

# 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	BID	Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	54,200	8%
Ngân hàng	TCB	Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam	27,200	12%
Ngân hàng	MBB	Ngân hàng TMCP Quân Đội	27,200	6%
Tiện ích – Gas	GAS	Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP	96,100	31%
Bất động sản dân cư	VHM	CTCP Vinhomes	52,050	20%
Khu công nghiệp	IDC	Tổng Công ty IDICO – CTCP	64,200	10%
Thép	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	28,700	10%
Thực phẩm & đồ uống	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	83,100	17%
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

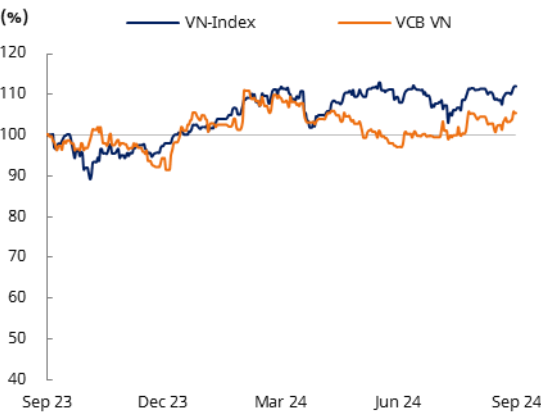


(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	100,800
Thị giá (27/09/24)	92,500
Lợi nhuận kỳ vọng	9%

LNST (24F, tỷ đồng)	35,218
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	6.6
P/E (24F, x)	14.8
Vốn hóa (tỷ đồng)	516,991
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	1.5-2.55.1
Tương đối	0.8-3.1-6.9

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.
- 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	14.8	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 cao trong nhóm

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

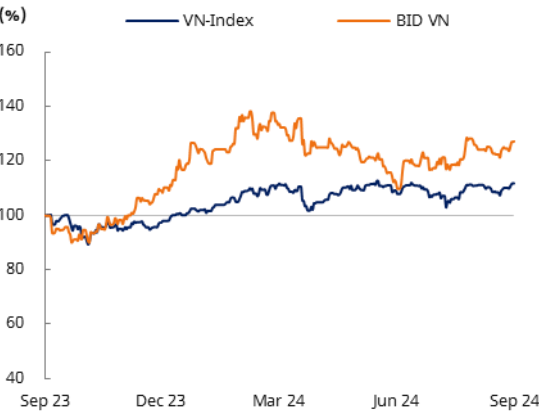


(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	54,200
Thị giá (27/09/24)	50,100
Lợi nhuận kỳ vọng	8%

LNST (24F, tỷ đồng)	23,541
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	13
P/E (24F, x)	10.9
Vốn hóa (tỷ đồng)	285,592
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

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	1.0	-3.8	27.3
Tương đối	0.3	-4.4	15.3

