

TRIỂN VỌNG 2H.2024



MỤC LỤC



01 KINH TẾ VĨ MÔ

02 THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

03 THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

04 DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

Sự khác biệt trong CSTT của các NHTW vẫn ủng hộ kịch bản đồng USD mạnh.

Mỹ



Nền kinh tế Mỹ vẫn duy trì được số liệu tăng trưởng trên mức dự báo trung bình.



Lạm phát chưa cho tín hiệu chắc chắn về lại mức 2%.



Xác suất cao chỉ có 1 lần giảm lãi suất vào cuối năm.

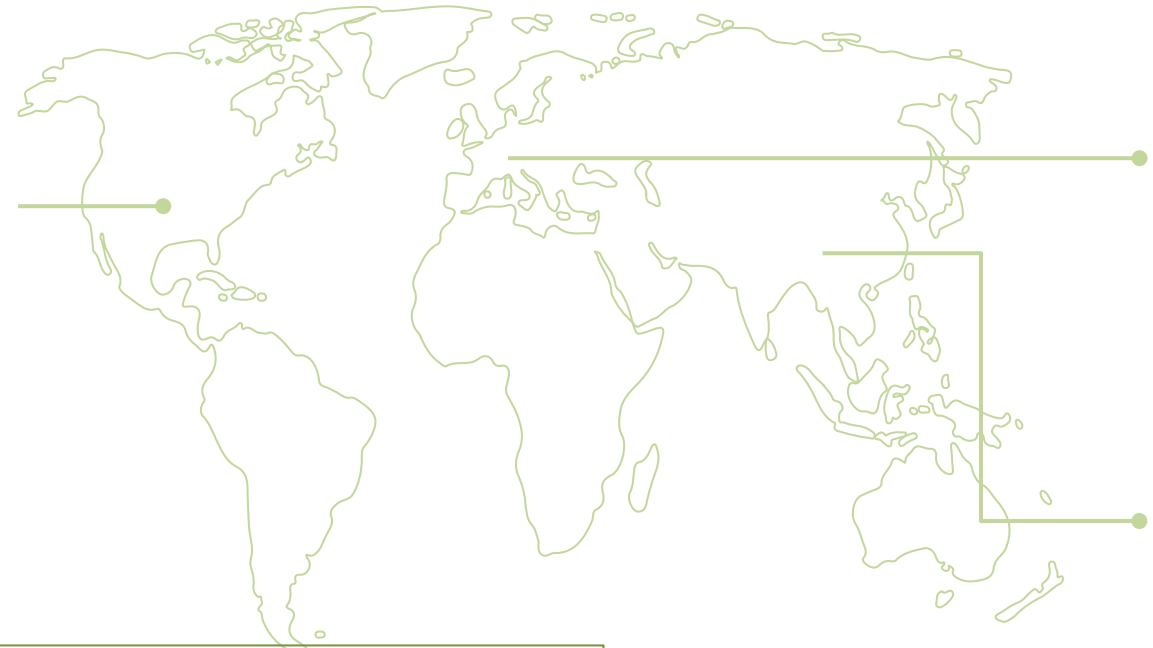


Các NHTW có khác biệt trong CSTT điển hình là Fed.

Mặt bằng giá cả hàng hóa vẫn duy trì ở mức cao.

Rủi ro xung đột chính trị cao, tâm điểm cuộc bầu cử tổng thống tại Mỹ.

Chỉ báo sức mạnh đồng USD còn có khả năng neo cao.



EU



ECB chưa có kế hoạch giảm thêm lãi suất.



Lạm phát vẫn có khả năng tăng lại trong các tháng tới.



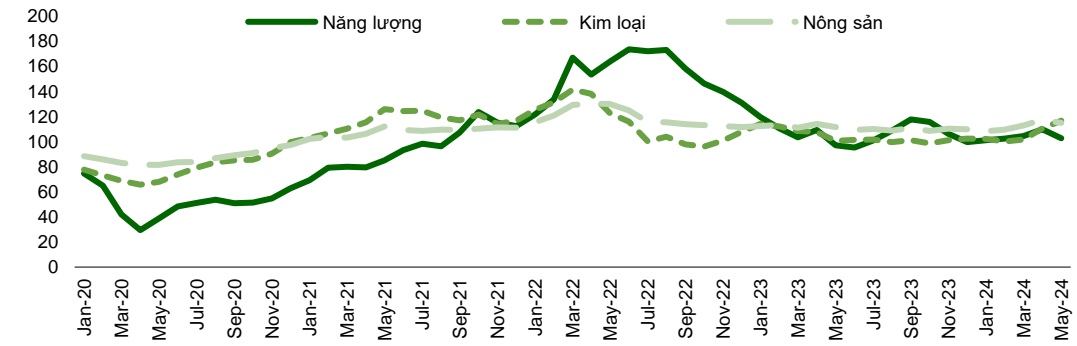
Quyết định lãi suất tiếp tục theo sát diễn biến số liệu kinh tế vĩ mô.

Trung Quốc



Nền kinh tế đang tăng trưởng tích cực tốt hơn kỳ vọng hồi đầu năm.

Chỉ số giá hàng hóa quy đổi theo USD, 2010=100



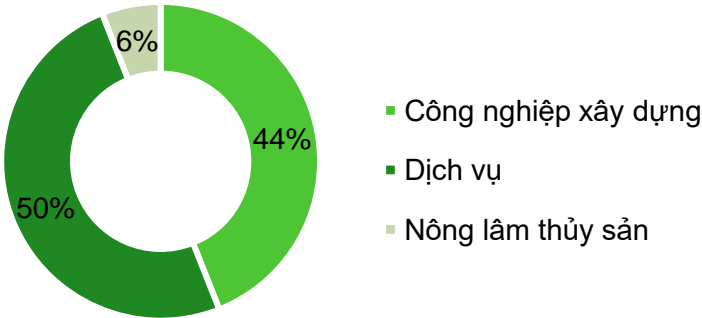
KHU VỰC DỊCH VỤ TIẾP ĐÀ TĂNG ĐI CÙNG SỰ TRỞ LẠI MANH MẼ CỦA KHU VỰC SẢN XUẤT

- VCBS dự báo tăng trưởng kinh tế Q3 đạt 6,7%-7% (9T: 6,4% - 6,62%).

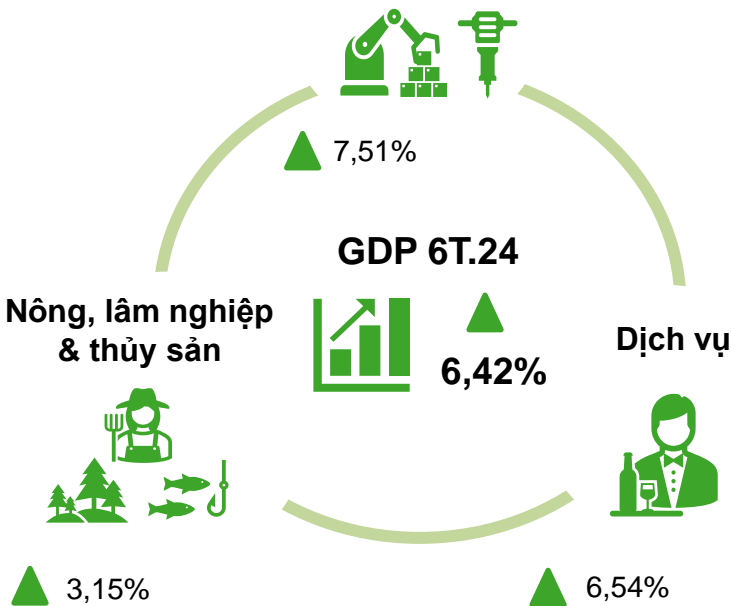
Tính tới	2Q2024	3Q2024 (F)	4Q2024 (F)
Riêng từng quý	6,93%	6,7% - 7%	
Lũy kế	6,42%	6,4% - 6,62%	6,37% - 6,64%

- Công nghiệp xây dựng và dịch vụ là động lực tăng trưởng chính trong 6T2024

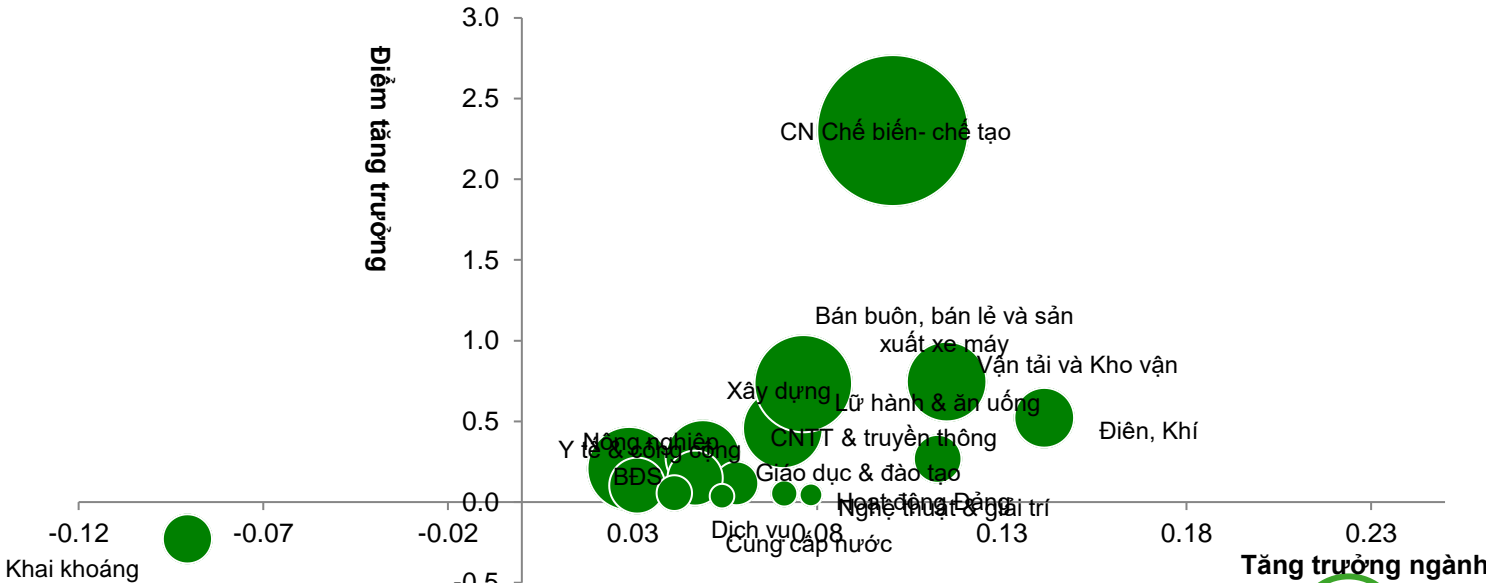
Tỷ trọng đóng góp theo nhóm ngành



Công nghiệp, xây dựng

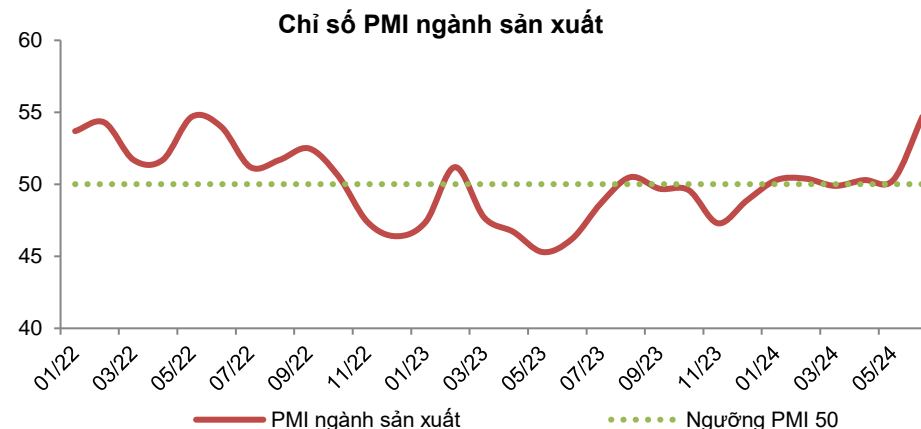
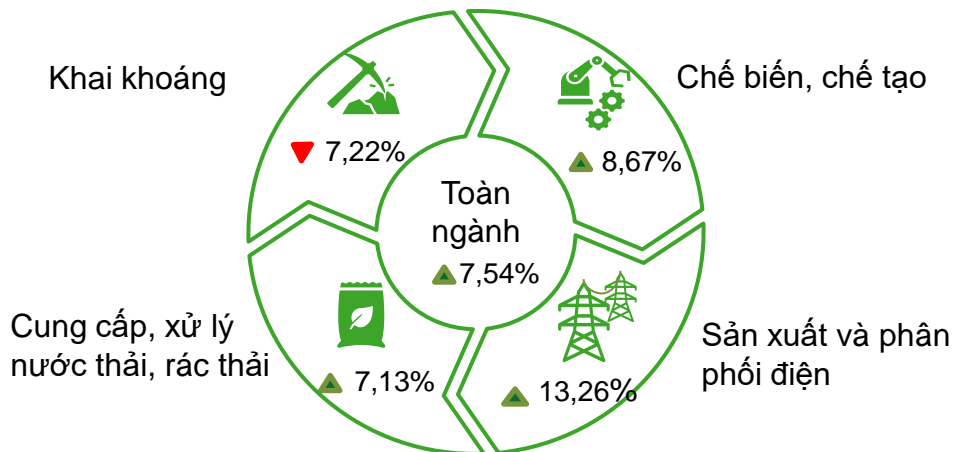


Đóng góp tăng trưởng GDP theo ngành



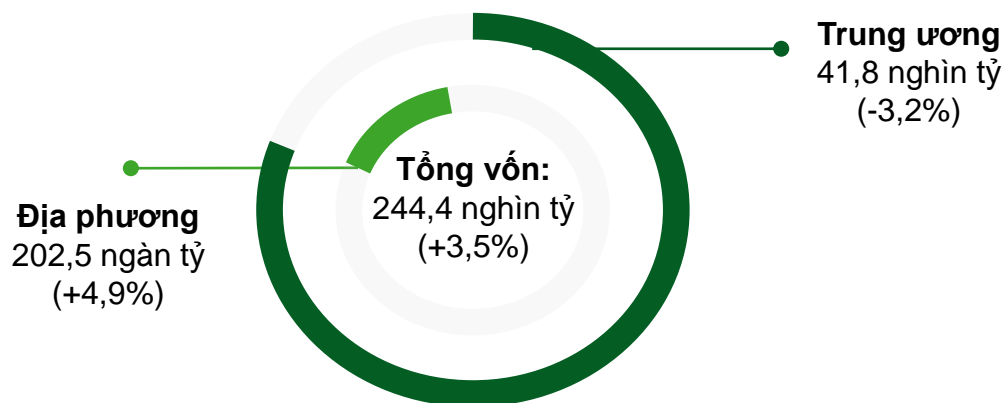
HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT

- Hoạt động sản xuất tăng trưởng tích cực vượt kỳ vọng đặc biệt trong giai đoạn tháng 6. Theo đó, PMI tháng 6 ghi nhận mức tăng mạnh lên 54,7 điểm từ mức 50,3 điểm tháng 5. VCBS dự báo hoạt động sản xuất sẽ tiếp tục có những bước tiến tích cực trong các tháng tới giúp triển vọng tăng trưởng tích cực duy trì trong năm.

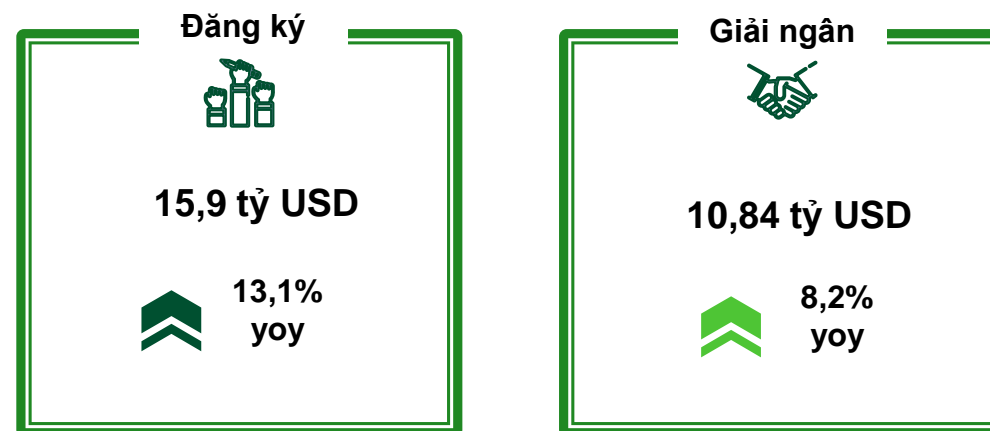


Hoạt động đầu tư 6 tháng đầu năm

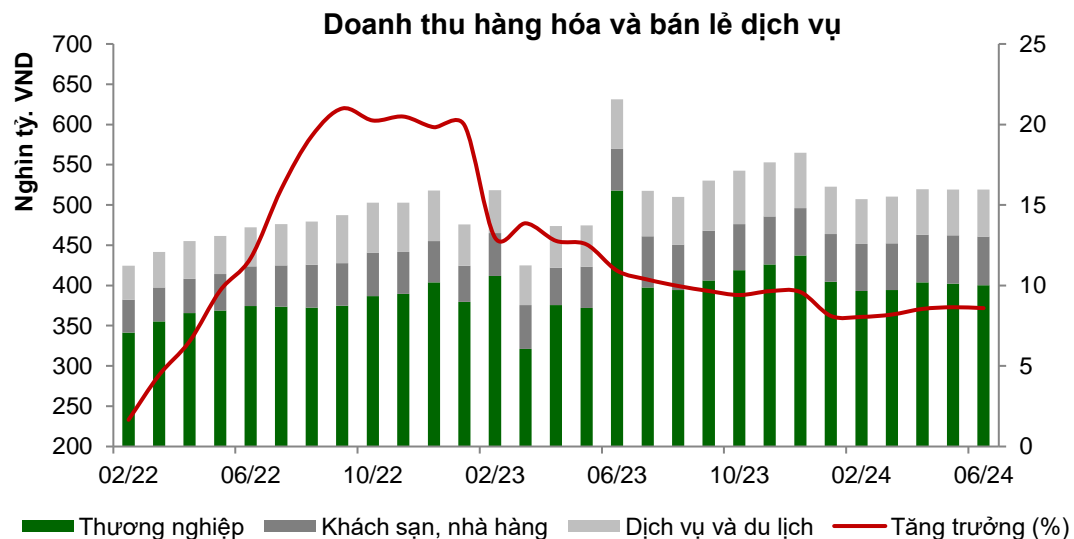
Vốn đầu tư thực hiện từ ngân sách nhà nước chỉ tăng nhẹ so với cùng kỳ và được ghi nhận chủ yếu ở các địa phương.



Đầu tư nước ngoài vào Việt Nam 6 tháng đầu năm



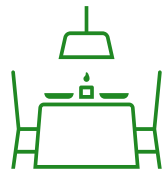
CẦU TIÊU DÙNG TĂNG TRƯỞNG.



Tổng mức bán
lẻ hàng hóa
+8,6% ytd



Bán lẻ hàng
hóa
+7,4% ytd



Lưu trú ăn
uống
+15,2% ytd



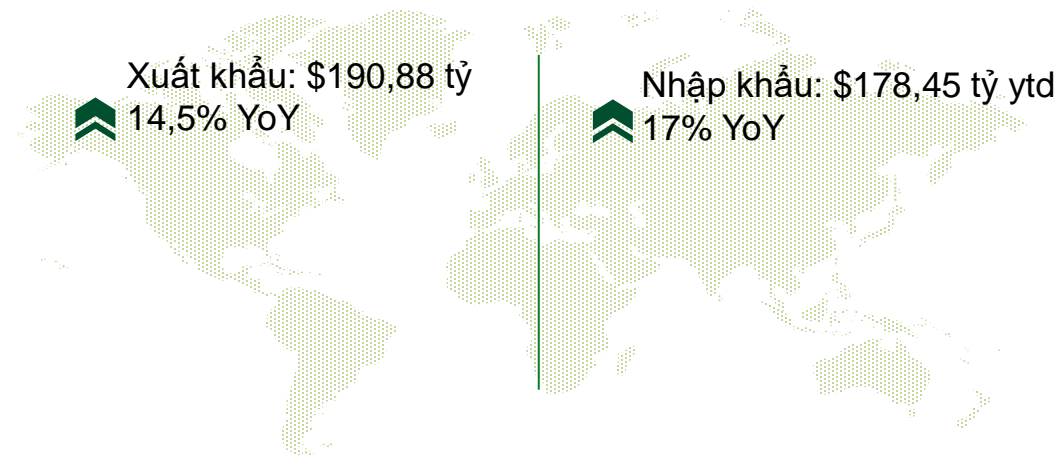
Dịch vụ lữ
hành
+37,1% ytd



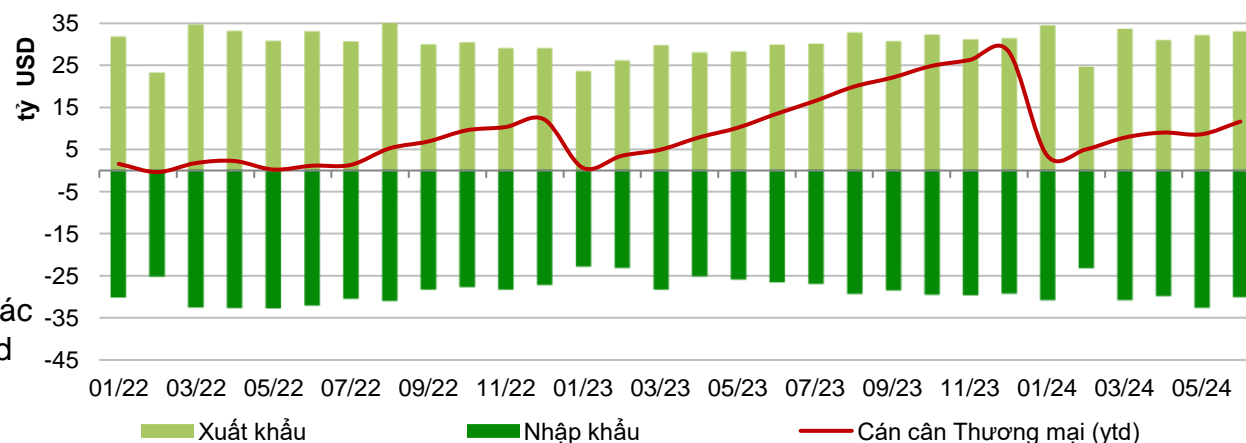
Dịch vụ khác
+8,9% ytd

HOẠT ĐỘNG NHẬP KHẨU SÔI ĐỘNG TRỞ LẠI.

- Đây là tháng thứ 3 liên tiếp ghi nhận tốc độ tăng trưởng nhập khẩu cao hơn xuất khẩu. Theo đó, củng cố cho khả năng hoạt động sản xuất đang phục hồi ở tốc độ tốt hơn khi tư liệu sản xuất được tăng cường nhập khẩu.

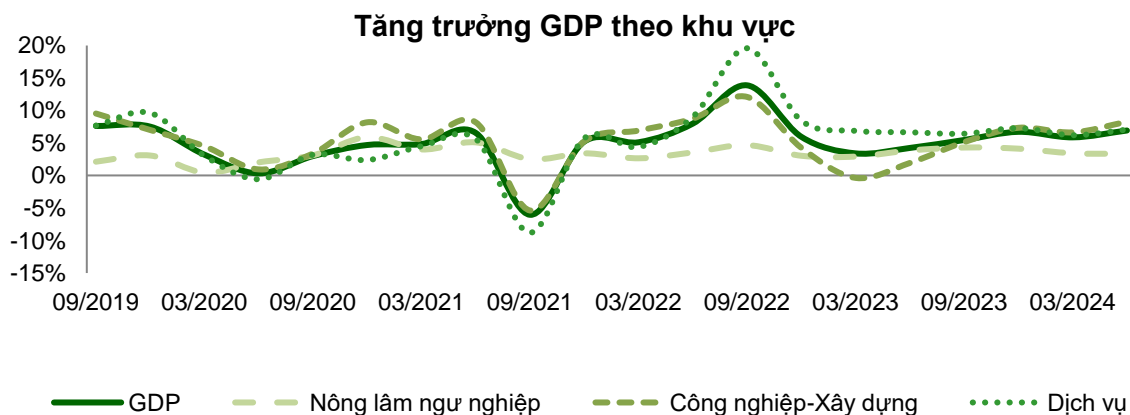


Xuất nhập khẩu

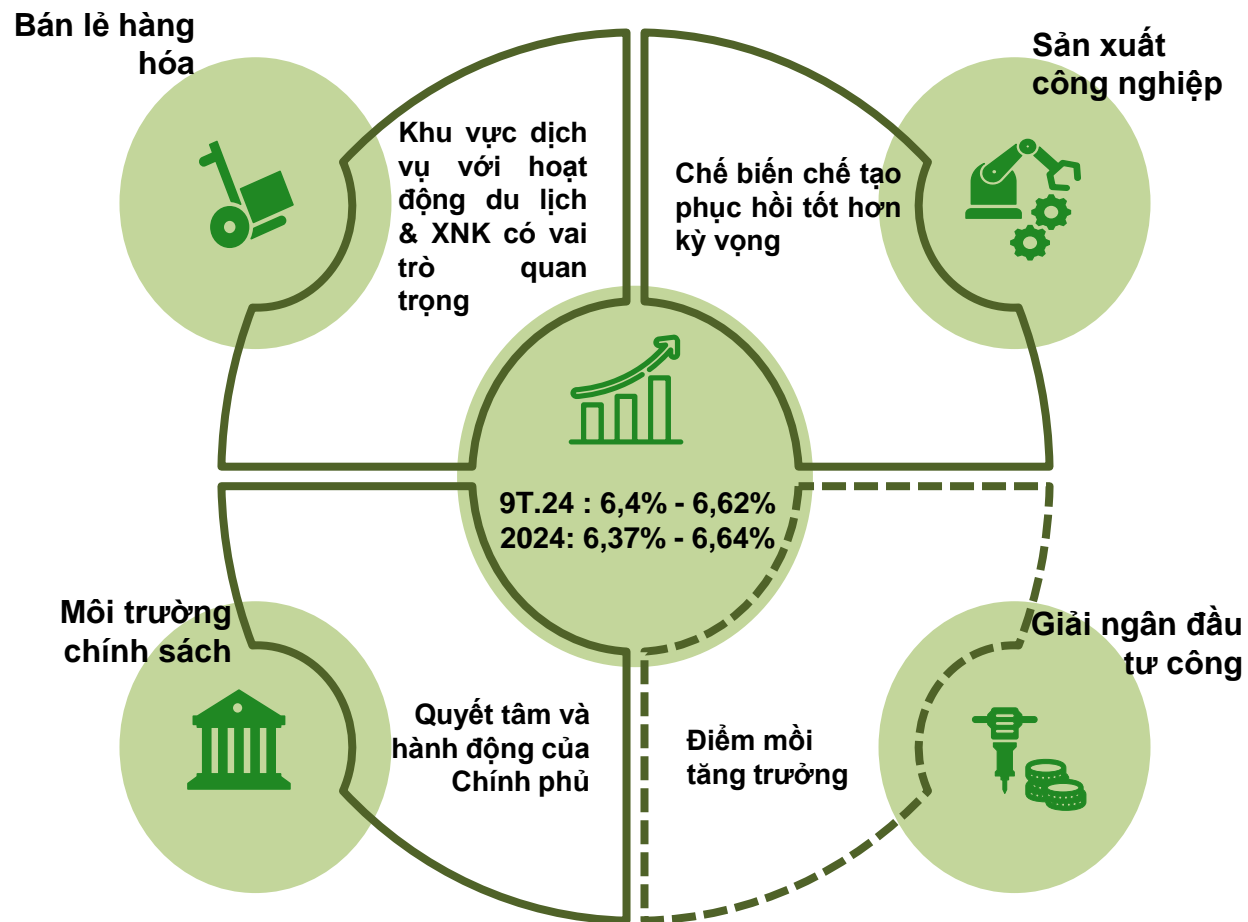


CÁC BIỆN PHÁP HỖ TRỢ PHÁT HUY TÁC DỤNG, KỲ VỌNG TĂNG TRƯỞNG VƯỢT MỤC TIÊU

- VCBS đánh giá các đơn hàng có mức phục hồi mạnh mẽ trong thời gian ngắn vượt trên kỳ vọng hồi đầu năm. Tuy nhiên, một số doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc đáp ứng lao động trước sự thay đổi nhanh chóng. Do đó, mức tăng trưởng trong nửa cuối năm duy trì thay vì tiếp tục tăng mạnh.
- Những tín hiệu tích cực về việc đạt được mục tiêu tăng trưởng nhiều khả năng thúc đẩy nhà điều hành thay đổi ưu tiên với chính sách điều hành sang các ổn định kinh tế vĩ mô đảm bảo mức giảm giá hợp lý của VND, kiểm soát lạm phát, giữ mặt bằng lãi suất cho vay ổn định.
- Với giả định các biện pháp hỗ trợ tiếp tục phát huy tác dụng, các động lực tăng trưởng tiếp tục duy trì như trong Quý 2. Theo đó, VCBS dự báo tăng trưởng năm 2024 đạt 6,37%-6,64%.



CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG LÊN GDP VIỆT NAM 2024



NHU CẦU TIÊU DÙNG KHÔNG ĐỘT BIẾN, LẠM PHÁT TRONG TẦM KIỂM SOÁT

**Cập nhật
tháng 6/2024**

CPI 6/24:

+0,17% mom, +4,34% yoy

Lạm phát bình quân +4,39% yoy

Lạm phát cơ bản: +2,75% yoy

**Dự báo
07.2024**

Lạm phát:

0,3% - 0,4% mom

Tương ứng:

4,2% - 4,3% yoy

4,1% - 4,15% trung bình

**Dự báo
cả năm 2024**

Lạm phát bình quân:

Đạt đỉnh vào cuối quý II, đầu quý III

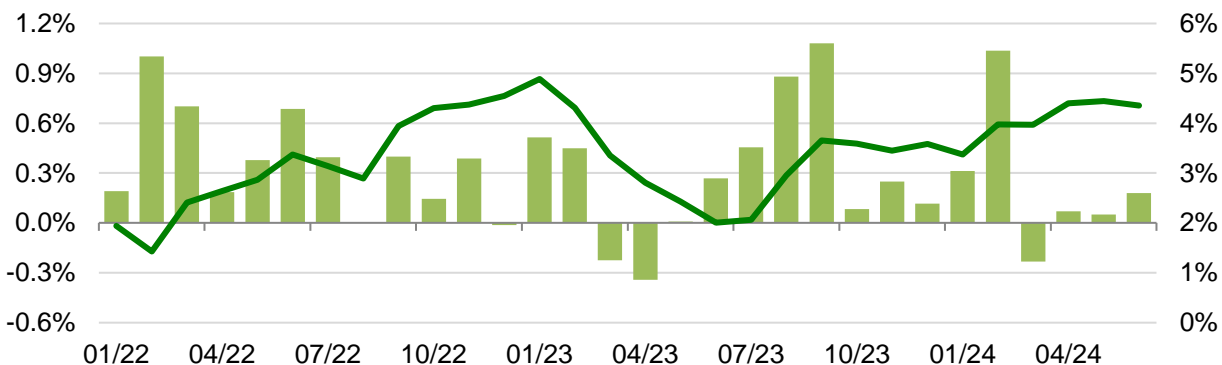
Đỉnh ~ 4,4% trung bình

Dự kiến quanh ~3,6% - 3,9%

CPI growth

■ CPI (mom)

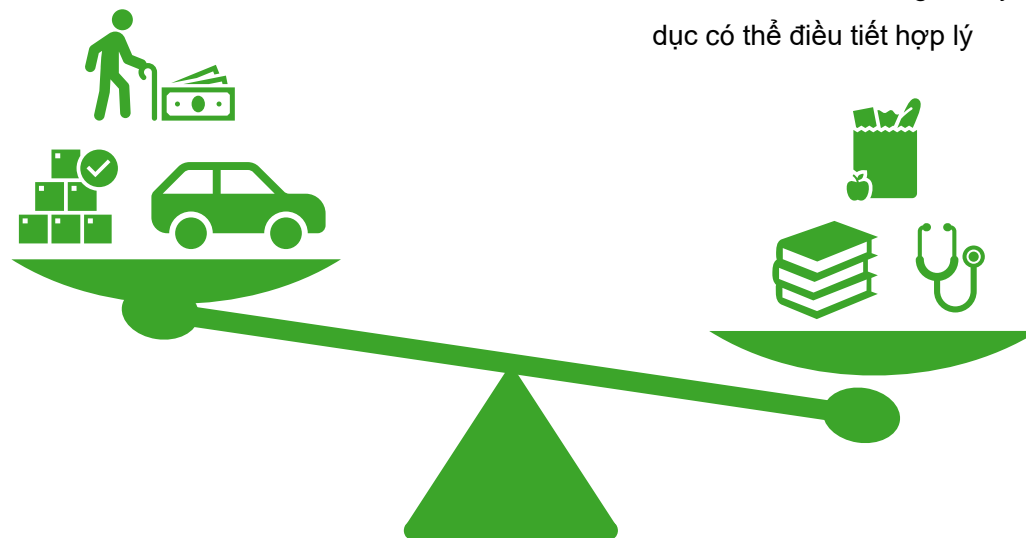
— CPI (yoy)



Các yếu tố tác động lạm phát

- Tăng lương cơ sở và lương hưu
- Giá cả hàng hóa thị trường thế giới
- Nhóm Giao thông có dư địa tăng

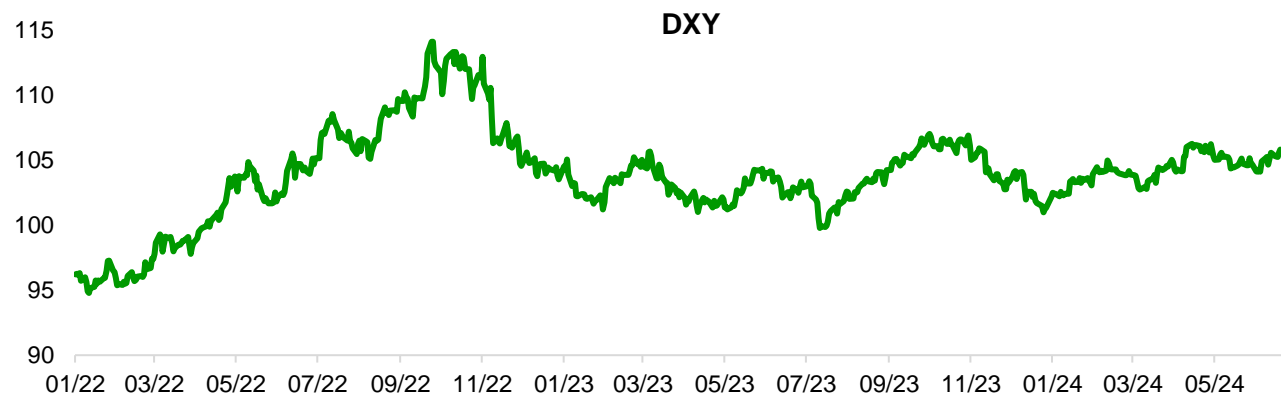
- Tự chủ về lương thực, thực phẩm
- Giá cả dịch vụ công như y tế, giao dục có thể điều tiết hợp lý



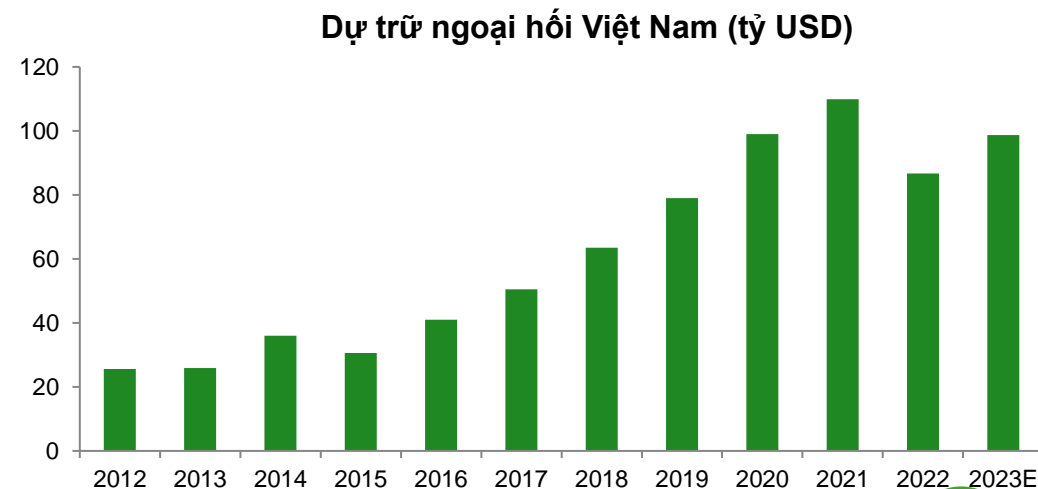
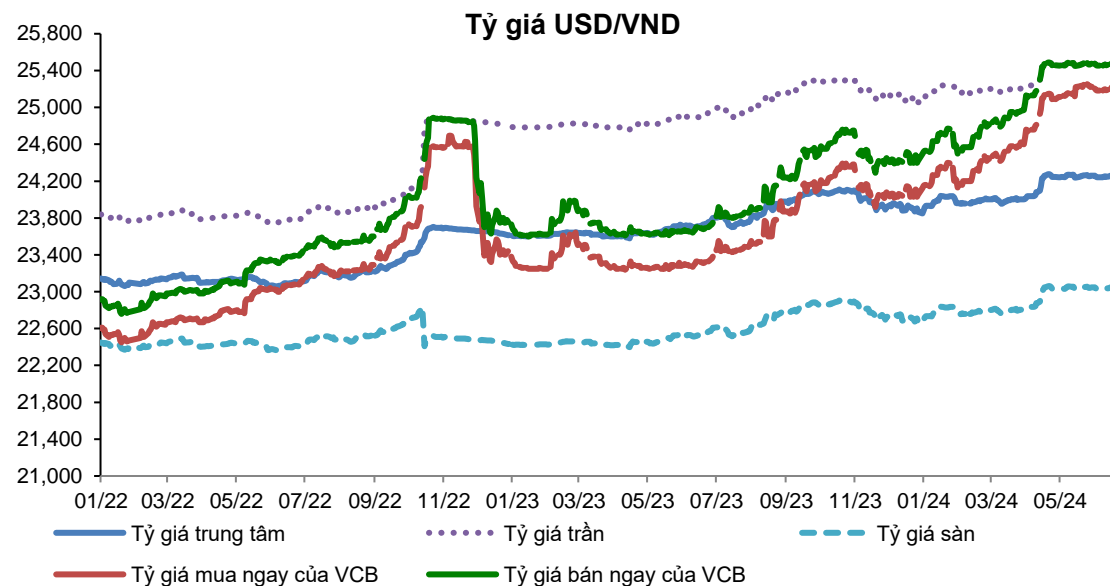
Tại thời điểm hiện nay, VCBS chưa quan sát thấy áp lực lớn từ lạm phát, đặt trong bối cảnh một số mặt hàng vẫn được điều tiết hợp lý, và nhu cầu tiêu dùng chưa tăng đột biến. Nhìn chung lạm phát vẫn nằm trong mục tiêu Chính phủ đề ra, và là cơ sở để NHNN sử dụng hài hòa công cụ tỷ giá, lãi suất trong thời gian tới.

CHỈ SỐ SỨC MẠNH ĐỒNG USD GIỮ Ở MỨC CAO

- Thế giới: Phần đông các thành viên thị trường đã nghiêng về kịch bản lần giảm lãi suất đầu tiên của Fed có thể xuất hiện vào quý IV, thay vì quý I như đã kỳ vọng vào cuối năm 2023. Sức mạnh USD duy trì ở ngưỡng cao, và tạo áp lực lên tỷ giá ở nhiều quốc gia, Việt Nam không phải là ngoại lệ. Theo đó, **từ giữa tháng 4, tỷ giá luôn được giao dịch sát ngưỡng trần, đưa mức giảm giá tiền đồng so với USD ~5%.**
- Đối phó với sức ép trên, NHNN đã thực hiện bán ngoại tệ giao ngay cho các NHTM nhằm đảm bảo nhu cầu ngoại tệ, và giảm bớt áp lực tỷ giá. Ngoài ra, NHNN nâng dần lãi suất Tín phiếu và Mua kỳ hạn trên thị trường, thu hẹp lãi suất VND và USD trên thị trường liên ngân hàng.
- Trong 2H.24, VCBS duy trì quan điểm áp lực tỷ giá vẫn luôn thường trực** do (1) nhu cầu ngoại tệ thực phục vụ nền kinh tế khi hoạt động XNK sôi động trở lại; (2) tâm lý đầu cơ găm giữ ngoại tệ vẫn hiện hữu khi triển vọng USD giảm giá chưa rõ ràng. (3) Cùng lúc, nguồn lực dự trữ ngoại hối quốc gia cũng đang được san sẻ với mục tiêu bình ổn thị trường vàng. Theo đó, NHNN vẫn có thể có các can thiệp điều hành tỷ giá dù dư địa sử dụng không nhiều.



Tỷ giá giao dịch trung bình của VND trong năm 2024 được dự báo cao hơn đáng kể so với năm 2023. Tuy nhiên, trong điều kiện thuận lợi, vào thời điểm cuối năm, VND có thể thu hẹp mức giảm giá dao động quanh 3-4% so với USD. Đây vẫn có thể coi là mức mất giá hợp lý so với nhiều nước trong khu vực.

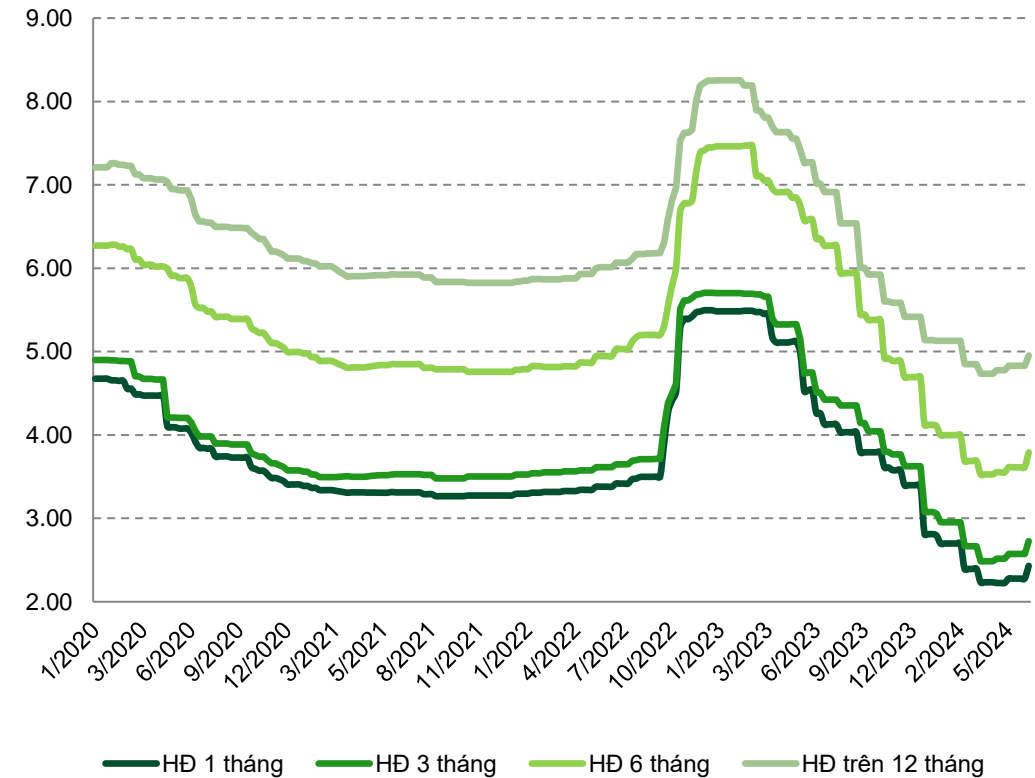


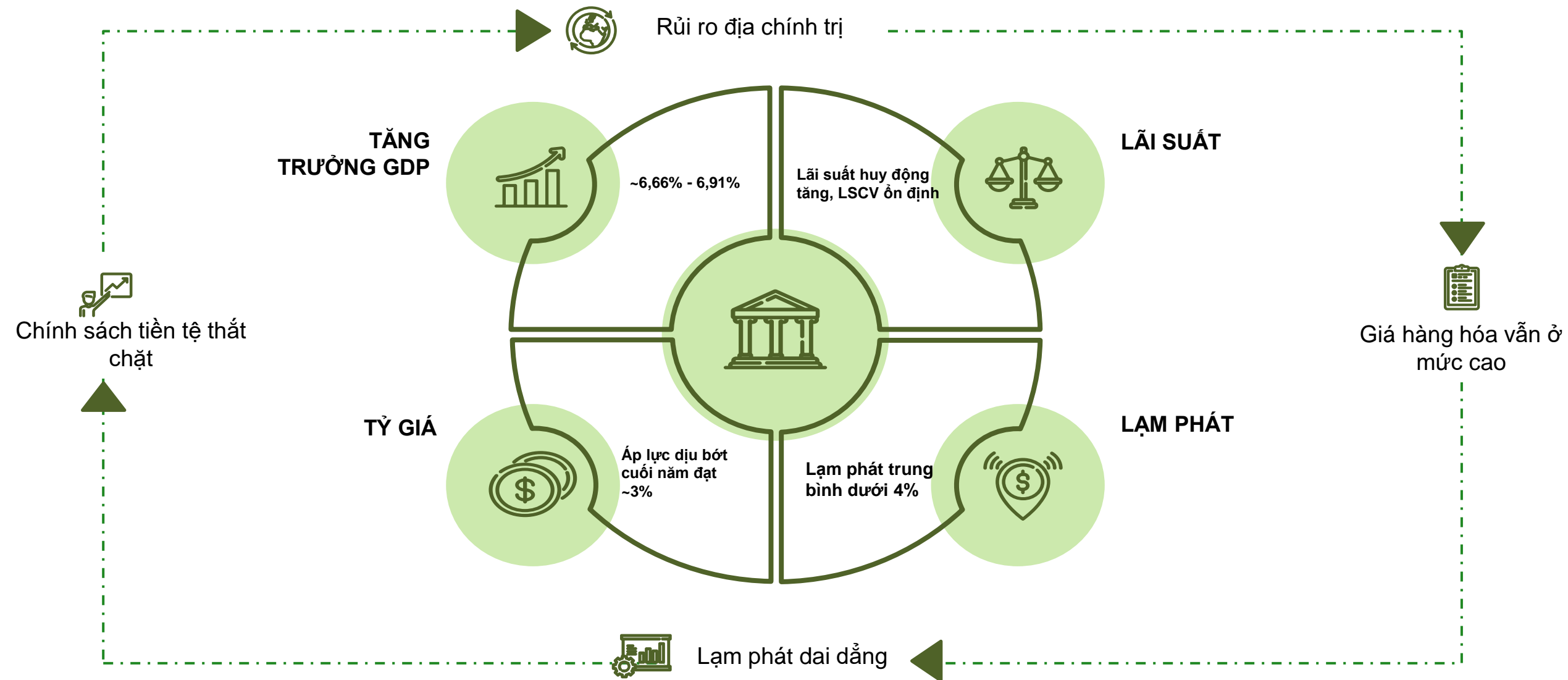
THÁNG 5 VÀ THÁNG 6 CHỨNG KIẾN LSHĐ NHÍCH TĂNG 20-40 ĐIỂM, CHỦ YẾU TẠI KỲ HẠN 6 THÁNG

- **Bối cảnh:** Trước áp lực tỷ giá thường trực, nhằm đảm bảo các cân đối vĩ mô, VCBS cho rằng **NHNN có thể sẽ cân nhắc sử dụng nhiều hơn các công cụ điều hành liên quan đến lãi suất** khi nền kinh tế đã ghi nhận mức tăng trưởng tốt hơn dự báo;
- Trong 6 tháng đầu năm, lãi suất huy động giảm thấp kỷ lục phần nào ảnh hưởng sức hấp dẫn của kênh gửi tiền tiết kiệm. (tăng huy động 6T.24 chỉ đạt 1,5%).
- **VCBS dự báo lãi suất huy động (LSHĐ) có thể tiếp diễn xu hướng tăng, đã ghi nhận từ quý II, đảm bảo sức hấp dẫn nắm giữ VND. Mức tăng được kỳ vọng khoảng 50-100 điểm cơ bản và chưa** tạo ra cuộc đua lãi suất giữa các NHTM khi niềm tin tiêu dùng chưa thực sự hồi phục, hấp thụ tín dụng vào nền kinh tế chậm rãi.
- Tính đến ngày 24/06/2024, tăng trưởng tín dụng đạt 4,45% so với cuối năm trước, không đạt mục tiêu trước đó (tăng 5-6% trong 1H.24). NHNN đang tiếp tục theo sát mặt bằng lãi suất cho vay thông qua báo cáo lãi suất cho vay trung bình. Theo đó, VCBS kỳ vọng mặt bằng lãi suất cho vay trung bình sẽ không có nhiều biến động trong nửa cuối năm. Tuy vậy, vẫn có sự phân hóa giữa từng ngành nghề và doanh nghiệp, và khẩu vị rủi ro của các NHTM.
- NHNN đã sử dụng linh hoạt công cụ thị trường mở, phát hành và nâng dần lãi suất Tín phiếu NHNN và Mua kỳ hạn nhằm định hướng lãi suất liên ngân hàng lên ngưỡng cao hơn, giảm chênh lệch lãi suất VND và USD trên thị trường liên ngân hàng. Với giả định áp lực tỷ giá duy trì, **VCBS cho rằng thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng sẽ không dồi dào, đảm bảo duy trì lãi suất liên ngân hàng quanh ngưỡng 4-5% trong nửa cuối năm.**

VCBS dự báo lãi suất huy động có xu hướng tăng sau khi tạo đáy trong Quý I, lãi suất cho vay đi ngang và phân hóa trong khi lãi suất liên ngân hàng duy trì ở ngưỡng cao.

