

Danh mục khuyến nghị

(trung & dài hạn)



Nội dung

Ngành	Cổ phiếu	Doanh nghiệp	Giá mục tiêu 12T (VND)	Lợi nhuận kỳ vọng
Ngân hàng	VCB	Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam	100,800	15%
Ngân hàng	BID	Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	52,400	12%
Ngân hàng	TCB	Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam	27,200	20%
Ngân hàng	VPB	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	23,100	26%
Ngân hàng	ACB	Ngân hàng TMCP Á Châu	27,900	18%
Tiện ích – Gas	GAS	Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP	98,300	27%
Bất động sản dân cư	VHM	CTCP Vinhomes	52,050	49%
Khu công nghiệp	IDC	Tổng Công ty IDICO – CTCP	64,200	11%
Thép	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	32,500	22%
Thực phẩm & Đồ uống	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	83,100	18%

Chờ đợi cơ hội

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

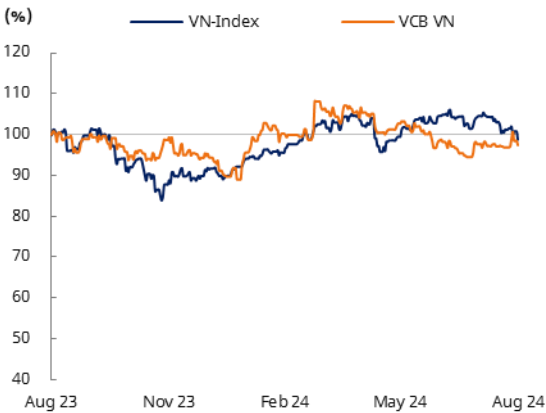


(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	100,800
Thị giá (5/08/24)	87,800
Lợi nhuận kỳ vọng	15%

LNST (24F, tỷ đồng)	35,218
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	6.6
P/E (24F, x)	14.0
Vốn hóa (tỷ đồng)	490,722
SL cổ phiếu (triệu)	5,589
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	25.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	23.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	80,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	100,500
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-0.2-2.4-2.6
Tương đối	5.3-3.6-1.4

Điểm nhấn đầu tư

- Tài sản của VCB quay lại tăng trưởng dương trong Q2/2024, +7.4% sv. Q1 và 3.6% sv. 2023, đạt 1,906 nghìn tỷ, là ngân hàng có tài sản lớn thứ 3 trong khối NHNY. Cho vay khách hàng cũng phục hồi, đạt 1,335 nghìn tỷ, tăng 7.5% sv. 2023, tương đương mức tăng trưởng của ngành trong 6T2024. Trong danh mục cho vay, khoản vay ngắn và trung hạn chiếm phần lớn tăng trưởng, cho thấy nhiều khả năng phân khúc cho vay doanh nghiệp vẫn chiếm tỷ trọng cao, dẫn đến lợi suất của danh mục cho vay giảm 1.1%p 6T2024.
- Chất lượng tài sản của ngân hàng vẫn tương đối ổn định trong quý 2. Tỷ lệ nợ xấu giảm nhẹ 2bps sv. Q1, xuống còn 1.2% (+22bps sv. 2023), trong khi tỷ lệ nợ xấu gộp giảm nhiều hơn, -22bps xuống mức 1.56% (+14bps YTD). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu ghi nhận cải thiện nhẹ (+12.3%p sv. Q1) lên mức 212.1%. Mặc dù đa phần các chỉ số chất lượng tài sản có sự suy giảm tương đối trong 6T2024, so với mặt bằng chung, các chỉ số này vẫn tỏ ra vượt trội với triển vọng ổn định.
- Tăng trưởng lợi nhuận trong Q2/2024 cũng tích cực trở lại, tăng 9% sv.ck., sau khi giảm 4.5% trong Q1. Lũy kế 6T2024, LNTT của VCB đạt 20,835 nghìn tỷ, tăng 1.6% sv.ck. và hoàn thành 49.6% kế hoạch năm. Trong kỳ, VCB ghi nhận tăng trưởng âm tại hầu hết các nguồn thu nhập như thu nhập lãi thuần (-0.8% sv.ck.), thu nhập thuần từ dịch vụ (-4.5%), và thu nhập khác (-33.7%). Ngược lại, VCB cũng cắt giảm mạnh các chi phí như CPHĐ (-6.9% sv.ck.) và chi phí dự phòng (-33.7% sv.ck.) nhằm duy trì tăng trưởng lợi nhuận. Với nền tảng chất lượng tài sản vượt trội, việc cắt giảm một phần chi phí dự phòng không quá đáng ngại.
- Mặc dù đã điều chỉnh giảm dự phóng tăng trưởng của VCB cho năm 2024, chúng tôi đánh giá triển vọng của VCB vẫn tương đối lạc quan. Tuy tăng trưởng tín dụng thấp và thu nhập lãi ròng (NII) đi ngang, tăng trưởng cả năm vẫn có nhiều dư địa cải thiện nhờ mức cơ sở thấp trong nửa sau năm 2023. Với triển vọng kinh tế vĩ mô tích cực hơn trong nửa cuối năm 2024, các hoạt động thương mại quốc tế dự kiến sẽ phục hồi dần, hỗ trợ thu nhập ngoài lãi của VCB gia tăng tốt hơn. Thêm vào đó, áp lực dự phòng của VCB không quá đáng kể, nhờ nền tảng về chất lượng tài sản, lãi suất hợp lý, tăng trưởng tín dụng thấp trong các năm khó khăn, và dư nợ liên quan đến BĐS không quá cao.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	36,285	42,400	53,246	53,621	59,326	70,433
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	12,777	14,324	14,836	14,103	17,001	18,945
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	23,050	27,389	37,359	41,244	43,922	55,618
LNST (tỷ đồng)	18,451	21,919	29,892	33,033	35,218	44,597
EPS (đồng)	4,975	5,910	6,316	5,910	6,301	7,979
ROE (%)	21.1	21.6	24.2	21.6	19.2	20.5
P/E (x)	14.6	10.5	11.5	15.4	14.0	9.5
P/B (x)	3.6	3.1	3.1	3.0	2.6	2.1
Giá trị sổ sách (đồng)	25,370	29,421	29,158	30,156	35,436	42,311
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,326,230	1,414,673	1,814,188	1,839,223	2,040,558	2,256,263
VCSH (tỷ đồng)	94,095	109,117	137,988	168,543	198,057	236,482

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tạo đà phục hồi

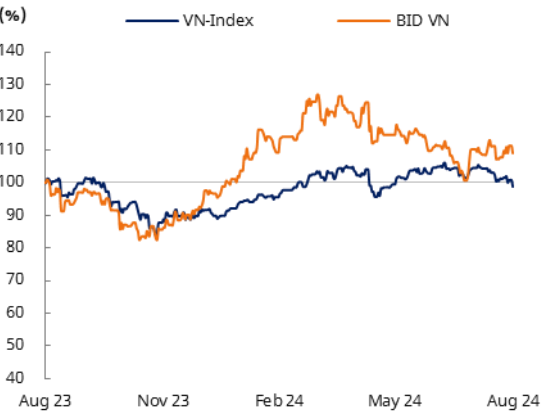
Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	52,400
Thị giá (5/08/24)	46,800
Lợi nhuận kỳ vọng	12%

