,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	66,200
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-4.1-14.2-32.3
Tương đối	-2.6-22.8-43.2

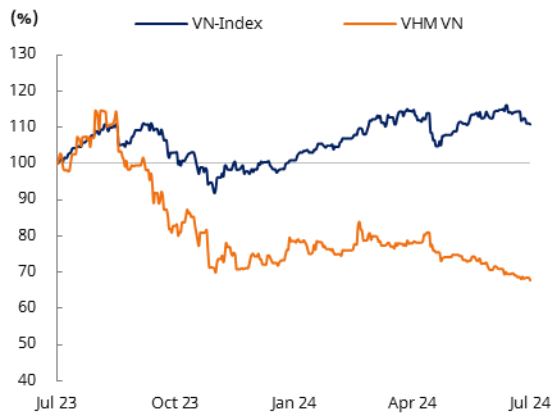
Điểm nhấn đầu tư

Kết quả kinh doanh thấp điểm trong Q1/2024, với doanh thu và lợi nhuận sau thuế giảm lần lượt xuống 8,211 tỷ đồng (-72% CK) and 885 tỷ đồng (-93% CK). Mức giảm tại quý đầu năm chủ yếu do việc so sánh nền cao cùng kỳ khi VHM bàn số lượng lớn sản phẩm thấp tầng tại Ocean Park 2 và ghi nhận lợi nhuận bán sỉ tại các dự án Ocean Park 2&3.

Áp lực đối với tốc độ tăng trưởng trong ngắn hạn. Theo kế hoạch 2024, VHM dự kiến triển khai Nhà ở xã hội Trảng Cát, Vũ Yên và 1-2 dự án tiềm năng khác. Trong khi hai dự án đầu tiên đang theo đúng tiến độ thì việc ra mắt Cổ Loa và Wonder Park có thể bị trì hoãn trong năm nay do VHM cần hoàn tất các thủ tục pháp lý và xem xét điều kiện thị trường trước khi thương mại hóa các dự án này. Mặc dù thị trường bất động sản Việt Nam đã có dấu hiệu phục hồi kể từ Q3/2023, nhưng mức độ và tốc độ phục hồi vẫn đang thấp hơn kỳ vọng. Chúng tôi nhận thấy nhu cầu bất động sản đa phần chỉ tập trung ở phân khúc bình dân/trung cấp trong khi phân khúc cao cấp trong thời điểm hiện tại không có sức hấp thụ tốt như giai đoạn trước.

Mức định giá thấp mang lại cơ hội hấp dẫn. Chúng tôi duy trì giá mục tiêu của VHM ở mức 52,050 đồng. Giả định định giá của chúng tôi có sự đóng góp đáng kể từ dự án Hạ Long Xanh (40% NAV) và Cần Giở (23%) với kế hoạch phát triển trong 2027-2033 và 2028-2031. Trong trường hợp tiến độ phát triển 2 dự án này nhanh hơn dự kiến sẽ đem lại dòng tiền sớm hơn và gia tăng định giá của doanh nghiệp. Định giá của chúng tôi chưa bao gồm tiềm năng gia tăng quỹ đất trong 2024. Hiện nay, doanh nghiệp và các công ty thành viên đang tích cực xin phê duyệt đầu tư nhiều dự án mới tại các tỉnh Hải Phòng, Long An, Khánh Hòa. Nếu được chấp thuận các thủ tục pháp lý để đầu tư, quỹ đất của VHM có thể gia tăng thêm 11% từ mức 19,600ha tại cuối 2023.

Thị trường vẫn có tâm lý thận trọng về tỷ lệ đòn bẩy ngày càng tăng của VHM và số dư giao dịch liên quan cao hơn. Mặc dù ghi nhận những lo ngại này, chúng tôi đánh giá 1) thương hiệu mạnh của VHM, được thể hiện qua tỷ lệ bán hàng cao và mức giá khả quan trong các đợt mở bán gần đây ở Vũ Yên, kết hợp với 2) quỹ đất dồi dào về quy mô và giá trị, là câu chuyện tăng trưởng dài hạn. Cổ phiếu hiện giao dịch ở mức P/B năm 2024 là 0.76 lần, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 1.15 lần, thể hiện định giá hấp dẫn.



FY (31/12)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	84,986	62,393	103,334	121,795	130,465	139,487
LNHĐ (tỷ đồng)	42,402	25,621	27,933	39,472	44,460	54,184
Biên LNHĐ (%)	49.9	41.1	27	32.4	32.4	32.4
LNST (tỷ đồng)	48,183	38,643	65,596	43,164	52,117	63,796
EPS (đồng)	38,825	28,831	33,125	36,879	42,154	51,621
ROE (%)	9,015	6,621	7,607	8,469	9,681	11,855
P/E (x)	36.9	21.4	20.4	20.6	21.0	23.2
P/B (x)	9.1	7.2	5.7	4.6x	4.1x	3.3x
Tổng tài sản (tỷ đồng)	2.9	1.4	1.1	0.8x	0.7x	0.6x
VCSH (tỷ đồng)	230,516	361,813	447,361	480,819	489,524	533,641
VCSS (tỷ đồng)	131,407	148,522	182,369	209,786	248,401	275,035

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Đóng góp chính từ Privia trong 2024



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

(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	38,900
Thị giá (1/07/24)	36,750
Lợi nhuận kỳ vọng	6%

Điểm nhấn đầu tư

Triển vọng & rủi ro 2024

- Dự phóng doanh thu hợp nhất đạt 3,822 tỷ đồng (+83.0% CK) và LNST đạt 1,322 tỷ đồng (+82.7% CK). Phần lớn doanh thu và thu nhập (90%-95%) sẽ đến từ việc bàn giao Privia. Tính đến thời điểm hiện tại, công ty đã bán hết 100% lượng pre-sales của Privia. Chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ bàn giao ít nhất 90% tổng số căn hộ của Privia trong Q4/2024.
- Pre-sales 2024 sẽ tương đối khó khăn khi không có dự án sẵn sàng ra mắt tính đến Q1/2024. Chúng tôi kỳ vọng Clarita và Emeria sẽ bắt đầu ghi nhận pre-sales trong Q4/2024.
- Vốn chủ sở hữu được củng cố nhờ phương án phát hành riêng lẻ (giá trị ước tính 3,000 tỷ đồng, trong tháng 3/2024), số vốn này sẽ được sử dụng để trả nợ đáo hạn trong năm tài chính 2024-2025, qua đó giúp duy trì cơ cấu tài chính ổn định của công ty và giảm tỷ lệ nợ. Với giá cổ phiếu cho đợt phát hành riêng lẻ 27,250 đồng/cổ phiếu, không thấp hơn nhiều so với giá thị trường hiện tại, mức độ pha loãng là chấp nhận được khi lợi ích được cân bằng giữa cổ đông cũ và mới.

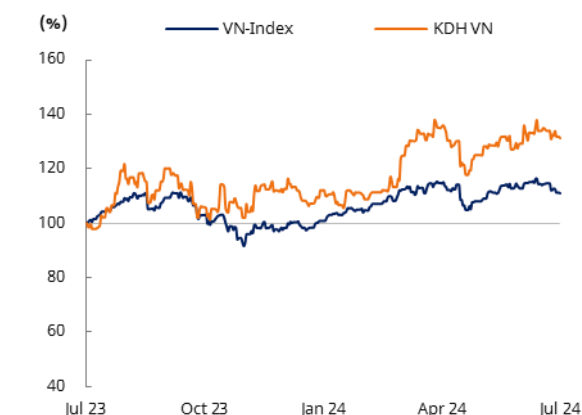
Cập nhật KQKD

- CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH) báo cáo doanh thu năm 2023 đạt 2,088 tỷ đồng (-28.3% CK) và LNST là 730 tỷ đồng (-32.6% CK), trong đó doanh thu từ Classia đóng góp phần lớn thu nhập của công ty.
- Q1/2024, công ty ghi nhận doanh thu 334 tỷ đồng (-21.4% CK) và LNST đạt 64 tỷ đồng (-68.0% CK).

Định giá

- Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá RNAV cho các dự án Privia, Emeria và Clarita và phương pháp so sánh cho các dự án khác. Theo đó, chúng tôi duy trì giá mục tiêu ở mức 38,974 đồng.

LNST (24F, tỷ đồng)	1,332
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	1,152
Tăng trưởng EPS (24F, %)	56.9
P/E (24F, x)	27.8
Vốn hóa (tỷ đồng)	29,375
SL cổ phiếu (triệu)	799
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	58.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	39.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	27,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	39,350
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	1.519.331.3
Tương đối	3.110.720.3



FY (31/12)	2019H	2020H	2021H	2022H	2023H	2024F
Doanh thu (Tỷ đồng)	2,813	4,532	3,738	2,912	2,088	3,822
Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)	1,500	1,964	1,794	1,460	1,587	2,136
Biên LNG	53.3%	43.3%	48.0%	50.1%	76.0%	55.9%
LNST (Tỷ đồng)	917	1,154	1,205	1,082	730	1,332
EPS (VND)	1,690	2,060	1,790	1,440	840	1,318
ROE	12.6%	14.6%	13.1%	9.8%	5.3%	7.5%
P/E (x)	15.9	15.3	28.5	18.4	37.4	27.8
P/B (x)	1.9	2.0	3.2	1.6	1.6	1.5
Tổng tài sản (Tỷ đồng)	13,237	13,934	14,373	21,539	26,481	28,713
Vốn chủ sở hữu (Tỷ đồng)	7,664	8,158	10,221	11,795	15,523	20,039
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research						

Lợi thế của niềm tin

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	47,000
Thị giá (1/07/24)	41,200
Lợi nhuận kỳ vọng	14%

LNST (24F, tỷ đồng)	517
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	13
P/E (24F, x)	30.3

Vốn hóa (tỷ đồng)	15,853
SL cổ phiếu (triệu)	385
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	55.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	48.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	29,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	46,150

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-6.4	11.4	24.8
Tương đối	-4.8	2.8	14.0

