TRIỂN VỌNG NĂM 2025

Mở đầu chu kỳ tăng trưởng mới

Công ty cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Trung tâm phân tích research@miraeasset.com.vn

XEM PHỤ LỤC 1 Ở CUỐI BÁO CÁO VỀ CÁC TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM.

MIRAE ASSET Securities

Phần I

Vĩ mô và Chiến lược

NỘI DUNG

Thị trường chứng khoán: Tích lũy tại mức định giá hấp dẫn

- Chu kỳ thị trường: VN-Index vẫn trong xu hướng tăng
- Định giá hấp dẫn: P/E thấp và triển vọng tăng trưởng EPS
- Khó khăn của 2024 sẽ được giải quyết trong năm 2025

Chính sách tiền tệ: Hỗ trợ cho sự tăng trưởng

- Chính sách tiền tệ theo hướng hỗ trợ cho sự tăng trưởng
- Kỳ vọng lãi suất ổn định và tăng trưởng tín dụng cao
- Rủi ro chính: Mức mất giá tiền VND so với USD

Vĩ mô: Mở đầu chu kỳ tăng trưởng mới

- Triển vọng tích cực đến năm 2030
- Các động lực tăng trưởng để đạt mục tiêu tăng trưởng năm 2025

Nỗ lực phát triển thị trường chứng khoán của Chính phủ

- Chính phủ nỗ lực cho mục tiêu nâng hạng năm 2025
- Định giá tương đối: Tiềm năng thu hút dòng vốn ngoại trong 2025
- Các công ty chứng khoán đã có sự chuẩn bị trước

[Tóm tắt] Vĩ mô và chiến lược

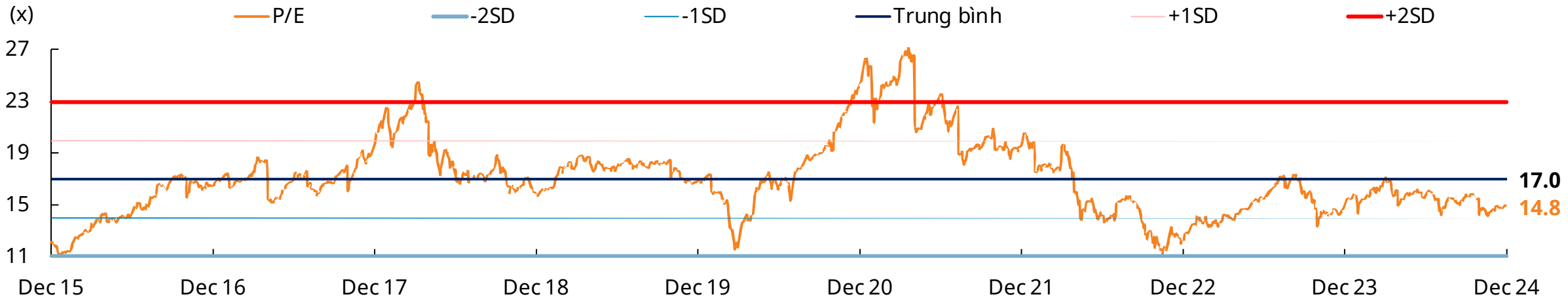
- Thị trường chứng khoán Việt Nam đang trong giai đoạn thích hợp để tích lũy các khoản đầu tư ở mức định giá hấp dẫn. Phân tích chu kỳ thị trường gợi ý rằng chu kỳ tăng giá của thị trường chứng khoán sẽ còn tiếp tục. Mức định giá hấp dẫn của thị trường được xác định dựa trên 2 yếu tố là mức định giá P/E thấp so với mức trung bình lịch sử và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp niêm yết. Đáng chú ý, những khó khăn thị trường đã phải đối mặt trong năm 2024 sẽ được giải quyết trong năm 2025.
- Chính sách tiền tệ được kỳ vọng vẫn theo hướng linh hoạt, hỗ trợ đạt được mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Theo đó, tín dụng được duy trì mức tăng trưởng cao, trong khi Ngân hàng Nhà nước vẫn nỗ lực để duy trì môi trường lãi suất ổn định. Tuy nhiên, rủi ro chính đối với kỳ vọng này là áp lực mất giá của tiền đồng so với USD.
- Xét về bối cảnh kinh tế, Chính phủ đặt ra mục tiêu đầy tham vọng là duy trì mức tăng trưởng kinh tế cao cho giai đoạn 2025–2030. mở ra một chu kỳ tăng trưởng mới. Các động lực tăng trưởng chính năm 2025 bao gồm đẩy mạnh giải ngân đầu tư cơ sở hạ tầng, thu hút FDI và tăng trưởng tiêu dùng tăng tốc.
- Chính phủ đang tích cực đưa ra các mục tiêu và giải pháp để phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam, nâng cao vị thế quốc tế của Việt Nam trong thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp. Bên cạnh đó, chúng tôi thấy rằng các công ty chứng khoán đã chủ động tăng vốn chủ sở hữu trong năm 2024 để đảm bảo sự sẵn sàng của họ trong việc đáp ứng nhu cầu cho vay ký quỹ sắp tới.

Chu kỳ thị trường: VN-Index vẫn trong xu hướng tăng

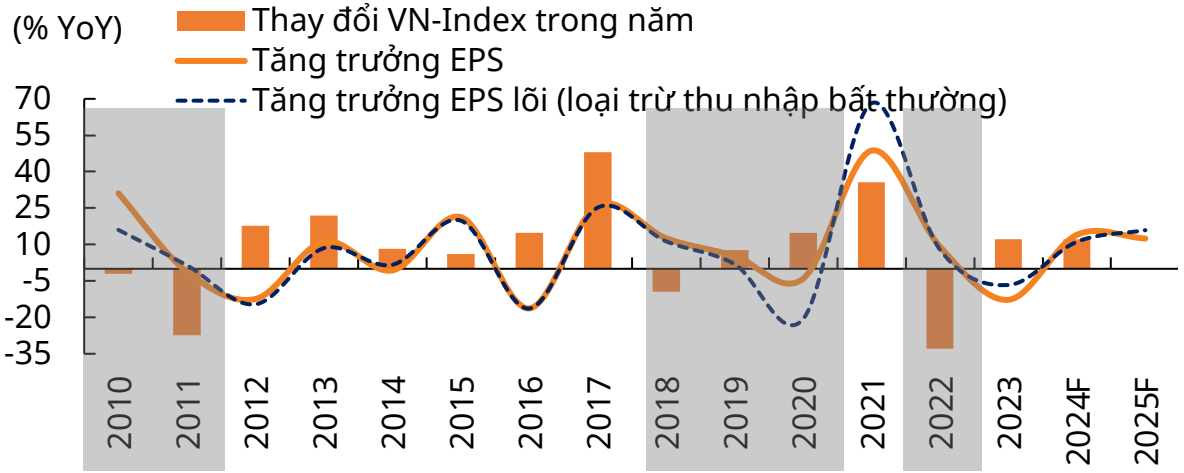
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam. Dữ liệu Bloomberg, cập nhật đến ngày 31/12/2024.

Định giá hấp dẫn: P/E thấp và triển vọng tăng trưởng EPS

VN-Index đang giao dịch ở mức P/E là 14,8 lần. Vùng P/E hợp lý trong giai đoạn thị trường bình thường là từ 14 đến 17 lần.



Chu kỳ lợi nhuận: Kỳ vọng EPS tiếp tục tăng trưởng



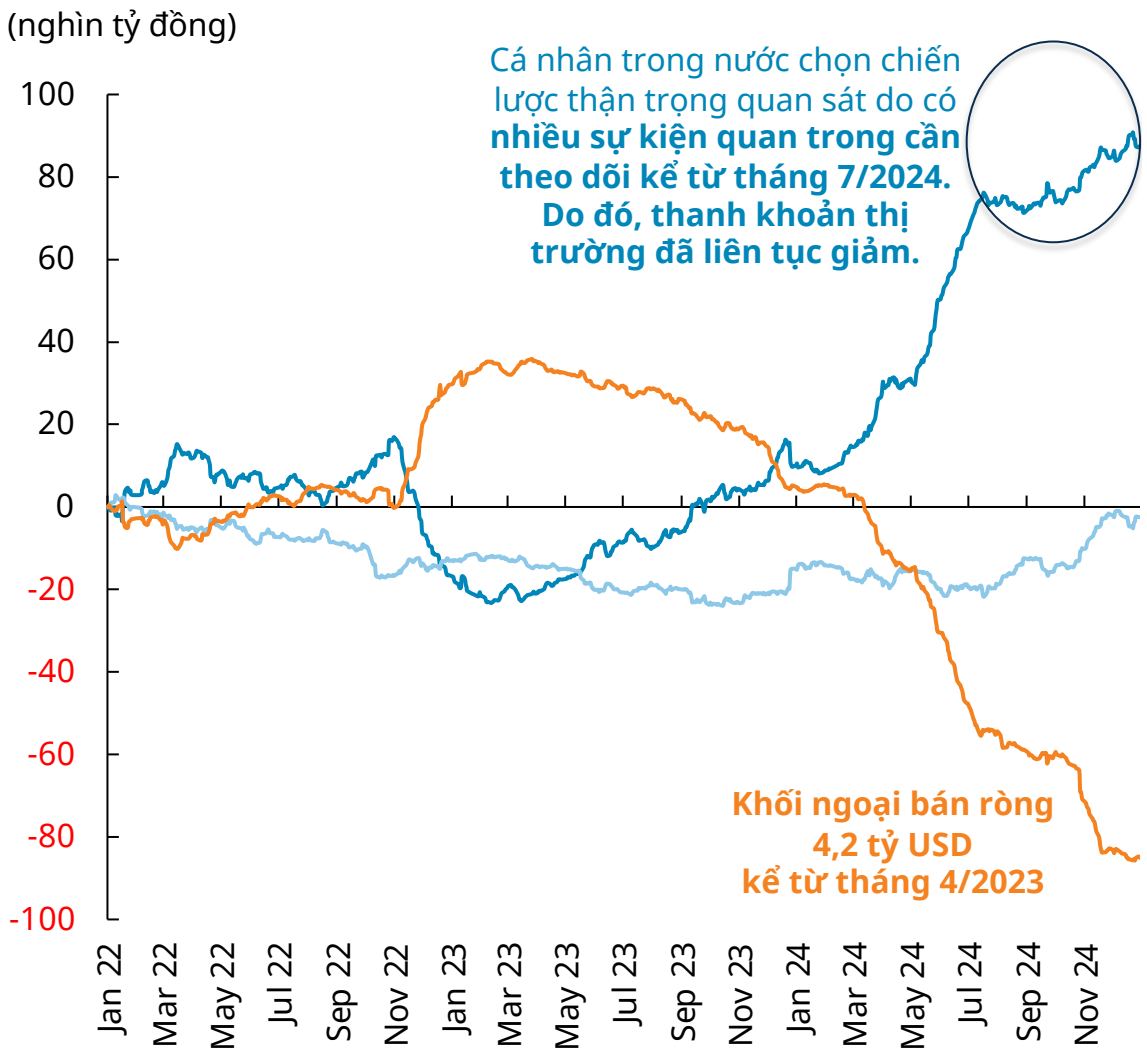
VN-Index năm 2025: Phân tích kịch bản cho thấy tiềm năng

Tăng trưởng EPS năm 2025	P/E: Bi quan 11x	Bình thường 14x	Bình thường 17x	Lạc quan 20x	Lạc quan 23x
13%	1,064	**1,351**	1,637	1,924	2,211
14%	1,073	**1,362**	1,652	1,941	2,231
15%	1,082	**1,374**	1,666	1,958	2,251
16%	1,092	**1,386**	1,681	1,976	2,270
17%	1,101	**1,398**	1,695	1,993	2,290
18%	1,111	**1,410**	1,710	2,010	2,309

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam. Dữ liệu Bloomberg, cập nhật đến ngày 31/12/2024.

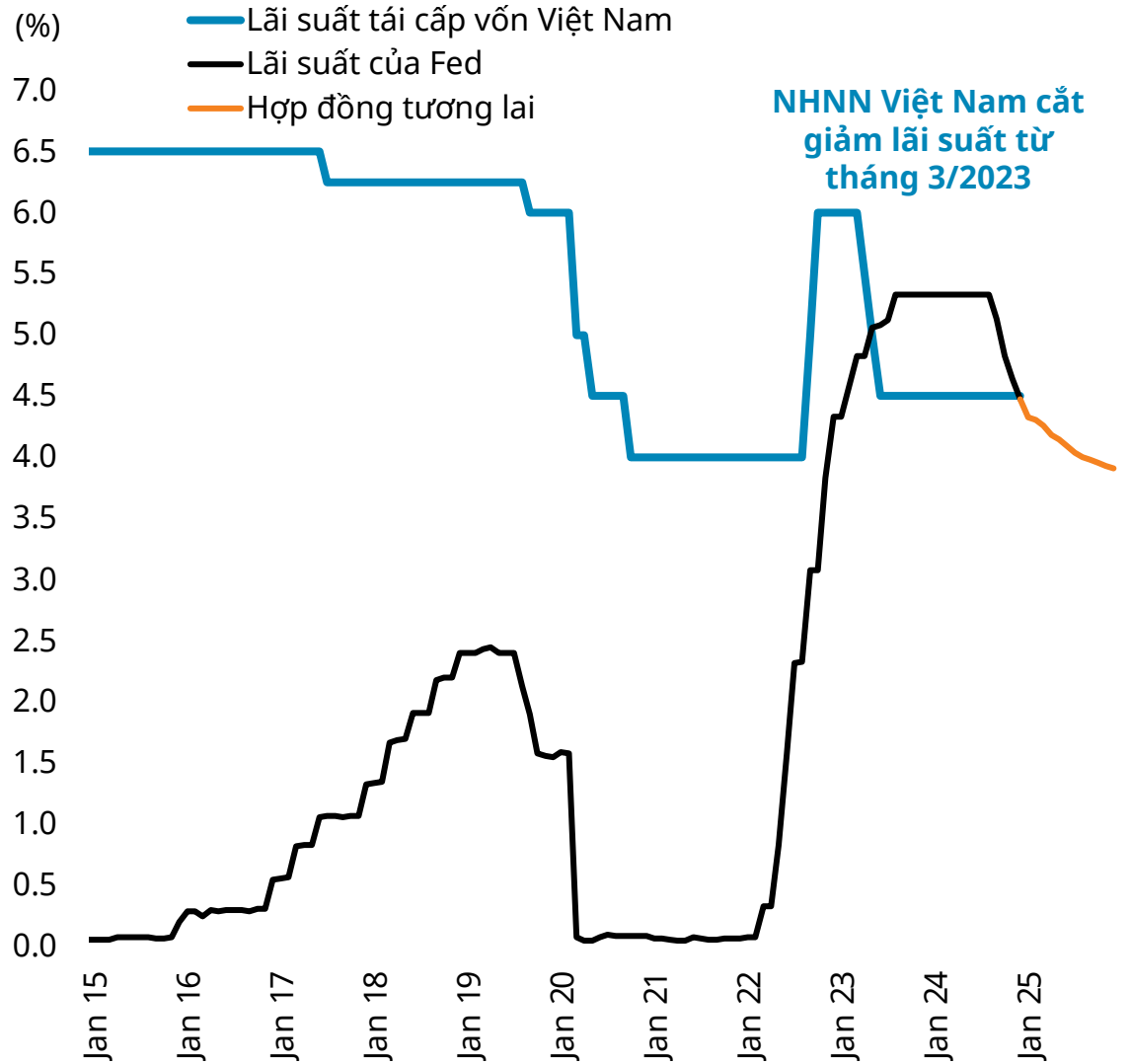
Khó khăn của 2024 sẽ được giải quyết trong năm 2025

Thống kê mức mua/bán ròng luỹ kế theo nhà đầu tư từ 2022



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam. Dữ liệu Bloomberg, cập nhật đến ngày 31/12/2024.

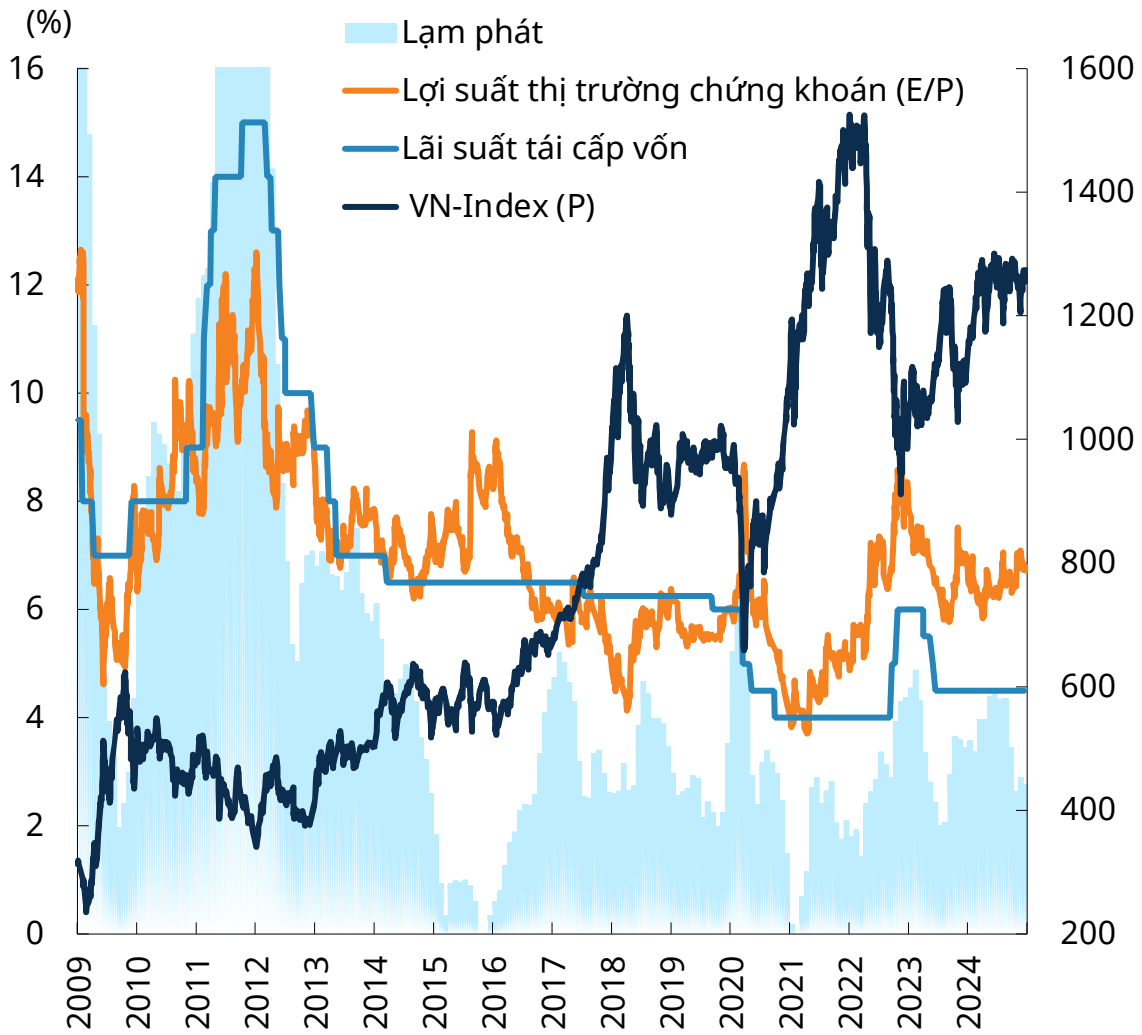
Áp lực sẽ được giảm bớt khi Fed cắt giảm lãi suất thêm nữa



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam. Dữ liệu Bloomberg, cập nhật đến ngày 31/12/2024.

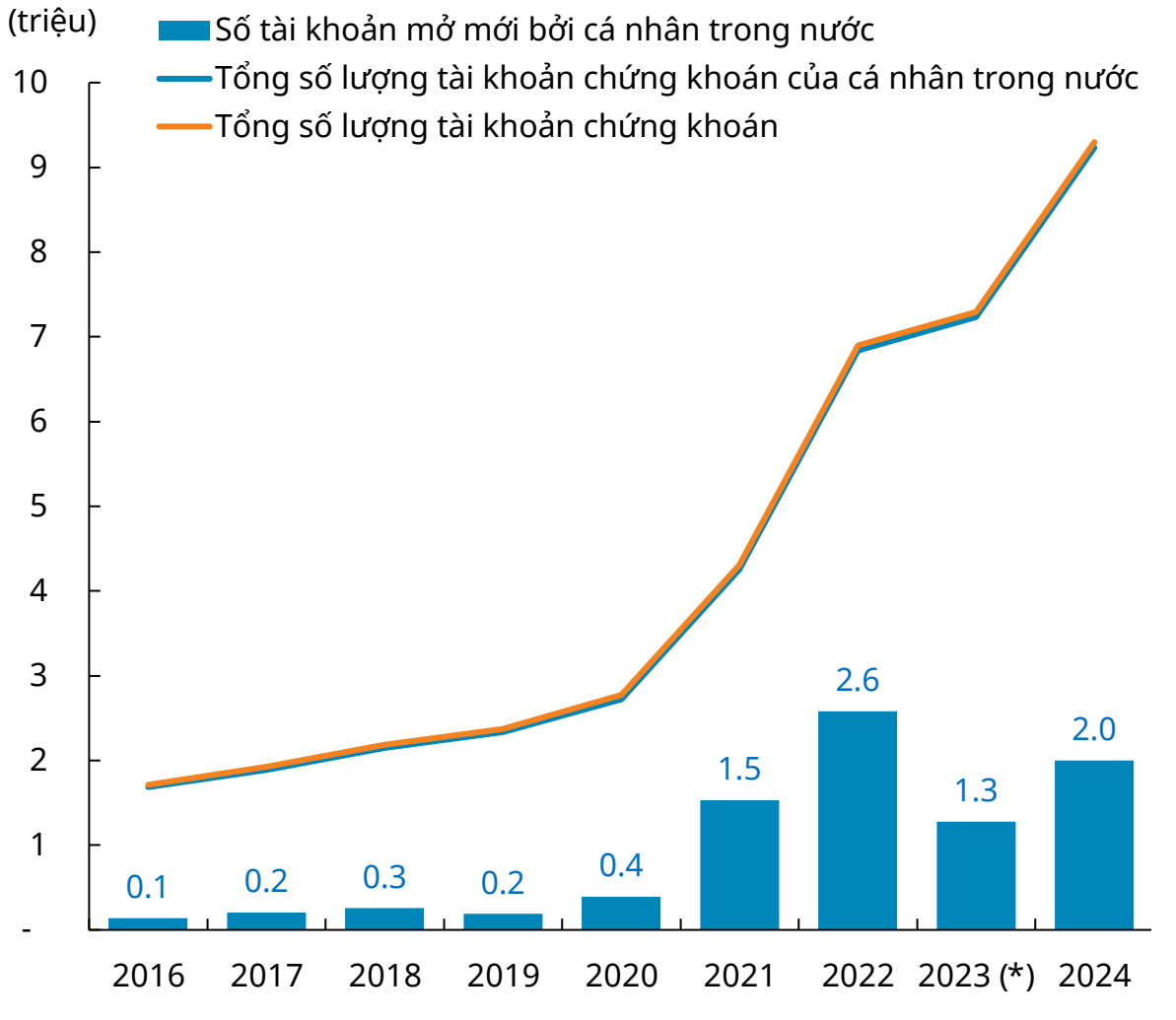
Chính sách tiền tệ theo hướng hỗ trợ cho sự tăng trưởng

Thị trường chứng khoán mang lại mức lợi suất hấp dẫn



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam. Dữ liệu Bloomberg, cập nhật đến ngày 31/12/2024.

