

Danh mục khuyến nghị

(trung & dài hạn)



Nội dung

Ngành	Cổ phiếu	Doanh nghiệp	Giá mục tiêu 12T (VND)	Lợi nhuận kỳ vọng
CNTT	FPT	CTCP FPT	150,640	6%
Thép	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	32,000	20%
Khu công nghiệp	BCM	Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp - CTCP	73,800	12%
Khu công nghiệp	IDC	Tổng Công ty IDICO - CTCP	62,100	14%
Ngân hàng	TCB	Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam	28,500	22%
Ngân hàng	MBB	Ngân hàng TMCP Quân Đội	27,200	13%
Ngân hàng	HDB	Ngân hàng TMCP Phát triển Thành phố Hồ Chí Minh	28,700	14%
Tiện ích - Gas	GAS	Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP	96,100	38%
Tiện ích - Nước	BWE	CTCP - Tổng công ty nước - môi trường Bình Dương	50,600	12%
Thực phẩm & đồ uống	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	83,100	29%

Cơ hội tăng trưởng mới

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



(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	150,640
Thị giá (29/11/24)	141,900
Lợi nhuận kỳ vọng	6%

LNST (25F, tỷ đồng)	9,195
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	19
P/E (25F, x)	21.4

Vốn hóa (tỷ đồng)	208,598
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,471
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	86.0
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	45.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	79,217
Cao nhất 52 tuần (VND)	142,800

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.4	21.2	77.6
Tương đối	5.6	22.7	63.9

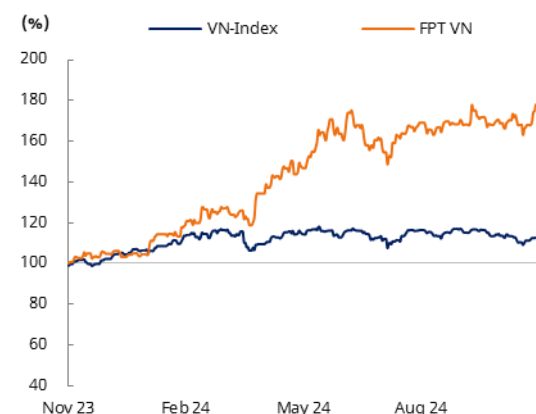
Điểm nhấn đầu tư

Dự phóng 2025: Doanh thu tăng 17% CK, NPATMI tăng 19.1% CK, nhờ: (1) Mảng công nghệ kỳ vọng dẫn đầu tăng trưởng doanh thu với mức tăng 20.1% CK; trong đó CNTT toàn cầu dự kiến tăng 23.4% CK. Doanh thu mảng giáo dục được dự báo tăng 14.5% CK, tận dụng cơ hội từ các trường trung học FPT mới. Mảng viễn thông dự kiến tăng trưởng ổn định ở mức 11.8% CK về doanh thu.

Kết quả hoạt động nổi bật: Trong 10T2024, FPT đạt doanh thu 50,796 tỷ VNĐ (+19.6% CK; 82% kế hoạch) và LNST 9,226 tỷ VNĐ (+20% CK; 85% kế hoạch). NPATMI và EPS lần lượt đạt 6,566 tỷ VNĐ (+21.4% CK) và 4,494 VNĐ (+21.1% CK).

Điểm nhấn từ cuộc họp AM Q3/2024:

- FPT ký hợp đồng dịch vụ trị giá 225 triệu US\$ trong 3 năm với một khách hàng ngành ô tô tại Mỹ. Hợp đồng này chưa được phản ánh trong BCTC 9T2024, dự kiến sẽ thúc đẩy doanh thu bắt đầu từ quý 4/2024. Dự án sẽ huy động hơn 1,000 chuyên gia phần mềm FPT cộng tác. Dù đối mặt với thách thức từ các chính sách visa nghiêm ngặt hơn tại Mỹ, FPT vẫn lạc quan về khả năng đáp ứng các yêu cầu visa lao động.
- Gần đây, FPT đã công bố ra mắt nhà máy AI tại Nhật Bản và Việt Nam, tập trung vào GPUaaS với khoản đầu tư ban đầu là 50 triệu USD cho mỗi thị trường trong mỗi năm giai đoạn 2025-2026, nhằm tới tỷ suất lợi nhuận EBITDA 50% vào năm 2025. GPUaaS dự kiến mang lại doanh thu 100 triệu USD với tỷ lệ sử dụng 90% từ năm 2025. FPT cho biết đã hoàn tất mua sắm phần cứng Nvidia H100/GH200 cho cả hai thị trường trong giai đoạn đầu của dự án.
- Trong lĩnh vực viễn thông, FPT có kế hoạch mở rộng PayTV và khánh thành trung tâm dữ liệu Q9, TPHCM chậm nhất là vào năm 2025. Trong khi đó, lĩnh vực giáo dục gặp nhiều thách thức, với tăng trưởng tuyển sinh chỉ đạt một con số do cạnh tranh tăng từ các trường đại học công lập.



FY (31/12)	FY22	FY23	FY23	FY24F	FY25F	FY26F
Doanh thu (tỷ đồng)	35,657	44,010	52,618	61,880	72,520	84,405
LNHĐ (tỷ đồng)	5,415	6,795	8,452	9,897	11,810	13,806
Biên LNHĐ (%)	15.2	15.4	16.1	16.0	16.3	16.4
EBITDA (tỷ đồng)	7,059	8,628	10,738	12,107	14,425	16,866
LNST (tỷ đồng)	4,337	5,310	6,465	7,710	9,195	10,803
EPS (VNĐ)	4,342	4,420	4,648	4,798	5,722	6,723
ROE (%)	25.8	27.2	28.1	28.8	29.3	29.5
P/E (x)	28.2	27.9	26.5	25.6	21.4	18.2
P/B (x)	6.8	7.0	7.0	5.1	4.4	3.8
Tổng tài sản (tỷ đồng)	53,698	51,650	60,283	67,609	79,313	89,471
VCSH (tỷ đồng)	17,941	21,046	24,974	28,991	33,782	39,410

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research



Triển vọng cải thiện biên lợi nhuận

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	32,000
Thị giá (29/11/24)	26,750
Lợi nhuận kỳ vọng	19.6%

LNST (25F, tỷ đồng)	16,249
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	33.8
P/E (25F, x)	10.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	171,100
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	6,396
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	55.9
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	21.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	24,045
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,950

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-2.4	-7.7	7.6
Tương đối	-0.8	-6.1	-5.1

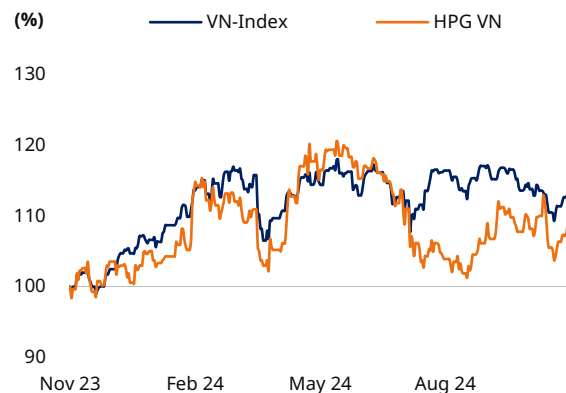
Điểm nhấn đầu tư

Tăng trưởng sản lượng tiếp tục là trọng tâm: HPG ghi nhận tốc độ bán hàng tăng trưởng ấn tượng qua từng tháng, với sản lượng tháng 10/2024 vượt qua mức kỷ lục trước đó trong năm, khẳng định nhu cầu nội địa mạnh mẽ cũng như công ty đang thực hiện hiệu quả chiến lược tăng trưởng dựa trên sản lượng. Chúng tôi đã nâng dự phóng sản lượng 2024/2025 lên 5/7% để phản ánh đà tăng tích cực này, kỳ vọng đạt 8.97 triệu tấn (+17% CK) trong 2024 và 9.92 triệu tấn (+11% CK) trong 2025.