Điểm nhấn đầu tư

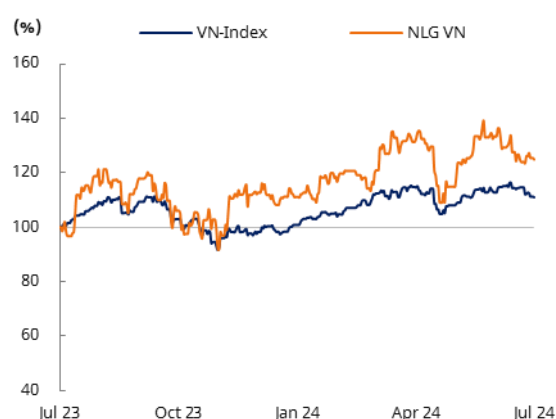
Triển vọng & rủi ro 2024

- Chúng tôi dự báo presales vào khoảng 5,000–6,000 tỷ đồng, tương đương 55%–65% kế hoạch của công ty, nhờ quỹ đất đa dạng bao gồm các sản phẩm từ bình dân đến cao cấp và hạng sang. Presales đến từ Akari (Giai đoạn 3), Southgate (Valora, Ehome), Mizuki Park và Cần Thơ (đất nền, Ehome). Presales từ Izumi có thể bị trì hoãn đến năm 2025 hoặc cho đến khi các vấn đề pháp lý được giải quyết.
- Trong khi presales tại Akari, Mizuki (căn hộ phân khúc trung cấp) vẫn tương đối sôi động, chúng tôi lo ngại hơn về Izumi, Southgate (biệt thự, nhà phố: phân khúc cao cấp) khi nhu cầu suy yếu và các vấn đề pháp lý vẫn chưa được giải quyết.
- Cho năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt là 5,508 tỷ đồng (+73% CK) và 517 tỷ đồng (+7% CK), với EPS là 1,343 đồng (+13% CK%). Doanh thu đến từ việc bàn giao dự án Akari (chiếm 59%), đất nền dự án Cần Thơ Central Lake (26%), trong khi Izumi, Southgate và các sản phẩm khác chiếm phần còn lại (15%).

Cập nhật hoạt động kinh doanh

- Tháng 6/2024, NLG thông qua phương án phát hành trái phiếu riêng lẻ với tổng giá trị 550 tỷ đồng để đầu tư vào Công ty TNHH Đầu tư Địa ốc Nam Long (450 tỷ đồng) và Công ty TNHH Bất động sản Thương mại Nam Long (100 tỷ đồng); trái phiếu có kỳ hạn 5 năm và lãi suất kỳ hạn 12 tháng đầu tiên dự kiến là 9.5%/năm. Tài sản bảo đảm bằng 30.56 triệu cổ phiếu Southgate. NLG ước tính nợ phải trả/tổng tài sản trong báo cáo tài chính hợp nhất sẽ tăng từ 53% trong năm 2023 lên 55% sau khi phát hành.
- Trong Q1/2024, công ty báo cáo doanh thu 204 tỷ đồng (-13% CK) và LNST -77 tỷ đồng (Q1/2023: +7 tỷ đồng).

Định giá: Chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV cho các dự án hiện đang được phát triển, đã có giá trị presales và có lịch thanh toán từ khi khởi công đến khi bàn giao tài sản. Chúng tôi áp dụng phương pháp BV cho những dự án còn lại. Chúng tôi cũng điều chỉnh tài sản và nợ phải trả để phản ánh thực tế quá trình phát triển dự án đang diễn ra.



FY (31/12)	2019H	2020H	2021H	2022H	2023H	2024F
Doanh thu (Tỷ đồng)	2,546	2,217	5,206	4,339	3,181	5,508
Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)	1,066	671	1,778	1,984	1,562	2,318
Biên LNG	42%	30%	34%	46%	49%	42%
LNST (Tỷ đồng)	961	835	1,071	556	484	517
EPS (VND)	4,479	3,078	3,099	1,345	1,187	1,343
ROE	18%	13%	15%	6%	6%	7%
P/E (x)	7.3	9.9	8.2	22.9	30.9x	30.3x
P/B (x)	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5x	1.9x
Tổng tài sản (Tỷ đồng)	10,904	13,643	23,618	27,085	28,611	29,388
Vốn chủ sở hữu (Tỷ đồng)	6,200	6,720	13,528	13,315	13,533	14,273

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Chờ đợi chuyển biến tích cực

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên, nguyen.nhb@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	31,200
Thị giá (1/07/24)	29,250
Lợi nhuận kỳ vọng	7%

LNST (24F, tỷ đồng)	202		
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA		
Tăng trưởng EPS (24F, %)	34		
P/E (24F, x)	22.4		
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,537		
SL cổ phiếu (triệu)	155		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	78.4		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	2.1		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	25,821		
Cao nhất 52 tuần (VND)	38,615		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-7.7	-3.5	11.9
Tương đối	-6.2	-12.0	1.0

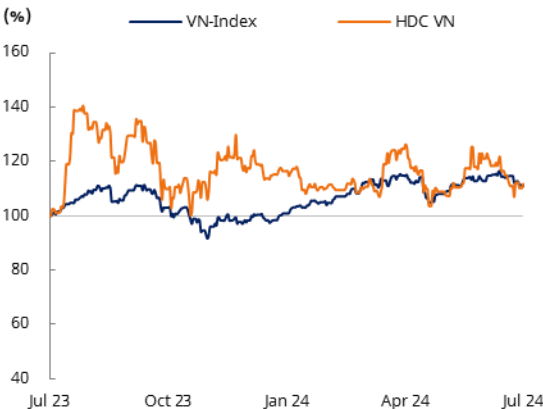
Điểm nhấn đầu tư

Chủ đề chu kỳ hồi phục thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư. Tiến độ khả quan của cao tốc Biên Hòa – Đồng Nai và nguồn cung mới hạn chế tại BR-VT đã hướng sự chú ý của nhà đầu tư đối với cổ phiếu HDC. Tại BR-VT, chúng tôi nhận thấy quy hoạch 1/2000 của khu đô thị Nam Vũng Tàu đã được phê duyệt trong T4/2024 có vai trò then chốt để HDC tiếp tục xin điều chỉnh quy hoạch cho các dự án dự kiến triển khai trong trung hạn.

Chờ đợi tín hiệu rõ ràng hơn từ thị trường BĐS cũng như tiến triển tích cực từ các dự án HDC đang tập trung triển khai

- Sự quan tâm của giới đầu tư chưa thực sự phản ánh rõ ràng khi số liệu tại Q1/2024 cho thấy giá bán đất nền thứ cấp tại thị trường BR-VT vẫn đang trong xu hướng giảm, giao dịch duy trì trầm lắng. Danh mục dự án của HDC tập trung ở khu vực địa lý mang tính nghỉ dưỡng cao với nhóm sản phẩm thấp tầng, phân khúc cao cấp. Đây được đánh giá là phân khúc có quá trình phục hồi chậm do giá trị lớn và phụ thuộc nhiều vào thị hiếu đầu tư. Do đó, cần nhiều thời gian hơn để phục hồi theo chu kỳ ngành.
- Trong ngắn hạn, việc hạch toán giá trị bán trước tại The Light City (ước tính 437 tỷ đồng, ~47% doanh thu dự phóng 2024) sẽ hỗ trợ HDC trong việc duy trì kết quả kinh doanh. Để hưởng lợi từ chu kỳ hồi phục của ngành, doanh nghiệp cần hoàn tất các thủ tục cần thiết để mở bán giai đoạn tiếp theo của The Light City cũng như mở bán mới các dự án Tây 3/2 và Khu biệt thự Ngọc Tước 2. Bên cạnh đó, tiềm năng thoái vốn tại các dự án Đại Dương, Khu biệt thự Trần Phú và Hodeco SeaVillage, nếu thành công, sẽ đem lại nguồn thu đột biến cũng như dòng tiền sớm để HDC cơ cấu nợ vay và tài trợ quá trình phát triển các dự án trong trung hạn.

Định giá: Chúng tôi duy trì giá mục tiêu ở mức VND31,200/cp (điều chỉnh pha loãng sau phát hành thêm). Khuyến nghị của chúng tôi phản ánh các yếu tố tích cực của cổ phiếu bao gồm: 1) danh mục dự án đem lại giá trị phát triển đáng kể trong giai đoạn 2024-2027, 2) tiềm năng cải thiện bảng cân đối thông qua giảm nợ vay đến từ hoạt động tăng vốn và thoái vốn các dự án nhỏ; cân đối với các rủi ro liên quan đến chậm tiến độ triển khai do vấn đề pháp lý kéo dài và định giá cao so với lịch sử. HDC đang giao dịch ở mức 1.88x giá trị sổ sách FY25F, cao hơn trung vị 5 năm gần nhất (1.81x).