LNST (24F, tỷ đồng)	23,431
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	13.0
P/E (24F, x)	10.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	266,780
SL cổ phiếu (triệu)	5,700
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	100.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	17.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	34,608
Cao nhất 52 tuần (VND)	56,700
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-1.1-4.49.0
Tương đối	4.5-5.510.1

- Điểm nhấn đầu tư**
- Tài sản của BID – NH TMCP lớn nhất Việt Nam – dần tăng tốc trong Q2/2024, tăng 8.3% sv. Q1 và 9.6% sv.2023, đạt 2,521.1 nghìn tỷ. Tuy nhiên, phân khúc tài sản có tỷ suất sinh lời cao là cho vay khách hàng vẫn ghi nhận tốc độ tăng trưởng tương đối thấp với khoảng 6% sv.2023 đạt 1,882.8 nghìn tỷ. Trong khi đó, danh mục đầu tư và cho vay liên ngân hàng tăng khoảng 15% từ đầu năm, đạt lần lượt 260.4 nghìn tỷ và 266.8 nghìn tỷ.
 - Mặc dù tăng trưởng cho vay có phần chậm, chất lượng danh mục cho vay cho thấy dấu hiệu ổn định trong kỳ. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng nhẹ 1bps sv. Q1 lên 1.52% là tương đối lạc quan, trong bối cảnh nhiều ngân hàng ghi nhận nợ xấu nội bảng tăng. Ngoài ra, tỷ lệ nợ xấu mở rộng (bao gồm nợ nhóm 2) giảm 45bps sv. Q1 xuống còn 3.11%. Tỷ lệ dự phòng nợ xấu (LLR) giảm xuống 132.2%, giảm 20.5%p sv. Q1/2024.
 - LNTT của BID trong Q2/2024 tăng mạnh mẽ khoảng 17.4% sv.ck., chủ yếu nhờ vào tăng trưởng thu nhập lãi thuần (+9.5% sv.ck.), thu nhập dịch vụ thuần (+15.8% sv.ck.) và thu nhập thuần khác (+45.4% sv.ck.), mặc dù chi phí dự phòng cũng tăng mạnh 36% sv.ck. Chi phí hoạt động tăng nhẹ 5.2% sv.ck. Biên lợi nhuận lãi ròng (NIM) trong 12 tháng gần nhất tiếp tục giảm 4bps; tuy nhiên, trên cơ sở hàng quý, NIM bắt đầu phục hồi, tăng 13bps sv. Q1, điều này là tương đối khả quan trong bối cảnh tỷ trọng cho vay trong danh mục tài sản sinh lãi giảm 1.1%p sv. 2023. Lũy kế 6T2024, LNTT của BID đạt 15.5 nghìn tỷ, tăng 12.1% sv.ck.
 - Hai thách thức chính đối với ngân hàng là khó khăn trong việc tăng vốn cũng như bức tranh lợi nhuận không quá khả quan trong năm 2024. Mặc dù CAR của BID thỏa tiêu chí an toàn vốn, đạt 9.18% vào năm 2023 nhưng lại thấp hơn đáng kể so với các NH tư nhân lớn, hạn chế tiềm năng tăng trưởng tín dụng của BID khi phải cân đối giữa rủi ro và lợi nhuận. Ngoài ra, với trách nhiệm là một NH có vốn đầu tư nhà nước, BID cũng tích cực hỗ trợ phục hồi kinh tế thay vì chỉ tập trung vào tối đa hóa lợi nhuận, điều này cũng phần nào điều hướng hoạt động của NH. Do đó, tồn tại hạn chế trong việc mở rộng NIM, đặc biệt là trong giai đoạn hiện tại, và với tỷ lệ LLR đã tụt đọng trong năm 2023 để duy trì tăng trưởng lợi nhuận, BID sẽ cần trích lập dự phòng nhiều hơn nhằm duy trì chất lượng tài sản, đặc biệt là trong bối cảnh nợ xấu gia tăng.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	35,824	46,823	56,070	56,136	63,514	71,608
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	14,086	15,483	13,222	16,533	14,607	16,217
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	9,026	13,548	23,009	26,400	29,863	38,202
LNST (tỷ đồng)	6,997	10,540	18,159	21,552	23,431	30,106
EPS (đồng)	1,795	1,715	3,271	4,101	4,638	5,678
ROE (%)	7.4	12.7	19.1	19.0	17.5	17.9
P/E (x)	33.10	17.8	9.9	11.5	10.4	8.5
P/B (x)	2.5	2.2	1.7	2.0	2.2	1.7
Giá trị sổ sách (đồng)	18,998	17,066	20,597	21,563	25,431	32,112
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,516,686	1,761,696	2,120,609	2,300,814	2,566,876	2,940,391
VCSH (tỷ đồng)	79,647	86,329	104,190	122,917	144,966	191,949

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng vượt trội

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

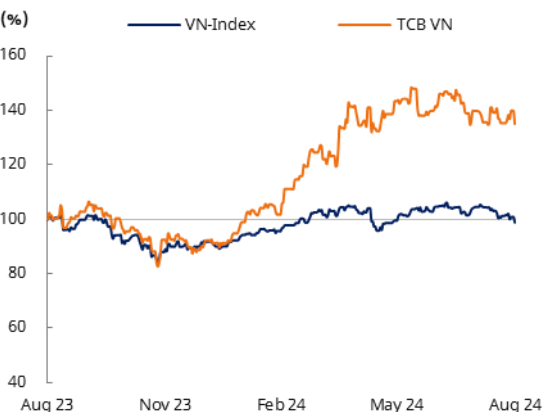


(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	27,200
Thị giá (5/08/24)	22,700
Lợi nhuận kỳ vọng	20%

LNST (24F, tỷ đồng)	22,294
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-38
P/E (24F, x)	7.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	159,922
SL cổ phiếu (triệu)	7,045
Tỷ tự do chuyển nhượng (%)	68.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	21.5
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	25,250
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-3.421.735.1
Tương đối	2.120.636.2