- Điểm nhấn đầu tư**
- Rủi ro chính của cổ phiếu Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BID) là sự bất định về triển vọng tăng trưởng của ngân hàng trong ngắn và trung hạn. BID đặt mục tiêu giảm sở hữu nhà nước từ 81% xuống còn khoảng 65% đến hết năm 2025 thông qua phương án phát hành cổ phiếu cho nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, đến thời điểm hiện tại thì mục tiêu này dường như khó hoàn thành, đặc biệt trong bối cảnh dòng tiền liên tục rút khỏi thị trường chứng khoán do các lo ngại suy thoái. Thêm vào đó, các thủ tục liên quan đến việc phát hành thêm cũng mất khá nhiều thời gian, đặc biệt là đối với một ngân hàng lớn có vốn sở hữu nhà nước. Xét trên về mặt định giá thì BID đang được định giá tương đối cao và chỉ thấp hơn so với VCB.
  - Tuy nhiên, trong dài hạn, BID có nhiều yếu tố hỗ trợ cho tăng trưởng cả về cơ bản lẫn thị giá. Đầu tiên, chất lượng tài sản ổn định, chỉ số hoạt động tương đối hiệu quả, và danh mục khách hàng phong phú đặc biệt là nhóm doanh nghiệp quốc doanh là nền tảng cho sự phát triển. Ngân hàng cũng hưởng lợi phần nào từ việc chú trọng đầu tư công nhằm thúc đẩy tăng tốc kinh tế phục hồi. Trong trung và dài hạn, chiến lược trọng tâm tập trung phát triển mảng KHCN cũng được kỳ vọng hỗ trợ lợi suất. Các chỉ số thanh khoản được duy trì mức ổn định với tỷ lệ an toàn vốn cuối quý 2 đạt 9.52% (mức cao kể từ khi áp dụng Basel II) và tỷ lệ cho vay trên tiền gửi (LDR) cũng cải thiện khi ghi nhận giảm nhẹ xuống 83.3%.
  - Tổng tài sản của BID, đã bắt đầu tăng trưởng khởi sắc hơn trong Q2/2024, tăng 8.3% sv. Q1 và 9.6% sv. 2023, đạt 2,521.1 nghìn tỷ. Tuy nhiên, danh mục cho vay — loại tài sản có lợi suất cao nhất — lại tăng tương đối thấp với 5% theo quý hay 6% từ đầu năm, đạt 1,882.8 nghìn tỷ. Điểm nhấn tích cực là mặc dù tăng trưởng cho vay thấp nhưng chất lượng danh mục lại có phần cải thiện khi tỷ lệ nợ xấu chỉ tăng nhẹ 1bps sv. Q1 lên 1.52%, và vẫn duy trì mức thấp hơn so với nhiều NHTM khác.
  - Lợi nhuận của BID cũng tăng trưởng tích cực trong Q2/2024 với mức tăng 17.4% sv.ck., các động lực chính như thu nhập lãi thuần (+9.5% sv.ck.), thu nhập dịch vụ thuần (+15.8%), và đặc biệt là thu nhập khác với mức tăng 45.4% bù cho chi phí dự phòng tăng tương đối mạnh 36%. Lũy kế nửa đầu năm 2024, BID ghi nhận khoảng 15.5 nghìn tỷ LNNT, tăng 12.1% sv.ck.



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	14,579	16,265
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	9,026	13,548	23,009	27,650	30,001	38,365
LNST (tỷ đồng)	6,997	10,540	18,159	21,552	23,541	30,237
EPS (đồng)	1,795	1,715	3,271	4,101	4,648	5,501
ROE (%)	7.4	12.7	19.1	19.0	17.6	18.5
P/E (x)	33.10	17.8	9.9	11.5	10.9	9.2
P/B (x)	2.5	2.2	1.7	2.0	2.1	1.8
Giá trị sổ sách (đồng)	18,998	17,066	20,597	21,563	25,431	30,537
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,516,686	1,761,696	2,120,609	2,300,814	2,566,876	2,931,218
VCSH (tỷ đồng)	79,647	86,329	104,190	122,917	144,966	182,776

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng vượt trội

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

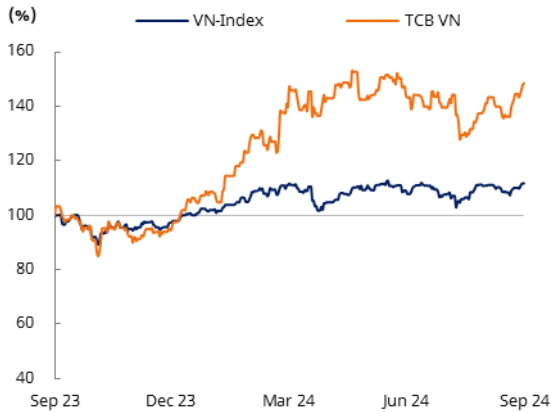


(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	27,200
Thị giá (27/09/24)	24,200
Lợi nhuận kỳ vọng	12%

LNST (24F, tỷ đồng)	22,294
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-38
P/E (24F, x)	7.6
Vốn hóa (tỷ đồng)	170,490
SL cổ phiếu (triệu)	7,045
Tỷ lợi tự do chuyển nhượng (%)	68.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	21.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	25,250
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	5.21.843.8
Tương đối	4.51.331.8

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	7.6	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						