Lãi suất huy động tiền gửi bình quân (Đơn vị: %)





MỤC LỤC

CHẮC TAY CHÈO – VƯỢT GIỒNG BÃO



01

KINH TẾ VĨ MÔ

02

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

03

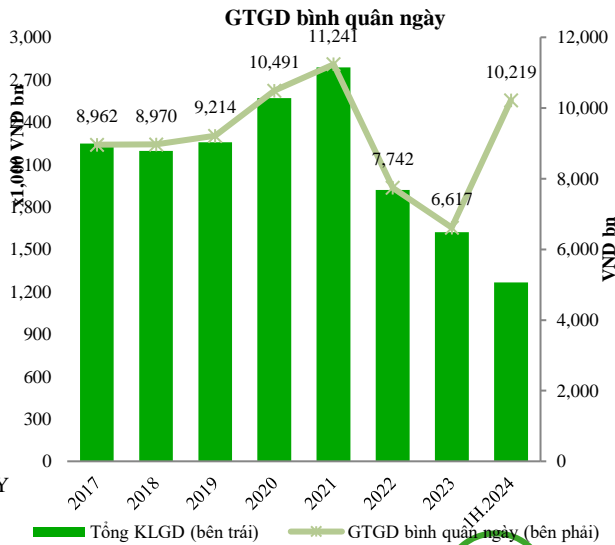
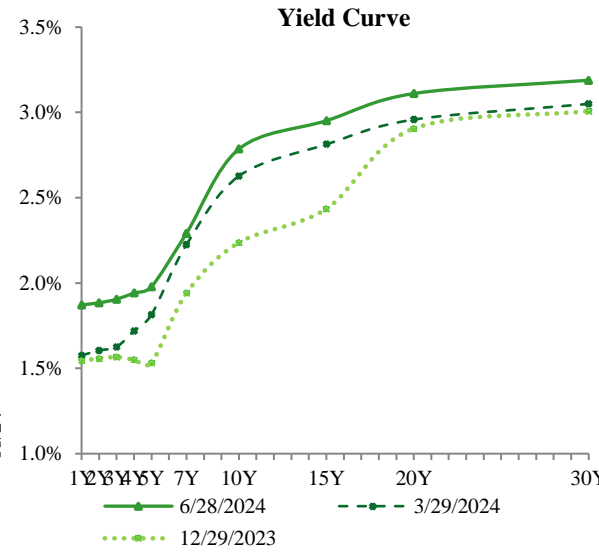
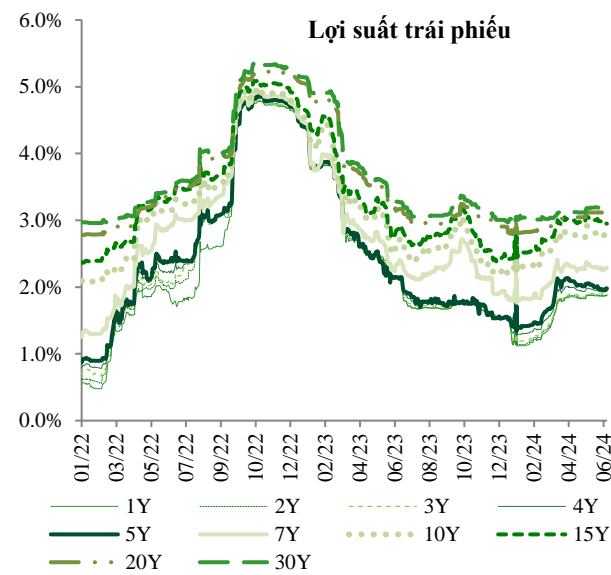
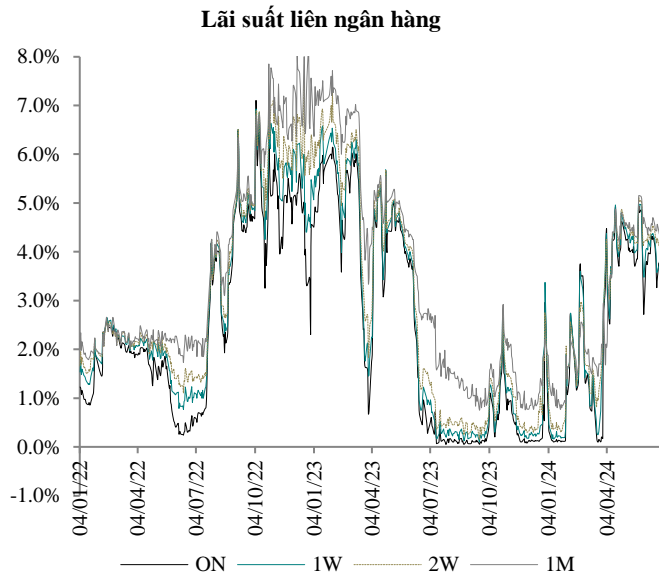
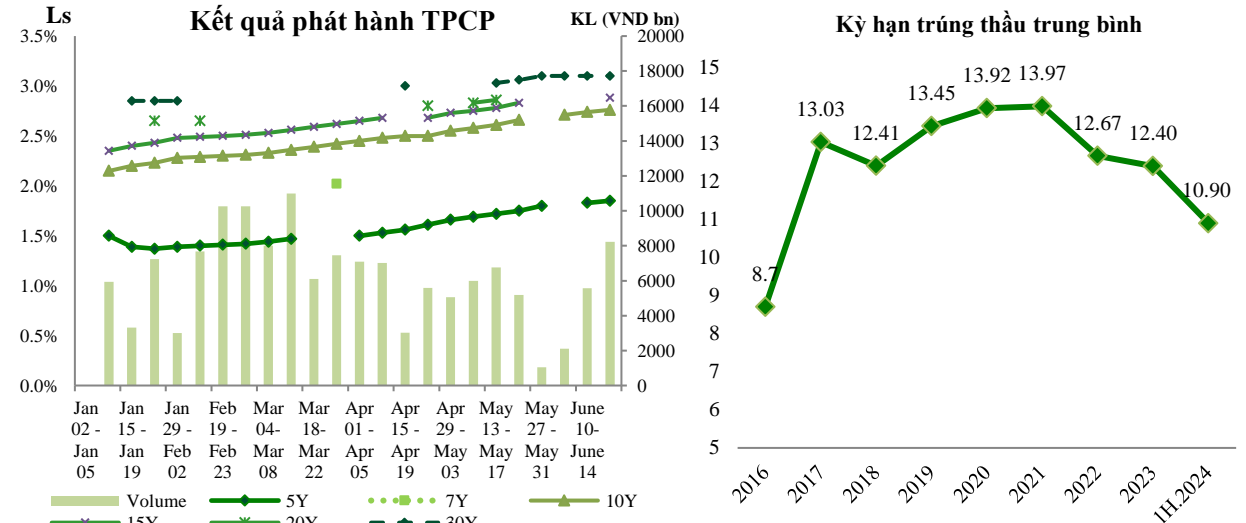
THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

04

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

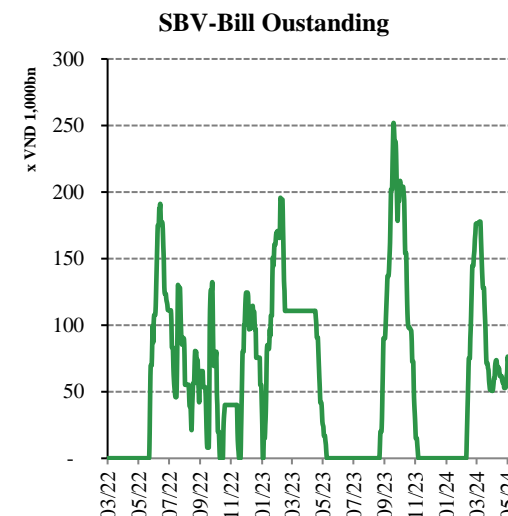
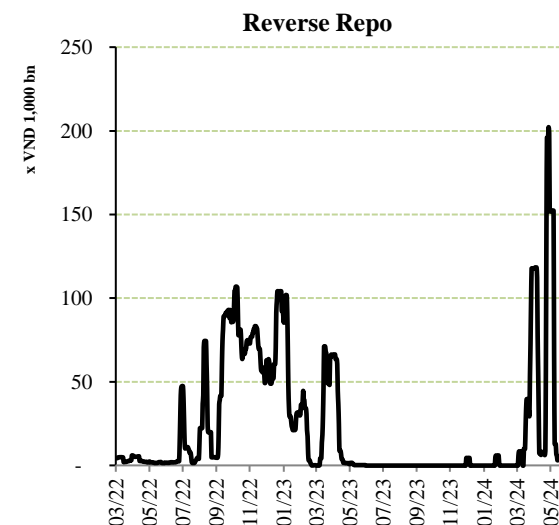
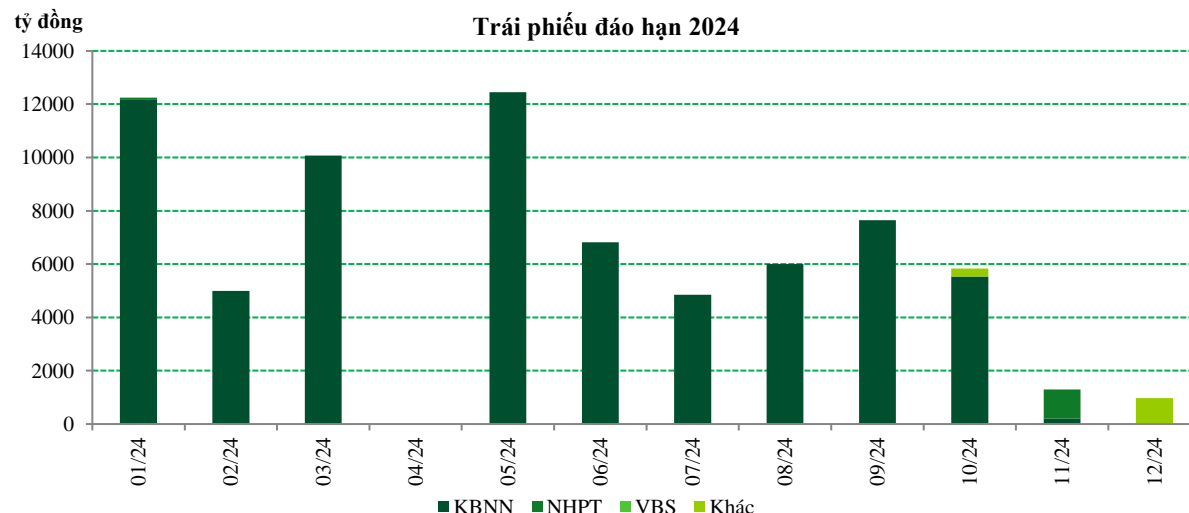
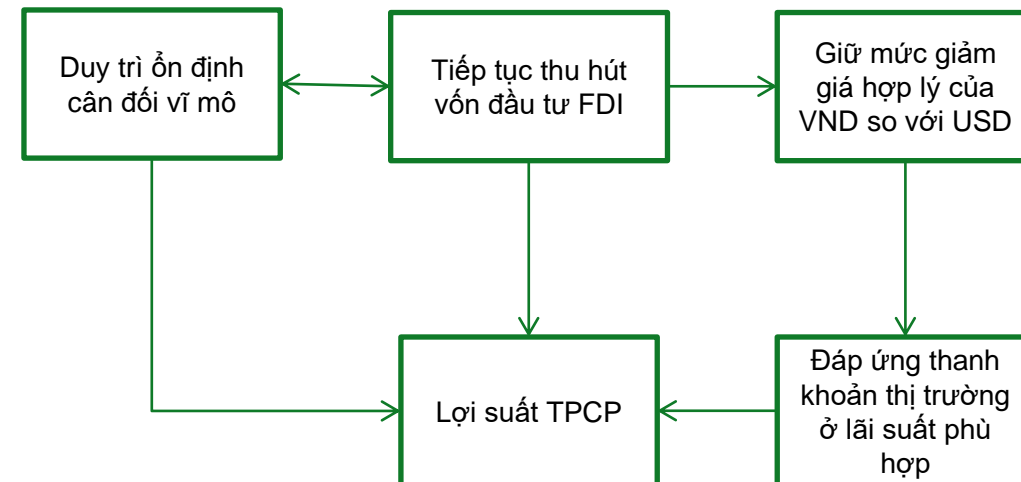
Lợi suất tăng trong bối cảnh lãi suất liên ngân hàng cao hơn so với cùng kỳ

- 156.520 tỷ VND (39% KH 2024) trái phiếu được huy động trên thị trường sơ cấp. Kỳ hạn trúng thầu trung bình tiếp tục xu hướng giảm.
- 1.267.148 tỷ VND giao dịch trên thị trường thứ cấp tương ứng thanh khoản trung bình ~10.219 tỷ đồng. Thanh khoản thị trường quay trở lại sau giai đoạn thanh khoản thắt chặt 2022-2023.
- Lợi suất nhích tăng trong 6 tháng đầu năm, trong đó kỳ hạn thanh khoản 10-15Y tăng khoảng 50 điểm cơ bản.
- Xu hướng tăng của Lợi suất trái phiếu chủ yếu do: (i) lãi suất liên ngân hàng ở mặt bằng cao (ii) tâm lý các thành viên trên thị trường thận trọng quan sát động thái điều hành của các NHTW lớn trên thế giới và NHNN.



Lợi suất còn dư địa tăng, chờ đợi diễn biến mới vào cuối năm

- Trước áp lực tỷ giá, lãi suất liên ngân hàng được định hướng ở ngưỡng cao (4-5%), nhằm thu hẹp chênh lệch lãi suất VND-USD.
- Trong bối cảnh lãi suất FFR và sức mạnh USD duy trì ở ngưỡng cao, áp lực tỷ giá leo thang có thể khiến nhà điều hành buộc phải siết chặt thanh khoản hệ thống ngân hàng. Theo đó, lãi suất trái phiếu có thể bật tăng và mạnh trong thời gian ngắn.
- Các thành viên trên thị trường dự báo lần giảm lãi suất đầu tiên của Fed có thể xuất hiện vào cuối năm nay; khi có thêm thông tin rõ ràng về thời điểm, tỷ giá có thể hạ nhiệt nhanh chóng, kéo theo xu hướng giảm của lợi suất trái phiếu.
- Ngoài ra, về phía cung, KBNN có áp lực phát hành lớn hơn do mức dự toán chi đầu tư phát triển tăng. Các kỳ hạn ngắn có thể tiếp tục được đẩy mạnh huy động trong thời gian tới.
- Kỳ hạn giao dịch có xu hướng dịch chuyển xuống các kỳ hạn ngắn hơn.



Quá trình tái cơ cấu tiếp diễn. Thị trường giao dịch thứ cấp vận hành ổn định

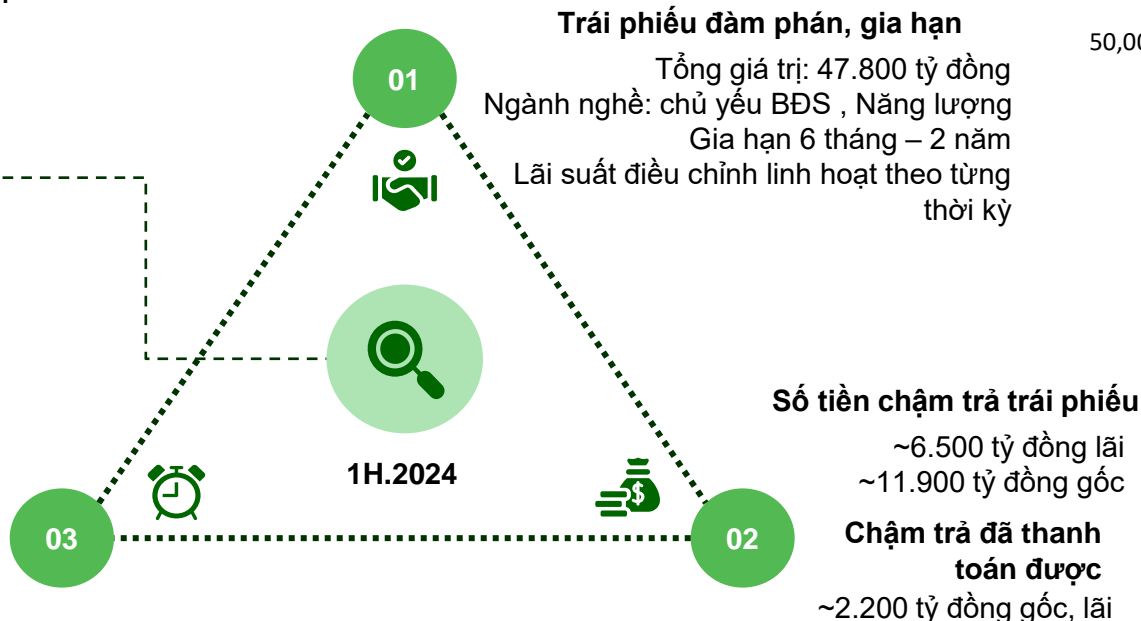
- Giá trị trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ lưu hành đến 24/06/2024: 1.020.926 tỷ đồng. Quy mô thị trường bước vào giai đoạn ổn định hơn.
- Áp lực trái phiếu đáo hạn vẫn đáng kể trong giai đoạn 2024-2026. Quá trình tái cơ cấu tiếp diễn theo hướng kéo dài thời gian đáo hạn, điều chỉnh lãi suất hợp lý với diễn biến mặt bằng lãi suất cho vay.

Trái phiếu trả chậm

70 lượt công bố liên quan tới **58 trái phiếu** chậm thanh toán gốc, lãi và chậm thanh toán mua trước hạn

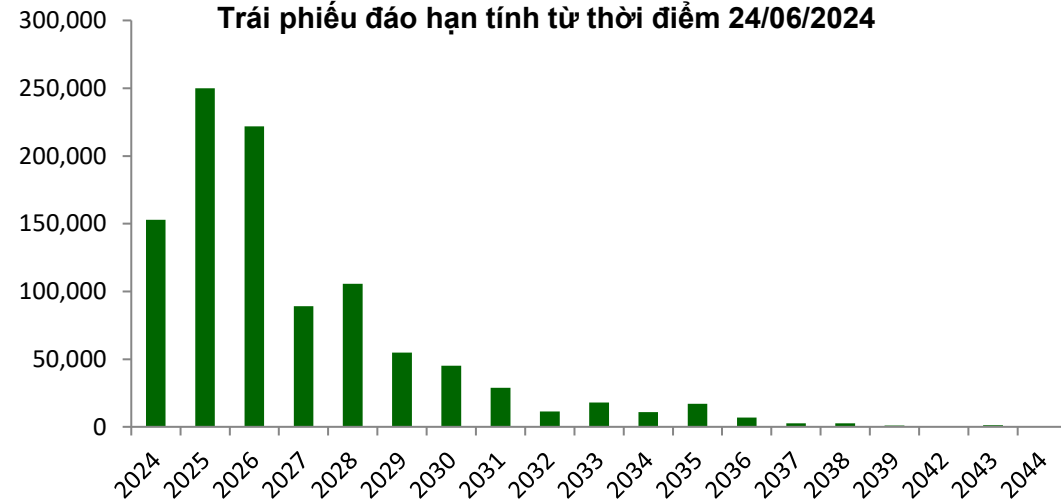
Thay đổi điều khoản

Thay đổi lãi suất, phù hợp điều kiện thị trường. Đẩy lùi thời hạn thanh toán gốc, lãi. Điều kiện xử lý TSDB, vv

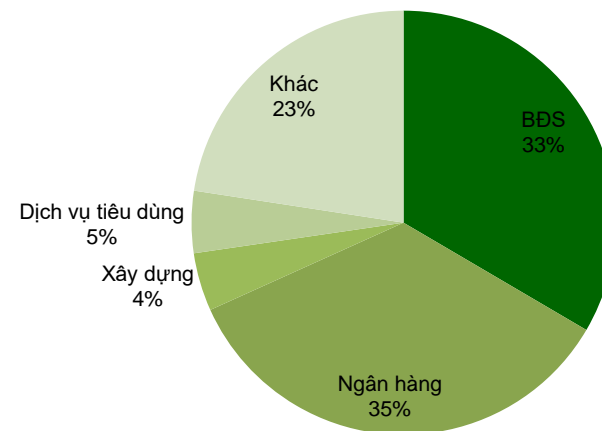


Quy mô thị trường dần bước vào giai đoạn ổn định. Quá trình tái cơ cấu tiếp diễn với nghị định 08 trong bối cảnh thuận lợi hơn nhờ lãi suất vẫn đang ở mặt bằng thấp hơn so với năm 2023, thị trường trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ thứ cấp dần đi vào ổn định với lượng trái phiếu niêm yết và thanh khoản tăng.

Trái phiếu đáo hạn tính từ thời điểm 24/06/2024



Dư nợ TPDN theo ngành tính tới 24/06/2024



MỤC LỤC

CHẮC TAY CHÈO – VƯỢT GIỒNG BÃO



01 KINH TẾ VĨ MÔ

02 THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

03 THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

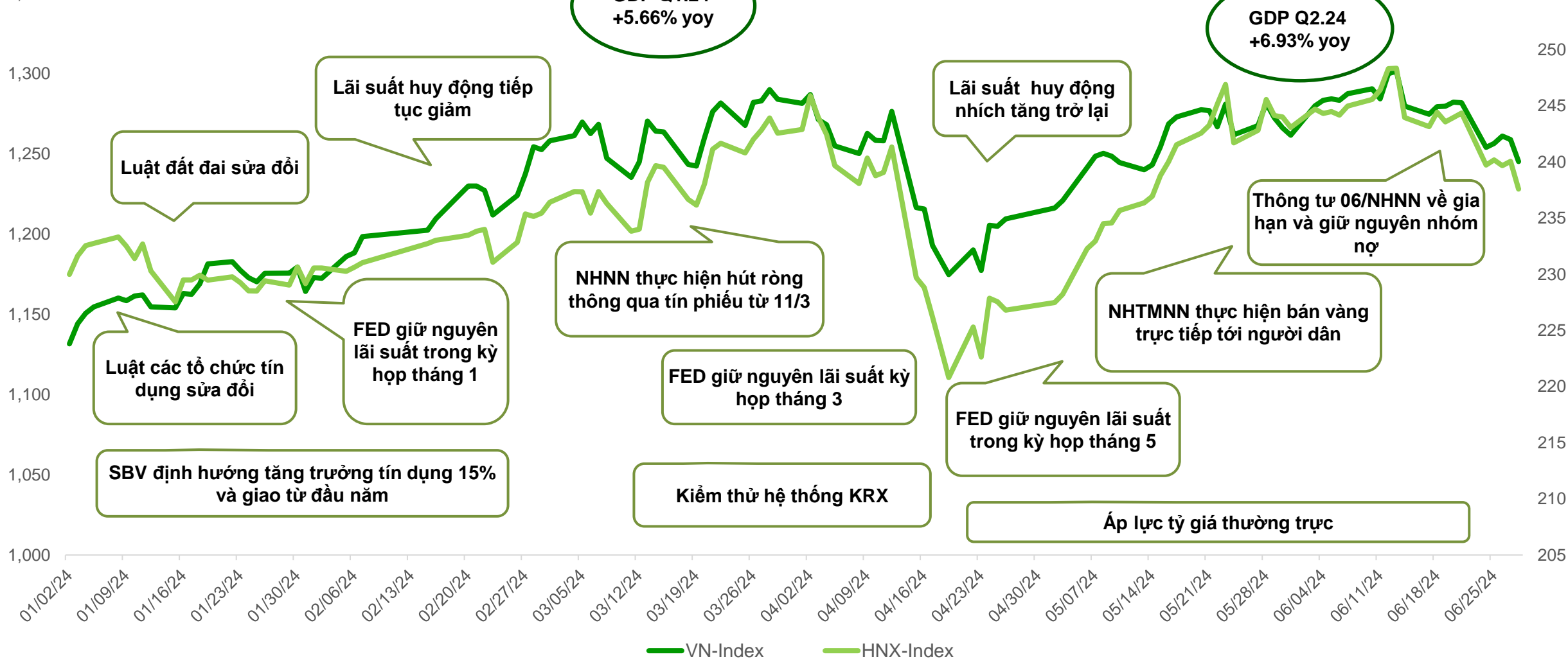
04 DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

VN Index +10,21%





1,350

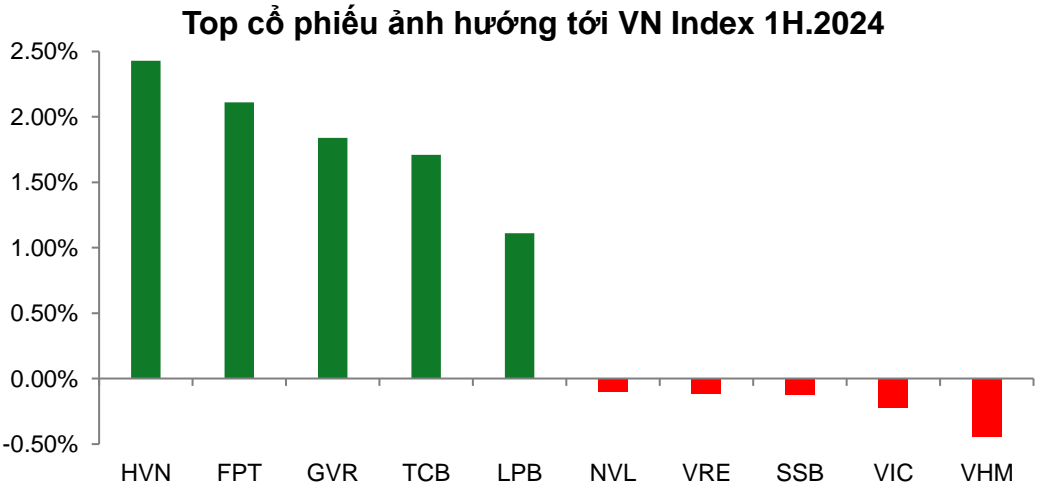
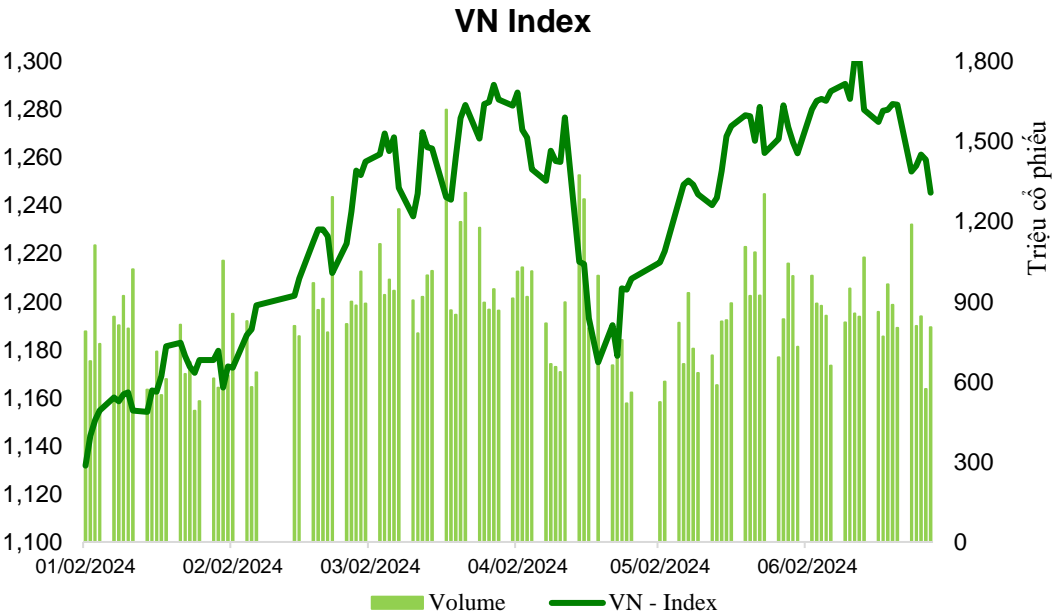
HNX Index +2,84%

255





VN Index tăng điểm trong Q1 nhưng đà tăng phần nào chững lại và chuyển thành dao động đi ngang với biên độ lớn trong Q2

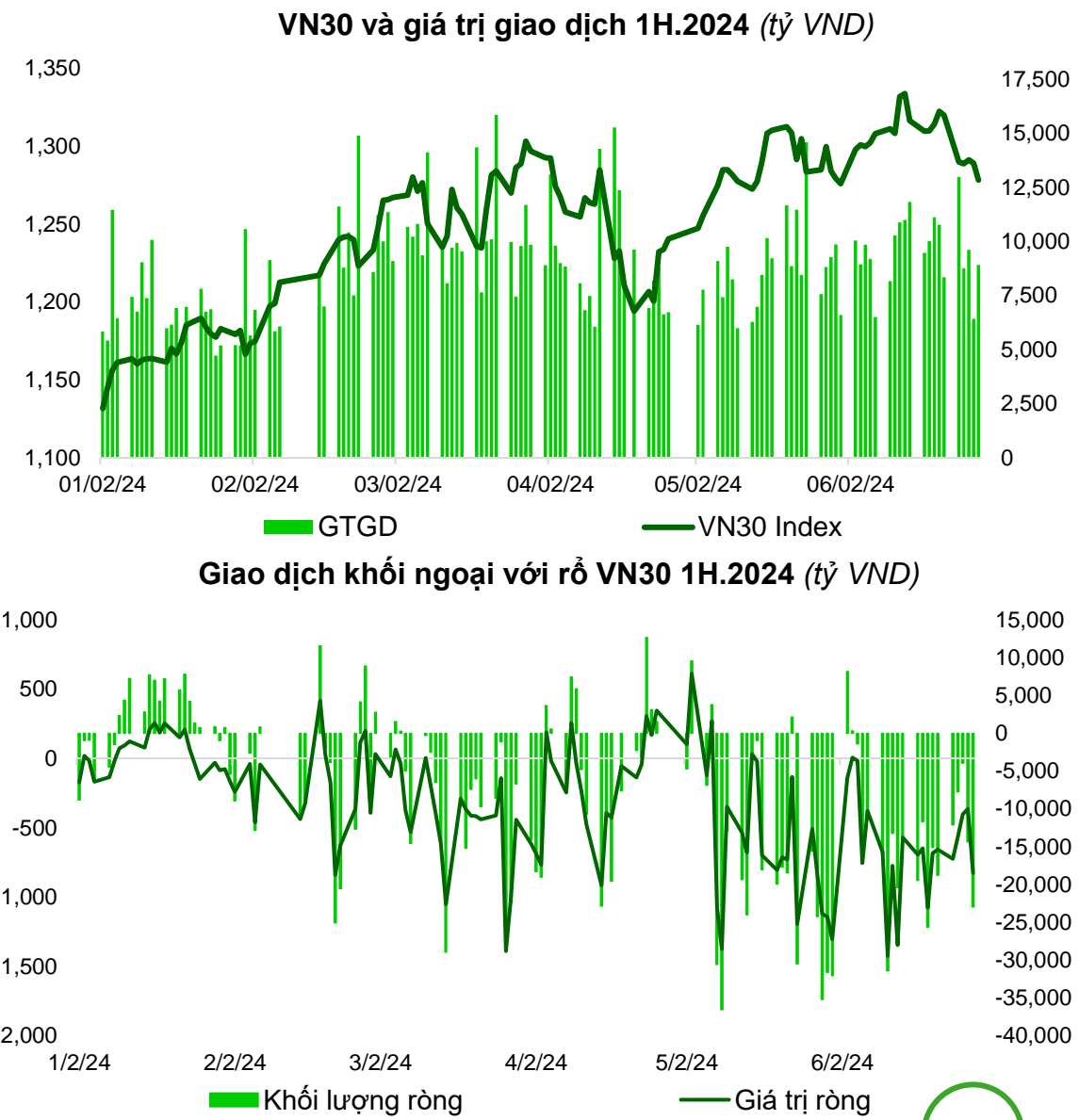
Tiêu chí	Thông kê	Chi tiết
<div> <div>  <div> <div>Kết quả cuối quý</div> <div>1245,32 (Vnindex)</div> </div> </div> <div> <div> <div> <div>- Kỳ vọng về sự phục hồi của nền kinh tế đã thúc đẩy tâm lý tích cực của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán trong Q1.2024.</div> <div>- Kể từ đầu Q2.2024, áp lực chốt lời ngắn hạn gia tăng khiến VN Index đã trải qua một số nhịp rung lắc với biên độ rộng, dù vậy chỉ số chưa phá vỡ kênh tăng giá và duy trì xu hướng dao động quanh khu vực 1250 điểm.</div> </div> </div> </div> </div>		
<div> <div>  <div>Thanh khoản BQ phiên</div> </div> <div> <div>Hơn 1 tỷ cổ phiếu, tương đương gần 24,6 ngàn tỷ đồng mỗi phiên</div> <div>Tổng GTGD bình quân phiên trên cả 3 sàn tăng 79.2% yoy, KLGD bình quân cũng tăng 27.5% yoy.</div> </div> </div>		
<div> <div>  <div>Top dẫn dắt</div> </div> <div> <div>Ngân hàng</div> <div>HVN, FPT, GVR và một số ngân hàng (TCB, LPB)</div> </div> </div>		
<div> <div>  <div>Tiêu cực</div> </div> <div> <div>VHM, VIC SSB, VRE, NVL biến động tiêu cực, song tác động không quá nhiều</div> </div> </div>		



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, VCBS

Chỉ số tăng mạnh bất chấp áp lực bán ròng mạnh của khối ngoại

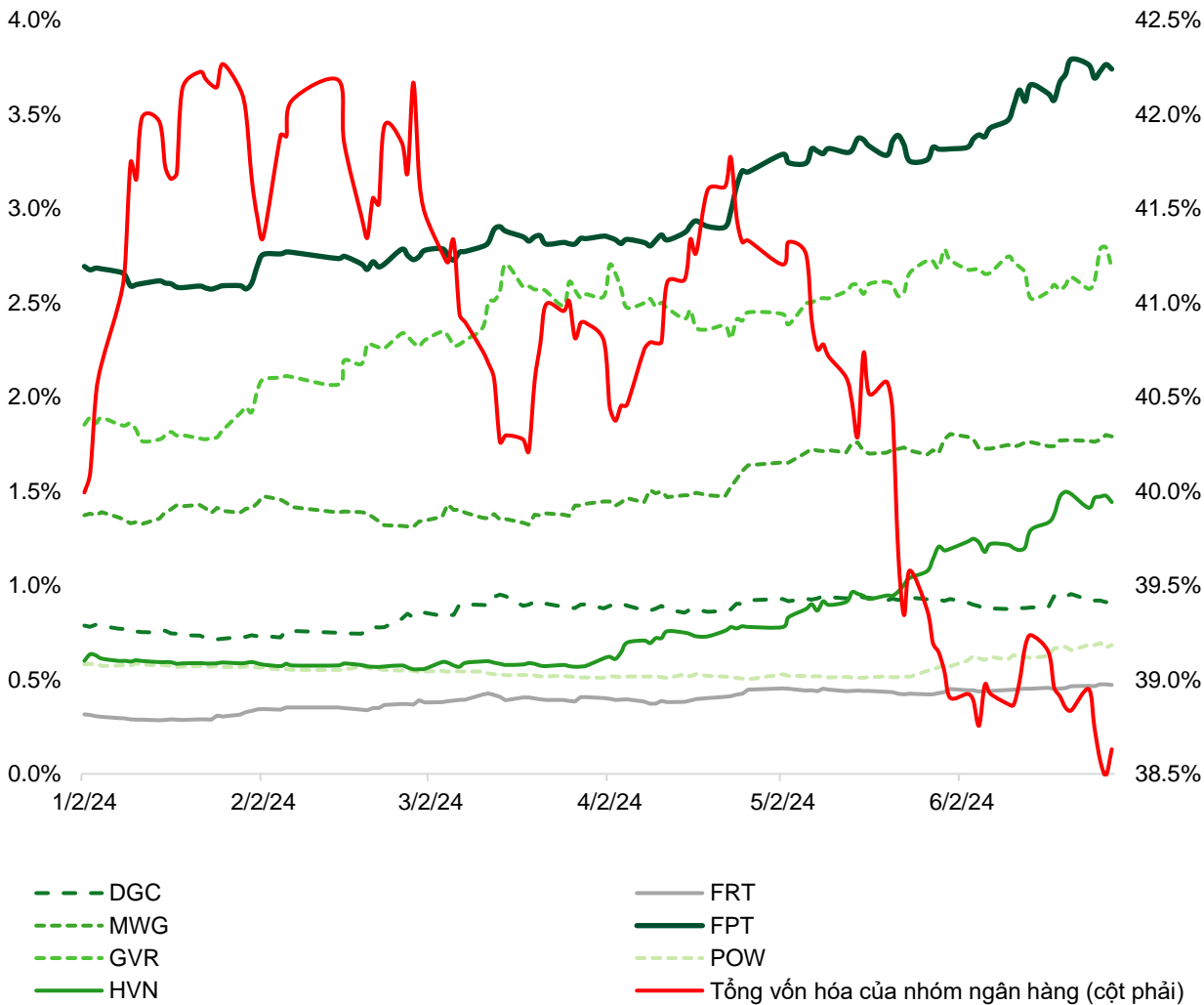
	Tiêu chí	Thống kê	Chi tiết
	Biến động chỉ số	1.131,64 – 1.333,85	<div> <div>- Tại thời điểm cuối năm 2023, chỉ số tạo đáy tại 1,040 điểm và bắt đầu bước vào nhịp phục hồi mạnh mẽ.</div> <div>- Bối cảnh mặt bằng lãi suất được duy trì ở mức thấp giúp chỉ số VN30 chạm ngưỡng cao nhất trong quý - vượt 1,330 điểm - vào giữa tháng 6/2024 trước khi bước vào nhịp điều chỉnh giảm.</div> </div>
	Thanh khoản BQ phiên	8.960 tỷ đồng	GTGD bình quân phiên tăng 93.8% yoy.
	Động thái khối ngoại	Bán ròng gần 40 nghìn tỷ đồng	<div> <div>Khối ngoại bán ròng mạnh ở nhiều cổ phiếu trong rổ VN30, nhưng một số cổ phiếu ghi nhận giá trị bán ròng của khối ngoại đặc biệt lớn (trên 3.000 tỷ) là VHM (11,803 tỷ), VNM (5,614 tỷ), FPT (5,565 tỷ) và MSN (3,212 tỷ).</div> </div>







Cơ cấu tỉ trọng vốn hóa (và mức độ ảnh hưởng đến chỉ số chung) giữa các cổ phiếu vốn hóa lớn ghi nhận sự thay đổi

Xu hướng biến động tỉ trọng vốn hóa	Cổ phiếu	Chi tiết
<div> <div></div> <div>“Ngôi sao đang lên”</div> </div>	- Với VN Index: FPT, FRT, MWG, HVN, POW, GVR, DGC - Với VN30 Index: FPT, MWG.	- Kể từ đầu Q2.2024, cơ cấu tỉ trọng vốn hóa giữa các cổ phiếu “trụ” trong VN Index ghi nhận sự thay đổi tương đối đáng kể với việc một số “ngôi sao đang lên” ghi nhận đà tăng mạnh mẽ của giá cổ phiếu cũng như mức độ ảnh hưởng trong chỉ số chung. - Mặc dù chỉ số VN30 áp dụng cách tính tỉ trọng vốn hóa khác so với VN Index (khi sử dụng tỉ trọng vốn hóa sau khi điều chỉnh theo free float), FPT và MWG vẫn là những “trụ” dẫn dắt mới, đặc biệt là FPT vươn lên vị trí thứ nhất trong rổ chỉ số VN30 .
<div> <div></div> <div>Suy yếu</div> </div>	Nhóm ngân hàng	Hai nhóm cổ phiếu chiếm tỉ trọng vốn hóa lớn nhất trên thị trường là nhóm ngân hàng thì chứng lại đà tăng trong Q2.2024, còn nhóm bất động sản cũng không ghi nhận diễn biến quá nổi bật kể từ đầu năm.

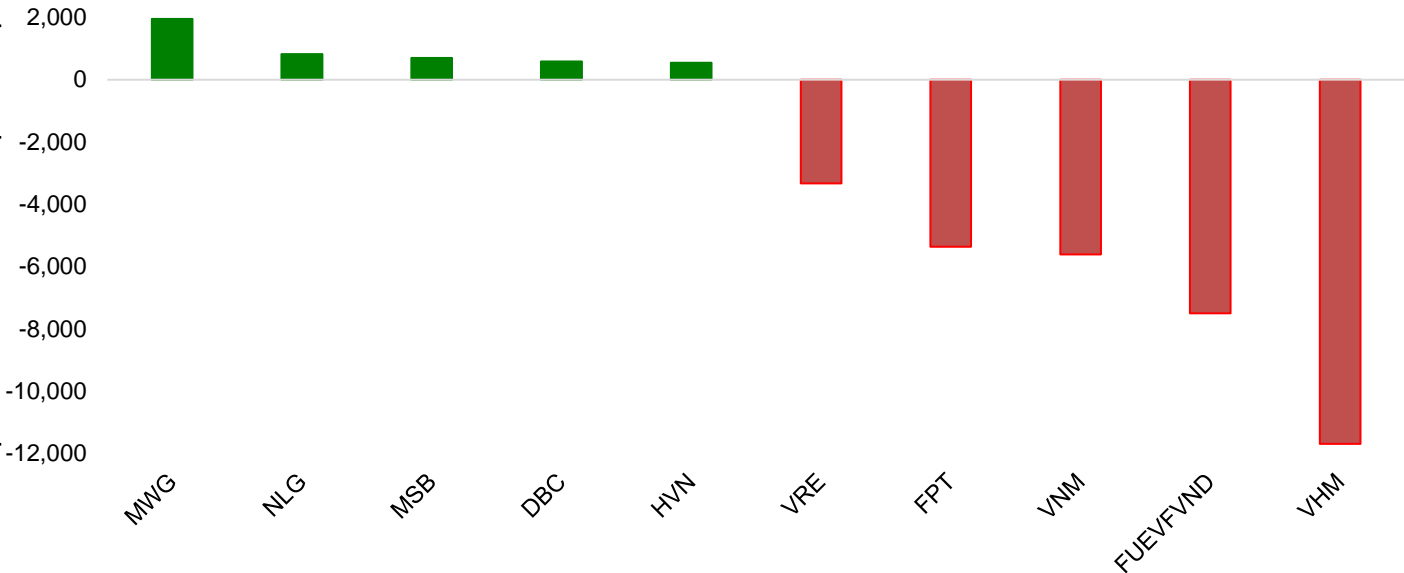
Tỉ trọng vốn hóa một số cổ phiếu trong VN Index 1H.2024



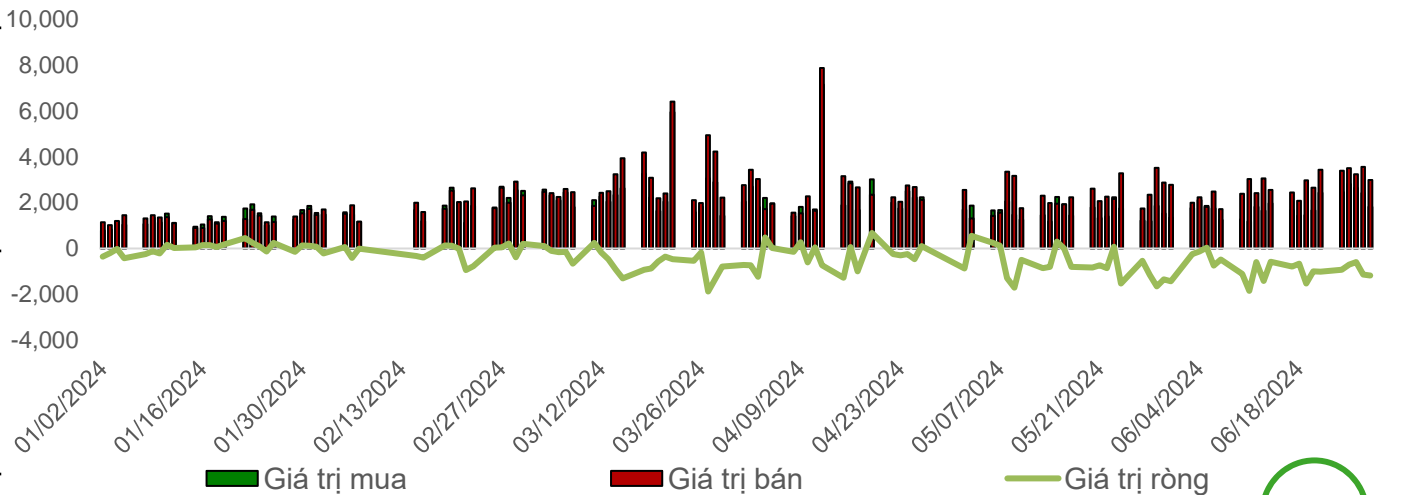
Xu hướng bán ròng chưa dừng lại

	Tiêu chí	Thống kê	Chi tiết
	Xu hướng	Bán ròng	Xu hướng bán ròng của khối ngoại đã diễn ra xuyên suốt cả năm 2023 vẫn chưa dừng lại trong năm 2024 tính đến hiện tại
	GTGD ròng		Tổng giá trị bán ròng đạt 52.036 tỷ đồng
	Top mua ròng		MWG, NLG, MSB, DBC, HVN
	Top bán ròng		VHM, FUEFVND, VNM, FPT, VRE và MSN với giá trị bán đều rất lớn đạt trên 3.000 tỷ đồng.




Top giá trị mua bán ròng của khối ngoại 1H.2024 (tỷ VND)

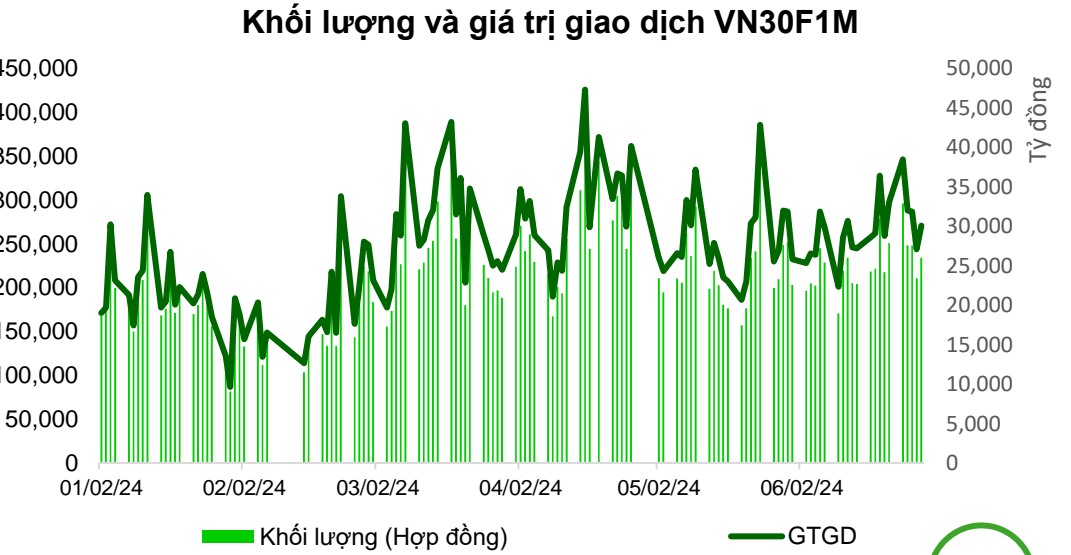
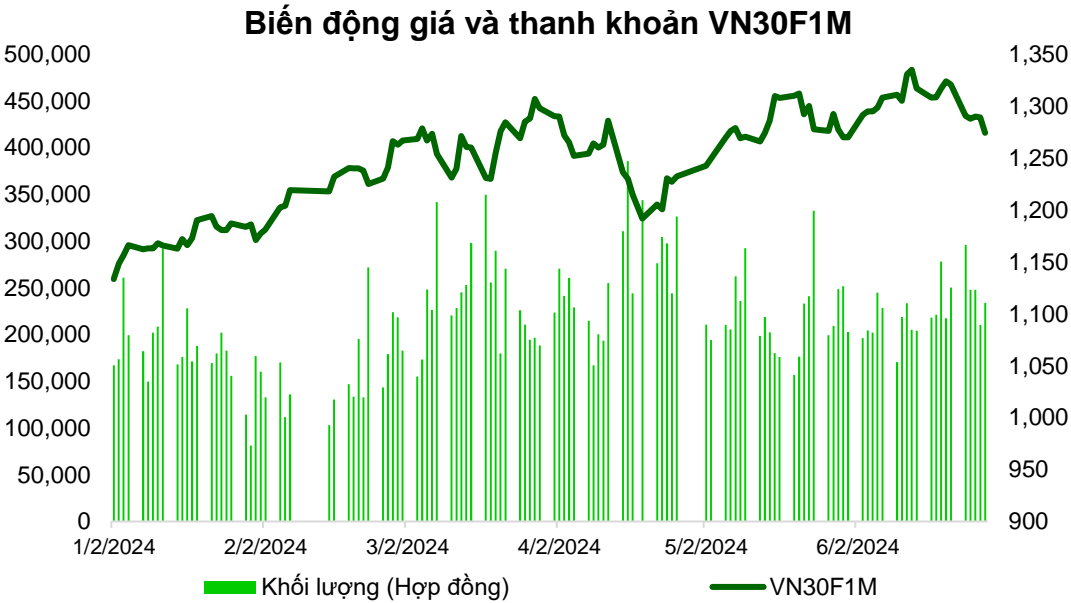


Diễn biến giao dịch khối ngoại theo giá trị mua bán 1H.2024 (tỷ VND)



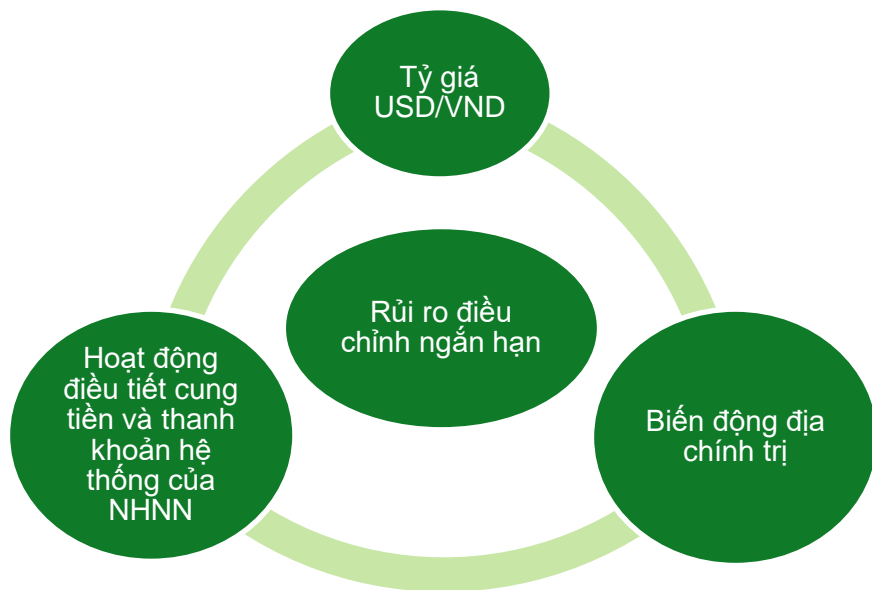
Giá hợp đồng tương lai và thành khoản duy trì đà tăng ổn định

	Tiêu chí	Thống kê	Chi tiết
	Kết quả cuối quý của VN30F1M	1.274,3	Đi cùng đà tăng của VN30 Index, hợp đồng tương lai chỉ số VN30 cũng ghi nhận sự tăng trưởng tích cực về mặt điểm số và vượt 1.300 điểm vào giữa tháng 6/2024.
	GTGD bình quân phiên	27,028 tỷ đồng	GTGD bình quân mỗi phiên tăng 9.12% so với cùng kỳ 2023. Thị trường chứng khoán cơ sở phần nào thu hút dòng tiền hơn thị trường chứng khoán phái sinh trong bối cảnh cả VN Index và VN30 Index đều ghi nhận đà tăng giá khá mạnh mẽ.
	GTGD bình quân phiên thị trường chứng quyền	Hơn 50 tỷ đồng	GTGD bình quân phiên thị trường chứng quyền tăng 333% so với cùng kỳ năm 2023. Ở thời điểm hiện tại, số lượng mã chứng quyền đang được lưu hành là 103 mã dựa trên tài sản cơ sở là 16 loại cổ phiếu.