Điểm nhấn đầu tư

- Hết Q2/2024, tổng tài sản của ngân hàng tăng 6.9% sv.2023, đạt 908.3 nghìn tỷ. Tăng trưởng tín dụng tiếp tục vượt xa tăng trưởng tài sản, với mức tăng 12.9% sv. đầu năm chủ yếu do dư nợ cho vay tăng 14.2% so với đầu năm. Tuy nhiên, các chỉ số về chất lượng tài sản lại giảm nhẹ trong kỳ với tỷ lệ nợ xấu tăng 10bps theo quý lên 1.23% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm 5%p xuống 101.1%. Một điểm tích cực là tỷ lệ nợ nhóm 2 đã giảm từ 1.1% cuối Q1 xuống 0.8% hết Q2/2024, giảm phần nào áp lực nợ xấu gia tăng trong kỳ tới.
- NIM của ngân hàng tăng mạnh khoảng 34bps lên 4.47% trong Q2/2024. Sự cải thiện này được đóng góp bởi lợi suất ổn định trên tài sản và chi phí huy động giảm mạnh.
- Lợi nhuận của TCB tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao trong Q2/2024, với động lực mạnh mẽ đến từ tăng trưởng tại hầu hết các nguồn thu chính. Chi tiết, LNTT tăng 38.5% sv.ck. trong Q2/2024, tương đương với mức tăng 38.7% ghi nhận trong quý liền trước. Như vậy LNTT lũy kế tăng 38.6% trong 6T2024, đạt hơn 15.6 nghìn tỷ và hoàn thành 57.6% kế hoạch năm.
- Tuy cơ cấu tín dụng của TCB vẫn tiềm ẩn rủi ro tập trung, ngân hàng cũng đang cố gắng giảm thiểu mức độ tập trung. Tỷ trọng dư nợ TPDN tiếp tục xu hướng giảm trong Q2/2024 xuống còn 6.5% (-0.5%p QoQ) trong khi dư nợ cho vay liên quan đến BĐS giảm 1.5%p theo quý xuống 64.5%. Ngoài ra, cơ cấu các khoản cho vay kinh doanh BĐS cũng giảm 70bps theo quý xuống 34%. Bên cạnh đó, các chỉ số thanh khoản vẫn đang được duy trì ở mức cao, với CAR là 14.5% (+0.3%p theo quý, đã bao gồm tác động tiêu cực của việc chia cổ tức bằng tiền) và tỷ lệ huy động vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn (SFMLL) là 24.2% (-0.9%p sv.Q1), cho thấy khả năng chống chịu mạnh mẽ của ngân hàng trong điều kiện kém khả quan. Do hiện tại ngân hàng đã dùng gần hết hạn mức tín dụng được giao cho năm 2024 (16%), vì vậy thì khả năng tăng trưởng của ngân hàng sẽ tương đối bị ảnh hưởng bởi yếu tố ngoại vi này.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	18,751	26,699	30,290	27,691	34,258	40,052
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	8,291	10,378	10,612	12,370	15,016	14,316
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	15,800	23,238	25,568	22,888	28,335	35,033
LNST (tỷ đồng)	12,325	18,038	20,150	18,148	22,294	27,565
EPS (đồng)	3,516	5,138	5,729	5,152	3,165	3,907
ROE (%)	18.0	21.5	19.5	14.8	16.3	18.4
P/E (x)	6.9	4.7	4.2	4.7	7.1	6.2
P/B (x)	1.1	0.9	0.7	0.6	1.2	1.1
Giá trị sổ sách (đồng)	21,289	26,505	32,248	37,368	20,154	22,375
Tổng tài sản (tỷ đồng)	439,603	568,811	699,033	849,482	965,799	1,091,288
VCSH (tỷ đồng)	74,615	93,056	113,425	131,628	141,989	157,870

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Trên đà hồi phục

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	23,100
Thị giá (5/08/24)	18,300
Lợi nhuận kỳ vọng	26%

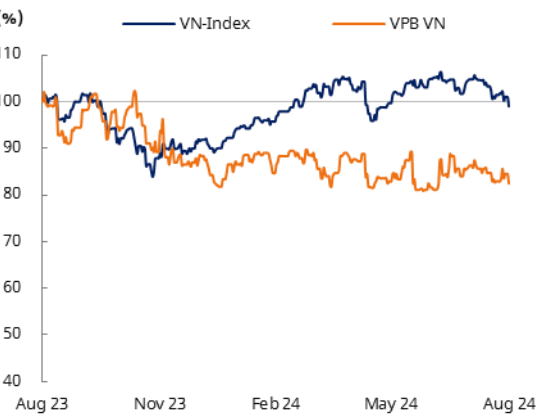
LNST (24F, tỷ đồng)	15,118
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	50
P/E (24F, x)	9.8

Vốn hóa (tỷ đồng)	145,191
SL cổ phiếu (triệu)	7,934
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	89.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	26.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	23,150

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-4.4	-6.6	-17.6
Tương đối	1.1	-7.8	-16.4

Điểm nhấn đầu tư

- Trong nửa đầu năm 2024, VPB ghi nhận tăng trưởng tín dụng gần 7% sv. 2023, đạt 647.7 nghìn tỷ. Mức tăng trưởng này chủ yếu nhờ tăng trưởng của ngân hàng mẹ, +8.2% sv. 2023, đạt 570 nghìn tỷ, trong khi FE Credit (FEC) ghi nhận tín dụng cải thiện khá khiêm tốn +3.5%. Mặc dù tăng trưởng tín dụng của FEC không quá ấn tượng trong 6T2024, so với mức giảm -9.2% trong 6T2023 vẫn tương đối tích cực. Theo VPB, dư nợ của FEC trong quý 2/2024 tăng nhờ nhu cầu tín dụng tiêu dùng dần hồi phục. Giải ngân mới trong Q2/2024 tăng 9% sv. Q1 và 53% sv.ck. trong 6T2024. Các khoản vay mới dự kiến đến từ phân khúc thẻ tín dụng, thay vì các khoản vay tiền mặt như truyền thống. Mặc dù lợi suất của phân khúc này không hấp dẫn như cho vay tiền mặt, nhưng tỷ lệ phát sinh nợ xấu cũng được kỳ vọng cải thiện. Tăng trưởng cho vay của ngân hàng chủ yếu đến từ các phân khúc như dịch vụ tài chính (+41% sv. 2023), dịch vụ lưu trú (+36%), và kinh doanh BĐS (+27%), dẫn đến nhiều lo ngại về gia tăng rủi ro tập trung.
- Chất lượng tài sản nội bảng tuy có sự suy giảm theo quý nhưng nhìn tổng thể có phần cải thiện. Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 5.08%, tăng 24bps sv. Q1 nhưng giảm 144bps sv.ck., trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu chốt quý tại 48.1%, giảm 5.4%p sv. Q1 nhưng cải thiện 5.1%p sv.ck. Tỷ lệ nợ xấu mở rộng giảm 23bps sv. Q1 và 181bps sv.ck. xuống còn 12.9%. Điểm tích cực được ghi nhận trong quý 2 của VPB có thể kể đến như tỷ trọng trái phiếu dưới chuẩn giảm mạnh xuống 17.8% từ 27.4% Q1/2024 (giảm 53.8% giá trị), hơn nữa, VPB cũng hoàn tất xử lý TPĐB VAMC.
- Mặc dù tăng trưởng lợi nhuận có phần chậm lại trong Q2/2024, mức tăng của VPB vẫn cao hơn đa phần các ngân hàng tương đương trong nửa đầu năm. Trong 6T2024, tổng thu nhập hoạt động hợp nhất đạt hơn 29 nghìn tỷ đồng, tăng 17.5% CK, trong khi LNTT tăng gần 68% CK, đạt hơn 8.6 nghìn tỷ. Đây là thành quả của sự cải thiện hiệu quả hoạt động của cả hệ sinh thái, đặc biệt từ việc giảm lỗ ghi nhận tại các công ty con (lỗ giảm từ 3,725.7 tỷ trong 6T2023 xuống còn 707.6 tỷ trong 6T2024).
- Các rủi ro chính đối với triển vọng của chúng tôi bao gồm chất lượng tài sản tương đối thấp và lợi nhuận không đạt kỳ vọng. Ở chiều tích cực, VPB có những quý khởi đầu tích cực về tăng trưởng lợi nhuận, với hoạt động của FEC có sự cải thiện. Ngoài ra, NIM có sự phục hồi nhẹ, tăng 0.1% so với 2023 lên 5.8%. Tuy nhiên, mức nợ xấu cao và tỷ trọng tài sản dưới chuẩn sẽ gây áp lực đáng kể lên sự phục hồi lợi nhuận của ngân hàng, cả về thu nhập từ lãi và chi phí dự phòng tín dụng. Thêm vào đó, lo ngại về lãi suất tăng có thể tác động tiêu cực đến triển vọng tăng trưởng tín dụng chung.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	32,346	34,349	41,021	38,175	49,040	57,209
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	6,687	9,953	16,776	11,569	12,386	14,947
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	13,019	14,580	21,220	10,987	17,121	30,178
LNST (tỷ đồng)	10,414	11,808	18,168	10,053	15,118	23,920
EPS (đồng)	4,242	2,656	2,706	1,267	1,905	3,015
ROE (%)	21.9	17.0	19.1	8.3	10.7	15.9
P/E (x)	4.4	7.0	6.9	14.6	9.8	6.2
P/B (x)	-4.1	-3.1	-2.1	-1.1	-0.1	0.9
Giá trị sổ sách (đồng)	22,187	17,891	14,490	16,980	17,475	19,460
Tổng tài sản (tỷ đồng)	419,027	547,626	631,013	817,700	951,350	1,073,111
VCSH (tỷ đồng)	52,794	86,451	103,502	139,947	142,458	158,428