- Thép xây dựng và phôi thép: Nhu cầu xây dựng nội địa mạnh mẽ được kỳ vọng sẽ tiếp tục là động lực chính. Chúng tôi dự báo sản lượng thép xây dựng của HPG sẽ đạt 5.1 triệu tấn trong 2025 và 2026, tương ứng 88% công suất và tăng trưởng 22% so với mức dự phóng năm 2024.
- Thép cuộn cán nóng (HRC): Dung Quất 2 dự kiến sẽ đem lại công suất HRC bổ sung thêm 2.8 triệu tấn vào 2025 và 5.6 triệu tấn vào 2026 (+93%/+187% so với hiện tại). Chúng tôi giả định HPG sẽ duy trì mức vận hành tối đa tại Dung Quất 1 như năm 2024, trong khi sản lượng tại Dung Quất 2 sẽ được tăng dần theo lộ trình. Theo đó, tăng trưởng sản lượng HRC được dự báo đạt lần lượt 32%/21% CK trong 2025/2026F.

Triển vọng cải thiện biên lợi nhuận: Chi phí đầu vào tiếp tục là điểm nhấn tích cực với giá quặng sắt và than cốc giảm 3%/7% MoM trong T11/2024, hiện ở mức 131 USD/t (-20% CK) và 261 USD/t (-23% CK). Các mức giá dự kiến sẽ duy trì ổn định trong Q1/2025, trong khi BMI kỳ vọng giá quặng sắt và than cốc giảm sâu hơn lần lượt 31%/27% CK trong 2025. Chi phí đầu vào giảm mạnh cùng giá thép trong mùa cao điểm sẽ hỗ trợ phục hồi biên lợi nhuận trong ngắn hạn, đặt biệt khi HPG đã giải phóng phần lớn tồn kho nguyên liệu giá vốn cao trong năm (số ngày tồn kho nguyên liệu giảm từ 71 ngày trong quý 1/2024 xuống còn 48 ngày trong quý 3/2024). Biên gộp 2025 được dự phóng tăng lên 14.9% nhờ chênh lệch nguyên liệu đầu vào/giá bán thuận lợi. Tuy nhiên, rủi ro vẫn tồn tại nếu sản lượng 2025 thấp hơn dự báo, khi chi phí gia tăng trong giai đoạn đầu vận hành Dung Quất 2.

Định giá: Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu lên 32,000 VNĐ (so với trước đó là 28,700 VNĐ), tương ứng mức lợi nhuận kỳ vọng 19.6% so với giá hiện tại. Chúng tôi duy trì định giá HPG ở mức 1.52x giá trị sổ sách dự phóng 2025, dựa trên hồi quy giữa tỷ suất ROE giai đoạn 2024-2027 với biên độ giao dịch P/B-ROE trung bình 5 năm của các công ty trong khu vực, phản ánh kỳ vọng tỷ suất ROE sẽ gia tăng lên 11.5% trong trung hạn, nhờ vào hiệu suất tài sản tốt hơn (sản lượng gia tăng từ công suất mới) và biên lợi nhuận được cải thiện.



FY (31/12)	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	149,680	141,409	118,953	129,316	156,359	180,584
LNHH (tỷ đồng)	37,664	13,078	9,669	14,329	18,776	22,705
Biên LNHH (%)	25%	9%	8%	11%	12%	13%
LNR (tỷ đồng)	34,478	8,484	6,835	12,146	16,249	19,170
EPS (VNĐ)	7,166	1,452	1,117	1,899	2,540	2,997
ROE (%)	38%	9%	7%	10%	12%	13%
P/E (x)	3.7	18.4	23.9	14.1	10.5	8.9
P/B (x)	1.3	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1
Tổng tài sản (tỷ đồng)	178,236	170,336	187,783	217,000	242,746	262,169
VCSH (tỷ đồng)	90,637	96,007	102,836	118,209	134,478	150,422

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tài sản tiềm năng

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG		
Giá mục tiêu (VND, 12T)	73,800		
Thị giá (29/11/24)	66,000		
Lợi nhuận kỳ vọng	12%		
LNST (25F, tỷ đồng)	2,608		
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA		
Tăng trưởng EPS (25F, %)	51		
P/E (25F, x)	26.1		
Vốn hóa (tỷ đồng)	68,310		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,035		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	3.4		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	2.1		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	50,400		
Cao nhất 52 tuần (VND)	74,500		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.6	8.6	13.4
Tương đối	0.6	10.0	-0.2

Điểm nhấn đầu tư

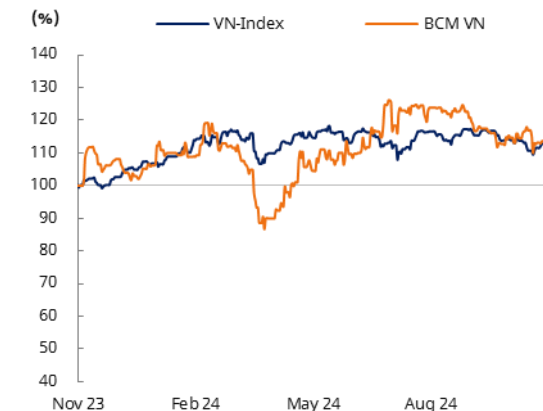
Kế hoạch thoái vốn nhà nước: Theo Quyết định 426/QĐ-TTg vào T5/2024, Chính phủ có kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu tại BCM xuống tối đa 65% vào 2025. Nếu thực hiện thành công, việc này có thể dẫn đến khả năng tái định giá, dựa trên: 1) điều chỉnh các yếu tố định giá; 2) tăng và mở rộng vốn dễ dàng hơn; và 3) cải thiện tính minh bạch.

Khu công nghiệp tạo nền tảng cho tăng trưởng: BCM và các đơn vị liên quan hiện giữ vị trí đứng đầu trong thị trường đất công nghiệp tại Việt Nam, với 17,375 ha diện tích đất công nghiệp tương ứng 19.5% tổng diện tích cả nước và khoảng 59% tại Bình Dương. Hiện tại, BCM đang phát triển loạt khu công nghiệp mới với quỹ đất cho thuê bổ sung lên đến 4,500 ha, phần lớn bắt đầu xây dựng từ giữa năm 2024. Nguồn cung dồi dào này sẽ hỗ trợ đà tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn sắp tới.