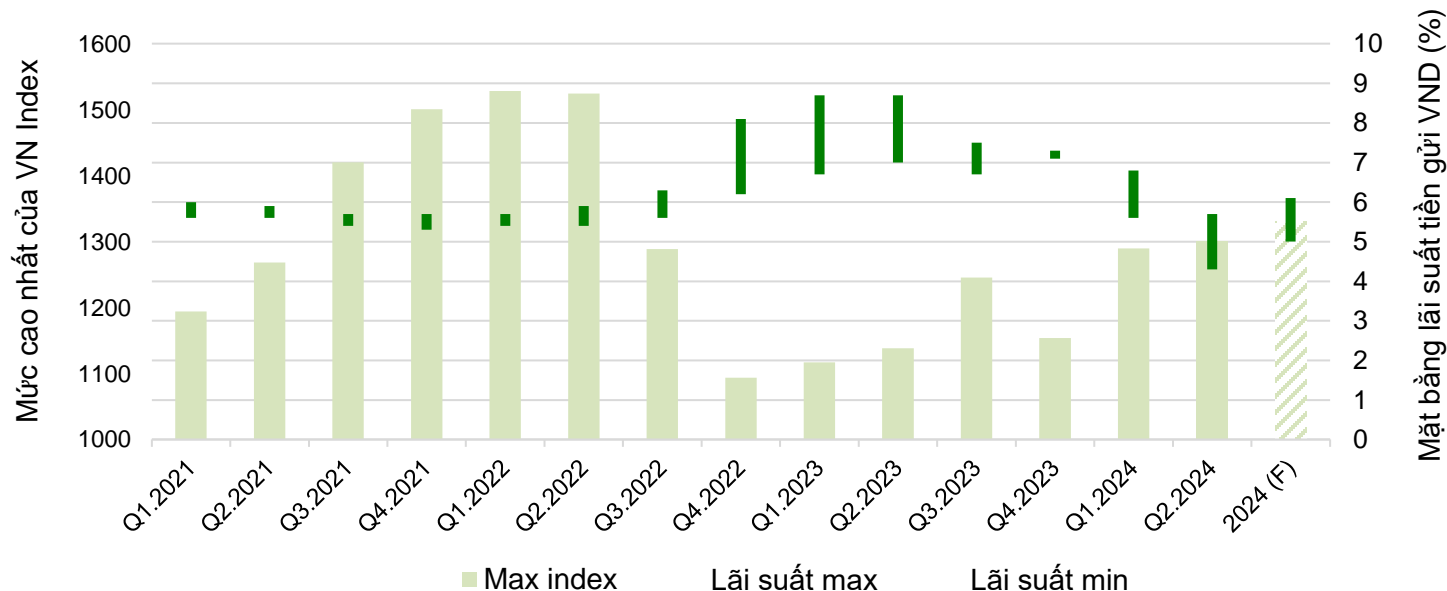


Sức hút của kênh đầu tư chứng khoán đối với dòng tiền khối nội gia tăng khi mặt bằng lãi suất chưa đủ hấp dẫn

- Tăng trưởng kinh tế ấn tượng trong hai quý đầu năm với GDP tăng 6.42%, vượt xa mức tăng 3.72% cùng kỳ năm 2023 cho thấy đà hồi phục tiếp tục được duy trì.
- Triển vọng về sự phục hồi của hoạt động du lịch và hoạt động xuất khẩu về nửa cuối năm (trong bối cảnh nhập siêu bắt đầu tăng trở lại kể từ Q2.2024) góp phần củng cố cho sự tăng trưởng chung của nền kinh tế.
- Mức tăng của lãi suất huy động chưa thực sự hấp dẫn để dòng tiền sẵn sàng chuyển dịch sang kênh này.

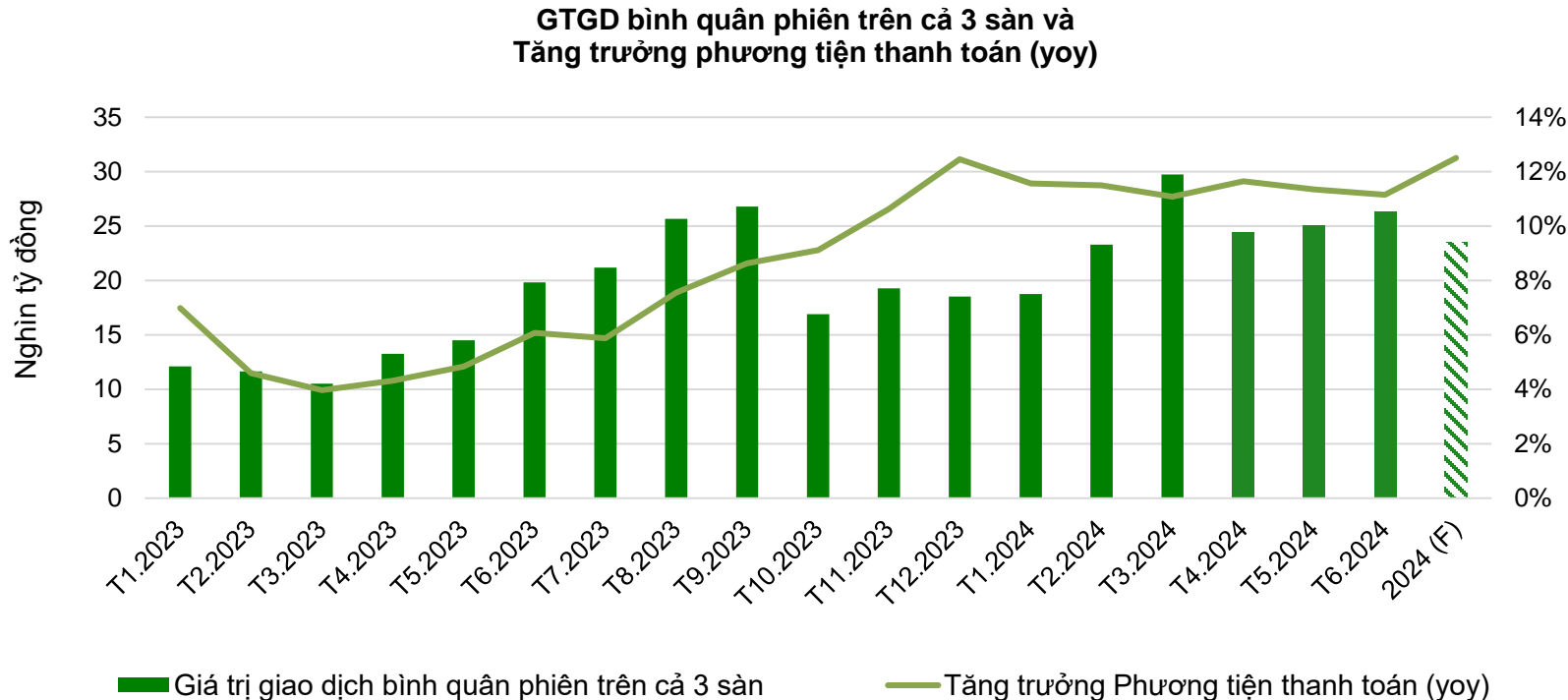


Mặt bằng lãi suất tiền gửi VND (trả sau, kỳ hạn 12-13 tháng) và mức cao nhất của VN Index



Trong trường hợp môi trường lãi suất huy động không biến động (tăng) quá mạnh và tiếp tục duy trì ở mức thấp trong bối cảnh cầu tín dụng chưa ghi nhận sự cải thiện đáng kể và duy trì được trong thời gian dài, **VN Index có thể quay trở lại ngưỡng 1300 và thậm chí hướng tới những mốc điểm cao hơn như 1320-1350**



- Về yếu tố thanh khoản, chúng tôi kỳ vọng với mặt bằng lãi suất chưa có biến động đáng kể, xu hướng đầu tư vào thị trường chứng khoán tiếp tục là lựa chọn ưu tiên của nhà đầu tư.
- Tuy nhiên với sự biến động của tỷ giá cùng lợi nhuận hấp dẫn hơn từ các kênh chứng khoán nước ngoài, thanh khoản từ phía khối ngoại sẽ khó hồi phục, nhưng kỳ vọng sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối năm.



Dự báo

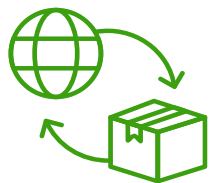
Trên cơ sở mô hình hồi quy giữa mức biến động của tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán và mức biến động thanh khoản trên thị trường

- **Giá trị giao dịch (GTGD) bình quân mỗi phiên** có thể đạt khoảng **23.000 – 23.500 tỷ đồng** trên cả ba sàn cho cả năm 2024, tương ứng tăng khoảng 30-35% so với năm 2023.
- **Khối lượng giao dịch (KLGD) bình quân phiên** cũng được kỳ vọng tăng khoảng 13-15% so với năm 2023, tương ứng **đạt khoảng 1 tỷ cổ phiếu** mỗi phiên trên cả ba sàn.

Ngành	Chi tiết
 <p>Ngân hàng</p>	<ul style="list-style-type: none"> Môi trường lãi suất thấp là yếu tố giúp nâng cao mức định giá của hầu hết các cổ phiếu trên thị trường, trong đó nhóm ngân hàng và hỗ trợ giảm thiểu chi phí vốn nhóm này, tuy nhiên sự phân hóa trong nửa đầu năm sẽ tiếp tục rõ rệt hơn trong phần còn lại của năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ tiếp tục diễn ra trong những quý tới, đồng nghĩa với việc nhà đầu tư nên tập trung vào một số ít ngân hàng duy trì được chất lượng tài sản tốt và đẩy mạnh được tăng trưởng tín dụng.
 <p>Công nghệ thông tin</p>	<ul style="list-style-type: none"> Quá trình tham gia vào chuỗi cung ứng bán dẫn toàn cầu của Việt Nam mới chỉ manh nha được khởi động, mở ra triển vọng tăng trưởng dài hạn đối với các doanh nghiệp tìm thấy cơ hội kinh doanh liên quan và “chen chân” được vào chuỗi giá trị này. Tuy nhiên đây là một quá trình dài và cần nhiều thời gian, trong khi biến động giá cổ phiếu có lẽ đã “đi trước” và phản ánh khá sớm những thông tin tích cực này Chúng tôi cho rằng, các cổ phiếu thuộc nhóm này trong ngắn hạn đối mặt với áp lực điều chỉnh khá lớn - đặc biệt là các cổ phiếu đón nhận dòng tiền đầu cơ – nhưng vẫn sẽ là tâm điểm chú ý của dòng tiền trong dài hạn. Nói cách khác, nhịp điều chỉnh, nếu xuất hiện, cũng là cần thiết để làm “nguội bớt dòng tiền nóng” và giúp xu hướng đi lên sau đó duy trì ổn định hơn.

Ngành

Chi tiết



Xuất nhập khẩu

- Trong những tháng gần đây, **các nhóm ngành nằm trong chuỗi giá trị xuất khẩu đều ghi nhận những tín hiệu tích cực** đến từ sự phục hồi nhu cầu của các đối tác nhập khẩu
- Sự phục hồi của từng ngành là khác nhau về mức độ và cũng không đồng đều về thời điểm nhưng các ngành **như vận tải biển, thủy sản, dệt may, đồ gỗ,..** đều có xu hướng lần lượt nối tiếp nhau ghi nhận chuyển biến tích cực
- Mặc dù sẽ cần thêm thời gian để khẳng định liệu sự phục hồi đơn hàng xuất khẩu có diễn ra bền vững hay chỉ mang tính mùa vụ, nhưng đây vẫn là một trong những chỉ báo quan trọng về quá trình hồi phục tăng trưởng kinh tế của Việt Nam



Đầu tư công

- **Hoạt động giải ngân vốn đầu tư công mang đến tác động tích cực cho các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực phát triển hạ tầng.**
- Đầu tư công là một trong những trụ cột tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong giai đoạn hiện tại và được Chính phủ quyết liệt thúc đẩy để đảm bảo tiến độ giải ngân bám sát kế hoạch.



Một số ngành khác

- Cuối cùng, nhà đầu tư muốn nắm giữ cổ phiếu với khung thời gian dài cho mục tiêu đầu tư tích sản có thể tìm kiếm cơ hội ở **các ngành có tính chất “phòng thủ” hơn trong giai đoạn này với kết quả kinh doanh ít phụ thuộc hơn vào chu kỳ kinh tế**
- Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, các cổ phiếu có đặc điểm như vậy **thường sẽ là các doanh nghiệp có yếu tố sở hữu Nhà nước và một số nhóm ngành đáng lưu tâm trong giai đoạn này là dược phẩm y tế và một số ngành tiện ích như cấp nước, điện.**

MỤC LỤC

CHẮC TAY CHÈO – VƯỢT GIỒNG BÃO



01

KINH TẾ VĨ MÔ

02

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

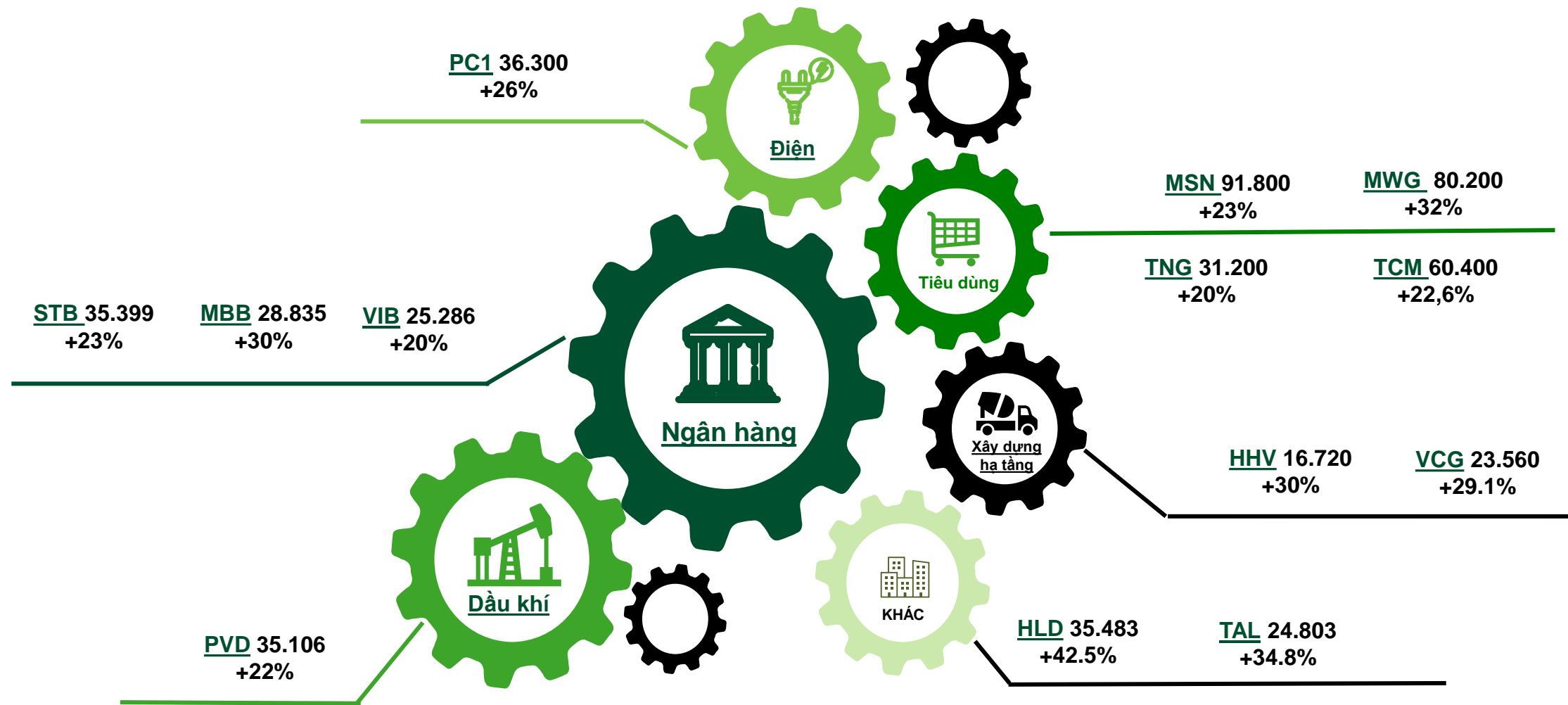
03

THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

04

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

DANH SÁCH KHUYẾN NGHỊ



* Giá đóng cửa tại ngày 28.06.2024

NGÀNH NGÂN HÀNG

MBB – 28.835 (+30%)

STB – 35.399 (+23%)

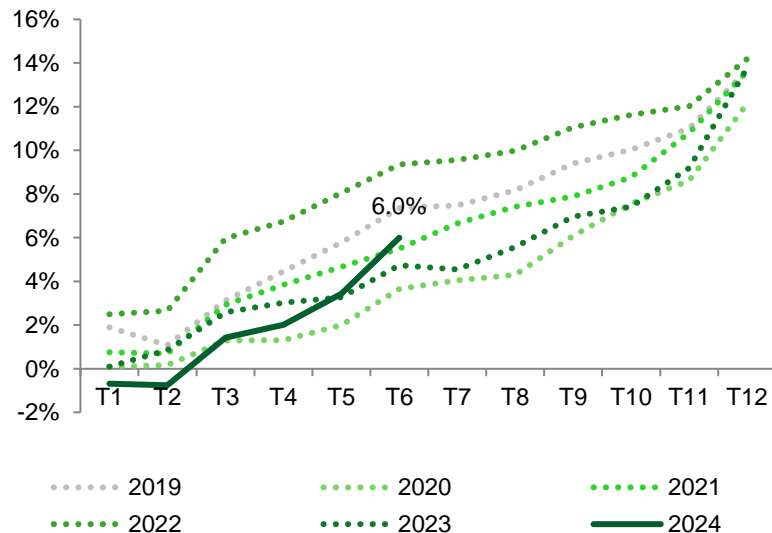
VIB – 25.286 (+20%)



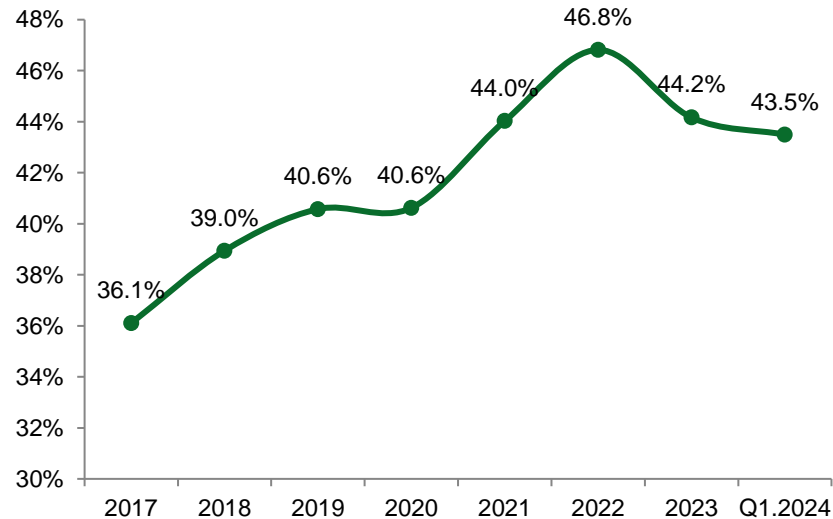
Tín dụng: Tốc độ tăng trưởng có tín hiệu cải thiện tích cực

- ▼ **Tín dụng toàn hệ thống dự kiến ghi nhận mức tăng trưởng ~ 6% ytd tính đến cuối Q2.2024**, cao hơn so với mức tăng trưởng 4,73% cùng kỳ 2023. Trong đó tín dụng trong quý 2 bắt tốc mạnh mẽ so với mức 1,26% trong quý 1.
- ▼ **Nhu cầu tín dụng nhìn chung đang có dấu hiệu hồi phục tốt** nhờ: (1) Sức hấp thụ vốn của nền kinh tế và thị trường bất động sản khả quan hơn; (2) Các chính sách, chỉ đạo điều hành hoạt động tín dụng, lãi suất của NHNN nhằm thúc đẩy tăng trưởng tín dụng; (3) Nỗ lực của các ngân hàng trong việc duy trì mặt bằng lãi suất cho vay hấp dẫn và đơn giản hoá quy trình, thủ tục cấp tín dụng, tạo điều kiện thuận lợi hơn cho khách hàng tiếp cận vốn.

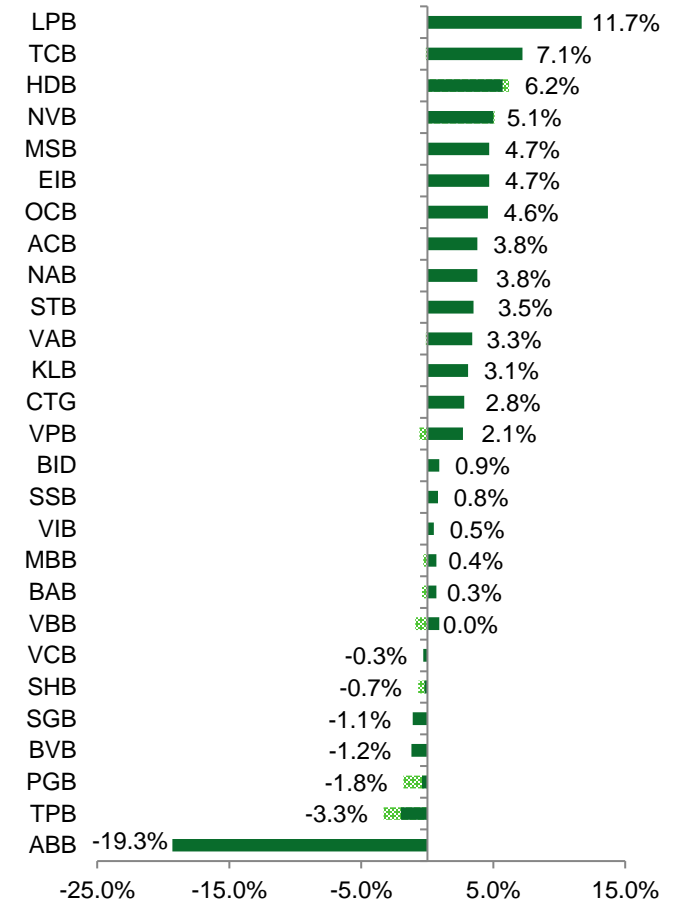
Tăng trưởng tín dụng ytd



Tỷ trọng dư nợ bán lẻ/Danh mục cho vay*



Tăng trưởng tín dụng Q1.2024

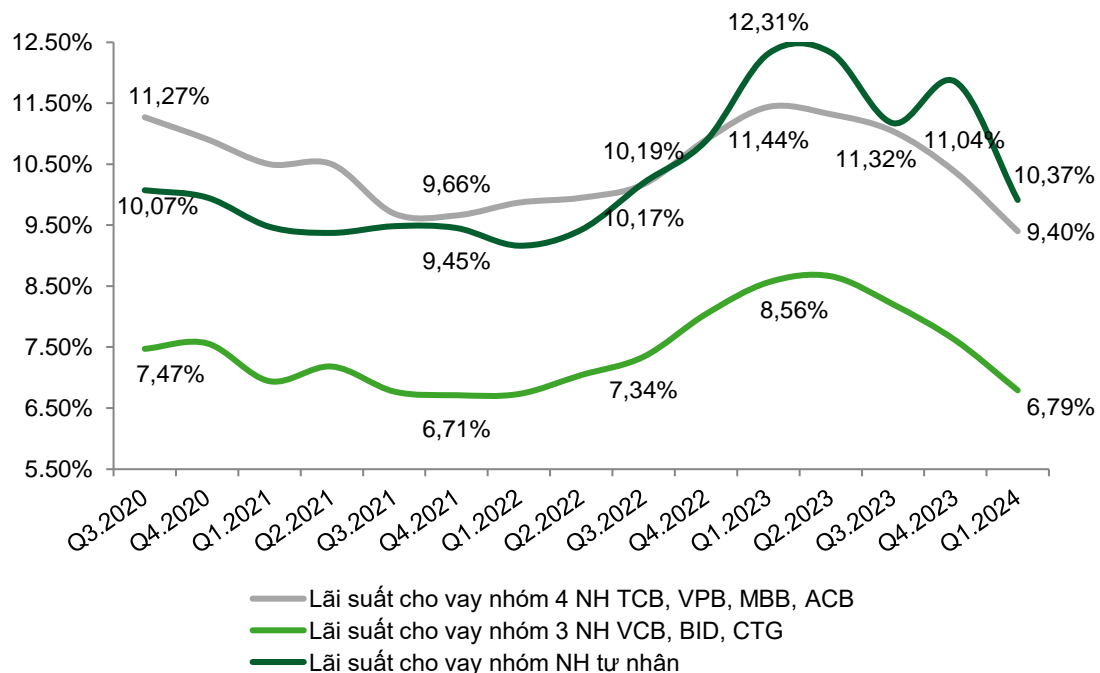


■ Cho vay khách hàng ■ TPDN

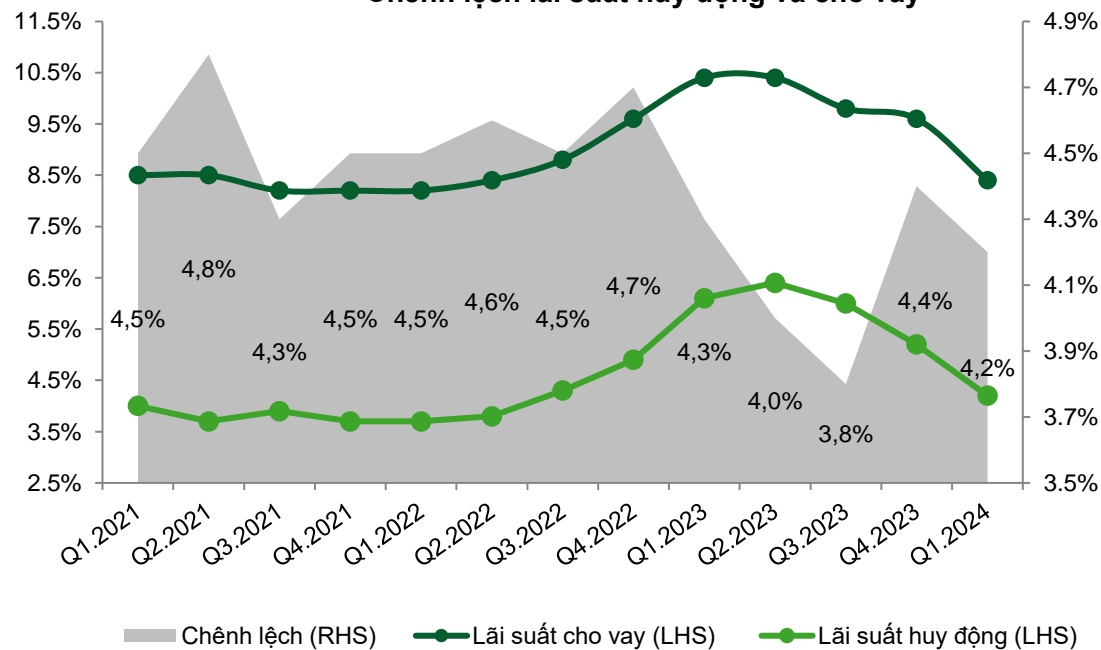
Tín dụng: Xu hướng lãi suất cho vay tiếp tục đi ngang ở mức thấp

- ❖ Cuối Q1.2024, lãi suất cho vay trung bình ghi nhận trên BCTC các ngân hàng niêm yết giảm khoảng 2% từ mức đỉnh Q1.2023 và giảm 1,2% so với cuối năm 2023, tương đương mức thấp của giai đoạn Q1.2021 - Q3.2022.
- ❖ Nhóm ngân hàng thương mại tư nhân ghi nhận mức lãi suất cho vay giảm mạnh hơn nhóm ngân hàng quốc doanh do hạ lãi suất đầu ra để thu hút khách hàng mới trong bối cảnh cầu tín dụng vẫn yếu, đồng thời giảm lãi suất/giãn nợ để hỗ trợ khách hàng hiện hữu gặp khó khăn. **Dự kiến lãi suất cho vay của nhóm ngân hàng này sẽ đi ngang trong thời gian tới khi nhu cầu tín dụng phục hồi và mặt bằng lãi suất huy động đang có xu hướng tăng dần lên.**

Lãi suất cho vay khách hàng



Chênh lệch lãi suất huy động và cho vay



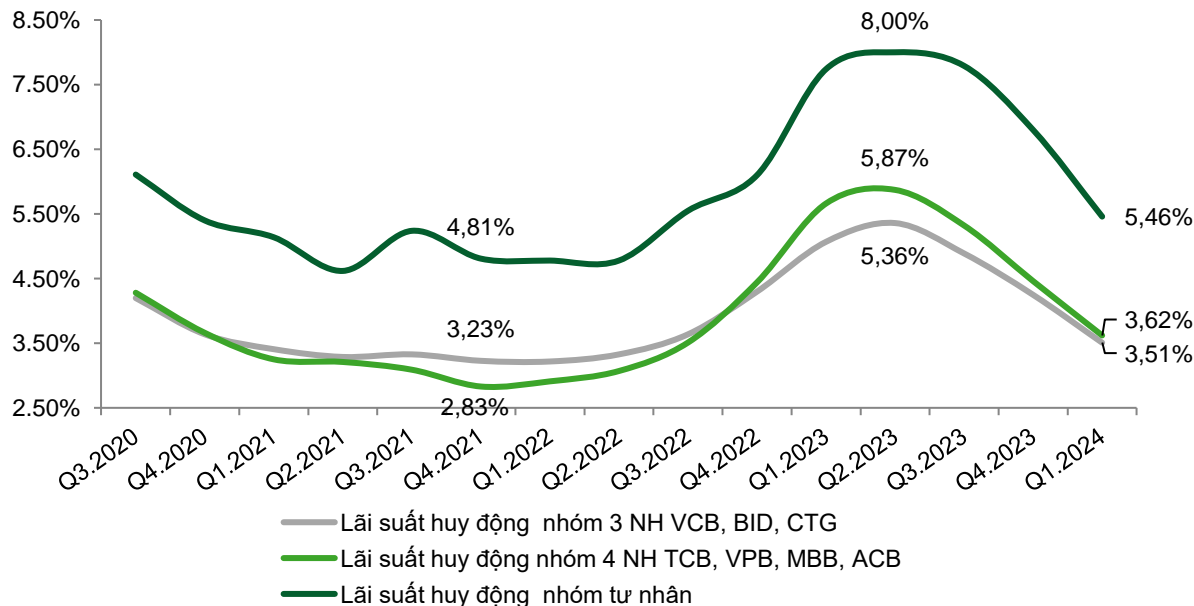
Huy động: Lãi suất huy động có chiều hướng tăng trở lại sau thời gian duy trì ở mức thấp

Trạng thái dư thừa thanh khoản toàn hệ thống giảm dần trong H1.2024:

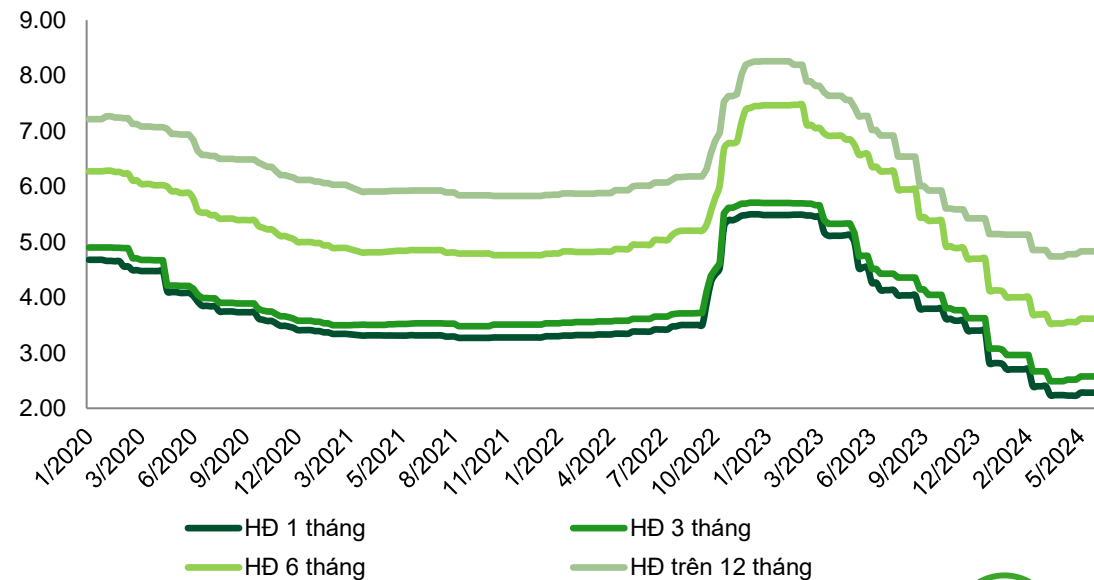
- Đến cuối Q2.2024, huy động từ tiền gửi khách hàng tăng 1,5% ytd, thấp hơn mức tăng trưởng tín dụng (6% ytd).
- Tốc độ tăng trưởng tín dụng nhanh hơn bắt đầu tạo áp lực lên thanh khoản hệ thống.
- Tỷ lệ LDR tăng nhẹ ở hầu hết các ngân hàng do tối ưu hóa việc sử dụng vốn với tỷ lệ LDR trung bình trong Q1.2024 ghi nhận ở mức 83,3% (cuối năm 2023 đạt 81,6%).

- ▼ **Lãi suất tiền gửi có kỳ hạn trung bình toàn hệ thống tính đến thời điểm cuối T6.2024 ghi nhận giảm 20-40 bps tùy kỳ hạn so với thời điểm đầu năm 2024**, tuy nhiên từ tháng 5 lãi suất trung bình bắt đầu điều chỉnh tăng khi hầu hết các ngân hàng thực hiện tăng lãi suất, chủ yếu tại các kỳ hạn dài từ 12 tháng trở lên. Lãi suất có xu hướng tạo đáy và dự kiến có thể tăng nhẹ 50-100 bps trong năm 2024 khi kinh tế hồi phục và nhu cầu tín dụng dần cải thiện.

Chi phí lãi suất huy động khách hàng



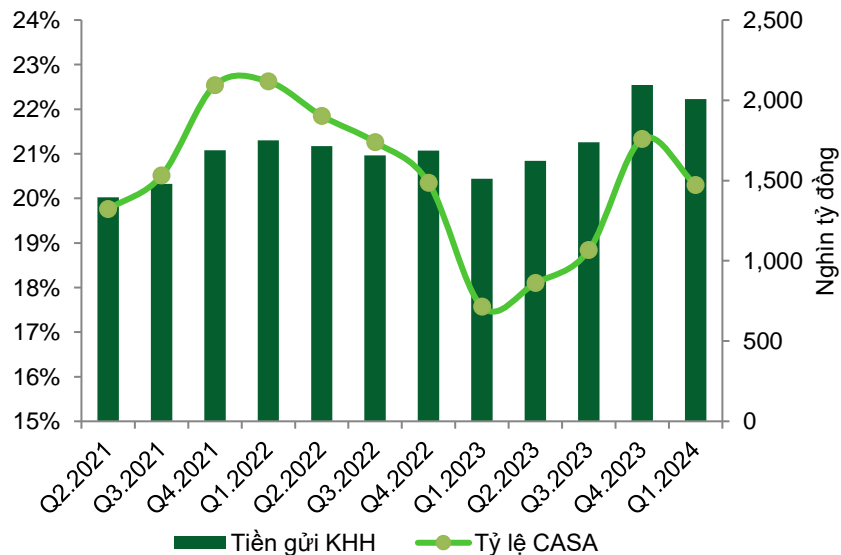
Lãi suất huy động tiền gửi bình quân (%)



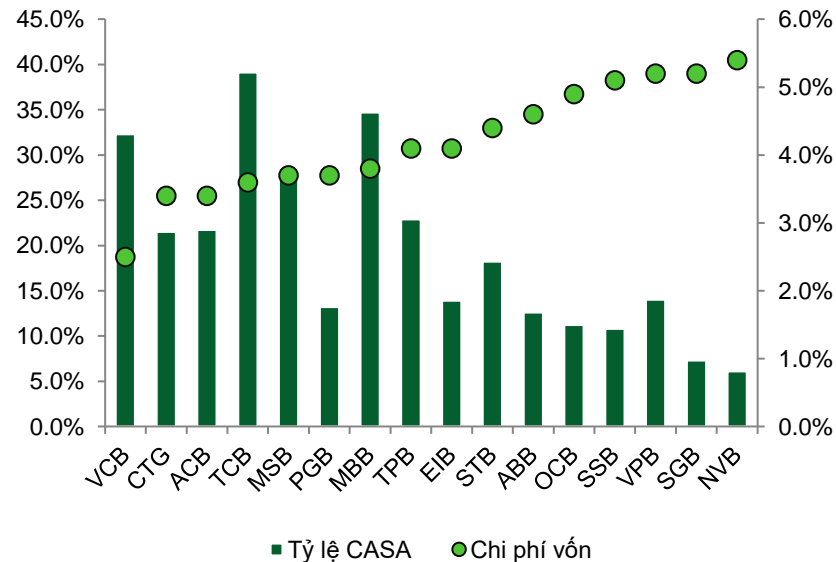
Huy động: CASA kỳ vọng hồi phục mạnh mẽ hơn trong H2.2024

- ▼ **Tỷ lệ CASA trong Q1.2024 ghi nhận sự sụt giảm**, với mức trung bình toàn hệ thống đạt 20,3% (cuối năm 2023 đạt 21,3%), tuy nhiên vẫn cao hơn mức đáy Q1.2023 là 17,6%. Tỷ lệ CASA đã tăng liên tục trong 3 quý cuối năm 2023 sau khi tạo đáy vào quý 1 trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tiết kiệm liên tục xuống thấp và một phần vì các doanh nghiệp gia tăng lượng tiền mặt do nhu cầu chi tiêu lớn mùa cuối năm.
- ▼ **Chúng tôi cho rằng CASA trong thời gian tới vẫn tiếp tục duy trì động lực tăng khi xét đến:**
 - Nền kinh tế đang trên đà hồi phục, thu nhập của người dân và hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp được cải thiện dẫn đến nhu cầu chi tiêu tăng lên, cùng với việc các thị trường đầu tư tài sản như chứng khoán, BĐS sôi động hơn kích thích nhu cầu đầu tư, thu hút dòng tiền chảy vào các tài khoản thanh toán.
 - Mặt bằng lãi suất nhìn chung vẫn ở mức thấp trong năm 2024.

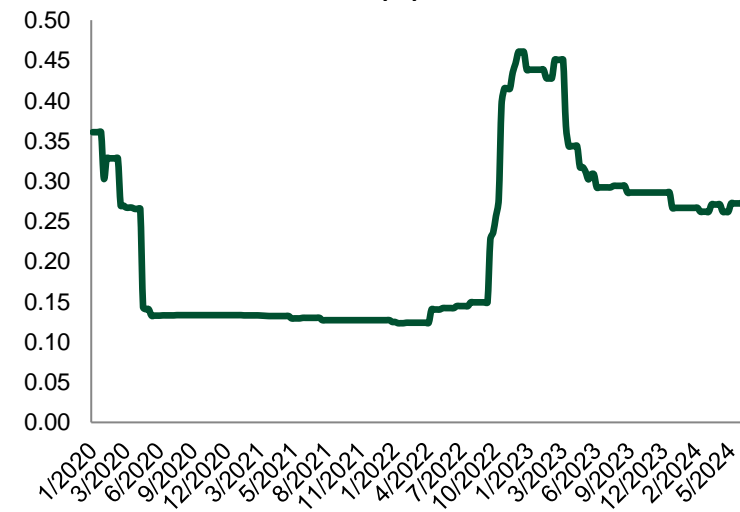
Tiền gửi CASA



Tỷ lệ CASA và chi phí vốn



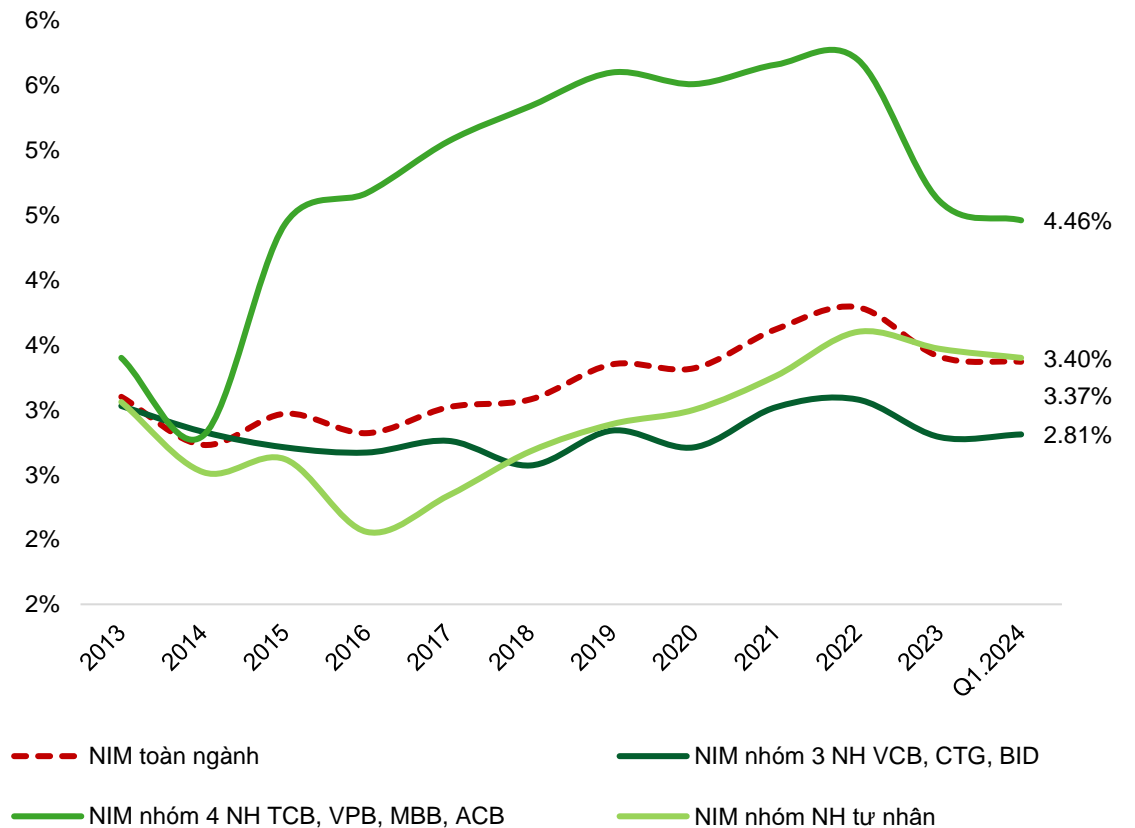
Lãi suất huy động không kỳ hạn bình quân (%)



NIM: Chịu áp lực thu hẹp trong Q1.2024

- Trong Q1.2024, NIM toàn ngành giảm nhẹ xuống 3,37% từ mức 3,40% cuối năm 2023 do tỷ suất sinh lời trên tài sản giảm nhanh hơn chi phí huy động:
 - Lãi suất cho vay cạnh tranh trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng yếu;
 - Nợ chậm trả có xu hướng gia tăng và các ngân hàng thực hiện miễn giảm lãi vay để hỗ trợ khách hàng;
 - Tín dụng bán lẻ đặc biệt là các khoản vay mua nhà kỳ hạn trung dài hạn liên tục giảm.
- Kỳ vọng NIM đi ngang trong 3 quý đầu năm và giảm nhẹ trong Q4.2024 trong kịch bản lãi suất huy động tiếp tục ghi nhận tăng, trong đó có sự phân hóa với lợi thế thuộc về các nhóm ngân hàng:
 - Có lợi thế trong hoạt động huy động vốn (có tỷ trọng CASA cao, đa dạng hóa nguồn vốn thông qua phát hành giấy tờ có giá, vay hợp vốn nước ngoài).
 - Có chất lượng tài sản tốt, tập khách hàng có khả năng trả nợ hồi phục nhanh chóng.
 - Có khả năng đẩy mạnh tỷ trọng cho vay bán lẻ.

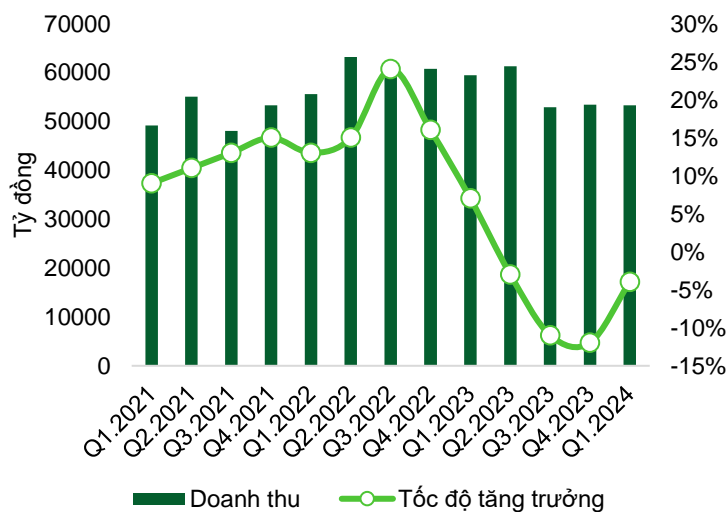
Xu hướng NIM toàn ngành



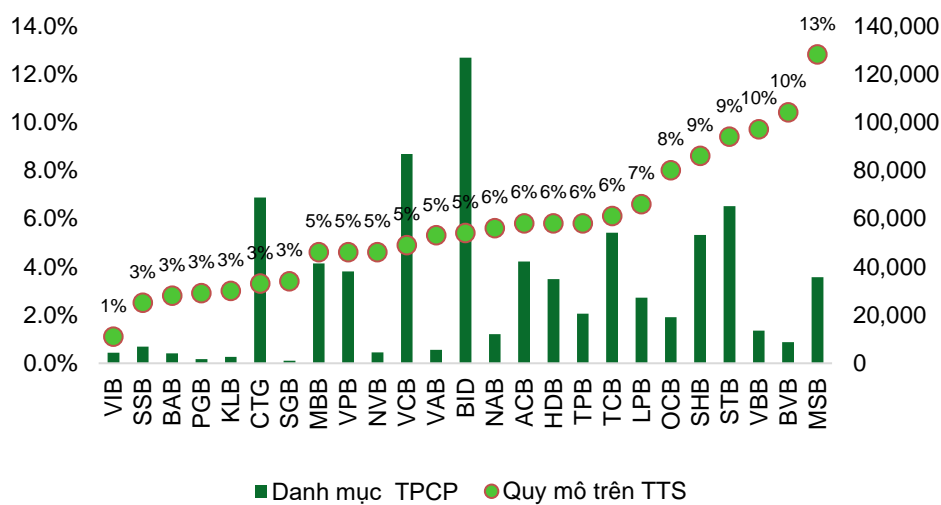
Thu nhập ngoài lãi: Tiếp tục đà tăng trưởng ổn định

- ▼ **Kỳ vọng thu nhập từ phí tích cực với động lực từ hoạt động thanh toán, thẻ, tài trợ thương mại** tăng trưởng theo đà phục hồi của nền kinh tế và hoạt động xuất nhập khẩu.
- ▼ **Hoạt động bán chéo bảo hiểm còn gặp nhiều khó khăn:** Trong bối cảnh các ngân hàng cần thêm thời gian điều chỉnh hoạt động thích nghi với các quy định mới và lấy lại niềm tin của khách hàng, thu nhập từ bancassurance (không tính đến khoản phí upfront ghi nhận hàng năm của một số ngân hàng) dự báo tăng trưởng khoảng 10% yoy từ mức nền thấp của năm 2023.
- ▼ **Hoạt động mua bán chứng khoán kinh doanh và đầu tư:** Lợi nhuận từ mảng đầu tư TPCP trong năm 2024 sẽ khó duy trì như trong năm 2023 khi lãi suất TPCP đang có xu hướng tăng trở lại.
- ▼ **Hoạt động kinh doanh ngoại hối:** Với xu hướng tăng giá tiếp diễn của đồng USD, chúng tôi cho rằng thu nhập từ mảng này vẫn tương đối thuận lợi trong năm nay.