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Khó khăn kéo dài

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

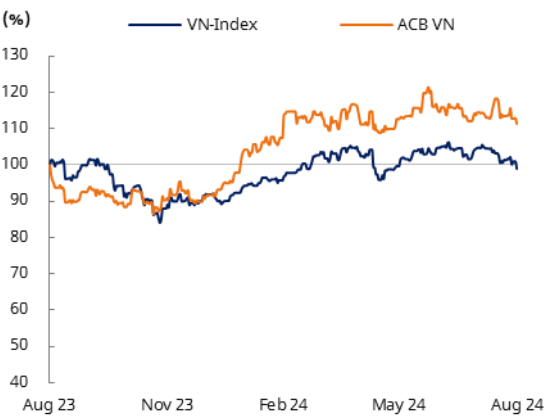


(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	27,900
Thị giá (5/08/24)	23,650
Lợi nhuận kỳ vọng	18%

LNST (24F, tỷ đồng)	16,794
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	4.6
P/E (24F, x)	5.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	105,636
SL cổ phiếu (triệu)	4,467
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	80.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	30.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,217
Cao nhất 52 tuần (VND)	26,261
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-2.7-2.911.5
Tương đối	2.8-4.012.6

Điểm nhấn đầu tư

- Tài sản của ngân hàng tăng mạnh trong quý 2 2024, tăng 7.1% sv. 2023 hay 5.8% trong kỳ, đạt 769.7 nghìn tỷ. Danh mục cho vay khách hàng tiếp tục là điểm sáng, với mức tăng ấn tượng 12.8% sv.2023, đạt 543.9 nghìn tỷ và chiếm 70.7% tổng tài sản của ngân hàng (+3.6%p trong 6T2024). Tốc độ tăng trưởng này cao hơn gấp đôi so với tăng trưởng chung của ngành. Trong cơ cấu cho vay, cả cho vay doanh nghiệp lẫn KHCN đều tăng trưởng ở mức tương tự nhau. Tuy nhiên, cho vay nhóm doanh nghiệp lớn tăng tốt hơn với mức tăng 37.6% trong 6T2024, trong khi các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs) chỉ tăng 7.2%, lần lượt chiếm 8% (+2%p) và 27% (-2%p) trên tổng danh mục cho vay.
- Tuy tăng trưởng cho vay rất tích cực, chất lượng tài sản vẫn có xu hướng giảm trong Q2/2024. Cụ thể, giá trị nợ xấu tăng 10.5% trong quý hay 38% từ đầu năm, đẩy tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng 3bps lên 1.48%. Trong khi đó, tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLR) giảm nhẹ 0.6%p theo quý xuống 76.4%. Ở chiều tích cực, tỷ lệ nợ xấu mở rộng, bao gồm nợ nhóm 2, đã giảm 22bps xuống 2.01%.
- Tăng trưởng lợi nhuận cao của ngân hàng trong năm 2023 (+17.2% sv.ck.) đã làm xuất phát điểm của ACB cao hơn so với các ngân hàng tư nhân lớn khác. LNTT của ngân hàng trong nửa đầu năm 2024 tăng trưởng khiêm tốn 4.4% CK, chủ yếu nhờ vào hiệu suất tốt hơn trong quý 2 (+13.8% sv.ck.) so với quý 1 (-5.6% sv.ck.). Lũy kế 6T2024, lợi nhuận trước thuế của ACB đạt 10.5 nghìn tỷ, tương đương 48% kế hoạch năm. Tăng trưởng lợi nhuận quý 2/2024 được thúc đẩy chính từ tăng thu nhập lãi thuần (+13.9% sv.ck.), kiểm soát CPHĐ hiệu quả (-0.8% sv.ck.), và giảm trích lập dự phòng (-16.7% sv.ck.).
- Về triển vọng nửa cuối năm 2024, áp lực chính đối với ACB đến từ tỷ suất biên lãi ròng (NIM). Mặc dù cho vay tập đoàn lớn trong các lĩnh vực dịch vụ và sản xuất không làm tăng rủi ro tập trung, nhưng đổi lại là lợi suất sẽ tương đối thấp. Thêm vào đó, ACB đối mặt với sự cạnh tranh đáng kể từ các đối thủ, gây áp lực lên lợi suất tài sản. Hơn nữa, với tốc độ tăng trưởng cho vay (+12.8% YTD) cao hơn tốc độ tăng trưởng tiền gửi (+6% YTD), ngân hàng có thể cần tăng lãi suất tiền gửi để thu hút thêm tiền gửi trong các quý tới. Những yếu tố này sẽ gia tăng áp lực lên NIM của ngân hàng trong ngắn hạn. Do đó, mặc dù tăng trưởng tín dụng của ACB tương đối khả quan, triển vọng NIM không mấy thuận lợi và thiếu lợi thế từ nền thu nhập thấp, vì vậy, tăng trưởng lợi nhuận của ACB có thể không ấn tượng như các ngân hàng tương tự trong năm 2024.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	14,600	18,945	23,534	24,960	29,702	35,418
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	3,560	4,619	5,257	7,787	5,998	6,507
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	9,594	11,998	17,114	20,068	20,983	25,032
LNST (tỷ đồng)	7,683	9,603	13,688	16,045	16,794	20,034
EPS (đồng)	2,809	3,555	4,053	4,131	4,324	5,158
ROE (%)	24.3	23.9	26.5	24.8	21.2	20.5
P/E (x)	8.0	6.7	5.9	5.8	5.5	4.6
P/B (x)	1.7	2.4	1.4	1.3	1.2	1.0
Giá trị sổ sách (đồng)	13,119	10,101	17,303	18,269	22,606	27,721
Tổng tài sản (tỷ đồng)	444,530	527,770	607,939	718,795	829,099	963,761
VCSH (tỷ đồng)	35,448	44,901	58,439	70,956	87,803	107,670