Thách thức kiểm soát rủi ro

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



(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	27,200
Thị giá (27/09/24)	25,700
Lợi nhuận kỳ vọng	6%

LNST (24F, tỷ đồng)	23,025
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-3.2
P/E (24F, x)	6.8

Vốn hóa (tỷ đồng)	136,373
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	5,306
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	67.4
Tỷ lệ sở hữu của NGTTNN (%)	23.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,950
Cao nhất 52 tuần (VND)	26,150

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.3	1.2	38.9
Tương đối	3.5	0.6	26.9

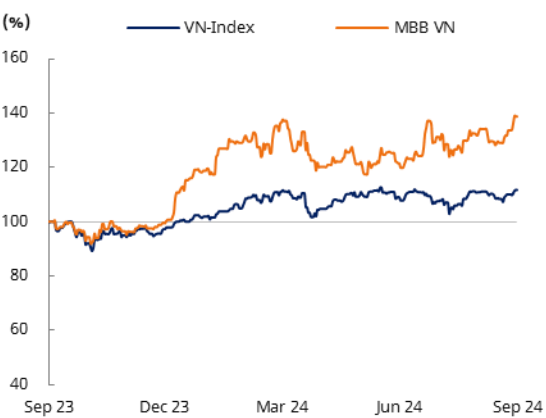
Điểm nhấn đầu tư

**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 (37.2%) nhờ cơ sở khách hàng lớn và giao dịch qua kênh số. CIR ở mức xấp xỉ 31% trong 6T2024 (6T2023: 33%). Ở phần lợi nhuận từ dịch vụ, lợi nhuận từ dịch vụ bảo hiểm vẫn bị ảnh hưởng đạt 999 tỷ (-35.6% svck), lợi nhuận từ dịch vụ thanh toán đạt 603 tỷ (-52.4% svck), tuy nhiên lợi nhuận từ dịch vụ khác (gồm các hoạt động xử lý nợ, tư vấn) đã đạt 632 tỷ trong 6T2024 thay cho mức lỗ 1,456 tỷ trong 6T2023, giúp lợi nhuận từ phí tăng 48.2% svck lên 2,308 tỷ.

**NIM kỳ vọng chạm đáy và phục hồi:** Tăng trưởng tín dụng của MBB đã phục hồi trong Q2 với mức tăng +9.43% YTD, vượt xa mức tăng trưởng 0.4% YTD trong Q1/2024. NIM (12 tháng đến Q2/2024) đã giảm xuống còn 4.5%, giảm 20%p QoQ. Lợi suất tài sản giảm xuống còn 7.9% (-1.2%p svck; -0.7%p QoQ), trong khi chi phí huy động giảm với tốc độ chậm hơn, đạt 3.8% trong Q2/2024 (-0.2%p svck; -0.6%p QoQ). Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ mở rộng trở lại khi tỷ lệ CASA tiếp tục phục hồi từ mức thấp trong Q1/2024 là 34.7% lên 37.2% trong Q2/2024.

**Tình hình nợ xấu:** 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).

- Trung Nam Group:** MBB tài trợ 3 dự án điện mặt trời: Thuận Nam, Thuận Bắc, Trà Vinh. Dự án điện mặt trời Thuận Nam hiện đang bị điều tra liên quan đến vấn đề ưu đãi giá điện gây thiệt hại đến Tập đoàn Điện lực Việt Nam. Tại hội nghị ngày 5/8/2024, 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, tuy nhiên, chi tiết cụ thể không được công bố.
- Novaland:** Tính đến Q2/2024, dư nợ vay của Novaland tại MBB đạt 2,459 tỷ đồng (+650 tỷ; +36% YTD), trong khi tổng giá trị phát hành trái phiếu qua MBS giảm nhẹ xuống còn 6,418 tỷ đồng (-0.3% YTD). MBB vừa cam kết bổ sung thêm 1,100 tỷ cho dự án Aqua City tại Đồng Nai, đồng thời ký thỏa thuận hợp tác với các nhà thầu để triển khai giai đoạn 2 hoàn thiện hạ tầng kỹ thuật. Mặc dù tổng dư nợ nói trên tương đối nhỏ so với danh mục cho vay tổng thể của MBB, nhưng bất kỳ thách thức nào phát sinh từ các dự án này đều có thể tác động tiêu cực trong ngắn hạn đến giá cổ phiếu.



