

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	9%
Ngân hàng	TCB	Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam	27,200	16%
Ngân hàng	VPB	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	23,100	22%
Ngân hàng	MBB	Ngân hàng TMCP Quân Đội	27,200	9%
Tiện ích – Gas	GAS	Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP	98,300	18%
Bất động sản dân cư	VHM	CTCP Vinhomes	52,050	25%
Bất động sản dân cư	KDH	CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	38,900	3%
Khu công nghiệp	IDC	Tổng Công ty IDICO – CTCP	64,200	6%
Thép	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	28,700	13%
Viễn thông	CTR	Tổng Công ty cổ phần Công trình Viettel	139,000	9%

Chờ đợi cơ hội

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

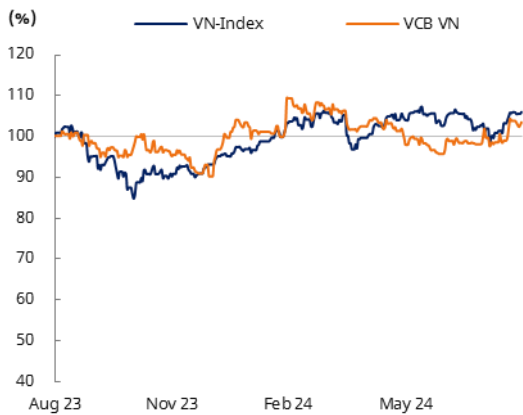


(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	100,800
Thị giá (30/08/24)	92,100
Lợi nhuận kỳ vọng	9%

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.

LNST (24F, tỷ đồng)	35,218
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	6.6
P/E (24F, x)	14.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	514,755
SL cổ phiếu (triệu)	5,589
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	25.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	23.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	80,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	100,500
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	3.3-5.33.4
Tương đối	0.5-7.6-1.7



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	14.5	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

Tăng trưởng vượt trội

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

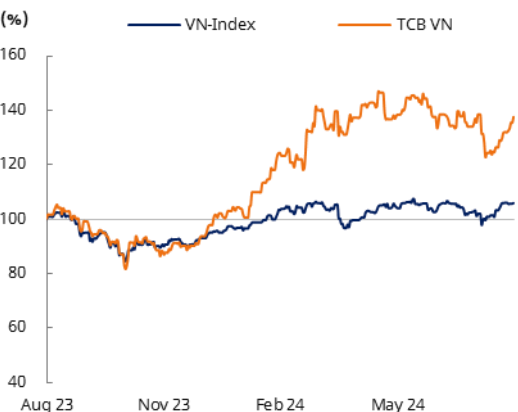


(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	27,200
Thị giá (30/08/24)	23,350
Lợi nhuận kỳ vọng	16%

LNST (24F, tỷ đồng)	22,294
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-38
P/E (24F, x)	7.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	164,501
SL cổ phiếu (triệu)	7,045
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	68.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	20.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	25,250
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	0.411.635.4
Tương đối	-2.29.630.5

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	7.2	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 (30/08/24)	18,950
Lợi nhuận kỳ vọng	22%

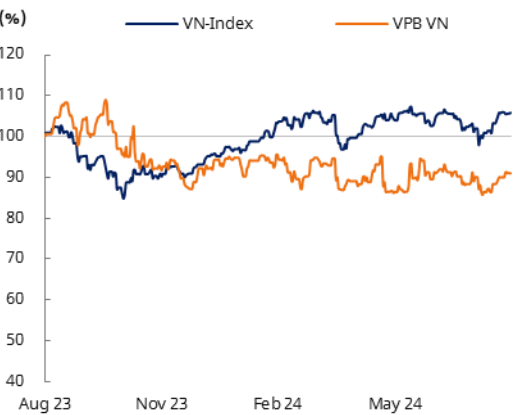
LNST (24F, tỷ đồng)	15,118
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	50
P/E (24F, x)	9.9

Vốn hóa (tỷ đồng)	150,348
SL cổ phiếu (triệu)	7,934
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	89.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	26.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	23,150

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.3	-3.6	-9.5
Tương đối	-2.8	-5.6	-14.4

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	9.9	6.2
P/B (x)	0.8	1.0	1.3	1.1	1.1	1.0
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

Áp lực nợ xấu giảm

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



(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	27,200
Thị giá (30/08/24)	24,850
Lợi nhuận kỳ vọng	9%

LNST (24F, tỷ đồng)	23,205
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-3.2
P/E (24F, x)	6.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	131,862
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	5,306
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	67.1
Tỷ lệ sở hữu của NGTNN (%)	23.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,950
Cao nhất 52 tuần (VND)	25,750
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	1.83.534.3
Tương đối	-0.71.529.4