Danh mục bất động sản nhà ở tập trung phân khúc giá rẻ: Bình Dương nổi bật với nhu cầu nhà ở ngày càng tăng nhờ vị trí chiến lược gần các khu công nghiệp và tiềm năng đô thị hóa mạnh mẽ. BCM và các đơn vị liên quan đang triển khai phần lớn dự án tại Bình Dương, thể hiện qua việc số dự án hiện tại đang chiếm hơn 66% diện tích dự án đô thị và 60% quỹ đất nhà ở xã hội. Chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản tại Bình Dương sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong 6T cuối 2025, nhờ những can thiệp, cũng như chính sách quan trọng của chính phủ trong việc giải quyết các nút thắt pháp lý. Với việc tập trung vào danh mục dự án phát triển sát với nhu cầu nhà ở thực tế, đặc biệt là từ tầng lớp lao động, kết quả kinh doanh BCM được kỳ vọng sẽ hồi phục trở lại.

Dự phóng và định giá: Trong năm 2024, chúng tôi đưa ra mức dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng của BCM đạt lần lượt 6,306 tỷ đồng (+20% CK) và 1,725 tỷ đồng (-28.8% CK), với doanh thu từ bất động sản (khu công nghiệp và nhà ở) chiếm 79% tổng doanh thu hợp nhất. Mức suy giảm lợi nhuận trong năm nay chủ yếu do mảng nhà ở không còn ghi nhận giao dịch đột biến từ các giao dịch bán sỉ, cũng như mức nền cao trong năm 2023 khi BCM ghi nhận 5,085 tỷ đồng (70% doanh thu) nhờ việc chuyển giao 18.9 ha tại dự án Thành phố mới Bình Dương cho CapitaLand. Đối với năm 2025, chúng tôi ưu tiên BCM là cổ phiếu đáng chú ý trong nhóm bất động sản thương mại/công nghiệp nhờ vào kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ tại Bình Dương. Chúng tôi dự phóng doanh thu tăng trưởng 34.7% CK lên 8,493 tỷ đồng, trong đó, mảng KCN sẽ ghi nhận 3,604 tỷ đồng (43% tổng doanh thu) nhờ bàn giao 87 ha, bao gồm 25 ha từ KCN Cây Trường mới. Lợi nhuận ròng dự kiến tăng 51.2% CK lên 2,608 tỷ đồng, với sự đóng góp gia tăng từ các công ty liên kết, đặc biệt là VSIP (924 tỷ đồng, chiếm 35% lợi nhuận ròng).

Với quỹ đất lớn và tập trung vào các dự án phát triển, chúng tôi cho rằng phương pháp định giá lại giá trị tài sản ròng (RNAV) sẽ phù hợp cho danh mục tài sản nhiều cấu phần của BCM, dựa trên thông tin tài sản hiện có. Với giá mục tiêu 73,800 đồng/cổ phiếu, chúng tôi khuyến nghị Tăng Tỷ Trọng đối với BCM.



FY (31/12)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	6,507	6,982	6,565	7,883	6,306	8,493
LNHĐ (tỷ đồng)	1,910	2,002	1,477	2,783	1,668	2,500
Biên LNHĐ (%)	29.3	28.7	22.5	35.3	26.4	29.4
EBITDA	2,148	2,188	1,666	3,050	1,938	2,770
LNR (tỷ đồng)	2,098	1,451	1,700	2,423	1,725	2,608
EPS (VND)	2,027	1,402	1,643	2,341	1,665	2,519
ROE (%)	14.2	8.9	9.9	12.2	8.9	12.4
P/E (x)	21.5	50.8	53.1	28.8	39.5	26.1
P/B (x)	2.5	3.8	4.7	3.4	3.3	2.9
Tổng tài sản (tỷ đồng)	49,117	48,998	48,305	53,424	54,481	57,266
VCSH (tỷ đồng)	16,578	17,098	17,765	19,473	20,206	22,885

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)	62,100
Thị giá (29/11/24)	54,700
Lợi nhuận kỳ vọng	14%

LNST (25F, tỷ đồng)	2,358
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	13
P/E (25F, x)	7.5

Vốn hóa (tỷ đồng)	18,051
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	330
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	63.7
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	22.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	48,300
Cao nhất 52 tuần (VND)	66,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.9	-14.3	11.6
Tương đối	0.3	-12.8	-2.0

Điểm nhấn đầu tư

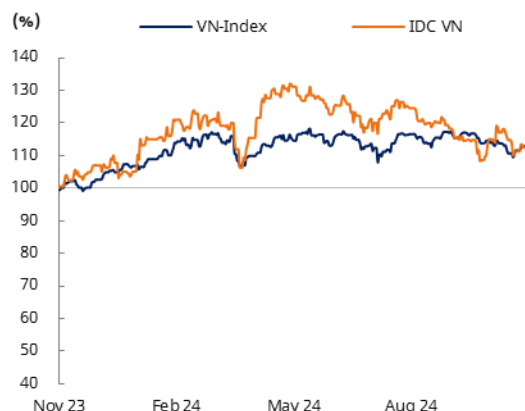
Quy đất lớn liên tục được mở rộng: Gần đây, IDC đã nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư tại KCN Tân Phước 1 (470 ha) và KCN Mỹ Xuân B1 mở rộng (111 ha), qua đó bổ sung thêm 446 ha vào danh mục quỹ đất và nâng tổng diện đất có khả năng cho thuê lên 961 ha (+46%). Số lượng KCN, theo đó, tăng từ 5 lên 7, tập trung vào các vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc và phía Nam. Trong thời gian tới, IDC kỳ vọng KCN Vĩnh Quang (350 ha) có thể được phê duyệt trong giai đoạn 2025-2026, đồng thời KCN Quế Võ II – giai đoạn 2 (277 ha) cũng sẽ sớm nhận được quy hoạch 1/500.

Hầu hết các KCN đang cho thuê của IDC đều có chi phí vốn thấp do đã giải phóng mặt bằng sớm, và điều này tạo kỳ vọng cho việc biên lợi nhuận sẽ được nới rộng trong bối cảnh giá thuê duy trì xu hướng tăng như thời gian qua. Đặc biệt là KCN Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng đang có biên lợi nhuận gộp trên 80%. Cùng với nguồn thu ổn định từ mảng năng lượng, IDC duy trì trạng thái số dư tiền ròng vững chắc, đảm bảo thực hiện chia cổ tức tiền mặt 4,000 đồng/cổ phiếu mỗi năm, tương đương với lợi suất cổ tức 7.2%.

Kết quả ấn tượng trong 9T2024: IDC ghi nhận doanh thu hợp nhất đạt 6,891 tỷ đồng (+37.9% CK), với lợi nhuận ròng tăng gấp đôi CK, đạt 1,639 tỷ đồng, nhờ vào hiệu suất mạnh mẽ ở tất cả các mảng kinh doanh. Trong đó, hoạt động cho thuê tại KCN đóng góp đáng kể 3,019 tỷ đồng (+35.4% CK), chiếm gần nửa tổng doanh thu, với khoảng 85 ha đất đã được bàn giao. Kết quả này hoàn thành 73% doanh thu và 60% lợi nhuận dự phóng cả năm của chúng tôi.