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

LPG dẫn dắt đà tăng trong 6T2024

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	98,300
Thị giá (5/08/24)	77,500
Lợi nhuận kỳ vọng	27%

LNST (24F, tỷ đồng)	11,756
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	1.3
P/E (24F, x)	14.9

Vốn hóa (tỷ đồng)	177,997
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,297
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	4.2
Tỷ lệ sở hữu của NGTTNN (%)	1.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	73,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	93,250

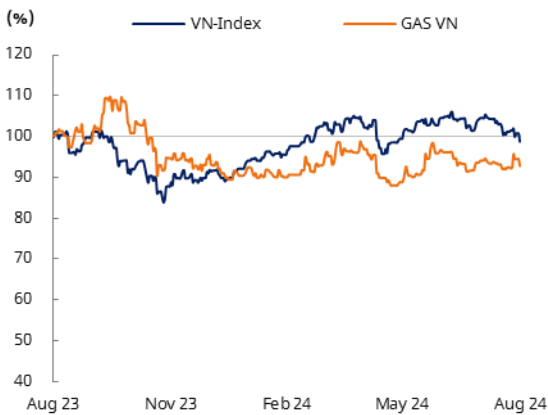
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.4	2.4	-7.3
Tương đối	4.1	1.2	-6.2

Điểm nhấn đầu tư
Cập nhật kết quả kinh doanh 6T2024:

- Kết quả sơ bộ ấn tượng:** GAS công bố doanh thu sơ bộ tăng trưởng 12% CK, đạt xấp xỉ 50,400 tỷ đồng (hoàn thành 72% kế hoạch) nhờ sự dẫn dắt của mảng LPG (chiếm 40% tổng doanh thu). Trong đó, sản lượng LPG đạt mức cao kỷ lục khi tăng lên 1.5 triệu tấn trong 6T2024 (+38% CK) nhờ hoạt động kinh doanh LPG xuất khẩu & kinh doanh quốc tế. Sự gia tăng của hoạt động LPG cũng bù đắp đáng kể cho sự sụt giảm doanh thu từ khí nội địa khi nguồn cung khí về bờ giảm mạnh 17% CK, riêng sản lượng tại khu vực Đồng Nam Bộ cạn kiệt nhanh hơn dự kiến với mức giảm 23% CK - gấp đôi so với kế hoạch chỉ giảm khoảng 10 - 15%/năm.
- Sự đóng góp của LNG cao hơn dự phóng của chúng tôi:** Trong 6T2024, GAS đã nhập khẩu 330 triệu m³ LNG với tổng chi phí 3,500 tỷ đồng, tương đương với giá nhập khẩu khoảng 10.5 USD/MMBTU - cao hơn mức giá trung bình khí nội địa là 7.3 USD/MMBTU. Trên thực tế, đã có hơn 230 triệu m³ LNG đã cung cấp cho các nhà máy điện tại khu vực Đồng Nam Bộ để bù đắp việc thiếu hụt sản lượng khí về bờ, trong bối cảnh nhu cầu điện tăng đột ngột trong mùa khô. Do đó, nguồn doanh thu từ khí LNG ước tính đạt 2,400 tỷ đồng, cao hơn mức dự phóng 500 tỷ đồng của chúng tôi. Trong dự phóng gần nhất chúng tôi giả định rằng khí LNG tái hóa chỉ được bán cho các khách hàng công nghiệp trong năm nay. Ngoài ra, GAS cam kết cung cấp 35% sản lượng khí tiêu thụ cho các nhà máy điện Nhơn Trạch 3 & 4 thông qua hợp đồng nhập khẩu dài hạn. Dự kiến, nhà máy điện Nhơn Trạch 3 sẽ bắt đầu vận hành thương mại vào tháng 11 năm 2024, trong khi Nhơn Trạch 4 là tháng 5 năm 2025.

Điểm nhấn chính từ đại hội cổ đông:

- Vốn đầu tư khoảng 15,000 tỷ đồng đến năm 2025 (bao gồm cả đường ống Lô B); với kế hoạch giải ngân 1,900 tỷ đồng trong năm nay.
- Công bố hàng loạt hợp đồng mua bán khí các mỏ khí mới dự kiến được ký kết trong Q4/2024, bao gồm: 1) Lô 12/11; 2) Lô 46/07 & 51; và 3) Lô 46/13. Sản lượng bổ sung ước tính khoảng 0.9 tỷ m³/năm, tương đương 12% công suất hiện tại, với dòng khí đầu tiên dự kiến vào cuối năm 2027.



FY (31/12)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	64,135	78,992	100,724	89,954	92,926	97,984
LNHĐ (tỷ đồng)	8,694	10,374	17,799	12,906	13,286	14,204
Biên LNHĐ (%)	13.6	13.1	17.7	14.3	14.3	14.5
EBITDA	11,250	13,494	20,933	15,980	16,382	17,504
LNƯ (tỷ đồng)	7,855	8,673	14,798	11,606	11,756	12,649
EPS (VND)	4,104	4,531	6,443	5,053	5,119	5,508
ROE (%)	16.1	17.4	26.6	18.6	17.6	17.5
P/E (x)	9.7	16.6	12.7	14.9	14.9	13.9
P/B (x)	1.5	2.8	3.1	2.7	2.7	2.5
Tổng tài sản (tỷ đồng)	63,208	78,768	82,663	87,754	92,108	97,671
VCSH (tỷ đồng)	49,500	52,193	61,174	65,299	70,374	76,350

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Đẩy mạnh doanh số bán trước

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

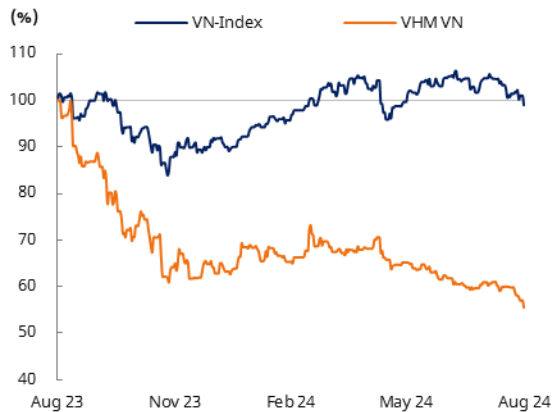


(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	52,050
Thị giá (5/08/24)	35,050
Lợi nhuận kỳ vọng	49%

LNST (24F, tỷ đồng)	36,879
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	11
P/E (24F, x)	4.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	152,621
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	4,354
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	25.7
Tỷ lệ sở hữu của NGTTNN (%)	15.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	34,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	64,100

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-8.8	-16.1	-44.4
Tương đối	-3.3	-17.3	-43.2