FY (31/12)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	1,352	1,298	666	936	971	2,155
LNHĐ (tỷ đồng)	423	409	240	292	304	983
Biên LNHĐ (%)	31.26	31.50	35.99	31.24	31.27	45.62
LNST (tỷ đồng)	309	419	131	202	211	756
EPS (đồng)	3,577	3,880	972	1,303	1,361	4,877
ROE (%)	22.4	23.8	6.6	9.5	8.0	23.2
P/E (x)	7.8	7.2	28.8	22.4	20.6	5.7
P/B (x)	1.7	1.6	2.0	1.9	1.6	1.2
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,777	4,422	4,698	4,491	4,222	5,759
VCSH (tỷ đồng)	1,484	1,864	1,908	2,312	2,723	3,480

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng từ nội lực

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	16,300
Thị giá (1/07/24)	12,200
Lợi nhuận kỳ vọng	34%

LNST (24F, tỷ đồng)	441
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	19
P/E (24F, x)	10.3x
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,022
SL cổ phiếu (triệu)	412
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	74.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	8.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11,706
Cao nhất 52 tuần (VND)	17,372

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-7.6	-24.7	-14.6
Tương đối	-6.0	-33.2	-25.4

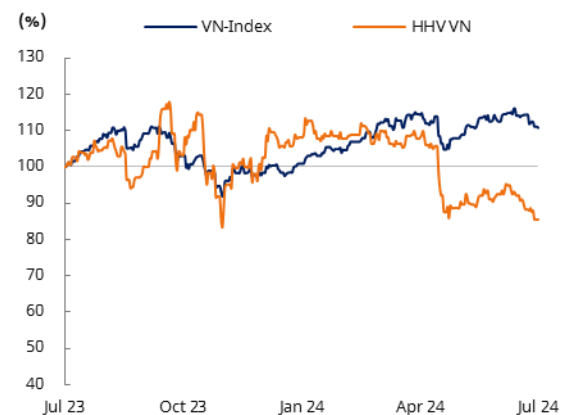
Điểm nhấn đầu tư

Triển vọng 2024

- Mảng BOT: Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu 19%, từ 2,008 tỷ đồng lên 2,389 tỷ đồng dựa trên việc Chính phủ chấp thuận tăng giá vé trung bình 15% tại 4 trạm BOT. Nhờ đó, lợi nhuận gộp tăng thêm 264 tỷ đồng.
- Mảng xây dựng: Chúng tôi tăng dự báo doanh thu 16.5%, từ 1,168 tỷ đồng lên 1,361 tỷ đồng từ lượng back-log lớn. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp điều chỉnh giảm xuống còn 8.5% khiến lợi nhuận giảm nhẹ 36 tỷ đồng.
- Dự phóng doanh thu và LNST lần lượt đạt 3,805 tỷ đồng (+41.7% CK) và 441 tỷ đồng (+36.9% CK), với EPS là 1,209 đồng.

Cập nhật Q1/2024 và kế hoạch tăng vốn trong 2024

- HHV báo cáo doanh thu Q1/2024 đạt 690 tỷ đồng (+28% CK) và LNR đạt 96 đồng (+31% CK). Trong đó, doanh thu dịch vụ BOT chiếm 69% và mảng Xây dựng chiếm 28%.
- Công ty đặt mục tiêu tăng 41.3% vốn điều lệ lên 5,816 tỷ đồng (từ giá trị hiện tại là 4,116 tỷ đồng) thông qua ba nguồn: chia cổ tức bằng cổ phiếu, phát hành riêng lẻ và chào bán cho cổ đông hiện hữu. Vốn thu được sẽ sử dụng tài trợ cho 2 dự án cao tốc bắt đầu xây dựng vào năm 2024: Đồng Đăng – Trà Lĩnh & Hữu Nghị – Chi Lăng. T3/2024, HHV công bố giá trị nhận thầu dự kiến tại Dự án đường cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh: 1) 836 tỷ đồng trong hợp đồng EC thuộc gói thầu EC01 (KM0+000 - KM38+000) và 2) 86 tỷ đồng trong hợp đồng EPC. Thời gian thực hiện dự kiến từ khi ký hợp đồng đến trước ngày 31/12/2026.



FY (31/12)	2021H	2022H	2023H	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (Tỷ đồng)	1,861	2,095	2,686	3,805	4,288	4,695
Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)	830	944	1,080	1,664	1,776	1,893
Biên LNG	44.6	45.1	40.2	43.7	41.4	40.3
LNST (Tỷ đồng)	269	264	322	441	469	506
EPS (VND)	881	859	1,010	1,209	893	871
ROE	4.2	3.9	6.1	7.8	6.6	6.4
P/E(x)	26.7	9.6	16.9	10.3	14.0	14.4
P/B (x)	1.1	0.4	0.7	1.2	1.1	1.0
Tổng Tài sản (Tỷ đồng)	33,963	35,653	36,780	40,342	42,534	43,600
Vốn chủ sở hữu (Tỷ đồng)	4,403	5,103	5,460	7,525	8,822	9,405

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Thép – Hiện thực hóa kỳ vọng

Những tranh luận chính về việc điều tra chống bán phá giá đối với HRC nhập khẩu

Thực trạng: Trong 4T2024, Việt Nam nhập khẩu 3.93 triệu tấn HRC (+32% CK). Trong đó, HRC nguồn gốc từ Trung Quốc chiếm 73% tổng lượng nhập khẩu, gấp đôi so với cùng kỳ. Về mặt bằng giá, dữ liệu từ Tổng cục Hải quan cũng cho thấy mặt bằng giá bình quân của HRC Trung Quốc thấp hơn so với các nhà cung cấp khác như Ấn Độ, Đài Loan, Hàn Quốc.

Các nhà sản xuất HRC nội địa đề đơn điều tra chống bán phá giá đối với HRC nhập khẩu: T3/2024, Tập đoàn Hòa Phát (HPG) và Tập đoàn thép Formosa Hà Tĩnh đã có văn bản đề nghị Cục Phòng vệ thương mại mở cuộc điều tra chống bán phá giá đối với HRC nhập khẩu (chủ yếu từ Trung Quốc) trên các luận điểm gồm (1) nhập khẩu HRC từ Trung Quốc gia tăng mạnh trong thời gian gần đây, đi kèm với giá bán giảm, gây áp lực lên giá bán nội địa;(2) Các nhà cung cấp từ Trung Quốc có dấu hiệu bán HRC với giá thấp hơn chi phí sản xuất.

Phản ứng từ phía các đơn vị tiêu thụ HRC. Đáp lại đề nghị của nhóm sản xuất HRC nội địa, hơn 12 nhà sản xuất thép hạ nguồn trong nước đã đồng thuận phản đối yêu cầu điều tra bán phá giá đối với HRC nhập khẩu. Các quan điểm được đưa ra bao gồm:

- HSG tính toán biên độ bán phá giá của HRC xuất khẩu từ Trung Quốc vào khoảng 1.26%, thấp hơn ngưỡng tối thiểu 2% theo luật để khởi xướng điều tra (Luật Quản lý ngoại thương, số 05/2017/QH14).
- Dữ liệu giai đoạn 2019–2023 cho thấy Hòa Phát và Formosa không chịu tác động sụt giảm lượng thép sản xuất và doanh số, do đó không chịu tác động lớn từ nguồn HRC nhập khẩu.
- Việt Nam vẫn là nước thiếu cung đối với HRC. Bình quân 2 năm gần đây, nhu cầu của thép HRC trong nước vào khoảng 11.5 triệu tấn so với mức công suất tối đa 8.2 triệu tấn của HPG và Formosa. Trong trường hợp hai nhà sản xuất này hoạt động tối đa công suất, sản lượng tổng cộng của hai đơn vị này chỉ đáp ứng đủ 71% nhu cầu của thị trường.

Dữ liệu HRC nhập khẩu theo xuất xứ							
	Trung Quốc	Nhật Bản	Ấn Độ	Đài Loan	Hàn Quốc	Khác	Tổng nhập khẩu
T4/2024							
Sản lượng, nghìn tấn	629.3	87.3	44.3	68.9	50.5	9.6	889.8
Giá trị, triệu USD	362.4	51.0	26.8	44.2	36.9	6.6	527.9
Giá bình quân, triệu USD/tấn	0.58	0.58	0.61	0.64	0.73	0.69	0.59
4T2024							
Sản lượng, nghìn tấn	2,863.7	298.3	147.2	274.6	201.7	115.8	3,930.3
Giá trị, triệu USD	1,654.1	172.4	88.7	174.9	141.4	79.4	2,318.7
Giá bình quân, triệu USD/tấn	0.58	0.58	0.60	0.64	0.70	0.69	0.59
Sản lượng HRC sản xuất nội địa so với mức nhập khẩu							
Nghìn tấn	Sản xuất nội địa	Tỷ trọng	Nhập khẩu	Tỷ trọng	Nhập khẩu từ TQ	Tỷ trọng	
T4/2024	590	40%	890	60%	629	43%	
4T2024	890	18%	3,930	82%	2,864	59%	

So sánh giá bán kham khảo tại thị trường Việt Nam T6/2024				
	Nhập khẩu		Nội địa	
	Trung Quốc	Ấn Độ	Hòa Phát	Formosa
CIF (USD/tấn)			555	595
FOB (USD/tấn)	527	570		
Thuế nhập khẩu (15%)	79.1	85.5		
Port handling (USD)	15	15		
Chi phí khác	10	10		
Giá nhập khẩu	631.1	680.5		
VAT @10%	63.1	68.1	55.5	59.5
Tổng (USD/tấn)	694.2	680.5	610.5	654.5
US\$/VND	25,000	25,000	25,000	25,000
Tổng (triệu đồng/tấn)	17.4	17.0	15.3	16.4
Giá bán bình quân trong nước	15.5	15.5	15.5	15.5
% chiết khấu/giá nhập	-10.7%	-8.9%	1.6%	-5.3%

Nguồn: Tổng Cục Hải Quan, Bloomberg, Mirae Asset Research Vietnam. Dữ liệu giá bán ngày 11/06/2024

Thép – Hiện thực hóa kỳ vọng (tt.)