Trong Q4/2024, IDC dự kiến sẽ ghi nhận các hợp đồng lớn khoảng 77 ha từ các KCN Hựu Thạnh và Phú Mỹ II, bao gồm hai hợp đồng cho thuê với Hyosung (50 ha ở Phú Mỹ II), đã được ký trong nửa cuối 2023 nhưng chưa ghi nhận doanh thu. Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn của KCN Phú Mỹ II tăng 884 tỷ đồng trong Q2&Q3/2024, cho thấy giao dịch này nhiều khả năng sẽ được ghi nhận trong Q4/2024 sau khi Hyosung hoàn tất các khoản thanh toán.

Điều chỉnh dự phóng: Năm 2025, chúng tôi cắt giảm dự báo lợi nhuận ròng 19% xuống còn 2,358 tỷ đồng (từ 2,908 tỷ đồng) và doanh thu giảm 9% xuống 8,865 tỷ đồng. Nguyên nhân chính là đến từ diện tích đất ký kết năm 2024 thấp, chỉ đạt 65 ha trong 9T2024 (-47% CK). Điều này ảnh hưởng đến diện tích bàn giao đất dự kiến trong năm sau, dự phóng giảm còn 119 ha (-21), từ mức 143 ha trước đây, chủ yếu tại KCN Hựu Thạnh (-13 ha) và Phú Mỹ II (-11 ha). Ngược lại, chúng tôi điều chỉnh doanh thu mảng năng lượng tăng nhẹ 3.7%, đạt 3,247 tỷ đồng nhờ vào sự hồi phục sản lượng tốt hơn kỳ vọng ở các khu công nghiệp Nhơn Trạch. Sau cùng, doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự kiến giảm lần lượt -5.9% và -13.9% CK. Chúng tôi duy trì khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG, nhưng hạ giá mục tiêu IDC xuống 62,100 đồng/cổ phiếu (từ 64,200 đồng) để phản ánh sự điều chỉnh này.



FY (31/12)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	4,301	7,485	7,237	9,416	8,865	10,408
LNHĐ (tỷ đồng)	477	2,726	2,061	3,800	3,193	3,987
Biên LNHĐ (%)	11.1	36.4	28.5	40.4	36.0	38.3
EBITDA	1,439	3,842	3,102	5,123	4,457	5,616
LNƯ (tỷ đồng)	454	1,768	1,394	2,737	2,358	3,083
EPS (VND)	1,514	5,605	4,223	8,295	7,144	9,341
ROE (%)	9.1	31.7	22.6	39.1	28.1	31.1
P/E (x)	43.1	5.9	11.5	6.6	7.5	6.2
P/B (x)	5.0	2.1	3.2	2.9	2.6	2.1
Tổng tài sản (tỷ đồng)	16,076	17,013	17,720	17,487	18,766	20,716
VCSH (tỷ đồng)	5,028	6,128	6,205	7,800	8,960	10,852

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Mở rộng vùng tiềm năng

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	28,500
Thị giá (29/11/24)	23,400
Lợi nhuận kỳ vọng	22%

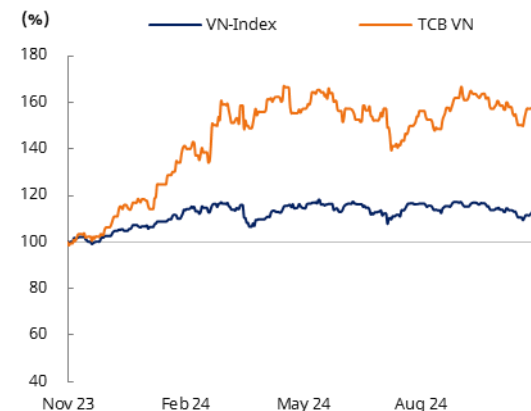
LNST (25F, tỷ đồng)	27,827
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	27
P/E (25F, x)	5.9

Vốn hóa (tỷ đồng)	164,854
SL cổ phiếu (triệu)	7,045
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	68.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	22.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14,675
Cao nhất 52 tuần (VND)	25,250

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-2.5	-0.4	58.6
Tương đối	-1.3	1.0	45.0

Điểm nhấn đầu tư

- Trong 9T2024, tài sản ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (Techcombank - TCB) ghi nhận sự tăng trưởng tích cực +9.1% sv.2023, đạt 927.1 nghìn tỷ, đồng thời cũng có nhiều thay đổi trong cơ cấu các phân khúc tài sản. Nhìn chung, tăng trưởng tài sản được dẫn dắt chính nhờ cho vay khách hàng, tăng 20.6% sv.2023, trong khi danh mục đầu tư đi ngang và cho vay liên ngân hàng giảm 13.5%. Hết Q3/2024, tăng trưởng tín dụng của TCB đạt 17.5%, vượt xa mức tăng trưởng 13.5% trong 9T2023. Trong danh mục cho vay, mức độ giải ngân có phần đa dạng hơn giữa các tệp khách hàng và ngành nghề, đặc biệt ghi nhận sự phục hồi của mảng cho vay KHCCN trong quý 2 và 3.
- Lợi nhuận duy trì ở mức cao, với ba quý liên tiếp đạt mức tăng trưởng trên 30% sv.ck. Trong Q3/2024, LNNT của TCB đạt 7.2 nghìn tỷ (+32.3% sv.ck.), được thúc đẩy nhờ tăng trưởng thu nhập lãi thuần (+22.8%), CPHĐ giảm 5.5% và chi phí dự phòng giảm 16.9%. Lũy kế 9T2024, ngân hàng ghi nhận tổng LNNT đạt hơn 22.8 nghìn tỷ, tăng 36.6% sv.ck., tương đương 84.3% kế hoạch năm. Tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận trong Q4/2024 có thể chịu áp lực do thu nhập ngoài lãi tương đối kém khả quan và chi phí liên quan đến việc chấm dứt hợp đồng với Manulife.
- Trong 2025, TCB đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng khoảng 20%, khá phù hợp với dự phóng 19% của chúng tôi. Tuy nhiên, NIM nhiều khả năng sẽ có mức điều chỉnh nhẹ khoảng 15bps sv. Q3/2024 xuống khoảng 4.3% dựa trên các giả định như giảm tỷ trọng các mảng có rủi ro cao như BĐS; chi phí huy động tăng nhẹ khi CASA không còn thuần túy rẻ như trước đây; và đẩy mạnh gia tăng thị phần xuống phía Nam, phát sinh chi phí cạnh tranh với các ngân hàng vốn có thế mạnh tại khu vực này như ACB hay STB và nhóm NHQD vốn có lượng khách hàng ổn định. Với động lực chính đến từ tăng trưởng tín dụng ổn định trong năm 2024 cũng như kỳ vọng cho năm 2025, NII dự phóng tăng khoảng 15.4% CK. Bên cạnh tăng trưởng NII, chi phí dự phòng giảm cũng sẽ hỗ trợ tích cực cho tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng 2025 (+25.4% sv.ck.).