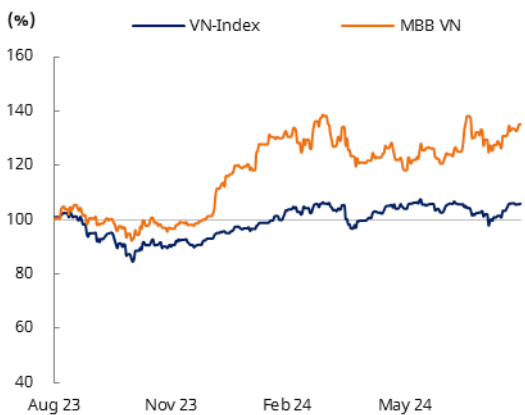
Điểm nhấn đầu tư

KQKD 6T2024: Trong 6T2024, MBB ghi nhận thu nhập hoạt động 26,146 tỷ (+11% svck), chi phí hoạt động tăng 4% svck, và chi phí dự phòng tăng cao 54% svck. LNTT đạt 13,428 tỷ (+5.5% svck) và ROE đạt 23%. MBB tiếp tục dẫn đầu về tỷ lệ CASA (38.8%) nhờ cơ sở khách hàng lớn và giao dịch qua kênh số. CIR ở mức xấp xỉ 31% trong 6T2024 (6T2023: 33%).

- Thu nhập lãi thuần đạt 19,593 tỷ đồng (-1% svck), chiếm 84% trong tổng thu nhập, với NIM ở mức 4.5% (6T2023: 5.6%). Tăng trưởng cho vay đạt 10.5% YTD, chi phí vốn giảm nhanh hơn thu nhập lãi vay.
- Thu nhập phí đạt 2,299 tỷ đồng (+48% svck), trong đó dịch vụ thanh toán tăng 13% svck, môi giới chứng khoán tăng 59% svck, trong khi bảo hiểm giảm nhẹ 5% svck.
- Thu nhập khác tăng mạnh, đạt 4,229 tỷ đồng (+93% svck), với đóng góp đáng kể từ kinh doanh ngoại tệ (+23% svck), tài sản tài chính (+390% svck), mặc dù thu nhập từ dịch vụ khác giảm 26% svck.

Tăng trưởng tín dụng & tiền gửi: Tổng tài sản tăng gần 5% YTD trong 6T2024, đạt 952 nghìn tỷ với dư nợ cho vay tăng trưởng 10.5% svck, đạt tốc độ tăng trưởng cao so với bình quân ngành. Tín dụng cá nhân tăng 5.1% YTD, trong khi tín dụng doanh nghiệp tăng 13.5% YTD, chiếm lần lượt 45% và 55% tổng tín dụng. Một số ngành có dấu hiệu phục hồi: sản xuất (+10.9% YTD), thương mại (+14.6% YTD), dịch vụ tài chính (+429.4% YTD), v.v. MBB đã tăng mạnh đầu tư vào chứng khoán với tổng giá trị đạt 167,200 tỷ (+13% YTD), trong đó: trái phiếu chính phủ đạt 37,918 tỷ đồng (+5% YTD), trái phiếu doanh nghiệp đạt 36,914 tỷ (-4% YTD), chứng khoán của các tổ chức tín dụng khác đạt 68,166 tỷ (+35.7% YTD). Về huy động, tổng nợ đã tăng 4.4% YTD đạt 884 nghìn tỷ, trong đó ngân hàng giảm huy động từ giấy tờ có giá (-21.4% YTD), tăng huy động tiền gửi của khách hàng (+9% YTD).

Nợ xấu giảm tích cực: Tại Q2/2024, tỷ lệ nợ xấu tập đoàn đạt mức 1.64% (-0.9%p QoQ), riêng ngân hàng mẹ đạt 1.43%. Chi phí tín dụng đạt 1.2% (-0.6% QoQ), tỷ lệ dự phòng nợ xấu đạt 102% (-15%p QoQ). CAR đạt 11.1%. Tại hội nghị ngày 5/8, Chủ tịch HĐQT MBB, ông Lưu Trung Thái, cho biết dư nợ của Trung Nam Group đã giảm 2,000 tỷ đồng trong năm nay, các dự án điện mặt trời do MBB tài trợ đều vận hành tốt, không bị xếp vào nhóm nợ xấu. Dư nợ của Nova Group cũng đã giảm 1,500 tỷ đồng kể từ 2023. MB cho vay tại 3 dự án của Nova Group, bao gồm Novaland Phan Thiết, Aqua City Đồng Nai, và Nova Hồ Tràm ở Vũng Tàu. Các dự án này đang trong giai đoạn mở bán và được theo dõi sát sao bởi MB.