Chờ đợi kết luận cuối cùng từ Bộ Công Thương

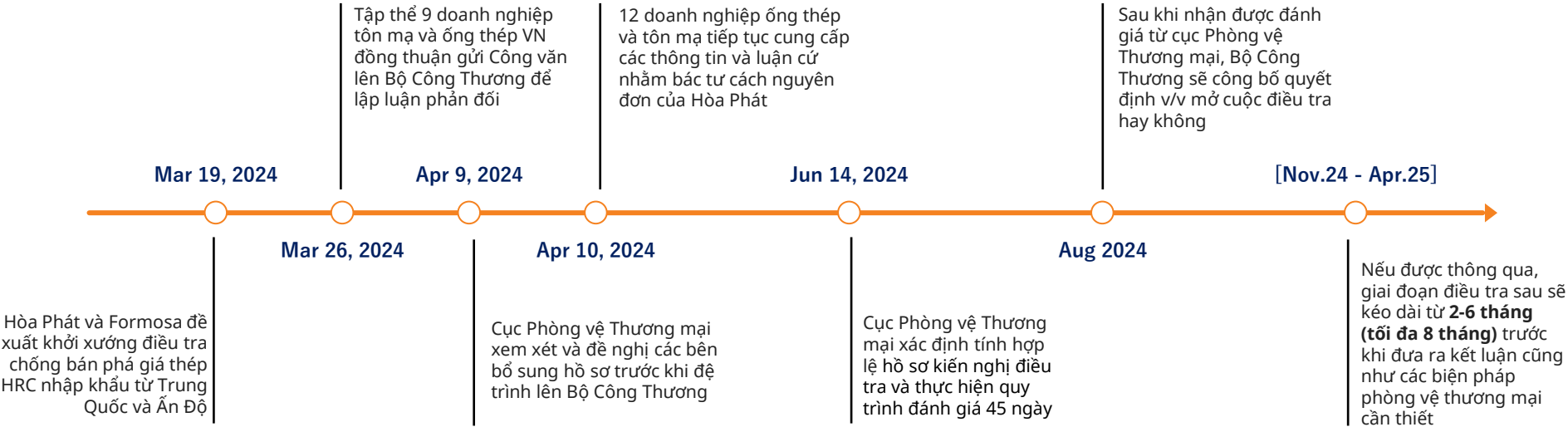
Cập nhật:

- Vào 14/06/2024, Cục Phòng vệ Thương mại đã xác nhận tính hợp lệ của hồ sơ kiến nghị điều tra đối với thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ. Sau quy trình 45 ngày làm việc, cục sẽ gửi hồ sơ lên Bộ Công Thương xem xét trước khi kết luận v/v mở điều tra chống phá giá.
- Trong cùng ngày, Bộ Công Thương ban hành Quyết định điều tra áp dụng biện pháp chống bán phá giá đối với một số sản phẩm thép mạ có xuất xứ từ Trung Quốc và Hàn Quốc. Quá trình điều tra sẽ kéo dài từ 2-6 tháng (tối đa 8 tháng) trước khi có kết quả chính thức.

Tác động đối tới các công ty niêm yết:

- HPG:** Việc thuế chống phá giá đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc, nếu được thông qua, sẽ đóng vai trò bước ngoặt đối với HPG. Cụ thể, với sản lượng HRC gia tăng từ nhà máy thép Dung Quốc giai đoạn 2, công suất thiết kế HRC của HPG 2026 dự kiến sẽ vượt nhu cầu tiêu thụ nội địa (giả định mức tiêu thụ hàng năm của Việt Nam không thay đổi nhiều trong giai đoạn đến năm 2026). Trong trường hợp có bất kỳ gián đoạn nào đối với nhu cầu xuất khẩu thép, HPG sẽ phải dựa vào các yếu tố cơ bản trong nước để duy trì tăng trưởng doanh thu trong bối cảnh sản lượng sản xuất gia tăng. Do đó, việc áp thuế nhập khẩu sẽ giúp giảm áp lực cạnh tranh về giá tại thị trường trong nước và bảo đảm thị phần HRC của HPG.
- HSG & NKG:** Đối với ngành tôn mạ, việc áp thuế đối với HRC nhập khẩu sẽ hạn chế các công ty này trong việc tiếp cận nguyên liệu đầu vào chi phí thấp, ảnh hưởng trực tiếp đến tỷ suất lợi nhuận. Theo HSG, HRC hiện chiếm 70% cơ cấu chi phí sản xuất của doanh nghiệp. Tuy nhiên, công ty chỉ ra rằng sự chênh lệch giữa giá HRC nhập khẩu và giá nội địa là không đáng kể, vì vậy chúng tôi cho rằng tác động đến tỷ suất lợi nhuận sẽ có thể được kiểm soát.
- Đối thuế chống phá giá tôn mạ**, nếu được áp dụng sẽ có lợi cho cả 3 DN nêu trên. Trong 4T2024, thị phần nội địa mảng tôn mạ HSG/NKG/HPG đạt lần lượt 28.6%/17.5%/8.1%.

Các mốc sự kiện chính trong quá trình đệ đơn khởi xướng chống bán phá giá đối với thép HRC nhập khẩu



Thép – Hiện thực hóa kỳ vọng (tt.)

Xuất khẩu thép vào EU dự kiến giảm dưới tác động của cơ chế phòng vệ thương mại mới

Bối cảnh: EU sẽ tiếp tục gia hạn các biện pháp tự vệ đối với thép nhập khẩu, dưới hình thức hạn ngạch thuế quan (TRQ), đối với hai mặt hàng là thép cuộn và HRC. Biện pháp có hiệu lực kể từ đầu T7/2024 và kéo dài trong thời hạn 2 năm.

- Cơ chế áp trần 15% tổng hạn ngạch nhập khẩu quy định sẽ được áp dụng đối với Việt Nam, Ai Cập, Nhật Bản, Đài Loan, Úc và Brazil. Trước đó, hạn ngạch thuế quan sẽ được tính chung cho nhóm các nước này và EU sẽ cho phép các nước nhập khẩu đến khi sản lượng chạm mức quy định.
- Theo phương pháp cũ, lợi thế thuộc về phía nhóm các nước sản xuất có lượng tồn kho lớn, cho phép họ tăng cường xuất khẩu vào EU ngay khi mức hạn ngạch được cấp và nhanh chóng lấy hết hạn ngạch phân bổ trong kỳ của các quốc gia khác. Tuy nhiên, với mức trần 15%, sản lượng nhập khẩu tối đa sẽ được phân bổ đều giữa các nước.
- Nếu áp dụng theo mức trần 15% TRQ, lượng xuất khẩu HRC đối đa của các nước Đài Loan, Việt Nam, Nhật Bản vào EU sẽ giảm một nửa so mức thực hiện vào 2023.

Tác động đối với các doanh nghiệp sản xuất HRC: Hòa Phát và Formosa sẽ chịu tác động giảm lượng xuất khẩu HRC vào Châu Âu. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng tác động đến hoạt động kinh doanh của HPG sẽ được giảm thiểu. EU chiếm tỷ trọng 11% trong cơ cấu doanh thu 2023 và để bù đắp lượng giảm tại khu vực này, Hòa Phát có thể tăng cường xuất khẩu sang các thị trường khác như Mỹ (với chênh lệch giá bán tương đối thuận lợi) và ASEAN cũng như hướng tiêu thụ vào thị trường nội địa (giá bán của HPG khá cạnh tranh).

Đánh giá mức độ tác động của mức trần 15% TQR đối với sản lượng xuất khẩu của một số nước vào EU dựa theo sản lượng thực tế năm 2023								EU chiếm 11% cơ cấu tổng doanh thu của HPG	
Nguồn nhập khẩu	Sản lượng nhập	Trường hợp áp	Chênh	Nguồn nhập khẩu	Sản lượng nhập	Trường hợp áp	Chênh	Cơ cấu doanh thu theo thị trường	% Doanh thu
Ngìn tấn	khẩu trong 2023	dụng mức trần 15%	lệch	Triệu tấn	khẩu trong 2023	dụng mức trần 15%	lệch		2023
Hạn ngạch đối với thép cuộn	472	472		Hạn ngạch đối với HRC	3.7	3.7		Nội Địa	71%
• Algeria	383.5	70.9	-312.6	• Đài Loan	1.3	0.6	-0.7	Xuất khẩu	29%
• Egypt	175.2	70.9	-104.3	• Việt Nam	1.2	0.6	-0.6	• Châu Á	16%
• Indonesia	168.8	70.9	-97.9	• Nhật Bản	1.1	0.6	-0.5	• Châu Âu	11%
• Tổng cộng	727.4	212.6	-514.9	• Tổng cộng	3.5	1.7	-1.8	• Châu Mỹ	2%
• Các nước còn lại	-255.1	259.8		• Các nước còn lại	0.2	2.0		• Khu vực khác	1%

Nguồn: Euro Metal, Mirae Asset Research

Thép – Hiện thực hóa kỳ vọng (tt.)

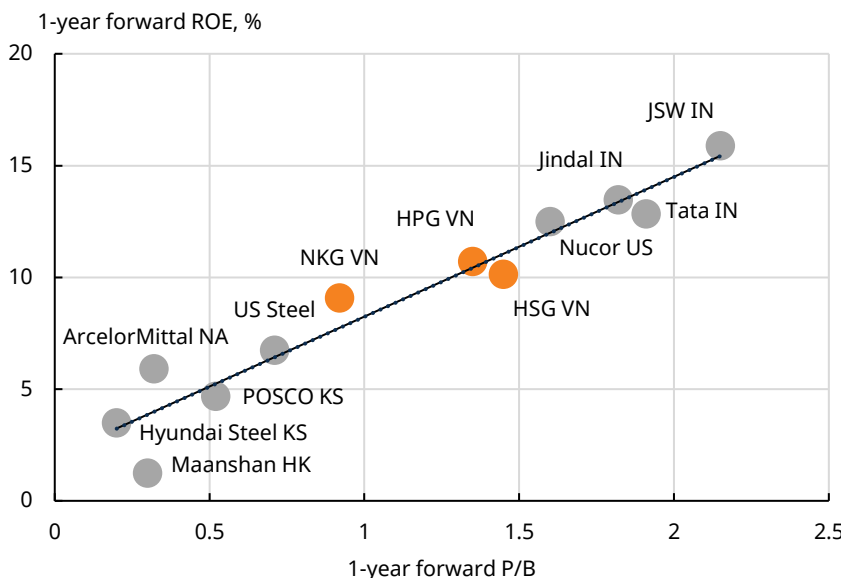
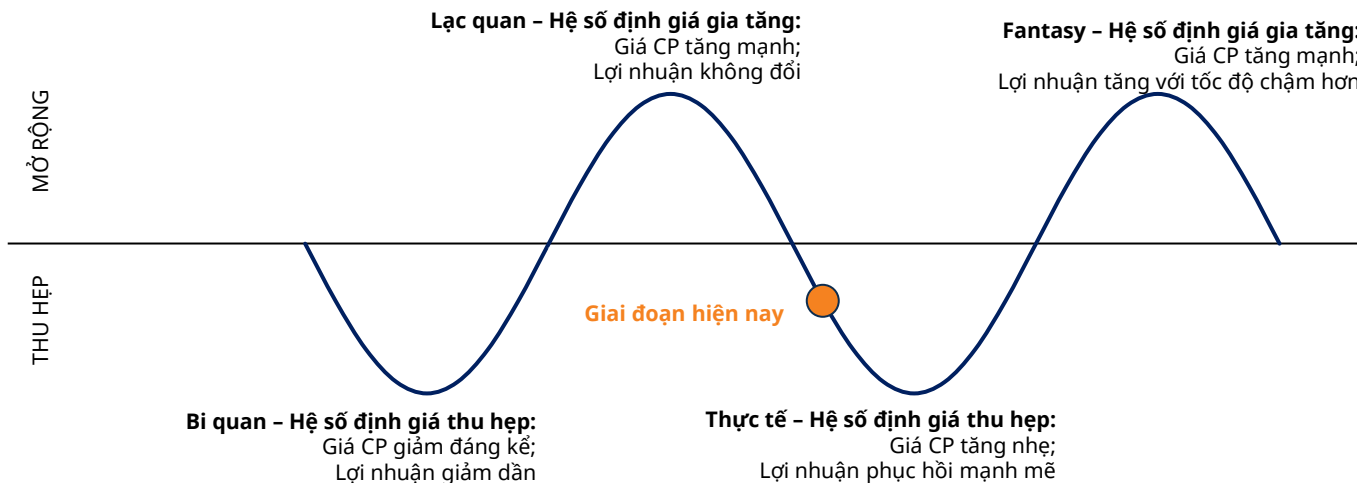
Các chỉ số định giá dự kiến bình thường hóa theo chu kỳ ngành