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	35,785	41,281
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	8,291	10,378	10,612	12,370	14,925	13,705
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	15,800	23,238	25,568	22,888	27,782	34,829
LNST (tỷ đồng)	12,325	18,038	20,150	18,148	21,860	27,404
EPS (đồng)	3,516	5,138	5,729	5,152	3,103	3,884
ROE (%)	18.0	21.5	19.5	14.8	16.0	18.3
P/E (x)	6.7	4.6	4.1	4.5	7.5	5.9
P/B (x)	1.1	0.9	0.7	0.6	1.2	1.0
Giá trị sổ sách (đồng)	21,289	26,505	32,248	37,368	20,095	22,294
Tổng tài sản (tỷ đồng)	439,603	568,811	699,033	849,482	941,996	1,106,787
VCSH (tỷ đồng)	74,615	93,056	113,425	131,628	141,572	157,299

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Hợp nhất với OceanBank

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG		
Giá mục tiêu (VND, 12T)	27,200		
Thị giá (29/11/24)	24,050		
Lợi nhuận kỳ vọng	13%		
LNST (25F, tỷ đồng)	24,772		
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	N/A		
Tăng trưởng EPS (25F, %)	1.3		
P/E (25F, x)	7.0		
Vốn hóa (tỷ đồng)	127,617		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	5,306		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	68.9		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	23.2		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,700		
Cao nhất 52 tuần (VND)	26,200		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.8	10.6	35.1
Tương đối	-2.6	12.0	21.5

Điểm nhấn đầu tư

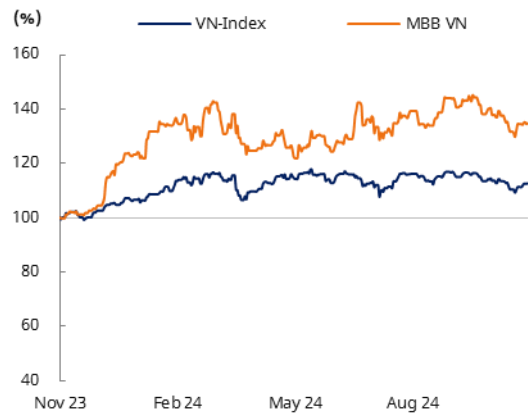
Mục tiêu tăng trưởng 2025-2029: Trong giai đoạn 2024-2029, MBB đặt mục tiêu tăng trưởng tài sản 14%/năm. Về tăng trưởng tín dụng, ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng bình quân 15%/năm, đồng thời quản lý tỷ lệ nợ xấu duy trì dưới 2%. LNNT dự kiến tăng 12%/năm. Kế hoạch này không tính đến việc nhận chuyển giao OceanBank, sau thông báo của NHNN vào 17/10/2024. Việc tiếp nhận này có thể đem lại lợi thế trong phân bổ tín dụng, có khả năng thúc đẩy tăng trưởng vượt mục tiêu ban đầu.

Dự phóng 2025: Trong 2025, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng LNNT là 14.5% CK, tăng từ 7% CK trong năm 2024, được hỗ trợ bởi hai yếu tố chính: (1) giảm chi phí dự phòng do tỷ lệ nợ xấu dự kiến sẽ cải thiện từ 2% trong 2024 về mức 1.6% trong 2025, và (2) tăng trưởng tín dụng phục hồi nhờ cho vay cá nhân và cho vay bất động sản.

Thu nhập chứng khoán kinh doanh và đầu tư là động lực chính trong 9T2024: Trong 9T2024, MBB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt 38,850 tỷ VNĐ (+9% CK). Thu nhập lãi thuần (NII) đạt 30,010 tỷ VNĐ (+2% CK), trong khi thu nhập phí thuần (NFI) đạt 3,187 tỷ VNĐ (+21% CK), chiếm 77% và 8% trong TOI. Trong NFI, doanh số bảo hiểm giảm mạnh, chỉ đóng góp 1,456 tỷ VNĐ (-30% CK); dịch vụ thanh toán góp 836 tỷ VNĐ (-55% CK); thu nhập phí khác quay lại tăng trưởng dương, góp 1,065 tỷ VNĐ (9T2023: -1,716 tỷ VNĐ). Trong khi đó, thu nhập từ ngoại tệ và vàng đạt 1,516 tỷ VNĐ (+65% CK), chiếm 3.9% TOI. Thu nhập từ CK kinh doanh đạt 1,637 tỷ VNĐ (+374% CK), chiếm 4.2% TOI, trong khi thu nhập từ CK đầu tư đạt 390 tỷ VNĐ (-8% CK), chiếm 1% TOI. Trong khi đó, chi phí hoạt động chỉ tăng nhẹ 7% CK lên 11,761 tỷ VNĐ, giảm tỷ lệ CIR xuống còn 30%. Tổng quan, do tăng trưởng NII thấp và chi phí dự phòng tăng, lợi nhuận trước thuế chỉ tăng nhẹ, đạt 20,736 tỷ VNĐ (+4% CK).

Tăng trưởng tín dụng và áp lực NIM: Trong 9T2024, tăng trưởng tín dụng đạt 13.5% sv.2023, trong khi huy động tiền gửi tăng 7.7%. Tăng trưởng tín dụng ổn định (9T2023: 13.8%; 9T2022: 17%). Biên lãi ròng (NIM) của MBB giảm từ 5.6% trong Q3/2023 xuống còn 4.4% trong Q3/2024, lợi suất tài sản cũng ghi nhận giảm từ 8.6% trong Q1/2024 xuống còn 7.6% trong Q3/2024. Sự thu hẹp NIM do cơ cấu tín dụng chuyển từ cho vay bán lẻ (tỷ trọng trong danh mục cho vay: 45%, -1.8%p CK) sang cho vay doanh nghiệp (49%, +1.9%p CK), làm giảm lợi suất. Tuy nhiên, ngân hàng đang giảm chi phí vốn từ 4.7% trong Q3/2023 xuống còn 3.7% trong Q3/2024.

Áp lực NPL và tăng dự phòng: Với tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm xuống 69% (-53%p CK; -33% QoQ), MBB phải tăng chi phí dự phòng lên 6,353 tỷ VNĐ (+41% CK), trong bối cảnh tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng lên 2.2% (+0.3% CK; +0.6% QoQ). Hầu hết các nhóm nợ xấu (2-5) đều tăng, cho thấy thách thức về nợ xấu vẫn còn tồn tại. Tỷ lệ CAR của ngân hàng (Thông tư 41) cải thiện lên 11.4% (+0.7%p YTD), với vốn cấp 1 ở mức 10.5% (+0.5%p YTD). Tỷ lệ tổng tài sản trên vốn chủ sở hữu là 9.4x (-0.4%p CK). Tổng tài sản hợp nhất tăng 9% YTD, tiếp tục chuyển hướng sang cho vay khách hàng (67% tổng tài sản, +3.4%p YTD).