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	6.8	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

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	96,100
Thị giá (27/09/24)	73,500
Lợi nhuận kỳ vọng	31%

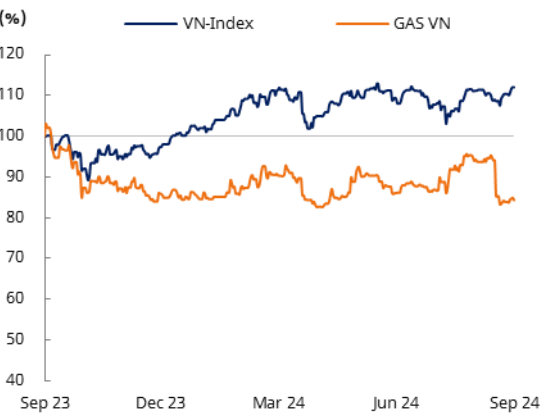
LNST (24F, tỷ đồng)	11,512
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-2.7
P/E (24F, x)	14.9

Vốn hóa (tỷ đồng)	172,186
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,343
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	4.2
Tỷ lệ sở hữu của NGTTNN (%)	1.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	71,569
Cao nhất 52 tuần (VND)	89,902

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-10.5	-6.5	-18.1
Tương đối	-11.3	-7.1	-30.1

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 m<sup>3</sup> 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 m<sup>3</sup> 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&4 sẽ bắt đầu vận hành thương mại vào T4&T7/2025. Hiện tại, GAS vẫn đang trong quá trình đàm phán với POW về hợp đồng bán khí (GSA) của dự án.
- Dự phóng 2025:** Mặc dù nguồn khí nội địa ước tính tiếp tục suy giảm tự nhiên 4.7% CK trong năm 2025, chúng tôi cho rằng GAS vẫn duy trì đà tăng trưởng với mức doanh thu và LNST đạt lần lượt 104,661 tỷ đồng (+4.9% CK) và 12,126 tỷ đồng (+5.3% CK). Sự tăng trưởng của GAS sẽ được dẫn dắt chủ yếu bởi: 1) việc vận hành thương mại của hai nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và 4 với sản lượng LNG tiêu thụ ước tính 0.7 tỷ m<sup>3</sup>, tương đương với 70% công suất của kho cảng Thị Vải và dự kiến đóng góp khoảng 8,300 tỷ đồng doanh thu, gấp đôi so với năm 2024; 2) doanh thu mảng LPG dự kiến tăng 4.6% CK nhờ hoạt động thương mại quốc tế. Bên cạnh đó, cổ tức tiền mặt kỳ vọng duy trì ở mức 4,000 đồng/cổ phiếu nhờ lượng tiền mặt dồi dào.



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	14.9	14.2
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

Khởi động dự án Cổ Loa

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	52,050
Thị giá (27/09/24)	43,400
Lợi nhuận kỳ vọng	20%

LNST (24F, tỷ đồng)	36,879
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	11
P/E (24F, x)	5.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	188,980
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	4,354
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	25.7
Tỷ lệ sở hữu của NGTTN (%)	13.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	34,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	48,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	6.1	1.3	-2.5
Tương đối	5.4	0.8	-14.5