FY (31/12)	FY21	FY22	FY23	FY24F	FY25F	FY26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	26,200	36,023	38,684	42,275	51,438	57,897
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	10,735	9,570	8,622	12,288	12,155	13,584
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	16,527	22,729	26,306	29,971	36,036	41,248
LNST (tỷ đồng)	12,697	17,483	20,677	23,025	27,685	31,689
EPS (đồng)	3,229	3,673	3,764	3,644	3,878	4,035
ROE (%)	22.6%	24.6%	23.5%	21.2%	20.5%	19.1%
P/E (x)	7.5	6.6	6.4	6.7	6.3	6.0
P/B (x)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2	1.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	607,140	728,532	944,954	1,107,499	1,262,547	1,441,854
VCSH (tỷ đồng)	62,486	79,613	96,711	120,641	149,469	182,467
Giá trị sổ sách (đồng)	15,892	16,727	17,604	19,095	20,936	23,235

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

LPG dẫn dắt đà tăng trong 6T2024

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	98,300
Thị giá (30/08/24)	83,300
Lợi nhuận kỳ vọng	18%

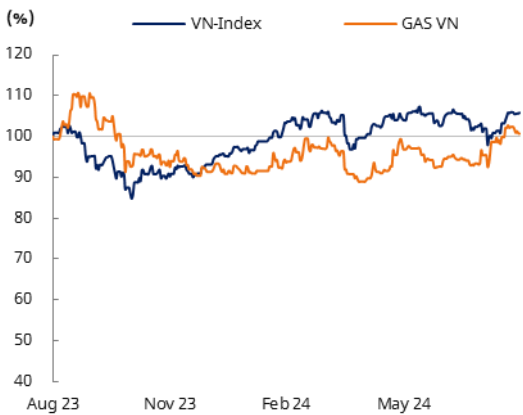
LNST (24F, tỷ đồng)	11,512
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-2.7
P/E (24F, x)	17.0

Vốn hóa (tỷ đồng)	191,318
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,297
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	4.2
Tỷ lệ sở hữu của NGTNN (%)	1.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	73,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	93,250

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.3	7.3	1.4
Tương đối	1.7	5.3	-3.5

Điểm nhấn đầu tư

- LPG dẫn dắt tăng trưởng doanh thu:** Trong 6T2024, GAS công bố doanh thu tăng 17.9% CK, đạt xấp xỉ 53,367 tỷ đồng trong khi lợi nhuận ròng ghi nhận 5,832 tỷ đồng (-10.3% CK) do trích lập khoản phải thu 815 tỷ đồng của các nhà máy điện Phú Mỹ. Sự tăng trưởng trong doanh thu chủ yếu đến từ những đột phá đáng kể trong mảng LPG với mức doanh thu đóng góp 26,640 tỷ đồng (+51% CK), chiếm 50% tổng doanh thu trong kỳ trong khi trước đây chỉ chiếm khoảng 40%. Sản lượng LPG ghi nhận mức cao kỷ lục 1.5 triệu tấn, tăng 38% CK, nhờ xuất khẩu LPG và 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 Đông 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. Ngoài ra, việc giá FO trong 6T2024 tăng mạnh 13.4% CK cũng đã hạn chế phần nào kết quả kinh doanh khí khô khá thất vọng.
- Sự đóng góp của LNG cao hơn dự phóng:** 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 Đông 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.
- Dự phóng:** Chúng tôi điều chỉnh doanh thu năm 2024 tăng 7.4% trong khi LNST giảm 2.7% so với dự phóng trước đó dựa trên giả định: 1) Sản lượng bán LPG tăng thêm 16% nhờ hoạt động kinh doanh quốc tế tiến triển tích cực; 2) Điều chỉnh giảm sản lượng khí khô tiêu thụ xuống còn 6.4 tỷ m³ (-10% CK) từ mức 7 tỷ m³ giữa bối cảnh sản lượng khí về bờ trong 7T2024 tiếp tục suy giảm 17% CK cũng như tình trạng EVN giảm huy động điện khí; 3) Gia tăng sự đóng góp LNG lên 0.34 tỷ m³ từ 0.14 tỷ m³ trong dự báo trước đó. Những yếu tố này khiến biên lợi nhuận gộp giảm 120 điểm phần trăm, và đạt 17.3%. Trong tháng 9/2024, GAS sẽ chi trả cổ tức tiền mặt của năm 2023 là 6,000 đồng (so với dự phóng trước đó là 3,000 đồng) với mức tỷ suất cổ tức là 7.2%. Nhìn chung, mức giá mục tiêu không đổi khi các yếu tố điều chỉnh nói trên đã bù đắp lẫn nhau.