	FY (31/12)	FY21	FY22	FY23	FY24F	FY25F	FY26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)		26,200	36,023	38,684	43,200	48,911	56,483
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)		10,735	9,570	8,622	11,378	11,180	11,466
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)		16,527	22,729	26,306	28,156	32,244	37,173
LNST (tỷ đồng)		12,697	17,483	20,677	21,631	24,772	28,558
EPS (đồng)		3,229	3,673	3,764	3,424	3,470	3,636
ROE (%)		22.6	24.6	23.5	20.0	18.8	17.9
P/E (x)		7.5	6.6	6.4	7.1	7.0	6.7
P/B (x)		1.5	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
Tổng tài sản (tỷ đồng)		607,140	728,532	944,954	1,101,767	1,276,025	1,450,106
VCSH (tỷ đồng)		62,486	79,613	96,711	119,189	144,984	174,721
Giá trị sổ sách (đồng)		15,892	16,727	17,604	18,865	20,308	22,248

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng TMCP Phát triển Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE: HDB)

Ngân hàng

Tăng trưởng bền bỉ

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	28,700
Thị giá (29/11/24)	25,150
Lợi nhuận kỳ vọng	14%

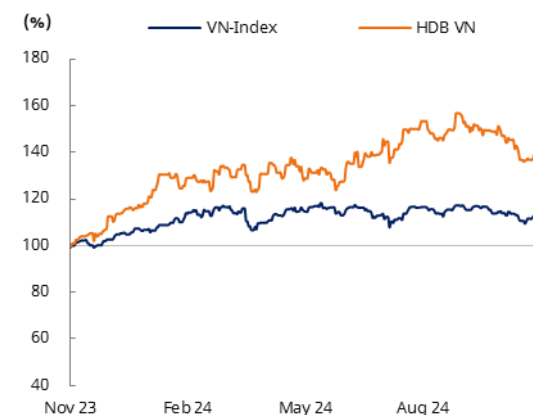
LNST (25F, tỷ đồng)	16,748
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	21
P/E (25F, x)	4.4

Vốn hóa (tỷ đồng)	73,251
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,913
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	70.4
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	16.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,850
Cao nhất 52 tuần (VND)	28,600

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-7.5	8.2	39.7
Tương đối	-6.3	9.6	26.1

Điểm nhấn đầu tư

- Trong 9T2024, HDB liên tục tái phân bổ tài sản thay vì tiếp tục đẩy mạnh tăng trưởng chung, do đó tổng tài sản tăng nhẹ 5.4% sv.2023. Tài sản được tái phân bổ chính vào danh mục cho vay, tăng 16% sv.2023, trong khi tiền gửi tại NHNN và danh mục chứng khoán giảm lần lượt 29.1% và 20.4% trong kỳ. Đối với danh mục cho vay, giải ngân mới tập trung vào các lĩnh vực như du lịch (+128.2%), xây dựng (+59.4%), tài chính (+52.2%) và sản xuất (+35.4%), trong khi nhóm khách hàng cá nhân và hộ gia đình giảm 6.6% sv.2023. Tuy nhiên, HDB đang đẩy mạnh mảng cho vay thấu chi (+61.6%sv.2023), cùng với sự phục hồi dư nợ của HDSaison (+2.1% sv.Q2/2024 và +7.5%sv.2023), phần nào bù đắp sự sụt giảm tỷ trọng mảng ngân hàng bán lẻ.
- Các chỉ số về hiệu quả hoạt động liên tục cải thiện trong suốt 3 quý 2024 và duy trì mức cao hơn so với mặt bằng chung. NIM tiếp tục mở rộng trong quý thứ 4 liên tiếp từ mức thấp là 4.8% cuối Q3/2023 lên mức 5.9% cuối Q3/2024, chủ yếu nhờ chi phí huy động giảm ở hầu hết các nguồn huy động, ngoại trừ liên ngân hàng. Chất lượng tài sản cải thiện rõ rệt trong Q3/2024, với tỷ lệ nợ xấu giảm 20bps xuống còn 1.9% và nợ xấu mở rộng cũng giảm gần 1%p xuống 5.6%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu hồi phục lên 66% từ 59% vào Q2/2024. Tỷ lệ chi phí hoạt động trên thu nhập được kiểm soát dưới mức 34%, trong khi các tỷ suất lợi nhuận ROE hay ROA cũng cải thiện rõ rệt, đạt lần lượt 28% (+1%p sv.2023) và 2.4% (+0.4%p sv.2023).
- LNTT trong Q3/2024 của HDB tăng gần 43% sv.ck. lên mức 4.5 nghìn tỷ, chủ yếu nhờ thu nhập lãi thuần (NII) tăng 58.1%. Lũy kế 9 tháng đầu năm, HDB đạt tổng lợi nhuận trước thuế gần 12.7 nghìn tỷ đồng, tăng 46.6% sv.ck. và hoàn thành gần 80% kế hoạch năm.
- Tăng trưởng tín dụng cho năm 2024 và 2025 ước đạt lần lượt khoảng 24% và 18%. Tăng trưởng tín dụng chậm lại cho 2025 chủ yếu vì mức nền cao khi 3 năm gần nhất ghi nhận mức tăng trung bình tương đối cao trên 27%. Chất lượng tài sản sẽ có phần giảm nhẹ, khi tỷ lệ nợ xấu tăng 11bps sv.ck cho năm 2024 lên mức 1.9%, và dần cải thiện trong các kỳ tiếp theo (FY25F: 1.7%), khi thu nhập của ngân hàng ổn định tạo dư địa nhiều hơn cho vấn đề trích lập. NIM ước đạt mức 5.5% cho 2024 và cả 2025, hỗ trợ bởi giả định đóng góp của HDSaison tích cực hơn và tỷ trọng cho vay nhiều hơn trong tổng tài sản. Theo đó tổng thu nhập dự phóng tăng 19.7% CK cho năm 2025 và lợi nhuận tăng 25.8% CK, khi thu nhập ngoài lãi tạo đáy trong năm 2024 và thu nhập lãi thuần tăng trưởng ổn định.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	11,898	13,891	18,012	22,184	31,730	38,027
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	1,882	2,867	3,956	4,230	3,108	3,689
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	5,818	8,070	10,268	13,017	17,668	22,201
LNST (tỷ đồng)	4,249	6,054	7,750	10,071	13,328	16,748
EPS (đồng)	2,691	3,062	3,100	3,500	4,632	5,820
ROE (%)	18.8	21.8	22.2	23.6	25.0	24.2
P/E (x)	9.5	9.4	8.3	6.3	5.4	4.4
P/B (x)	2.0	2.0	1.9	1.5	1.1	0.9
Giá trị sổ sách (đồng)	14,567	14,685	14,780	15,454	20,086	25,906
Tổng tài sản (tỷ đồng)	319,127	374,612	416,273	602,315	673,901	761,484
VCSH (tỷ đồng)	24,704	30,790	38,995	46,400	60,430	78,059

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

LPG dẫn dắt đà tăng

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	96,100
Thị giá (29/11/24)	69,500
Lợi nhuận kỳ vọng	38%

LNST (25F, tỷ đồng)	12,126
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	5.3
P/E (25F, x)	13.4

Vốn hóa (tỷ đồng)	162,816
SL cổ phiếu (triệu)	2,343
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	4.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	1.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	67,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	84,412

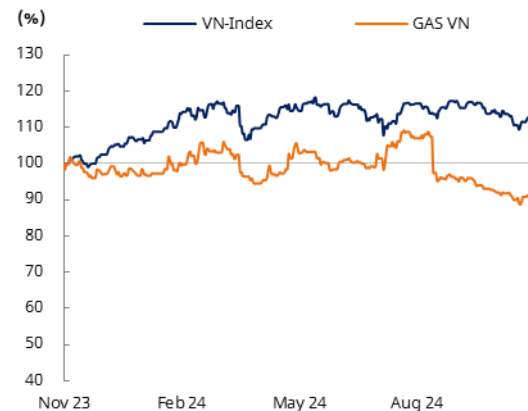
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.6	-11.5	-7.3
Tương đối	-0.3	-10.0	-20.9

Điểm nhấn đầu tư

Dự phóng 2025: Mặc dù phải đối mặt với hạn chế về nguồn cung khí đốt trong nước dẫn đến mức giảm 4.7% CK dự kiến trong 2025, chúng tôi kỳ vọng GAS sẽ duy trì đà tăng trưởng. Doanh thu và LNST kỳ vọng lần lượt đạt 104,661 tỷ đồng (+4.9% CK) và 12,126 tỷ đồng (+5.3% CK) nhờ: 1) Nhu cầu gia tăng từ các nhà máy điện khí NT3&4, với sản lượng LNG dự kiến ở mức 0.7 tỷ m³ trong 2025; 2) Doanh thu LPG dự kiến tăng 4.6% CK.