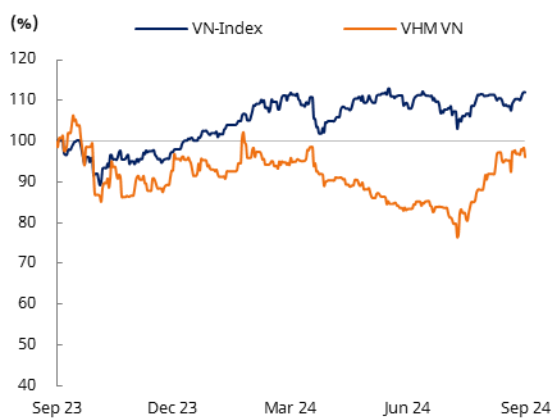
**Điểm nhấn đầu tư**

**Khởi động dự án mới:** Theo kế hoạch kinh doanh, VHM dự kiến ra mắt dự án Cổ Loa trong nửa cuối năm nay. Gần đây, chúng tôi ghi nhận một số tiến triển khả quan trong việc triển khai dự án, bao gồm 1) gửi hồ sơ lên Bộ Tài nguyên và Môi trường trong T7/2024, 2) khởi công Trung tâm Hội chợ Triển lãm Quốc gia cuối T8/2024 và (2) tổ chức lễ giới thiệu dự án và trao quyền phân phối cho một số đơn vị môi giới BDS lớn vào đầu tháng 9/2024. Những bước đi này củng cố kỳ vọng về việc mở bán dự án Cổ Loa trong tương lai gần.

**Chi tiết dự án:** Thương mại hóa dưới tên Vinhomes Global Gate, Cổ Loa có tổng diện tích 385 ha tại khu vực đô thị Hà Nội, với tổng vốn đầu tư 34 nghìn tỷ VND. Dự án cung cấp hơn 4,100 sản phẩm thấp tầng và 12,600 căn hộ cao tầng, trong đó phân khu thấp tầng sẽ được triển khai trước, dự kiến mở bán trong 2024 và 2025, hỗ trợ tăng trưởng doanh số bán trước. Doanh số bán trước đạt 51.7 nghìn tỷ VND trong 6T2024, tăng 27% so với cùng kỳ năm trước. Hiện tại, một số hợp đồng bán trước tại Cổ Loa có giá giao dịch từ 10-15 nghìn USD/m<sup>2</sup>, nhờ vào nguồn cung hạn chế trong đợt mở bán và giá trị cao của một số sản phẩm. Về dài hạn, giá bán và doanh số dự án Cổ Loa dự kiến sẽ hưởng lợi từ các xu hướng tích cực, bao gồm (1) nhu cầu và giá bán tăng mạnh tại khu vực Hà Nội và (2) sự quan tâm đến một số dự án hạ tầng gần như cầu Tứ Liên và tuyến metro số 4, giúp rút ngắn thời gian di chuyển từ Đông Anh đến trung tâm Hà Nội (Hồ Tây).

**Thỏa thuận tài chính và vốn cổ phần:** Theo nghị quyết ĐHĐCĐ công bố vào ngày 25/9, VEF đã thông qua việc ký kết hợp đồng BCC với VHM để phát triển dự án Cổ Loa. Theo đó, VHM sẽ nhận 5% tổng lợi nhuận từ dự án cùng với phí bán hàng và quản lý (theo tỷ lệ 4% và 2% doanh thu). Việc này dẫn đến một số quan ngại của nhà đầu tư về việc VHM chỉ nắm tỷ lệ lợi ích thiếu tối tại dự án. Theo trao đổi gần đây giữa chúng tôi với khối quan hệ nhà đầu tư (IR), VHM cho biết Vingroup sẽ chuyển nhượng cổ phần tại VEF (83.32% theo cập nhật gần nhất) cho VHM theo giá vốn khi dự án được đưa vào triển khai. Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính VHM sẽ nắm giữ tổng cộng 88% lợi ích kinh tế đối với dự án Cổ Loa.

**Rủi ro đối với dự phóng của chúng tôi:** Theo cập nhật gần nhất, giá trị tài sản ròng tại Cổ Loa được ước tính ở mức 48.3 nghìn tỷ VND (tương đương 21.3% NAV), với giả định giá bán trung bình là 90 triệu VND/m<sup>2</sup>. Tuy nhiên, giá mở bán chính thức có thể cao hơn tùy theo diễn biến thị trường gần đây, mang lại tiềm năng gia tăng định giá và đóng góp cho VHM. Kể từ tháng 8/2024, CP VHM ghi nhận hiệu suất tăng giá vượt trội, đạt 25% so với mức chỉ 6.8% của VNINDEX. Tuy nhiên, một số diễn biến bất lợi gần đây, như việc hoãn triển khai cầu Tứ Liên và chậm trễ trong kế hoạch mua lại cổ phiếu quỹ, có thể mang lại rủi ro biến động cho giá cổ phiếu.