FY (31/12)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	64,135	78,992	100,724	89,954	99,783	104,661
LNHĐ (tỷ đồng)	8,694	10,374	17,799	12,906	13,072	13,802
Biên LNHĐ (%)	13.6	13.1	17.7	14.3	13.1	13.2
EBITDA	11,250	13,494	20,933	15,980	16,175	17,121
LNƯ (tỷ đồng)	7,855	8,673	14,798	11,606	11,512	12,126
EPS (VND)	4,104	4,531	6,443	5,053	4,914	5,176
ROE (%)	16.1	17.4	26.6	18.6	18.3	19.1
P/E (x)	9.7	16.6	12.7	14.9	17.0	16.3
P/B (x)	1.5	2.8	3.1	2.7	3.2	3.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	63,208	78,768	82,663	87,754	86,158	88,664
VCSH (tỷ đồng)	49,500	52,193	61,174	65,299	62,960	65,923

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Công bố kế hoạch mua lại cổ phiếu

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	52,050
Thị giá (30/08/24)	41,500
Lợi nhuận kỳ vọng	25%

LNST (24F, tỷ đồng)	36,879
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	11
P/E (24F, x)	4.8
Vốn hóa (tỷ đồng)	180,706
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	4,354
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	25.7
Tỷ lệ sở hữu của NGTTNN (%)	14.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	34,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	57,000
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	13.1-5.6-24.1
Tương đối	10.5-7.6-29.0

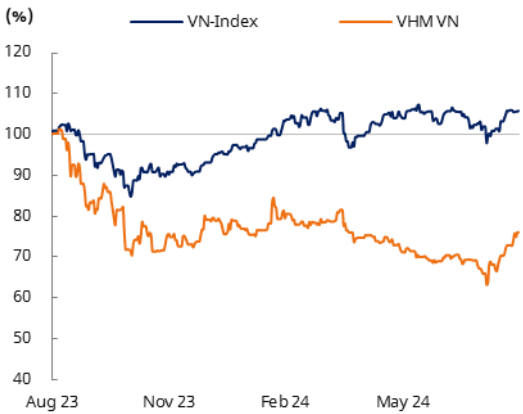
Điểm nhấn đầu tư

Cập nhật: Vào ngày 7/08/2024, VHM đã công bố kế hoạch mua lại tối đa 370 triệu cổ phiếu quỹ, tương đương 8.5% vốn điều lệ/lượng cổ phiếu đang lưu hành. Công ty nhấn mạnh rằng động thái này nhằm bảo vệ lợi ích của cả công ty lẫn cổ đông, trong bối cảnh giá cổ phiếu đang thấp hơn nhiều so với giá trị thực của doanh nghiệp. Cụ thể:

- VHM đang tiến hành lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản, dự kiến hoàn tất vào ngày 3/09/2024. Sau khi nhận được sự chấp thuận từ cổ đông, VHM sẽ xin ý kiến từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC) với quy trình 7 ngày làm việc. Dự kiến, quá trình mua lại cổ phiếu quỹ sẽ bắt đầu vào giữa T9/2024.
- Dựa trên khoảng giao dịch của cổ phiếu trong 30 ngày qua, ước tính VHM sẽ cần chi từ 12.7 đến 14,8 nghìn tỷ đồng cho đợt mua lại này. Tại báo cáo giữa năm 2024, VHM hiện đang nắm giữ 17.2 nghìn tỷ đồng tiền mặt và các khoản đầu tư ngắn hạn.
- Trong cuộc trao đổi gần đây với khối Quan hệ Nhà đầu tư (IR), công ty khẳng định rằng kế hoạch mua lại cổ phiếu sẽ được tài trợ bằng lượng tiền mặt có sẵn và dòng tiền hoạt động, nhờ vào doanh thu từ việc bán sỉ tại dự án Vũ Yên trong năm và các giao dịch bán lô lớn dự kiến sẽ hoàn tất trong nửa cuối năm 2024 (giá trị ước tính 40 nghìn tỷ đồng). Ngoài ra, VHM dự kiến sẽ có thêm nguồn thu từ việc mở bán mới dự án Cổ Loa trong nửa cuối năm. Cụ thể, công ty sẽ mở bán phân khu thấp tầng và đàm phán với các đối tác để chuyển nhượng phân khu cao tầng nhằm rút ngắn thời gian đầu tư, đem lại dòng tiền sớm hơn. Qua đó, VHM cho biết việc mua lại cổ phiếu quỹ sẽ chỉ có tác động hạn chế đến các chỉ tiêu về thanh khoản và nợ vay của công ty.

Đón nhận hiệu ứng tích cực: Kể từ khi công bố kế hoạch mua lại cổ phiếu quỹ, động thái này đã nhận được sự phản ứng tích cực khi giá cổ phiếu cũng ghi nhận đà tăng hơn 16% trong thời gian qua.