Duy trì tăng trưởng giữa những thách thức của ngành: Doanh thu lũy kế 9T2024 đạt 78,114 tỷ đồng (+15.9% CK), trong khi lợi nhuận ròng đã thu hẹp mức giảm xuống còn -6% CK, đạt xấp xỉ 8,354 tỷ đồng. Kết quả trên lần lượt hoàn thành 78.3% và 72.6% so với dự phóng cả năm của chúng tôi. Nguyên nhân của sự trái chiều này đến từ:

- Sự đột phá của mảng LPG:** Tỷ trọng đóng góp doanh thu LPG đã tăng lên đáng kể và chiếm hơn 50% trong cơ cấu doanh thu của GAS (các kỳ trước chiếm quanh 40%) nhờ tăng trưởng mạnh từ xuất khẩu và kinh doanh quốc tế. Trong quý 3, sản lượng LPG ghi nhận cao kỷ lục tính theo quý là 0.94 triệu tấn (+22% CK), đưa tổng tiêu thụ 9T2024 lên mức 2.4 triệu tấn (+31% CK), đạt 84% dự phóng của chúng tôi. Cùng với việc giá LPG vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao trong thời gian qua, doanh số LPG ước tính trong 9T2024 đã vượt 11% kết quả cả năm 2023 ~ 42,984 tỷ đồng. Trong tháng 8, GAS đã đưa vào vận hành ba bồn chứa LPG mới với sức chứa bổ sung thêm 6,000 tấn (+10%) vào hệ thống kho chứa LPG Thị Vải (chiếm 50% tổng sức chứa LPG toàn quốc).
- Sự cải thiện dần trong tiêu thụ khí thiên nhiên:** Sự sụt giảm trong sản lượng tiêu thụ khí khô vẫn tiếp tục duy trì khi nhu cầu huy động điện khí từ EVN vẫn ở mức thấp (-17% CK) trong 9T2024, mặc dù nhu cầu tiêu thụ của nhóm khách hàng ngoài điện gia tăng. Tháng 9, GAS bắt đầu cung ứng LNG tại miền Bắc qua công ty con PGD, trong khi CNG cung cấp cho miền Nam. Cả hai công ty con đều ghi nhận nhu cầu gia tăng từ các khách hàng công nghiệp, điều này đã phần nào bù đắp cho sự sụt giảm tiêu thụ khí. Tổng lượng khí tiêu thụ (bao gồm LNG) trong Q3/2024 chỉ giảm nhẹ 1% CK, và đưa mức giảm lũy kế 9T2024 xuống -7.5% CK từ mức -10% trong 6T2024. Theo đó, sản lượng khí tiêu thụ đạt 5.1 tỷ m³ trong 9T2024, tương ứng 79.7% dự phóng của chúng tôi. Ngoài ra, việc giá FO tăng 4% CK, bất chấp giá dầu Brent đang có xu hướng giảm gần đây cũng đã hạn chế phần nào kết quả kinh doanh khí khô khá thất vọng.
- Biên lợi nhuận ròng bị thu hẹp mạnh:** Điều này chủ yếu do: 1) khoản trích lập dự phòng 1,250 tỷ đồng phần lớn liên quan đến nhà máy điện Phú Mỹ 2 và BOT Phú Mỹ 3; và 2) sự thay đổi trong cơ cấu doanh thu, khi mảng LPG có biên lợi nhuận gộp thấp hơn (khoảng 9-10%) cũng như sự sụt giảm và bị thay thế của nguồn cung khí giá rẻ tại Bạch Hổ và Nam Côn Sơn (giai đoạn 1) như đã đề cập ở các báo cáo trước đó.



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
LNR (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	14.1	13.4
P/B (x)	1.5	2.8	3.1	2.7	2.6	2.5
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



Hé mở triển vọng từ quy hoạch

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	50,600
Thị giá (29/11/24)	45,350
Lợi nhuận kỳ vọng	12%

LNST (25F, tỷ đồng)	885
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	16
P/E (25F, x)	13.0

Vốn hóa (tỷ đồng)	9,974
SL cổ phiếu (triệu)	220
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	28.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	11.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	34,825
Cao nhất 52 tuần (VND)	47,900

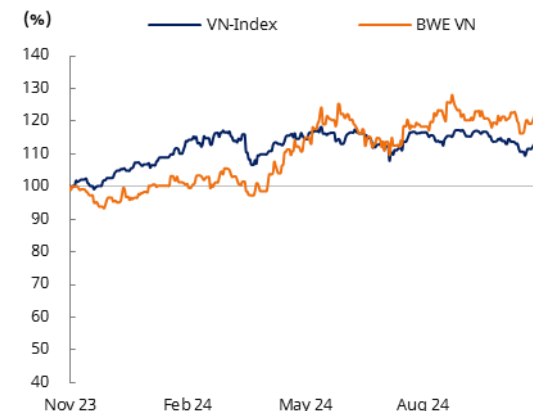
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	0.8	5.5	22.5
Tương đối	2.0	7.0	8.9

Điểm nhấn đầu tư

Áp lực tỷ giá bào mòn lãi ròng: BWE công bố doanh thu Q3/2024 đạt 942 tỷ đồng, tăng 12.2% CK, nhờ mức tiêu thụ nước tại Bình Dương tăng 7.6%, kết quả lợi nhuận ròng tăng nhẹ 7.5% CK, đạt 191 tỷ đồng. Tổng lượng tiêu thụ nước tại Bình Dương đạt 157 triệu m³ (+8.8% CK) trong 9T2024, đóng góp chính bởi sự phục hồi trong tiêu thụ nước công nghiệp. Đơn giá bán nước cho khách hàng sản xuất hiện cao hơn khoảng 30% so với nước dân cư. Tính lũy kế 9T2024, doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt là 2,768 tỷ đồng (+15.4% CK) và 511 tỷ đồng (-3% CK), trong đó sự suy giảm lợi nhuận chủ yếu do lỗ chênh lệch tỷ giá đã ghi nhận trong quý 2. Như đã đề cập trong báo cáo trước, thực tế BWE đã ghi nhận tạm lỗ tỷ giá ròng 73 tỷ đồng trong nửa đầu năm nay, sau sự giảm giá 4.3% của VND so với USD. Chúng tôi cho rằng khoản ghi nhận này có thể được đảo ngược khi tỷ giá ổn định và thấp hơn mức tỷ giá vào ngày 30/06/2024.