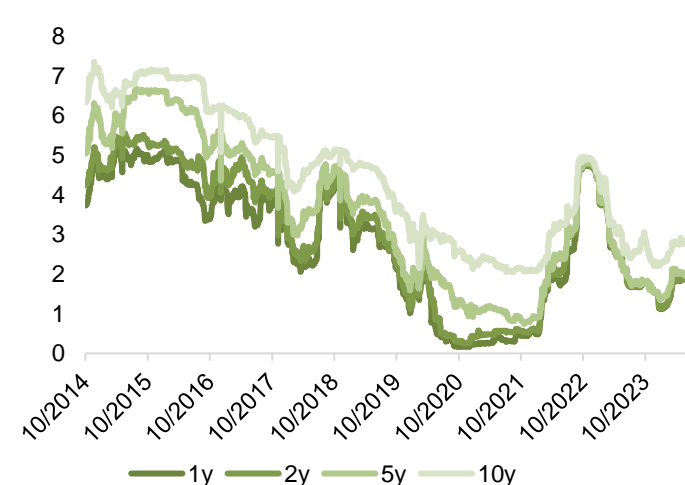
Doanh thu phí toàn thị trường bảo hiểm



Quy mô danh mục TPCP



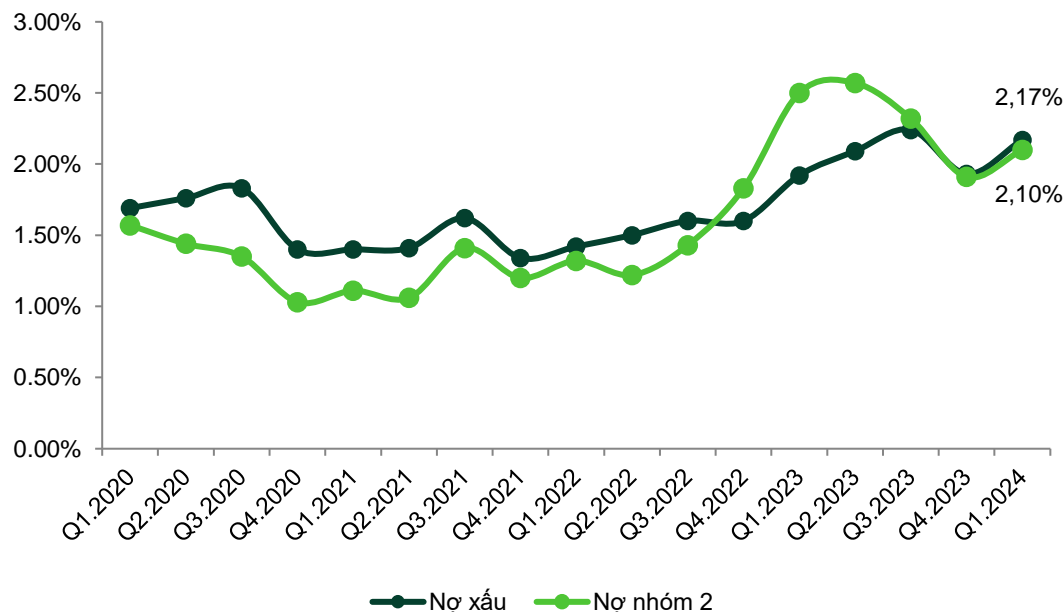
Lãi suất TPCP các kỳ hạn (%)



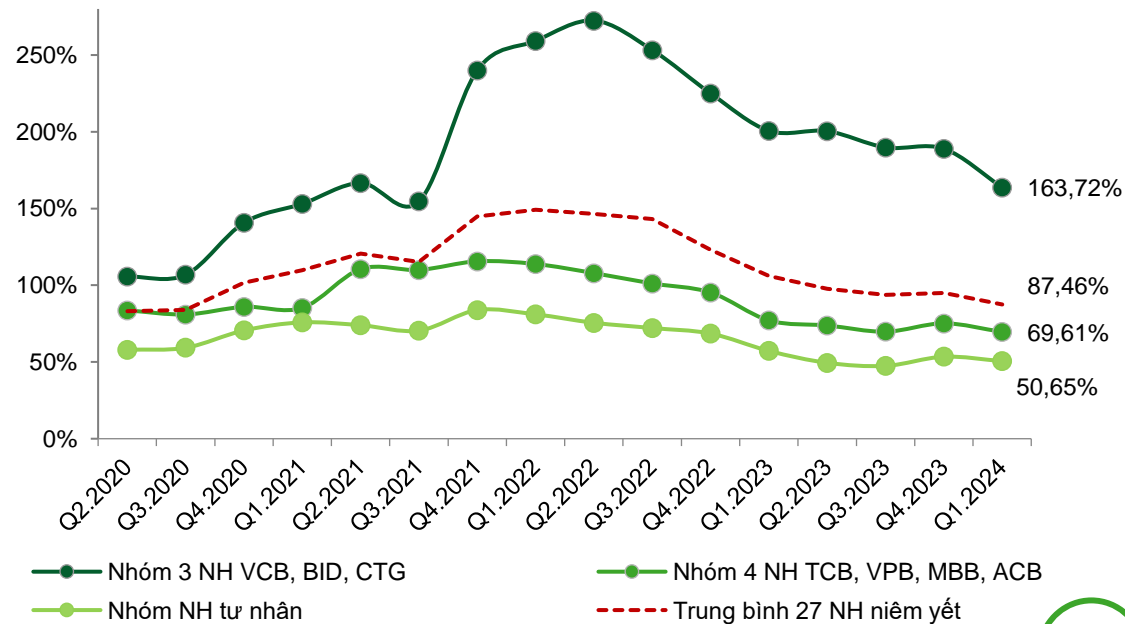
Chất lượng tài sản: Áp lực nợ xấu duy trì cao trong H1.2024

- ▼ **Nợ xấu và nợ tiềm ẩn rủi ro tiếp tục tăng:** Cuối Q1.2024, tỷ lệ nợ xấu nội bảng tăng lên 2,17% từ mức 1,93% cuối 2023; tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng tăng lên 2,10% từ mức 1,91% cuối 2023 do sức khỏe tài chính của khách hàng vẫn yếu trong khi vẫn phải gánh các khoản nợ hiện hữu với mức lãi suất cao.
- ▼ **Tỷ lệ nợ xấu nội bảng và mức trích lập dự phòng dự kiến sẽ chưa tăng đột biến trong năm 2024** nhờ việc gia hạn Thông tư 02 cho phép tái cơ cấu các khoản vay đến hết 31/12/2024 và dư nợ các khoản nợ tái cơ cấu hiện nay cũng không quá lớn (chỉ ở mức dưới 1%).
- ▼ **Bộ đệm dự phòng của một số ngân hàng thu hẹp trong năm 2023 gây ra áp lực khiến dư địa xử lý nợ trong năm 2024 không còn nhiều** → các ngân hàng có tệp khách hàng đa dạng, có bộ đệm dự phòng vững chắc, tỷ trọng cho vay BĐS và TPDN trong tổng dư nợ tín dụng ở mức vừa phải sẽ có khả năng kiểm soát tốt chi phí tín dụng.

Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 vẫn chưa có dấu hiệu cải thiện *



Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) *



Lợi nhuận hồi phục, triển vọng phân hóa

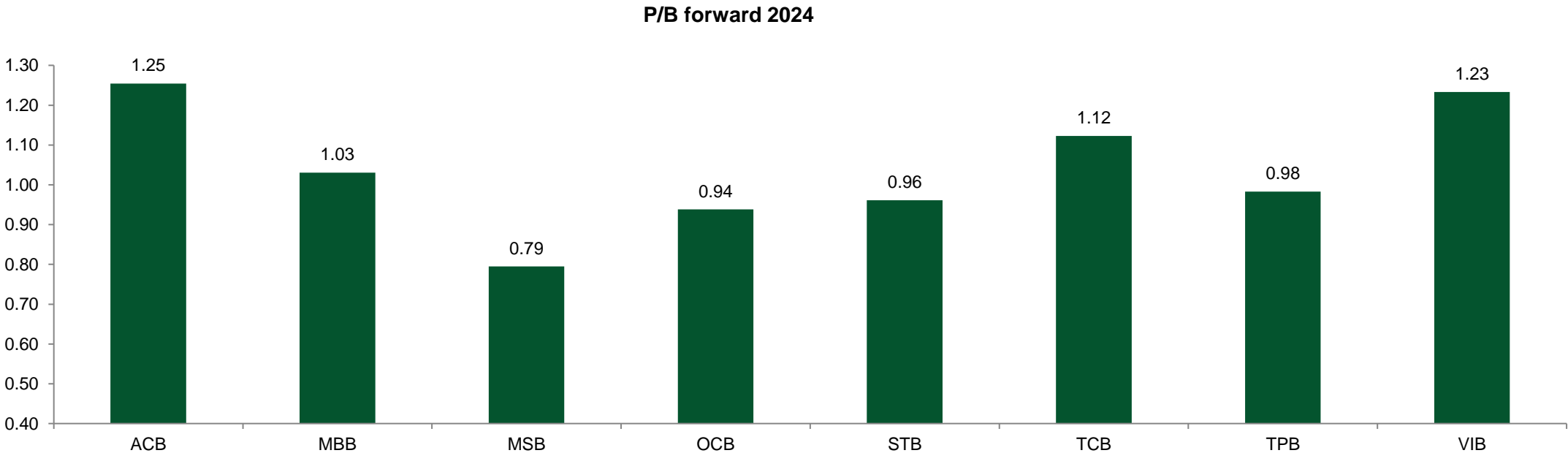
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng tín dụng đạt khoảng 13% trong năm 2024. Động lực tăng trưởng tín dụng đến từ: (1) Hoạt động sản xuất, xuất khẩu tích cực, thúc đẩy giải ngân đầu tư công, đặc biệt là các dự án trọng điểm có tính lan tỏa cao như dự án đầu tư cơ sở hạ tầng; (2) Thị trường bất động sản hồi phục rõ nét hơn từ H2.2024 kéo theo tăng trưởng tín dụng các phân khúc cho vay doanh nghiệp BĐS, xây dựng, cho vay mua nhà.
- NIM đi ngang hoặc giảm nhẹ trong 2024 dưới áp lực lãi suất huy động chịu áp lực tăng trong khi mặt bằng lãi suất cho vay vẫn phải giữ ở mức thấp để thúc đẩy nền kinh tế và gia tăng mức độ cạnh tranh giữa các ngân hàng để thu hút khách hàng có chất lượng tốt. Tiềm năng mở rộng NIM thuộc về nhóm khách hàng tư nhân có thể mạnh về bán lẻ và CASA, cũng như linh động trong hoạt động huy động vốn.
- Nợ xấu nội bảng và mức trích lập dự phòng năm 2024 vẫn trong tầm kiểm soát nhờ các thông tư và chính sách hỗ trợ.
- Chúng tôi tiếp tục duy trì dự báo LNTT toàn ngành ngân hàng với mức tăng trưởng khoảng 10% trong năm 2024 và có sự phân hóa về triển vọng lợi nhuận giữa các nhóm ngân hàng.
- Chúng tôi đánh giá triển vọng đầu tư cổ phiếu ngành ngân hàng đang ở mức phù hợp thị trường:
 - Định giá P/B toàn ngành hiện thấp hơn khoảng 12% so với mức trung bình 5 năm.
 - Nhóm cổ phiếu có thể xem xét đầu tư trong dài hạn là các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt và duy trì tốc độ tăng trưởng vượt trội so với ngành, bao gồm: ACB, MBB, MSB, OCB, STB, TCB, TPB, VIB.

P/B trung vị lịch sử của các ngân hàng có thanh khoản



Triển vọng 2024: Một số ngân hàng duy trì tốc độ tăng trưởng cao và có mức định giá hấp dẫn

Tốc độ tăng trưởng cao của lợi nhuận và VCSH tại một số ngân hàng giúp hệ số P/B forward duy trì ở mức hấp dẫn.



LNTT 2024F	22.109	31.156	7.109	5.864	13.164	28.020	7.011	12.332
Tăng trưởng yoy	10%	18%	22%	42%	37%	22%	25%	15%
ROAE 2024F	21%	24%	18%	16%	21%	16%	16%	25%

Diễn biến giá



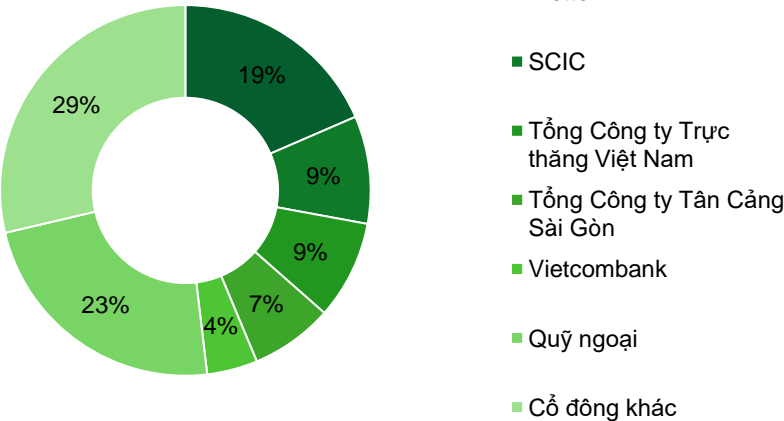
Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	16,63 – 24,95
GTGD bình quân 52T	14.821.937
Vốn hóa (tỷ đồng)	118.862
P/E	5,61x
P/B	1,23x
% NN sở hữu	23,2%
Dự phóng 2024 (tỷ đồng)	
Tổng thu nhập hoạt động	56.490 (+19,4%)
Lợi nhuận trước thuế	31.156 (+18,4%)

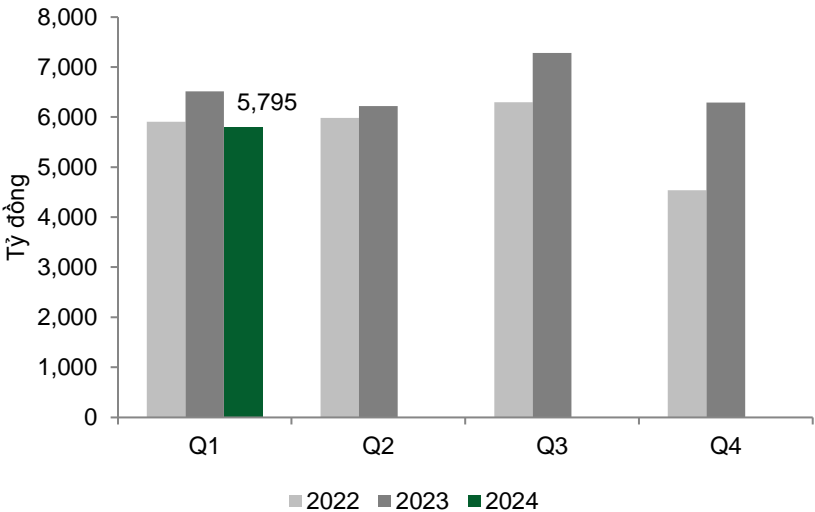
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- MBB là ngân hàng TMCP quy mô lớn với mô hình kinh doanh năng động, bao gồm nhiều công ty con hoạt động trong lĩnh vực tài chính ngân hàng. MBB có những lợi thế đặc biệt nhờ nằm trong khối Quân đội.
- Cổ đông:** bao gồm 19% sở hữu thuộc Viettel, 9% thuộc SCIC, 23% nước ngoài sở hữu, còn lại là cổ đông khác.
- KQKD Q1.2024:** MBB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động và LNTT đạt lần lượt 12.017 tỷ đồng (+0,7% yoy) và 5.795 tỷ đồng (-11% yoy) do tín dụng tăng chậm, trong khi NIM tiếp tục giảm khi lãi suất cho vay giảm nhanh hơn chi phí huy động vốn.

Cơ cấu cổ đông

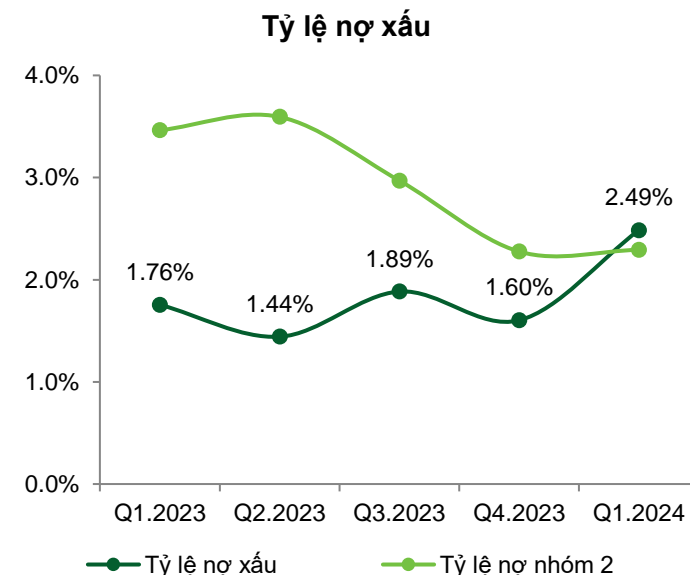
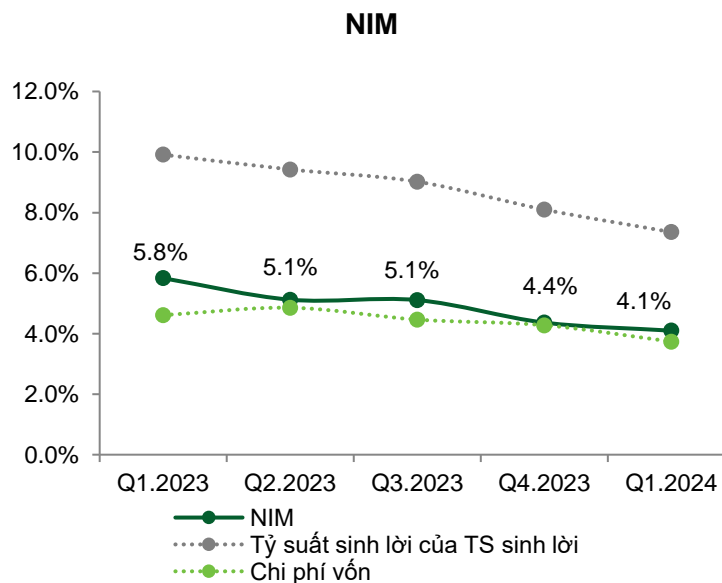
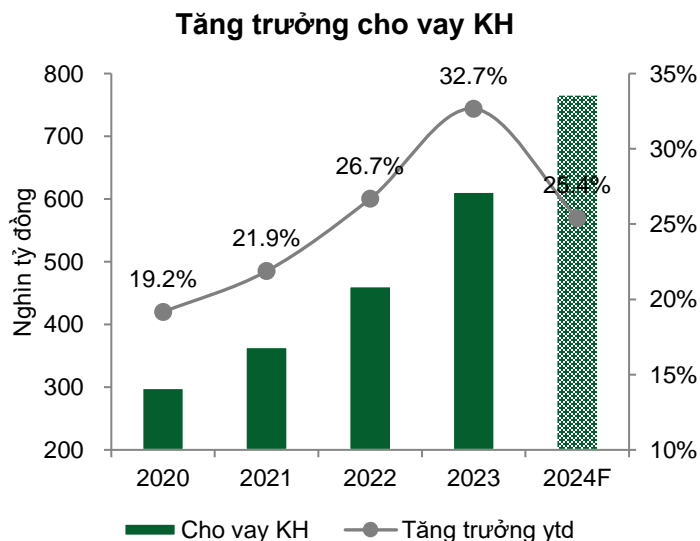


LNTT MBB

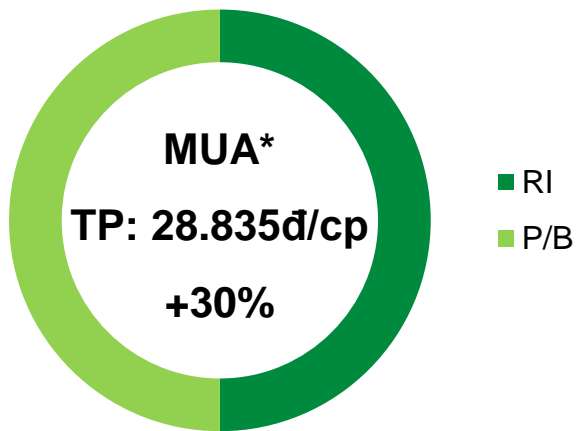


Chất lượng tài sản kỳ vọng cải thiện

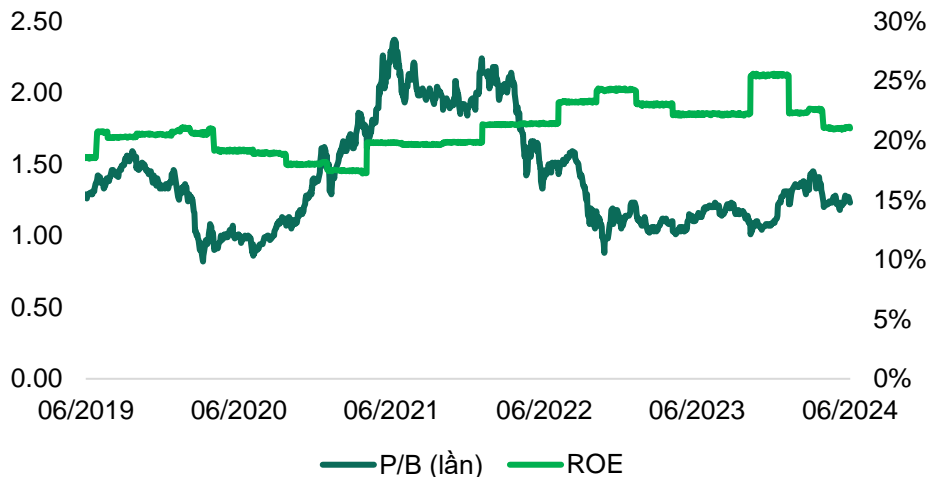
- Tín dụng tăng trưởng trong top cao nhất ngành:** Ước tính MBB có thể đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng 25% trong 2024 và tiếp tục được ưu tiên tăng trưởng tín dụng nhanh hơn so với bình quân ngành khoảng 1,5 – 2 lần trong các năm tới nhờ việc nhận chuyển giao ngân hàng Oceanbank.
- NIM duy trì ở mức cao:** Trong H2.2024, NIM kỳ vọng tăng nhẹ theo đà giảm của chi phí vốn, đồng thời với việc tỷ suất sinh lời cải thiện khi các khách hàng quay lại trả nợ và MBB đẩy mạnh tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ.
- Tỷ lệ CASA duy trì ở mức cao:** Tỷ lệ CASA 34,7% nằm trong nhóm cao nhất ngành, tiếp tục là động lực duy trì nguồn huy động lãi suất thấp. Trong đó CASA từ khách hàng cá nhân chiếm khoảng 55% với số lượng khách hàng cá nhân tăng nhanh lên 26 triệu người. Dự kiến CASA sẽ tiếp tục cải thiện trong 2024 nhờ lãi suất tiền gửi có kỳ hạn duy trì ở mức thấp.
- Chất lượng tài sản kỳ vọng cải thiện:** Tỷ lệ bao phủ nợ xấu dự kiến tương đương năm 2023 và ở mức trên 100%, tỷ lệ NPL đưa về dưới 2% với kỳ vọng khách hàng bị hạ nhóm nợ theo CIC sẽ được chuyển về nhóm nợ thông thường trong Q2.2024 thông qua đàm phán với ngân hàng liên quan %



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Tổng thu nhập hoạt động	45.593	47.306	56.490
+/-yoy (%)	23,4%	3,8%	19,4%
LNTT	22.729	26.306	31.156
+/- %	37,5%	15,7%	18,4%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	16.751	17.786	22.050

Một số giả định trong dự báo 2024

- Tăng trưởng cho vay khách hàng: 25%
- NIM: 4,7%
- Tỷ lệ nợ xấu nội bảng và tỷ lệ dự phòng rủi ro bao phủ nợ xấu: 1,6% và 102%
- Tỷ lệ CIR: 30,5%

Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu đến từ TPDN

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	26,3 – 33,3
GTGD bình quân 52T	19.190.978
Vốn hóa (tỷ đồng)	55.048
P/E	7,04x
P/B	1,16x
% NN sở hữu	23,3%

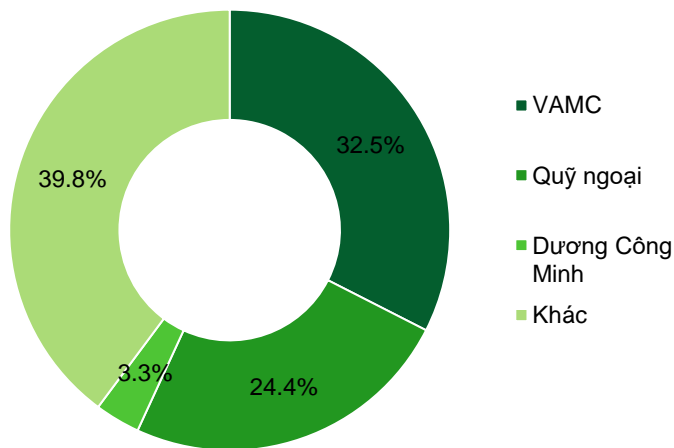
Dự phóng 2024 (tỷ đồng)

Tổng thu nhập hoạt động	32.145 (+22,8%)
Lợi nhuận trước thuế	13.164 (+37,2%)

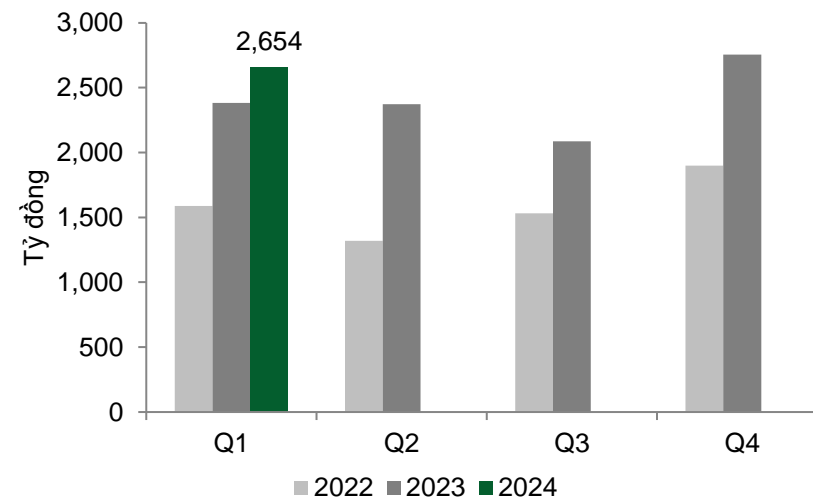
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- STB là ngân hàng niêm yết lớn thứ 7 của Việt Nam về mặt tài sản, hoạt động tập trung chủ yếu vào mảng bán lẻ và SME. STB đang trong giai đoạn cuối của quá trình tái cơ cấu dưới sự giám sát của NHNN, và được kỳ vọng sẽ bước sang chu kỳ hồi phục mạnh mẽ trong những năm tới.
- Cổ đông:** 32,5% cổ phần đang được ủy quyền cho NHNN quản lý thông qua VAMC, sở hữu của khối ngoại khoảng 24,3%, còn lại thuộc sở hữu của các cổ đông khác.
- KQKD Q1.2024:** STB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động và LNTT đạt lần lượt 6.875 tỷ đồng (+1,1% yoy) và 2.654 tỷ đồng (+11,4% yoy), nhờ tiết giảm chi phí trích lập dự phòng.

Cơ cấu cổ đông



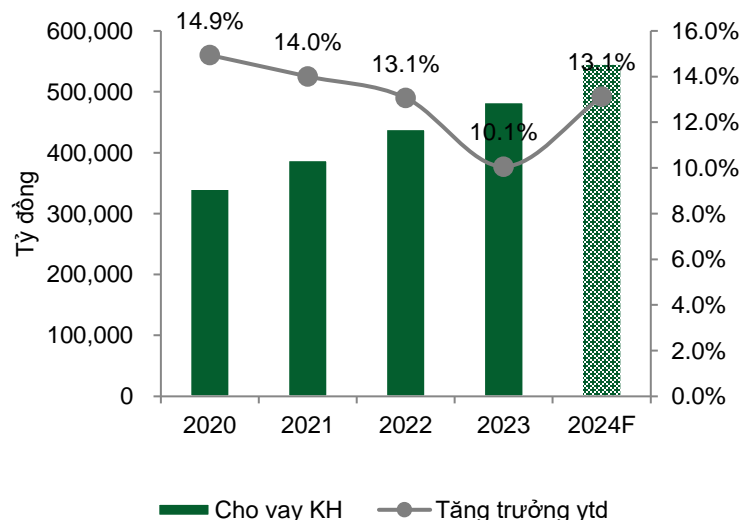
LNTT STB



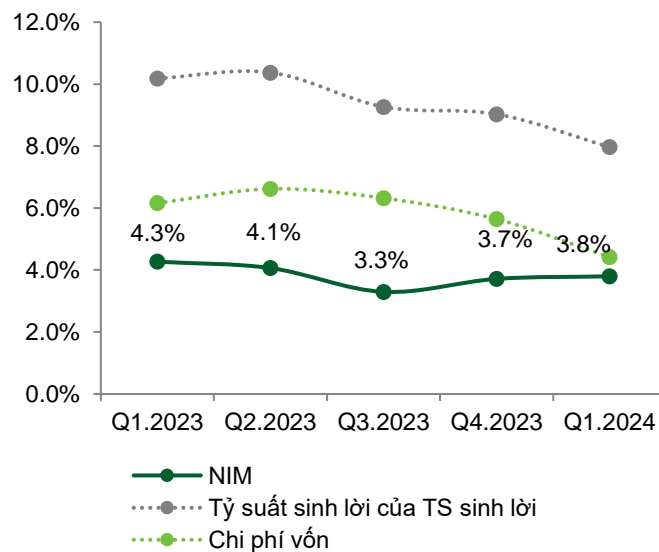
Tích cực hoàn thành trích lập tài sản tồn đọng

- Thu nhập lãi kỳ vọng cải thiện:** Trong 2024, lãi suất tiền gửi giảm về mức thấp kỷ lục và tỷ lệ CASA cải thiện sẽ giúp biên lãi ròng NIM biên lãi ròng NIM duy trì mức 4%. Quy mô tài sản sinh lời tăng nhanh, tín dụng kỳ vọng hồi phục tốt trong 2024 với tăng trưởng tín dụng năm 2024 dự kiến đạt 13% cũng sẽ có tác động tích cực đến thu nhập lãi thuần và lợi nhuận của STB.
- Áp lực trích lập dự phòng giảm đáng kể từ 2024:** Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ tắt toán toàn bộ trái phiếu VAMC và hoàn thành trích lập xử lý toàn bộ nợ xấu thuộc Đề án tái cơ cấu trong năm 2024-đầu 2025. Nhờ đó, áp lực trích lập dự phòng từ năm 2024 trở đi sẽ giảm bớt đáng kể giúp lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ.
- Kỳ vọng tiến độ xử lý tài sản tồn đọng của STB sẽ được đẩy nhanh và hoàn thành trong 2024-2025:** Thu nhập từ việc đấu giá thành công khoản nợ liên quan KCN Phong Phú đang được thực hiện theo tiến độ tại hợp đồng và thời điểm hạch toán phụ thuộc vào quyết định của Ban lãnh đạo Ngân hàng. Đồng thời, STB vẫn đang tích cực làm việc với các bên liên quan để xử lý 32,5% cổ phần của STB do VAMC quản lý. Do đó, chúng tôi chưa đưa khoản thu nhập khác có thể ghi nhận từ việc bán các tài sản này vào dự báo của STB trong năm 2024.

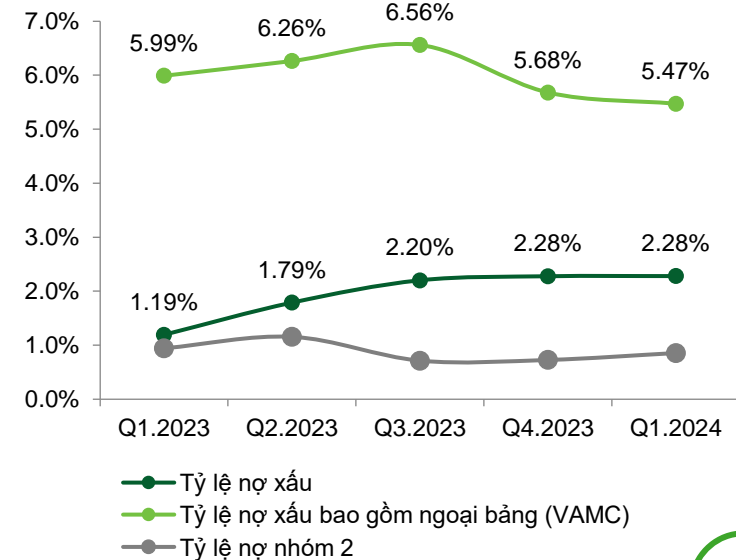
Tăng trưởng tín dụng



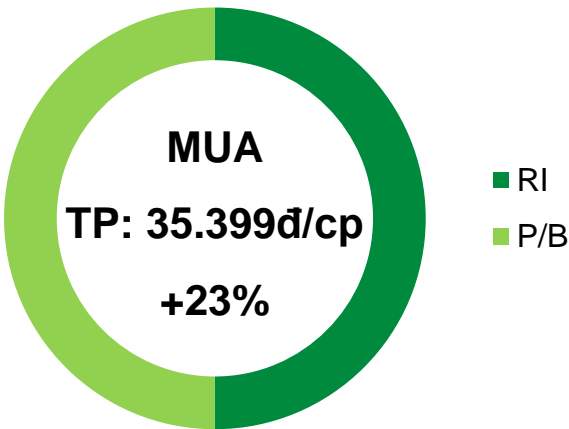
NIM



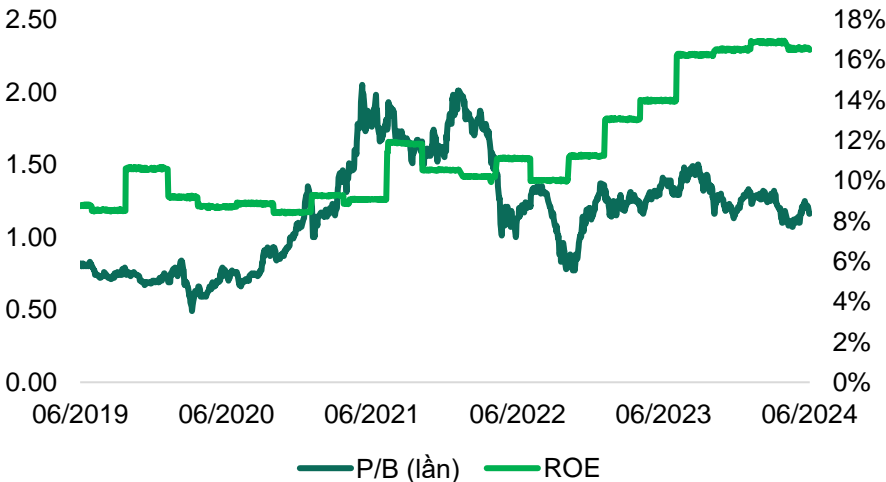
Tỷ lệ nợ xấu



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023	2024F
Tổng thu nhập hoạt động	26.141	26.173	32.145
+/-yoy (%)	47,7%	0,1%	22,8%
LNTT	6.339	9.595	13.164
+/- %	44,1%	51,4%	37,2%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	20.490	24.259	29.965

Một số giả định trong dự báo 2024

- Tăng trưởng cho vay khách hàng: 13%
- NIM: 3,8%
- Tỷ lệ nợ xấu nội bảng và tỷ lệ dự phòng rủi ro bao phủ nợ xấu: 1,8% và 79%
- Tỷ lệ CIR: 46,2%

Một số rủi ro

- Rủi ro trì hoãn trong quá trình xử lý tài sản tồn đọng
- Rủi ro nợ xấu

Diễn biến giá



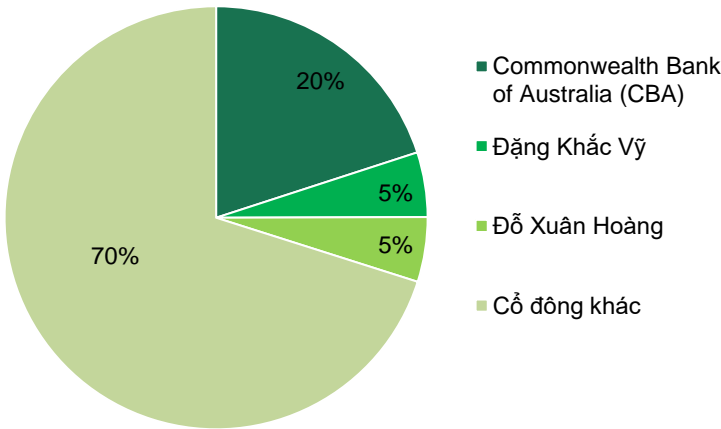
Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	16,4 – 23,9
GTGD bình quân 52T	5.132.262
Vốn hóa (tỷ đồng)	53.273
P/E	6,09x
P/B	1,40x
% NN sở hữu	20,5%
Dự phóng 2024 (tỷ đồng)	
Tổng thu nhập hoạt động	23.271 (+5,0%)
Lợi nhuận trước thuế	12.332 (+15,2%)

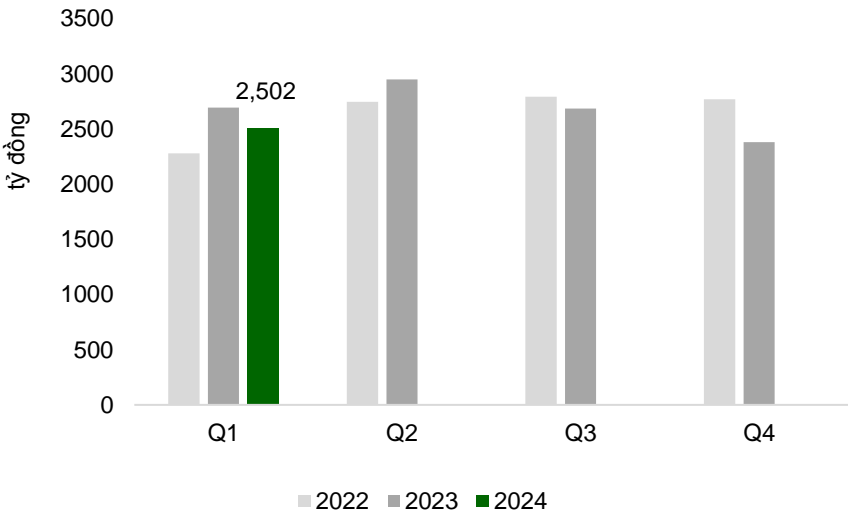
CẬP NHẬT KQKD

- VIB là ngân hàng TMCP có tỷ trọng bán lẻ thuộc top đầu ngành với tỷ lệ gần 90% danh mục tín dụng và liên tục dẫn đầu thị phần trong các mảng kinh doanh trọng yếu như cho vay mua nhà, mua ô tô, thẻ tín dụng...
- Cổ đông:** Các quỹ và NĐT nước ngoài chiếm 20%. Chủ tịch và thành viên HĐQT nắm giữ 14,6%, còn lại là các cổ đông trong nước khác nắm giữ 65,4%.
- KQKD Q1.2024:** VIB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 5.318,5 tỷ đồng (+7,9% yoy), trong đó: Thu nhập lãi thuần đạt 4.036 tỷ đồng (-6,2% yoy), thu nhập ngoài lãi ghi nhận 1.283 tỷ đồng (+105,1% yoy). Lợi nhuận trước thuế đạt 2.502 tỷ đồng (-7,1% yoy).

Cơ cấu cổ đông



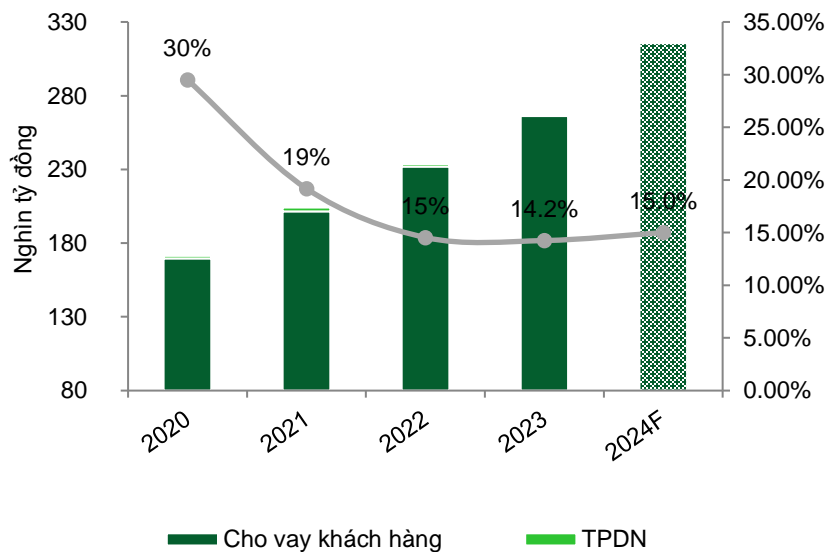
LNTT VIB



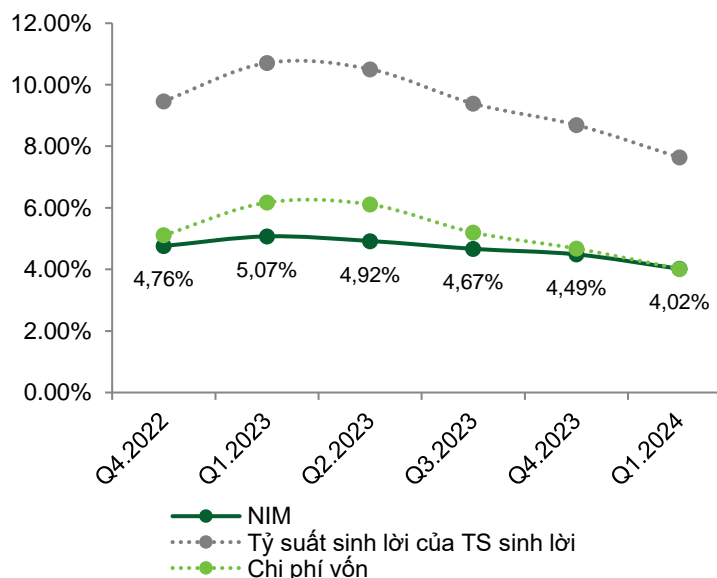
Cho vay mua nhà là động lực dẫn dắt tăng trưởng của khối bán lẻ

- Tín dụng kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2024 với động lực đến từ sự hồi phục của hầu hết các mảng kinh doanh, trong đó mảng cho vay mua nhà ở sẽ là động lực dẫn dắt tăng trưởng. Chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay sẽ tiếp tục duy trì ở mặt bằng thấp và kéo dài ít nhất đến hết năm nay, qua đó gián tiếp tác động đến tâm lý của những người có nhu cầu mua nhà thực hoặc để đầu tư/kinh doanh với ước tính dư nợ cho vay mua nhà của VIB sẽ tăng khoảng 15% trong năm 2024.
- Thu nhập ngoài lãi kỳ vọng có sự cải thiện nhờ sự hồi phục của thị trường bảo hiểm và khoản thu nhập bất thường từ thu hồi các khoản nợ đã xử lý rủi ro.
- Mức độ cải thiện NIM của VIB tích cực hơn so với mặt bằng chung nhờ cơ cấu cho vay bán lẻ chiếm tỷ trọng cao và đa dạng hóa nguồn huy động vốn. Bên cạnh việc huy động một phần vốn ngắn hạn đến từ thị trường liên ngân hàng và tiền gửi từ dân cư, việc huy động vốn từ thị trường nước ngoài giúp VIB đa dạng hóa được nguồn huy động vốn với chi phí hợp lý nhằm tài trợ cho các khoản cho vay mua nhà, mua ô tô dài hạn, đồng thời giúp nâng cao tính thanh khoản của ngân hàng.

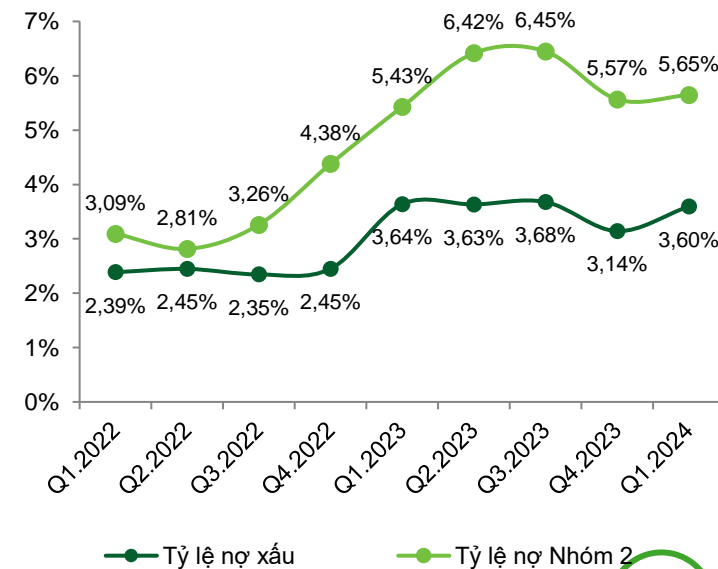
Tăng trưởng tín dụng



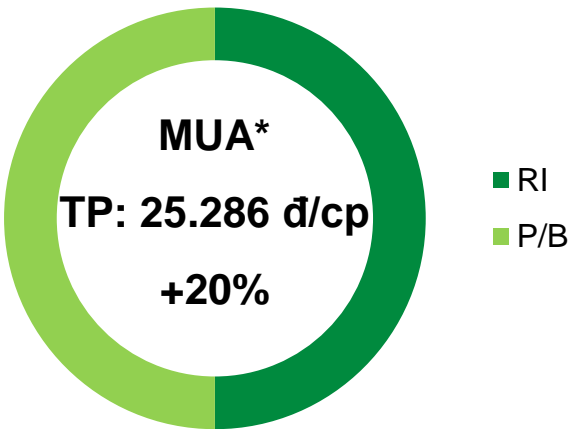
NIM



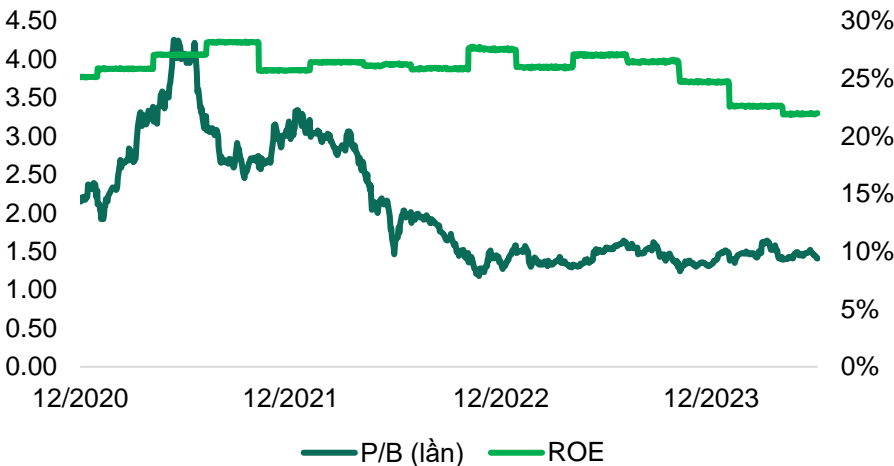
Tỷ lệ nợ xấu



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023	2024F
Tổng thu nhập hoạt động	18.058	22.160	23.271
+/-yoy (%)	21,27%	22,72%	5,01%
LNTT	10.581	10.704	12.332
+/- %	32,08%	1,16%	15,21%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	15.492	14.955	17.206

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng tín dụng: 15%
- Lợi suất sinh lời của tài sản: 8,37%
- Chi phí vốn: 5,03%
- Tỷ lệ nợ xấu: 3,09%

Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu

NGÀNH XÂY DỰNG HẠ TẦNG



- Giá trị giải ngân lũy kế 5T ước đạt 190.600 tỷ đồng, hoàn thành 26,6% kế hoạch năm (mức cao nhất trong 6 năm gần đây) và đã tăng tốc đáng kể từ tháng 04.2024. Dự kiến **tốc độ giải ngân sẽ tăng dần vào nửa cuối năm**:

- Các gói thầu lớn đã chọn được nhà thầu chính và cơ bản hoàn thành thủ tục pháp lý.
- Nhu cầu thúc đẩy đầu tư công để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.
- Vướng mắc về thiếu hụt nguyên vật liệu dần được tháo gỡ thông qua cơ chế đặc thù cho phép doanh nghiệp khai thác mỏ.