Tác động đến dự báo: Tùy thuộc vào quy mô và mức giá xác định trong đợt mua lại, việc mua lại cổ phiếu quỹ này sẽ ảnh hưởng đến các ước tính trước đó của chúng tôi, với tác động từ việc giảm số lượng cổ phiếu lưu hành và lượng tiền mặt. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng rằng động thái này sẽ có tác động tích cực hơn, đặc biệt khi giá cổ phiếu trong giai đoạn 12 tháng qua đang phản ánh mức chiết khấu tương đối lớn.



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
LNST (tỷ đồng)	38,825	28,831	33,125	36,879	42,154	51,621
EPS (đồng)	9,015	6,621	7,607	8,469	9,681	11,855
ROE (%)	36.9	21.4	20.4	20.6	21.0	23.2
P/E (x)	4.51	6.15	5.35	4.81	4.20	3.43
P/B (x)	3.37	1.63	1.28	0.93	0.81	0.70
Tổng tài sản (tỷ đồng)	230,516	361,813	447,361	480,819	489,524	533,641
VCSH (tỷ đồng)	131,407	148,522	182,369	209,786	248,401	275,035

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Đóng góp chính từ Privia trong 2024



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

(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	38,900
Thị giá (30/08/24)	37,700
Lợi nhuận kỳ vọng	3%

LNST (24F, tỷ đồng)	1,332
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	1,288
Tăng trưởng EPS (24F, %)	56.9
P/E (24F, x)	28.6

Vốn hóa (tỷ đồng)	34,285
SL cổ phiếu (triệu)	909
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	61.1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	38.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	27,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	40,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.0	7.9	12.1
Tương đối	1.4	5.8	7.2

Điểm nhấn đầu tư

KQKD 6T2024

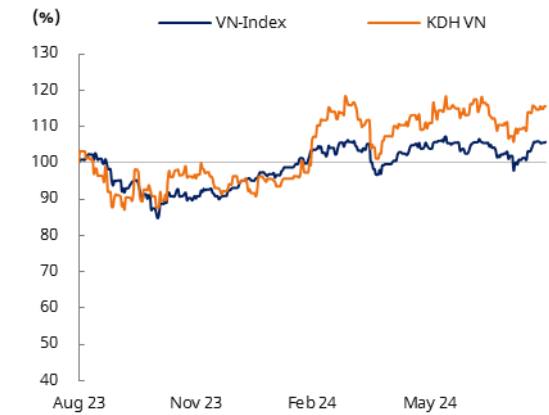
- CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH) báo cáo doanh thu 6T2024 đạt 978 tỷ đồng (-2.9% CK) và LNST là 344 tỷ đồng (-24.7% CK), qua đó hoàn thành lần lượt kế hoạch tài chính năm là 25% và 44%. Tuy nhiên, công ty không thuyết minh cho các dự án liên quan đến doanh thu và lợi nhuận ròng được báo cáo.
- Trong nửa đầu năm, hàng tồn kho của công ty tăng 2,767 tỷ đồng, trong đó một phần được tài trợ từ nợ dài hạn tăng thêm 1,100 tỷ đồng. Giá trị hàng tồn kho tăng thêm nhiều đến từ Clarita và Emerica, với giá trị lần lượt ~1,000 tỷ đồng và 151 tỷ đồng.

Triển vọng & rủi ro 2024

- Dự phóng doanh thu hợp nhất đạt 3,822 tỷ đồng (+83.0% CK) và LNST đạt 1,322 tỷ đồng (+82.7% CK). Phần lớn doanh thu và thu nhập (90%-95%) sẽ đến từ việc bàn giao Privia. Tính đến thời điểm hiện tại, công ty đã bán hết 100% lượng pre-sales của Privia. Chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ bàn giao ít nhất 90% tổng số căn hộ của Privia trong Q4/2024.
- Pre-sales 2024 sẽ tương đối khó khăn khi không có dự án sẵn sàng ra mắt tính đến Q1/2024. Chúng tôi kỳ vọng Clarita và Emerica sẽ bắt đầu ghi nhận pre-sales trong Q4/2024.
- KDH công bố kết quả phát hành riêng lẻ 110 triệu cổ phiếu, huy động tổng cộng 3,000 tỷ đồng, kết thúc ngày 29/7/2024. Vốn điều lệ tăng 13.7% lên 9,094 tỷ đồng. Đồng thời, KDH thông qua việc tăng vốn điều lệ của Công ty TNHH Khang Phúc (KDH nắm giữ 100%) từ 3,400 tỷ đồng lên 6,100 tỷ đồng nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho việc trả nợ ngân hàng.