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	5.12	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



Điểm rơi lợi nhuận

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	64,200
Thị giá (27/09/24)	58,100
Lợi nhuận kỳ vọng	10%

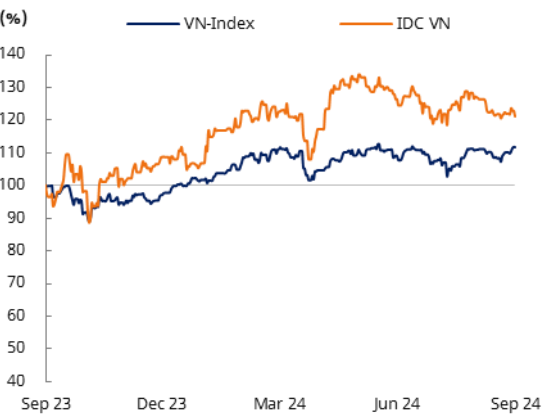
LNST (24F, tỷ đồng)	2,737
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	96
P/E (24F, x)	7.1

Vốn hóa (tỷ đồng)	19,173
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	330
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	63.7
Tỷ lệ sở hữu của NGTTN (%)	24.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	39,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	66,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-4.6	-1.5	24.4
Tương đối	-5.3	-2.1	12.4

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, Hữu 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 Hữu 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 Hữu 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	7.1	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

Tháng 8 tiếp diễn xu hướng tăng trưởng

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	28,700
Thị giá (27/09/24)	26,050
Lợi nhuận kỳ vọng	10%

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)	166,622
SL cổ phiếu (triệu)	6,396
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	55.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	22.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,545
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,950

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	1.4	-5.3	7.7
Tương đối	0.6	-5.8	-4.3

Điểm nhấn đầu tư

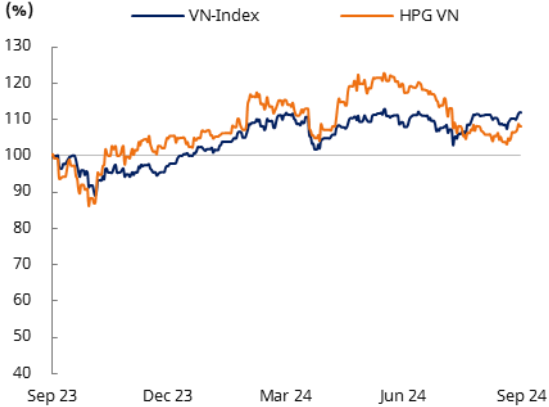
**Cập nhật sản lượng:** Sau ba tháng suy giảm kể từ T4/2024, doanh số bán thép của HPG đã tăng trở lại vào T8/2024, với sản lượng bán hàng đạt hơn 842 nghìn tấn (+13% MoM/+38% CK):

- Thép xây dựng thúc đẩy chính cho sự phục hồi với mức tăng 9% MoM lên 378 nghìn tấn. Theo tính mùa vụ, nhu cầu thép cho xây dựng thường thấp hơn trong mùa mưa nhưng dự kiến sẽ tăng tốc vào cuối năm.
- Sản lượng tiêu thụ HRC cũng phục hồi, đạt 260 nghìn tấn trong T8 (+11% MoM), ngang với mức nền cao trong những tháng đầu năm. Xu hướng gia tăng trở lại của thép HRC có thể được tác động của vụ kiện điều tra chống bán phá giá đối với thép nhập khẩu, khiến các nhà cung cấp ưu tiên tiêu thụ HRC có nguồn gốc nội địa.
- Nhóm các sản phẩm hạ nguồn duy trì ổn định, với doanh số đạt 60 nghìn tấn ống thép (-9.2% MoM) và 48 nghìn tấn thép mạ (+8.8% MoM). Nhu cầu trong các tháng tiếp theo được kỳ vọng gia tăng, thúc đẩy bởi các hoạt động tái thiết sau bão (ước tính mức thiệt hại gần 2 tỷ USD).