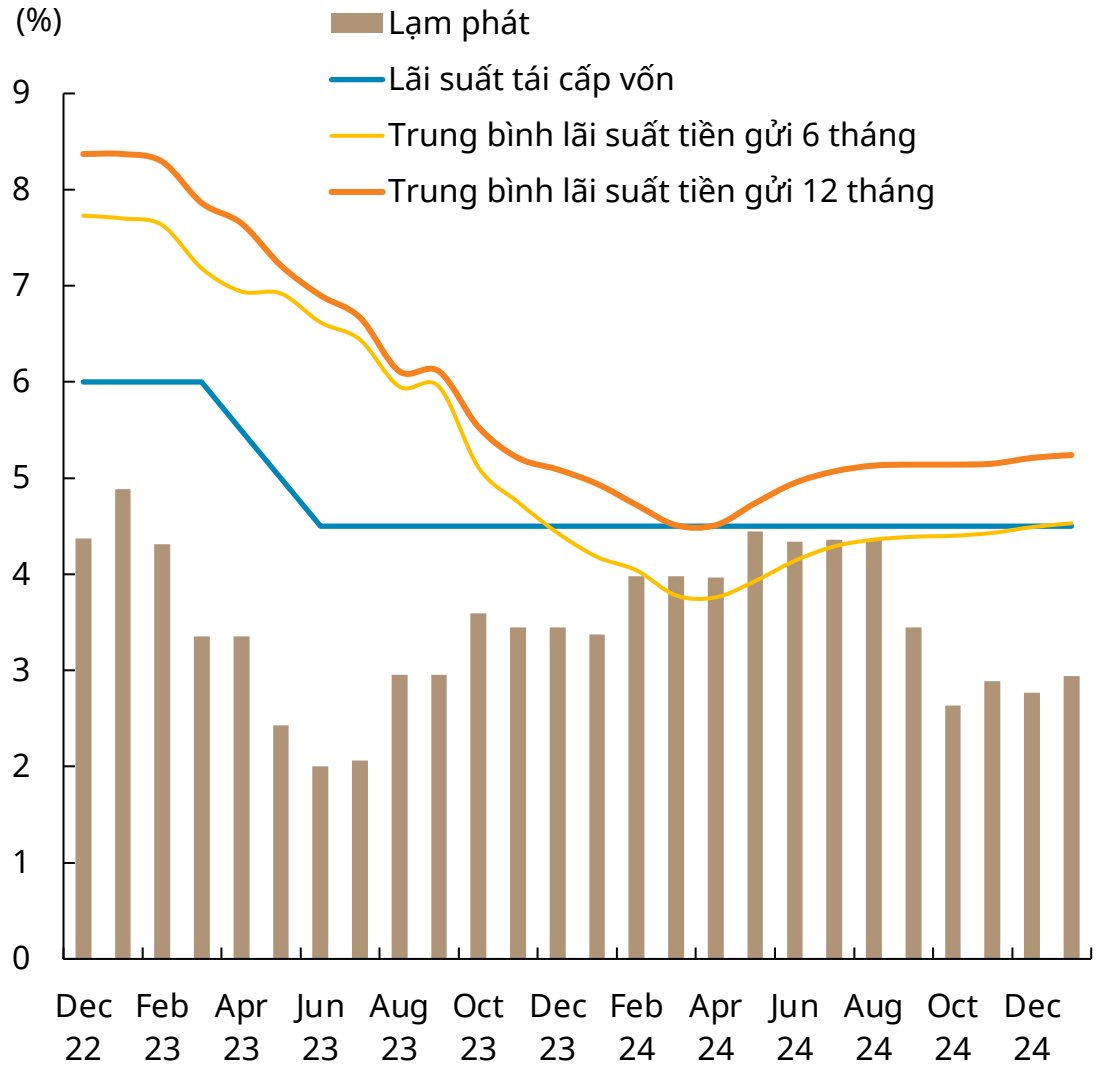
Cá nhân trong nước: Tài khoản chứng khoán mở mới tăng vọt



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam. Dữ liệu VSD.
(*) Trong năm 2023, có 886.779 tài khoản chứng khoán của cá nhân trong nước bị xoá do không hợp lệ.

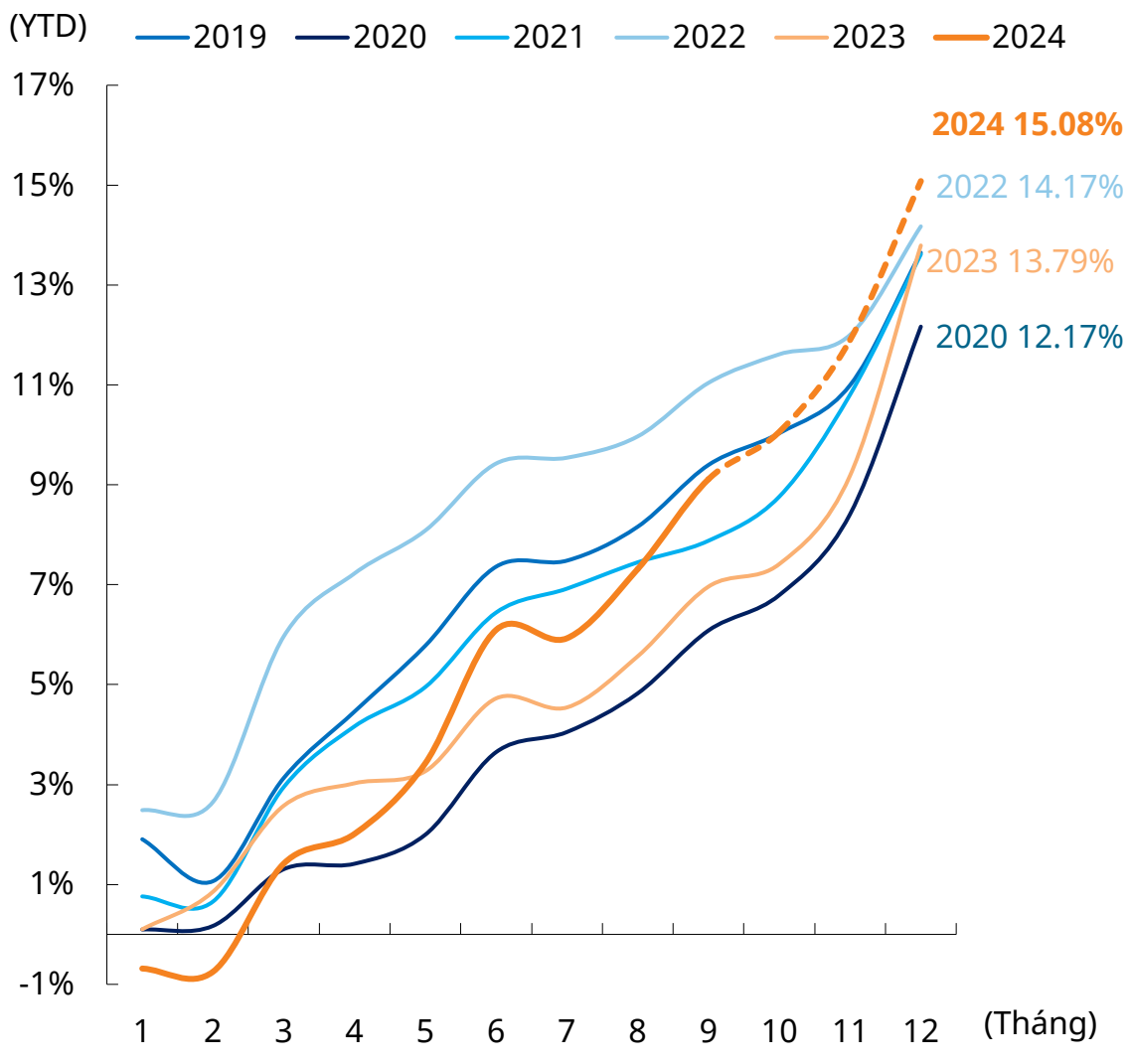
Kỳ vọng lãi suất ổn định và tăng trưởng tín dụng cao

Kỳ vọng lãi suất ổn định trong 2025 nhờ nỗ lực từ phía NHNN



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ NHNN, GSO và các ngân hàng thương mại Việt Nam.

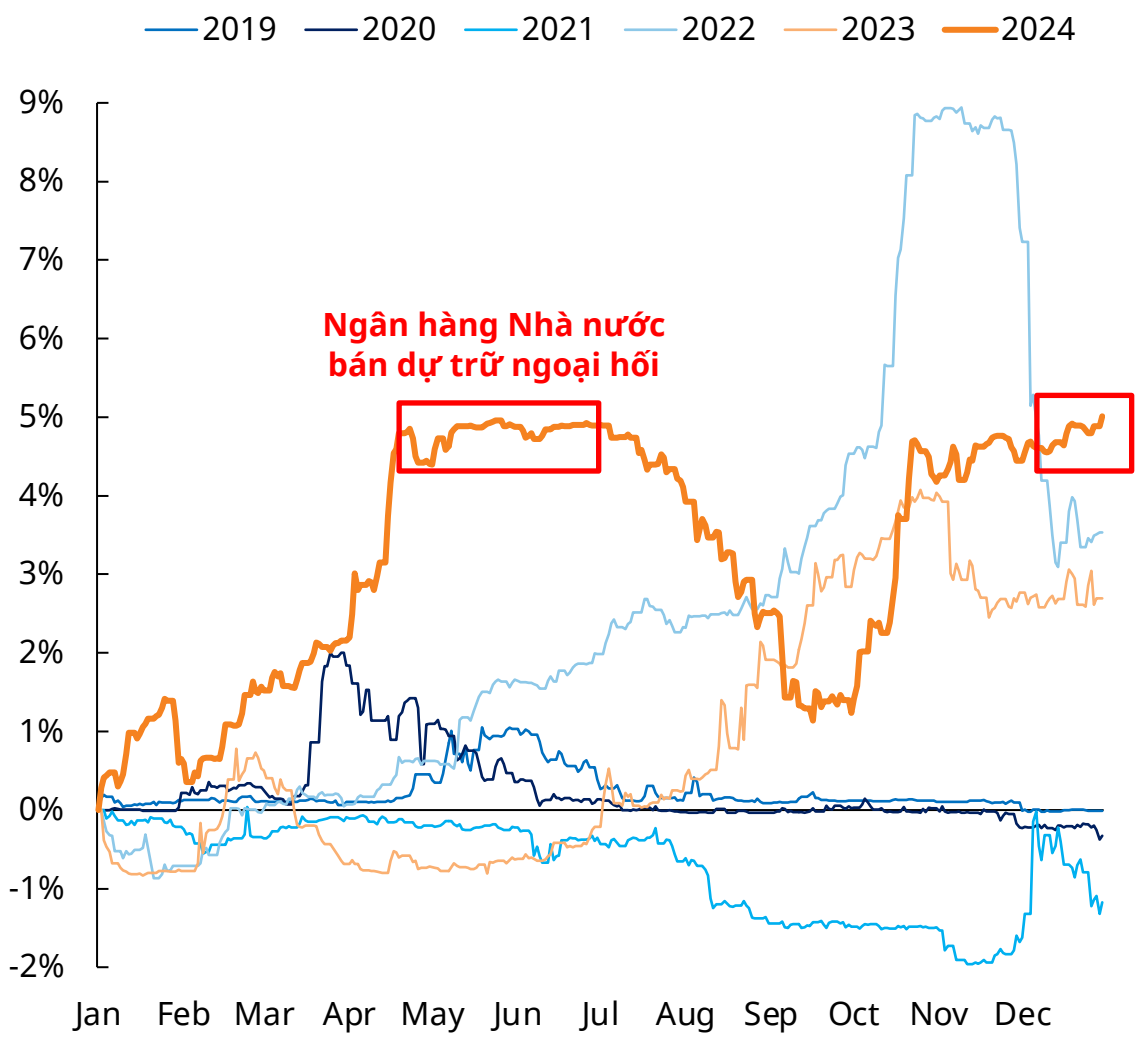
Mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2025 cao: 16% YoY



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ Ngân hàng Nhà nước (NHNN)

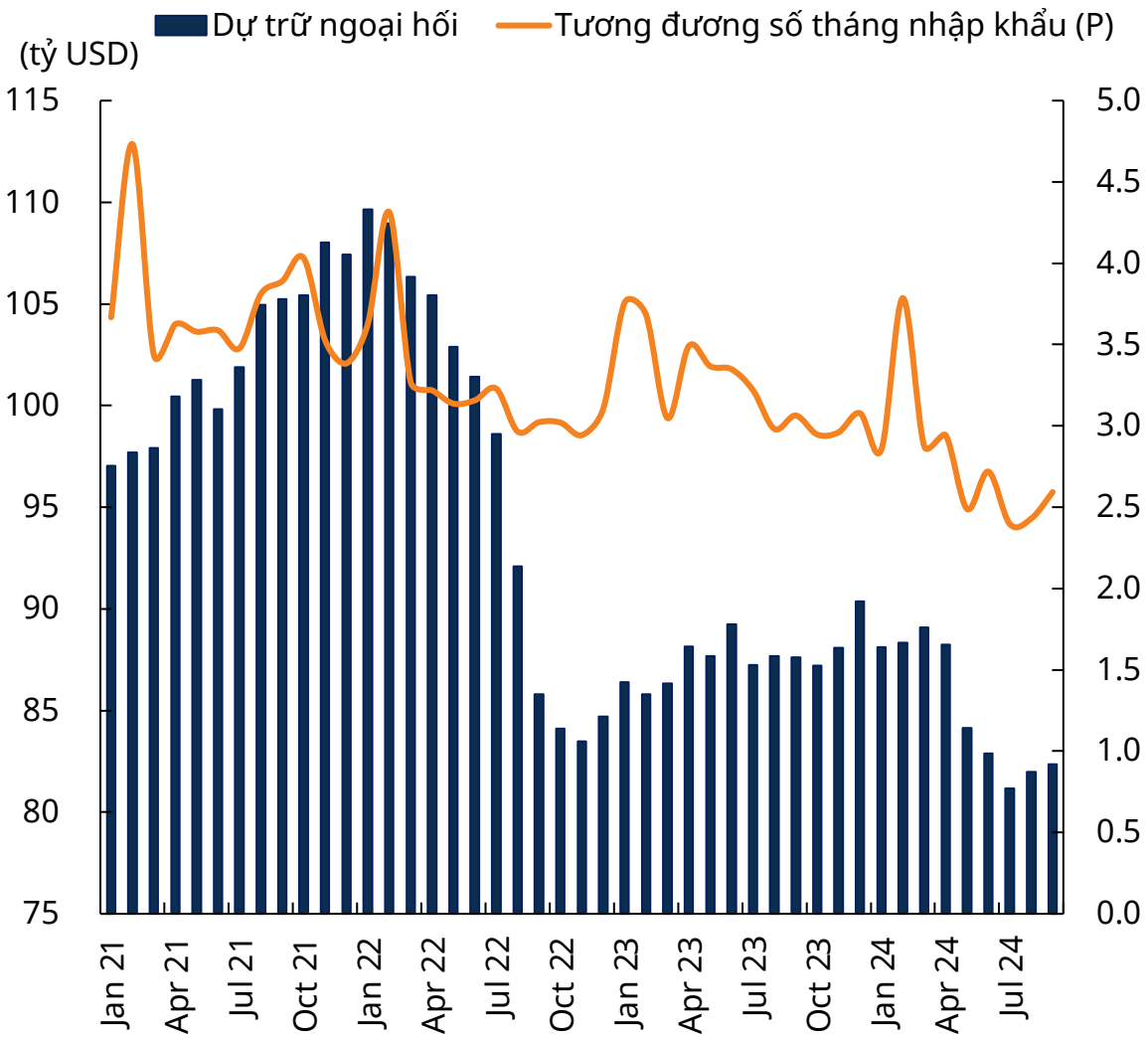
Rủi ro chính: Mức mất giá tiền đồng so với USD

Áp lực mất giá tiền đồng so với USD



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ Bloomberg. Dữ liệu cập nhật đến 31/12/2024.

Rủi ro có thể đến từ mức dự trữ ngoại hối thấp



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ Bloomberg và CEIC. Dữ liệu cập nhật đến tháng 9/2024.

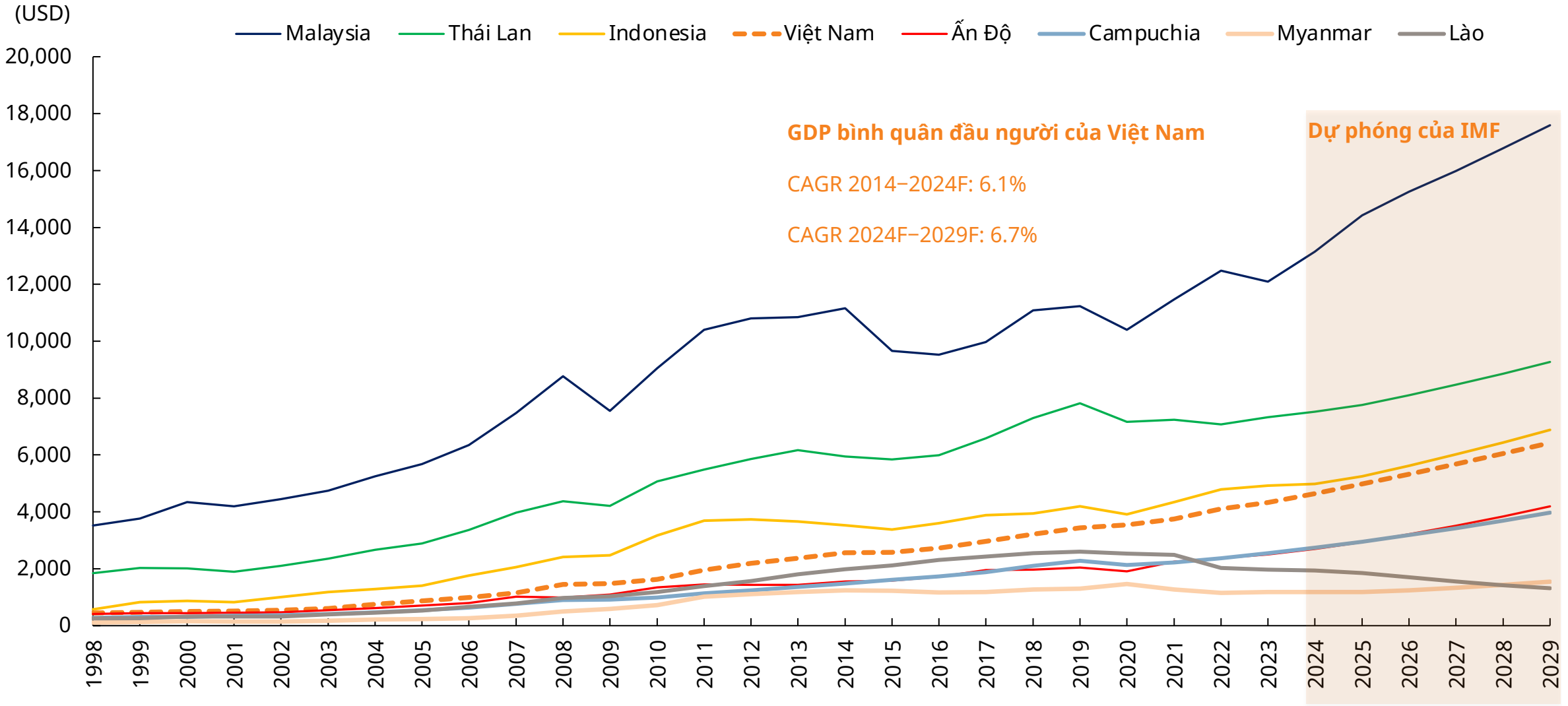
Các mục tiêu tăng trưởng đầy tham vọng cho 2025–2030

Tăng trưởng GDP bình quân	Kinh tế số (% of GDP)	Tốc độ tăng năng suất lao động bình quân	Tỷ lệ đô thị hoá	GDP bình quân đầu người	Các Luật mới
2024: 7,09%	2024: 18%	2024: 5,9%	2024: 39%	Ước tính 2024: US$4.700 (+8,7% YoY)	Tổ chức tín dụng (hiệu lực từ 7/2024)
KH 2025: **6,5–7%** (phấn đấu 8%)	KH 2021–2025: **19–20%**	KH 2025: **5,3–5,4%**	KH 2025: **45%**	KH2025: **US$4.900** (+4,3% YoY)	Đất đai; Nhà ở; Kinh doanh bất động sản (hiệu lực từ 8/2024)
KH 2026–2030: **7,5–8,5%**	KH 2026–2030: **25–30%**	KH 2026–2030: **6,5–7,5%**	KH 2030: **50%**	KH 2030: **US$7.400–7.600**	Kỳ họp Quốc hội thứ 8 (2024): thông qua 18 luật và 21 nghị quyết

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ Tổng cục thống kê và Kế hoạch của Quốc hội