Định giá

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



FY (31/12)	2019H	2020H	2021H	2022H	2023H	2024F
Doanh thu (Tỷ đồng)	2,813	4,532	3,738	2,912	2,088	3,822
Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)	1,500	1,964	1,794	1,460	1,587	2,136
Biên LNG	53.3%	43.3%	48.0%	50.1%	76.0%	55.9%
LNST (Tỷ đồng)	917	1,154	1,205	1,082	730	1,332
EPS (VND)	1,690	2,060	1,790	1,440	840	1,318
ROE	12.6%	14.6%	13.1%	9.8%	5.3%	7.5%
P/E (x)	15.9	15.3	28.5	18.4	37.4	28.6
P/B (x)	1.9	2.0	3.2	1.6	1.6	1.5
Tổng tài sản (Tỷ đồng)	13,237	13,934	14,373	21,539	26,481	28,713
Vốn chủ sở hữu (Tỷ đồng)	7,664	8,158	10,221	11,795	15,523	20,039

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Điểm rơi lợi nhuận

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



(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	64,200
Thị giá (30/08/24)	60,600
Lợi nhuận kỳ vọng	6%

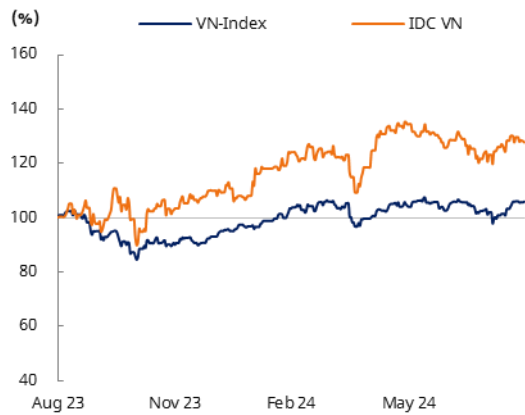
LNST (24F, tỷ đồng)	2,737
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	96
P/E (24F, x)	7.3

Vốn hóa (tỷ đồng)	19,998
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	2.7	2.9	27.6
Tương đối	0.1	0.9	22.7

Điểm nhấn đầu tư

- Kết quả kinh doanh vững chắc trong 6T2024** khi IDC 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) nhờ các yếu tố sau: 1) Tăng trưởng mạnh mẽ trong việc bàn giao đất khu công nghiệp tại Phú Mỹ II, Hựu Thành và Quế Võ II, với diện tích đất bàn giao là 63 ha; 2) Hoàn tất chuyển giao 1.45 ha trong tổng số 2.2 ha cho AEON tại dự án KDC phường 6 mở rộng đã tạo ra sự đột biến trong doanh thu mảng bất động sản với hơn 369 tỷ đồng, tăng 5.8 lần CK; và 3) doanh số tiêu thụ điện tăng cao tại các khu công nghiệp (+18% CK) đã kéo theo đà tăng của tổng doanh thu mảng năng lượng đạt 1,468 tỷ đồng (+9.5% CK).
- Quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn tại các thủ phủ công nghiệp:** Tính đến cuối quý 2/2024, IDC duy trì quỹ đất thương phẩm hơn 534 ha với 5 KCN. Hầu hết các KCN này đều được giải phóng mặt bằng từ rất sớm, và tạo ra được lợi thế giá vốn thấp đáng kể. Tháng 6 vừa qua, IDC đã nhận được chủ trương đầu tư cho KCN Tân Phước 1 với diện tích 470 ha, và dự kiến đến quý 3 năm 2025 sẽ bắt đầu cho thuê.
- Giá cho thuê tại các KCN của IDC duy trì mức tăng tốt:** Giá chào tại các KCN đang cho thuê vẫn tiếp tục duy trì xu hướng tăng đáng kể, đặc biệt là tại KCN Quế Võ II. Theo IDC, giá thuê tại KCN Hựu Thành, Quế Võ II và Cầu Ngàn đã ghi nhận mức tăng lần lượt 8.7%, 26% và 5.2% kể từ đầu năm. Trong khi đó, mức giá tại KCN Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng vẫn duy trì đi ngang kể từ năm 2022. Việc mức giá cho thuê liên tục tăng sẽ khiến biên lợi nhuận mở rộng theo thời gian.
- Dự phóng:** Chúng tôi dự đoán IDC sẽ ghi nhận được sự đột biến trong năm 2024 với kết quả mảng KCN đạt mức cao nhờ việc bàn giao lượng hợp đồng đã ký vào năm ngoái tổng cộng hơn 170ha (trong đó chỉ có 76ha được ghi nhận trong năm tài chính 2023). Cụ thể, chúng tôi đưa dự phóng doanh thu sẽ tăng lên 9,416 tỷ đồng (+30% CK), trong khi lợi nhuận ròng dự kiến tăng gấp đôi CK, đạt mức 2,737 tỷ đồng.
- Sự tăng trưởng mạnh mẽ này chủ yếu được thúc đẩy bởi: 1) Mảng KCN là động lực chính với mức đóng góp 4,853 tỷ đồng doanh thu (+47% CK) trong năm 2024 với giả định rằng diện tích đất bàn giao trong năm sẽ tăng gấp đôi lên 151 ha, đặc biệt ghi nhận tại KCN Phú Mỹ II. 2) Các mảng còn lại cũng dự kiến sẽ cho thấy sự cải thiện đáng kể so với cùng kỳ, đặc biệt là mảng bất động sản, khi ghi nhận doanh thu bất thường từ việc chuyển nhượng một phần dự án KDC Phường 6 mở rộng cho AEON. Trong khi mảng điện lại cho thấy sự phục hồi tốt trong tiêu thụ điện ở các khu công nghiệp, cũng như việc đưa vào vận hành trạm biến áp Hựu Thành giai đoạn 1.