**Triển vọng tăng trưởng vững chắc.** Trong 8T2024, HPG đã sản xuất 5.5 triệu tấn thép thô (+36% CK), tương đương với mức hiệu suất 96% và đạt 76% mức dự phóng cho cả năm. Ước tính từ dữ liệu của VSA, thị phần của HPG đạt 38%/45%/27% cho lĩnh vực thép xây dựng/HRC/ống thép trong 8T2024, so với mức 33%/40%/28% trong 8T2023.

**Mặt bằng giá thép vẫn duy trì giảm,** và đà giảm có dấu hiệu tăng tốc trong tháng 9. Đối với thép xây dựng, thép thanh Hòa Phát hiện giảm xuống 13,480VND/kg tính đến giữa T9/2024 (-1.2% MoM/-3.3% YTD). Đối với nhóm HRC, HPG chủ động đưa mức giá forward cho đơn hàng giao vào T10-T11/2024 giảm xuống 515 USD/tấn (-2.8% MoM/ -9.7% so với giá giao ngay cuối 2023). Với giá thép HRC tại thị trường nội địa có mức giảm chậm hơn giá bán Trung Quốc (475USD/tấn; -17.7% YTD), mức chiết khấu cao từ nguồn cung nhập khẩu có thể gây áp lực lên doanh số bán hàng trong nửa cuối năm.

**Quan điểm đầu tư:** HPG hiện đang giao dịch ở mức 1.46x BVPS dự phóng năm 2024, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 1.53X. Mặc dù vậy, triển vọng lợi nhuận vẫn duy trì tích cực với tỷ suất ROE bình quân chu kỳ dự phóng đạt 11.5% cho giai đoạn FY24-26F. Trong bối cảnh giá thép không thuận lợi, HPG vẫn (1) hoạt động đổi đa công suất với tỷ suất lợi nhuận cao hơn các năm trước; (2) ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng so với mức nền thấp cùng kỳ và (3) gia tăng thị phần đáng kể trong 8T2024. Chúng tôi cho rằng nhu cầu nội địa vẫn duy trì khả quan và lợi thế về thị phần sẽ đem đến tiềm năng vào các năm tới khi công suất bổ sung từ Dung Quốc 2 được đưa vào hoạt động.



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
LNHH (tỷ đồng)	37,669	13,078	9,669	16,950	19,654	26,235
Biên LNHH (%)	25.2%	9.2%	8.1%	13.38%	13.86%	15.51%
LNRR (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

Kết quả tích cực ở thị trường nước ngoài

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	83,100
Thị giá (27/09/24)	71,000
Lợi nhuận kỳ vọng	17%

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)	148,387
SL cổ phiếu (triệu)	2,090
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	51.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	63,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	76,600

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.9	5.0	-5.1
Tương đối	-4.7	4.5	-17.1

Điểm nhấn đầu tư

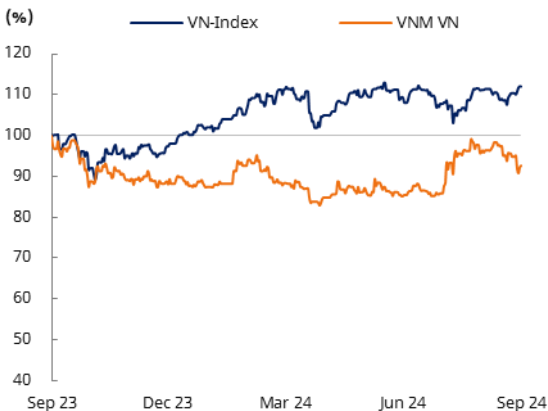
CTCP Sữa Việt Nam (VNM) là tập đoàn sữa hàng đầu Việt Nam, có thị phần nội địa lớn nhất ở phân khúc sữa nước và thị phần lớn thứ hai ở phân khúc sữa công thức. VNM hiện vận hành 15 trang trại ở khu vực Đông Dương và là nhà thu mua sữa tươi chính từ nông dân với tổng đàn bò gần 140,000 con. Hệ thống phân 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 HOKD:** 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 dự phóng tăng trưởng doanh thu ở nước ngoài đạt 15% mỗi năm trong giai đoạn 2024–2026, trong khi vẫn giữ nguyên giả định tăng trưởng hàng năm trong nước ở mức 2.5%. Do đó, dự phóng doanh thu năm 2024 đạt 63,101.1 tỷ đồng (+4.3% CK). 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. Theo đó, dự báo lợi nhuận hoạt động và NPAT đạt lần lượt là 11,417.8 tỷ đồng (+4.7% CK) và 9,362.6 tỷ đồng (+3.8% CK).