- Tiêu thụ thép phục hồi.** Nhu cầu trong nước được cải thiện, đặc biệt trong những tháng gần đây (4T2024: +13% CK), một phần nhờ hoạt động tăng tồn kho trái vụ của các nhà bán lẻ trong nước. Đơn hàng xuất khẩu cũng tăng mạnh (4T2024: +74% CK), được thúc đẩy bởi nhu cầu mạnh mẽ và giá cả thuận lợi từ thị trường Mỹ và EU.
- Giá thép trong nước đã chứng lại kể từ đầu 2024. Thép xây dựng và thép cuộn/thép thanh giảm lần lượt 5% và 2% YTD, trong khi giá HRC cho lô hàng T7 không đổi CK, duy trì ở mức thấp trong 2021-2023. Mặc dù vậy, biên lợi nhuận vẫn có tiềm năng cải thiện do khoảng cách giữa chi phí đầu vào và giá đầu ra đã trở nên thuận lợi cho các nhà sản xuất thép.
- Chỉ số định giá bình thường hóa theo chu kỳ.** Đối với các ngành có tính chu kỳ, việc định giá có thể được chia thành 4 giai đoạn, dựa trên mối quan hệ giữa thu nhập và các bội số. Chúng tôi cho rằng ngành thép đang trong giai đoạn 'thực tế', khi tốc độ tăng trưởng thu nhập vượt xa mức tăng giá cổ phiếu kể từ T10/2023, dẫn đến tỷ lệ P/E giảm. Mặc dù sự chênh lệch so với mức trung bình lịch sử có thể được duy trì trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng các chỉ số định giá sẽ điều chỉnh về mức trung bình nhờ việc hiện thực hóa lợi nhuận kỳ vọng.
- Con đường phía trước không quá suôn sẻ đối với tất cả doanh nghiệp vì vẫn còn những thách thức về nhu cầu trong nước, sự thay đổi bối cảnh cạnh tranh (thị phần) và những bất ổn về nhu cầu toàn cầu (tình trạng dư cung của Trung Quốc). Giá CP thép gần như đã đạt mức đỉnh của năm 2023, được xúc tác bởi kỳ vọng phục hồi của ngành. Trong khi sản lượng sản xuất của HSG, NKG và HPG đã được cải thiện nhiều so với đáy năm 2023, riêng HPG có khả năng tăng trưởng công suất cao thông qua Khu liên hợp Dung Quốc 2 đang phát triển.
- Khi ngành hướng đến giai đoạn hiện thực hóa lợi nhuận kỳ vọng, diễn biến giá CP trong ngắn hạn sẽ phụ thuộc nhiều vào khả năng cải thiện lợi nhuận của riêng mỗi công ty.** Về dài hạn, HPG có thể được tái định giá để phản ánh tiềm năng từ việc mở rộng Dung Quốc 2. So với các công ty trên thế giới, CP thép Việt Nam đang giao dịch ở mức hợp lý.

Cổ phiếu thép bước vào giai đoạn “thực tế”: Lợi nhuận tăng nhanh hơn mức tăng giá cổ phiếu, điều chỉnh giảm P/E

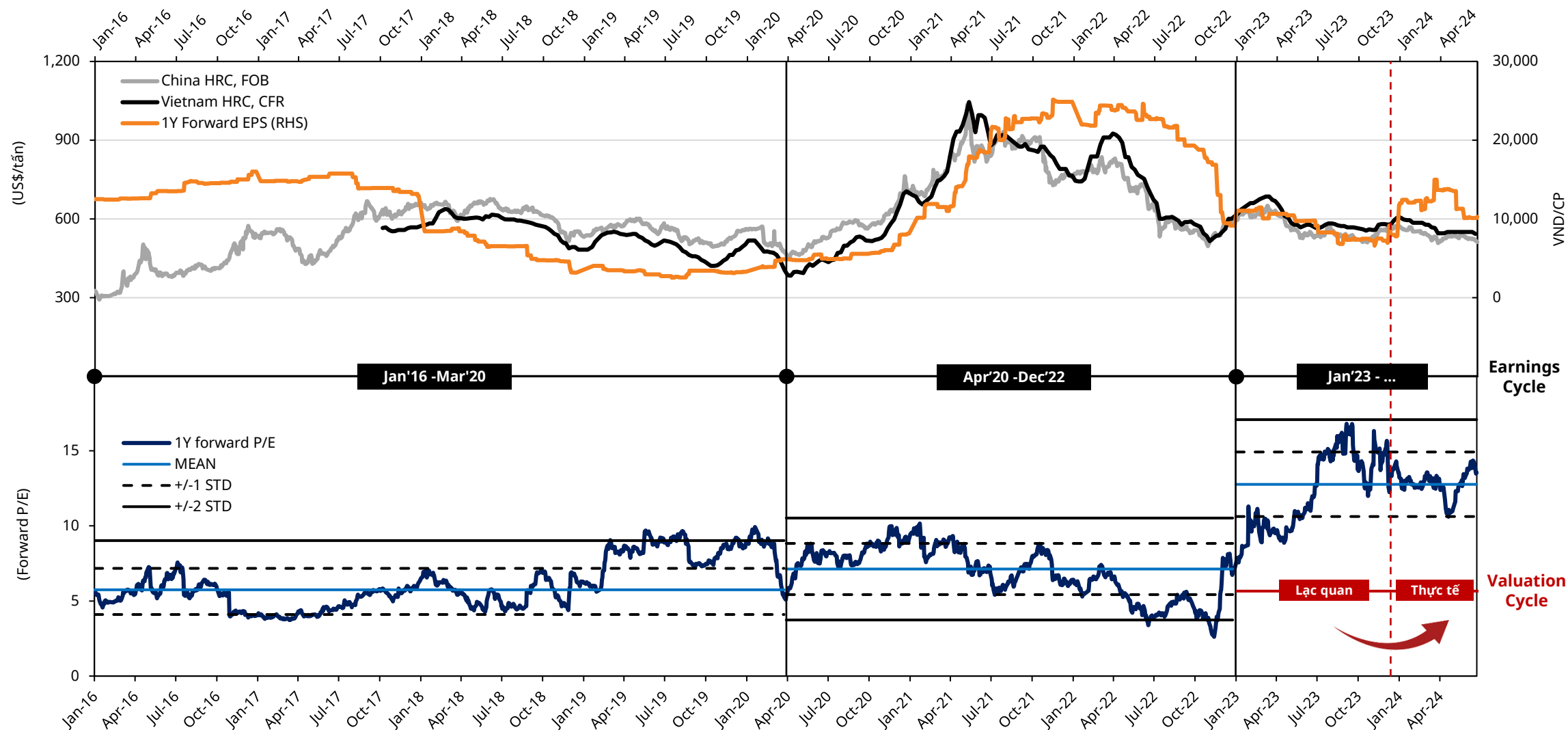
CP thép đang giao dịch ở mức hợp lý, so với các công ty trên thế giới

Bốn giai đoạn của chỉ số định giá



Nguồn: Credit Suisse, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research. Dữ liệu tính đến 25/06/2024.
Lưu ý: Thận trọng khi diễn giải chu kỳ định giá vì phân tích này chỉ xem xét yếu tố EPS dự phóng. Trong thực tế, diễn biến giá cổ phiếu khó dự báo và bất kỳ sự tăng mạnh nào về giá cổ phiếu đều có thể chuyển bội số trở lại giai đoạn 'Lạc quan'.

Thép – Hiện thực hóa kỳ vọng (tt.)



Nguồn: Kallanish, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research. Dữ liệu tính đến 25/06/2024.

Lưu ý: Giá HRC được sử dụng để minh họa xu hướng chung của ngành. Trên thực tế, EPS ngành thép chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố khác bên cạnh yếu tố giá bán, như chênh lệch đầu vào/đầu ra, khối lượng bán hàng và vòng quay hàng tồn kho. Ngoài ra, việc sản xuất HRC của Việt Nam bắt đầu vào T5/2017 tại Formosa Hà Tĩnh, tiếp theo là HPG vào cuối năm 2020.