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
LNƯ (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	7.3	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

Các động lực tăng trưởng giảm tốc trong nửa cuối năm

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	28,700
Thị giá (30/08/24)	25,500
Lợi nhuận kỳ vọng	13%

LNST (24F, tỷ đồng)	11,408
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	52
P/E (24F, x)	14.4

Vốn hóa (tỷ đồng)	163,104
SL cổ phiếu (triệu)	6,396
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	55.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	23.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,545
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,950

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-6.3	-9.1	1.6
Tương đối	-8.8	-11.1	-3.3

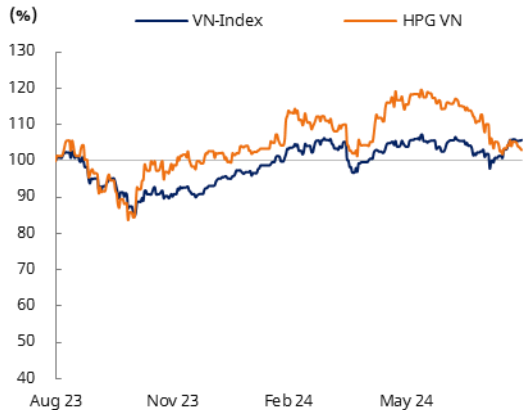
Điểm nhấn đầu tư

Cập nhập triển vọng: Bước vào nửa cuối năm 2024, chúng tôi đã điều chỉnh hạ triển vọng đối với HPG do doanh nghiệp đang đối mặt với một số thách thức tăng trưởng trong bối cảnh kinh doanh hiện tại, cụ thể:

- Yếu tố về giá không còn là động lực cho tăng trưởng:** Tỷ lệ tồn kho cao tại các đại lý, nhu cầu yếu trong mùa mưa, và sự gia tăng cạnh tranh từ xuất khẩu tiếp tục gây áp lực lên giá bán. Trong ngắn hạn, các yếu tố này khó có khả năng cải thiện, khiến các doanh nghiệp thép nội địa gặp khó khăn trong việc duy trì chính sách giá. Mặc dù nhu cầu xây dựng trong nước vẫn duy trì khả quan, nhưng chúng tôi không kỳ vọng về việc tăng trưởng giá trong kịch bản cơ sở, trừ khi (1) có sự thắt chặt nguồn cung từ Trung Quốc (hiện công suất BOF vẫn duy trì ở vùng cao 73% với tỷ suất lợi nhuận vẫn ở mức âm kể từ T8/2023) hoặc (2) các biện pháp bảo hộ từ Bộ Công Thương (dự kiến có kết quả điều tra chống phá giá HRC và tôn mạ trong giai đoạn 10/2024 – 02/2025).
- Dư địa gia tăng sản lượng cũng bị hạn chế do công suất hiệu dụng đã đạt mức tối ưu:** Công suất hiệu dụng của HPG đã đạt mức tối ưu với dây chuyền sản xuất hơn 8.6 triệu tấn thép thô, chiếm 35% tổng công suất nội địa. Trong nửa đầu năm, nhờ nhu cầu xây dựng phục hồi và chính sách bán hàng cạnh tranh, HPG đã đạt sản lượng bán hàng hơn 4.31 triệu tấn, tương ứng mức hiệu dụng tối ưu. Doanh nghiệp khó có thể tăng thêm sản lượng cho đến khi nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động. Chúng tôi dự phóng hiệu suất ở mức thận trọng là 92%/90%/65% cho các năm FY24/25/26F, với công suất HRC bổ sung lần lượt 0.5/3 triệu tấn vào 2025/2026.