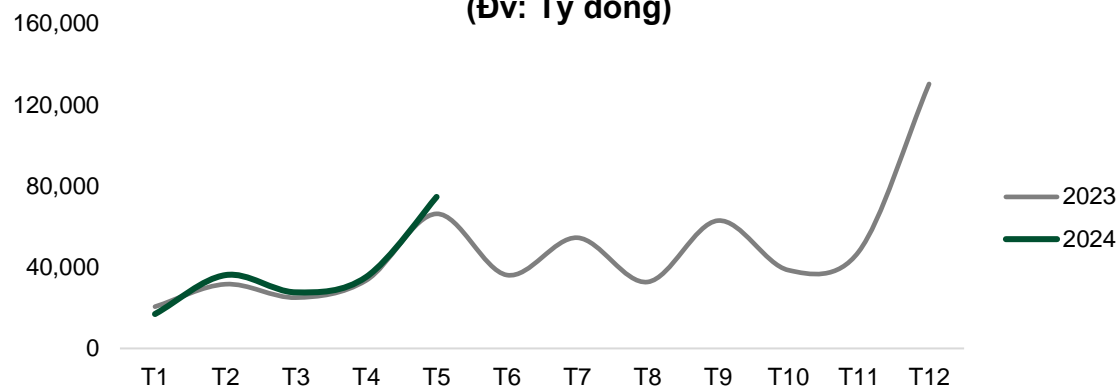
Các dự án lớn bước vào giai đoạn triển khai hạng mục chính

Các dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 đã hoàn thành cơ bản khâu GPMB và hạ tầng nền móng. Tiến độ giai đoạn 2 được đánh giá bám sát kế hoạch hơn so với giai đoạn 1.

Tuy nhiên, tiến độ thi công trong năm 2024 vẫn đối mặt với một số khó khăn nhất định:

- Mùa mưa khu vực miền Nam đến sớm.
- Rủi ro thiếu hụt nguyên vật liệu vẫn lớn do: (1) Đặc điểm địa lý khu vực ĐBSCL có trữ lượng cát san lấp đạt chất lượng thi công rất hạn chế, (2) Khả năng cung ứng VLXD tại chỗ hạn chế tại nhiều địa phương.

Tình hình giải ngân vốn đầu tư công 2023-2024
(Đv: Tỷ đồng)



Dự án	VĐT (tỷ VNĐ)	Tiến độ thi công	Đánh giá so với kế hoạch
Bãi Vọt – Hàm Nghi	7.403	40%	Vượt tiến độ
Hàm Nghi – Vũng Áng	10.185		Chậm tiến độ do thời tiết
Vũng Áng – Bùng	11.785	53%	Vượt tiến độ
Bùng – Vạn Ninh	10.526		Vượt tiến độ
Vạn Ninh – Cam Lộ	10.591	35%	Chậm tiến độ do thời tiết
Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	20.898		Phù hợp
Hoài Nhơn – Quy Nhơn	12.544		Chậm tiến độ do chưa chuyển đổi mục đích sử dụng đất
Quy Nhơn – Chí Thạnh	12.298	25%	Vượt tiến độ
Chí Thạnh – Vân Phong	10.601	36%	Vượt tiến độ
Vân Phong – Nha Trang	12.906		Vượt tiến độ
Cần Thơ – Hậu Giang	9.768	9%	Chậm tiến độ do thiếu cát
Hậu Giang – Cà Mau	17.485	9%	Chậm tiến độ do thiếu cát

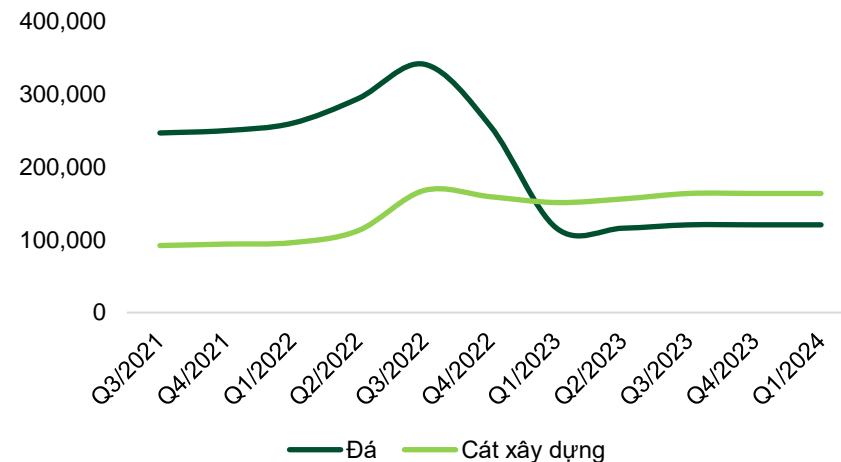
Chính phủ tích cực đưa ra biện pháp gỡ khó, giúp mặt bằng biên lợi nhuận cải thiện

- ▼ Mặt bằng giá nguyên vật liệu xây dựng quan trọng như thép, xi măng, cát... ổn định trong giai đoạn đủ lâu để đơn giá hợp đồng điều chỉnh theo chi phí xây dựng của nhà thầu.
- ▼ Vướng mắc về trượt giá và thiếu hụt nguyên vật liệu xây dựng hạ tầng có tín hiệu được tháo gỡ thông qua:
 - Nghị quyết số 106 cho phép các nhà thầu không phải thực hiện thủ tục cấp Giấy phép khai thác khoáng sản làm vật liệu xây dựng. Điều này giúp doanh nghiệp chuẩn hóa được giá và khối lượng nguyên vật liệu.
 - Giao chủ đầu tư dự án cung cấp danh sách các loại vật liệu chưa có trong danh sách công bố giá vật liệu của địa phương, hoặc đã công bố giá nhưng chưa đúng với giá thị trường để điều chỉnh, bổ sung kịp thời.
 - Việc điều chỉnh đơn giá đã bám sát thực tế dựa trên việc tăng tần suất điều chỉnh (từ 1 lần/ năm sang 1 lần/ tháng) và tăng mức độ định giá chi tiết theo từng hạng mục.

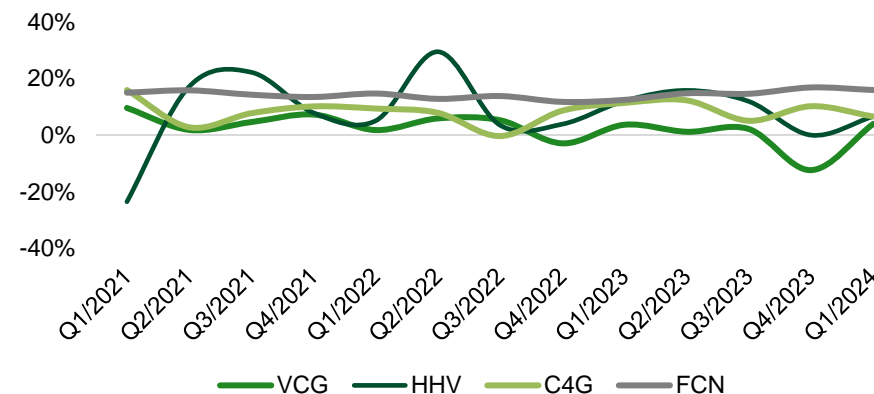
Tuy nhiên, sẽ có sự phân hóa về biên lợi nhuận giữa các nhà thầu:

- ▼ Chiến lược đấu thầu bằng mọi giá khiến mặt bằng giá đấu thầu bị kéo xuống thấp, tạo nên mâu thuẫn với việc nhiều doanh nghiệp đang trông chờ chính sách “giải cứu” khi chi phí tăng cao ăn mòn biên lợi nhuận.
- ▼ Các doanh nghiệp thi công hầm, cầu sẽ có lợi thế do quá trình quyết toán thường đơn giản hơn vì hầu hết nguyên vật liệu và hạng mục chi phí quan trọng đã có đơn giá rõ ràng, chuẩn mực.

**Giá nguyên vật liệu xây dựng tại Hà Nội
(Đv: VND/ kg)**



Biên lợi nhuận gộp xây lắp của các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng

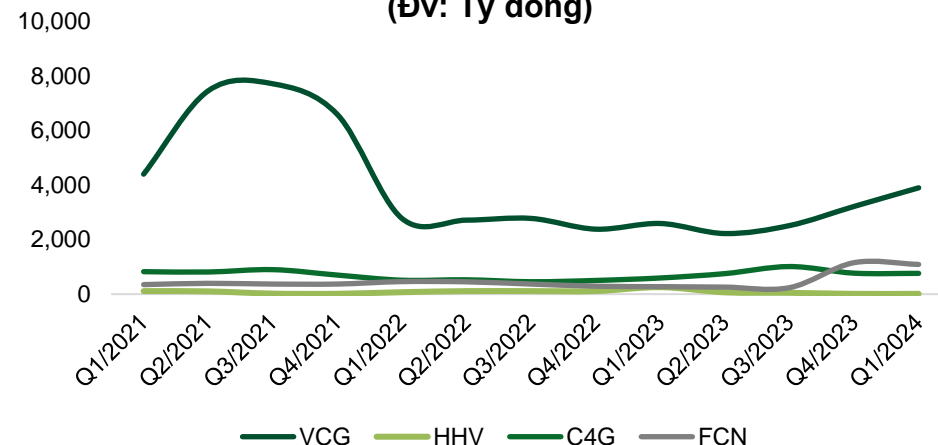


- Đặc thù dòng tiền của các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng thường khá dồi dào trong giai đoạn đầu của chu kỳ thi công dự án nhờ tiền tạm ứng từ ban quản lý dự án. Tận dụng giai đoạn nguồn vốn thuận lợi, các doanh nghiệp đã thanh toán bớt nợ vay, cải thiện cơ cấu tài chính.
- Tuy vậy, sang đến giai đoạn 2024 – 2025, **các doanh nghiệp cần thận trọng hơn trong việc kiểm soát dòng tiền, hiệu quả dự án:**
 - Việc thanh toán dựa theo tiến độ công trình trên cơ sở kết quả nghiệm thu khối lượng đã hoàn thành. Do đó, những doanh nghiệp (1) Chậm tiến độ thi công hoặc gặp khó khăn trong quyết toán, nghiệm thu, (2) Chi phí thực tế quá xa so với định mức, sẽ gặp nhiều bất lợi.
 - Nguồn vốn tạm ứng về cơ bản được sử dụng hết, và nguồn tài chính của các nhà thầu phụ bắt đầu thiếu hụt và cần bù đắp bởi nhà thầu chính.

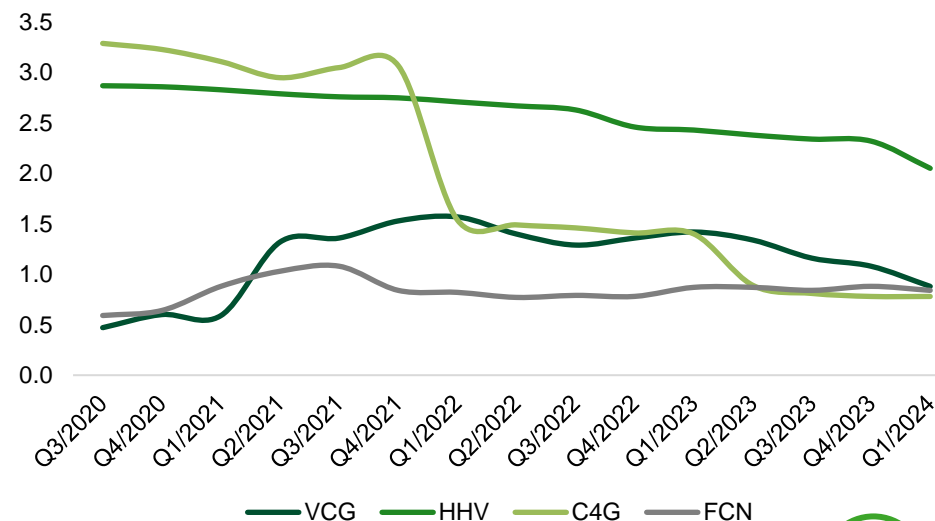
➔ Chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp:

- Sở hữu năng lực tài chính bền vững, không bị thâm hụt dòng tiền nhiều trong hoạt động thi công và phải phụ thuộc vào nợ vay.
- Có khả năng tự chủ được một phần nguồn nguyên vật liệu
- Có hiệu quả kinh tế cao trên từng gói thầu.
- Đảm bảo tốt về tiến độ công trình và hiệu quả dòng tiền.

Giá trị người mua trả tiền trước
(Đv: Tỷ đồng)



Nợ vay/ VCSH của các nhà thầu lớn



Tăng giá vé

- Từ ngày 29/12/2023, bộ GTVT đã điều chỉnh giá vé của 44/47 dự án BOT, mức tăng từ 15%-17% tùy thuộc từng loại xe.
- Trong nhóm doanh nghiệp vận hành BOT, **chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp**:
 - Có hệ thống trạm thu phí của đầu nối với chuỗi cao tốc Bắc – Nam phía Đông, do đó sẽ hưởng lợi khi các dự án thành phần Cao tốc Bắc – Nam phía Đông giai đoạn 2 dần hoàn thiện.
 - Có các trạm tăng trưởng tốt về lưu lượng, lâu nay đang chịu khó khăn trong đảm bảo phương án tài chính (PATC) do: (1) Thiếu hụt vốn ngân sách tham gia dự án, (2) Bị giảm giảm số lượng trạm thu phí so với phương án bán đầu.

Đề án hỗ trợ bằng ngân sách

- Các phương án hỗ trợ bao gồm: (1) bố trí ngân sách để chấm dứt hợp đồng trước thời hạn, (2) bổ sung vốn nhà nước tham gia.
- Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đề án này sẽ cần thêm thời gian để hoàn thiện và thông qua do:
 - Chính phủ cần sự cẩn trọng trong việc thực thi vì tiềm ẩn khả năng tạo tiền lệ xấu cho doanh nghiệp kinh doanh thua lỗ và đẩy gánh nặng về cho nguồn ngân sách nhà nước.
 - Chưa có văn bản cụ thể về mức giá tham chiếu để xác định giá mua lại.
 - Chưa có quyết định về việc có tiếp tục thu phí sau khi mua lại.

Các trạm BOT được chấp thuận tăng giá vé

Công ty	Trạm BOT
CII	Cà Ná, Cổ Chiên
Đèo Cả	An Dân, Đèo Cả, Ninh An
Cienco4	Bến Thủy 1&2, Cầu Yên Lệnh, Hoàng Mai, Km72+930
Tasco	Km41 QL10, Km604 QL1, Tam Nông
Đức Long Gia Lai	Hàm Rồng, Cầu 110
Cường Thuận IDICO	Km16+905 QL91

Dự thảo phương án xử lý các dự án BOT thiếu hiệu quả

Dự án	Công ty	Phương án
BOT cầu Thái Hà	BOT	Bổ sung vốn
BOT cầu Việt Trì - Ba Vì	BOT Phú Hà	Bổ sung vốn
BOT hầm đường bộ qua Đèo Cả	HHV	Bổ sung vốn
BOT cầu Bình Lợi	GUD - STD	Chấm dứt hợp đồng
BOT đường vành đai phía tây TP Thanh Hóa	CTCP BOT Đường tránh Thanh Hóa	Chấm dứt hợp đồng
BOT nâng cấp và cải tạo quốc lộ 91 TP Cần Thơ	CTCP Đầu tư QL91	Chấm dứt hợp đồng
BOT đường Thái Nguyên - Chợ Mới	VDTC	Chấm dứt hợp đồng
nâng cấp mở rộng Quốc lộ 4 (đoạn Km1738+148 - Km1763+610)	Liên danh CT Kinh doanh hàng XNK Quang Đức	Chấm dứt hợp đồng

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 16.980 – 26.275

GTGD bình quân 52T (tỷ đồng) 221

Vốn hóa (tỷ đồng) 11.163

P/E 11,71

P/B 0,92

% NN sở hữu 9,07

Dự phóng KQKD 2024 (tỷ đồng)

Tổng thu nhập 14.031

Lợi nhuận thuần 705

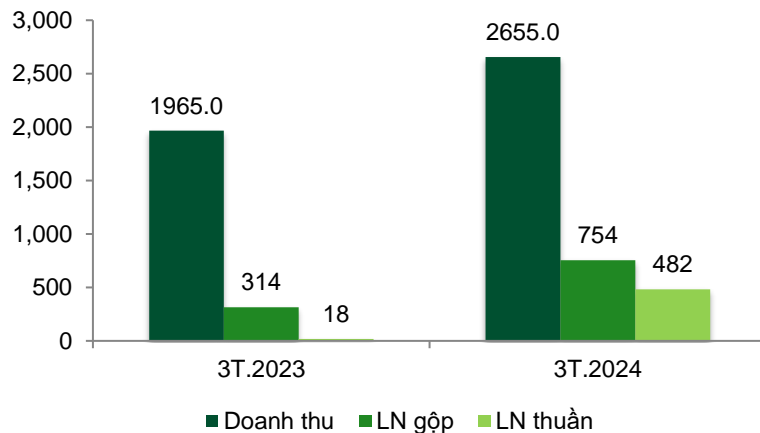
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Hoạt động kinh doanh: VCG là một trong những doanh nghiệp lâu đời và có quy mô lớn trong lĩnh vực xây lắp và cung cấp vật liệu xây dựng. Ngoài ra, VCG sở hữu danh mục hạ tầng các nhà máy điện, nước và cho thuê văn phòng, sàn thương mại. Sau khi hoàn tất thoái vốn nhà nước, VCG tích cực đẩy mạnh phát triển mảng đầu tư bất động sản với dự án trọng điểm Cát Bà Amatia (Hải Phòng) và sắp tới là KCN Đông Anh.

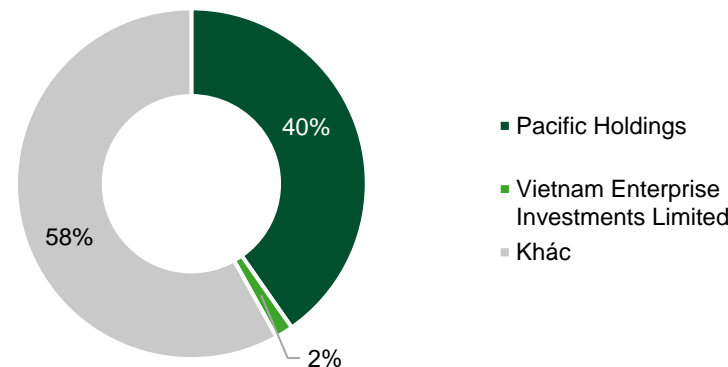
KQKD 3T.2024:

- Doanh thu thuần Q1.2024 đạt 2.650 tỷ đồng (+35% yoy).** Doanh thu tăng trưởng tích cực nhờ: (1) Mức nền thấp năm 2023, (2) Bàn giao dự án 93 Láng Hạ và khu đô thị Hải Yên thúc đẩy doanh thu mảng kinh doanh BĐS.
- Lợi nhuận thuần đạt 482 tỷ đồng (+246% yoy).** Biên lợi nhuận được cải thiện so với Q1.2023 do: (1) Chi phí tài chính giảm 40% scvk nhờ tắt toán bớt nợ vay, (2) Ghi nhận tỷ trọng đóng góp gia tăng từ mảng BĐS với biên lợi nhuận cao.

KQKD hợp nhất của VCG (đv: Tỷ đồng)



Cơ cấu cổ đông của VCG



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Giá trị backlog tăng mạnh đánh dấu mảng xây lắp bắt đầu trở lại

Các dự án hạ tầng trọng điểm (03 dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, các gói thầu của sân bay Long Thành) giúp đảm bảo nguồn thu cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2024 - 2026.

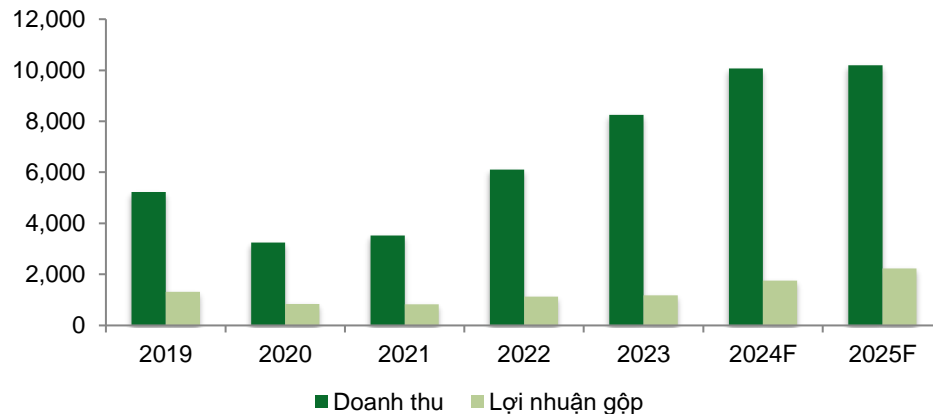
Chuỗi giá trị hoàn thiện tăng khả năng tối ưu lợi nhuận trên từng gói thầu

- Nhờ sở hữu mảng sản xuất và kinh doanh vật liệu xây dựng, VCG tự chủ một phần nguồn VLXD, giảm khả năng trượt giá và mở rộng biên lợi nhuận.
- Nhân rộng mô hình chuỗi giá trị đầy đủ trên một tuyến hạ tầng giao thông (đã từng khá thành công tại dự án cao tốc Vân Đồn – Móng Cái), giúp doanh nghiệp sở hữu năng lực vượt trội trong khai thác dòng tiền và tối ưu lợi ích kinh tế trên các gói thầu xây dựng.

Tiềm năng lớn trong mảng Bất động sản

- Hiệu quả kinh doanh cải thiện ở dự án Đại lộ Hòa Bình & KDC Hải Yên. Mặt bằng giá đất được hỗ trợ tích cực nhờ (1) Các dự án hạ tầng trên địa bàn, (2) Hiệu ứng từ dự án Golden Avenue Móng Cái.
- VCG đang đẩy mạnh mảng BĐS KCN với 2 dự án (1) CCN Sơn Đông (tỷ lệ đăng ký thuê đạt 100%, dự kiến triển khai trong Q4/2024), (2) KCN Đông Anh (dự kiến khởi công vào Q1/2025). Các dự án đã được phê duyệt và dự báo đem về dòng tiền tích cực trong 2025 – 2026.

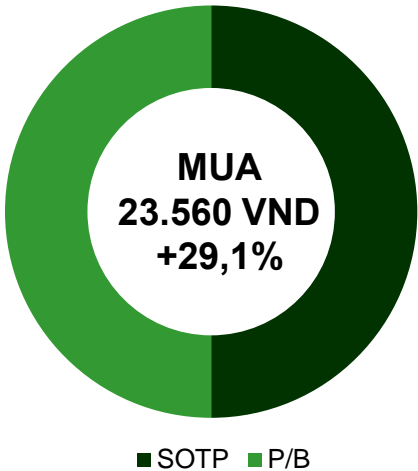
Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng xây lắp (Đv: Tỷ đồng)



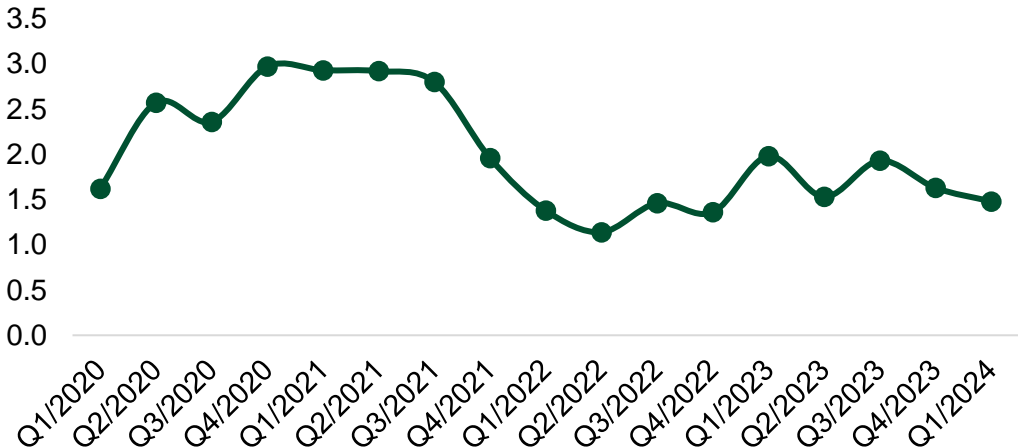
Các dự án BĐS của VCG trong giai đoạn 2024 - 2028

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)
BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ & THƯƠNG MẠI		
KDC, KĐT Hải Yên	Quảng Ninh	34,9
KDC đô thị đại lộ Hòa Bình	Quảng Ninh	48,8
Khu TMDV Kim Văn – Kim Lũ	Hà Nội	1,2
TTTM Chợ Mơ	Hà Nội	1,5
Cát Bà Amatina	Hải Phòng	172,3
BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP		
KCN CNC 2 Hòa Lạc	Hà Nội	270,8
Cụm Công nghiệp Sơn Đông	Hà Nội	72,5
KCN Đông Anh	Hà Nội	300,0

ĐỊNH GIÁ



P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	12.710	14.031	14.278
+/- yoy (%)	47,29%	10,40%	1,76%
Lợi nhuận thuần	404	705	961
+/- yoy (%)	-54,5%	74,8%	36,2%
EPS (VND/cổ phiếu)	755	1.320	1.797

Một số giả định trong dự báo

- Ghi nhận lợi nhuận từ việc thoái vốn Cảng Vạn Ninh trong năm 2024.
- Biên LN gộp mảng xây lắp hồi phục dần về mức trung bình trong giai đoạn 2024 – 2026.

Một số rủi ro

- Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn dự kiến.
- Thị trường bất động sản nghỉ dưỡng ảm đạm gây trì hoãn dòng tiền từ dự án Cát Bà Amatina.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 11.876 – 16.833

GTGD bình quân 52T (tỷ đồng) 112

Vốn hóa (tỷ đồng) 5.063

P/E 12,07

P/B 0,77

% NN sở hữu 8,25

Dự phóng KQKD 2024 (tỷ đồng)

Tổng thu nhập 3.394

Lợi nhuận thuần 435

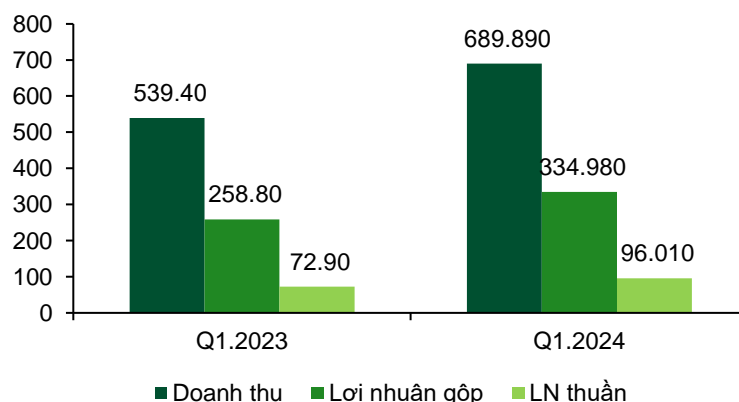
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Hoạt động kinh doanh: HHV là thành viên quan trọng thuộc hệ thống Tập đoàn Đèo Cả - một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực đầu tư thi công các dự án hạ tầng giao thông. Hiện tại, HHV hoạt động trên một số lĩnh vực chính: (1) Đầu tư, khai thác dự án BOT, (2) Duy tu, bảo dưỡng và quản lý vận hành hạ tầng giao thông, (3) Xây lắp công trình giao thông.

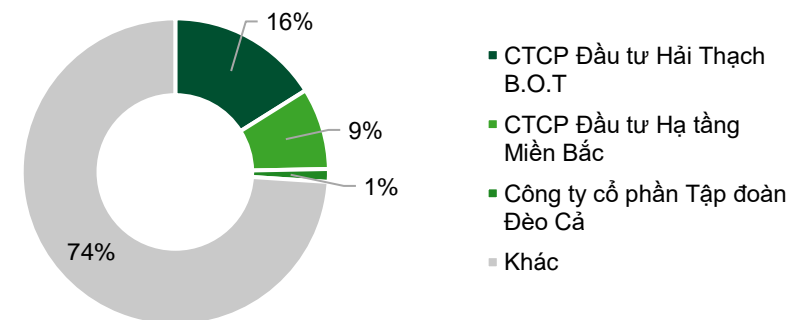
KQKD 3T.2024:

- Doanh thu thuần Q1.2024 đạt 690 tỷ đồng**, (+27,9% yoy). Hai mảng kinh doanh chủ đạo (Thu phí BOT và Xây lắp) cùng ghi nhận mức tăng trưởng tích cực (lần lượt đạt 23,1% và 43,3% yoy) nhờ: (1) Mức giá thu phí tại các trạm BOT được điều chỉnh tăng từ cuối năm 2023; (2) HHV đẩy mạnh thi công các gói thầu xây lắp lớn.
- Lợi nhuận thuần đạt 96 tỷ đồng (+31,7% yoy)**. Biên lợi nhuận được cải thiện nhẹ so với Q1.2023 do: (1) Biên lợi nhuận gộp mảng thu phí mở rộng nhờ điều chỉnh mức giá thu phí, (2) Chi phí quản lý được kiểm soát hiệu quả, (3) Bắt đầu ghi nhận doanh thu tài chính từ hoạt động hợp tác đầu tư tại dự án cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo.

KQKD hợp nhất của HHV (đv: Tỷ đồng)



Cơ cấu cổ đông của HHV



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

• Lợi nhuận thu phí BOT kì vọng tăng trưởng trên 30% trong năm 2024.

- Tại cuối năm 2023, HHV đã chính thức được chấp thuận tăng giá thu phí tại 4 trạm (trạm Đèo Cả, An Dân, Cù Mông và Ninh Lộc) với mức tăng trung bình khoảng 18%.
- Lưu lượng xe qua các trạm tiếp tục xu hướng hồi phục cùng với các hoạt động kinh tế và xuất nhập khẩu.

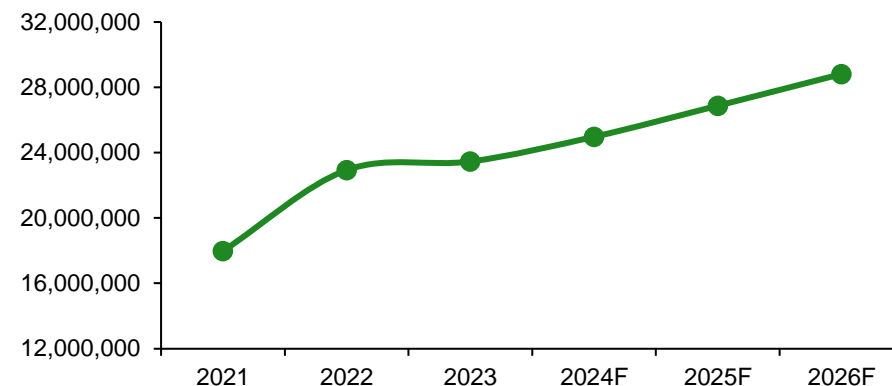
• Gia tăng mạnh tỷ lệ vốn ngân sách tham gia tại các dự án PPP mới.

- Tỷ lệ vốn ngân sách tham gia được nâng lên gần 70% tại tuyến cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh, giúp giảm thiểu đáng kể áp lực tài chính cho nhà đầu tư.
- Nguồn vốn huy động linh hoạt hơn, kết hợp các nguồn vốn tín dụng – phát hành chứng khoán – hợp tác kinh doanh.

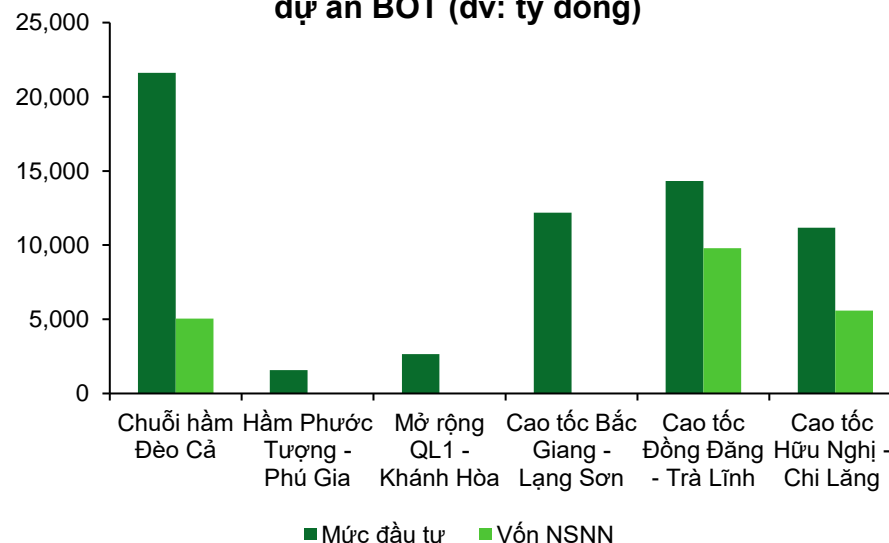
• Doanh thu từ các gói thầu xây lắp ghi nhận sự bùng nổ trong giai đoạn 2024 – 2026.

- Các gói thầu quan trọng (cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Hữu Nghị - Chi Lăng) bắt đầu vào giai đoạn thi công hạng mục chính.
- Biên lợi nhuận gộp xây lắp dự báo hồi phục dần về mức 8 – 9% nhờ: (1) Định mức, đơn giá vật liệu sát hơn so với thực tế; (2) Các gói thầu do HHV đảm nhận thường khá hiệu quả về chi phí nhờ đảm bảo tốt tiến độ và có thể tận dụng nguồn vật liệu đào ra từ các công trình hầm qua núi.

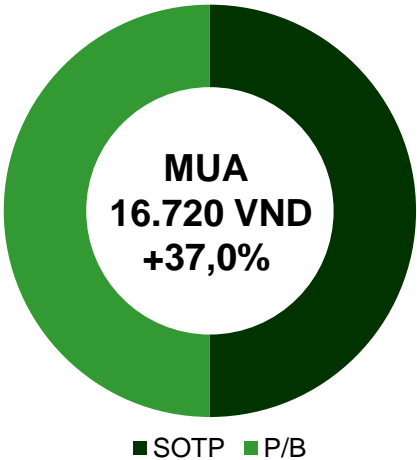
Tổng lưu lượng qua các trạm thu phí của HHV
(đv: lượt xe)



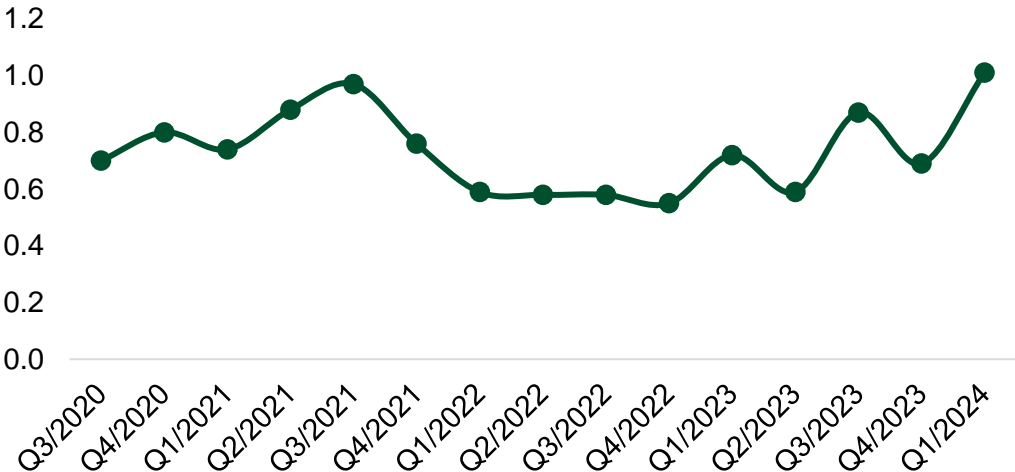
Mức đầu tư và phần vốn NSNN tham gia tại các dự án BOT (đv: tỷ đồng)



ĐỊNH GIÁ



P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	2.686	3.394	3.762
+/- yoy (%)	28,21%	26,37%	10,85%
Lợi nhuận thuần	322	435	482
+/- yoy (%)	21,99%	35,15%	10,71%
EPS (VND/cổ phiếu)	978	1.058	1.171

Một số giả định trong dự báo

- Thi công và ghi nhận doanh thu từ gói thầu cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, Hữu Nghị - Chi Lăng và Đồng Đăng – Trà Lĩnh trong giai đoạn 2024 - 2026.
- Chưa đưa các khoản hỗ trợ tài chính có thể nhận từ NSNN đối với các dự án chuỗi Hàm Đèo Cả và CT Bắc Giang – Lạng Sơn vào mô hình dự báo.

Một số rủi ro

- Áp lực pha loãng từ các đợt phát hành cổ phiếu.
- Chậm giải ngân các gói hỗ trợ từ ngân sách.
- Dòng tiền thu phí tại các trạm thấp hơn dự kiến.

NGÀNH ĐIỆN

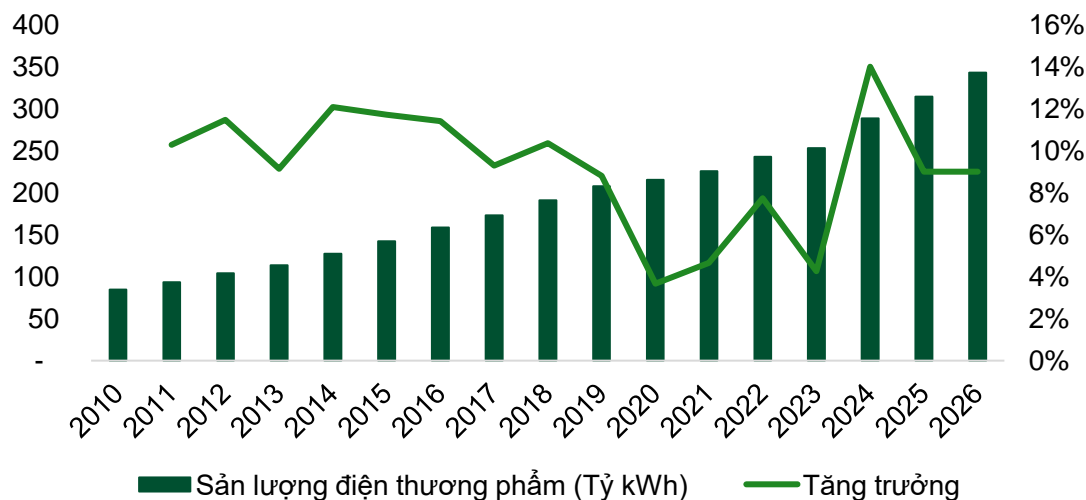
PC1 – 36.300 (+26%)



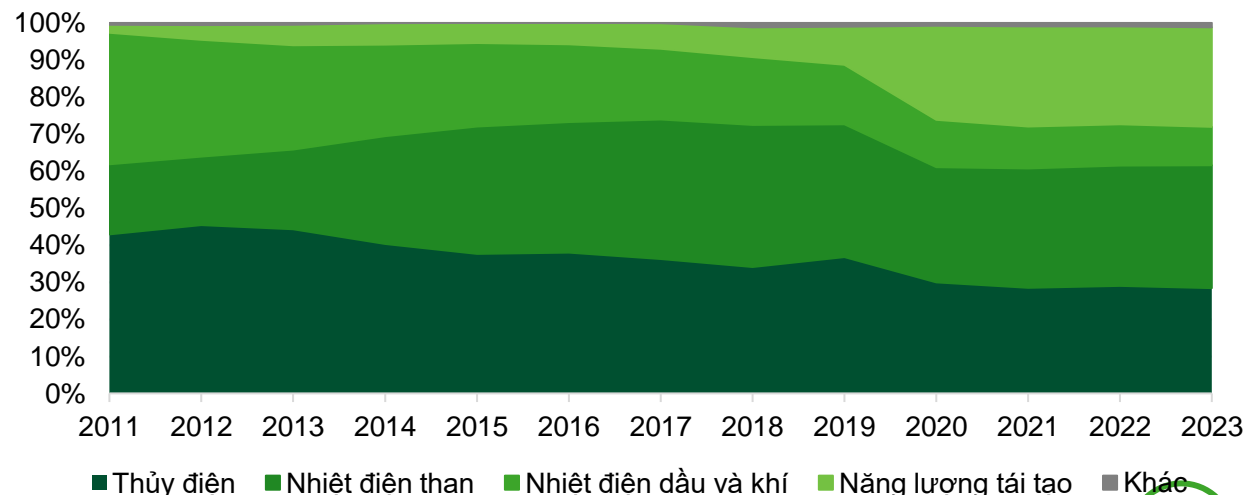
Theo kế hoạch vận hành điện năm 2024 của EVN dự kiến sản lượng điện toàn hệ thống dự báo ở mức 306,4 tỷ KWh (+9% YoY) dựa trên mục tiêu tăng trưởng GDP 6-6,5%. Với việc trung tâm điều độ hệ thống điện quốc gia (A0) chủ động tích nước các hồ thủy điện và ưu tiên huy động nhóm nhiệt điện từ Q1/2024 và tiến độ đường dây 500 kV mạch 3 đang được triển khai tốt, **chúng tôi đánh giá rằng khu vực phía Bắc năm nay khả năng cao không thiếu điện.**



Tính đến hết năm 2023, EVN cho biết tổng công suất nguồn điện đạt 80.556 MW (+3.5% YoY), chủ yếu đến từ sự gia tăng công suất khi các nhà máy năng lượng tái tạo phát điện thương mại và nhà máy điện than mới. Chúng tôi đánh giá rằng công suất nguồn điện trong 2H2024 sẽ không có sự tăng trưởng nhiều do hầu hết các dự án mới đều đang trong giai đoạn nghiên cứu, hoàn thiện pháp lý. Về các nhà máy mới trong 2H2024, Nhà máy điện LNG Nhơn Trạch 3 (750 MW) đặt kế hoạch sẽ vận hành thương mại vào Q4/2024.

Sản lượng điện thương phẩm

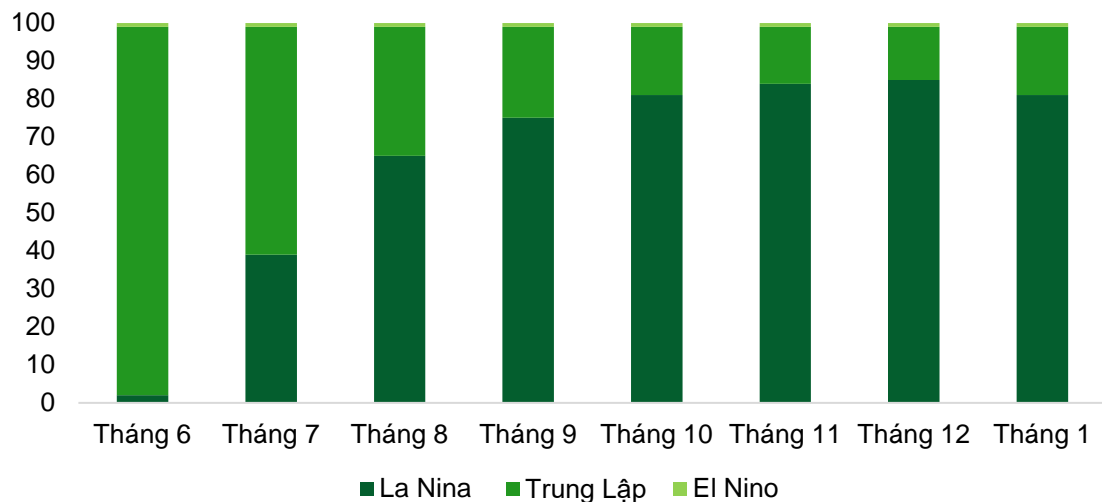


Cơ cấu công suất đặt theo loại hình

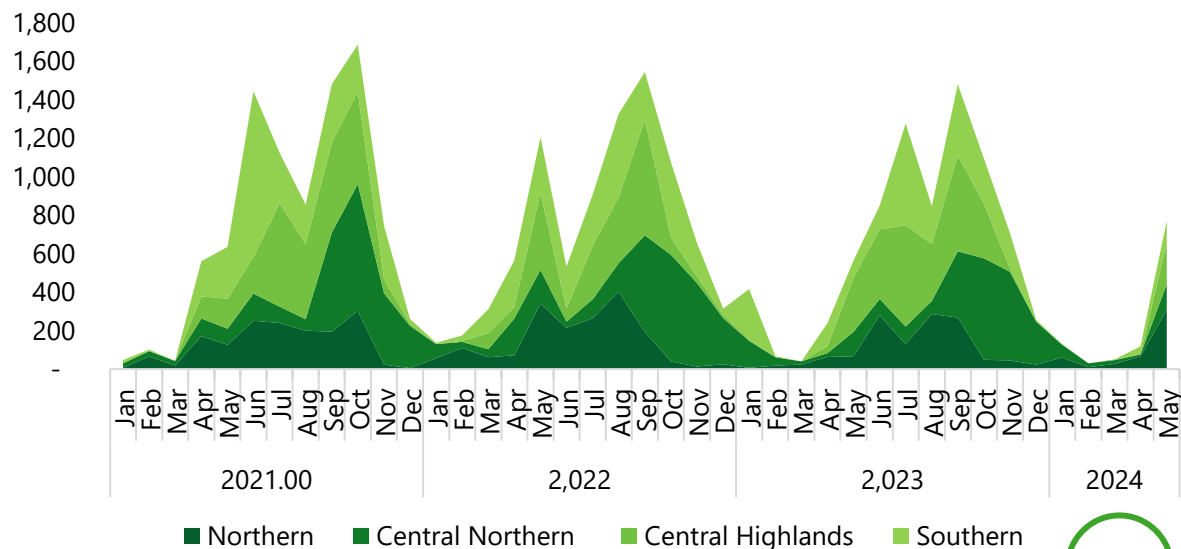


-  Theo dự báo mới nhất của IRI, La Nina có xác suất cao trên 60% quay trở lại kể từ tháng 8/2024, Trung tâm dự báo khí tượng thủy văn quốc gia dự báo lượng mưa từ tháng 7-9 năm 2024 sẽ cao hơn từ 5%-30% trung bình nhiều năm tùy các khu vực khác nhau. Khi thời tiết bị ảnh hưởng bởi La Nina, nhóm thủy điện sẽ được ưu tiên huy động góp phần thúc đẩy sản lượng và doanh thu. Tuy nhiên, trong năm 2024 là năm thị trường điện của nhiều sự thay đổi, đặc biệt là Qc của các nhà máy thủy điện được điều chỉnh từ 90% lên 98%. Chúng tôi cho rằng các nhà máy thủy điện lớn (>30MW) sẽ có sản lượng cải thiện nhưng doanh thu sẽ không cùng pha. **Trong khi đó, các nhà máy thủy điện nhỏ được hưởng cơ chế giá tránh được sẽ có sự cải thiện cả về sản lượng và doanh thu.**
-  Tính đến hết tháng 5, tổng lượng mưa của 7 trạm quan trắc tăng 17% YoY. Cùng với đó, Trung tâm điều độ hệ thống điện quốc gia đã bắt đầu huy động sản lượng của nhóm thủy từ tháng 6/2024 để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện cao điểm.