- Điểm nhấn đầu tư**
- Lợi nhuận trở lại trong Q2/2024.** Trong Q2/2024, VHM ghi nhận doanh thu 28,218 tỷ đồng (+2.4x QoQ, -14% CK) và LNR 10,784 tỷ đồng (+11x QoQ, +11% CK), với sự đóng góp chính từ mảng bất động sản (55% tổng doanh thu) và dịch vụ xây dựng (33%). Hai mảng này lần lượt ghi nhận mức tăng trưởng 292% và 137% so với quý trước, nhờ hoạt động bàn giao các dự án Ocean Park 1-2-3 và Golden Avenue. Doanh thu tài chính cũng tăng mạnh lên 8.1 nghìn tỷ đồng (+315% QoQ; +236% CK), nhờ ghi nhận giao dịch chuyển nhượng lô lớn tại dự án Vũ Yên. Tuy nhiên, doanh thu và lợi nhuận ròng trong nửa đầu năm vẫn giảm lần lượt 41% CK và 47% CK, chủ yếu do hiệu ứng so sánh nền cao CK.
 - Giá trị bán trước tăng mạnh (+27% CK),** nhờ mở bán dự án mới Vinhomes Royal Island. Khởi đầu từ tháng 3/2024, dự án đã ghi nhận phản hồi tốt từ thị trường với tỷ lệ bán đạt 4,500/8,334 căn thấp tầng, đem lại 41.9 nghìn tỷ doanh số hợp đồng (chiếm 81% giá trị 6 tháng đầu năm 2024).
 - Mục tiêu tăng trưởng doanh thu FY24 được duy trì** (+16% CK, bao gồm bán sỉ và BCC được ghi nhận trong doanh thu tài chính), trên cơ sở giá trị hợp đồng đặt trước đáng kể (118.7 nghìn tỷ đồng) đến T6/2024. Theo đó, VHM dự kiến sẽ đẩy mạnh bàn giao phần lớn sản phẩm tại các dự án tại Ocean Park 2-3 và Vinhomes Royal Island trong nửa sau 2024. Bên cạnh đó, VHM cũng đang trong quá trình hoàn thiện chuyển giao lô lớn với đối tác với giá trị chuyển nhượng dự kiến 40 nghìn tỷ đồng.
 - Tiếp tục ra mắt dự án mới.** Công ty duy trì kế hoạch ra mắt 2 dự án lớn trong nửa cuối năm tại Vinhomes Cổ Loa (385 ha) và Vinhomes Wonder Park (133 ha). Ngoài ra, phân khu cao tầng tại Vinhomes Star City cũng đã được mở bán vào tháng 6/2024 với tỷ lệ bán đạt hơn 70% trên tổng 1,170 sản phẩm.
 - Nợ ròng duy trì ở mức thấp,** giảm xuống còn 25.9 nghìn tỷ đồng tại Q2/2024 (-2% QoQ), tương đương với hệ số đòn bẩy 0.24x. Số dư các khoản nghiệp vụ với bên liên quan duy trì ở mức cao, đạt hơn 129.3 nghìn tỷ đồng, tăng 6% so với đầu năm.
 - Triển vọng:** Hoạt động bán hàng khả quan trong nửa đầu năm hỗ trợ triển vọng phục hồi tại thị trường BĐS các tỉnh phía bắc trong 2024 cũng như củng cố vị thế đầu ngành của VHM, thể hiện qua khả năng đẩy nhanh tốc độ bán hàng tại các dự án mở mới thuộc phân khúc cao cấp (Vũ Yên) và trung cấp (Star City). Chúng tôi kỳ vọng VHM sẽ tiếp tục mở bán các dự án lớn tại phía Bắc nhằm duy trì đà tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi hiện dự báo tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bình quân hàng năm đạt 15.6% trong 2023-2026 với giả định 5 dự án mới sẽ được đưa vào kinh doanh.



FY (31/12)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	84,986	62,393	103,334	121,795	130,465	139,487
LNHĐ (tỷ đồng)	42,402	25,621	27,933	39,472	44,460	54,184
Biên LNHĐ (%)	49.9	41.1	27	32.4	32.4	32.4
LNST (tỷ đồng)	48,183	38,643	65,596	43,164	52,117	63,796
EPS (đồng)	38,825	28,831	33,125	36,879	42,154	51,621
ROE (%)	9,015	6,621	7,607	8,469	9,681	11,855
P/E (x)	36.9	21.4	20.4	20.6	21.0	23.2
P/B (x)	9.1	7.2	5.7	4.4x	4.1x	3.3x
Tổng tài sản (tỷ đồng)	2.9	1.4	1.1	0.8x	0.7x	0.6x
VCSH (tỷ đồng)	230,516	361,813	447,361	480,819	489,524	533,641
	131,407	148,522	182,369	209,786	248,401	275,035

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Điểm rơi lợi nhuận

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	64,200
Thị giá (5/08/24)	57,600
Lợi nhuận kỳ vọng	11%

LNST (24F, tỷ đồng)	2,737
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	96
P/E (24F, x)	7.1

Vốn hóa (tỷ đồng)	19,008
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	330
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	63.7
Tỷ lệ sở hữu của NGTTNN (%)	24.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	39,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	66,000

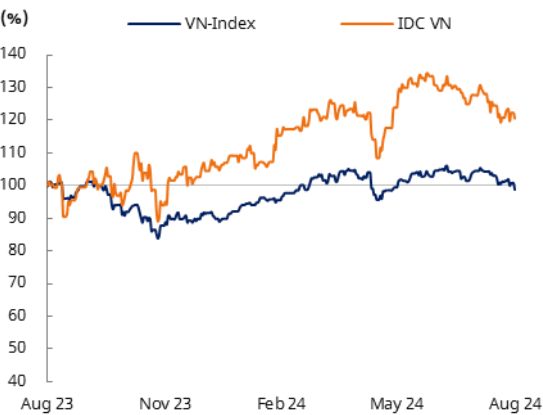
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-5.6	2.9	20.5
Tương đối	-0.1	1.7	21.6

Điểm nhấn đầu tư

Kết quả kinh doanh vững chắc trong 6T2024 khi công bố doanh thu hợp nhất và lợi nhuận ròng đạt 4,616 tỷ đồng (+29.8% CK) và 1,128 tỷ đồng (+65.5% CK).

- Tăng trưởng mạnh mẽ trong việc bàn giao đất khu công nghiệp tại Phú Mỹ 2, Hựu Thành và Quế Võ 2:** Mảng khu công nghiệp đã đóng góp 2,127 tỷ đồng doanh thu (+38% CK). Trong 6T2024, ước tính có khoảng 63ha đất đã được bàn giao – hoàn thành 41.7% dự phóng của chúng tôi. Đặc biệt, tất cả các lô đất được bàn giao đều được hoạch toán theo phương pháp ghi nhận một lần, vì đáp ứng đủ các nguyên tắc kế toán TT200/BTC. Việc bàn giao 19ha đất tại KCN Phú Mỹ 2 với biên lợi nhuận gộp đạt 85.3% đã giúp gia tăng đáng kể biên lợi nhuận gộp của mảng này lên 64.3%, so với 53.9% trong 6T2023.
- Hoàn tất chuyển giao 1.45ha trong tổng số 2.2ha cho AEON:** Việc bàn giao giai đoạn 1 của dự án KDC phường 6 mở rộng với diện tích 1.45ha cho AEON đã tạo ra sự đột biến trong doanh thu mảng bất động sản với hơn 369 tỷ đồng, tăng 5.8 lần CK. Trong đó, doanh thu từ việc bàn giao dự án này chiếm 277 tỷ đồng. Phần diện tích còn lại 0.75ha trong giai đoạn 2 sẽ được giao trong thời gian tới khi CTCP Đầu Tư Xây dựng Long An IDICO (UPCoM: LAI, IDC sở hữu 51%) giải quyết thành công các thủ tục pháp lý. Dự kiến, giao dịch này sẽ bổ sung thêm 143 tỷ đồng doanh thu.
- Tiêu thụ điện tăng cao tại các khu công nghiệp dẫn dắt tăng trưởng năng lượng:** Doanh thu từ hoạt động bán điện trong KCN đã tăng lên mức 1,340 tỷ đồng (+18% CK), nhờ vào mức tiêu thụ điện cao khi các nhà sản xuất trở lại hoạt động sau giai đoạn khó khăn cũng như mức nền thấp trong 6T2023. Điều này đã kéo theo đà tăng của tổng doanh thu mảng năng lượng đạt 1,468 tỷ đồng (+9.5% CK). Trong tháng 7/2024, thỏa thuận mua bán điện trực tiếp (DPPA) đã được Bộ Công Thương chính thức phê duyệt, và việc IDC đang sở hữu ba giấy phép hoạt động truyền tải điện sẽ cho phép công ty tham gia trực tiếp vào cơ chế này.