IMF dự báo GDP/ đầu người của Việt Nam tăng tốc

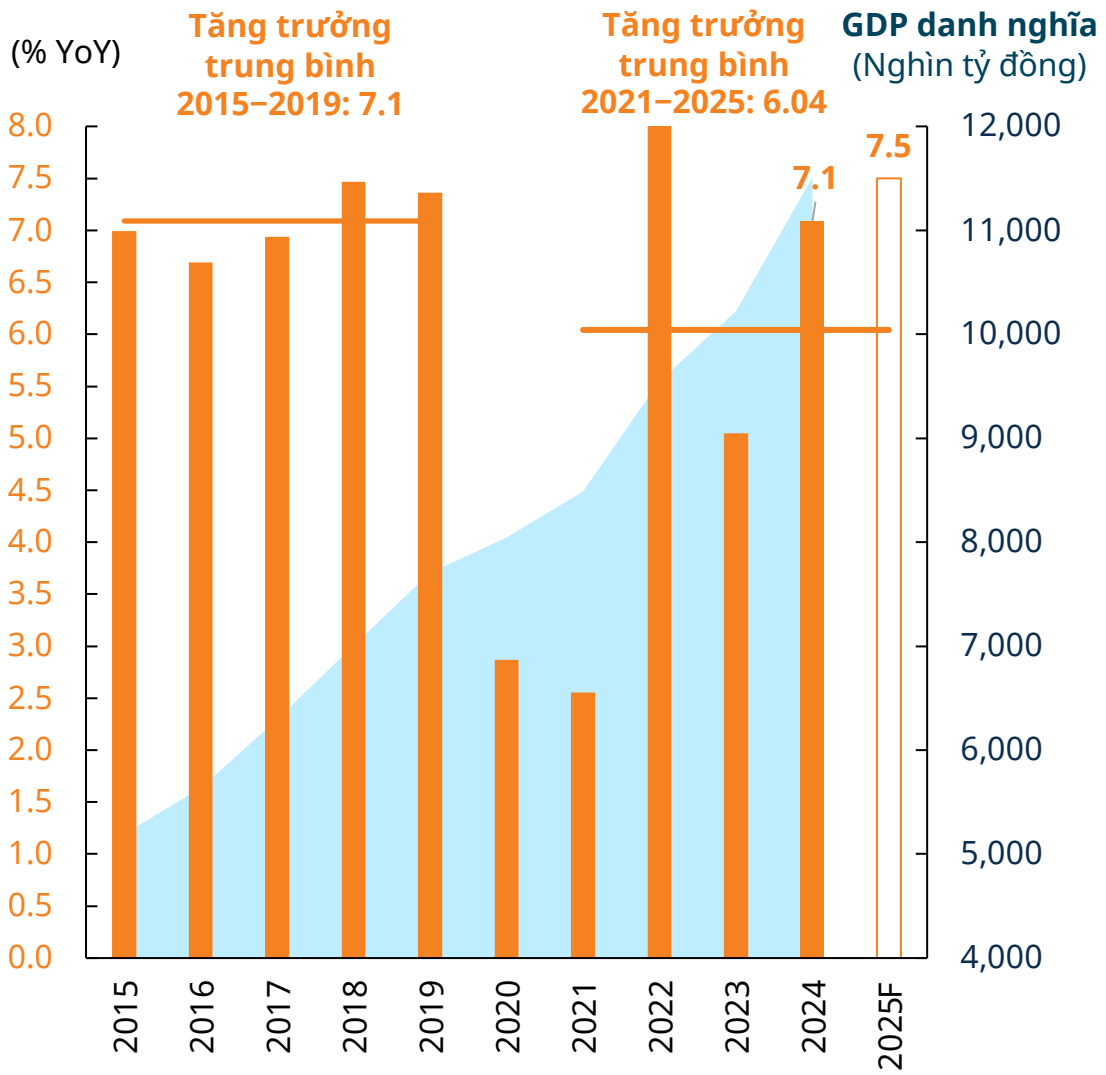
GDP bình quân đầu người của Việt Nam dự kiến tăng 6,7% mỗi năm giai đoạn 2025–2029 (so với CAGR 2014–2024F: 6,1% pa)



Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới cập nhật tháng 10/2024.

Động lực tăng trưởng để đạt mục tiêu tăng trưởng 2025

Tăng trưởng GDP Việt Nam: Duy trì ở mức cao



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam; tổng hợp từ Tổng cục thống kê

Động lực tăng trưởng kinh tế 2025

Tăng trưởng GDP mục tiêu: 6,5–7%
(phấn đấu 8%)

Các **Luật** quan trọng đã được sửa đổi và thông qua cuối 2024

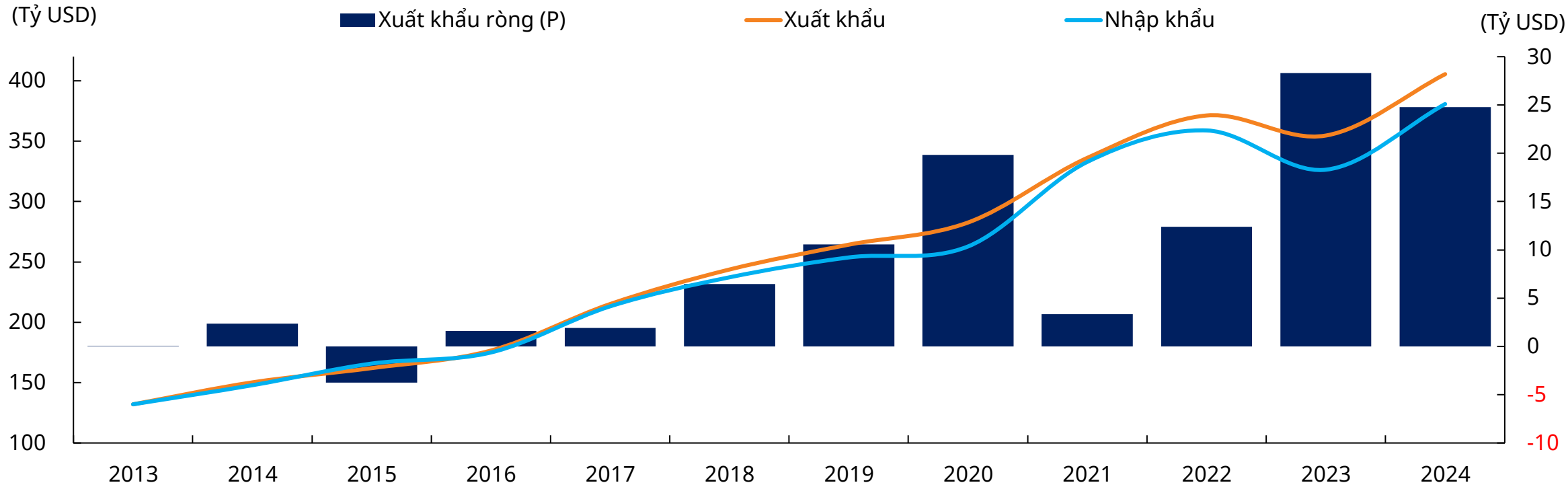
Đẩy mạnh giải ngân **đầu tư công** và **tín dụng**

Tăng trưởng tiêu dùng tăng tốc

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Xuất khẩu: Động lực tăng trưởng quan trọng trong 2024

Xuất khẩu tăng trưởng hai chữ số (tăng 14,3% so với cùng kỳ năm trước), với thặng dư thương mại là 24,8 tỷ USD.



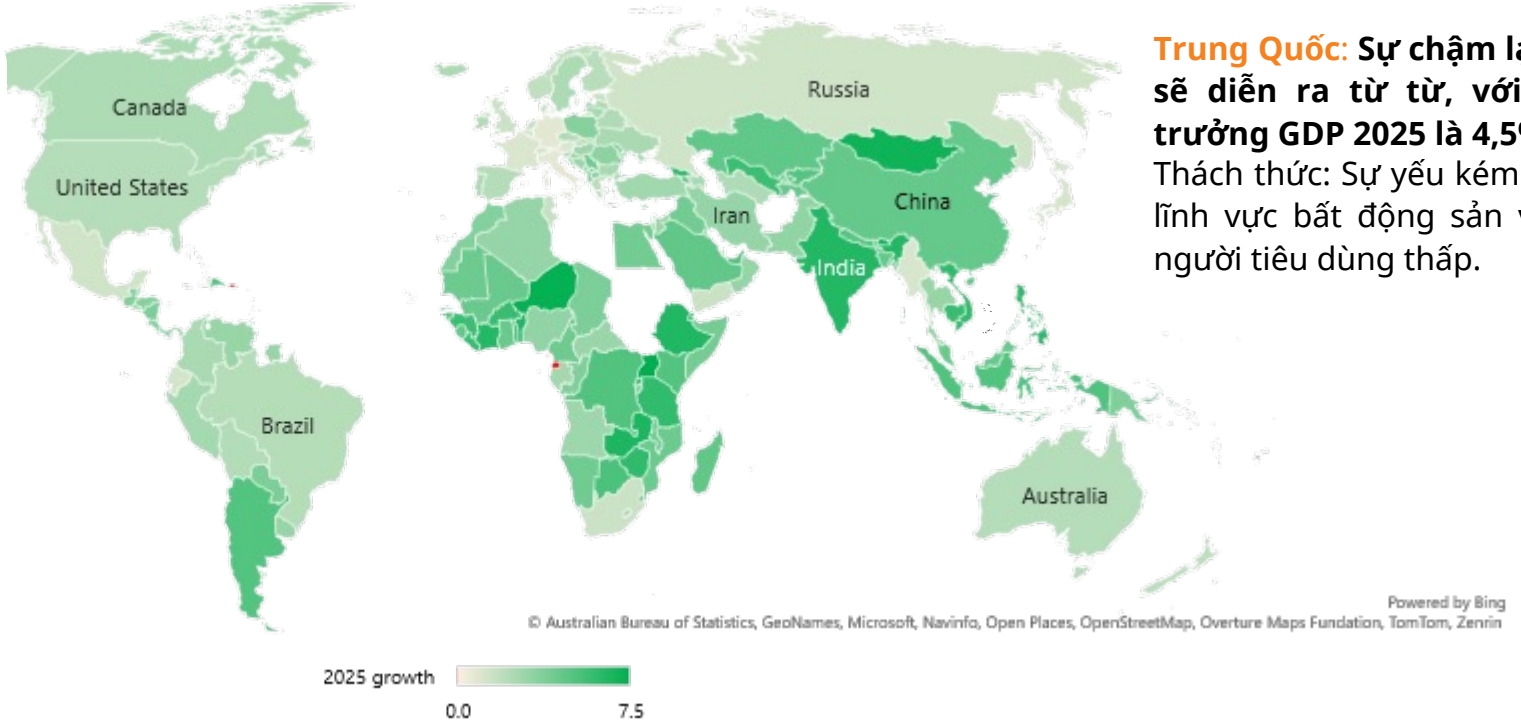
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam; tổng hợp từ Tổng cục hải quan và Tổng cục thống kê

Xuất khẩu 2025 kỳ vọng tăng trưởng ở mức vừa phải

Quan điểm của IMF về triển vọng kinh tế của Mỹ, Trung Quốc, Khu vực đồng Euro

Khu vực đồng Euro: **Năm 2025, tăng trưởng kỳ vọng tốt hơn ở mức +1,2%**, trong bối cảnh nới lỏng chính sách tiền tệ.
Thách thức: sản xuất yếu, đặc biệt là ở Đức và Ý.

Mỹ: **GDP năm 2025 dự báo sẽ chậm lại xuống mức +2,2%** khi chính sách tài khóa dần được thắt chặt và thị trường lao động hạ nhiệt.



Trung Quốc: **Sự chậm lại được dự báo sẽ diễn ra từ từ, với dự báo tăng trưởng GDP 2025 là 4,5%.**
Thách thức: Sự yếu kém dai dẳng trong lĩnh vực bất động sản và lòng tin của người tiêu dùng thấp.

Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới cập nhật tháng 10/2024

Triển vọng xuất khẩu: Đối mặt với nhiều biến số

Chính sách thuế quan của Mỹ

2018

- Thuế quan 25% đối với thép và 10% đối với nhôm;
- Công bố thuế quan lên tới 60 tỷ USD đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc;
- Thuế quan 10% đối với 200 tỷ USD đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc.

2019

- Tăng thuế đối với hơn 200 tỷ USD hàng nhập khẩu từ Trung Quốc từ 10% lên 25%;
- Công bố mức thuế 10% đối với thêm 300 tỷ USD hàng hóa Trung Quốc, nhưng sau đó đã đưa ra các điều chỉnh lịch trình và một số miễn trừ.

2020

- **Mỹ và Trung Quốc ký thỏa thuận thương mại giai đoạn 1**;
- Mở rộng phạm vi áp thuế nhôm và thép thứ cấp (sản phẩm được làm từ nhôm và thép);
- Giảm thuế 200 tỷ USD đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc.

2021–2024 Tổng thống Biden

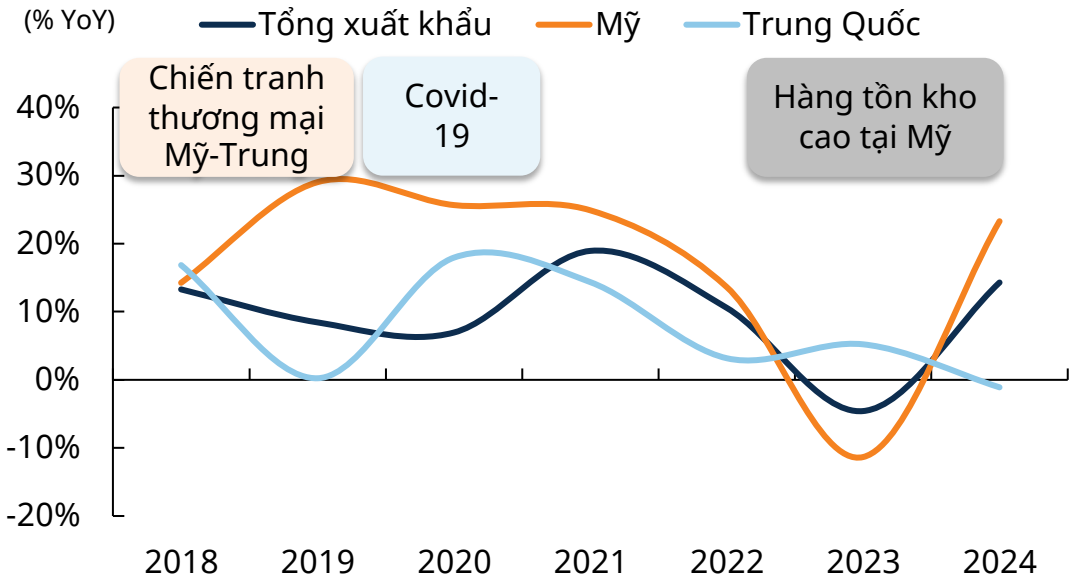
- Thay thế một số mức thuế thép và nhôm bằng hệ thống hạn ngạch thuế quan;
- Hàng hóa Trung Quốc: Mức thuế từ 25-100% đối với chất bán dẫn, sản phẩm thép và nhôm, xe điện, pin...

2025–2028 Tổng thống Trump

- **Các tuyên bố của Trump về thuế quan:**
  - Tăng thêm 10% thuế quan đối với hàng hóa Trung Quốc;
  - Mexico và Canada : 25%
  - Các quốc gia khác: 10-20%

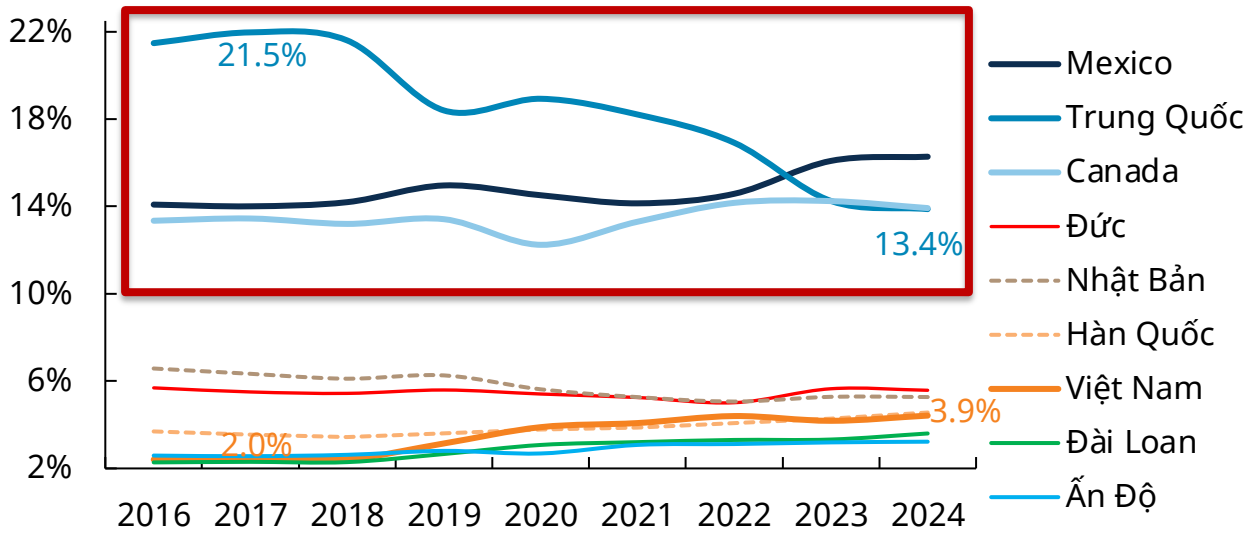
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

Xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ và Trung Quốc



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam; tổng hợp từ Tổng cục hải quan và Tổng cục thống kê

Nhập khẩu của Mỹ theo nước: Thay đổi tỷ trọng kể từ Trump 1.0



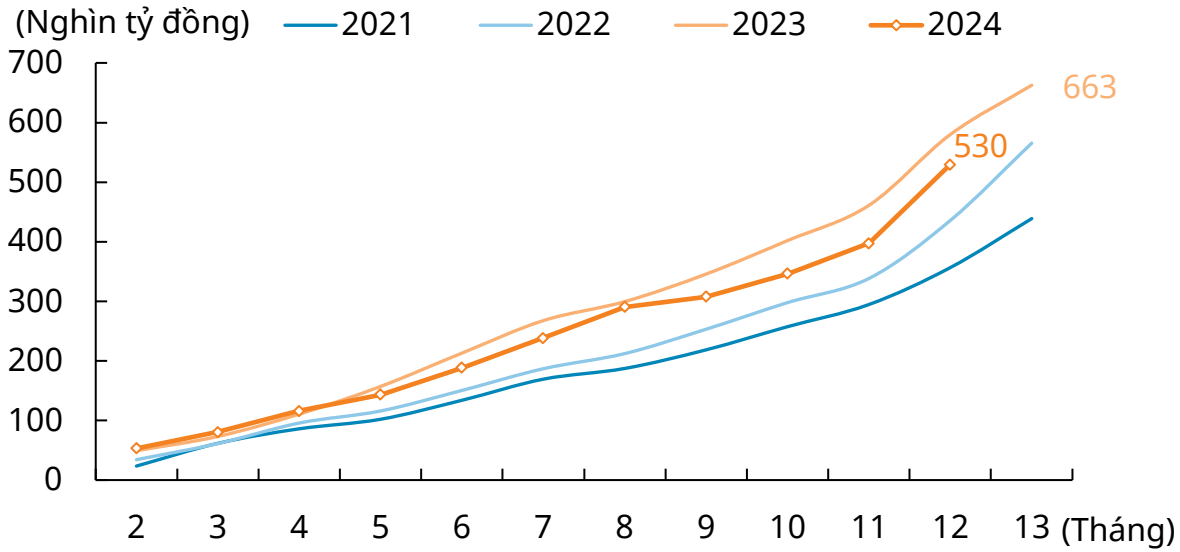
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam; tổng hợp từ Bureau of Economic Analysis, dữ liệu cập nhật đến cuối tháng 6/2024

Tăng tốc đầu tư cơ sở hạ tầng

□ Chính phủ đặt mục tiêu cao cho đầu tư công vào năm 2025:

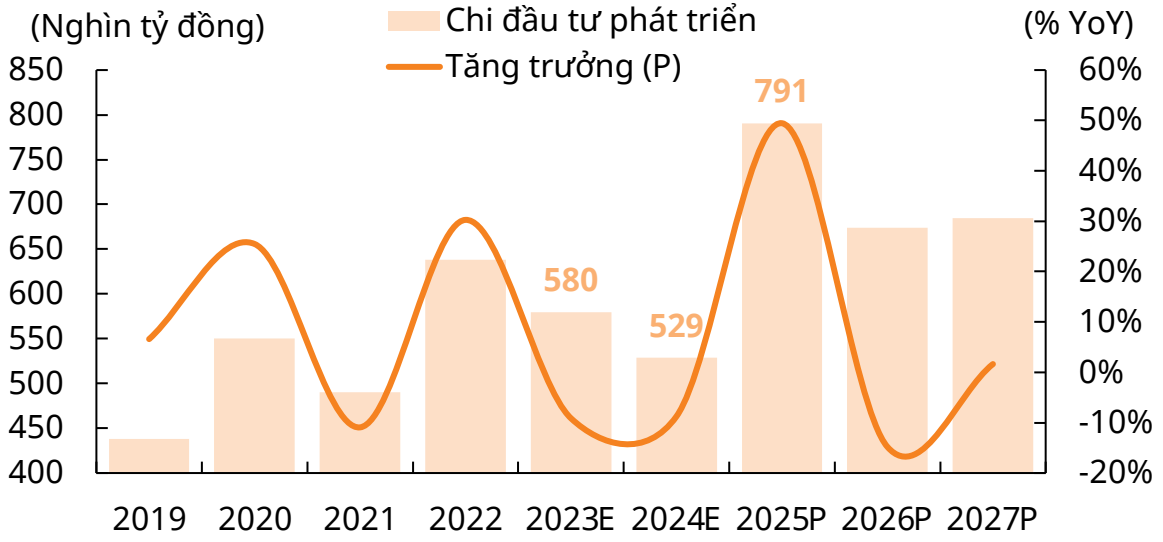
- ○ **Nợ công thấp** (37%, so với mức trần 60% GDP) + **Tinh gọn bộ máy của Chính phủ**
- ○ **Sửa đổi Luật Đầu tư công**: Giải quyết vấn đề giải ngân chậm
- ○ **Phát triển cơ sở hạ tầng toàn diện đến năm 2030:**
  - Đường bộ: 35 tỷ USD; Sân bay: 16,5 tỷ USD; Cảng biển: 13 tỷ USD; Đường sắt: 10 tỷ USD
  - Dự án lớn nhất từ trước đến nay được phê duyệt: Đường sắt cao tốc Bắc-Nam (1541km; 67 tỷ USD; 2027−2035)