Phê duyệt quy hoạch phát triển tỉnh Bình Dương hé mở cơ hội tăng trưởng: Trong tháng 9, tỉnh Bình Dương đã công bố quy hoạch tổng thể cho giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050. Quy hoạch này tập trung vào việc đầu tư, phát triển cơ sở hạ tầng và mở rộng nguồn cung đất, đây là hai yếu tố đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng tiêu thụ nước. Cụ thể, 14 khu công nghiệp mới sẽ được thành lập bổ sung đến năm 2030, mở rộng quỹ đất công nghiệp thêm 63.5%. Theo đó, công suất nước cũng dự kiến sẽ tăng gấp đôi lên 1.9 triệu m³/ngày. BWE và TDM sẽ triển khai bốn nhà máy nước mới, trong khi các cơ sở hiện tại sẽ cải thiện đáng kể công suất khai thác, đặc biệt tại nhà máy nước Bàu Bàng. Đáng chú ý, BWE và TDM hiện đang chiếm vị thế độc quyền trong ngành nước Bình Dương khi kiểm soát toàn bộ chuỗi giá trị từ sản xuất đến phân phối với tổng công suất thiết kế 822,000 m³/ngày. Năm 2023, BWE cũng được phê duyệt để nâng cấp công suất tại các nhà máy nước Dĩ An và Tân Hiệp, lần lượt tăng thêm 60,000 m³/ngày và 150,000 m³/ngày.

Giá nước tại Bình Dương dự kiến được phê duyệt vào cuối năm 2024: BWE đã nộp hồ sơ xin phê duyệt tăng giá nước 5% mỗi năm cho giai đoạn 2025-2028. Tuy nhiên, ban lãnh đạo dự đoán rằng cơ quan chức năng tỉnh Bình Dương có thể phê duyệt mức tăng thấp hơn, khoảng 3%, sau khi hoàn thành đánh giá chi phí sản xuất. Dự kiến việc phê duyệt sẽ được thực hiện vào cuối năm 2024, và khung giá mới sẽ có hiệu lực từ năm 2025.



FY (31/12)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,025	3,119	3,484	3,526	3,776	4,001
LNHĐ (tỷ đồng)	747	845	919	980	1,019	1,131
Biên LNHĐ (%)	24.7	27.1	26.4	27.8	27.0	28.3
EBITDA	1,218	1,503	1,488	1,792	1,833	2,017
LNR (tỷ đồng)	535	749	743	674	757	885
EPS (VND)	2,411	2,854	2,804	2,546	2,960	3,461
ROE (%)	19.1	20.6	17.6	14.4	14.9	16.1
P/E (x)	7.9	9.8	13.4	14.2	15.2	13.0
P/B (x)	1.4	1.8	2.1	2.0	2.0	1.8
Tổng tài sản (tỷ đồng)	8,246	9,074	9,987	12,122	12,819	13,086
VCSH (tỷ đồng)	3,409	3,925	4,538	4,964	5,338	5,824

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Thị trường nước ngoài thúc đẩy tăng trưởng

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



(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	83,100
Thị giá (29/11/24)	64,400
Lợi nhuận kỳ vọng	29%

LNST (25F, tỷ đồng)	10,431
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	12.5
P/E (25F, x)	14.1

Vốn hóa (tỷ đồng)	134,593
SL cổ phiếu (triệu)	2,090
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	51.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	62,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	76,200

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-2.9	-1.5	-4.5
Tương đối	-1.6	0.0	-18.0

Luận điểm đầu tư

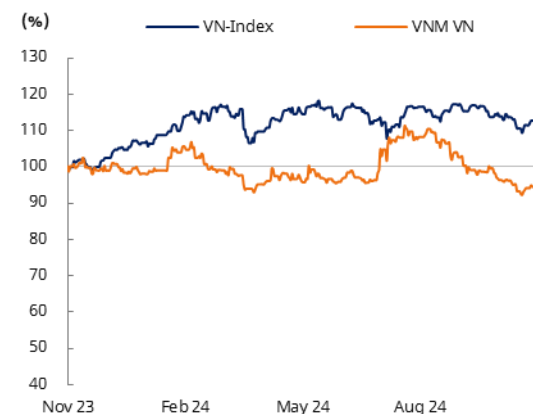
CTCP Sữa Việt Nam (VNM VN) là tập đoàn sữa hàng đầu Việt Nam, có thị phần nội địa lớn nhất ở phân khúc sữa nước và thị phần lớn thứ hai ở phân khúc sữa công thức. VNM hiện vận hành 15 trang trại ở khu vực Đông Dương và là nhà thu mua sữa tươi chính từ nông dân với tổng đàn bò gần 140,000 con. VNM còn có 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. Chúng tôi tin rằng VNM là một khoản đầu tư tiềm năng, với vị thế là tập đoàn thống trị thị trường sữa Việt Nam.

Dự phóng năm 2025: Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, thị trường nước ngoài sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của VNM vào năm 2025 với tốc độ tăng trưởng doanh thu ở mức 15% CK. Trong khi đó, doanh thu trong nước của công ty có thể tăng 2.5% CK chủ yếu nhờ vào việc tăng giá. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu năm 2025 là 66,086 tỷ đồng (+4.7% CK). Chúng tôi duy trì hầu hết các giả định về chi phí với việc chi phí có thể tăng nhẹ vào năm 2025 do lạm phát. Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận hoạt động và NPAT của VNM lần lượt là 12,848.8 tỷ đồng (+12.5% CK) và 10,536 tỷ đồng (+12.5% CK). Ngoài ra, chúng tôi dự báo cổ tức tiền mặt năm 2025 sẽ duy trì ở mức 3,500 đồng/cổ phiếu.

Cập nhật HĐKD: Trong Q3/2024, VNM không duy trì được đà tăng trưởng doanh thu như trong Q2/2024. Doanh thu của công ty giảm nhẹ 0.8% CK, đạt 15,548.7 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu thuần nội địa giảm 2.4% CK, đạt 12,928 tỷ đồng khi sản phẩm sữa nước gặp khó khăn do nhu cầu phục hồi chậm. Trong khi đó, doanh thu thuần từ nước ngoài tăng 9.4% CK lên 2,609 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp Q3 của VNM đạt 6,401.4 tỷ đồng (-2.3% CK) và biên lợi nhuận gộp thu hẹp nhẹ xuống còn 41.2% (Q3 2023: 41.8%). Chi phí quản lý và bán hàng giảm 1.5% CK, ở mức 3,758 tỷ đồng và hoạt động tài chính không có nhiều thay đổi. Lợi nhuận hoạt động và LNST của VNM trong Q3 lần lượt đạt 2,970.7 tỷ đồng (-3.7% CK) và 2,403.2 tỷ đồng (-5.1% CK). Trong 9T 2024, doanh thu và LNST của VNM lần lượt đạt 46,338.8 tỷ đồng (+3.3% CK) và 7,306.1 tỷ đồng (+9.6% CK).

Định giá: Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do thuộc về doanh nghiệp (FCFF), với một số giả định chính: 1) tỷ suất lợi nhuận yêu cầu ở mức 10.4%; và 2) tốc độ tăng trưởng dài hạn sau năm 2034 là 3%. Do đó, chúng tôi duy trì giá mục tiêu cho VNM ở mức 83,100 đồng và khuyến nghị Mua.

Rủi ro chính: 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	15.9	14.1	13.6
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		

* 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.

* 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.

* 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, vĩ mô nói chung.

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