Định giá: Với các yếu tố trên, chúng tôi hạ dự phóng lợi nhuận ròng FY24 và FY25 xuống 10% và 19%, đồng thời điều chỉnh giá mục tiêu xuống 28,700 đ/cp (từ 32,500 đ/cp). Mức giá mục tiêu mới tương đương với 1.52 lần giá trị sổ sách FY25F, tham chiếu theo tương quan PB-ROE của các doanh nghiệp thép lớn trong khu vực.

Các yếu tố theo dõi: (1) Tính đến cuối tháng 08/2024, giá các sản phẩm chính của HPG như HRC/thép cuộn/thép thanh vẫn tiếp tục giảm 8%/1%/6% MoM; (2) xuất khẩu thép Trung Quốc vẫn đang gia tăng với sản lượng xuất khẩu lũy kế 7T2024 tăng 20% CK, đạt mức cao nhất kể từ 2016; (3) tiến độ tại nhà máy Dung Quất 2 đạt 80% cho phân kỳ 1 và 50% khối lượng thi công của phân kỳ 2, đang theo đúng tiến độ để có thể tổ chức chạy thử vào cuối 2024.



FY (31/12)	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	149,680	141,409	118,953	126,649	141,838	169,139
LNHĐ (tỷ đồng)	37,669	13,078	9,669	16,950	19,654	26,235
Biên LNHĐ (%)	25.2%	9.2%	8.1%	13.38%	13.86%	15.51%
LNƯ (tỷ đồng)	34,521	8,444	6,800	11,408	14,135	20,075
EPS (VND)	5,937	1,452	1,169	1,784	2,210	3,139
ROE (%)	38.10%	8.80%	6.60%	10.60%	12.11%	15.32%
P/E (x)	7.9x	12.3x	19.3x	14.44	11.65	8.20
P/B (x)	2.3x	1.1x	1.7x	1.46	1.36	1.17
Tổng tài sản (tỷ đồng)	178,236	170,336	187,783	205,195	214,909	241,780
VCSH (tỷ đồng)	90,637	96,007	102,771	112,671	121,120	141,221

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng doanh thu bền vững

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



(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	139,000
Thị giá (30/08/24)	128,100
Lợi nhuận kỳ vọng	9%

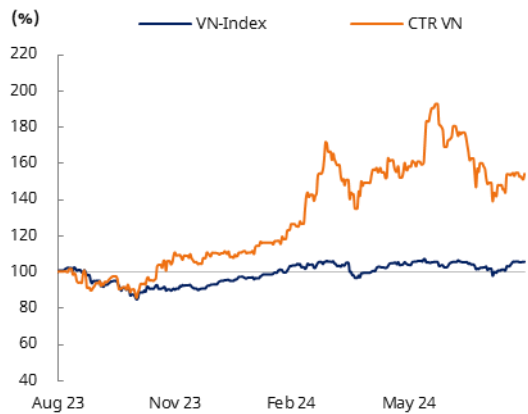
LNST (24F, tỷ đồng)	618
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (24F, %)	19.6
P/E (24F, x)	23.9
Vốn hóa (tỷ đồng)	14,653
SL cổ phiếu (triệu)	114
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	31.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	9.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	70,800
Cao nhất 52 tuần (VND)	162,000
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	1.722.053.8
Tương đối	-0.920.048.9

Điểm nhấn đầu tư

KQKD 7T2024:

- Trong 7T2024, doanh thu của CTR tăng 11% CK, ghi nhận ở mức 6,777 tỷ đồng, trong đó 65% doanh thu liên quan đến Tập đoàn Viettel. Lợi nhuận trước thuế đạt 363 tỷ đồng, tăng 4% so với cùng kỳ.
- Doanh thu cho thuê hạ tầng lũy kế cho 7T2024 đạt 335 tỷ đồng, tăng trưởng vượt bậc 40% CK. Phân khúc xây dựng chứng kiến doanh thu tăng đáng kể 34% CK, đạt 2,110 tỷ đồng. Hoạt động kinh doanh vận hành của CTR đạt 3,418 tỷ đồng doanh thu (+4% CK). Trong khi đó, doanh thu từ giải pháp kỹ thuật và dịch vụ tăng 21% so với cùng kỳ, ghi nhận 871 tỷ đồng.
- Điểm nhấn trong 6T2024 của thị trường viễn thông là Bộ Thông tin và Truyền thông tổ chức đấu giá 3 khối băng tần 5G. Ba nhà mạng Viettel, VNPT, MobiFone đã chi hơn 12,500 tỷ đồng để đấu giá thành công quyền sử dụng băng tần 5G.

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



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

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Phụ lục

Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu		Thang đánh giá ngành	
Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên	Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên	Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%	Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống		
<div><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