Kết hợp tăng trưởng và giá trị

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên, nguyen.nhb@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	32,500
Thị giá (1/07/24)	28,150
Lợi nhuận kỳ vọng	15%

LNST (24F, tỷ đồng)	12,306		
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA		
Tăng trưởng EPS (24F, %)	65		
P/E (24F, x)	14.6		
Vốn hóa (tỷ đồng)	180,054		
SL cổ phiếu (triệu)	6,396		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	55.9		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	24.6		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,545		
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,950		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.6	11.4	18.4
Tương đối	0.0	2.8	7.5

Điểm nhấn đầu tư

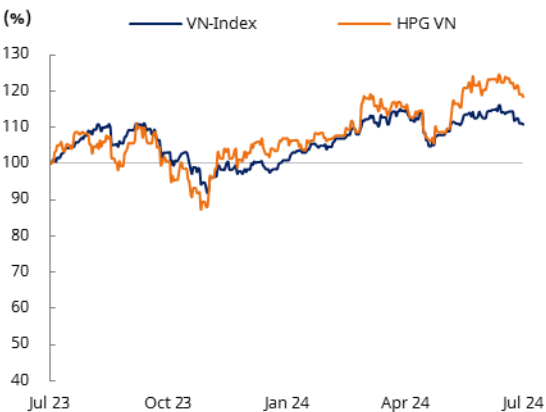
Định giá phản ánh mức kỳ vọng tăng trưởng cao. Với hiệu suất tăng giá hơn 74% kể từ đầu năm 2023 (sv. +19% của VNIndex), định giá hiện tại của HPG đã gia tăng đáng kể so với biên độ lịch sử. HPG đang giao dịch với mức P/E dự phóng 14.6x, phản ánh sự kỳ vọng cao về chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tới.

Bước vào tiến trình hiện thực hóa kỳ vọng. Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi nhận thấy HPG đang có những cơ sở vững chắc để gia tăng lợi nhuận trong thời gian tới nhờ chu kỳ hồi phục của ngành (sản lượng tiêu thụ thép của HPG đã tăng trưởng 45% CK trong 4 tháng đầu năm) và yếu tố cơ bản vững chắc, đến từ **(1)** thị phần top 1 nội địa về thép xây dựng (35%) và ống thép (28%); **(2)** hiệu suất lò cao của HPG đã được tối ưu công suất trong Q1/2024; và **(3)** khả năng quản trị hàng tồn kho. Với phần lớn nguyên liệu hàng tồn kho giá vốn cao đã được đẩy mạnh sản xuất và tiêu thụ trong quý đầu năm, việc tiếp tục thu mua hàng tồn kho giá rẻ hơn khi quặng sắt và than cốc đang trong xu hướng điều chỉnh sẽ giúp biên lợi nhuận mở rộng trong các quý tới.

Dự báo tăng trưởng mạnh cho giai đoạn FY24-26. Cho năm 2024, chúng tôi kỳ vọng HPG sẽ tiếp tục duy trì đà phục hồi mạnh từ mức nền thấp của năm 2023 với doanh thu và lợi nhuận ròng ước đạt lần lượt 139.9 nghìn tỷ đồng và 12.3 nghìn tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng 17.7% CK và 81% CK. Các động lực thúc đẩy lợi nhuận ngắn hạn bao gồm (1) gia tăng sản lượng bán hàng trong năm, kỳ vọng đạt 8.26 triệu tấn, đóng góp chính bởi thép xây dựng (51%, +10.9% CK) và HRC (36%, +6.5% CK) ; và (2) mức chênh lệch giữa giá nguyên liệu và thành phẩm hỗ trợ biên lợi nhuận mở rộng. Hiện tại, giá nguyên liệu đang có xu hướng giảm nhanh ở quặng sắt (-15% YTD), than cốc (-29% YTD) trong khi đa số giá chào bán thép thị trường nội địa đi ngang kể từ đầu năm như thép cuộn (+0.2% YTD), thép thanh (+3% YTD) và HRC (-1.5% YTD).

FY24-FY26, chúng tôi kỳ vọng HPG sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu hàng năm (CARG) 16% nhờ nhu cầu tiêu thụ thép phục hồi mạnh ở thị trường nội địa và thế giới. Bên cạnh đó, tổ hợp Dung Quốc 2 sẽ bổ sung 24% và 71% công suất tăng thêm từ mức công suất hiện tại vào cuối 2025 và Q3/2026 cũng sẽ là động lực tăng trưởng chính cho HPG.

Tăng Tỷ Trọng với mức giá mục tiêu 32,500đ/cp. Chúng tôi định giá HPG theo mức P/B mục tiêu 1.52x, tham chiếu theo hệ số tương quan giữa P/B và ROE của các công ty trong ngành, áp dụng lên giá trị sổ sách dự phóng 2025. Ở mức giá hiện tại, chúng tôi tin rằng HPG có sự kết hợp hài hòa giữa (1) yếu tố giá trị, thể hiện qua mức FY24e P/E 14.6x lần so với mức trung bình ngành 15.2x; và (2) yếu tố tăng trưởng dài hạn đến từ nhà máy Dung Quốc 2 với công suất 5.6-6 triệu tấn (tốc độ CAGR EPS giai đoạn 2024-2026F là 33% so với mức trung bình của các công ty cùng ngành là 19%).



FY (31/12)	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	149,680	141,409	118,953	139,960	149,530	185,552
LNHĐ (tỷ đồng)	37,669	13,078	9,669	17,635	23,028	26,040
Biên LNHĐ (%)	25.2%	9.2%	8.1%	12.6%	15.4%	14.0%
LNƯ (tỷ đồng)	34,521	8,444	6,800	12,306	15,674	17,650
EPS (VND)	5,937	1,452	1,169	1,924	2,450	2,759
ROE (%)	38.10%	8.80%	6.60%	10.14%	11.48%	12.08%
P/E (x)	7.9x	12.3x	19.3x	14.6x	11.7x	10.4x
P/B (x)	2.3x	1.1x	1.7x	1.5x	1.3x	1.3x
Tổng tài sản (tỷ đồng)	178,236	170,336	187,783	209,351	229,342	243,767
VCSH (tỷ đồng)	90,637	96,007	102,771	121,420	136,479	146,133

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Xuất khẩu thúc đẩy tăng trưởng

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	79,500
Thị giá (1/07/24)	65,500
Lợi nhuận kỳ vọng	21%

LNST (24F, tỷ đồng)	9,184
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (24F, %)	4.2
P/E (24F, x)	16.7

Vốn hóa (tỷ đồng)	136,892
SL cổ phiếu (triệu)	2,090
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	50.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	63,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	81,200

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	0.2	-5.1	-7.7
Tương đối	1.7	-13.6	-18.6

Điểm nhấn đầu tư

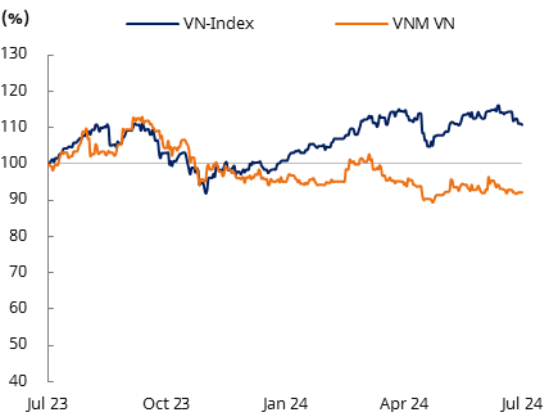
CTCP Sữa Việt Nam (VNM) là tập đoàn sữa hàng đầu Việt Nam, có thị phần nội địa lớn nhất ở phân khúc sữa nước và thị phần lớn thứ hai ở phân khúc sữa công thức. VNM hiện vận hành 15 trang trại ở khu vực Đông Dương và là nhà thu mua sữa tươi chính từ nông dân với tổng đàn bò gần 140,000 con. Hệ thống phân phối rộng khắp với hơn 200,000 điểm bán khắp cả nước mang lại cho tập đoàn lợi thế cạnh tranh vững chắc so với các doanh nghiệp cùng ngành. Ngoài ra, những động thái thâm nhập thị trường nước ngoài gần đây của VNM thông qua các thương vụ M&A, liên doanh cũng có những tín hiệu tích cực.

Phê duyệt niêm yết MCM trên HOSE: Ngày 24/5/2024, Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) đã thông qua việc đăng ký niêm yết của CTCP Giống Bò sữa Mộc Châu (UPCoM: MCM). Theo đó, 110 triệu cổ phiếu MCM sẽ chính thức chuyển từ UPCoM sang HOSE. Việc niêm yết công ty con MCM có thể mang lại chất xúc tác ngắn hạn cho giá cổ phiếu VNM.

Cập nhật Q1/2024:

- Biên lãi gộp mở rộng: VNM ghi nhận mức tăng doanh thu khiêm tốn 1.2% CK trong Q1/2024, đạt 14,124.9 tỷ đồng. Nhờ giá sữa bột ở mức thấp, biên lợi nhuận gộp của công ty tăng lên 41.8% (Q1/2023: 38.7%) và lợi nhuận gộp đạt 5,911.5 tỷ đồng (+9.5% CK). Chi phí bán hàng & quản lý tăng lên 3,491.1 tỷ đồng (+4.8% CK) chủ yếu do chi phí quảng cáo tăng. Lợi nhuận hoạt động và LNST của VNM lần lượt đạt 2,715.5 tỷ đồng (+17.3% YoY) và 2,206.9 tỷ đồng (+15.8% CK).
- Doanh thu từ thị trường nước ngoài tăng: Trong Q1/2024, trong khi doanh thu trong nước gần như không thay đổi do phân khúc sữa bột trẻ em chứng lại, doanh thu từ thị trường nước ngoài tăng 7.7% CK đạt 2,615.7 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu xuất khẩu đạt 1,297 tỷ đồng (+5.9% CK).