Xác suất La Nina, El Nino và trung lập từ tháng 6/2024 – tháng 1/2025

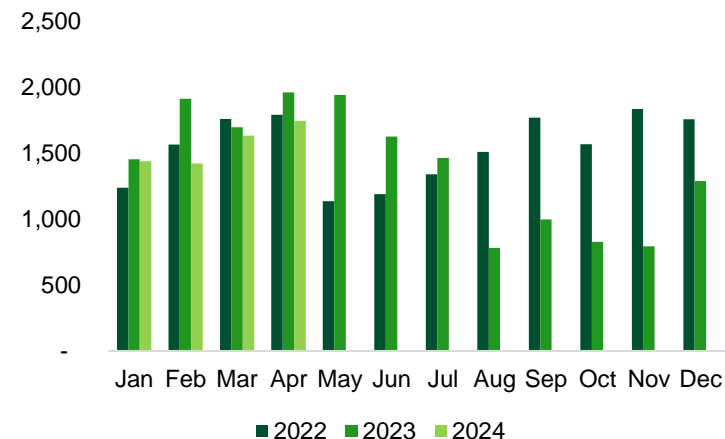


Lượng mưa bình quân theo vùng giai đoạn 2021-2024

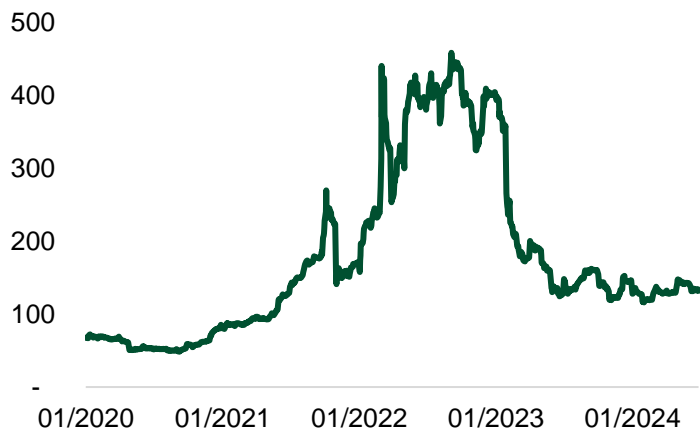


- ▼ **Giá điện bình quân trên thị trường phát điện cạnh tranh trong 4T2024 đạt 1.561 VND/kWh (-11% YoY)**, chúng tôi cho rằng giá điện trên CGM trong năm 2H2024 sẽ ở mức nền cao hơn so với năm 2023 do nguồn cung từ thủy điện dự kiến sẽ giảm so với cùng kỳ khi Qc thủy điện ở mức 98% và giá than có thể tiếp tục duy trì mức thấp hơn so với cùng kỳ.
- ▼ **Về giá than, giá than Newcastle bình quân trong 6T2023 giảm 38% YoY do nhu cầu EU giảm sút**, tuy nhiên hiện mức trên 130 USD/tấn vẫn cao hơn so với năm 2021. Đối với than trong nước, việc các mỏ lộ thiên ngày càng cạn kiệt và phải khai thác than hầm lò với giá cao hơn thì giá than trộn trong nước để sản xuất than sẽ có xu hướng tăng lên trong dài hạn.
- ▼ **Về khí, khí tự nhiên 4T2024 tăng 5% YTD do sự đi lên của giá dầu**, các mỏ khí ảm đang có sự sụt giảm nhanh và đã có trường hợp thiếu khí cục bộ vào các thời điểm cao điểm. Trong khi đó, các mỏ khí xa bờ, khó khai thác có giá miệng giếng cao khiến việc đưa các mỏ mới đi vào hoạt động gặp nhiều khó khăn.
- ▼ **Nguồn LNG đã được sử dụng để phát điện với nhà máy nhiệt điện Phú Mỹ 3**. Giá khí sử dụng để phát điện ước tính ở mức 12.35 USD/mmBTU, dự kiến giá khí LNG sẽ có sự thay đổi theo từng chuyển nhập về.

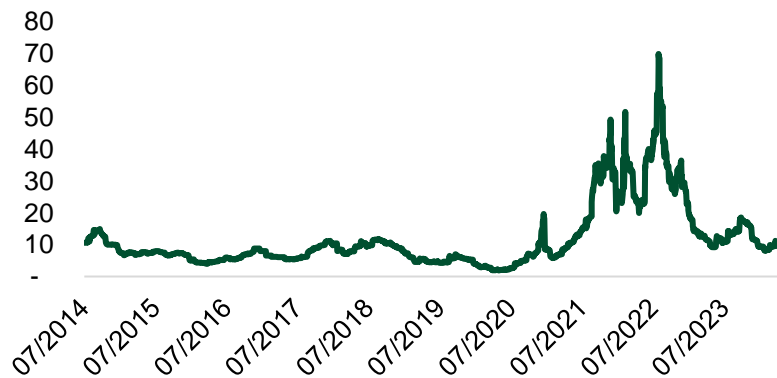
Giá điện toàn phần FMP trên thị trường phát điện cạnh tranh (VND/kWh)



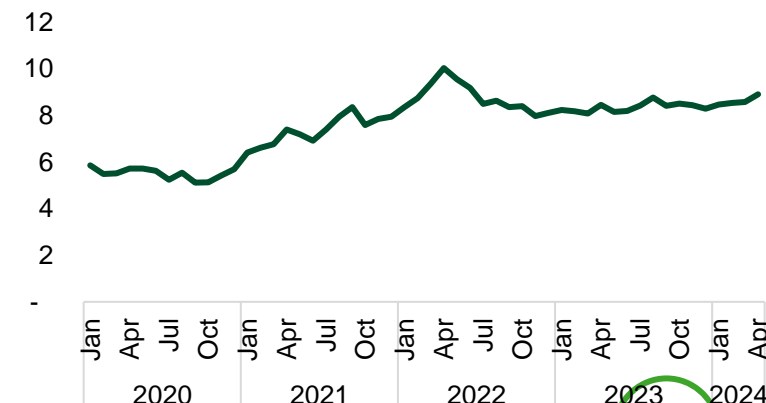
Giá than Newcastle (USD/tấn)



Giá khí LNG tại khu vực châu Á (USD/mmBTU)



Giá khí tại khu vực Phú Mỹ (USD/mmBTU)



- Theo thông tin của EVN, tính đến ngày 26/6/2024, toàn tuyến hoàn thành đúc móng cho toàn bộ 1177/1177 vị trí. Hoàn thành lắp dựng 728/1177 vị trí cột, đang lắp dựng 405/1177 vị trí cột. Hoàn thành kéo dây 95/513 khoảng néo, đang thực hiện kéo dây 45/513 khoảng néo. Hiện tại, Thủ tướng Chính phủ yêu cầu EVN, EVNNPT tập trung chỉ đạo để dự án **sẽ cơ bản hoàn thành dựng cột, kéo dây trong tháng 6/2024 và trong tháng 7/2024 sẽ tổ chức nghiệm thu và khánh thành công trình.**
- => Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp xây lắp sẽ có điểm rơi doanh thu vào 2H2024 khi nghiệm thu và khánh thành công trình đường dây 500kV mạch 3.

Khối lượng công việc đường dây 500kV mạch 3			
	Tư vấn, thiết kế	Nguyên vật liệu, thiết bị	Xây lắp
Ước tính giá trị (tỷ đồng)	669-1.115	8.920-13.380	6.690-8.920
Doanh nghiệp tham gia	TV1, TV2, TV4, Viện Năng lượng	PC1, SJE, SD5,...	PC1, SJE, SD5,...

Tiểu dự án	Chiều dài (km)	Vốn đầu tư (nghìn tỷ đồng)	Tiến độ triển khai
Thanh Hóa - Nam Định	74	2,9	Đến ngày 30/6: Dự án đã đóng điện thành công
Nam Định - Phố Nối	124	5,5	Đến ngày 17/6: dự án đã hoàn thành đúc móng toàn bộ 334/334 vị trí. Hoàn thành lắp dựng 185/334 vị trí cột, đang lắp dựng 124/334 vị trí cột. Hoàn thành kéo dây 2/144 khoảng néo, đang kéo dây 14/144 khoảng néo..
Quảng Trạch - Quỳnh Lưu	225	9,8	Đến ngày 17/6: Dự án đã hoàn thành đúc móng toàn bộ 463/463 vị trí. Hoàn thành lắp dựng 182/463 vị trí cột, đang lắp dựng 201/463 vị trí cột. Hoàn thành kéo dây 10/197 khoảng néo, đang kéo dây 5/197 khoảng néo.
Quỳnh Lưu - Thanh Hóa	92	4,1	Đến ngày 17/6: Dự án đường dây 500 kV Quỳnh Lưu - Thanh Hóa đã hoàn thành đúc móng toàn bộ 200/200 vị trí. Hoàn thành lắp dựng 62/200 vị trí cột, đang lắp dựng 93/200 vị trí cột. Hoàn thành kéo dây 2/98 khoảng néo, đang kéo dây 1/98 khoảng néo

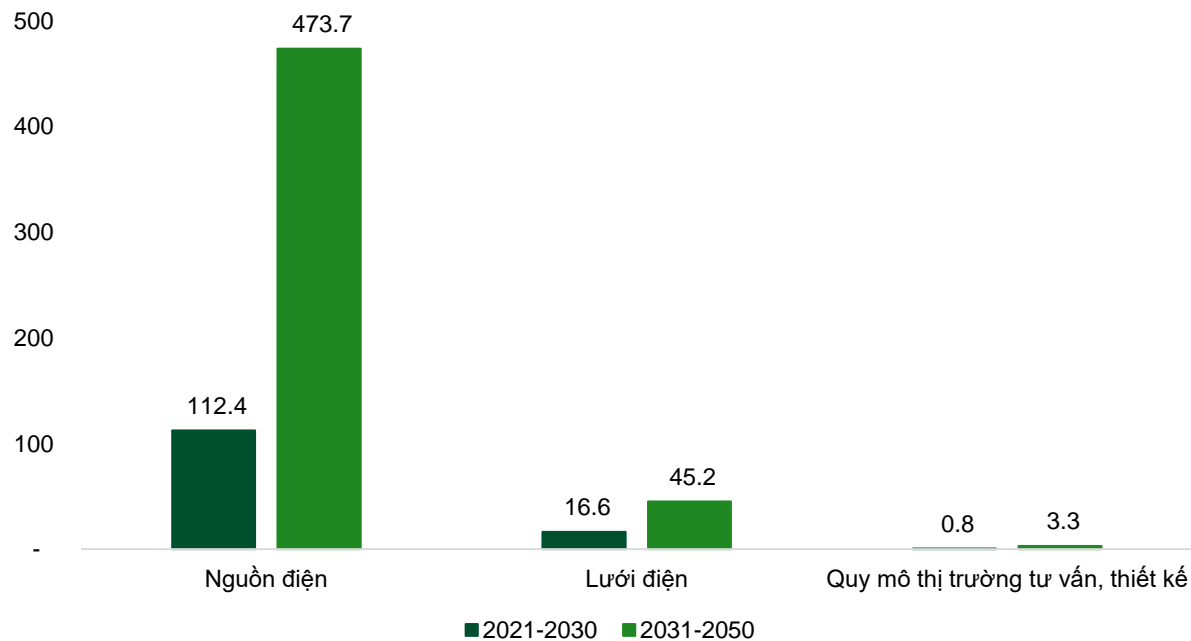
Các văn bản pháp lý quan trọng lần lượt đã ban hành định hình ngành điện trong giai đoạn sắp tới:

- ✔ Ngày 7/1/2023, Bộ Công Thương ban hành Quyết định số 21/QĐ-BCT về khung giá điện chuyển tiếp. Các nhà máy điện chuyển tiếp bắt đầu đàm phán, vận hành với giá tạm bằng 50% giá chuyển tiếp.
- ✔ Ngày 15/5/2023, Thủ tướng phê ban hành Quyết định 500/QĐ-TTg phê duyệt quy hoạch điện VIII.
- ✔ Ngày 1/11/2023, Bộ Công Thương ban hành Thông tư số 19/2023/TT-BCT quy định phương pháp xây dựng khung giá phát điện áp dụng cho nhà máy điện gió, điện mặt trời.
- ✔ Ngày 1/4/2024, Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định số 262/Qđ-TTg phê duyệt kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII.
- ✔ Ngày 12/4/2024, Bộ Công thương ban hành thông tư 07/2024TT-BCT quy định Phương pháp xác định giá phát điện hợp đồng mua điện.
- ✔ Ngày 25/5/2024, Bộ Công Thương đã có Tờ trình số 3526 /TTr-BCT về việc xây dựng Nghị định của Chính phủ quy định cơ chế mua bán điện trực tiếp giữa Đơn vị phát điện năng lượng tái tạo với Khách hàng sử dụng điện lớn (cơ chế DPPA).
- ✔ Ngày 27/5/2024 Bộ Công Thương ban hành Quyết định 1260/QĐ-BCT phê duyệt khung giá phát điện nhà máy khí LNG trong năm 2024. Cụ thể, khung giá từ 0 đến 2.590,85 VND/kWh.
- ✔ Ngày 3/7/2024, Chính phủ ban hành Nghị định số 80/2024/NĐ-CP quy định về cơ chế mua bán điện trực tiếp.

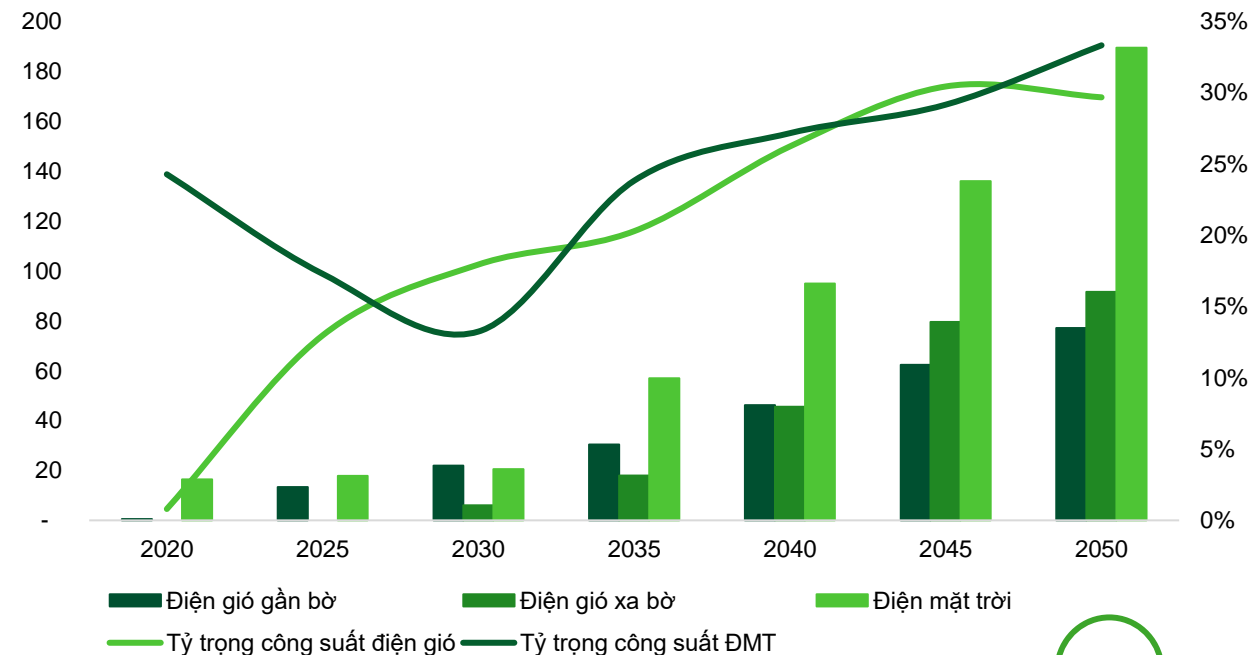
=> Chúng tôi đánh giá rằng các văn bản pháp lý quan trọng lần lượt được ban hành sẽ dần định hình khung pháp lý mới từ đó giải quyết các vấn đề để phát triển ngành điện. Định hướng nhất quán về mục tiêu Net zero trước 2050, các văn bản pháp lý tập trung giải quyết các nút thắt trong các lĩnh vực liên quan đến LNG, năng lượng tái tạo.

- Theo thông tin của EVN, tính đến ngày 23/5/2024, có 81/85 dự án năng lượng tái tạo chuyển tiếp với tổng công suất 4598 MW đã gửi hồ sơ cho Công ty Mua bán điện để đàm phán giá điện. Trong đó, có **72 dự án với tổng công suất 4128MW đề nghị giá tạm bằng 50% giá trần** của khung giá theo Quyết định số 21/QĐ-BCT ngày 07/01/2023 của Bộ Công Thương.
- Về tiến độ đàm phán giá cho các dự án NLTT chuyển tiếp**, một số chủ đầu tư mong muốn được ký lại giá bán bằng mức giá trần theo khung giá chuyển tiếp đã được bộ Công thương ban hành vào ngày 7/1/2023 và được hồi tố phần doanh thu chênh lệch so với giá tạm. Tuy nhiên, hiện tại các bên hiện đang trong giai đoạn đàm phán.

Vốn đầu tư cho nguồn và lưới điện (Tỷ USD)



Công suất nguồn điện gió và điện mặt trời (GW)



Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	20,6-30,8
GTGD Bình quân 52T	4.247.000
Vốn hóa (Tỷ đồng)	9.267
P/E	44,5
P/B	1,3
% NN sở hữu	10,1%

Dự phóng 2024 (Tỷ đồng)

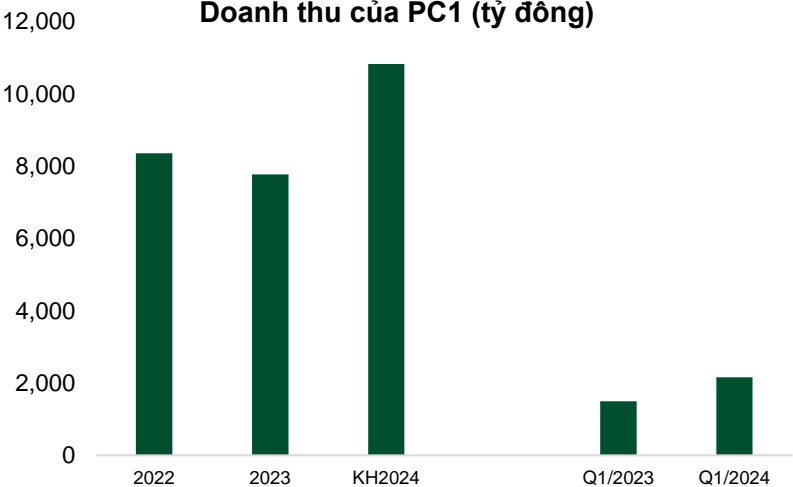
Doanh thu thuần	10.150 (+31%)
LNST	585 (+93%)

SƠ BỘ KQKD 1H2024

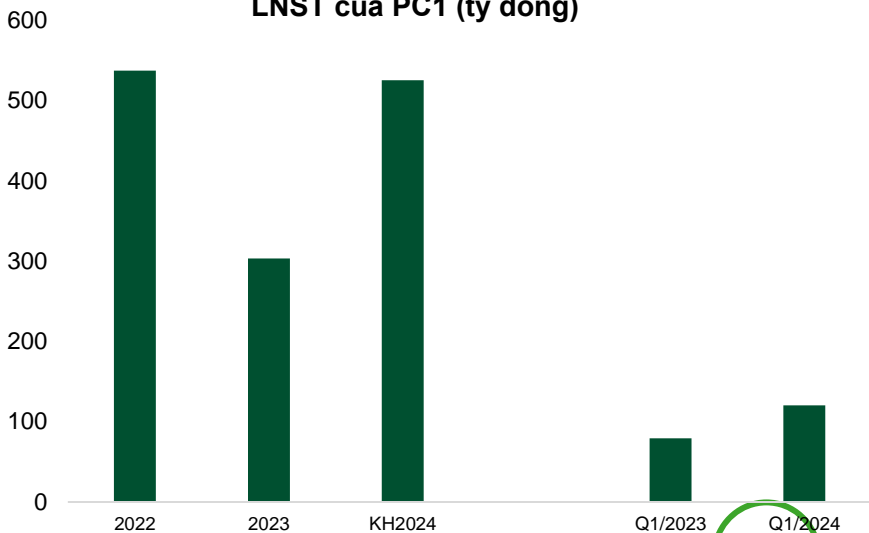
Trong Q2/2024, doanh thu của PC1 ước tính xấp xỉ 3.000 tỷ (+38% QoQ, +103% YoY), lũy kế 1H2024 đạt 48% KH2024. Các mảng kinh doanh chính tăng trưởng tốt, xây lắp dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu 500kV mạch 3, thủy điện có sản lượng tăng trưởng gấp đôi so với quý trước khi bắt đầu được huy động vào cao điểm mùa nắng nóng, mảng khai khoáng xuất khoảng 10.000 tấn (Q1 xuất 12.500 tấn), giá bán tương đương quý trước đó.

Trong 2H2024, dự kiến doanh thu của PC1 sẽ tiếp tục bứt tốc nhờ vào việc thủy điện được hưởng lợi khi La Nina quay trở lại, ghi nhận doanh thu của mảng xây lắp, khai khoáng và tiếp tục ghi nhận lợi nhuận từ liên doanh liên kết.

Doanh thu của PC1 (tỷ đồng)

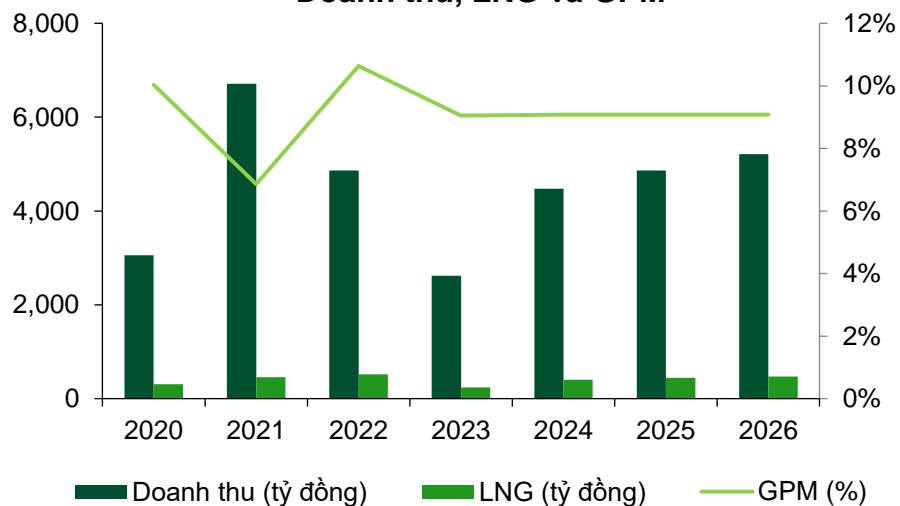


LNST của PC1 (tỷ đồng)

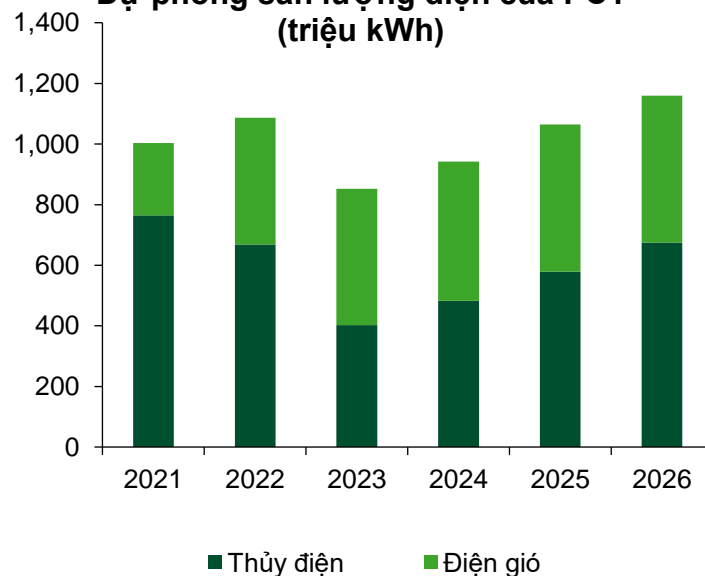


- **Mảng xây lắp điện phục hồi dựa trên nền thấp năm 2023 và backlog khả quan.** PC1 đặt kế hoạch năm 2024 sẽ ký mới được thêm khoảng 7.500 tỷ đồng và doanh thu mảng xây lắp đạt 4.784 tỷ đồng (+83% so với thực hiện 2023). Chúng tôi kỳ vọng rằng doanh thu mảng xây lắp của PC1 năm nay sẽ đạt 4.473 tỷ đồng (+71% YoY) nhờ vào lượng backlog dồi dào.
- **Mảng năng lượng kỳ vọng sẽ phục hồi khi thời tiết bất lợi qua đi.** Chúng tôi kỳ vọng mảng năng lượng sẽ ghi nhận doanh thu 1.585 tỷ đồng (+9% YoY) trong năm 2024 nhờ vào (1) Giá bán ổn định do được hưởng cơ chế giá tránh không bị ảnh hưởng thay đổi Qc. (2) Sản lượng đạt 941 triệu kWh (+11% YoY) dựa trên: (i) Dự báo trạng thái thời tiết La Nina có xác suất cao quay trở lại vào Q3/2024, chúng tôi dự phóng sản lượng của mảng thủy điện sẽ phục hồi 20% YoY. (ii) Mảng điện gió sẽ tiếp tục hoạt động ổn định đem về sản lượng khoảng 459 triệu kWh xấp xỉ năm 2023.

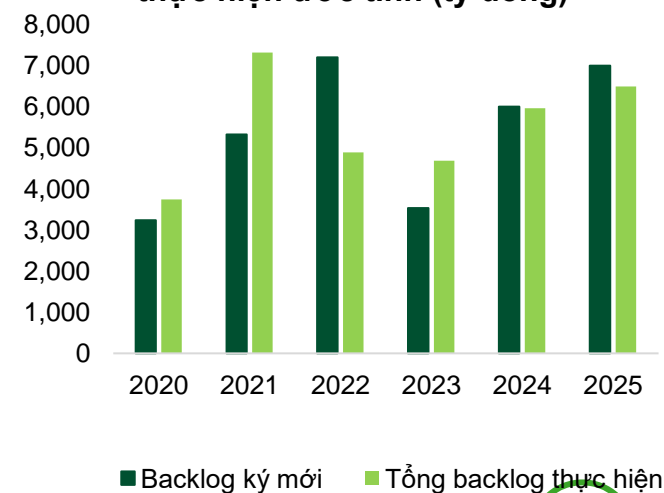
Doanh thu, LNG và GPM



Dự phóng sản lượng điện của PC1 (triệu kWh)

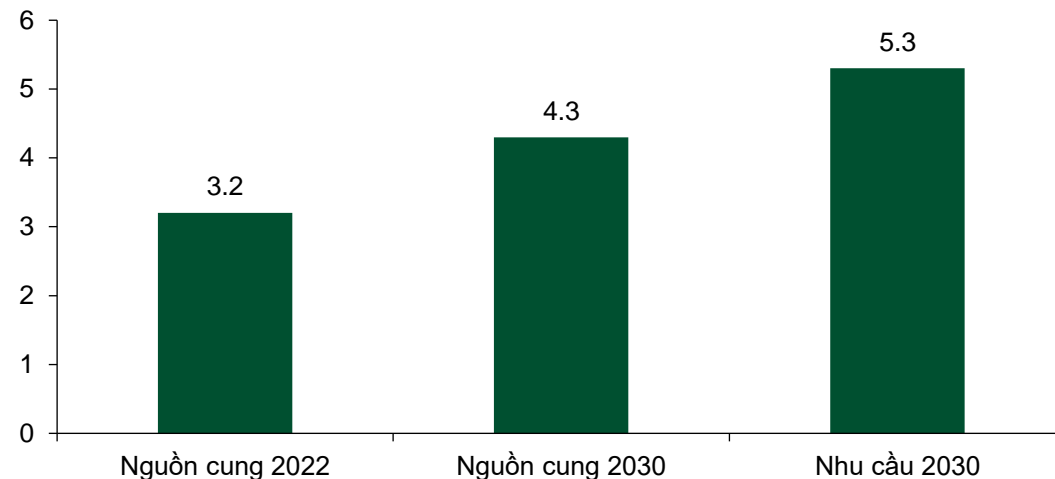


Backlog ký mới và tổng backlog thực hiện ước tính (tỷ đồng)

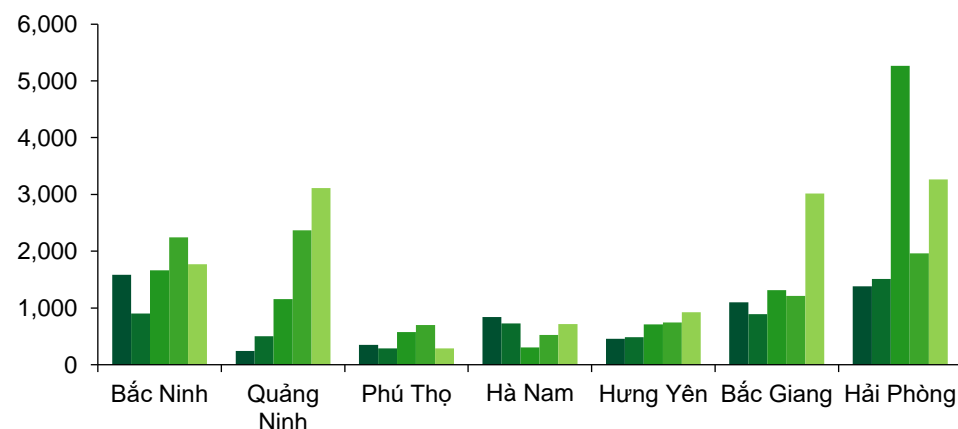


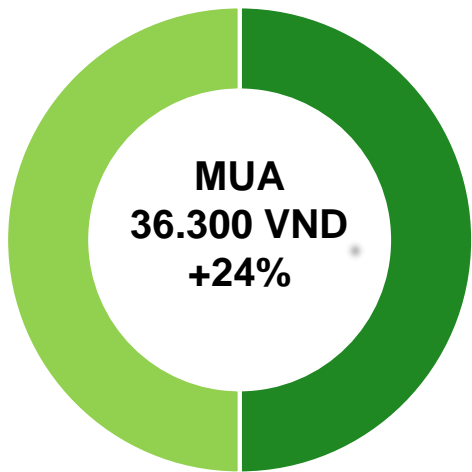
- **Doanh thu mảng khai khoáng kỳ vọng tăng trên 30% YoY khi nhà máy hoạt động cả năm.** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu đạt của mảng khai khoáng sẽ đạt 996 tỷ đồng (+41% YoY). Do (1) sản lượng dự kiến tăng trưởng mạnh +72% YoY đạt 50.000 tấn khi nhà máy hoạt động cả năm; (2) Giá bán Nikel trên sàn LME kỳ vọng duy trì trong khu vực 16.000-18.000 USD/tấn.
- **PC1 bước vào mảng BĐS KCN với nhiều tiềm năng tăng trưởng, kế hoạch tham vọng trong lĩnh vực KCN với mục tiêu tối thiểu 1.500ha.** Chúng tôi kỳ lợi nhuận đóng góp từ WP vào PC1 thông qua lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết dự phóng ở mức 108 tỷ đồng. Chủ yếu đến từ đóng góp của Western Pacific (WP), PC1 hiện đang nắm giữ 30,08% công ty này. Doanh thu chính của Western Pacific đến từ KCN Yên Phong 2A, CCN Yên Lệnh. Trong thời gian tới PC1 dự kiến sẽ triển khai dự án KCN Nomura 2 với diện tích 200 ha. Về tiến độ, PC1 đặt kế hoạch sẽ hoàn tất pháp lý vào quý 3/2024 và tiến hành triển khai trong năm 2024. Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi chưa đưa dự án này vào mô hình định giá.

Dự báo cung và cầu Nickel năm 2030 (triệu tấn)



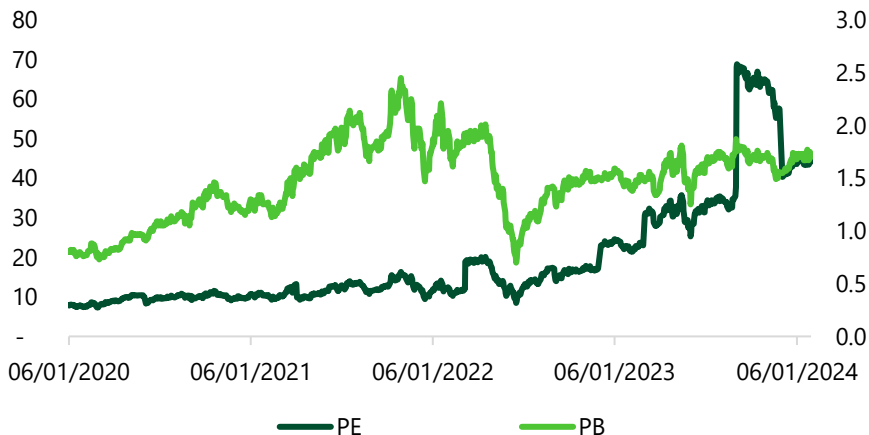
FDI đăng ký tại các tỉnh (triệu USD)





■ DCF ■ SOTP

Lịch sử định giá



DỰ PHÓNG

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	7.775	10.150	11.168
+/-yoy (%)	-7%	31%	10%
LNST	303	585	862
+/- %	-44%	93%	47%
EPS (đồng/cổ phiếu)	405	1.478	1.891

Giả định

- Backlog ký mới kỳ vọng đạt khoảng 6.000 tỷ đồng trong năm 2024 nhờ sự phục hồi của nhu cầu xây lắp.
- Sản lượng mảng điện dự kiến sẽ phục hồi, La Nina thúc đẩy sản lượng của thủy điện cùng với sản lượng điện gió ổn định.
- Mảng khai khoáng kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ vào việc gia tăng sản lượng khi hoạt động cả năm.
- Mảng KCN dự kiến tiếp tục đóng góp doanh thu ổn định. Mảng BĐS dân dụng kỳ vọng ghi nhận doanh thu 2 dự án Gia Lâm và Định Công từ 2025.

Rủi ro

- Rủi ro thời tiết ảnh hưởng đến sản lượng của mảng điện
- Nhu cầu xây lắp và tiến độ không đạt kỳ vọng
- Giá và sản lượng Niken thấp hơn dự phóng
- Tốc độ cho thuê và giá BĐS KCN không đạt kỳ vọng.

Với triển vọng kết quả hoạt động tăng trưởng trong năm 2024, PC1 vẫn là cổ phiếu được chúng tôi lựa chọn trong ngành điện. Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 10% lên 36.300 đồng/cp - tiềm năng tăng giá 26%.

NGÀNH DẦU KHÍ

PVD – 35.100 (+22%)



VCBS cho rằng triển vọng ngành dầu khí VN năm 2024 vẫn khả quan.

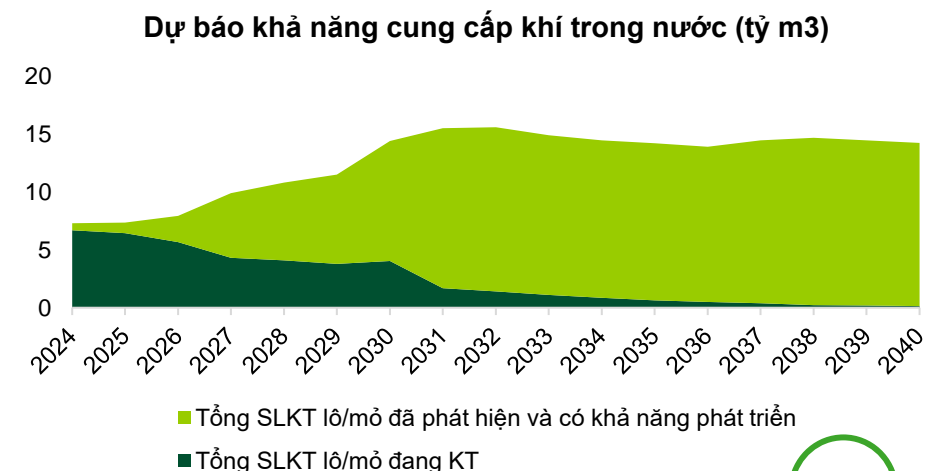
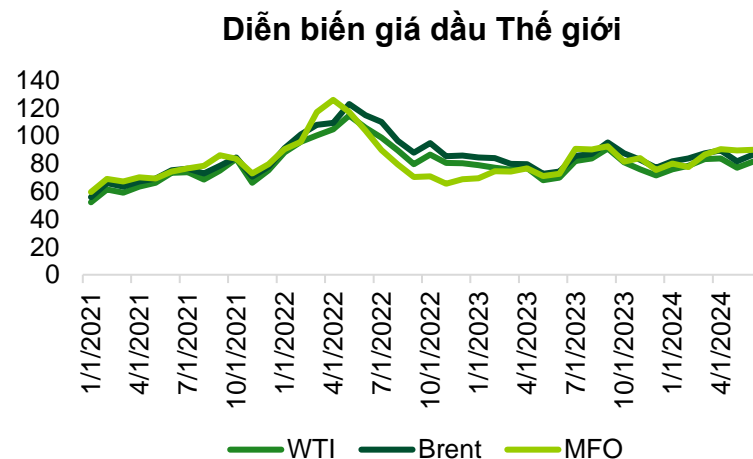
(1) Dòng dầu khí hưởng lợi khi giá dầu vẫn duy trì mức cao

Theo báo cáo từ các tổ chức, dự báo **giá dầu Brent giữ mức trên 80 USD/thùng trong năm 2024**. Giá dầu giữ mức cao sẽ thúc đẩy việc triển khai các dự án dầu khí thượng nguồn, theo đó đẩy mạnh nhu cầu cho thuê giàn khoan.

(2) Tiến độ đẩy nhanh các dự án trong nước

Nguồn cung khí phục vụ nhu cầu trong nước ngày càng suy giảm: Nhu cầu khí trong nước sẽ ngày càng tăng trong các lĩnh vực: sản xuất điện, hóa chất, công nghiệp, giao thông vận tải, đô thị... Tổng nhu cầu khí dự kiến theo quy hoạch ngành khí (nhu cầu cơ sở) lên tới khoảng 13 tỷ m³ vào năm 2020, hơn 22 tỷ m³ vào năm 2025 và trên 34 tỷ m³ vào năm 2030. Trong khi sản lượng khai thác khí trong nước đang ngày càng giảm dần. Các mỏ khí chủ lực hiện nay đã và đang trong giai đoạn suy giảm sau quá trình dài khai thác. Do đó việc phát triển các dự án khí nội địa là cần thiết, sẽ đem lại hiệu quả và lợi ích tổng thể rất lớn cho nhà nước.

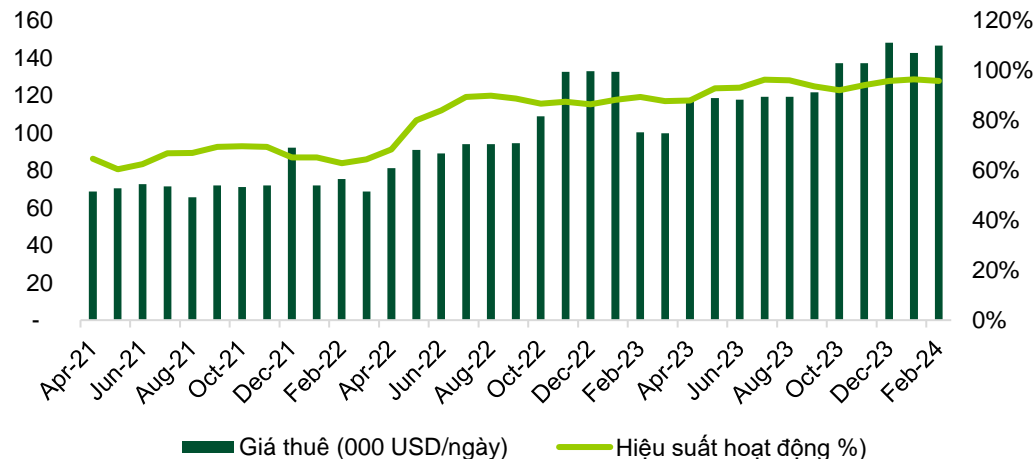
Dự phóng giá dầu Brent (USD/thùng)	2024
J.P Morgan Research	83
Citi Research	75
Fitch Ratings	80
Westwood Energy	81
EIA	84



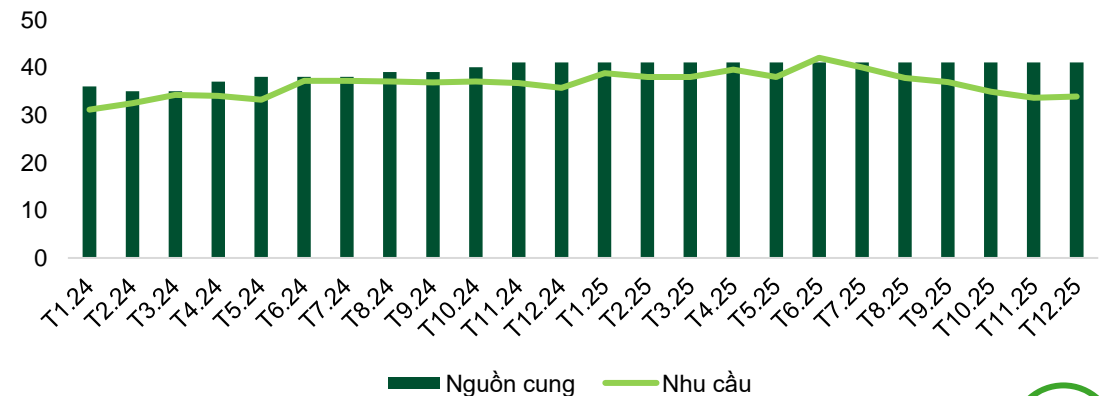
(2) Thị trường khoan vẫn khả quan với nhu cầu và đơn giá thuê giàn tăng khi nguồn cung giàn vẫn hạn chế

- Nhu cầu giàn khoan tự nâng trên thế giới cũng như Đông Nam Á dự kiến sẽ có sự tăng trưởng mạnh từ nay cho đến năm 2025 do thiếu hụt giàn khoan mới sau nhiều năm giá dầu ở mức thấp và các giàn khoan hiện tại đều có việc làm. Theo báo cáo tháng 3/2024 của S&P Global, thị trường JU Đông Nam Á có khả năng sẽ phải đối mặt với tình trạng thiếu giàn khoan giai đoạn 2024-2025 do nhu cầu tăng cao, đặc biệt nhu cầu giàn khoan tự nâng. Nhu cầu trung bình tại Đông Nam Á sẽ tăng từ khoảng 35,2 giàn vào năm 2024 lên 37,6 giàn vào năm 2025.
- Bên cạnh đó, số lượng giàn khoan thặng dư trên thị trường dự kiến sẽ giảm từ 50 giàn vào đầu năm 2024 xuống 40 giàn trong cuối năm 2024 trước khi duy trì ở mức này cho đến tháng 11/2025. Với bối cảnh trên, dự báo giá cho thuê giàn khoan khu vực ĐNA sẽ tiếp tục neo cao, giá cho thuê giàn khoan tại Việt Nam cũng không nằm ngoài xu hướng chung.

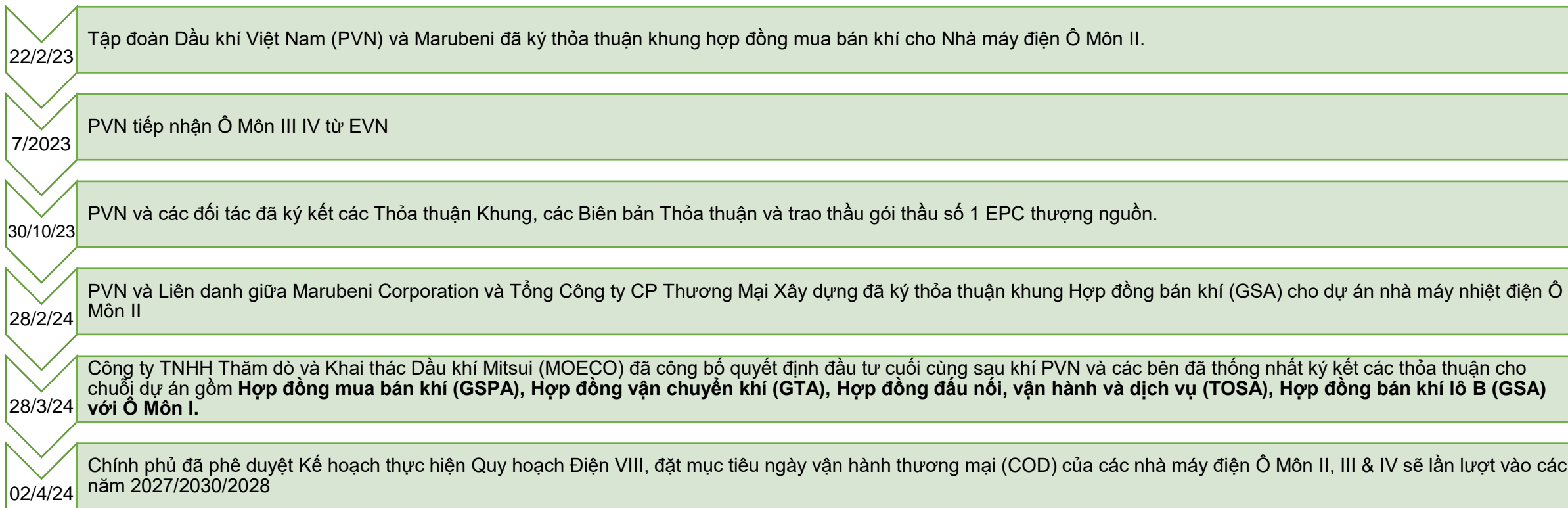
Giá thuê giàn khoan tự nâng khu vực ĐNA



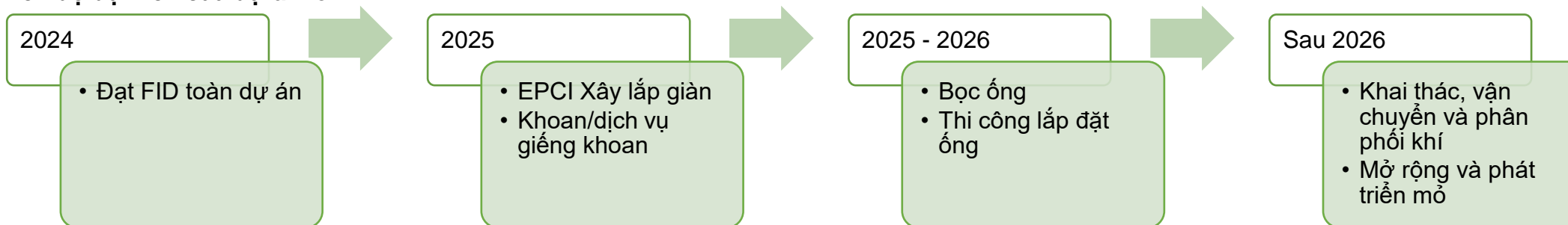
Dự phóng Cung/Cầu giàn khoan tự nâng khu vực ĐNA



• Lô B Ô Môn có các bước tiến đáng kể

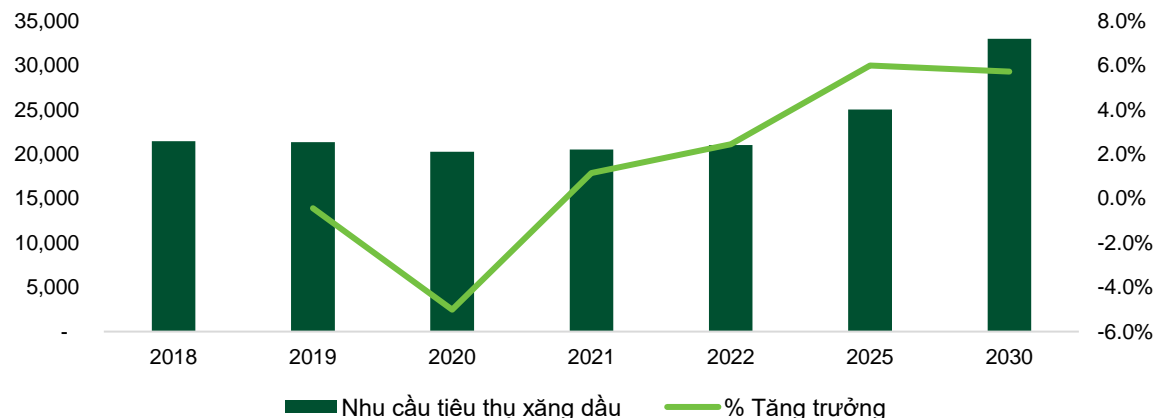


• Tiến độ dự kiến của dự án lô B

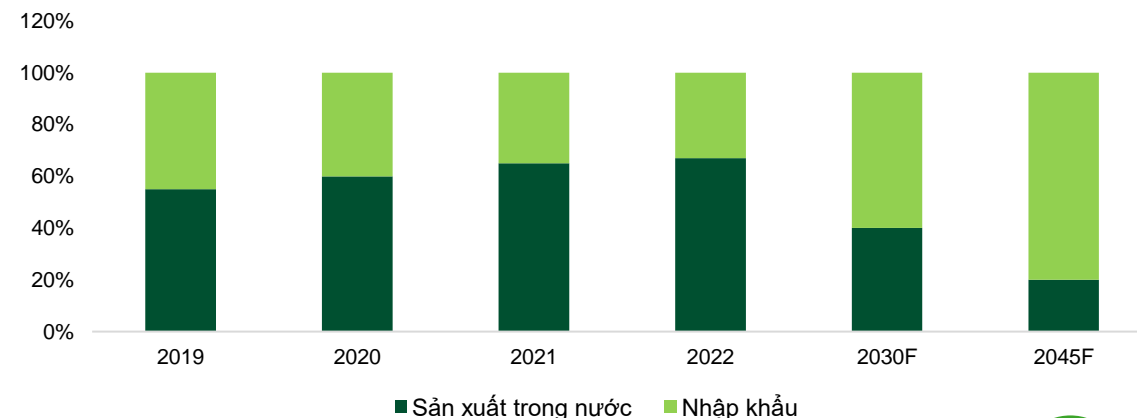


- ▼ **Nhóm lọc hóa dầu – BSR:** Lợi nhuận của nhóm lọc hóa dầu phụ thuộc tỷ lệ crack spread.
- ▼ **Nhóm phân phối xăng dầu:** Lợi nhuận phụ thuộc vào cơ cấu tiêu thụ xăng dầu
- ▼ **Giá dầu thế giới năm 2024** được các chuyên gia dự báo ít biến động, giúp giảm thiểu rủi ro đánh giá lại hàng tồn kho cho các doanh nghiệp hạ nguồn như BSR, PLX, OIL,...
- ▼ **Triển vọng ngành xăng dầu tích cực hơn khi các quy định trong ngành ngày càng chặt chẽ giúp sản lượng xăng dầu tiêu thụ tăng mạnh ở nhóm cổ phiếu đầu ngành, uy tín như PLX, OIL** do (1) Hưởng lợi từ các doanh nghiệp đầu mối xăng dầu bị tước giấy phép sẽ khiến các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu theo mô hình Đại lý sở hữu – đại lý vận hành (DODO) tìm kiếm các thương nhân đầu mối lớn và uy tín trong ngành để nhập xăng dầu và (2) Việc Chính phủ thúc đẩy sử dụng 100% hóa đơn điện tử sẽ là thách thức cho các hoạt động bất hợp pháp như buôn lậu và bán nhiên liệu không đạt tiêu chuẩn, điều này góp phần tăng sản lượng tiêu thụ cho các doanh nghiệp như PLX và OIL.
- ▼ **Dự thảo nghị định sửa đổi cho phép các nhà phân phối xăng dầu tự định giá (nhưng thấp hơn giá trần của Chính phủ) mở ra cơ hội tốt cho các doanh nghiệp đầu ngành như PLX và OIL** do (1) Doanh nghiệp có thể đặt mức giá cao hơn ở các khu vực phù hợp nhằm cải thiện biên lợi nhuận và (2) có thể tận dụng các ưu thế của doanh nghiệp về hệ thống phân phối, kho dự trữ xăng dầu để tăng tổng chi phí hoạt động định mức và lợi nhuận định mức để cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Dự báo nhu cầu tiêu thụ xăng dầu (nghìn tấn)



Dự báo khả năng cung cấp xăng dầu nội địa



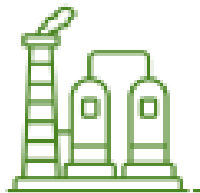
Thượng nguồn

Trung nguồn

Hạ nguồn



Cung cấp dịch vụ Thăm dò và khai thác dầu thô và khí ẩm:
PVS PVD



Lọc hóa dầu: **BSR**



Thu gom, vận chuyển, tồn trữ, chế biến khí và sản phẩm khí: **Gas**



Kinh doanh và Phân phối sản phẩm xăng dầu: **PLX, OIL**



Kinh doanh và Phân phối sản phẩm khí: **PGS, PVG, CNG, PGD**

Giá dầu tác động gián tiếp

Giá dầu tác động trực tiếp đến DT

Giá dầu tác động trực tiếp đến DT

Doanh nghiệp	Triển vọng
PVS	<ul style="list-style-type: none"> - Tiềm năng tăng trưởng tích cực về doanh thu và lợi nhuận khi công ty đẩy mạnh hoạt động ở cả 2 phân khúc: (1) dầu khí truyền thống khi tiến độ các dự án lớn trong nước đang được đẩy nhanh như Lô B – Ô Môn và Lạc Đà Vàng vừa được chính phủ thông qua và (2) năng lượng tái tạo như các công trình điện gió ngoài khơi và trên bờ khi Chính Phủ triển khai mạnh mẽ nguồn điện tái tạo để đáp ứng chuyển dịch năng lượng xanh. - Nhu cầu năng lượng cho các năm tới dự báo vẫn tiếp tục tăng trưởng, tình hình thị trường dịch vụ dầu khí 2024 khả quan với nhiều công việc và dự án trong ngành, giúp các đơn vị trong ngành nói chung và PVS nói riêng, tăng thêm phần công việc các nhóm dịch vụ như dịch vụ kho nổi FSO / FPSO và dịch vụ cảng biển.
PVD	<ul style="list-style-type: none"> - Hiệu suất hoạt động các giàn duy trì cao: Các giàn khoan PVD vận hành xuyên suốt đến hết năm 2024, một số giàn có công việc đến năm 2025. - Giá cho thuê giàn khoan vẫn tiếp tục tăng: giá thuê giàn khoan tự nâng đối với các hợp đồng ký mới kỳ vọng đạt mức khoảng 100 nghìn USD/ngày. - Mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan kỳ vọng tăng trưởng: chiến dịch khoan của các nhà thầu dầu khí sôi động trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng mảng dịch vụ giếng khoan hoạt động ổn định và xuyên suốt. - Tiến độ các dự án lớn trong nước đang được đẩy nhanh: PVD kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ việc triển khai dự án Lô B – Ô Môn và Lạc Đà Vàng vừa được chính phủ thông qua
PVB	<ul style="list-style-type: none"> - PVB là công ty con của PV Gas và việc sở hữu nhà máy bọc ống duy nhất tại Việt Nam là lợi thế cạnh tranh lớn của PVB trong thị trường bọc ống nội địa. - KQKD cải thiện đáng kể so với giai đoạn trước do nhiều dự án trong nước được khởi động trở lại như dự án Kinh Ngư Trắng, Đại Hùng phase 3,... - Dự báo KQKD sẽ tăng trưởng đáng kể trong giai đoạn 2025-27 khi các dự án dầu khí mới trong nước, bao gồm Lô B Ô Môn, Lạc Đà Vàng, chính thức khởi công.
PVC	<ul style="list-style-type: none"> - Công ty sản xuất dung dịch khoan hàng đầu là lợi thế cạnh tranh lớn của PVC. - KQKD dự báo cải thiện, được thúc đẩy bởi đà phục hồi của các hoạt động của phân khúc thượng nguồn với các hợp đồng khoan giếng và cung cấp dung dịch khoan cho dự án dầu khí mới trong nước, bao gồm Lô B chính thức khởi công vào cuối năm 2024.
PXS	<ul style="list-style-type: none"> - Cổ phiếu bị đưa vào diện hạn chế giao dịch. - Tiềm năng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khi công ty đẩy mạnh hoạt động ở cả 2 phân khúc: (1) dầu khí truyền thống khi tiến độ các dự án lớn trong nước đang được đẩy nhanh như Lô B – Ô Môn và Lạc Đà Vàng vừa được chính phủ thông qua và (2) năng lượng tái tạo như các công trình điện gió ngoài khơi và trên bờ khi Chính Phủ triển khai mạnh mẽ nguồn điện tái tạo để đáp ứng chuyển dịch năng lượng xanh. - Chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu chi phí.