Giải ngân đầu tư công đến tháng 12/2024: 77,6% kế hoạch



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ MoF

Kế hoạch chi đầu tư phát triển

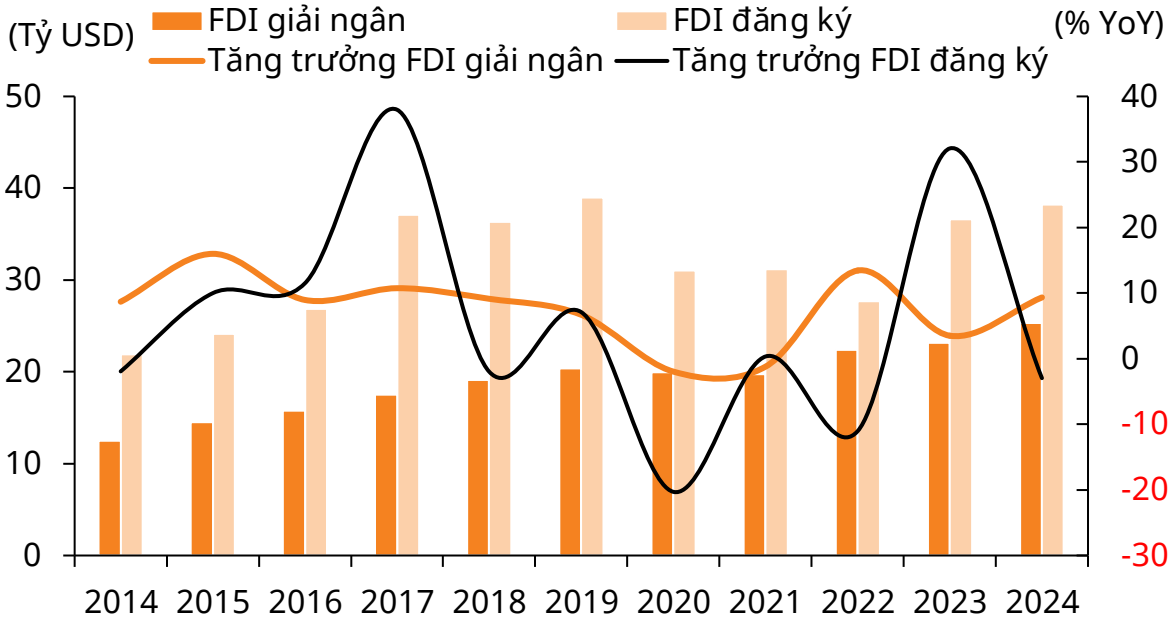


Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ MoF và GSO

Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI

- **Chiến lược Trung Quốc + 1** tạo cơ hội cho các nước láng giềng:
  - **Chủ nghĩa bảo hộ thương mại** của Mỹ đối với Trung Quốc gia tăng, đặc biệt thời Trump 2.0
  - **Ưu đãi đầu tư đặc biệt từ Việt Nam** nhằm nắm bắt cơ hội
  - **Việt Nam thiết lập quan hệ Đối tác chiến lược toàn diện với Mỹ vào tháng 9/2023**
    - **Quan hệ đối tác chiến lược toàn diện: Trung Quốc**, Nga, Ấn Độ, **Hàn Quốc, Hoa Kỳ, Nhật Bản**, Úc, Pháp, Malaysia

Dòng vốn FDI ổn định



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Các dự án FDI lớn trong 2024

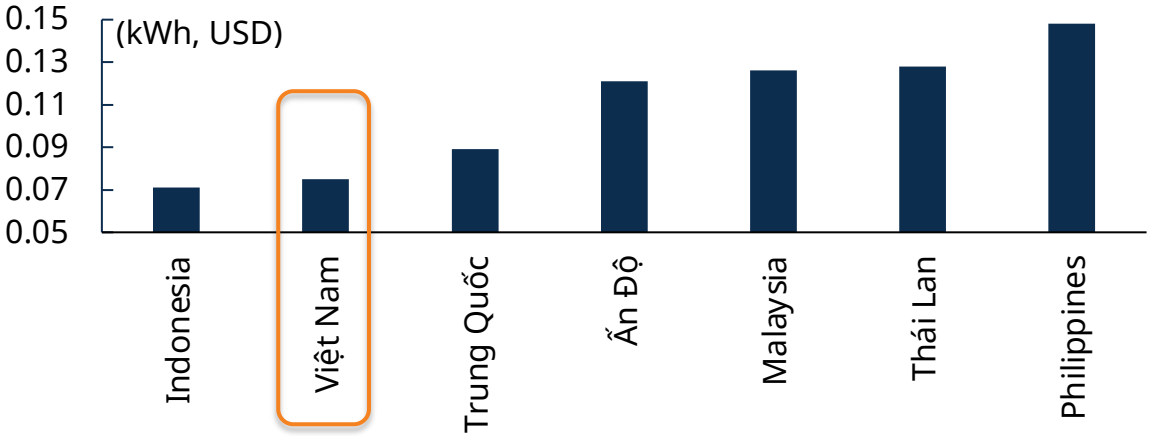
FDI đăng ký	Quốc gia	Vốn đăng ký
Capital Land	**Singapore**	**661 triệu USD**
Trina Solar	Trung Quốc	454 triệu USD
Gokin Solar	Hong Kong	275 triệu USD
BOE Technology Group Co., Ltd.	Trung Quốc	275 triệu USD
Hyosung	**Hàn Quốc**	**730 triệu USD**
Talway Group	**Trung Quốc**	**700 triệu USD**
Electronic Tripod Vietnam	Đài Loan	250 triệu USD
Foxconn FCPV Factory	Đài Loan	383 triệu USD
Amkor Technology Inc.	**Mỹ**	**1,07 tỷ USD**
Foxconn	Đài Loan	551 triệu USD
Rorze Corporation	Nhật Bản	330 triệu USD
Goertek Technology Vina	Hong Kong	280 triệu USD
LG Group	**Hàn Quốc**	**1 tỷ USD**

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI

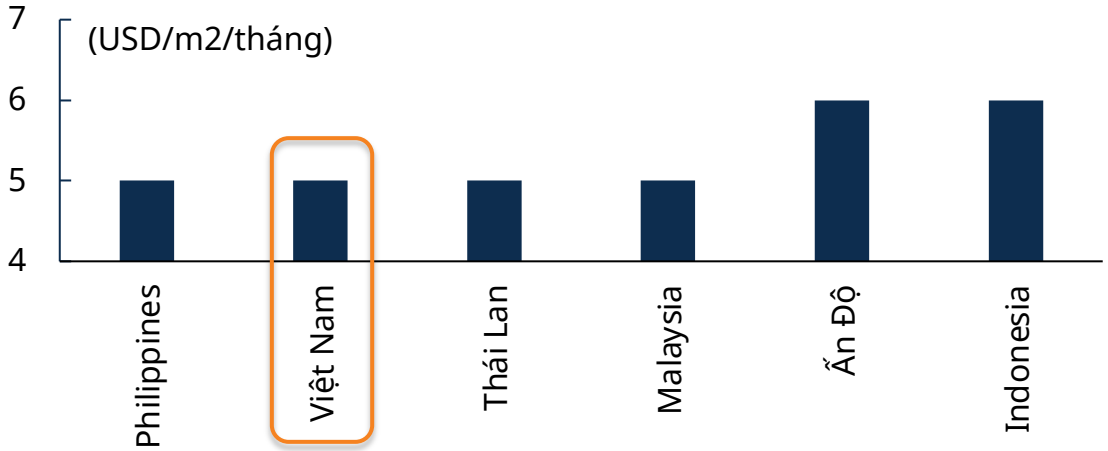
Việt Nam duy trì sức cạnh tranh trong thu hút FDI với chi phí đầu vào tương đối thấp và nhân khẩu học thuận lợi

Giá điện



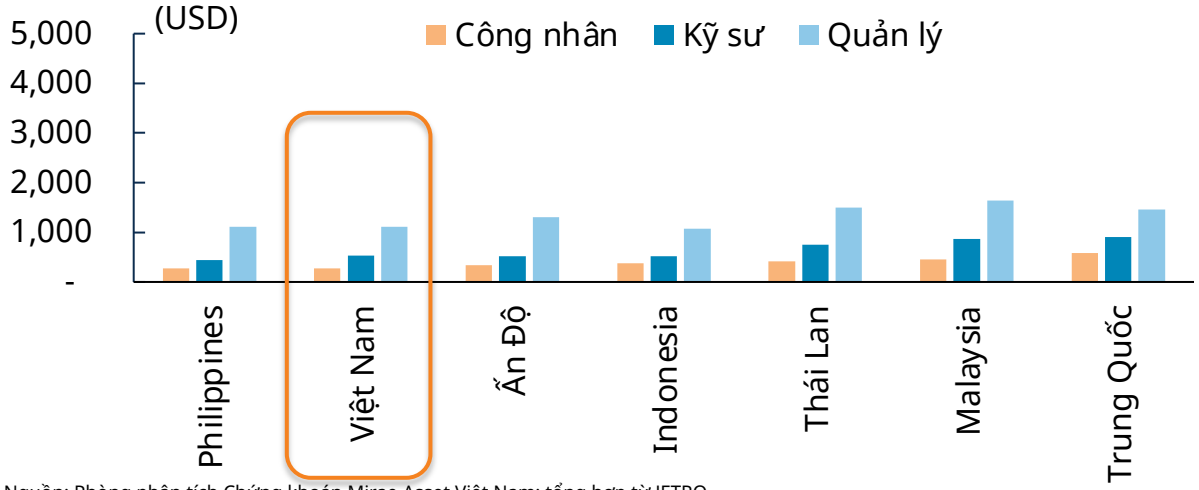
Nguồn: Nghiên cứu của Mirae Asset Securities (Việt Nam); tổng hợp từ Globalpetrolprices

Chi phí thuê kho bãi



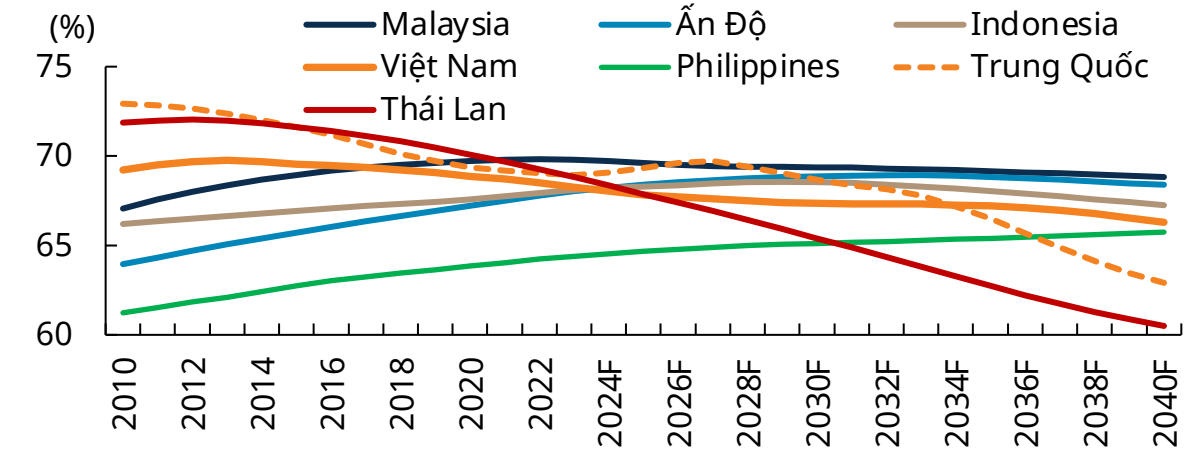
Nguồn: Nghiên cứu của Mirae Asset Securities (Việt Nam); tổng hợp từ TMX Transform

Mức lương cơ bản hàng tháng trong ngành sản xuất



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam; tổng hợp từ JETRO

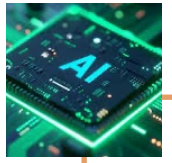
Tỷ lệ tham gia lực lượng lao động



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam; tổng hợp từ Ngân hàng Thế giới

Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI

Nhìn lại năm 2024: Một số kế hoạch đầu tư vào Việt Nam đáng chú ý



Ngành bán dẫn/ AI

- **Việt Nam và NVIDIA** hợp tác thành lập Trung tâm Nghiên cứu và Phát triển, Trung tâm Dữ liệu AI.
- **Alibaba** dự định xây trung tâm dữ liệu tại Việt Nam.
- **Nhiều công ty bán dẫn của EU** đang tìm kiếm đối tác thay thế ở khu vực châu Á (Việt Nam và Ấn Độ là hai ứng cử viên tiềm năng).
- Các doanh nghiệp bán dẫn hàng đầu của Mỹ gồm **Intel, Ampere, Marvell, Cirrus Logic, Infineon, Skyworks** có chuyến thăm làm việc tại Việt Nam từ ngày 10–11/12/2024.
- Tọa đàm Tăng cường hợp tác Việt Nam - Mỹ trong phát triển ngành công nghiệp bán dẫn và trí tuệ nhân tạo.

Công nghệ/ Điện tử

- **Công ty Apple** có kế hoạch tăng cường đầu tư vào Việt Nam.
- **SpaceX** có kế hoạch đầu tư 1,5 tỷ USD tại Việt Nam.
- **Google** xác nhận mở công ty Google Việt Nam.
- **Samsung** dự kiến đầu tư thêm 1 tỷ USD mỗi năm tại Việt Nam.
- **Samsung Display** ký bản ghi nhớ phát triển dự án màn hình, linh kiện điện tử trị giá 1,8 tỷ USD.
- Nhiều doanh nghiệp lớn trong ngành điện tử, bán dẫn có kế hoạch mở rộng đầu tư tại Việt Nam như **Intel, Samsung, Synopsys, Qualcomm, Infineon, Amkor.**

Khác

- Từ ngày 18–21/3/2024, **50 doanh nghiệp Mỹ** trong các lĩnh vực **công nghệ, năng lượng, hàng không và quốc phòng, nông nghiệp và thực phẩm** đến Việt Nam.
- **Các doanh nghiệp lớn của Hàn Quốc như Hyundai Motor, Lotte, Doosan Enerbility, Hyosung** cam kết tiếp tục đầu tư vào Việt Nam.
- **Tập đoàn Johnson (Đài Loan)** muốn thành lập nhà máy với tổng vốn đầu tư 100 triệu USD tại Việt Nam.
- **Lãnh đạo Tập đoàn Sembcorp** cam kết sẽ tiếp tục đầu tư mạnh vào VSIP.
- **Tập đoàn Adani (Ấn Độ)** có kế hoạch đầu tư vào Việt Nam với tổng vốn dự kiến 2 tỷ USD.
- **Tập đoàn Hyosung** muốn đầu tư thêm 4 tỷ USD vào Việt Nam.
- **Tập đoàn dầu mỏ Saudi Aramco** muốn tìm hiểu và đầu tư xây dựng nhà máy lọc hoá dầu tại Việt Nam.

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

Kỳ vọng tăng trưởng tiêu dùng tăng tốc

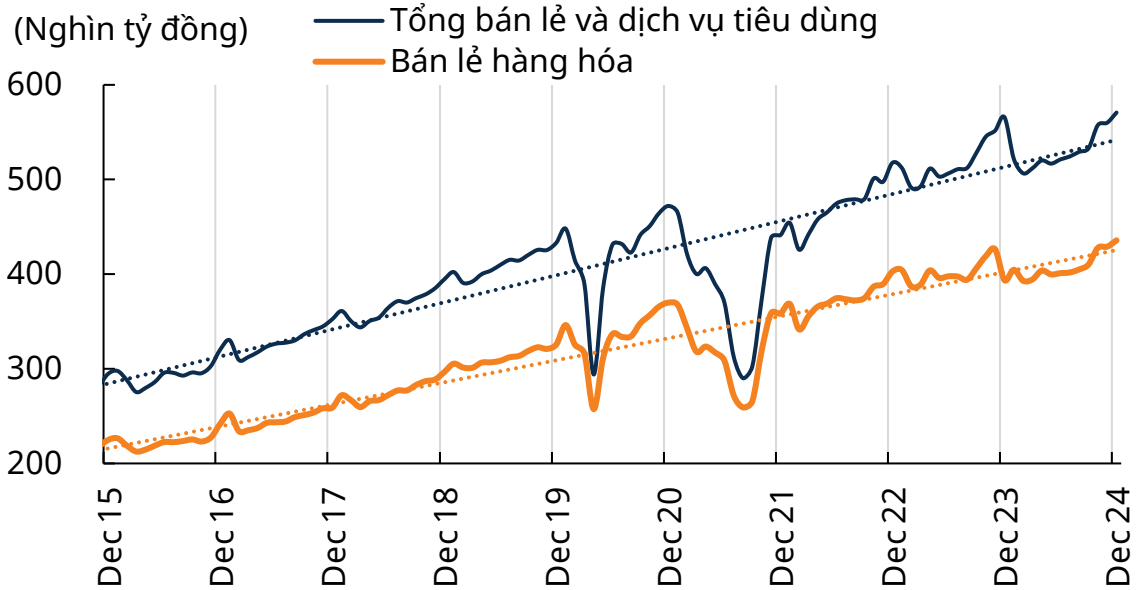
□ **Doanh số bán lẻ tăng trưởng chậm hơn** sau COVID-19 (2024: +9% YoY):

○ **Doanh số bán lẻ hàng hóa (chiếm 77% tổng số): +8,3% YoY**

- Lo ngại về sự phục hồi chậm lại của **lĩnh vực bất động sản**
- Lo ngại về lạm phát có thể ảnh hưởng đến hành vi mua sắm của người tiêu dùng

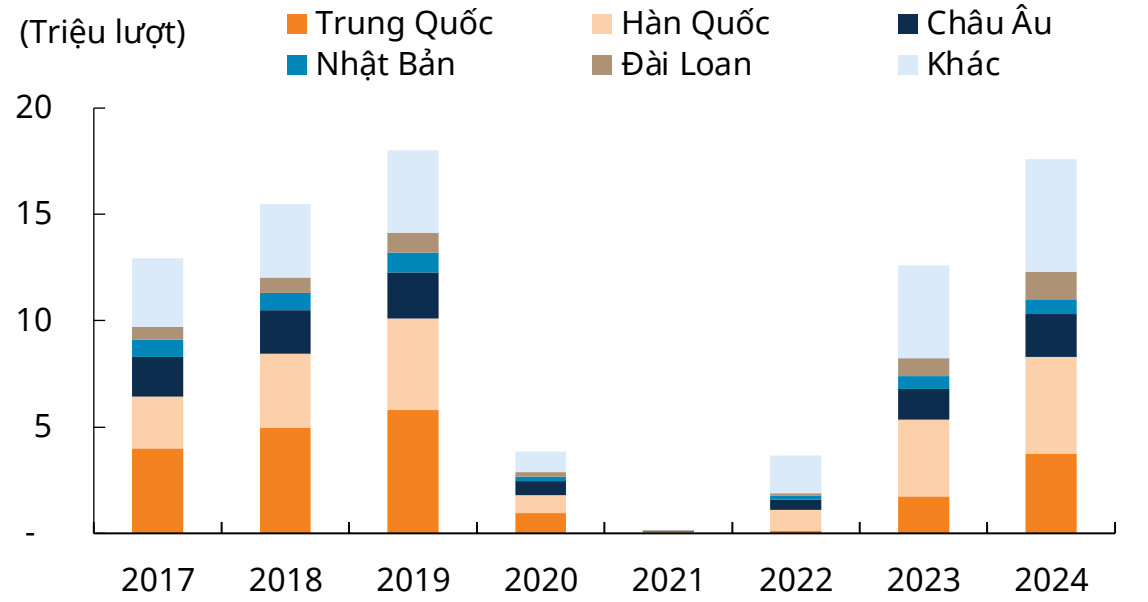
○ Sự phục hồi mạnh mẽ của **du lịch** (2024: 17,6 triệu lượt khách quốc tế, +39,5% YoY)

Doanh thu bán lẻ



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ Tổng cục thống kê
Ghi chú: Dữ liệu bán lẻ tháng 12 được Tổng cục thống kê ước tính và sẽ cập nhật lại