Dự phóng và định giá: Sử dụng phương pháp định giá từng phần, chúng tôi xác định giá mục tiêu cho IDC là 64,200 đồng. Dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng đạt 9,416 tỷ đồng (+30.1% CK) và 2,737 tỷ đồng (+96.4% CK) trong năm 2024 dựa trên những giả định chính bao gồm: 1) Tổng diện tích đất bàn giao dự kiến đạt 151ha, bao gồm 96ha là phần chuyển ghi nhận từ 2023, qua đó hoạt động khu công nghiệp đóng góp 4,853 tỷ đồng doanh thu (+47% CK). Trong đó, KCN Phú Mỹ 2 ước ghi nhận 58ha, bao gồm 52ha đã ký hợp đồng từ 2023. 2) Sản lượng tiêu thụ điện của UIC cao hơn dự kiến.



FY (31/12)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	5,356	4,301	7,485	7,237	9,416	9,739
LNHĐ (tỷ đồng)	1,236	477	2,726	2,061	3,800	3,817
Biên LNHĐ (%)	23.1	11.1	36.4	28.5	40.4	39.2
EBITDA	1,973	1,439	3,842	3,102	5,123	5,252
LNR (tỷ đồng)	873	454	1,768	1,394	2,737	2,908
EPS (VND)	2,893	1,514	5,605	4,223	8,295	8,813
ROE (%)	19.0	9.1	31.7	22.6	39.1	33.6
P/E (x)	10.7	43.1	5.9	11.5	7.1	6.6
P/B (x)	2.2	5.0	2.1	3.2	3.0	2.4
Tổng tài sản (tỷ đồng)	14,529	16,076	17,013	17,720	17,487	18,250
VCSH (tỷ đồng)	4,958	5,028	6,128	6,205	7,800	9,510

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng là trọng tâm

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	32,500
Thị giá (5/08/24)	26,550
Lợi nhuận kỳ vọng	22%

LNST (24F, tỷ đồng)	12,306
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	65
P/E (24F, x)	13.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	169,820
SL cổ phiếu (triệu)	6,396
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	55.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	24.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,545
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,950

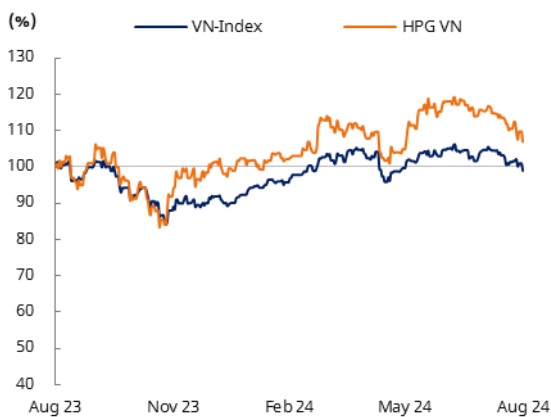
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-7.3	3.7	6.8
Tương đối	-1.8	2.6	7.9

Điểm nhấn đầu tư
Tóm tắt kết quả kinh doanh 6T2024:

- HPG công bố kết quả khả quan trong Q2/2024 với doanh thu thuần đạt 39.6 nghìn tỷ đồng (+28% QoQ/+34% CK) và lợi nhuận ròng đạt 3.3 nghìn tỷ đồng (+16% QoQ/+129% CK). Phân khúc thép là động lực chính trong kết quả tăng trưởng, đóng góp 96%/91% vào tổng doanh thu và lợi nhuận.
- Tăng trưởng sản lượng thép tiêu thụ trong Q2/2024 đạt 16% QoQ/ 31% CK nhờ vào nhu cầu nội địa mạnh mẽ và các hoạt động tích trữ hàng tồn kho của đại lý. Thép xây dựng là động lực chính, chiếm 55% tổng sản lượng bán ra, đạt 2.3 triệu tấn, ghi nhận mức tăng 62% QoQ/ 33% CK. Tuy nhiên, tiêu thụ HRC (chiếm 31% tổng số) đã giảm 10% so với quý đầu năm do gia tăng cạnh tranh từ nhập khẩu Trung Quốc và nhu cầu yếu.
- Nhìn chung, kết quả nửa đầu năm của HPG phù hợp với dự báo của chúng tôi, với doanh thu/lợi nhuận đạt 50.3% so với dự báo cả năm. Trong ngắn hạn, biên lợi nhuận sản xuất thép có thể sẽ gặp sức ép, trước các biến động gần đây của giá nguyên liệu và thành phẩm.

Triển vọng tăng trưởng trong 2024 duy trì khả quan: Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi nhận thấy HPG sẽ phải đối mặt với một số quan ngại như (1) Doanh số bán hàng dự kiến suy giảm trong tháng 7-10 do yếu tố thời vụ và lượng tồn kho đạt mức cao tại các đại lý phân phối; (2) Phân khúc HRC có mức phục hồi chậm hơn; (3) Mức iên lợi nhuận thu hẹp. Tuy vậy, triển vọng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của HPG trong 2024 vẫn duy trì tích cực trên cơ sở mức thực hiện khả quan trong nửa đầu năm và nền thấp cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng HPG sẽ tiếp tục cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ đối với thép xây dựng và các sản phẩm hạ nguồn. Sản lượng bán hàng nhóm các sản phẩm này thể hiện sự liên kết chặt chẽ với những cải thiện gần đây trong lĩnh vực xây dựng, và HPG vẫn đang duy trì lợi thế cạnh tranh về giá đối với thị trường trong nước. Trong nửa đầu năm, thị phần thép xây dựng của HPG đã gia tăng lên 38.3% tại T6/2024 so với mức 34.5% của năm 2023. Chúng tôi dự phóng mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng của HPG đạt lần lượt 17.7% CK và 81% CK trong 2024.