Doanh nghiệp	Triển vọng
GAS	<ul style="list-style-type: none"> - Giá bán khí hưởng lợi khi giá dầu neo cao - Nguồn cung khí nội địa suy giảm - KQKD được thúc đẩy nhờ các dự án mỏ khí lớn trong nước đi vào vận hành như Lô B Ô Môn - Triển vọng dài hạn đến từ việc nhập khẩu LNG. GAS đang dần thay đổi mô hình kinh doanh từ thu gom, chế biến và phân phối khí sang thương mại phân phối khí hóa lỏng (LNG) để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ khí ngày càng tăng
BSR	<ul style="list-style-type: none"> - Lợi nhuận phụ thuộc tỷ lệ crack spread - BSR đã hoàn tất đợt bảo dưỡng tổng thể trong năm 2024 và dự kiến sẽ vận hành ở công suất tối đa kể từ cuối tháng 6 khi thị trường xăng dầu cải thiện tích cực, chúng tôi ước tính BSR có thể vận hành với công suất khoảng 95% trong năm 2024, đạt 6,1 triệu tấn (-16% yoy do BSR phải ngưng hoạt động 50 ngày để thực hiện bảo dưỡng định kỳ). - Giá dầu thô năm nay được dự báo vẫn neo ở mức cao, dự báo crack spread sẽ khôi phục kể từ nửa cuối năm nhưng thấp hơn năm 2024. Platts dự báo crack spread trung bình năm 2024 khoảng 14 USD/thùng.
PLX	<ul style="list-style-type: none"> - Doanh thu chịu tác động trực tiếp bởi giá dầu, nhưng biên LNG phụ thuộc vào nhiều yếu tố như cơ cấu thành phẩm xăng dầu tiêu thụ, hàng tồn kho,... - Bối cảnh tích cực hơn của ngành xăng dầu khi các quy định trong ngành ngày càng chặt chẽ hơn, giúp doanh nghiệp từng bước mở rộng thị phần thông qua việc mua lại hoặc thuê dài hạn các cửa hàng xăng dầu hoạt động kém hiệu quả, cơ sở kinh doanh không đáp ứng tiêu chí hoạt động để tăng trưởng sản lượng Nguồn cung xăng dầu đã ổn định hơn, giá dầu neo cao và những thay đổi tích cực trong việc điều chỉnh chi phí định mức xăng dầu sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp - Triển vọng phục hồi kinh tế nói chung và phục hồi sản xuất công nghiệp nói riêng sẽ góp phần tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xăng dầu chung của ngành
OIL	<ul style="list-style-type: none"> - Cổ phiếu bị duy trì diện cảnh báo - Doanh thu chịu tác động trực tiếp bởi giá dầu, nhưng biên LNG phụ thuộc vào nhiều yếu tố như cơ cấu thành phẩm xăng dầu tiêu thụ, hàng tồn kho,... - Bối cảnh tích cực hơn của ngành xăng dầu khi các quy định trong ngành ngày càng chặt chẽ hơn, giúp doanh nghiệp từng bước mở rộng thị phần thông qua việc mua lại hoặc thuê dài hạn các cửa hàng xăng dầu hoạt động kém hiệu quả, cơ sở kinh doanh không đáp ứng tiêu chí hoạt động để tăng trưởng sản lượng - Nguồn cung xăng dầu đã ổn định hơn, giá dầu neo cao và những thay đổi tích cực trong việc điều chỉnh chi phí định mức xăng dầu sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp - Triển vọng phục hồi kinh tế nói chung và phục hồi sản xuất công nghiệp nói riêng sẽ góp phần tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xăng dầu chung của ngành

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 23,6-34,9

GTGD bình quân 52T 5.298.873

Vốn hóa (Tỷ đồng) 16.565

P/E 24,8x

P/B 1,0x

% NN sở hữu 16,38%

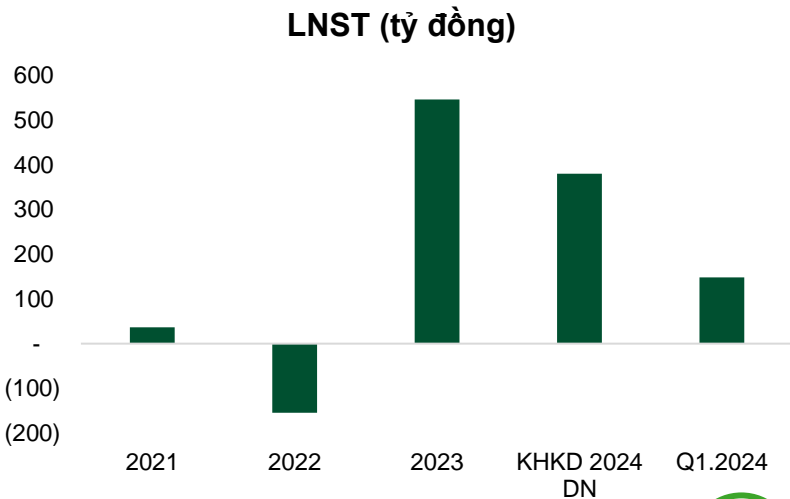
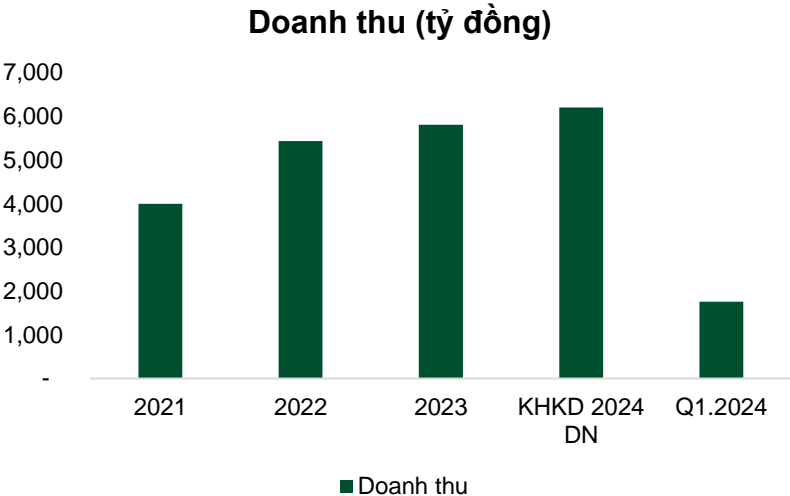
Dự phóng 2024 (Tỷ đồng)

Doanh thu thuần 6.752
(+16%)

LNST 559 (+2%)

Dự báo KQKD Q2.2024

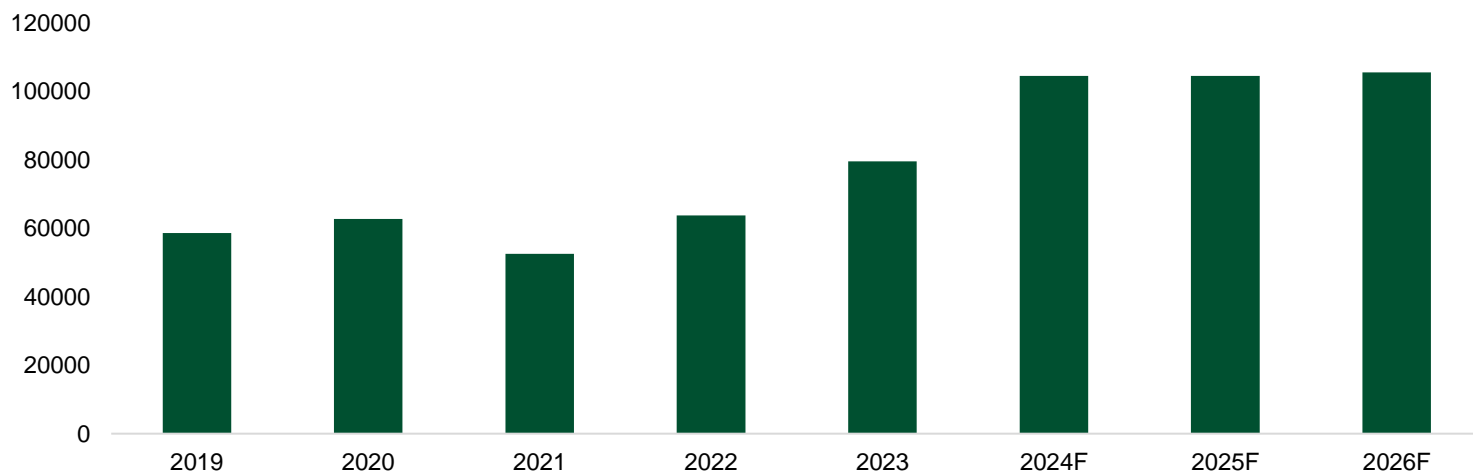
- PVD đặt KHKD năm 2024 với doanh thu đạt 6,2 nghìn tỷ đồng (+7% yoy) và LNST đạt 380 tỷ đồng (-30% yoy). Chúng tôi cho rằng với triển vọng tích cực của thị trường khoan với nhu cầu và đơn giá thuê giàn tăng khi nguồn cung giàn vẫn hạn chế, PVD hoàn toàn có thể đạt/vượt KHKD đặt ra.
- KQKD ước thực hiện Quý 2 tích cực với Doanh thu dự báo đạt 1.750 tỷ đồng (24% yoy), LNST đạt 150 tỷ đồng (-3% yoy). Nguyên nhân chủ yếu do (1) Giá thuê ngày trung bình cao hơn 34% YoY trong bối cảnh thị trường giàn khoan khan hiếm ở Đông Nam Á và 2 (-99% yoy và 86% yoy), (2) Hiệu suất hoạt động đạt 100% trong khi cùng kỳ chỉ đạt 94,2% và (3) Quý 2 năm 2024 không có khoảng lợi nhuận đột biến 3 triệu USD từ việc chấm dứt hợp đồng khoan của giàn khoan tự nâng PVD I với Valeura (Thái Lan) như trong Quý 2 năm 2023.

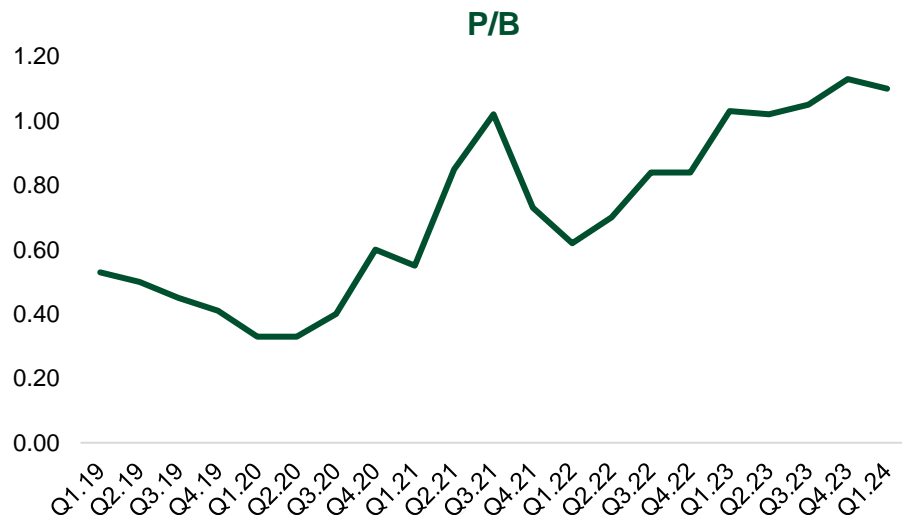
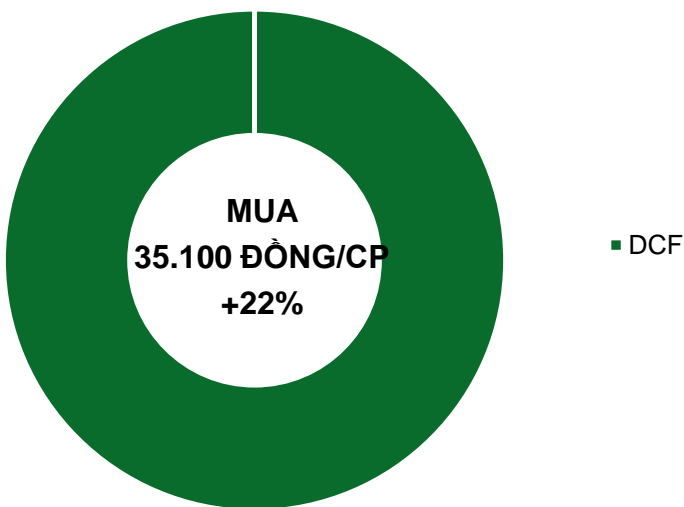


Triển vọng doanh nghiệp

- **Hiệu suất hoạt động các giàn duy trì cao:** Các giàn khoan PVD vận hành xuyên suốt đến hết năm 2024, một số giàn có công việc đến năm 2025.
- **Gía cho thuê giàn khoan vẫn tiếp tục tăng:** giá thuê giàn khoan tự nâng đối với các hợp đồng ký mới kỳ vọng đạt mức khoảng 100 nghìn USD/ngày.
- **Mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan kỳ vọng tăng trưởng:** chiến dịch khoan của các nhà thầu dầu khí sôi động trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng mảng dịch vụ giếng khoan hoạt động ổn định và xuyên suốt.
- **Tiến độ các dự án lớn trong nước đang được đẩy nhanh:** PVD kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ việc triển khai dự án Lô B – Ô Môn và Lạc Đà Vàng vừa được chính phủ thông qua:

Giá thuê giàn khoan (1000 USD/ngày)





Dự phóng

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	5.804	6.753	6.890
+/-yoy (%)	7%	16%	2%
LN từ HĐKD	567	864	858
+/-yoy (%)		52%	-1%
LNST	546	559	603
+/- %	-	2%	8%
EPS (VND/cổ phiếu)	810	955	1.029

Một số giả định trong dự báo

- Dự án Lô B vẫn chưa đóng góp KQKD của PVD 2024
- Hiệu suất hoạt động các giàn cao 98%
- Giá thuê giàn tiếp tục tăng 110.000-115.000 USD/ngày
- Gian khoan thuê 1-2 trong khi năm ngoài ko có giàn khoan thuê

Một số rủi ro

- Phần lớn các giàn phục vụ khoan nước ngoài. các đối tác phát sinh sự cố dẫn đến dừng khoan
- Rủi ro chậm trễ trong việc triển khai các dự án

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và vẫn giữ giá mục tiêu PVD ở mức 35.100 đồng/cp (upside 22% giá ngày 28.06.2024) như trong "Báo cáo cập nhật PVD ngày 11.03.2024" mà chúng tôi đã công bố. PVD là mã cổ phiếu chúng tôi ưa thích trong ngành dầu khí và chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng lợi nhuận PVD năm 2024 dựa vào nhu cầu, hiệu suất hoạt động cao các giàn và đơn giá cho thuê giàn vẫn tích cực.



NGÀNH TIÊU DÙNG

TNG – 31.200 (+20%)

TCM – 60.400 (+22,6%)

MSN – 91.800 (+23%)

MWG – 80.200 (+32%)

Diễn biến giá



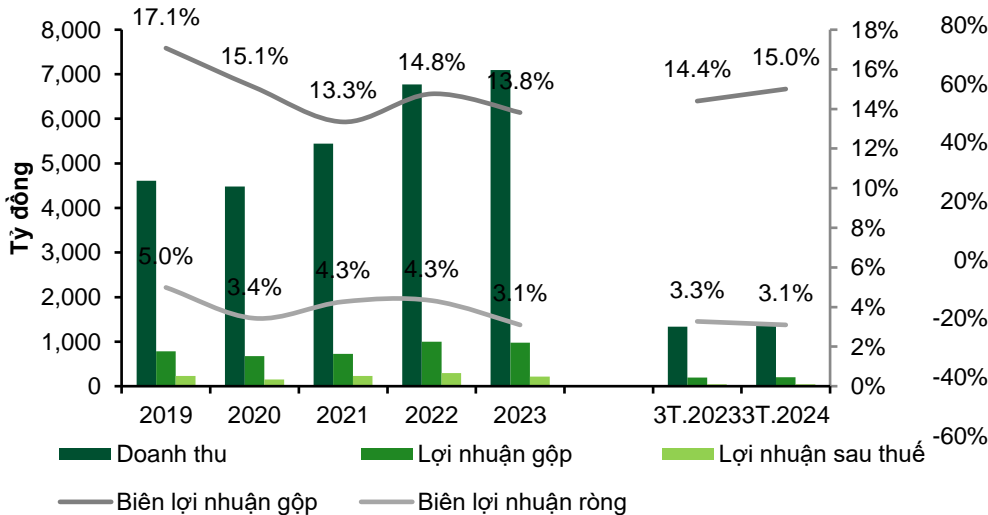
Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	17,8 - 27,3
KLGD bình quân 52T	2.304.450
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.099
P/E	13,54x
P/B	1,68x
% NN sở hữu	18,92%
Dự báo KQKD 2024 (tỷ đồng)	
Doanh thu thuần	8.182 (+15%)
Lợi nhuận sau thuế	322 (+48%)

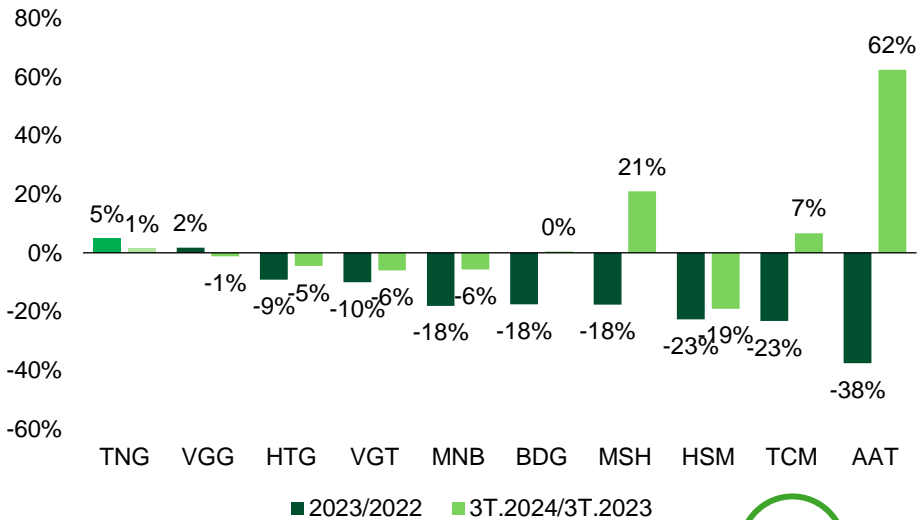
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- Mảng kinh doanh chính của doanh nghiệp là gia công, sản xuất và mua bán các mặt hàng thời trang, sản xuất bao bì giấy và phụ liệu hàng may mặc. TNG cũng đang đang sở hữu một số dự án bất động sản khu công nghiệp và căn hộ chung cư tại tỉnh Thái Nguyên.
- Lũy kế 2023, DTT và LNST của TNG đạt 7.095 tỷ và 219 tỷ đồng (+4,8% và -25,1% svck) nguyên nhân do (1) duy trì doanh thu bằng cách giảm giá đơn hàng dẫn đến biên gộp giảm 1% svck và (2) chi phí lãi vay tăng cao (+21% svck) dưới tác động của lãi suất. Chính sách này được đánh giá là phát huy tốt khi TNG là một trong những doanh nghiệp hiếm hoi trong ngành vẫn ghi nhận tăng trưởng doanh thu.
- Q1.24: TNG vẫn ghi nhận DTT đạt 1.354 tỷ đồng (+1,4% svck) và LNST đạt 42 tỷ (-4,0% svck). Lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng do đơn hàng trong quý 1 được ký từ năm ngoái và có giá thấp hơn các đơn hàng được ký trong năm 2024, một số đơn hàng bị hoãn xuất trong T3 do khách hàng đàm phán lại giá cước với bên vận chuyển.

KQKD của TNG



Tăng trưởng doanh thu 2023 và 3T.2024



THỊ TRƯỜNG MỤC TIÊU KỲ VỌNG PHỤC HỒI TỐT

Dự kiến các thị trường mục tiêu hồi phục kéo theo số lượng đơn hàng tăng

Hai thị trường lớn của TNG là Mỹ và EU được đánh giá là đã tránh khỏi suy thoái kinh tế và dần dần tháo gỡ chính sách tiền tệ thắt chặt để thúc đẩy tăng trưởng. Doanh số bán lẻ quần áo Mỹ có dấu hiệu hồi phục, cùng với tồn kho quần áo đang ở mức thấp. Do đó kỳ vọng TNG sẽ được hưởng lợi khi chi tiêu cho may mặc hồi phục, kết hợp với Decathlon (khách hàng lớn) tăng cường đặt hàng nhằm phục vụ cho Olympic.

Được biết, TNG đã ký được 75% số đơn hàng theo kế hoạch năm. Khá nhiều đơn hàng trong quý 1 được dồn sang quý 2 do tháng 3 gặp vấn đề về logistic. Đơn giá ghi nhận tăng 5% so với năm trước do mặt hàng FOB thường mang lại giá trị cao hơn. Tỷ trọng doanh thu từ FOB tăng dần trong những năm gần đây. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng TNG có thể đạt mức lợi nhuận tích cực hơn kể từ quý 2 trở đi.

Ngoài ra, TNG dự kiến nâng tổng công suất thêm 15% với việc triển khai thêm 45 dây chuyền may và tuyển thêm 3.000 công nhân.

Bên cạnh đó, TNG chú trọng vào ESG giúp doanh nghiệp có thể thu hút các hãng thời trang hướng tới xu hướng xanh.

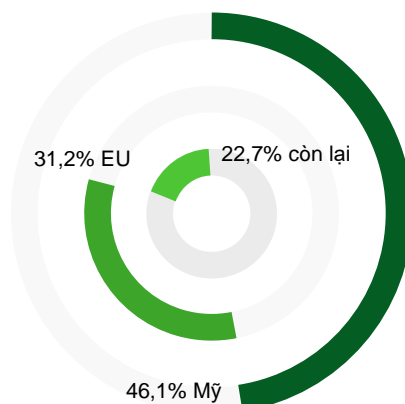
Triển khai dự án NOXH mới từ tháng 04/2024

Dự án Khu dân cư Đại Thắng (Khu đô thị Peace Village) có tổng diện tích 11,08 ha, quy mô 250 lô đất, bao gồm 100 lô shophouse xây 3 tầng, 150 lô đất nền. Khu nhà ở xã hội thuộc dự án đã được cấp phép xây dựng 395 căn gồm 34 căn nhà ở liền kề, và 1 tòa chung cư cao 18 tầng với 361 căn hộ, có tổng diện tích sàn xây dựng trên 24.600 m2.

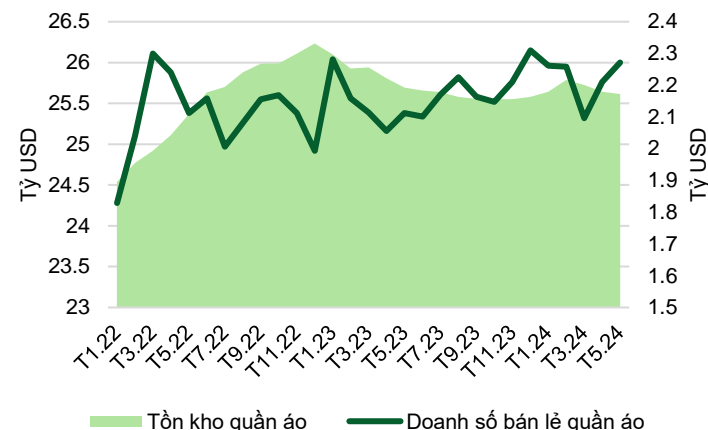
Dự án nằm trên thành phố Phổ Yên, có vị trí đắc địa nơi cửa ngõ phía Nam tỉnh Thái Nguyên - khu vực tập trung nhiều khu công nghiệp quy mô vừa và lớn.

Dự án được khởi công vào đầu tháng 4/2024 và dự kiến bàn giao trong Q4.2025.

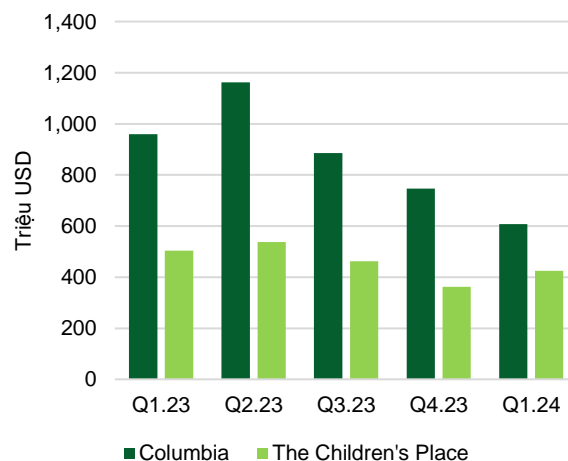
Cơ cấu doanh thu theo khu vực



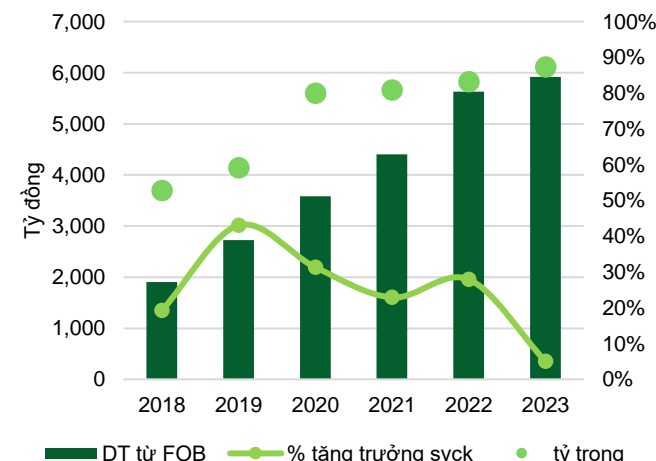
Doanh số bán lẻ và tồn kho quần áo tại Mỹ



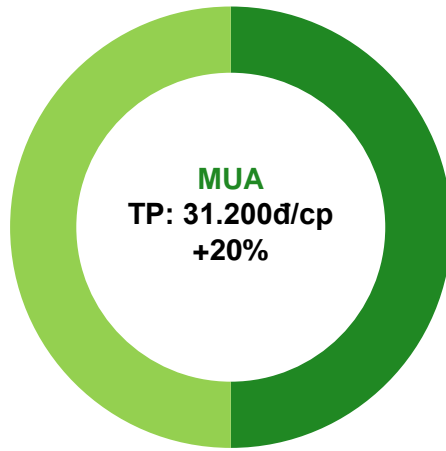
Tồn kho một số khách hàng của TNG



Tỷ trọng doanh thu FOB của TNG



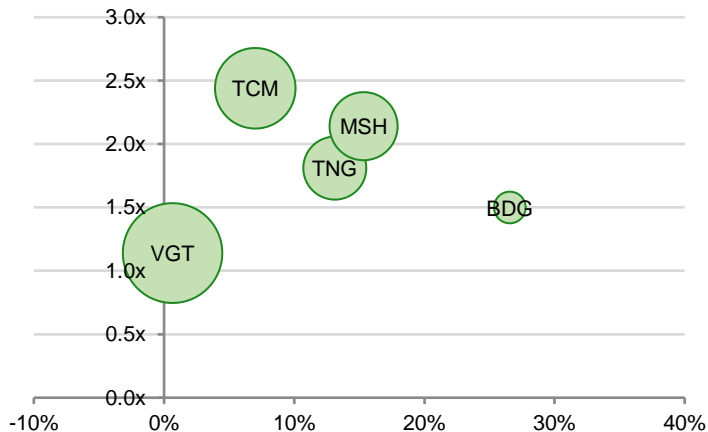
Định giá



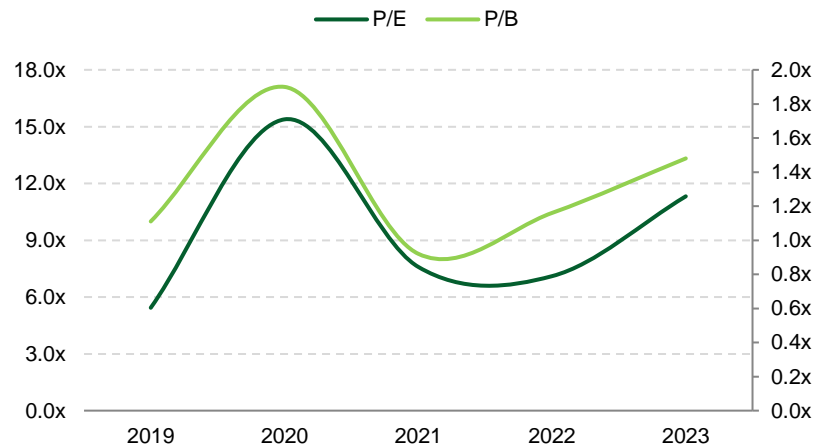
■ DCF ■ P/E

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	7.095	8.182	9.361
+/-yoy (%)	4,8%	15,3%	14,4%
LNST	218	322	343
+/- %	-25,1%	48,0%	6,4%
EPS (đồng/cổ phiếu)	1.917	2.837	3.019

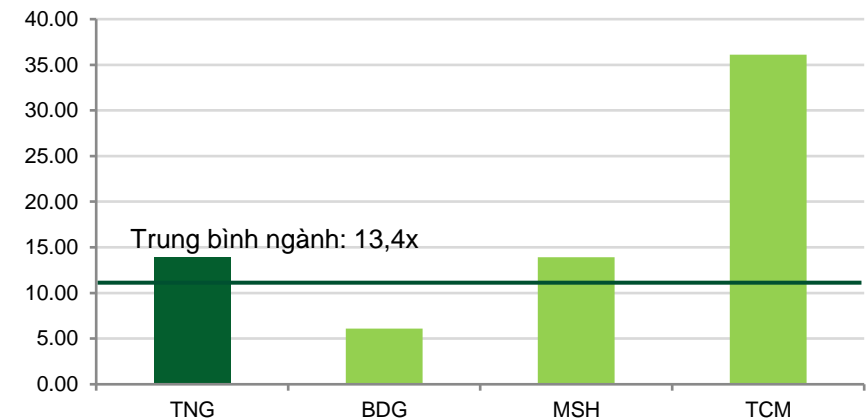
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



P/E ngành



Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 36,5 - 51,1

KLGD bình quân 52T 1.122.744

Vốn hóa (tỷ đồng) 5.205

P/E 30,94x

P/B 2,23x

% NN sở hữu 44,05%

Dự báo KQKD 2024 (tỷ đồng)

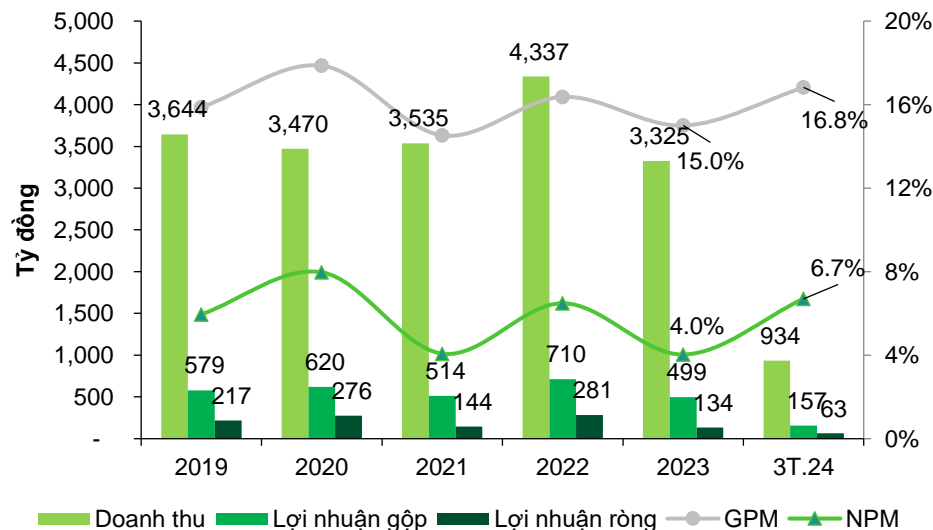
Doanh thu thuần 3.809
(+15%)

Lợi nhuận sau thuế 187
(+42%)

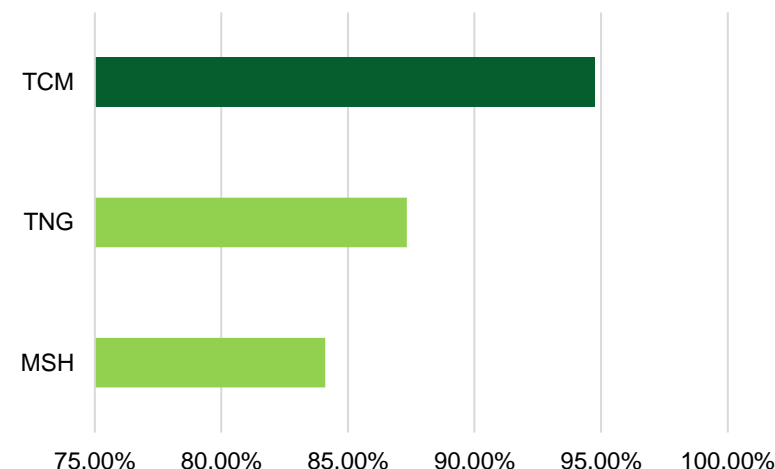
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- Mảng kinh doanh chính của doanh nghiệp là sản xuất, kinh doanh, xuất khẩu sợi, vải và hàng may mặc chủ yếu sang thị trường Châu Á (Hàn Quốc, Nhật Bản, Trung Quốc) và Mỹ.
- 2023 ghi nhận DTT và LNST đạt 3.325 tỷ và 134 tỷ đồng (-23,3% và -52,4% svck), lý do đến từ suy giảm đơn hàng kết hợp với lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết sụt giảm do đã thoái vốn Savimex.
- TCM vẫn duy trì là một trong các DN dệt may duy trì tỷ lệ đơn FOB cao nhất, với doanh thu theo phương thức sản xuất FOB chiếm 95%, thị trường xuất khẩu đa dạng.
- Lũy kế 5T24, DTT và LNST của TCM ước đạt 1.520 tỷ và 111 tỷ VNĐ (+112% và +110% svck) nhờ doanh thu từ thị trường Hàn Quốc hồi phục tương đối tốt.

Kết quả kinh doanh của TCM



Doanh thu theo phương thức sản xuất FOB của TCM chiếm 95%



THỊ TRƯỜNG XUẤT KHẨU CHÍNH ĐANG HỒI PHỤC TỐT

Đơn hàng ghi nhận dấu hiệu phục hồi tích cực

Không tập trung vào các thị trường Mỹ và EU, TCM có cơ cấu thị trường an toàn hơn khi khoảng trên 70% doanh thu đến từ khối nước Châu Á. Lũy kế 5T24, thị trường châu Á có tốc độ hồi phục tốt hơn khi trị giá xuất khẩu hàng may mặc sang Trung Quốc, Nhật Bản và Hàn Quốc tăng lần lượt 12,5%, 7,5% và 1,5% svck. Tính đến cuối tháng 5, TCM đã nhận khoảng 88% kế hoạch doanh thu cho đơn hàng Q2.24 và 83% đơn hàng Q3.24, trong đó đơn hàng ký với tập đoàn mẹ E-land tăng gấp đôi so với năm trước.

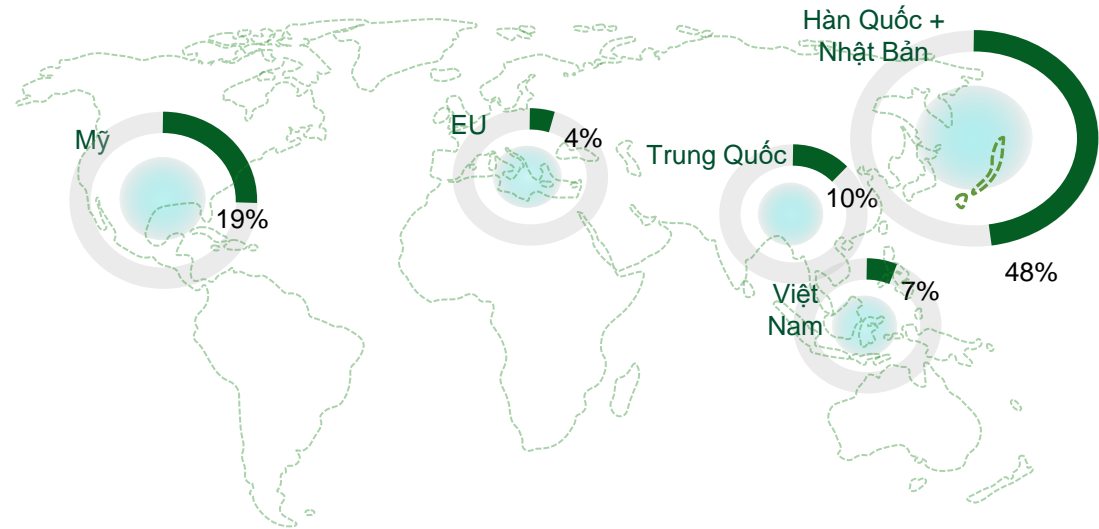
Cơ cấu lại nhà máy để phục vụ sản xuất

Cuối Q1/24, TCM đã tiến hành mua lại nhà máy SY Vina từ công ty mẹ E-land với giá trị chuyển nhượng là 19,1 triệu USD (468 tỷ đồng). Công suất thiết kế là 3 triệu mét/năm, ước tính đóng góp 10% tổng doanh thu của TCM năm nay.

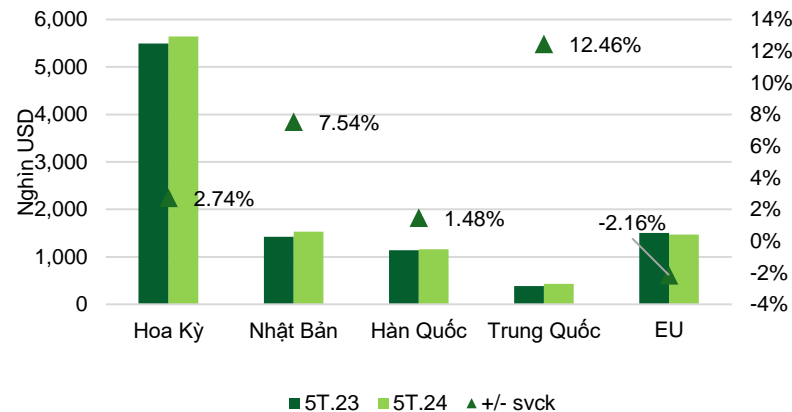
Theo tính toán, SY Vina là nhà máy dệt thoi, hiện tại được TCM sử dụng thay vì đầu tư xây mới mở rộng tại Vĩnh Long (ước tính xây mới khoảng 45-50 triệu USD).

Dự kiến lô đất 6,5 ha ở Vĩnh Long (giá vốn 26 USD/m²) sẽ được bán lại trong năm nay. Đồng thời, TCM cũng dự định chuyển nhượng nhà máy may Trảng Bàng do năng suất hoạt động không hiệu quả để tài trợ cho hoạt động M&A này.

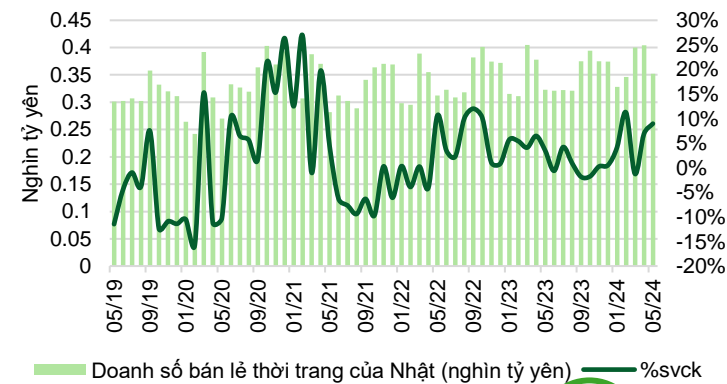
Cơ cấu doanh thu TCM theo khu vực



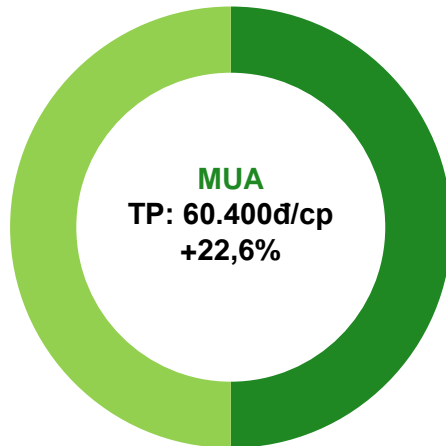
Xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam theo các thị trường



Doanh số bán lẻ quần áo và phụ kiện thời trang của Nhật Bản có dấu hiệu phục hồi so với cùng kỳ



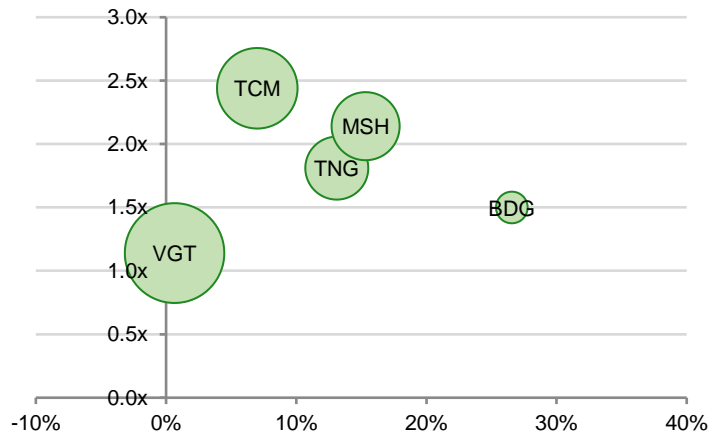
Định giá



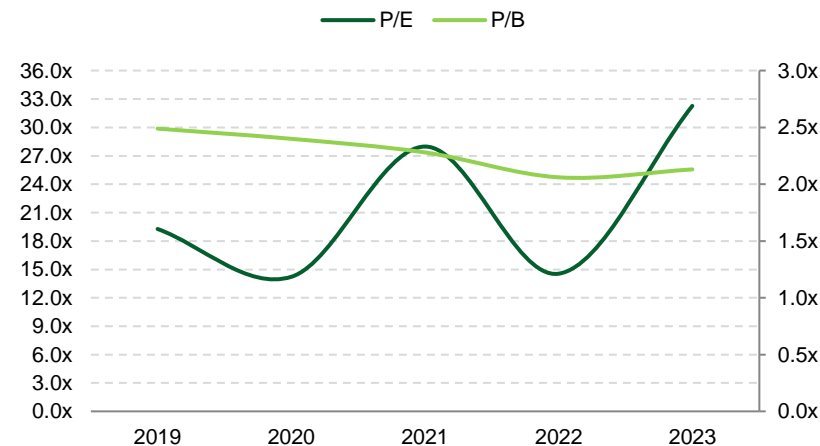
■ DCF ■ P/E

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3.325	3.809	4.187
+/-yoy (%)	-23,3%	14,6%	9,9%
LNST	132	187	193
+/- %	-52,8%	41,9%	3,3%
EPS (đồng/cổ phiếu)	1.423	2.020	2.087

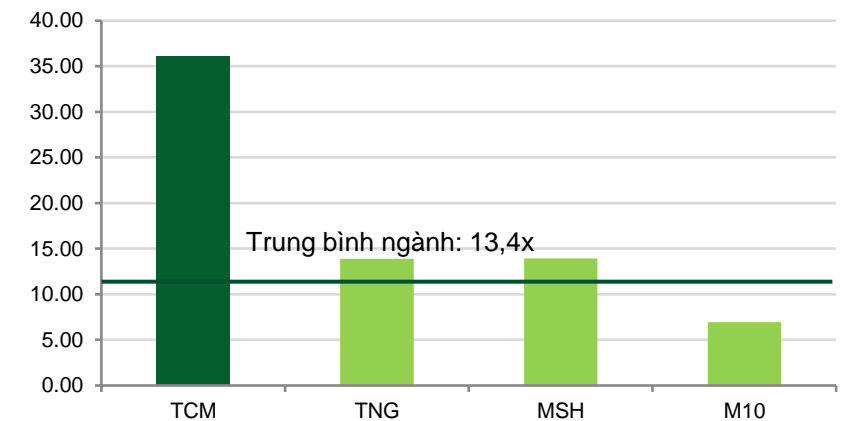
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



P/E ngành



Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	57,8 - 86,3
GTGD bình quân 52T	3.376.771
Vốn hóa (tỷ đồng)	110.322
P/E	354,73x
P/B	2,82x
% NN sở hữu	30,25%

Dự báo KQKD 2024 (tỷ đồng)

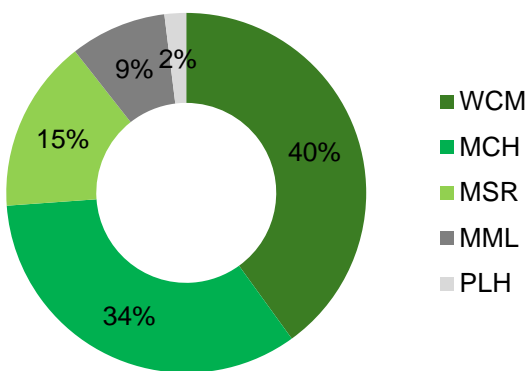
Doanh thu thuần	84.471 (+7,9%)
Lợi nhuận sau thuế	2.036 (+385%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

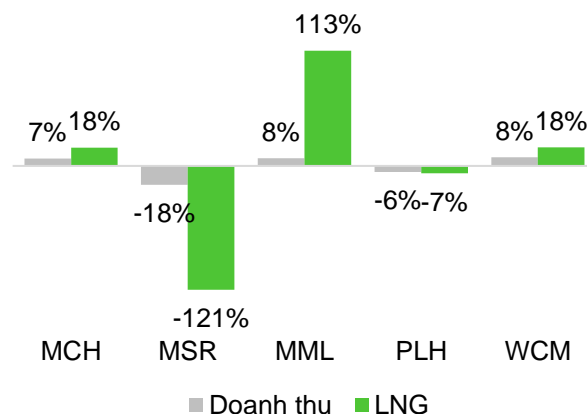
24Q1, doanh thu hợp nhất của MSN đạt 18.855 tỷ VNĐ, xấp xỉ svck, trong đó đóng góp lớn nhất đến từ MCH (+7,4% svck) và WCM (+8,5% svck). Biên lợi nhuận gộp cũng tăng trưởng tích cực (+68 đcb svck) chủ yếu đến từ yếu tố tăng giá, cộng với chi phí tài chính giảm 4,5% khi doanh nghiệp cắt giảm nợ, dẫn đến LNST tăng 9,1% svck.