Khách du lịch quốc tế hồi phục mạnh mẽ

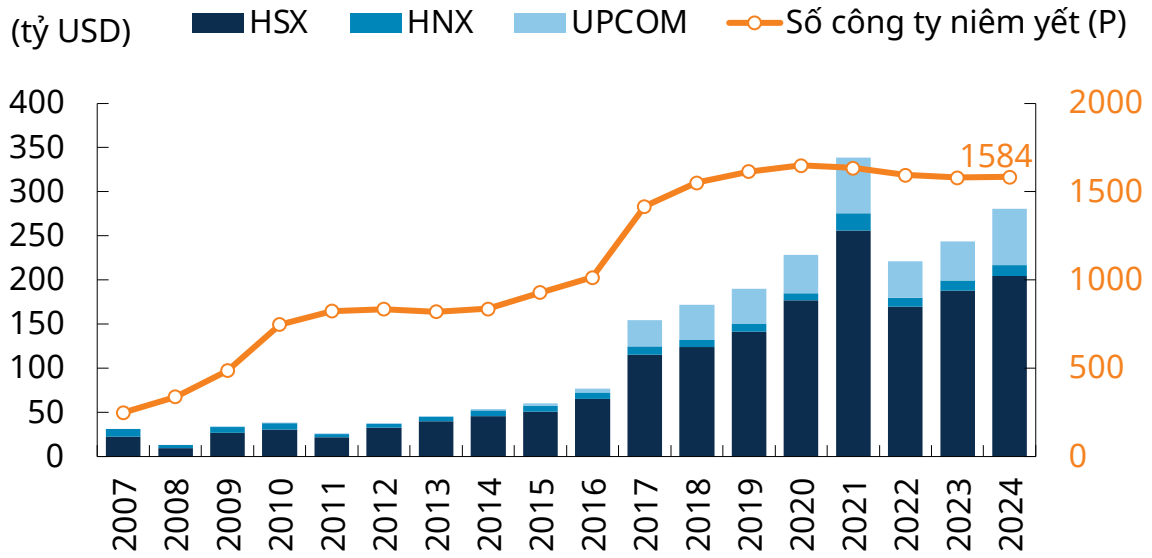


Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ Tổng cục thống kê

Nỗ lực phát triển thị trường chứng khoán của Chính phủ

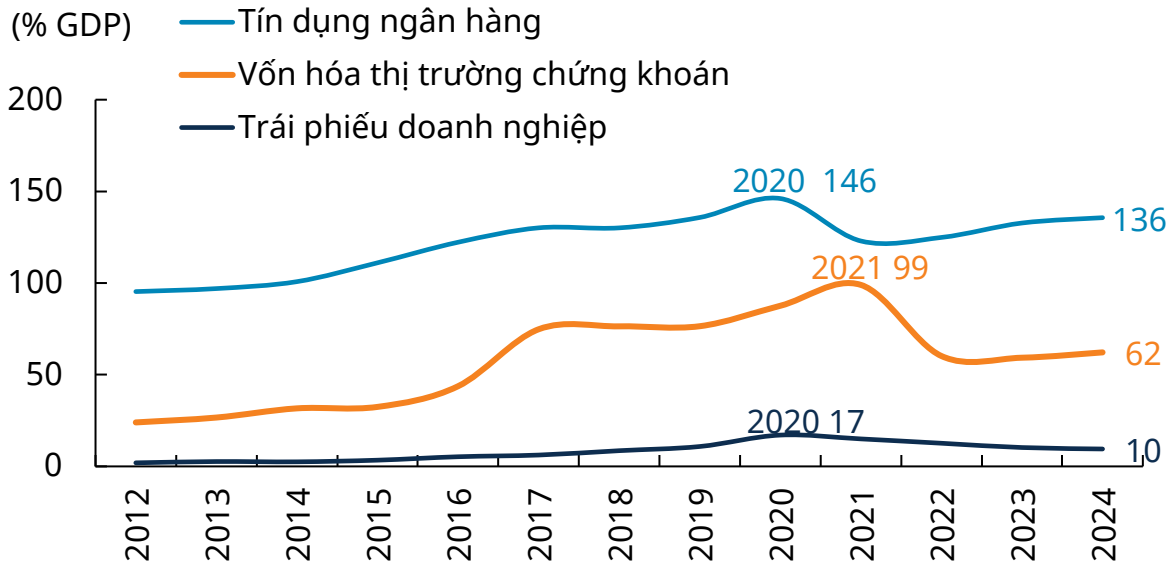
- Các mục tiêu chính:
  - **Vốn hoá thị trường chứng khoán đạt 100% GDP trong năm 2025,** đạt 120% đến năm 2030
  - **Quy mô trái phiếu doanh nghiệp đạt 20% GDP trong năm 2025,** đạt 25% đến năm 2030
  - **Số tài khoản chứng khoán** đạt 9 triệu tài khoản trong năm 2025, **đạt 11 triệu đến năm 2030**
  - Nâng hạng lên **Thị trường mới nổi trong năm 2025**

Vốn hoá thị trường chứng khoán đạt 272 tỷ USD cuối 2024



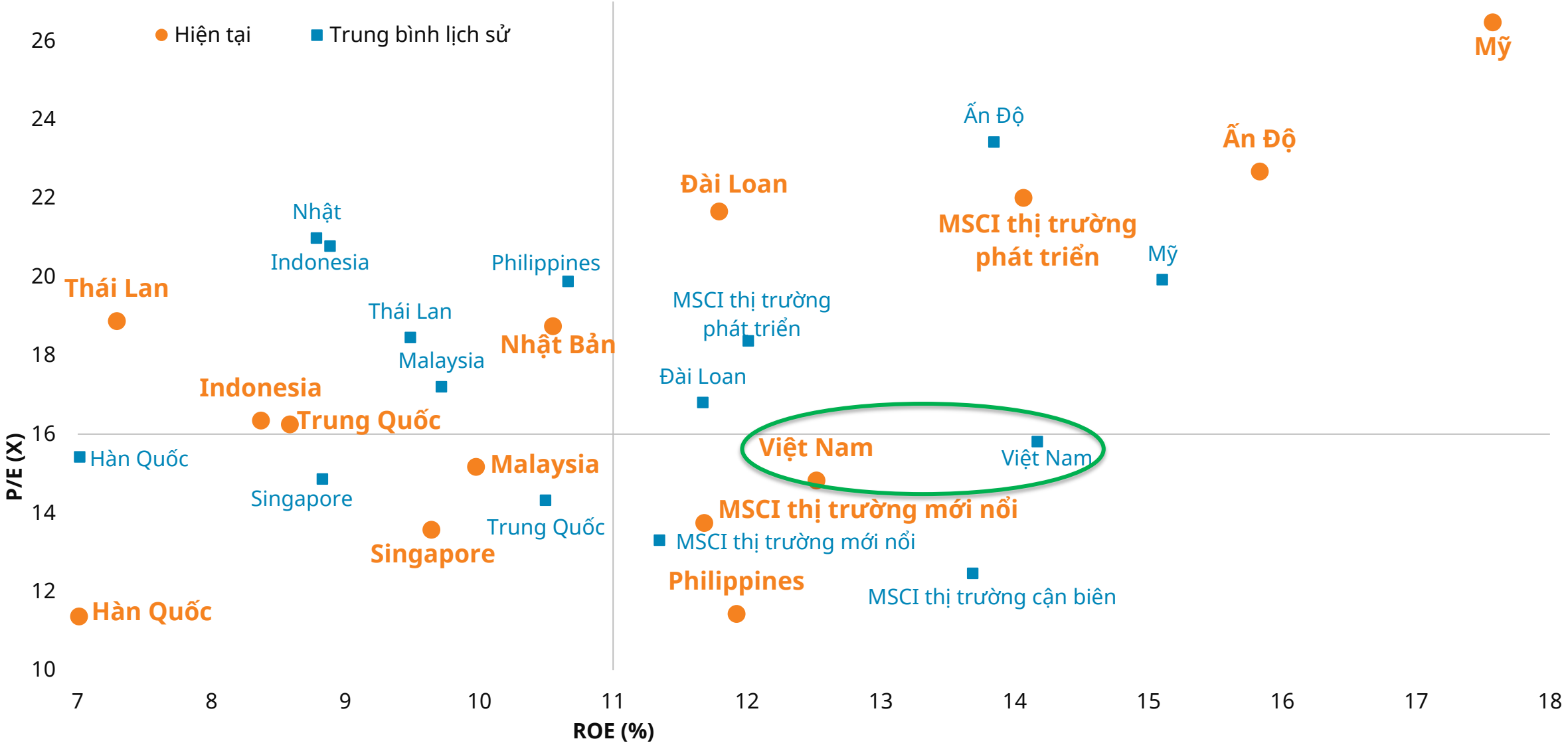
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam. Dữ liệu Bloomberg, cập nhật đến ngày 31/12/2024.

Mức phụ thuộc vào tín dụng Ngân hàng của Việt Nam khá lớn



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ dữ liệu Bloomberg, NHNN, và ADB

Định giá tương đối: Tiềm năng thu hút dòng vốn ngoại



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam. Dữ liệu Bloomberg, cập nhật đến ngày 31/12/2024.

Chính phủ nỗ lực cho mục tiêu nâng hạng năm 2025

2024 Các tiêu chuẩn chưa đạt & Giải pháp

FTSE Russell: Còn 2 điều kiện

✅ Từ tháng 11: Bỏ yêu cầu Pre-funding

Chi phí giao dịch thất bại: Cần 6 – 9 tháng quan sát

MSCI: Giới hạn sở hữu khối ngoại, quyền bình đẳng với nhà đầu tư nước ngoài

Lấy ý kiến sửa đổi Nghị định 155/2020/NĐ-CP:

Rút gắn quá trình mở tài khoản

Rút ngắn quá trình niêm yết sau khi IPO

Yêu cầu xếp hang tín nhiệm trái phiếu

2025 FTSE thị trường mới nổi cận biên

Tỷ trọng nếu được nâng hạng: 0.3%

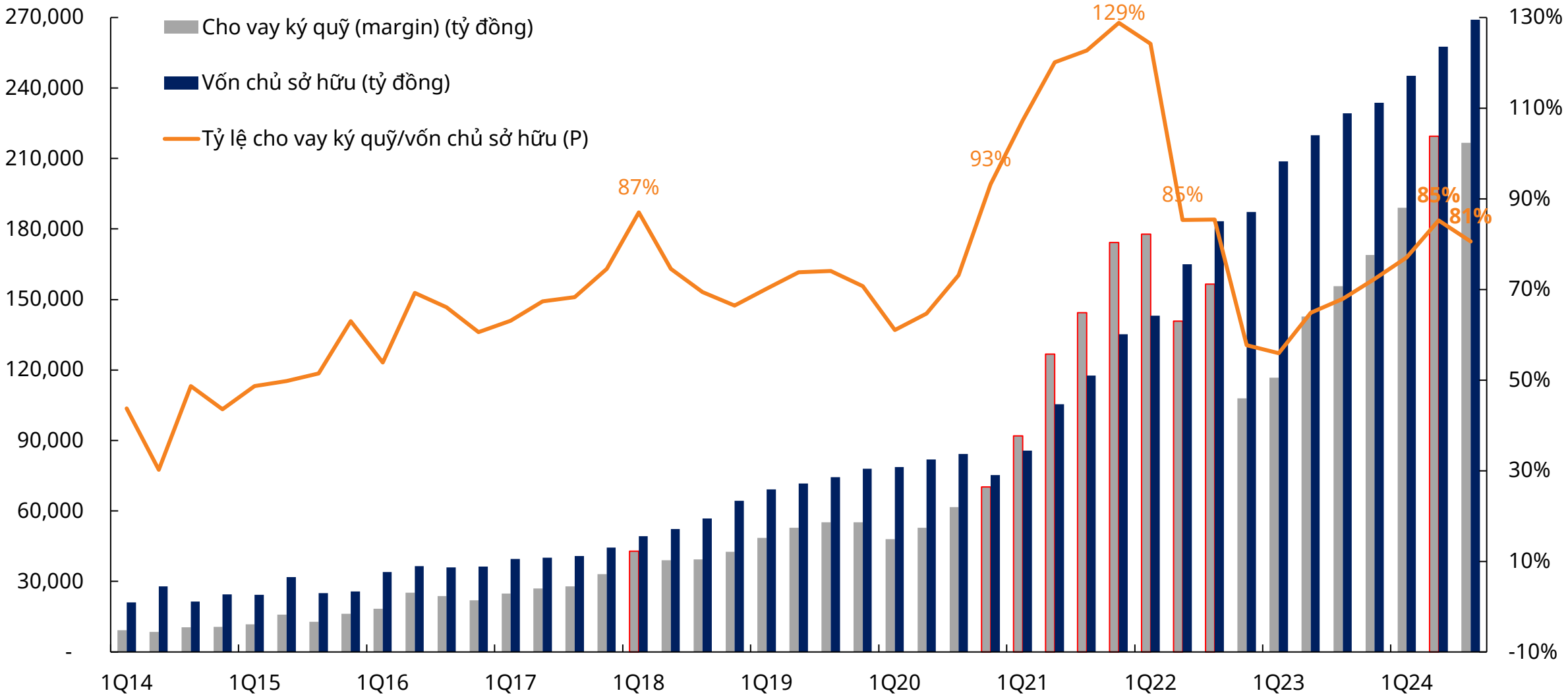
🧩 **Quỹ thụ động:** lên đến 1 tỷ USD

🧩 **Quỹ chủ động:** trên 5 tỷ USD

2026 MSCI thị trường mới nổi

Các công ty chứng khoán đã có sự chuẩn bị trước

Các công ty chứng khoán đã tăng vốn chủ sở hữu trong năm 2024 để chuẩn bị cho nhu cầu cho vay ký quỹ sắp tới



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam. Dữ liệu Fiinpro, cập nhật đến ngày 30/09/2024.

Phần II

Danh mục khuyến nghị
(trung & dài hạn)

NỘI DUNG

Ngành	Mã	Doanh nghiệp	Giá mục tiêu 12T (VND)	Lợi nhuận kỳ vọng
Ngân hàng	VCB	Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam	103,200	13%
Ngân hàng	BID	Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	46,000	23%
Ngân hàng	TCB	Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam	28,500	16%
Ngân hàng	VPB	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	23,600	23%
Ngân hàng	MBB	Ngân hàng TMCP Quân Đội	27,200	8%
Ngân hàng	ACB	Ngân hàng TMCP Á Châu	27,900	8%
Bất động sản thương mại	VRE	CTCP Vincom Retail	24,100	41%
Khu công nghiệp	BCM	Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp – CTCP	73,800	4%
Khu công nghiệp	IDC	Tổng Công ty IDICO – CTCP	62,100	11%
Thép	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	32,000	20%
Thép	NKG	CTCP Thép Nam Kim	17,400	20%
Xây dựng	HHV	CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	13,000	12%
Dầu khí	GAS	Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP	98,300	44%
Dầu khí	PVS	Tổng Công ty CP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam	41,600	23%
Tiện ích – Điện	VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	52,900	8%
Tiện ích – Điện	GEG	CTCP Điện Gia Lai	13,600	14%
Tiện ích – Điện	NT2	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	24,200	16%
Tiện ích – Nước	BWE	CTCP - Tổng công ty nước - môi trường Bình Dương	58,300	22%
Thực phẩm & Đồ uống	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	83,100	31%
Viễn thông	CTR	Tổng Công ty cổ phần Công trình Viettel	132,000	6%

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research (Lợi nhuận kỳ vọng theo giá đóng cửa ngày 2/01/2025)

[Tóm tắt] Danh mục khuyến nghị

Ngân hàng: Ngành ngân hàng có kết quả hoạt động trái chiều trong 2024, với tăng trưởng tín dụng đạt mục tiêu 15.08% nhờ cho vay doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất và bất động sản. Cho vay bán lẻ phục hồi vào Q3/2024 và lãi suất cho vay dự kiến sẽ tăng nhẹ trong 6T2025. Thanh khoản có phần áp lực khi tỷ lệ cho vay trên tiền gửi cao gần đạt đến giới hạn quy định, có khả năng thúc đẩy điều chỉnh lãi suất tăng. LNTT đạt mức tăng trưởng 16.4% CK trong 9T2024, nhờ thu nhập lãi thuần (NII), mặc dù NIM giảm nhẹ. Trong 2025, tăng trưởng NII dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận 15%-20% CK. Định giá hiện tại mang lại cơ hội đầu tư, như TCB, VPB và các ngân hàng có vốn nhà nước như BID và VCB.

Bất động sản dân cư: Trong 9T2024, thị trường bất động sản nhà ở Việt Nam chứng kiến những tín hiệu tích cực về nguồn cung tương lai với 1) 61 dự án mới được cấp (+30% CK), bổ sung thêm 31,673 căn (+135% CK) ở phân khúc nhà ở; 2) 52 dự án mới được cấp (-30% CK), tổng cộng 8,253 căn (+103% CK) ở phân khúc đất nền. Hàng tồn kho đạt mức cao nhất trong hai năm trong Q3/2024, trong khi các khoản cho vay bất động sản tăng 7.6% theo quý kể từ Q1/2023. Hầu hết diễn biến giá các cổ phiếu bất động sản đều kém hơn VNIndex, các cổ phiếu như NVL, CEO, PDR, DIG, HDC và DXG chứng kiến giá giảm 20%-40%, trong khi NLG, KDH và VPI cho thấy diễn biến giá tích cực trong 2024. Các công ty có tỷ lệ P/E cao (40x–80x), ngoại trừ VHM ở mức 9x, trong khi tỷ lệ P/B cân bằng hơn trong khung định giá 5 năm.

Bất động sản thương mại: Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng 9% CK trong 2024, thấp hơn mức trước đại dịch nhưng vượt qua đường xu hướng 2015–2024. Lượng khách quốc tế tăng trở lại lên 17.6 triệu (+39.5% CK). Trong bối cảnh ngành bán lẻ Việt Nam đang cải thiện, các tập đoàn như Aeon và Lotte đang tăng cường mở rộng. TP.HCM chứng kiến các trung tâm thương mại mới như VMM Grand Park Q9, nâng tổng diện tích sàn thương mại (GFA) lên 1.2 triệu m2 trong 9T2024. Giá thuê khu trung tâm giữ ổn định, trong khi giá thuê ngoài khu trung tâm giảm nhẹ. Tại Hà Nội, nguồn cung sàn bán lẻ tăng 24,581 m2 trong 9T2024, với các dự án đáng chú ý trong tương lai như Vincom Megamall Ocean City. Giá thuê khu trung tâm tăng 11.3% CK, trong khi giá thuê ngoài trung tâm tăng 12.8% CK mặc dù tỷ lệ trống cao hơn.

Khu công nghiệp: Năm 2024, Việt Nam chứng kiến lượng giải ngân FDI cao kỷ lục, với vốn thực hiện tăng 9.4% CK, đạt xấp xỉ 25.4 tỷ USD. Dòng vốn FDI chủ yếu nhắm vào các lĩnh vực công nghệ cao như điện tử, chất bán dẫn và năng lượng xanh, được thúc đẩy bởi chiến lược "Trung Quốc + 1". Chiến lược phát triển ngành bán dẫn và các chính sách hỗ trợ đầu tư của chính phủ càng củng cố thêm động lực này. FDI được dự phóng sẽ tăng trưởng 8%/năm từ 2025-2027, với lượng đầu tư đáng kể vào các khu công nghiệp. Ngoài ra, việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất và mở rộng quy mô khu công nghiệp dự kiến sẽ giải quyết những hạn chế về nguồn cung và thúc đẩy duy trì tăng trưởng.

Thép: Sản lượng thép Việt Nam tăng trưởng 12.8% CK trong 11T2024, vượt mức năm 2023, và mức tăng trưởng sản lượng 10% CK tiếp tục dự kiến vào 2025, nhờ sự phục hồi của bất động sản và vốn đầu tư công gia tăng. Biên lợi nhuận kỳ vọng phục hồi nhờ chi phí đầu vào giảm, với giá quặng sắt và than cốc giảm lần lượt 31% CK và 18% CK trong T12/2024 và nhiều khả năng duy trì điều chỉnh trong 2025. Thuế chống bán phá giá (ADD) tiềm năng đối với HRC của Trung Quốc có thể mang lại lợi ích cho các nhà sản xuất nội địa nhưng lại gây áp lực cho các doanh nghiệp hạ nguồn. Diễn biến điều chỉnh giá của cổ phiếu trong những tháng gần đây phản ánh những lo ngại của thị trường về giá thép cũng như kết quả ADD. Nhìn chung, lợi nhuận ước cải thiện nhờ tăng trưởng sản lượng, thúc đẩy chu kỳ ngành chuyển sang giai đoạn định giá mạnh mẽ hơn.

[Tóm tắt] Danh mục khuyến nghị (tt.)

Xây dựng: Mặc dù tỷ trọng Xây dựng trên GDP vẫn ổn định qua các năm, chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng này sẽ cao hơn trong tương lai khi Việt Nam đang tăng cường đầu tư cơ sở hạ tầng quy mô lớn với các dự án tỷ quy mô hàng tỷ USD, bao gồm các dự án đang triển khai như: Cao tốc Bắc – Nam & Cao tốc Đông – Tây; Các nhà máy năng lượng & cảng biển; Vành đai 4 Hà Nội; Vành đai 3 TP.HCM; Sân bay Long Thành…

Dầu khí: Giá dầu 2025 được dự phóng giảm khi sản lượng của Mỹ dự kiến sẽ tăng trong nhiệm kỳ thứ hai của Tổng Thống Trump, trong khi nhu cầu, đặc biệt từ Trung Quốc, vẫn yếu. Chúng tôi cho rằng giá Brent sẽ giữ mức 75 USD/thùng (-7.4% CK), nhìn chung, thị trường kỳ vọng khoảng giá 70-75 USD/thùng. Mức giá này vẫn hỗ trợ cho hoạt động thượng nguồn, cao hơn mức hòa vốn 40-60 USD/thùng trong các khu vực các công ty dầu khí Việt Nam đang hoạt động.

Năng lượng điện: Trong 10T2024, sản lượng điện Việt Nam đạt 258 tỷ kWh (+11% CK), chủ yếu từ điện than và thủy điện. Tỷ trọng điện than giảm từ 68% trong T2 xuống 40% trong T10, trong khi thủy điện tăng lên từ 11% lên 40%, đạt đỉnh 46% vào T8-T9. Năng lượng tái tạo đóng góp dưới 20%. Các công ty điện có kết quả phân hóa, trong đó thủy điện bị ảnh hưởng bởi múa khô kéo dài trong 6T2024, các nhà máy khí đốt gặp khó khăn với chi phí đầu vào và các nhà máy than báo cáo mức tăng trưởng chênh lệch. Các công ty đa dạng loại hình sản xuất như GEG và POW cho thấy sự ổn định hơn. Điều kiện La Niña trong 2025 tạo thuận lợi cho nhóm thủy điện, trong khi tăng trưởng năng lượng tái tạo vẫn đối mặt với những thách thức về quy định và pháp lý.

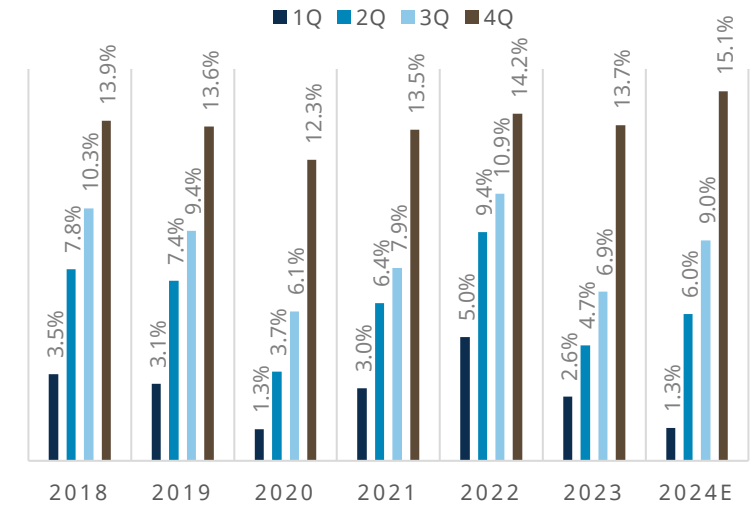
Viễn thông: Doanh thu viễn thông toàn ngành tăng 4.2% CK lên 265.9 nghìn tỷ đồng trong 9T2024, với doanh thu Q3/2024 tăng 5.2% CK lên 87.7 nghìn tỷ đồng. Viettel dẫn đầu thị trường, đạt doanh thu Q3/2024 ~ 47,500 tỷ đồng (+9.8% CK) và lợi nhuận trước thuế 14,600 tỷ đồng (+10.3% CK) khi triển khai dịch vụ 5G trên toàn quốc. Những diễn biến chính trong 6T cuối 2024 bao gồm Luật Viễn thông thúc đẩy cạnh tranh thị trường, ngừng cung cấp dịch vụ 2G và đấu giá băng tần 5G, hỗ trợ tăng trưởng ổn định của ngành.