Yếu tố theo dõi: (1) Bộ Công Thương khởi xướng điều tra chống bán phá giá thép cán nóng Ấn Độ và Trung Quốc vào 26/07; (2) Ủy ban Châu Âu nhận được hồ sơ yêu cầu điều tra bán phá giá đối với sản phẩm thép Việt Nam, liên quan trực tiếp đến Hoà Phát và Formosa Hà Tĩnh; (3) Giá than luyện cốc đang có xu hướng tăng trở lại, sau mức giảm trong nửa đầu năm (+6.4% MoM; -23.9% YTD); 4) Giá thép nội địa vẫn duy trì đà giảm, với biên độ giảm mạnh hơn trong tháng 7 đối với thép HRC (-12.5% MoM; -15.7% YTD), thép xây dựng có xu hướng ổn định hơn (-1.9% MoM; -0.6% YTD)



FY (31/12)	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	149,680	141,409	118,953	139,960	149,530	185,552
LNHH (tỷ đồng)	37,669	13,078	9,669	17,635	23,028	26,040
Biên LNHH (%)	25.2%	9.2%	8.1%	12.6%	15.4%	14.0%
LNRR (tỷ đồng)	34,521	8,444	6,800	12,306	15,674	17,650
EPS (VND)	5,937	1,452	1,169	1,924	2,450	2,759
ROE (%)	38.10%	8.80%	6.60%	10.14%	11.48%	12.08%
P/E (x)	7.9x	12.3x	19.3x	13.7x	11.7x	10.4x
P/B (x)	2.3x	1.1x	1.7x	1.5x	1.3x	1.3x
Tổng tài sản (tỷ đồng)	178,236	170,336	187,783	209,351	229,342	243,767
VCSH (tỷ đồng)	90,637	96,007	102,771	121,420	136,479	146,133

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Kết quả tích cực ở thị trường nước ngoài

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



(Hạ khuyến nghị)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	83,100
Thị giá (5/08/24)	70,400
Lợi nhuận kỳ vọng	18%

LNST (24F, tỷ đồng)	9,269
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (24F, %)	4.4
P/E (24F, x)	17.6

Vốn hóa (tỷ đồng)	147,133
SL cổ phiếu (triệu)	2,090
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	50.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	63,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	81,200

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.8	4.1	-3.6
Tương đối	10.3	3.0	-2.4

Điểm nhấn đầu tư

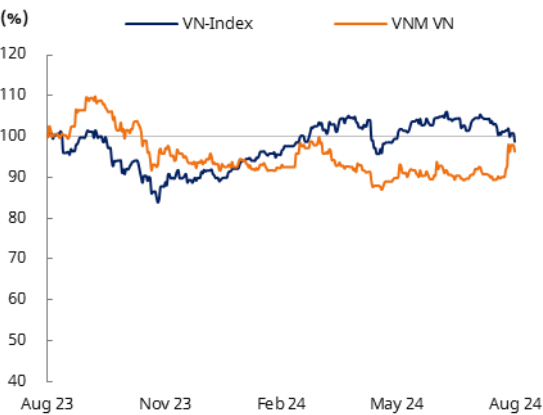
CTCP Sữa Việt Nam (VNM) là tập đoàn sữa hàng đầu Việt Nam, có thị phần nội địa lớn nhất ở phân khúc sữa nước và thị phần lớn thứ hai ở phân khúc sữa công thức. VNM hiện vận hành 15 trang trại ở khu vực Đông Dương và là nhà thu mua sữa tươi chính từ nông dân với tổng đàn bò gần 140,000 con. Hệ thống phân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

Cập nhật HĐKD: Trong Q2/2024, doanh thu của VNM tăng 9.2% CK lên 16,665.2 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp tiếp tục mở rộng lên 42.4% (so với 40.4% trong Q2/2023 và 41.8% trong Q1/2024) với lợi nhuận gộp đạt 7,067.5 tỷ đồng (+14.9% CK). Trong Q2, chi phí quản lý và bán hàng tăng 11% CK lên 4,030.5 tỷ đồng. Lợi nhuận hoạt động và LNST trong Q2 lần lượt đạt 3,325.8 tỷ đồng (+19.7% CK) và 3,308.6 tỷ đồng (+21.3% CK). Trong 6T2024, tổng doanh thu của VNM đạt 30,790.1 tỷ đồng (+5.5% CK) với doanh thu thuần là 30,768.2 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu thuần trong nước và nước ngoài lần lượt đạt 25,028.3 tỷ đồng (+3.1% CK) và 5,739.8 tỷ đồng (+18.7% CK). Hoạt động xuất khẩu và các công ty con ở nước ngoài ghi nhận tốc độ tăng trưởng hai chữ số trong 6T, lần lượt là 21.7% CK và 15.6% CK. Lợi nhuận hoạt động và NPAT 6T của VNM lần lượt đạt 6,041.3 tỷ đồng (+18.6% CK) và 4,902.9 tỷ đồng (+18.5% CK).

Dự báo năm 2024: Chúng tôi nâng dự phóng tăng trưởng doanh thu ở nước ngoài lên 15% mỗi năm trong giai đoạn 2024–2026 (từ mức chung là 2.5%), trong khi vẫn giữ nguyên giả định tăng trưởng hàng năm trong nước ở mức 2.5%. Do đó, chúng tôi nâng dự phóng doanh thu năm 2024 lên 63,101.1 tỷ đồng (+4.3% CK; trước đó là 61,996.9 tỷ đồng). Với giá sữa bột nguyên liệu vẫn ở mức thấp và VNM đã cố định chi phí nguyên vật liệu chính cho đến T12/2024, chúng tôi giữ nguyên dự phóng chi phí nguyên vật liệu. Chúng tôi cũng tăng các khoản mục chi phí dự phóng năm 2024 tương ứng với tăng trưởng doanh thu. Theo đó, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận hoạt động và NPAT lên lần lượt là 11,417.8 tỷ đồng (+4.7% CK) và 9,362.6 tỷ đồng (+3.8% CK; trước đó: 9,277.2 tỷ đồng).

Định giá: Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của công ty (FCFF) với một số giả định chính: 1) WACC ở mức 11%; 2) Tăng trưởng dài hạn sau năm 2034 ở mức 3%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên mức 83,100 đồng và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua) đối với VNM.

Rủi ro chính: Chúng tôi tin rằng những rủi ro chính đối với việc xếp hạng và định giá của chúng tôi bao gồm: 1) thay đổi giá đầu vào; và 2) những thay đổi trong kế hoạch M&A, đầu tư của VNM.



FY (31/12)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue (VNDbn)	61,012	60,075	60,479	63,101	66,086	69,355
OP (VNDbn)	12,728	10,491	10,904	11,418	12,849	13,336
OP margin (%)	20.9	17.5	18	18.1	19.4	19.2
Pre-tax income (VNDbn)	12,922	10,496	10,968	11,418	12,849	13,336
NPATMI (VNDbn)	10,532	8,516	8,874	9,269	10,431	10,826
EPS (VND)	4,517	3,632	3,796	3,992	4,492	4,662
ROE (%)	30.6	25	26.6	26.3	28.3	27.7
P/E (x)	29.3	24.1	17.8	17.6	16	15.4
P/B (x)	4.5	3.8	4.4	4.7	4.4	4.1
Total assets (VNDbn)	53,332	48,483	52,673	51,672	54,127	57,192
Equity (VNDbn)	35,850	32,817	35,026	36,091	38,269	40,807

Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

Phụ lục

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

Khuyến cáo

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

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

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

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

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

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

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

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

District 8, Treasury Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-54
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-5088-7000

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098
India

Tel: 91-22-62661336