- MCH: Các ngành hàng chủ đạo đều tăng trưởng 2 chữ số (Thực phẩm tiện lợi: +10,3%; Đồ uống: +23,4% và HPC: +15,2%).
- WCM: Tính đến nay, chuỗi Winmart+ có số lượng cửa hàng cao vượt trội so với các đối thủ khác và đặc biệt chiếm ưu thế tại địa bàn Hà Nội, dự tính tiếp tục mở mới thêm 400-700 cửa hàng trong năm 2024.
- MML: Lợi nhuận gộp tăng gấp đôi svck nhờ giá thị lợn và thịt gia cầm tăng cao trong giai đoạn 1H24, đồng thời doanh thu mảng thị lợn tăng trưởng 23% svck, bù đắp cho sự sụt giảm 29,7% của phân khúc gia cầm.
- MSR: Tiếp tục ghi nhận lỗ 2 quý liên tiếp do giá vonfram giảm cùng với doanh số của phần lớn các vật liệu đều giảm (trừ đồng).

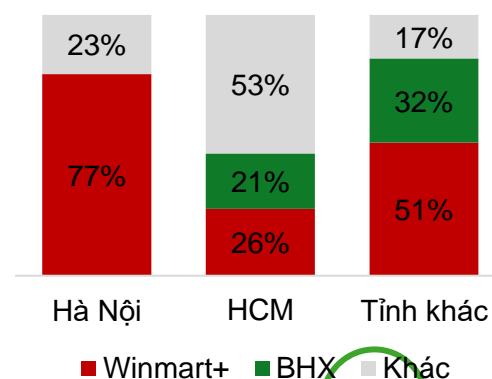
Tỷ trọng doanh thu của MSN, 1Q24



Tăng trưởng chỉ tiêu lợi nhuận của MSN, 1Q24 svck



Thị phần theo số lượng cửa hàng tiện lợi & siêu thị mini, 1Q24



BÁN LẺ DUY TRÌ HỒI PHỤC TRONG 2H24

Tích cực giảm nợ để ổn định nguồn tài chính

MSN đang trong nỗ lực giảm bớt nợ vay dưới tác động bất ổn vĩ mô trong thời gian tới. Trong đó chiến lược bao gồm:

(1) 22/04/2024: huy động vốn cổ phần 250 triệu USD từ Bain Capital dưới dạng cổ phiếu ưu đãi có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông với tỷ lệ 1:1, được phát hành với giá 85.000đ/cp.

(2) 30/5/2024: Bán HCS cho MMC Group với giá 134,5 triệu USD, dự tính sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận một lần khoảng 40 triệu USD.

(3) 2025: Niêm yết MCH lên sàn HOSE. Chúng tôi đánh giá MCH lên sàn sẽ tăng giá trị của doanh nghiệp đồng thời tạo dòng tiền cho MSN giảm nợ và tái đầu tư vào ngành hàng cốt lõi.

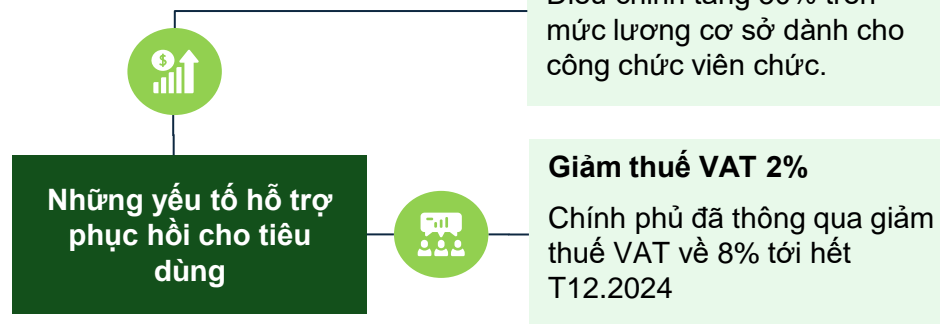
Techcombank tăng trưởng tích cực từ sự phục hồi của thị trường bất động sản

Ước tính LNTT năm 2024 của TCB đạt 28 nghìn tỷ VNĐ (+22,4% svck) chủ yếu nhờ tín dụng kỳ vọng tăng trưởng tích cực từ sự phục hồi của thị trường BĐS và vay mua nhà. Hiện nay, với 19,9% nắm giữ, dự kiến lợi nhuận đóng góp từ TCB cho MSN sẽ tăng trưởng tương đương.

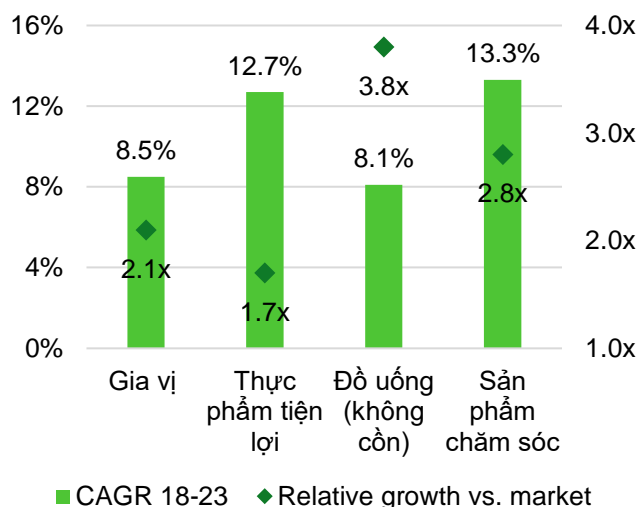
Nhà nước tiếp tục ra chính sách hỗ trợ tiêu dùng trong giai đoạn khó khăn

1H24, vĩ mô ghi nhận nhiều tín hiệu tích cực khi:

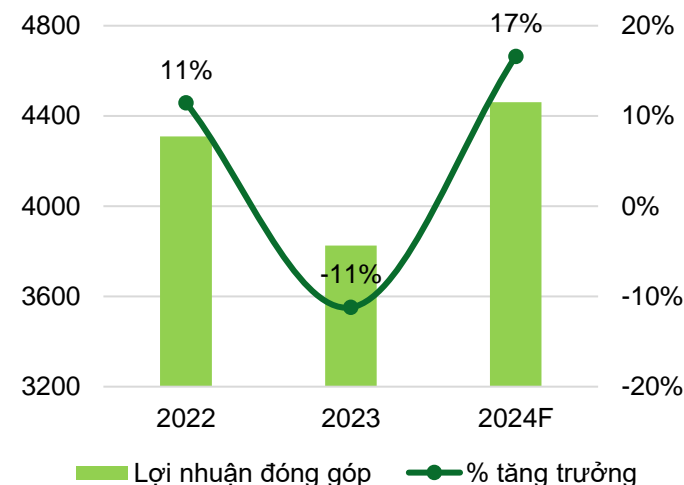
- GDP **tăng** 6,42%
- Tỷ lệ lao động có việc làm **tăng** 0,4%
- Thu nhập bình quân người lao động **tăng** 7,4%



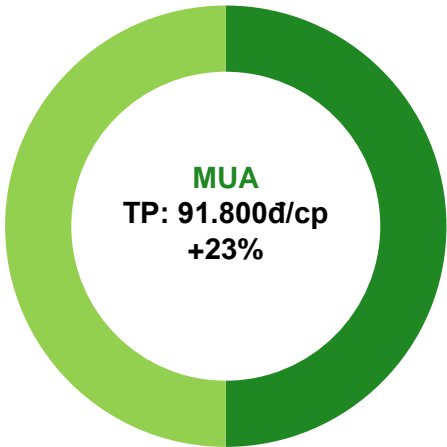
Tăng trưởng của MCH so với ngành



Lợi nhuận đóng góp từ TCB

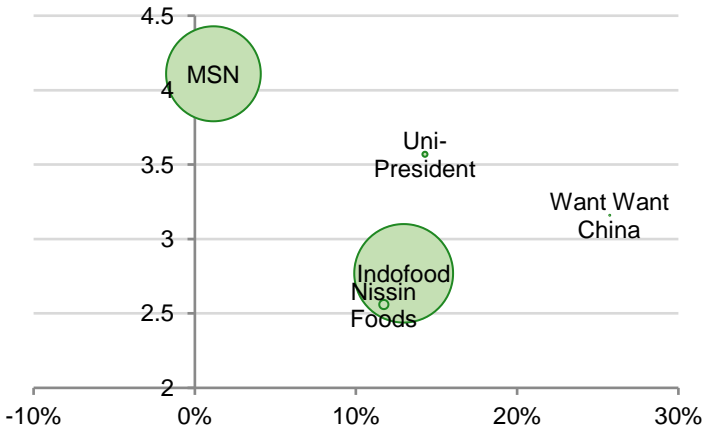


Định giá

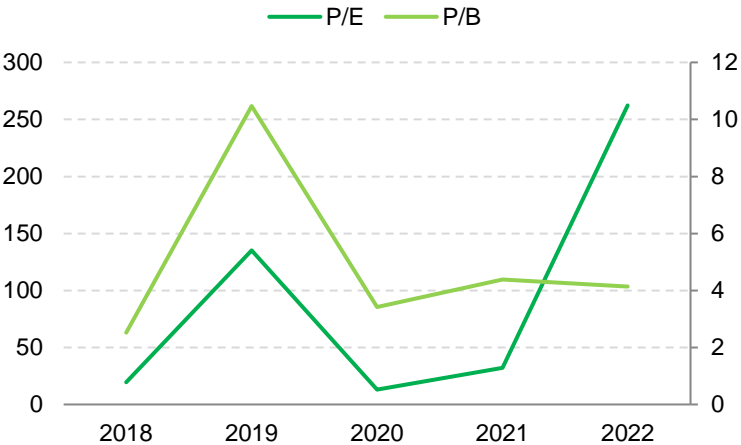


(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	78.252	84.471	88.987
+/-yoy (%)	2,7%	7,9%	5,3%
LNST	419	2.036	4.582
+/- %	-88,3%	385,9%	125,0%
EPS (đồng/cổ phiếu)	294	1.429	3.215

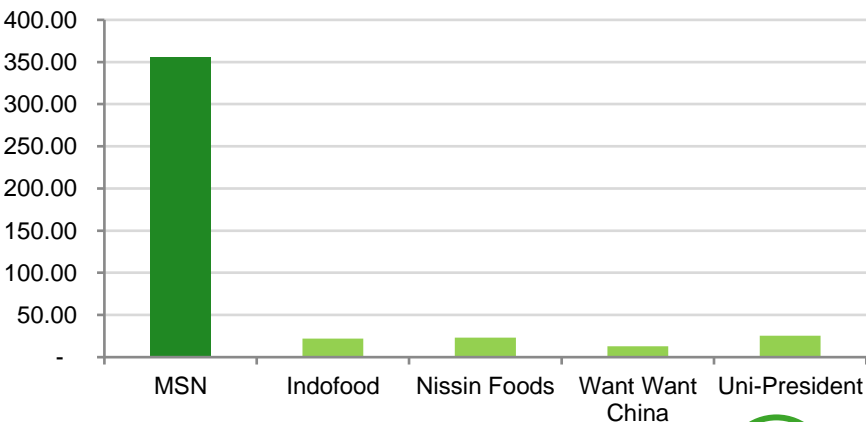
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



P/E ngành



Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 38,2 - 65,3

GTGD bình quân 52T 9.191.744

Vốn hóa (tỷ đồng) 95.317

P/E 91,35x

P/B 3,68x

% NN sở hữu 47,31%

Dự báo KQKD 2024 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần 138.767
(+17,3%)

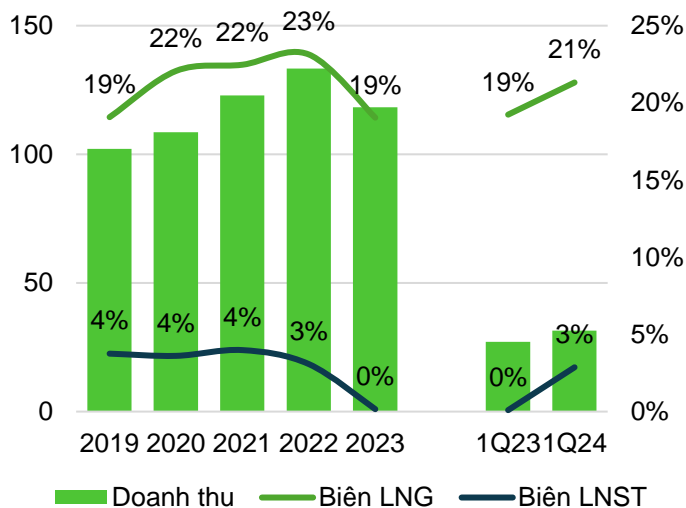
Lợi nhuận sau thuế 3.240
(+1832%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

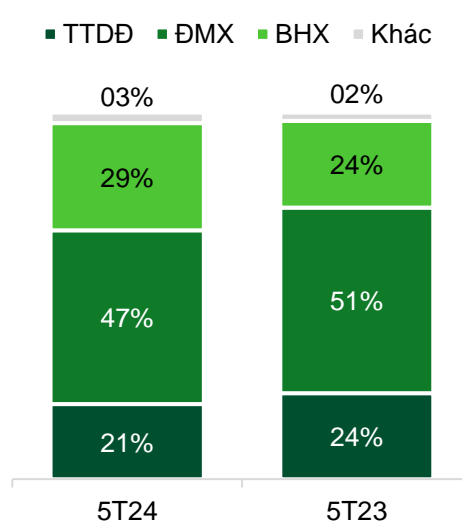
Lũy kế 5T24: DT của MWG đạt 54.240 VNĐ (+15% svck), hoàn thành được 43% so với kế hoạch năm. Cụ thể:

- BHX tăng trưởng doanh thu +16,4% svck, trong đó thực phẩm tươi sống và FMCG là động lực tăng trưởng chính cho doanh thu của BHX, cùng với đó số lượt hóa đơn mua hàng cũng tăng mạnh, đạt trung bình 500 hóa đơn/CH/ngày.
- ĐMX giảm 6% svck, tuy được hưởng lợi nhờ ngành hàng TV do sự kiện bóng đá Euro tuy nhiên nhu cầu mua máy lạnh giảm dưới ảnh hưởng của La Nina khiến mùa nóng đến muộn hơn và ngắn hơn.
- TGDD duy trì doanh thu svck vì dù doanh số bán hàng tương đối tích cực nhưng giá bán giảm dưới các chương trình khuyến mãi kích cầu tiêu dùng.

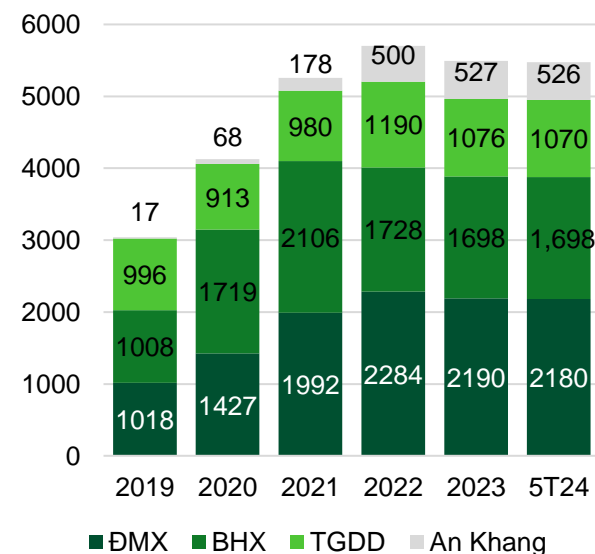
KQKD của MWG



Cơ cấu doanh thu MWG



Số lượng cửa hàng của MWG



BHX HÒA VỐN TRONG NĂM 2024

Kỳ vọng BHX sẽ chính thức hòa vốn trong năm 2024

24Q1: BHX ghi nhận lỗ 105 tỷ (-65% qoq và -70% yoy), kết quả đến từ tái cấu trúc, cắt giảm những cửa hàng hoạt động kém. Doanh thu/cửa hàng duy trì tăng trưởng đều đặn 50-60% trong 5 tháng đầu năm, đạt 2 tỷ VNĐ/ cửa hàng/tháng. Nếu duy trì hoạt động như này, BHX hoàn toàn có thể hòa vốn, thậm chí là lãi nhẹ trong năm 2024. Ước tính doanh thu của BHX sẽ có thể tăng trưởng 15-20% trong năm nay nếu trung bình DT/cửa hàng đạt 1,8 tỷ và mở mới thêm 100 cửa hàng

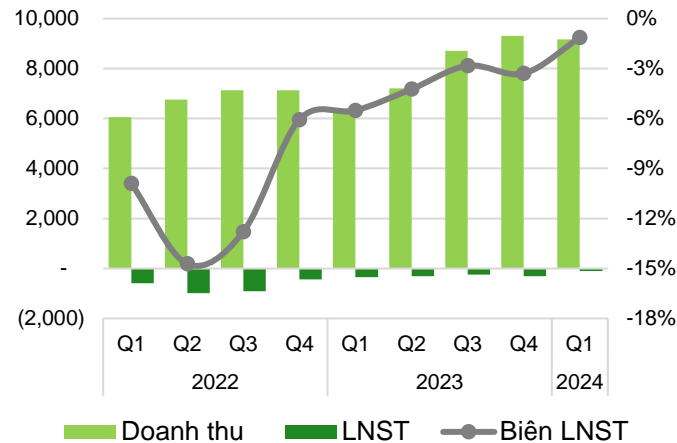
Lợi nhuận ngành hàng ICT sẽ phục hồi mạnh từ nền thấp cùng kỳ

Tiêu dùng trong nước ước tính tiếp tục phục hồi dưới chính sách tiền lương mới (+30% mức lương cơ bản) cho công chức viên chức cũng như tiếp tục duy trì chính sách giảm VAT 2% cho đến hết năm 2024.

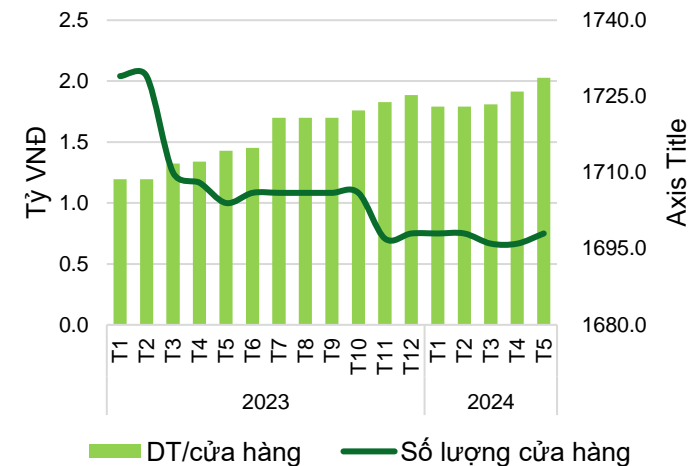
Kỳ vọng doanh thu của mảng ICT sẽ tiếp tục cải thiện trong 2H24 khi (1) Giá bán cạnh tranh đã hạ nhiệt, chỉ diễn ra chủ yếu ở các mặt hàng thuộc phân khúc cao cấp, (2) doanh số được hỗ trợ do nhu cầu mua sắm laptop, điện thoại cho mùa “back-to-school” và (3) các mẫu sản phẩm mới của Apple sẽ bắt đầu ra mắt từ cuối tháng 9/2024.

Ước tính biên lãi ròng ICT của MWG có thể đạt mức 3%, DT tăng trưởng 7% svck trong năm 2024.

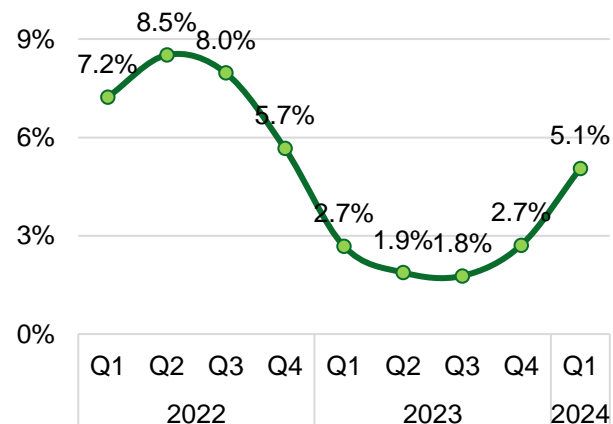
Chỉ tiêu lợi nhuận của BHX



Doanh thu/cửa hàng của BHX



Biên LNST mảng ICT của MWG



Những yếu tố hỗ trợ phục hồi cho tiêu dùng

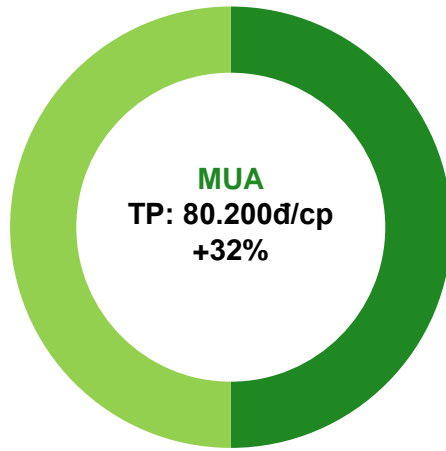
Chính sách tiền lương mới

Điều chỉnh tăng 30% trên mức lương cơ sở dành cho công chức viên chức.

Giảm thuế VAT 2%

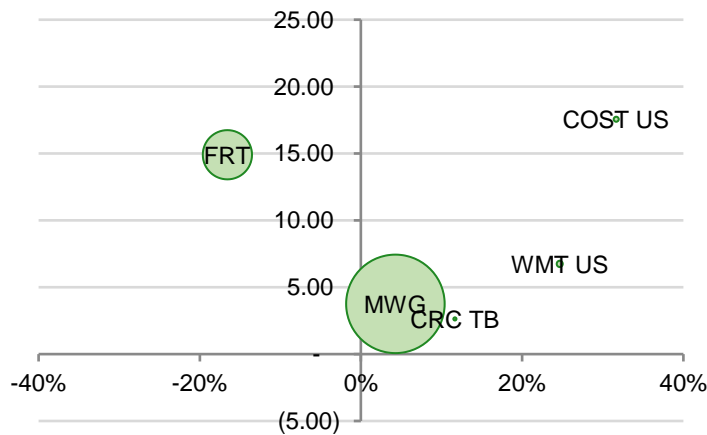
Chính phủ đã thông qua giảm thuế VAT về 8% tới hết T12.2024

Định giá

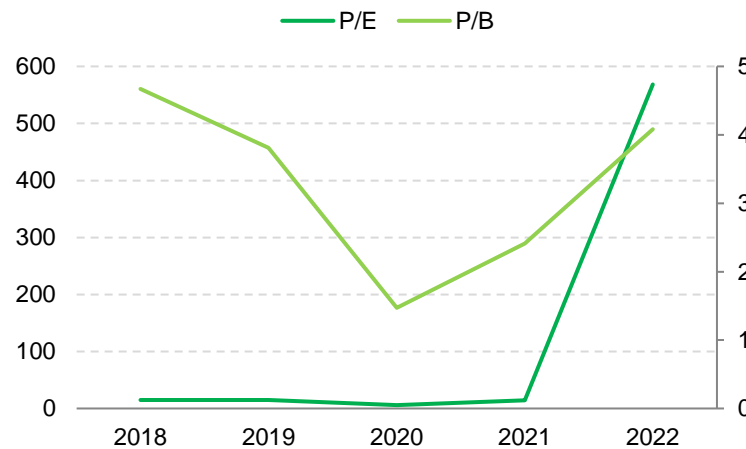


(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	118.280	138.767	163.616
+/-yoy (%)	-11,3%	17,3%	17,9%
LNST	168	3.240	4.908
+/- %	-95,9%	1832,3%	51,5%
EPS (đồng/cổ phiếu)	115	2.213	3.353

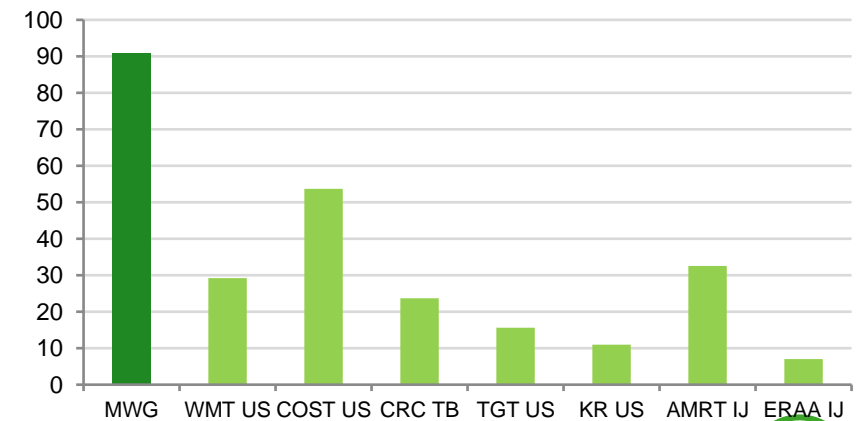
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



P/E ngành



Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 24.300 – 33.000

GTGD bình quân 52T 33.401

Vốn hóa (tỷ đồng) 510

P/E 170,3

P/B 1,19

% NN sở hữu 5,21%

Dự phóng KQKD 2024 (tỷ đồng)

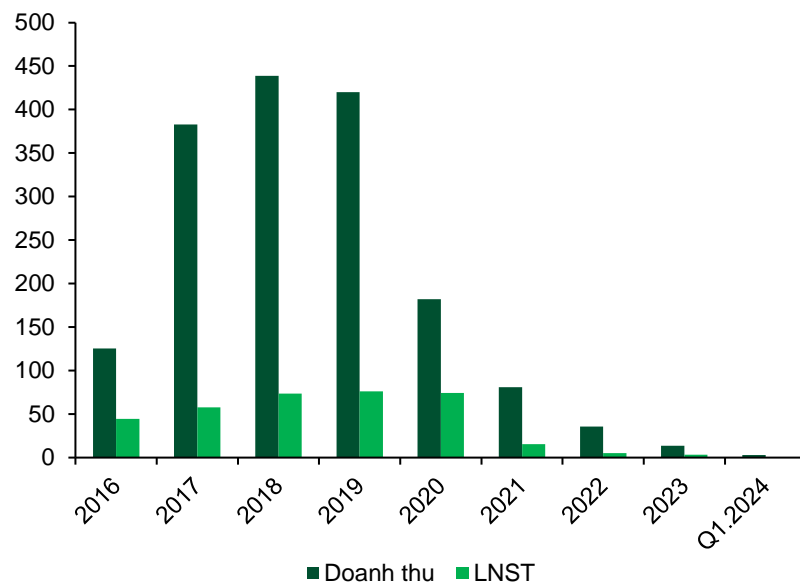
Tổng thu nhập 40

Lợi nhuận thuần 8

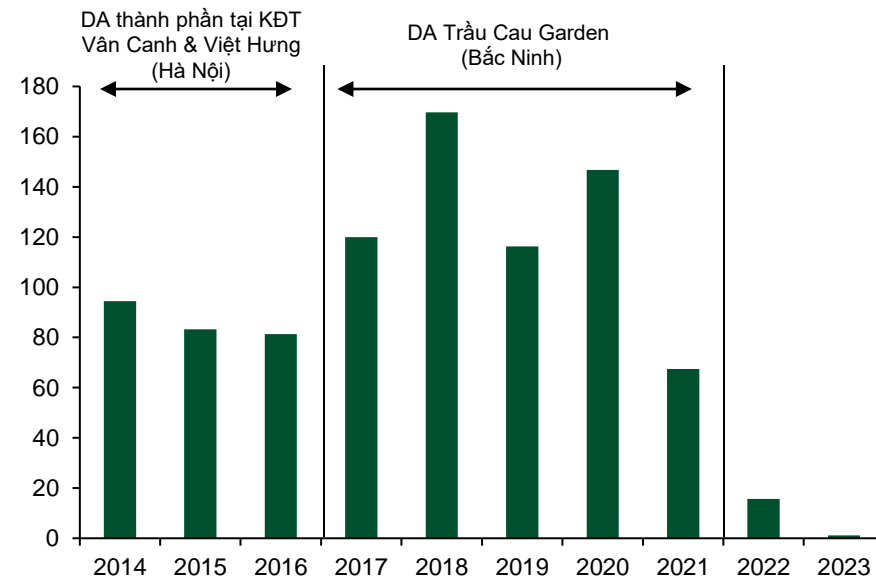
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- HLD là một thành viên của TCT Đầu tư & Phát triển Nhà và Đô thị (HUD). Từ vị thế là đơn vị được giao phát triển các dự án thành phần thuộc các KĐT của TCT HUD (KĐT Vân Canh, KĐT Việt Hưng,...), HLD đã dần nâng tầm năng lực và vị thế doanh nghiệp với việc trở thành chủ đầu tư các dự án đô thị tại các địa phương ven Hà Nội như KĐT Trầu Cau Garden (Bắc Ninh), KĐT Hudland Bình Giang (Hải Dương).
- KQKD 3T.2024:** HLD tiếp tục ghi nhận KQKD thấp với doanh thu đạt 3 tỷ đồng và lợi nhuận thuần 400 triệu đồng. Điều này do: (1) Dự án trọng điểm Hudland Bình Giang (Thái Học, Hải Dương) vẫn đang trong giai đoạn triển khai và chưa đóng góp doanh thu, (2) Việc kinh doanh các sản phẩm còn lại của dự án cũ gần như chỉ đủ bù đắp chi phí tài chính và vận hành doanh nghiệp.

KQKD qua các năm của HLD (Tỷ đồng)



LN gộp mảng BĐS của HLD (Tỷ đồng)



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

▼ KĐT Hudland Bình Giang (Hải Dương) chuẩn bị đưa vào kinh doanh:

- Tại đầu năm 2024, UBND Hải Dương đã chính thức phê duyệt tiền sử dụng đất - điểm vướng mắc pháp lý quan trọng khiến dự án bị chậm tiến độ kinh doanh trong vài năm qua.
- Dự án đã cơ bản hoàn thiện thi công mặt bằng và hạ tầng kĩ thuật. Sau khi nộp TSDD, tiến độ thi công dự báo sẽ được đẩy nhanh và có thể bắt đầu bán hàng từ cuối năm 2024 – đầu năm 2025.

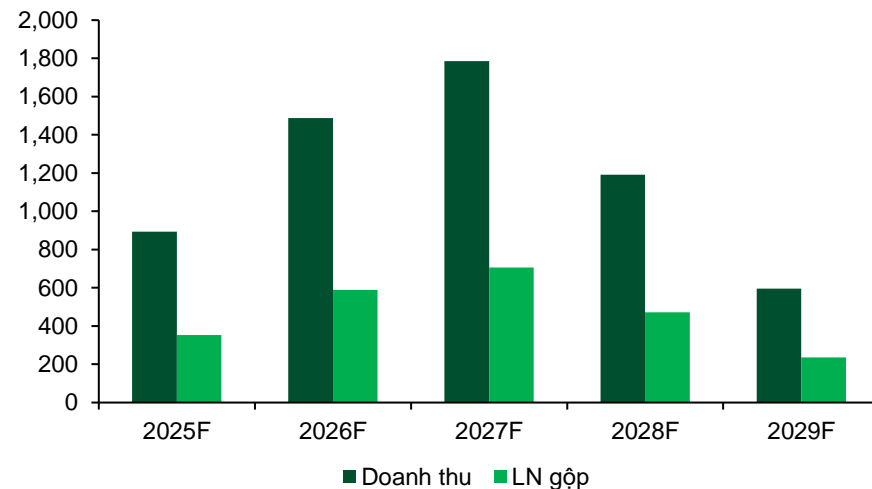
▼ Mặt bằng giá BĐS tại Hudland Bình Giang còn nhiều dư địa tăng trưởng:

- Nút giao cao tốc Hà Nội – Hải Phòng xuống Bình Giang chính thức thông xe đầu năm 2024.
- Các KCN, CCN tại khu vực xung quanh dự án đẩy mạnh tiến độ triển khai hạ tầng và thu hút đầu tư.
- Hudland Bình Giang là một trong số ít KĐT trong khu vực được triển khai bài bản, đầy đủ hạ tầng tiện ích và tỷ lệ đất thương phẩm không quá cao.

▼ Nâng tầm vị thế đầu tư dự án trong chu kỳ mới:

- Dòng tiền từ Hudland Bình Giang là nguồn lực quan trọng cho việc triển khai các dự án trong chu kỳ đầu tư mới.
- HLD đã chứng minh năng lực tự đấu thầu, phát triển các dự án KĐT hoàn chỉnh có quy mô trung bình.

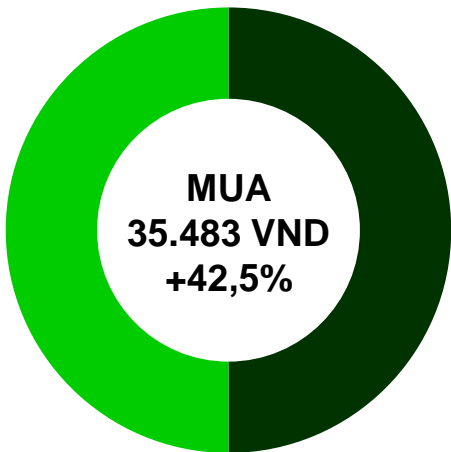
KQKD ghi nhận từ KĐT Hudland Bình Giang (Tỷ đồng)



Các dự án BĐS của HLD trong giai đoạn 2024 - 2027

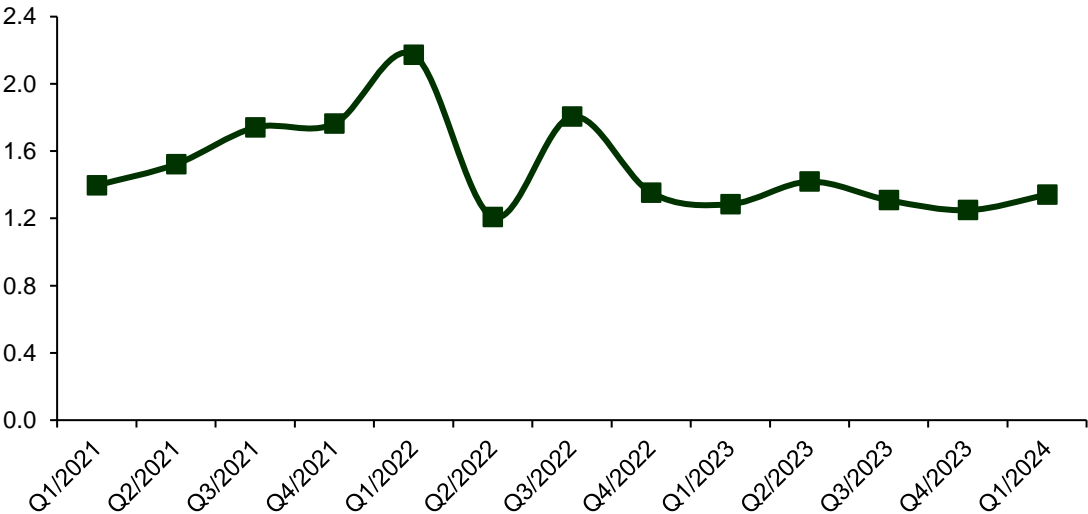
Dự án	Tổng diện tích (m2)	Mức đầu tư (Tỷ đồng)
Hudland Bình Giang (Hải Dương)	442.600	1.225
KĐT mới P.Đồng Tâm (Yên Bái)	33.000	N/A
KĐT mới P.Hợp Minh (Yên Bái)	244.400	N/A

ĐỊNH GIÁ



■ RNAV ■ P/B

P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	14	40	933
+/- yoy (%)	-61,8%	194,9%	2.236,4%
Lợi nhuận thuần	3	8	176
+/- yoy (%)	--32,4%	129,7%	2.215,8%
VCSH	410	417	593
+/- yoy (%)	--3,0%	1,9%	42,1%
EPS (VND/cổ phiếu)	165	379	8.775

Một số giả định trong dự báo

- Bắt đầu bán hàng và ghi nhận doanh thu tại dự án Hudland Bình Giang từ năm 2025.
- Chưa đưa KĐT Đồng Tâm, Hợp Minh và các dự án đang nghiên cứu đầu tư vào mô hình dự báo.

Một số rủi ro

- Rủi ro thu xếp vốn nộp tiền sử dụng đất và triển khai xây thô các sản phẩm tại DA Hudland Bình Giang.
- Thị trường BĐS hồi phục chậm, đặc biệt tại các tỉnh.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	18.500 – 25.500
GTGD bình quân 52T	52.730
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.583
P/E	11,41
P/B	1,40

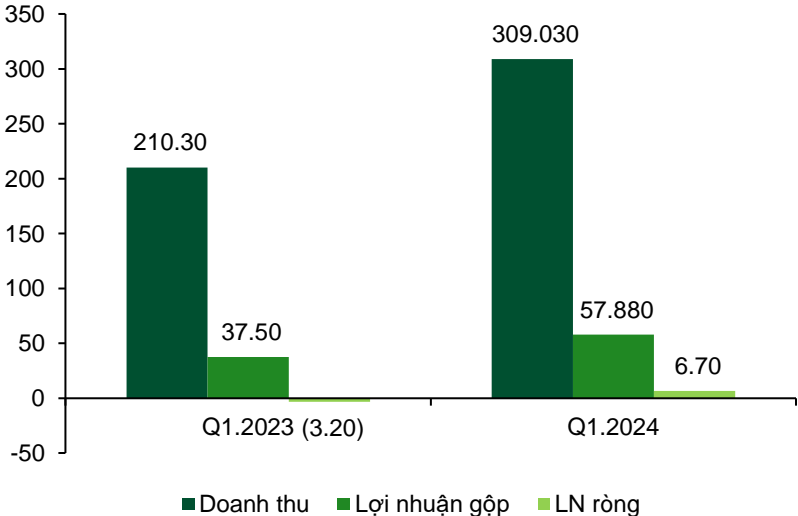
Dự phóng KQKD 2024 (tỷ đồng)

Tổng thu nhập	2.530
Lợi nhuận thuần	544

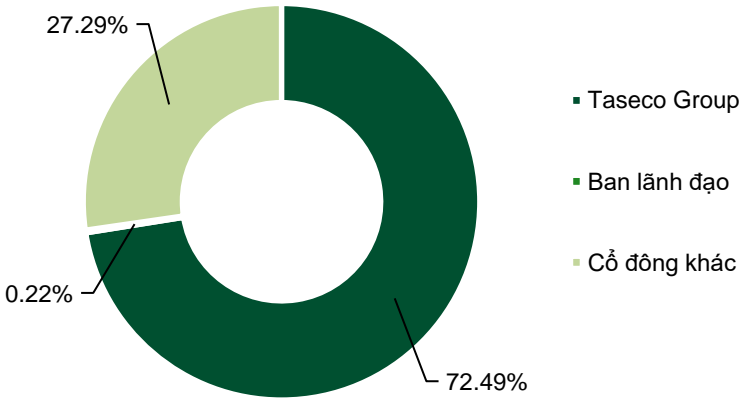
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- Taseco Land (TAL) là một doanh nghiệp phát triển bất động sản uy tín, đã làm nên tên tuổi thông qua các dự án cao tầng tại khu Ngoại Giao Đoàn (Hà Nội) và chuỗi khách sạn Alarcate. Trong các năm gần đây, TAL đã mở rộng mạnh địa bàn kinh doanh và quy mô dự án với việc tham gia đầu tư KĐT, KCN tại các tỉnh thành Phía Bắc như Thanh Hóa, Hà Nam, Thái Nguyên.
- KQKD 3T.2024:** TAL ghi nhận doanh thu đạt 309 tỷ đồng (+47,0% yoy) và lợi nhuận thuần 7 tỷ đồng (cùng kì lỗ 3 tỷ đồng). Mức thực hiện trên là khá thấp so với kế hoạch năm 2024 (LNST 475 tỷ đồng) do: (1) TAL đã thực hiện bàn giao và ghi nhận hầu hết lợi nhuận từ dự án chung cư N01-T6 (Ngoại Giao Đoàn) trong năm 2023, (2) Các dự án gói đầu tại Thanh Hóa dự kiến ghi nhận doanh thu từ nửa cuối năm 2024.

KQKD hợp nhất của TAL (Tỷ đồng)



Cơ cấu cổ đông của TAL



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Ghi nhận lợi nhuận tài chính từ chuyển nhượng các lô đất tại KĐT Starlake (Hà Nội):

- TAL đã kí thỏa thuận chuyển nhượng cổ phần và nhận tiền đặt cọc đối với Lô B2-CC4 (Dự án hỗn hợp TAH Tower) và Lô B3-CC2-A (khối văn phòng Landmark 55). Dự kiến các giao dịch sẽ được hoàn tất trong nửa cuối năm 2024 – đầu năm 2025, giúp TAL ghi nhận hơn 700 tỷ đồng lợi nhuận tài chính.
- TAL đang tìm đối tác chuyển nhượng Lô B3-CC2-B (lợi nhuận kì vọng trên 500 tỷ đồng).

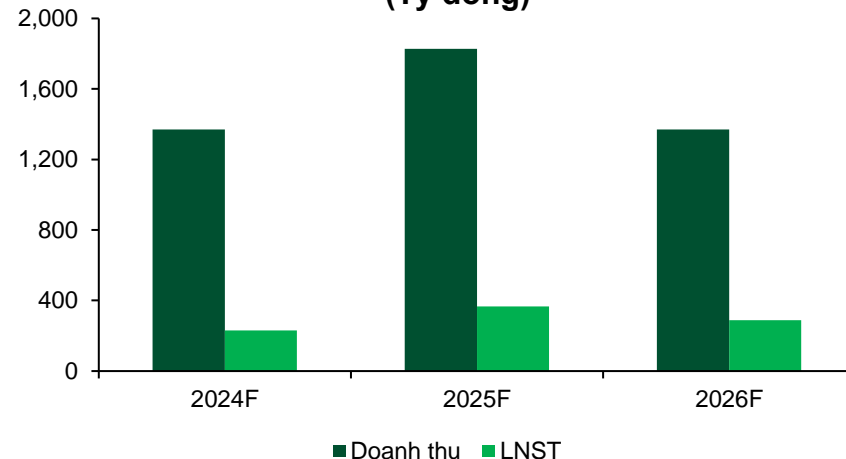
Mở bán các dự án tại Thanh Hóa:

- KĐT Central Riverside (TP.Thanh Hóa) đã chính thức mở bán từ Q2.2024 với giá bán khá tốt, dự kiến đem về hơn 4.500 tỷ đồng dòng tiền từ bán hàng trong giai đoạn 2024 – 2026. Mặt bằng giá bán tại dự án sẽ cải thiện khi tuyến đường Đại lộ Nam Sông Mã gd2 đi vào hoạt động (dự kiến năm 2025).
- Dự án KDC Nguyên Bình (Nghị Sơn, Thanh Hóa) hiện đang tích cực thi công hạ tầng kỹ thuật, dự kiến bắt đầu bán hàng từ Q3.2024.

Gia tăng mạnh danh mục dự án đầu tư:

- TAL tập trung phát triển các dự án tại vị trí đắc địa, có thanh khoản cao. Do đó, doanh nghiệp có thể nhanh chóng bán một phần dự án để thanh toán nợ vay tài chính và triển khai dự án gối đầu, trong khi vẫn duy trì nguồn hàng để hưởng lợi từ xu hướng tăng giá đất.
- Chiến lược triển khai cuốn chiếu và hiệu quả dòng tiền tốt giúp TAL gia tăng mạnh quy mô đầu tư trong giai đoạn tới, trở thành một trong những chủ đầu tư BĐS tầm cỡ tại Miền Bắc.

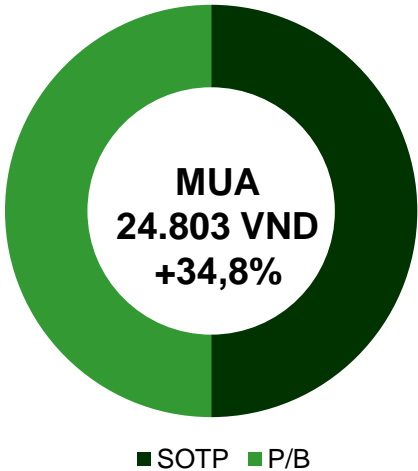
KQKD ghi nhận từ KĐT Central Riverside (Tỷ đồng)



Các dự án BĐS của TAL trong giai đoạn 2024 - 2027

Dự án	Tổng diện tích (m2)	Năm khởi công
Central Riverside	156.000	2022
KDC Nguyên Bình	149.000	2023
Tổ hợp TMDV, nhà ở Nam Thái	21.000	2024
Khu nhà ở Trung Văn	38.500	2024
KCN Taseco Đồng Văn	2.230.000	2024
KĐT Nam Sông Cầu	455.000	2025
KĐT mới TX.Duy Tiên, Hà Nam	1.151.000	2025

ĐỊNH GIÁ



BẢNG ĐỊNH GIÁ SOTP

	Giá trị (Tỷ đồng)
Dự án BĐS	8.006
Hạ tầng khách sạn, cho thuê	902
Mảng xây dựng	212
Các khoản cho vay/ HTĐT	1.134
(Nợ vay ròng & lợi ích CDKKS)	(3.350)
VCSH hợp lý	6.903
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	23.243

DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	3.238	2.530	3.118
+/- yoy (%)	14,4%	-21,9%	23,2%
Doanh thu tài chính	85	215	610
Lợi nhuận thuần	457	544	964
+/- yoy (%)	-27,9%	19,2%	77,1%
EPS (VND/cổ phiếu)	1.538	1.833	3.245

Một số giả định trong dự báo

- Bắt đầu bàn giao và ghi nhận doanh thu tại dự án Central Riverside và KDC Nguyễn Bình (Thanh Hóa) trong nửa cuối năm 2024.
- Chưa đưa giao dịch chuyển nhượng lô B3-CC2-B Starlake vào dự báo năm 2025.

Một số rủi ro

- Thị trường BĐS hồi phục chậm, đặc biệt tại các tỉnh.
- Chậm hoàn thiện thủ tục pháp lý để thực hiện chuyển nhượng, ghi nhận lợi nhuận đối với các lô đất tại KĐT Starlake.
- Việc triển khai các dự án đô thị quy mô lớn có thể mang đến rủi ro về dòng tiền trả nợ nếu dự án gặp khó khăn trong pháp lý hoặc bán hàng.

Điều khoản sử dụng

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

Thông tin liên hệ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu – Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó giám đốc Nghiên cứu – Phân tích doanh nghiệp

lhathi@vcbs.com.vn