Ngân hàng - Hồi phục giảm tốc

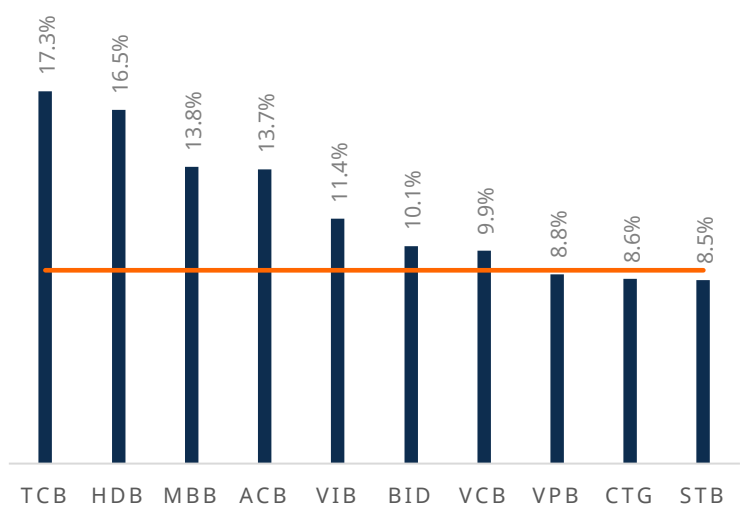
Tăng trưởng tín dụng đạt mục tiêu

- **Tăng trưởng tín dụng đạt mục tiêu:** Theo Ngân hàng Nhà nước (NHNN), tăng trưởng tín dụng năm 2024 đạt 15.08% sv.ck., đây là mức cao nhất kể từ năm 2018. Tính theo quý, tín dụng tăng hơn 6%p, với hơn 3%p ghi nhận riêng trong tháng 12 (11T2024: +11.9% sv.ck.) và khoảng 1.2%p trong tuần cuối năm. Việc tăng trưởng mạnh trong giai đoạn cuối năm cũng thường thấy trong vài năm qua, vì vậy, tăng trưởng cao năm 2024 cũng không gây quá nhiều yếu tố bất ngờ. Tuy vậy, nhu cầu thực tế nhiều khả năng thấp hơn số liệu báo cáo khi tăng trưởng tín dụng các tháng đầu năm sẽ yếu và có thể giảm nhẹ, bên cạnh yếu tố mùa vụ.
- **NHNN tiếp tục nâng mục tiêu tăng trưởng cho năm 2025:** Dựa trên đà tăng trưởng khả quan của năm 2024, NHNN đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng 16% cho năm 2025. Qua đó, chúng tôi điều chỉnh ước tính tăng trưởng tín dụng lên mức 14.7%. Tăng trưởng tín dụng sẽ tiếp tục là trọng tâm hỗ trợ kinh tế khi chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội (GDP) trong khoảng khá rộng 6.5–8% trong trung hạn, nhưng phấn đấu đạt mức cao trong quãng mục tiêu đề ra. Để hỗ trợ kỳ vọng này, NHNN đã sớm phân bổ hạn mức tăng trưởng tín dụng cho các NHTM từ cuối năm trước. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì dự phóng thận trọng do áp lực tỷ giá vẫn ở mức cao, điều này khiến chính sách tiền tệ nới lỏng chưa thực sự phù hợp.
- **Mảng khách hàng doanh nghiệp nhiều khả năng vẫn cao hơn nhẹ so với mảng ngân hàng bán lẻ trong 2025, và xu hướng phân hóa sẽ tiếp diễn:** Hiện chưa có dữ liệu đầy đủ về tăng trưởng tín dụng theo từng phân khúc, nhưng kết quả sơ bộ từ các NHTM lớn cho thấy cho vay KHDN vẫn vượt trội hơn phần nào do áp lực giải ngân nhanh giai đoạn cuối năm nhằm hoàn thành mục tiêu tăng trưởng. Bên cạnh đó, dù xu hướng phục hồi kinh tế khá rõ nét, triển vọng thu nhập cá nhân vẫn chưa thật sự ổn định. Dữ liệu cho thấy tiêu dùng bán lẻ phục hồi với tốc độ chậm hơn, tăng 9% CK trong 2024, so với năm 2023 (+9.4% CK), phản ánh tâm lý thận trọng của người tiêu dùng. Trong khi đó, ngành BĐS dự kiến tiếp tục phục hồi trong năm 2025 với nhiều dự án mới ra mắt, nhưng dư nợ KHCN khó đạt mức tăng mạnh trong ngắn hạn. Ngược lại, đầu tư công và sản xuất—được xem là động lực chính của tăng trưởng kinh tế 2025—sẽ là động lực chính duy trì nhu cầu tín dụng từ nhóm KHDN.

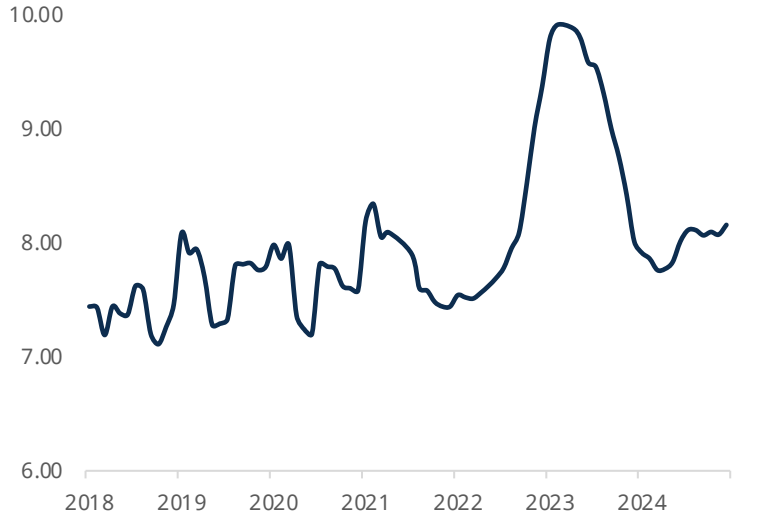
Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm (2018-2024)



Tăng trưởng tín dụng Q3/2024 của các NH (sv.2023)



Lãi suất cho vay (%)



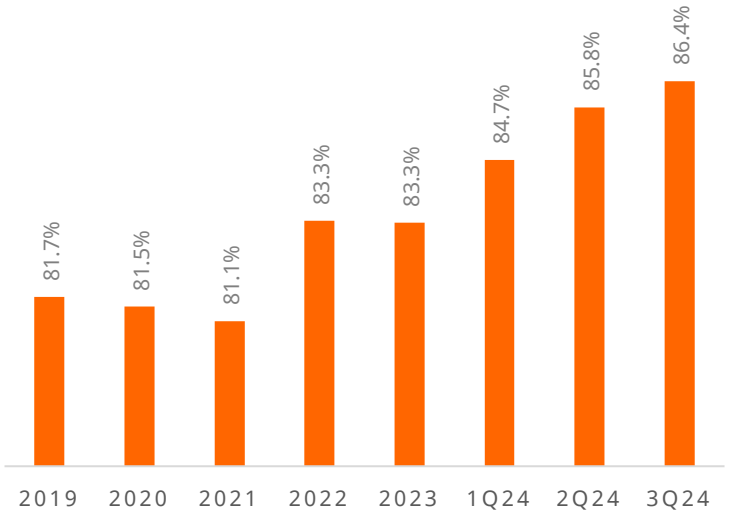
Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset VN

Ngân hàng - Hồi phục giảm tốc (tt)

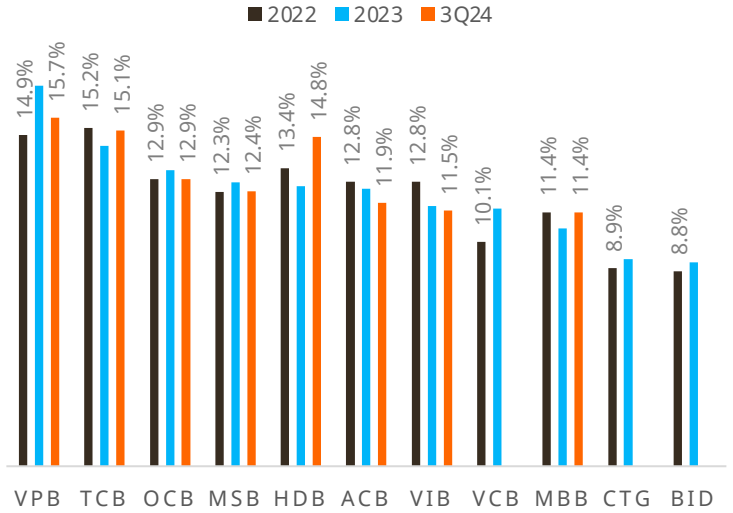
Tiến gần hạn mức

- **Tỷ lệ cho vay trên tiền gửi (LDR) cần sớm điều chỉnh, đặc biệt là nhóm NHQD.** Từ 2025, 80% tiền gửi từ KBNN sẽ bị loại khỏi cơ sở tính tiền gửi khi xác định tỷ lệ LDR, tăng từ mức 60%. Như vậy, nhóm NHQD sẽ cần huy động nhiều hơn từ tiền gửi khách hàng. Ngoài ra, do sự tăng trưởng chưa tương xứng của tiền gửi, LDR tại nhiều ngân hàng, đặc biệt là các ngân hàng có tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao như TCB, VPB, hay MBB đang tiệm cận với mức trần tại 85% bên cạnh nhóm NHQD luôn tận dụng triệt để hạn mức LDR cho phép. Tuy LDR hiện tại vẫn phù hợp với quy định, chỉ số tại nhiều ngân hàng đã tăng lên mức cao lịch sử. Vì vậy, lãi suất sẽ sớm cần điều chỉnh tăng nhằm huy động tốt hơn. Hiện trong nhóm các ngân hàng chúng tôi theo dõi, các ngân hàng còn nhiều dư địa tăng trưởng tín dụng dựa trên mức LDR thấp bao gồm VIB và HDB. Tỷ lệ huy động ngắn hạn cho vay trung dài hạn vẫn đang được duy trì ở mức hợp lý.
- **Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) đa số ghi nhận giảm nhẹ trong kỳ Q3/2024, nhưng không quá đáng kể.** Đa phần các ngân hàng tư nhân lớn vẫn duy trì được mức CAR cao dù quyết định chia cổ tức bằng tiền mặt. Trong khi đó, các NHQD không chỉ có mức LDR tương đối cao, trước đây, nhóm này cũng duy trì chia cổ tức bằng tiền mặt làm giảm khả năng tăng trưởng khi CAR chỉ ở mức vừa đủ. Nhằm gia tăng khả năng cạnh tranh cũng như tăng trưởng của nhóm này, phía cổ đông lớn của nhóm đang thảo luận với chính phủ về đề xuất chính sách cho phép các ngân hàng linh hoạt hơn trong vấn đề giữ lại lợi nhuận để tăng vốn không chỉ nhằm cải thiện tăng trưởng mà còn ổn định hoạt động của các ngân hàng trong trung và dài hạn.

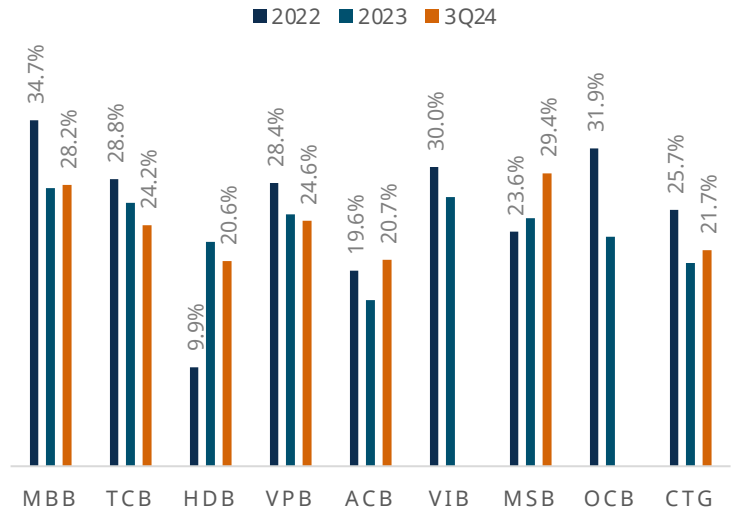
Cho vay trên tiền gửi (LDR)



Tỷ lệ an toàn vốn (CAR)



SFTMLL



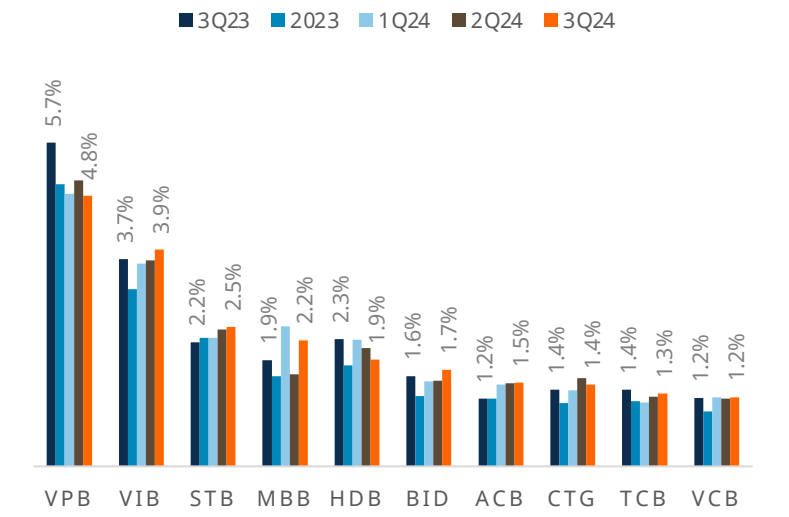
Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset VIetnam

Ngân hàng - Hồi phục giảm tốc (tt)

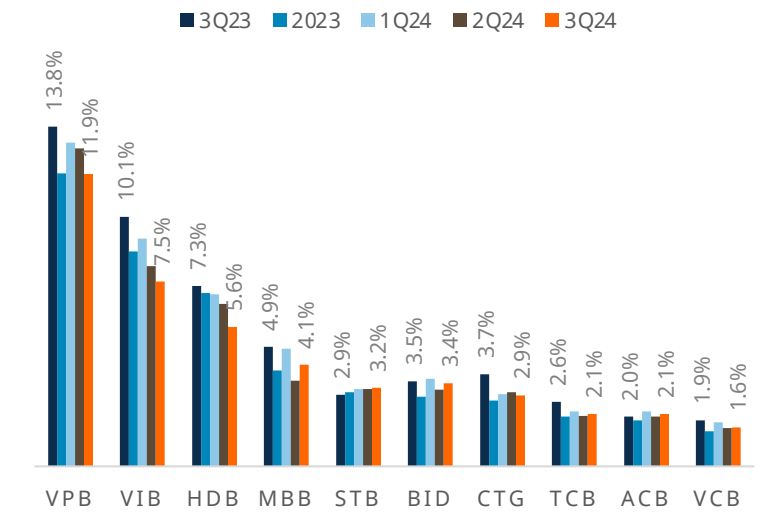
Thận trọng cần thiết

- **Sự hồi phục chưa được đồng nhất giữa các ngân hàng.** Các ngân hàng ghi nhận chất lượng tài sản duy trì ở mức tốt có thể kể đến như VCB, TCB, và CTG, trong khi một vài ngân hàng vốn có chất lượng tài sản tốt lại có sự suy giảm tương đối trong kỳ như BID và MBB. Mặc dù chất lượng tài sản trên mặt bằng chung có phần cải thiện, mức độ cải thiện vẫn chưa đáng kể, một phần vì thị trường bất động sản có vẻ cần nhiều thời gian hơn để phục hồi, đặc biệt là trong mảng vay mua nhà. Triển vọng vĩ mô hồi phục ổn định đi cùng với đó là ngành bất động sản cũng khởi sắc hơn được kỳ vọng hỗ trợ ngành ngân hàng ổn định chất lượng tài sản.
- **Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cũng ghi nhận cải thiện trong Q3/2024, đồng thời cũng phân hóa tương đối:** Trong đó, tỷ lệ LLR trung bình hồi phục khoảng 2.2% sv. Q2, đạt mức 83%. Tuy mức trung bình ghi nhận cuối quý 3 không quá khả quan so với giai đoạn chính sách tiền tệ được nới lỏng 2020-2022, tỷ lệ LLR hiện tại đang tương đương với mức 2019. Hiện tại số ngân hàng duy trì được mức LLR trên 100% giảm từ 5 xuống 4 trong quý, khi tỷ lệ này tại MBB giảm mạnh. Trong khi đó, xét theo các nhóm ngân hàng, chất lượng tài sản tại nhóm NHQD vẫn phần nào vượt trội hơn nhóm tư nhân. Tuy nhiên, chất lượng tài sản của nhóm này đã giảm tương đối trong kỳ, đặc biệt là tỷ lệ LLR, khi thu nhập bị hạn chế trong bối cảnh duy trì mức lãi suất thấp.
- **Tình hình chung có phần cải thiện nhưng chưa thực sự khả quan khi đã được hỗ trợ bởi nhiều chính sách ưu đãi.** Tình trạng NPL cao và LLR tương đối thấp cũng lý giải phần nào cho chủ trương duy trì mặt bằng lãi suất thấp. Vì vậy, vẫn có rủi ro là nợ xấu sẽ phát sinh nhiều hơn khi nhiều yếu tố cho thấy lãi suất (cho vay) sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới. Ngoài ra, rủi ro từ nhóm TPDN hết thời gian ân hạn vào giữa năm 2025 cũng có thể gây áp lực lên chất lượng tài sản của ngành, khi dòng tiền của các doanh nghiệp phát hành, đặc biệt là nhóm bất động sản, chưa khởi sắc hơn.

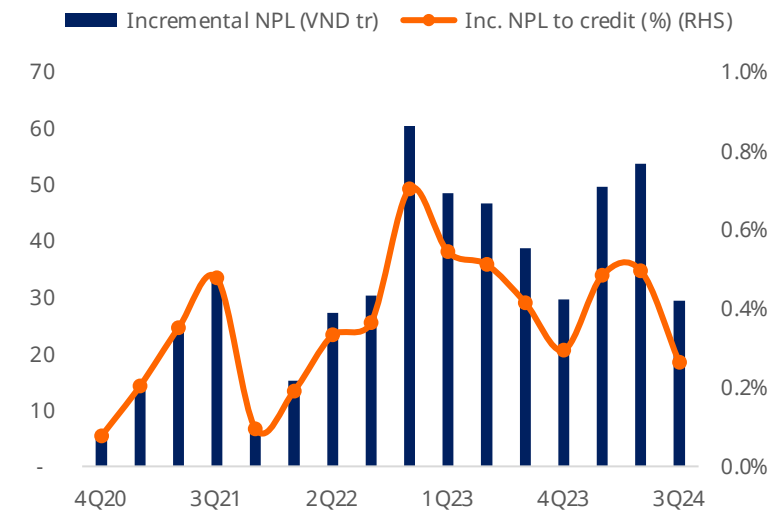
NPL



NPL mở rộng



Nợ xấu phát sinh mới trong kỳ (NHNY) (nghìn tỷ)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam;
Chú thích: Incremental NPL: Nợ xấu phát sinh mới; Inc. NPL to credit: tỷ lệ nợ xấu phát sinh mới theo tổng tín dụng

Ngân hàng - Hồi phục giảm tốc (tt)

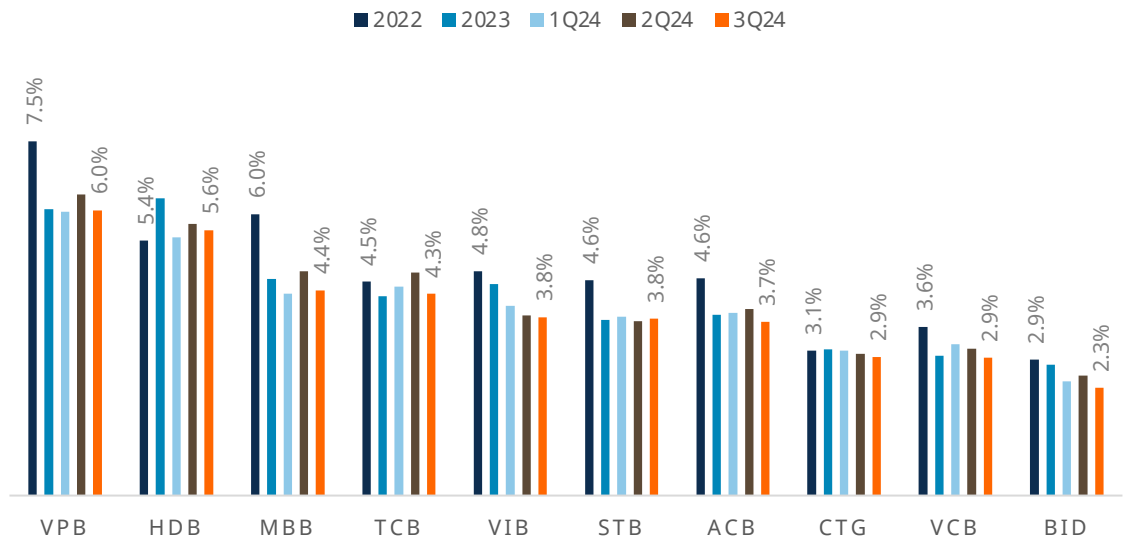
NIM đảo chiều

- **Diễn biến biên lãi thuần (NIM) có phần khác so với kỳ vọng khi giảm nhẹ trong kỳ Q3/2024.** Tuy nhiên, dự kiến NIM sẽ duy trì hay hồi phục tương đối trong thời gian tới. Tính theo quý, NIM trung bình giảm khoảng 8bps sv.Q2 hay 13bps sv.2023, hay tăng khoảng 38bps so với mức thấp được thiết lập trong Q3/2023. Triển vọng tăng trưởng tín dụng cân bằng hơn giữa các phân khúc sẽ phần nào giảm áp lực lên NIM. Tính trên cơ sở 12 tháng gần nhất, NIM vẫn đang duy trì xu hướng tăng, +8bps sv.Q2 và +22bps sv.2023, đạt 3.47%.
- **Trong nhóm các ngân hàng chúng tôi theo dõi, xu hướng NIM hầu hết ghi nhận giảm, ngoại trừ STB.** Trong đó, các NHQD ghi nhận mức giảm tương đối ít hơn, trung bình giảm 4bps sv.2023 hay 9bps sv.Q2, nhờ mức nền thấp và tỷ trọng KHCN tăng. Ngược lại, các ngân hàng tư nhân hàng đầu giảm mạnh hơn, trung bình giảm 45bps sv.Q2 và 20bps sv.2023, do đối mặt với cạnh tranh mạnh về mặt lãi suất, đặc biệt từ nhóm NHQD. Những mức giảm sv. Q2 đáng chú ý nhất ghi nhận tại một số ngân hàng như TCB (-45bps), MBB (-41bps), và VPB (-34bps), khi các ngân hàng này có nền tảng vốn tốt nên có nhiều dư địa giảm lãi suất nhằm kích thích tăng trưởng tín dụng. Trong thời gian tới, lợi thế của nhóm NHQD trong việc duy trì NIM có thể thay đổi khi thu nhập thuần của các NHQD gần như đi ngang, trích lập gia tăng, và bộ đệm trích lập vốn dồi dào cũng đang bị tận dụng triệt để nhằm duy trì lợi nhuận tăng trưởng dương.
- **Mục tiêu cả năm tương đối lạc quan so với mức thực hiện 9T2024.** Tăng trưởng lợi nhuận có thể giảm tốc trong Q4/2024 trước hết do ảnh hưởng từ mức nền cao của Q4/2023 và kế hoạch tăng trích lập dự phòng khi nhiều ngân hàng cho rằng họ sẽ cần chi nhiều hơn cho khoảng chi phí này nhằm cải thiện chất lượng tài sản. Mức độ hoàn thành kế hoạch năm tại nhiều ngân hàng cũng khá thấp. Về triển vọng năm 2025, tăng trưởng lợi nhuận sẽ vẫn phải phụ thuộc lớn vào NII nhờ vào tăng trưởng tín dụng. Các nguồn thu ngoài lãi vẫn chưa được kỳ vọng khởi sắc khi thiếu vắng nhiều động lực đáng kể. Tăng trưởng lợi nhuận ròng dự kiến đạt 15–20%, tùy thuộc vào mức độ thận trọng của các ngân hàng trong quá trình bình thường hóa các chỉ số sức khỏe cũng như lợi nhuận.