**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 xác định giá mục tiêu ở mức 83,100 đồng 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

Tiếp đà tăng trưởng doanh thu

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



(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	139,000
Thị giá (27/09/24)	127,000
Lợi nhuận kỳ vọng	9%

LNST (24F, tỷ đồng)	625
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (24F, %)	21.0
P/E (24F, x)	25.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	14,527
SL cổ phiếu (triệu)	114
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	31.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	9.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	70,800
Cao nhất 52 tuần (VND)	162,000

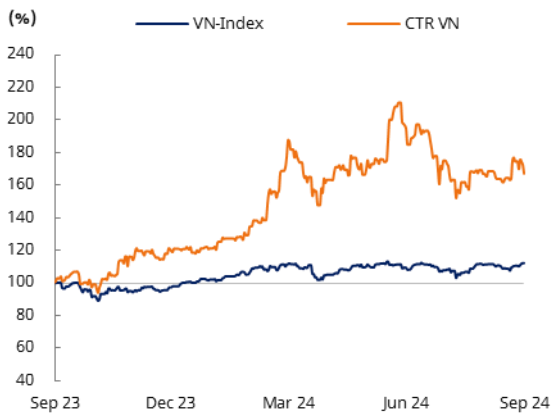
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	0.7	-8.2	65.8
Tương đối	0.0	-8.7	53.8

Điểm nhấn đầu tư

KQKD 8T2024:

- Doanh thu lũy kế 8T2024 tăng 11.3% CK, đạt 7,935 tỷ đồng, trong đó 63% liên quan đến Tập đoàn Viettel. Lợi nhuận trước thuế ghi nhận ở mức 422 tỷ đồng, tăng 4% CK.
- Doanh thu từ cho thuê cơ sở hạ tầng đạt 390 tỷ đồng trong kỳ, tăng đáng kể 42% CK. Mảng xây dựng chứng kiến doanh thu tăng mạnh 29% CK, đạt 2,495 tỷ đồng. Doanh thu từ hoạt động vận hành khai thác (VHKT) của CTR tăng trưởng khiêm tốn 6% CK, đạt 3,930 tỷ đồng. Trong khi đó, giải pháp CNTT ghi nhận mức doanh thu đạt 1,075 tỷ đồng, tăng 20% CK.
- Trong tháng 8, CTR triển khai kế hoạch lắp đặt thiết bị trạm 5G phục vụ chiến lược phủ sóng 5G thương mại của Tập đoàn Viettel. Theo đó, CTR là đơn vị nòng cốt trong quá trình triển khai và thi công tại 55 tỉnh thành, 4,118/6,010 trạm, tương đương 70% tổng khối lượng trạm.

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



FY (31/12)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	7,447	9,370	11,299	13,421	16,005	19,161
LNHĐ (tỷ đồng)	467	552	637	790	974	1,206
Biên LNHĐ (%)	6.3%	5.9%	5.6%	5.9%	6.1%	6.3%
LNTT (tỷ đồng)	472	555	645	781	971	1,211
LNR (tỷ đồng)	375	443	517	625	777	969
EPS (VND)	3,450	3,310	4,515	5,465	6,793	8,470
ROE (%)	20.3%	26.4%	26.1%	28.9%	30.1%	30.7%
P/E (x)	15.6x	23.9x	21.3x	25.5x	23.x	21.2x
P/B (x)	3.8x	6.5x	5.5x	6.8x	6.3x	5.9x
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,963	6,041	6,929	7,352	8,647	10,152
VCSH (tỷ đồng)	1,312	1,625	1,991	2,337	2,823	3,486

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		
<p>* 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.</p> <p>* 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.</p> <p>* 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.</p>			

## 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