Dự phóng 2024: Do thị trường nội địa vẫn trầm lắng (theo AC Nielsen, trong Q1/2024, phân khúc sữa trong nước tiếp tục xu hướng giảm kể từ năm 2023, với doanh thu giảm 2.8% CK), chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng trong tương lai gần của VNM sẽ đến từ thị trường nước ngoài, đặc biệt là Trung Quốc. Trong kịch bản cơ sở, giả định tốc độ tăng trưởng sản lượng bán hàng hàng năm là 0.5%, được thúc đẩy bởi kỳ vọng xuất khẩu. Dự phóng doanh thu năm 2024 ở mức 61,996.9 tỷ đồng (+2.5% CK) và giả định giá sữa nguyên liệu duy trì ở mức thấp 2,600 USD/tấn. Do đó, lợi nhuận gộp và lợi nhuận hoạt động dự phóng năm 2024 lần lượt là 25,633.1 tỷ đồng (+4.4% CK) và 11,313.6 tỷ đồng (+3.8% CK). Dự phóng LNST 2024 ở mức 9,184.4 tỷ đồng (+3.5% CK).

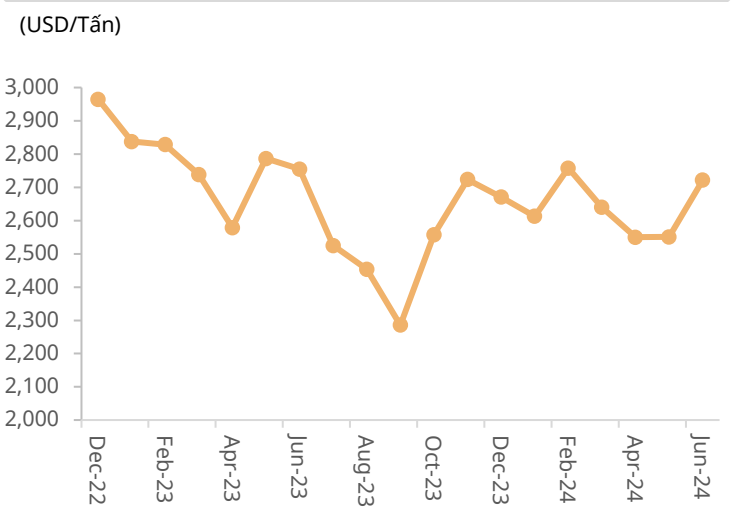


FY (31/12)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	61,012	60,075	60,479	61,997	63,553	65,148
LNHĐ (tỷ đồng)	12,728	10,491	10,904	11,314	12,131	12,987
Biên LNHĐ (%)	20.9	17.5	18.0	18.2	19.1	19.9
LNST (tỷ đồng)	12,922	10,496	10,968	11,314	12,131	12,987
LNƯ (tỷ đồng)	10,532	8,516	8,874	9,184	9,848	10,543
EPS (VND)	4,517	3,632	3,796	3,955	4,241	4,540
ROE (%)	30.6	25.0	26.6	26.1	27.0	27.4
P/E (x)	29.3	24.1	17.8	16.7	15.3	14.3
P/B (x)	4.5	3.8	4.4	4.3	4.1	3.8
Tổng tài sản (tỷ đồng)	53,332	48,483	52,673	51,530	53,279	55,641
VCSH (tỷ đồng)	35,850	32,817	35,026	36,014	37,662	39,942

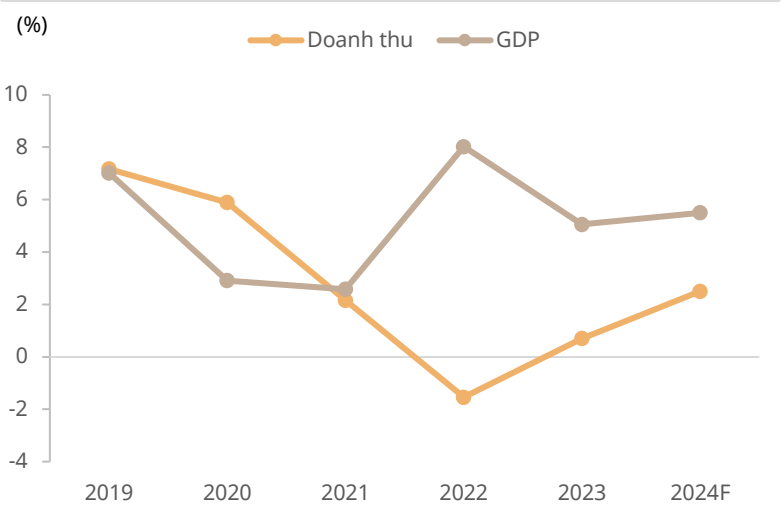
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

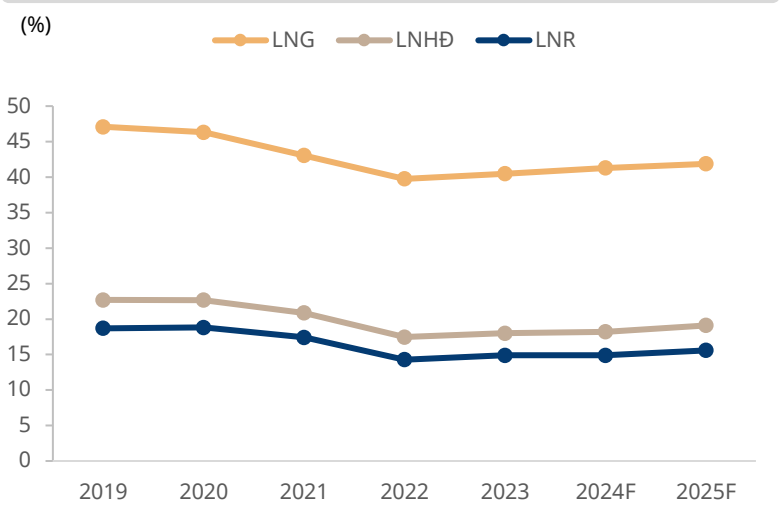
Giá sữa nguyên liệu



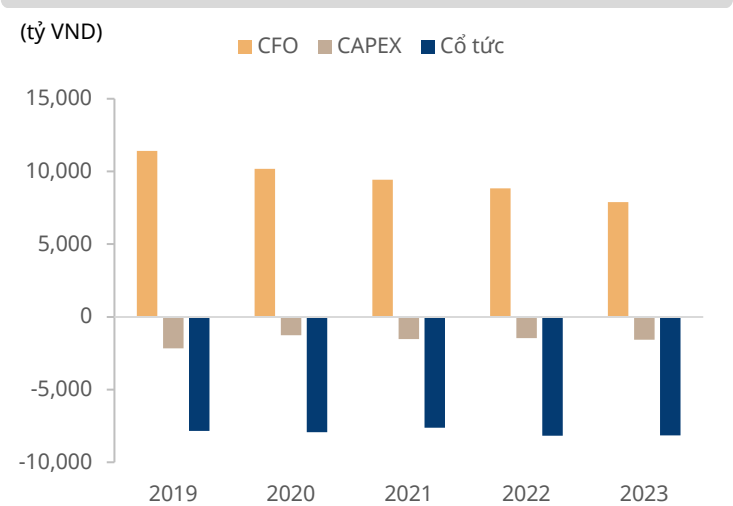
Tăng trưởng doanh thu VNM so với GDP Việt Nam



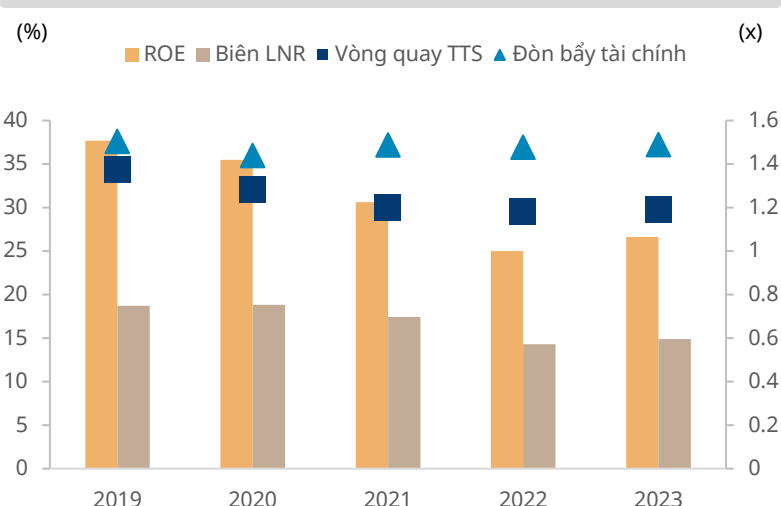
Biên lợi nhuận



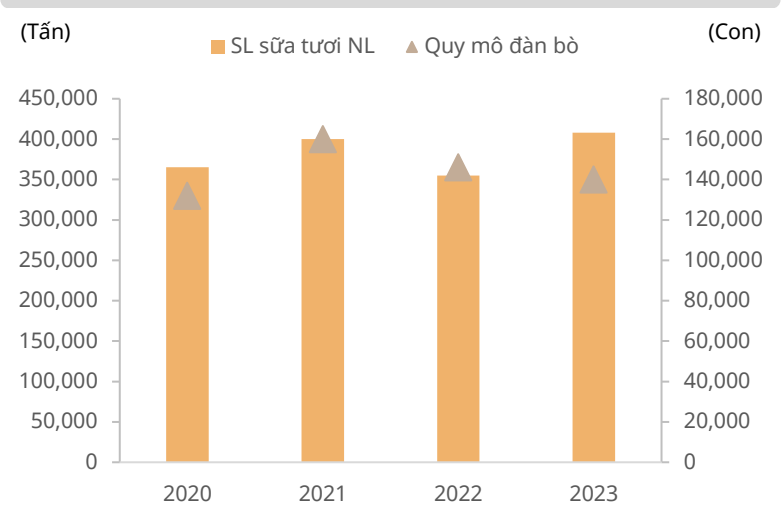
Dòng tiền HĐKD, CAPEX & Cổ tức



Phân tích DuPont



Quy mô đàn bò và sản lượng sữa tươi nguyên liệu



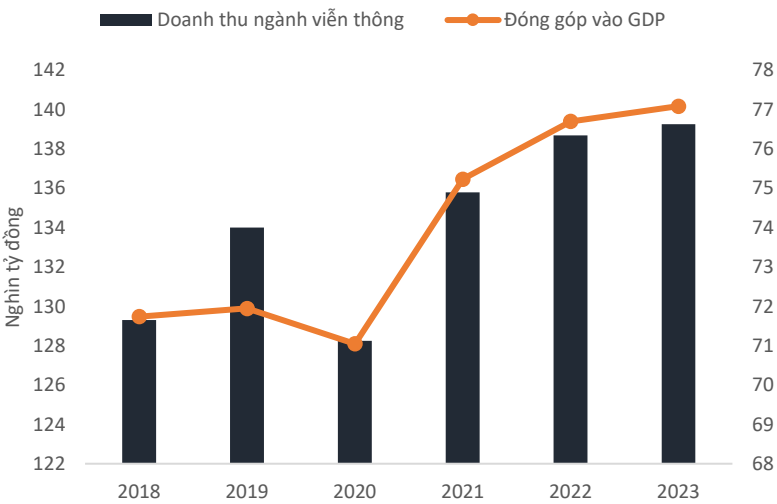
Nguồn: Global Dairy Trade, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Viễn Thông – Tìm động lực tăng trưởng mới