Kế hoạch LNTT 2024 và thực hiện (tỷ đồng)

MCK	2023	2024P	sv.ck.	9T23	9T24	sv.ck.	%KH
ACB	20,068	22,000	10%	15,024	15,335	2%	70%
BID				19,763	22,047	12%	
CTG	24,194	26,300	9%	16,935	18,719	11%	71%
HDB	13,017	15,852	22%	8,632	12,655	47%	80%
MBB	26,306	28,410	8%	20,019	20,736	4%	73%
STB	9,595	10,600	10%	6,840	8,094	18%	76%
TCB	22,888	27,100	18%	17,115	22,842	33%	84%
VCB	41,244	42,000	2%	29,550	31,533	7%	75%
VIB	10,703	12,045	13%	8,325	6,603	-21%	55%
VPB	10,987	23,165	111%	8,279	13,861	67%	60%

NIM



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Ngân hàng – Dự phóng tăng trưởng LNTT 2025 khoảng 15%–20%

Tỷ đồng	Tổng thu nhập					Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng					Lợi nhuận trước thuế				
	2023	2024F	CK	2025F	CK	2023	2024F	CK	2025F	CK	2023	2024F	CK	2025F	CK
ACB	32,747	34,804	6.3%	40,875	17.4%	21,872	23,179	6.0%	26,977	16.4%	20,068	20,567	2.5%	24,168	17.5%
BID	72,669	76,814	5.7%	90,072	17.3%	47,589	50,083	5.2%	58,997	17.8%	27,294	29,169	6.9%	36,140	23.9%
CTG	70,548	81,912	16.1%	89,614	9.4%	50,105	59,624	19.0%	65,952	10.6%	24,990	28,494	14.0%	34,577	21.3%
HDB	26,414	34,838	31.9%	41,717	19.7%	17,284	22,993	33.0%	26,733	16.3%	13,017	17,668	35.7%	21,539	21.9%
MBB	47,306	54,578	15.4%	60,091	10.1%	32,393	38,331	18.3%	42,089	9.8%	26,306	28,156	7.0%	32,244	14.5%
STB	26,173	31,628	20.8%	37,601	18.9%	13,283	17,216	29.6%	21,554	25.2%	9,595	12,998	35.5%	17,729	36.4%
TCB	40,061	50,709	26.6%	54,986	8.4%	26,809	34,393	28.3%	39,114	13.7%	22,888	27,782	21.4%	34,829	25.4%
VCB	67,723	72,787	7.5%	83,646	14.9%	45,809	49,993	9.1%	59,600	19.2%	41,244	45,145	9.5%	51,716	14.6%
VPB	49,743	61,896	24.4%	70,181	13.4%	35,832	48,151	34.4%	52,846	9.8%	10,987	18,631	69.6%	24,872	33.5%

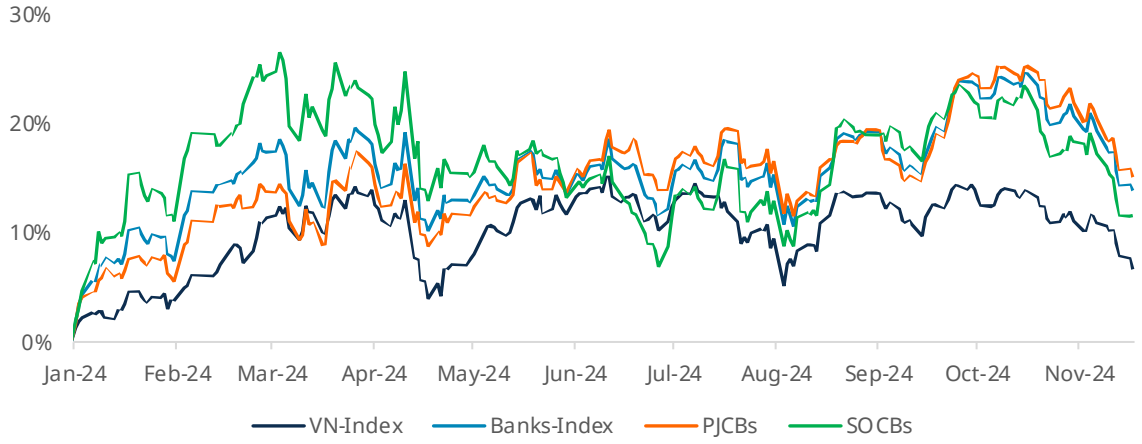
Nguồn: Mirae Asset Securities (Vietnam)

Ngân hàng – Định giá và điểm nhấn đầu tư

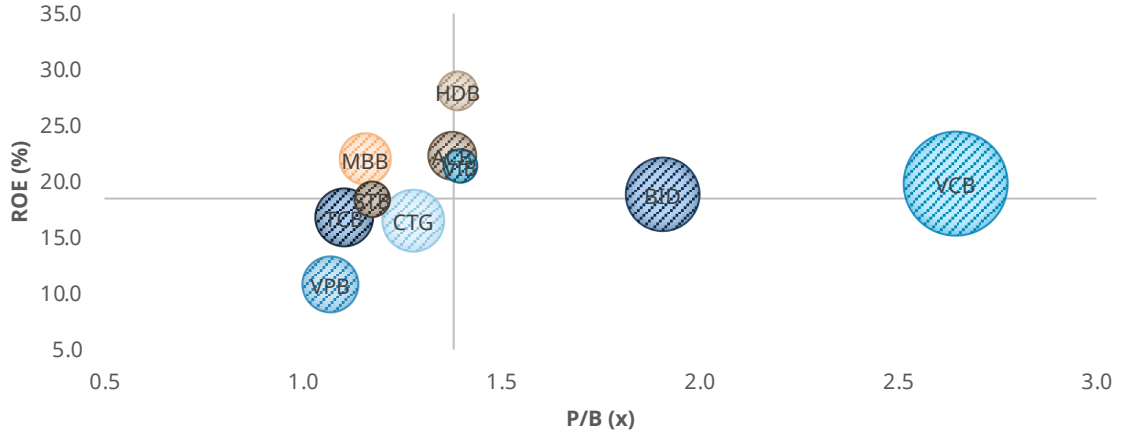
Rủi ro thấp sau điều chỉnh

- **Hệ quả của tâm lý thất vọng.** Thị trường đặt kỳ vọng cao cho sự phục hồi của các doanh nghiệp nội địa nói chung, trong đó có cả ngành ngân hàng với nhiều ngân hàng lớn khi đặt mục tiêu tăng trưởng trên 30% cho 2024. Tuy nhiên, kết quả có vẻ thấp hơn đáng kể so với kỳ vọng, đặc biệt đối với nhóm ngân hàng khi họ thường đạt mục tiêu nhưng lại liên tiếp trượt trong 2023 và khả năng trong 2024.
- **Luận điểm đầu tư.** Sự hồi phục của diễn biến giá CP ngân hàng từ cuối Q3 đến đầu Q4/2023, đồng pha với tăng trưởng lợi nhuận dương trở lại cùng kỳ. Theo đó, định giá được đưa trở lại mức trung bình 5 năm từ mức -1 độ lệch chuẩn (std). Tuy nhiên, thị trường đang thiếu động lực để vượt ngưỡng định giá này. Hiện tại, định giá đa phần đang ở khoảng dưới -0.5std, theo nhận định, là cơ hội tích lũy dần cổ phiếu ngân hàng.
- Bên cạnh chiến lược xuyên suốt của chúng tôi với các cổ phiếu ngân hàng là nhóm có tiềm năng đầu tư trung và dài hạn, hiện tại các cổ phiếu có mức định giá hấp dẫn, có thể kể đến như TCB và VPB, sẽ tiềm ẩn ít rủi ro hơn trong ngắn hạn, đặc biệt trong bối cảnh quá trình hồi phục kinh tế chung sẽ không thể nào bằng phẳng. Trong ngắn hạn, VPB và VIB là 2 ngân hàng trong danh mục theo dõi có khả năng ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ trên kỳ vọng bước vào giai đoạn phục hồi, với mức định giá tương đối hấp dẫn khi các chỉ số chưa đạt kỳ vọng trong năm 2024.
- Triển vọng tại các ngân hàng quốc doanh sẽ là câu chuyện tương đối dài hạn hơn khi vấn đề giữ lại lợi nhuận được kỳ vọng sẽ sớm có giải pháp, trong khi các ngân hàng này cũng có những thế mạnh cạnh tranh khác biệt như CTG với FDI bền vững, BID hưởng lợi từ gia tăng đầu tư công, và VCB có khả năng gia tăng thị phần mảng XNK.

Biểu đồ giá các nhóm ngân hàng so với VN-Index



Vốn hóa, ROE, và P/B của các ngân hàng lớn (P/B trung bình 12 NHTM lớn là 1.38x)



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam
Chú thích: PJCBs: các NHTM tư nhân; SOCBs: NHTM quốc doanh; Banks-index: chỉ số ngành NH

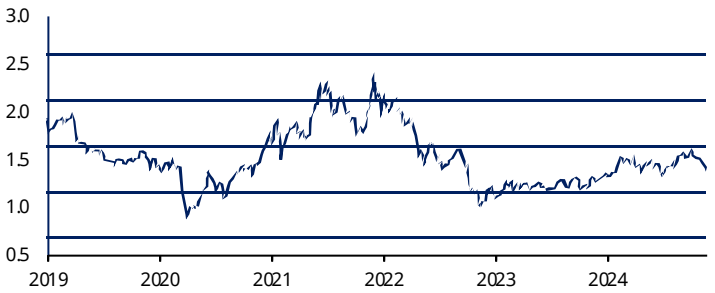
P/B 5 năm của các ngân hàng

ACB

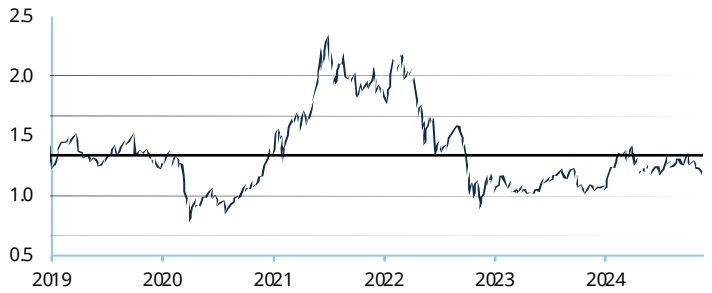
BID

CTG

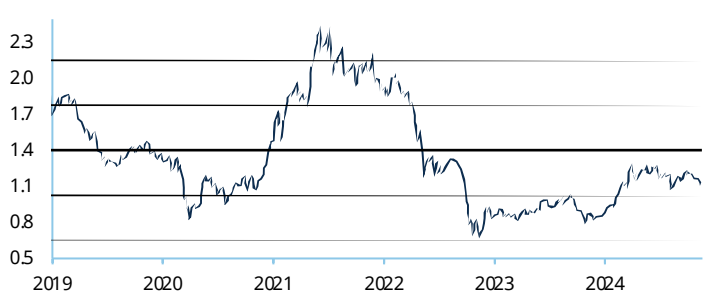
HDB



MBB



TCB



VCB

STB

VPB

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam

Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam (HOSE: VCB)

Ngân hàng

Chờ đợi cơ hội

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

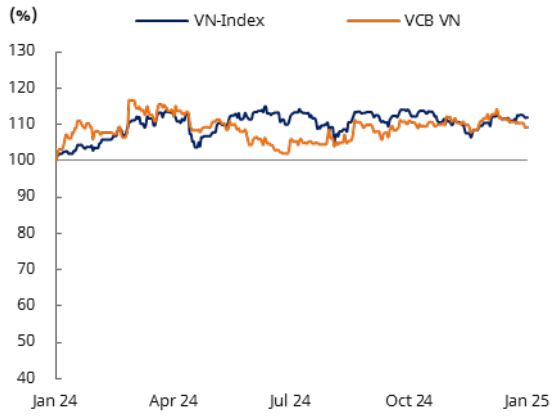
(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**103,200**
Thị giá (02/01/25)	91,200
Lợi nhuận kỳ vọng	13%

LNST (25F, tỷ đồng)	41,468
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	15
P/E (25F, x)	12.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	509,725
SL cổ phiếu (triệu)	5,589
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	25.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	23.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	82,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	100,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.9	3.6	7.9
Tương đối	-3.3	4.9	-2.8

Điểm nhấn đầu tư

- Đến cuối Q3/2024, Vietcombank (VCB) đạt mức tăng trưởng tín dụng 10.3% sv.2023, cao hơn đôi chút so với mức trung bình của ngành là 9%. Tính theo quý, mức tăng tín dụng của VCB tăng thêm 2.5%p sv.Q2, với tổng dư nợ đạt khoảng 1.4 triệu tỷ. Tốc độ tăng trưởng này tuy không cao bằng nhiều ngân hàng tư nhân lớn, nhưng vẫn tương đối tích cực và bền vững so với nhóm NH quốc doanh. Tỷ trọng cho vay ngắn và trung hạn lần lượt tăng nhẹ 0.2%p và 0.1%p theo quý, đạt 64.1% và 4%, cho thấy nhiều khả năng mảng cho vay doanh nghiệp lớn vẫn là đóng vai trò chủ đạo. Đến quý 2/2024, tỷ trọng cho vay KHCN giảm từ 46% Q2/2023 xuống 43.9%, trong khi cho vay SME giảm 1%p xuống còn 6.7%, cho thấy nhu cầu tín dụng từ các phân khúc có lợi suất tốt vẫn còn yếu.
- Dù tăng trưởng tín dụng không quá nổi trội, lợi nhuận của VCB tiếp tục khởi sắc hơn trong Q3/2024. LNTT trong quý tăng 18.2% sv.ck., nhờ vào tăng trưởng thu nhập lãi ròng (+7.8% sv.ck.) và thu nhập dịch vụ (+42.8%), trong khi chi phí dự phòng giảm đến 78.2%. Nhờ kết quả kinh doanh khả quan trong quý 2 và quý 3, lợi nhuận lũy kế 9T2024 của VCB đạt 31.5 nghìn tỷ, tăng 6.7% sv.ck. và hoàn thành khoảng 75% KHKD. Trong đó, mặc dù tổng thu nhập ròng 9T2024 giảm nhẹ 1.7% sv.ck., các loại chi phí cũng giảm, đặc biệt là chi phí dự phòng (giảm 44.7%).
- Dù giảm trích lập dự phòng, chất lượng danh mục cho vay của VCB vẫn được duy trì ổn định. Tỷ lệ nợ xấu chỉ tăng nhẹ 2bps theo quý, lên mức 1.22%, và tăng 24bps sv.2023, trong khi tỷ lệ nợ xấu mở rộng đi ngang ở mức 1.57%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cũng đang ở mức cao hơn so với mặt bằng chung với 204.7%.
- Chúng tôi tiếp tục điều chỉnh giảm chi phí dự phòng tương đối cho VCB khi kết luận từ phía kiểm toán nhà nước cho rằng ngân hàng đã trích thừa dự phòng. Vì vậy, tỷ lệ bao phủ nợ xấu mục tiêu được điều chỉnh giảm xuống khoảng 150%-180% cho trung và dài hạn sẽ là mức hợp lý khi ngoài dư nợ cho vay, VCB cũng có rủi ro tín dụng ngoại bảng liên quan đến các hoạt động tài trợ xuất nhập khẩu. Mặc dù thay đổi trong phương pháp tính tăng trưởng tín dụng có thể hạn chế thu nhập lãi, điều này được kỳ vọng sẽ tăng thu nhập ngoài lãi đến từ cả lợi nhuận giao dịch và dịch vụ (dịch vụ thanh toán), tận dụng các lợi thế sẵn có của ngân hàng. Mục tiêu NIM dài hạn cũng được nâng lên 3.2% (từ mức 3.1%) khi VCB chủ động mở rộng thị phần mảng KHCN (+10.5% sv.2023) nhằm đa dạng hóa và tối ưu lợi suất danh mục tín dụng.



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	58,386	66,440
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	12,777	14,324	14,836	14,103	14,401	17,206
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	23,050	27,389	37,359	41,244	45,145	51,716
LNST (tỷ đồng)	18,451	21,919	29,892	33,033	36,199	41,468
EPS (đồng)	4,975	5,910	6,316	5,910	6,477	7,419
ROE (%)	21.1	21.6	24.2	21.6	19.7	19.1
P/E (x)	15.4	11.2	12.1	15.7	14.3	12.5
P/B (x)	3.7	3.2	3.2	3.1	2.6	2.2
Giá trị sổ sách (đồng)	25,370	29,421	29,158	30,156	35,603	41,946
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,326,230	1,414,673	1,814,188	1,839,223	2,025,192	2,243,219
VCSH (tỷ đồng)	94,095	109,117	137,988	168,543	198,989	234,440

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (HOSE: BID)

Ngân hàng

Chuyển trọng tâm sang tối ưu hóa lợi nhuận

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

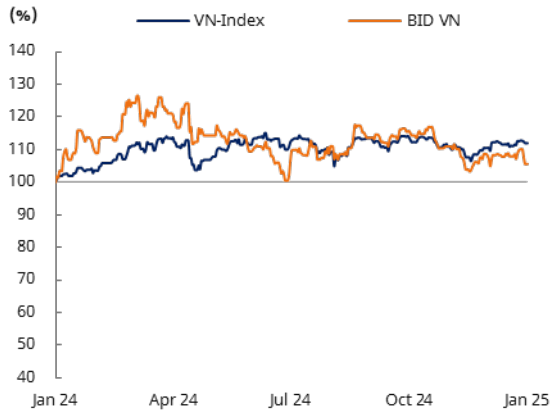
(Cập nhật)	**MUA**
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**46,000**
Thị giá (02/01/25)	37,550
Lợi nhuận kỳ vọng	23%

LNST (25F, tỷ đồng)	28,696
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	12.0
P/E (25F, x)	9.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	259,002
SL cổ phiếu (triệu)	6,898
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	19.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	13.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	35,289
Cao nhất 52 tuần (VND)	46,860

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.3	-3.9	3.7
Tương đối	-2.7	-2.7	-7.0

Điểm nhấn đầu tư

- Với việc chấp thuận cho phép giữ lại lợi nhuận (chia cổ tức dưới dạng cổ phiếu), tăng trưởng tín dụng của BID được kỳ vọng đạt 12.7% cho 2024. Trong trung hạn, xu hướng yêu cầu tiêu chuẩn cao hơn về chất lượng tài sản và an toàn vốn—đặc biệt là yêu cầu cao hơn đối với vốn cấp 1—dự kiến sẽ ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của ngân hàng. CAR đạt 9.48% trong Q2/2024 không quá thấp nhưng vẫn có phần kém hơn so với các ngân hàng tư nhân, vì vậy, BID có khả năng sẽ không chi trả cổ tức tiền mặt trong những năm tới. Tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ ổn định ở mức 13% trong trung hạn, cao hơn dự phóng trước đây (10%–11%). Nhu cầu tín dụng cho 2025 đối với phân khúc tập trung của BID khá tích cực khi chủ trương chính phủ gia tăng đầu tư công. NIM được kỳ vọng cải thiện dần lên mức 2.7%–2.9%, phản ánh sự phục hồi kinh tế và giảm bớt trách nhiệm của các ngân hàng đối với mục tiêu hỗ trợ nền kinh tế vượt qua giai đoạn khó khăn. Tỷ trọng mảng KHCN tăng cũng được kỳ vọng sẽ góp phần tích cực cho NIM phục hồi. Bên cạnh đó, BID với vai trò chính trong khâu thanh toán thu phí không dừng sẽ không chỉ hỗ trợ gia tăng CASA mà còn mở rộng tệp khách hàng (đặc biệt là nhóm KHCN trung lưu), giúp giảm chi phí huy động và marketing. Qua đó, lợi nhuận của ngân hàng được kỳ vọng tăng hơn 23% cho 2025.
- Tài sản của BID tiếp đà hồi phục trong Q3/2024, tăng 2.1% sv.Q2 và 12% sv.2023, đạt 2,576 nghìn tỷ. Các nhóm tài sản chính ghi nhận mức tăng trưởng cao bao gồm cho vay LNH (+21.6% sv.2023), danh mục đầu tư (+15.8%), và cho vay khách hàng (+9.9%). Mặc dù tăng trưởng phân khúc cho vay có vẻ khiên tốn khiêm tốn trong 9T2024, nhưng xét theo quý (+3.7%) thì tăng trưởng cao hơn so với các loại tài sản khác. Tăng trưởng danh mục tín dụng của BID đặc biệt nổi bật nhờ mảng ngân hàng bán lẻ, với mức tăng 16.4% sv.2023, vượt xa mức tăng mảng cho vay KHDN chỉ +4.8%. BID là một trong số ít các ngân hàng ghi nhận tăng trưởng cao hơn đối với dư nợ của nhóm KHCN trong 9T2024. Tỷ trọng ngân hàng bán lẻ gia tăng sẽ hỗ trợ triển vọng NIM của ngân hàng, hiện đang ở mức thấp ~ 2.51% trong Q3/2024, giảm 21bps sv.2023.
- Chất lượng tài sản của BID, nếu so với tình hình chung, vẫn vượt trội, tuy nhiên, có phần suy giảm tương đối rõ trong Q3/2024. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng 19bps trong quý lên 1.71%, mức cao nhất kể từ năm 2021. Tương tự, tỷ lệ nợ xấu mở rộng (bao gồm nợ nhóm 2) tăng 27bps lên 3.38%. Trong khi đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm xuống 115.7%, giảm 16.5%p theo quý hay 66.1%p sv.2023. Ngoài ra, các khoản phải thu cũng tăng mạnh (+52.3% sv.2023) và lãi dự thu (+35.1% sv.2023) cũng chênh lệch khá nhiều so với tăng trưởng tổng tài sản hoặc tài sản sinh lãi (+12.6%), tiềm ẩn lo ngại chất lượng tài sản của ngân hàng bên cạnh tỷ lệ nợ xấu.
- BID tiếp tục tận dụng đệm dự phòng cao để duy trì tăng trưởng lợi nhuận trong Q3/2024, ghi nhận mức tăng trưởng LNTT 12.4% sv.ck, đạt gần 6.5 nghìn tỷ. Nhân tố chính thúc đẩy lợi nhuận trong kỳ đến từ việc cắt giảm chi phí dự phòng 25.2% sv.ck., trong khi thu nhập lãi thuần chỉ ghi nhận mức tăng không đáng kể (1.5% sv.ck.). Ngoài ra, thu nhập ngoài lãi cũng giảm đáng kể -21.1% do sự suy yếu ở cả mảng dịch vụ lẫn các giao dịch tài sản tài chính. Lũy kế 9T2024, lợi nhuận của BID tăng 11.6% sv.ck., đạt 22.1 nghìn tỷ.