Tìm kiếm cơ hội tăng trưởng mới

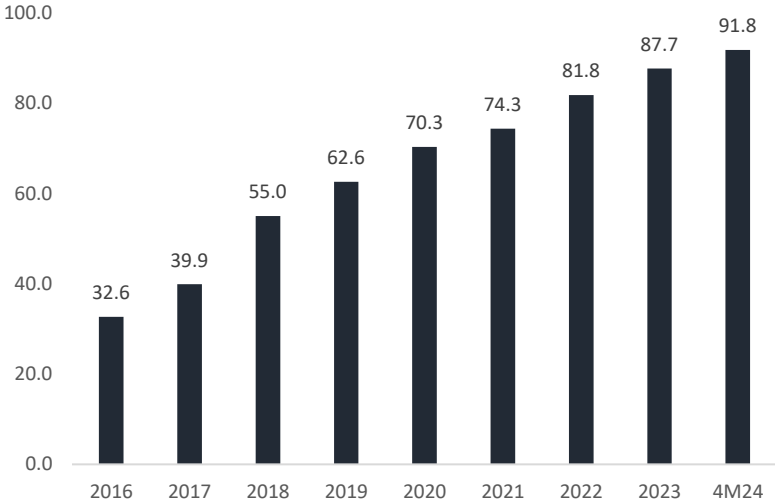
- Báo cáo của Bộ Thông tin và Truyền thông (MIC) cho thấy doanh thu từ dịch vụ viễn thông đang chậm lại và đạt điểm bão hòa. Năm 2023, tổng doanh thu dịch vụ viễn thông ước đạt 139.26 nghìn tỷ đồng, chỉ tăng 0.41% so với năm 2022. Cụ thể, doanh thu hoạt động viễn thông năm 2023 bao gồm:
 - VNPT: Tổng doanh thu đạt 54,856 tỷ đồng, bằng 102.14% so với năm trước. Dịch vụ di động chỉ chiếm 34.6% doanh thu của VNPT. Điểm sáng của VNPT trong năm 2023 là dịch vụ cáp quang (chiếm 29.5% doanh thu) và dịch vụ MyTV (chiếm 14.5% tổng doanh thu).
 - Viettel: Doanh thu hợp nhất của Viettel đạt 172,500 tỷ đồng, tăng 5.4% so với cùng kỳ. Viettel tiếp tục duy trì vị trí dẫn đầu chiếm 56.5% thị phần. Các dịch vụ phi di động cũng giữ vị trí cao, như băng thông rộng cố định (FTTH) với 43% thị phần.
 - MobiFone: Tổng doanh thu của MobiFone ước đạt 25,440 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 1,638 tỷ đồng.
- Việc tìm kiếm các động lực tăng trưởng mới cho các nhà khai thác viễn thông là một ưu tiên quan trọng trong những năm tới. Theo Bộ trưởng Nguyễn Mạnh Hùng, các nhà mạng viễn thông truyền thống có thể chuyển từ hạ tầng viễn thông truyền thống sang hạ tầng kỹ thuật số. Cơ hội cho các nhà khai thác viễn thông có thể được tìm thấy trong việc thúc đẩy các dịch vụ và sản phẩm mới trong cơ sở hạ tầng kỹ thuật số, 5G, AI, chip bán dẫn và dịch vụ chuyển đổi số, an ninh mạng.

Doanh thu và mức đóng góp vào GDP của ngành viễn thông

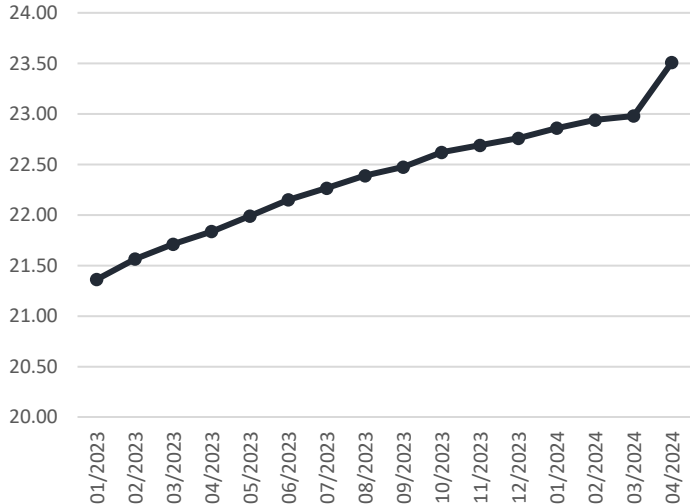


Nguồn: MIC, Mirae Asset Vietnam Research

Tổng số thuê bao di động đang hoạt động có sử dụng dữ liệu (triệu)



Tổng số thuê bao internet băng rộng cố định (triệu)



Duy trì động lực tăng trưởng

Hồ Hoàng Sang, sang.hh@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	163,000
Thị giá (1/07/24)	139,300
Lợi nhuận kỳ vọng	17%

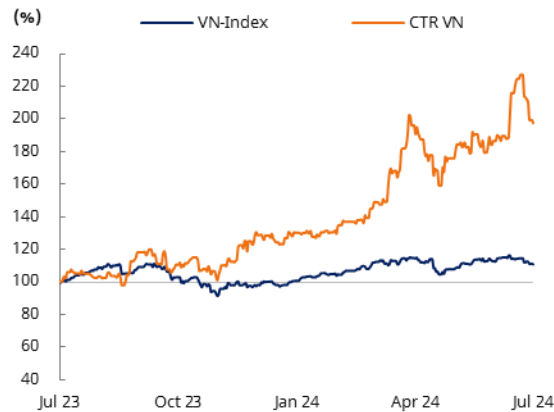
LNST (24F, tỷ đồng)	618
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (24F, %)	19.6
P/E (24F, x)	28.6
Vốn hóa (tỷ đồng)	15,934
SL cổ phiếu (triệu)	114
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	31.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	10.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	67,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	162,000
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	5.952.297.6
Tương đối	7.543.786.7

Điểm nhấn đầu tư

KQKD 5T2024:

- Trong 5T2024, doanh thu của CTR tăng 11% CK, ghi nhận ở mức 4,602 tỷ đồng, trong đó 67% doanh thu liên quan đến Tập đoàn Viettel. Lợi nhuận trước thuế ghi nhận ở mức 249 tỷ đồng, tăng 4.6% so với cùng kỳ.
- Doanh thu cho thuê hạ tầng lũy kế 5T2024 đạt 230 tỷ đồng, tăng trưởng vượt bậc 38% CK. Phân khúc xây dựng chứng kiến doanh thu tăng đáng kể 15.2% CK, đạt 1,348 tỷ đồng.
- Hoạt động vận hành khai thác của CTR đạt 1,392 tỷ đồng doanh thu, chỉ tăng trưởng 1% so với cùng kỳ. Trong khi đó, doanh thu từ giải pháp kỹ thuật và dịch vụ tăng 35% so với cùng kỳ, ghi nhận 581 tỷ đồng.

Dự phóng KQKD: Mảng xây dựng dự phóng tăng trưởng khoảng 25% trong giai đoạn 2024–2028 được thúc đẩy bởi sự gia tăng đầu tư hạ tầng 5G. Doanh thu từ mảng vận hành khai thác dự kiến tăng khoảng 17% mỗi năm nhờ vào hợp đồng hiện tại và ký kết hợp đồng mới liên quan đến vận hành khai thác hệ thống trạm BTS ở cả thị trường trong nước và nước ngoài. Mức tăng trưởng của mảng giải pháp IT ước đạt 4.0% hàng năm trong giai đoạn 2024–2028. TowerCo sẽ có tốc độ tăng trưởng doanh thu nhanh nhất trong 5 lĩnh vực của công ty trong giai đoạn 2024–2028, kỳ vọng đạt 38% và biên lợi nhuận gộp khoảng 25%. Phân khúc dịch vụ kỹ thuật dự kiến tăng trưởng hàng năm là 21.2% trong giai đoạn 2024–2028.



FY (31/12)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	7,447	9,370	11,299	13,424	16,013	19,161
LNHĐ (tỷ đồng)	467	552	637	778	961	1,192
Biên LNHĐ (%)	6.3%	5.9%	5.6%	5.8%	6.0%	6.2%
LNTT (tỷ đồng)	472	555	645	772	966	1,204
LNR (tỷ đồng)	375	443	517	618	773	964
EPS (VND)	3,450	3,310	4,515	5,402	6,759	8,424
ROE (%)	20.3%	26.4%	28.6%	28.6%	30.1%	30.7%
P/E (x)	15.6	23.9	21.3	27.8	22.2	17.8
P/B (x)	3.8	6.5	5.5	7.4	6.1	5.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,963	6,041	6,929	7,360	8,658	10,380
VCSH (tỷ đồng)	1,312	1,625	1,991	2,330	2,813	3,471

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Phụ lục

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

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

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

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

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

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

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

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul) One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brazil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia District 8, Treasury Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-54 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-5088-7000	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC 7F, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India Tel: 91-22-62661336