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	61,918	75,218
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	14,086	15,483	13,222	16,533	14,896	14,854
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	9,026	13,548	23,009	27,650	29,469	36,440
LNST (tỷ đồng)	6,997	10,540	18,159	21,552	23,115	28,696
EPS (đồng)	1,795	1,715	3,271	4,101	4,608	5,162
ROE (%)	7.4	12.7	19.1	19.0	17.3	16.0
P/E (x)	33.10	17.8	9.9	11.5	10.1	9.1
P/B (x)	2.5	2.2	1.7	2.0	2.1	1.7
Giá trị sổ sách (đồng)	18,998	17,066	20,597	21,563	25,431	31,068
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,516,686	1,761,696	2,120,609	2,300,814	2,595,000	3,011,435
VCSH (tỷ đồng)	35,824	46,823	56,070	56,136	61,918	75,218

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (HOSE: TCB)

Ngân hàng

Mở rộng vùng tiềm năng

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

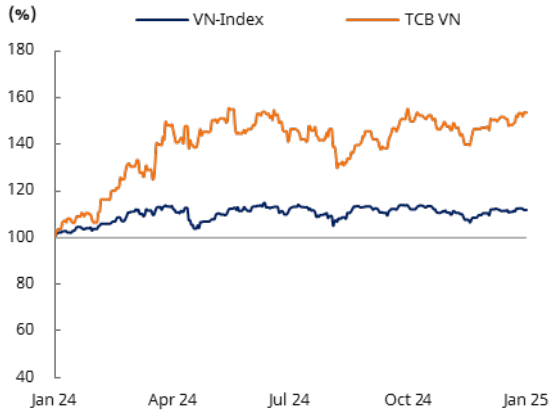
(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**28,500**
Thị giá (02/01/25)	24,650
Lợi nhuận kỳ vọng	16%

LNST (25F, tỷ đồng)	27,827
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	25
P/E (25F, x)	6.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	174,149
SL cổ phiếu (triệu)	7,065
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	68.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	22.5
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	25,250

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.2	4.9	51.2
Tương đối	2.9	6.2	40.5

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 KHCN 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, LNTT 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 LNTT 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	7.7	6.2
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

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (HOSE: VPB)

Ngân hàng

Trên đà hồi phục

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

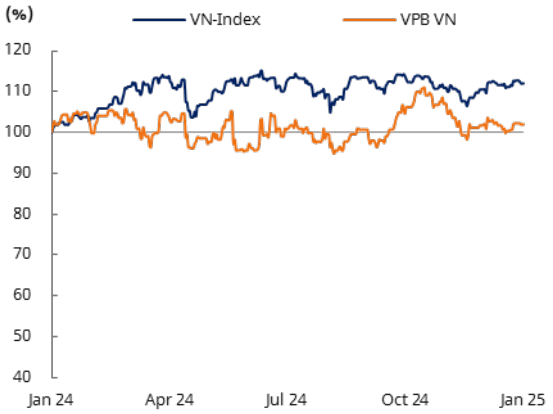
(Cập nhật)	**MUA**
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**23,600**
Thị giá (02/01/25)	19,200
Lợi nhuận kỳ vọng	23%

LNST (25F, tỷ đồng)	19,767
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	27
P/E (25F, x)	7.6
Vốn hóa (tỷ đồng)	152,331
SL cổ phiếu (triệu)	7,934
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	89.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	25.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	21,050

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	0.0	0.3	0.5
Tương đối	-1.4	1.5	-10.2

Điểm nhấn đầu tư

- Trong 9T2024, chất lượng tài sản có biến động tăng giảm đan xen giữa các quý, cả nội và ngoại bảng, và ghi nhận cải thiện đáng kể trong quý 3. Chất lượng danh mục cho vay ghi nhận phục hồi theo quý, dù vậy, vẫn có sự phân hóa giữa kết quả của ngân hàng mẹ và hợp nhất, với tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng 31bps và giảm 27bps theo quý, lần lượt đạt mức 3.58% và 4.81% cuối quý 3. Tỷ lệ nợ dưới chuẩn có sự cải thiện đồng nhất hơn, giảm lần lượt 1.29% và 1.04%p theo quý. Ngoài ra, một điểm tích cực đáng lưu ý là tỷ lệ trái phiếu đầu tư (TPDN) dưới chuẩn đã giảm mạnh từ mức đỉnh 27.4% trong Q1/2024 xuống còn 6.7% vào cuối Q3/2024, tương ứng với mức giảm 85.4% về giá trị tuyệt đối. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cũng ghi nhận mức cải thiện 2.7%p theo quý, đạt mức 50.1%.
- Dù tăng trưởng tín dụng trong 9T2024 chỉ ở mức vừa phải, lợi nhuận của ngân hàng vẫn đạt kết quả ấn tượng. Dù vậy tiến độ hoàn thành kế hoạch năm vẫn chưa thực sự khả quan. Trong kỳ, LNTT hợp nhất của VPBank đạt gần 13.9 nghìn tỷ, tăng 67% sv.ck. và hoàn thành khoảng 60% KH lợi nhuận cả năm. Động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận đến từ thu nhập lãi thuần, tăng 32.3% sv.ck., trong khi thu nhập ngoài lãi tương đối yếu. Thu nhập thuần từ dịch vụ (NSI) giảm 12.1% do biên lợi nhuận bị thu hẹp bởi đóng góp thấp từ dịch vụ thanh toán, trong khi thu nhập khác (NOI) tăng nhẹ 2.2%. Tuy nhiên, điểm sáng trong NOI là thu nhập từ thu hồi nợ xấu đã xử lý tăng mạnh sv.ck., +108.1% trong Q2/2024 và +201.5% trong Q3/2024. Phần lớn các khoản nợ xấu phát sinh gần đây thuộc về ngân hàng mẹ (có tài sản đảm bảo), do đó khả năng thu hồi tốt hơn và dự kiến vẫn duy trì khả quan trong thời gian tới. Về chi phí, CPHĐ chỉ tăng nhẹ 2.5% sv.ck., trong khi chi phí dự phòng cũng chỉ tăng 13.3%, thấp hơn nhiều so với mức tăng thu nhập lãi thuần. KQKD của FE Credit cũng đang dần khởi sắc hơn khi ghi nhận giảm lỗ trong 6T2024 và lãi gần 300 tỷ lợi nhuận trong Q3/2024.
- Dù các chỉ số chất lượng tài sản cả nội và ngoại bảng ghi nhận nhiều cải thiện, nhưng các khoản giải ngân mới trong 9T2024 lại làm gia tăng rủi ro tập trung. Cụ thể, dù tăng trưởng tín dụng của VPBank khá tốt trong 9T2024, hầu hết các khoản giải ngân mới đều tập trung vào nhóm khách hàng doanh nghiệp. Đáng chú ý, 72.4% tín dụng tăng trong kỳ được phân bổ vào lĩnh vực KD BĐS, nâng tỷ trọng cho vay vào lĩnh vực này lên 26% trên tổng danh mục cho vay cuối Q3/2024, so với mức 20.3% vào năm 2023.
- Trong nhóm các ngân hàng theo dõi, VPB được kỳ vọng có tiềm năng tăng trưởng cao cả về tín dụng lẫn lợi nhuận trong năm 2024 và 2025. Tăng trưởng tín dụng hợp nhất dự phóng 14.5% cho năm 2024 và 18% vào năm tiếp theo, tương ứng với mức tăng trưởng lợi nhuận lần lượt là 69.6% và 33.5%. Rủi ro chính đối với triển vọng đầu tư đến từ chiến lược phát triển chú trọng tăng trưởng nhanh của VPB khiến chi phí tín dụng duy trì ở mức cao. Mặc dù chi phí tín dụng tại cả công ty tài chính tiêu dùng và ngân hàng mẹ được dự kiến sẽ giảm dần nhờ điều kiện kinh tế cải thiện và gia tăng đóng góp từ mảng chứng khoán, chi phí này sẽ khó giảm mạnh trong ngắn hạn. Ngoài ra, dù triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, ROE của ngân hàng nhiều khả năng vẫn duy trì ở mức thấp sau các đợt tăng vốn lớn, ảnh hưởng đến vấn đề định giá. Tuy nhiên, nếu ngân hàng tiếp tục duy trì chính sách trả cổ tức tiền mặt như 2023 thì chỉ số này có thể được cải thiện đáng kể.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	32,346	34,349	41,021	38,175	50,295	56,035
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	6,687	9,953	16,776	11,569	11,601	14,146
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	13,019	14,580	21,220	10,987	18,631	24,872
LNST (tỷ đồng)	10,414	11,808	18,168	10,053	15,550	19,767
EPS (đồng)	4,242	2,656	2,706	1,267	1,960	2,491
ROE (%)	21.9	17.0	19.1	8.3	11.0	12.9
P/E (x)	4.5	7.1	7.0	14.9	9.7	7.6
P/B (x)	0.9	1.1	1.3	1.1	1.1	0.9
Giá trị sổ sách (đồng)	22,187	17,891	14,490	16,980	17,524	19,991
Tổng tài sản (tỷ đồng)	419,027	547,626	631,013	817,700	918,663	1,080,887
VCSH (tỷ đồng)	52,794	86,451	103,502	139,947	143,623	163,323

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng TMCP Quân Đội (HOSE: MBB)

Ngân hàng

Hợp nhất với OceanBank

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

(Cập nhật)	NẮM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**27,200**
Thị giá (02/01/25)	25,100
Lợi nhuận kỳ vọng	8%

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)	6.9
Vốn hóa (tỷ đồng)	133,189
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	5,306
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	69.0
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	23.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,650
Cao nhất 52 tuần (VND)	26,200

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.8	10.1	31.1
Tương đối	3.4	11.4	20.4

Điểm nhấn đầu tư

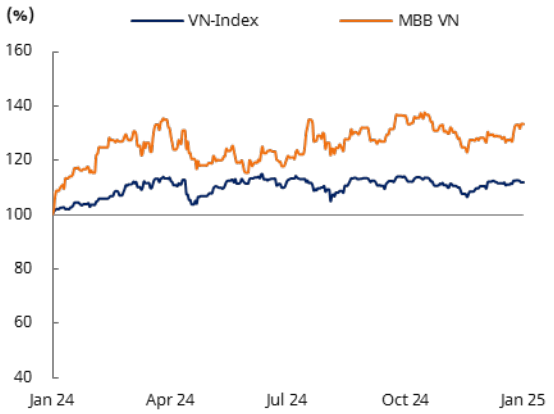
Mục tiêu tăng trưởng 2025-2029: Trong giai đoạn 2024-2029, MBB đặt mục tiêu tăng trưởng tài sản 14%/năm. Về tăng trưởng tín dụng, ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng bình quân 15%/năm, đồng thời quản lý tỷ lệ nợ xấu duy trì dưới 2%. LNTT dự kiến tăng 12%/năm. Kế hoạch này không tính đến việc nhận chuyển 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 LNTT 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	7.0	6.9	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 Á Châu (HOSE: ACB)

Ngân hàng

Chậm mà chắc

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

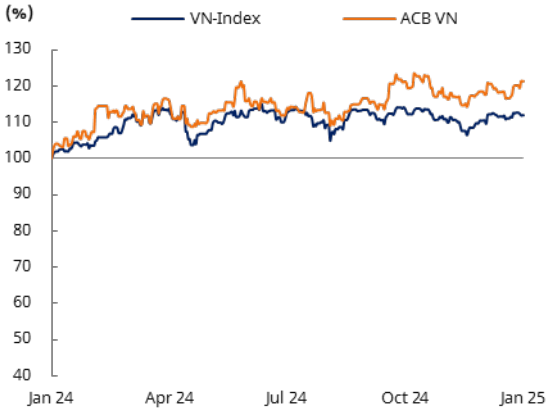
(Cập nhật)	NẮM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**27,900**
Thị giá (02/01/25)	25,800
Lợi nhuận kỳ vọng	8%

LNST (25F, tỷ đồng)	19,343
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	18
P/E (25F, x)	5.0
Vốn hóa (tỷ đồng)	115,240
SL cổ phiếu (triệu)	4,467
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	79.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	30.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,826
Cao nhất 52 tuần (VND)	26,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	3.2	6.2	18.7
Tương đối	1.8	7.4	8.0

Điểm nhấn đầu tư

- Tốc độ tăng trưởng tài sản của ACB có phần chững lại trong Q3/2024, đạt 777.4 nghìn tỷ, tăng 8.2% sv.2023 nhưng chỉ tăng 1% theo quý. Trong kỳ, loại tài sản ghi nhận mức tăng cao nhất là mảng ngân hàng đầu tư (+29.5% s.v Q2/2024), với đa phần là trái phiếu chính phủ, trong khi tăng trưởng dư nợ cho vay chỉ ở mức khiêm tốn là +0.9% theo quý hay 13.8% sv.2023. Tăng trưởng chậm lại có thể đến từ nhiều yếu tố, bao gồm việc ngân hàng gần như tận dụng tối đa tỷ lệ LDR, tiệm cận mức trần 85%, cùng với nhu cầu tín dụng từ nhóm KHCN yếu ở khu vực phía Nam do nguồn cung bất động sản còn hạn chế, và chiến lược duy trì tăng trưởng tín dụng cân bằng giữa các phân khúc của ACB.
- Chất lượng tài sản tiếp tục giảm, nhưng tương đối nhẹ và không đáng ngại. Tổng nợ xấu tăng 1.9% theo quý, đẩy tỷ lệ nợ xấu lên mức 1.49%, tăng 1bps sv. Q2/2024. Ngoài ra, tỷ lệ nợ dưới chuẩn (bao gồm nhóm 2) tăng 11bps lên 2.12% sv. Q2/2024. Điểm sáng trong kỳ là tỷ lệ bao phủ nợ xấu phục hồi tương đối 4.1%p sv. Q2/2024, đạt 80.5% cuối Q3/2024. Nhìn chung, chất lượng tài sản suy giảm nhẹ nhưng ảnh hưởng không quá đáng kể đến triển vọng hoạt động ổn định của ngân hàng.
- Như đã đề cập trước đó, nền lợi nhuận của ACB trong năm 2023 khá cao, do đó tăng trưởng thu nhập năm 2024 sẽ khó ấn tượng như các ngân hàng trong cùng phân khúc. Trong Q3/2024, LNTT của ACB ghi nhận mức giảm 4.1% sv.ck. (tương tự mức giảm -5.6% trong Q1/2024), do thu nhập ngoài lãi giảm mạnh, bao gồm thu nhập dịch vụ thuần (-2.2%) và thu nhập khác (-43.2%), trong khi thu nhập thuần từ cho vay chỉ tăng nhẹ 10.8% và chi phí dự phòng giảm 31.2%. Lũy kế 9T2024, ACB ghi nhận hơn 15.3 nghìn tỷ LNTT, tăng nhẹ 1.6% sv.ck., và có vẻ chậm tiến độ khi chỉ hoàn thành 70% kế hoạch năm.
- Trong năm 2024 và năm 2025, tăng trưởng tín dụng được dự phóng sẽ đạt lần lượt 17.4% và 18.6%. Khác với động lực tăng trưởng năm 2024, khi cho vay doanh nghiệp chiếm ưu thế, năm 2025 được kỳ vọng sẽ chứng kiến sự phục hồi của mảng ngân hàng bán lẻ với mức tăng trưởng sẽ có phần cao hơn so với cho vay KHDN. Phân khúc cho vay bán lẻ chủ đạo của ACB—cho vay nhà phố tại khu vực phía Nam, đặc biệt tại TP. Hồ Chí Minh—dự kiến sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong năm 2025 đặc biệt là khu vực phía đông khi dự án Metro số 1 đi vào hoạt động, qua đó thúc đẩy giao dịch trong khu vực. Về dài hạn, TP. Hồ Chí Minh cũng đang đẩy nhanh tiến độ hoàn thành các dự án hạ tầng trọng yếu như Vành đai 3, Vành đai 4 và các tuyến metro tiếp theo, giúp cải thiện triển vọng bất động sản các khu vực lân cận. Lợi nhuận của ACB được kỳ vọng sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong năm 2025, với mức tăng trưởng dự báo khoảng 18% sv.ck., chủ yếu được thúc đẩy bởi thu nhập từ lãi (+19%).



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	14,600	18,945	23,534	24,960	28,806	34,368
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	3,560	4,619	5,257	7,787	5,998	6,507
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	9,594	11,998	17,114	20,068	20,567	24,168
LNST (tỷ đồng)	7,683	9,603	13,688	16,045	16,461	19,343
EPS (đồng)	2,809	3,555	4,053	4,131	4,238	4,980
ROE (%)	24.3	23.9	26.5	24.8	20.7	19.8
P/E (x)	8.0	7.0	6.2	6.1	5.9	5.0
P/B (x)	1.7	2.5	1.4	1.4	1.2	1.0
Giá trị sổ sách (đồng)	13,119	10,101	17,303	18,269	22,606	27,631
Tổng tài sản (tỷ đồng)	444,530	527,770	607,939	718,795	806,632	971,281
VCSH (tỷ đồng)	35,448	44,901	58,439	70,956	87,803	107,320

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Bất động sản dân cư – Tín hiệu tích cực cho nguồn cung tương lai

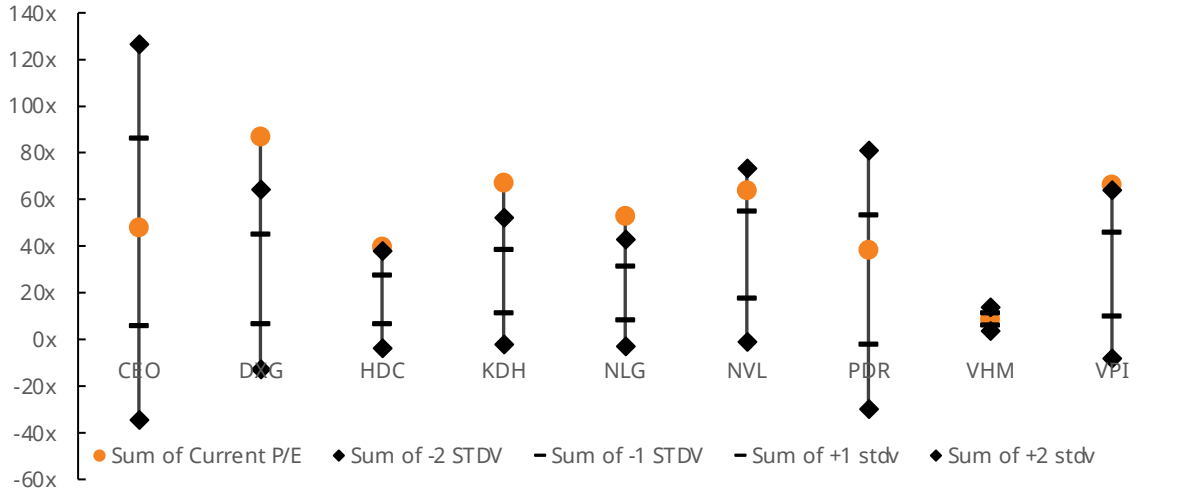
Tín hiệu tích cực cho nguồn cung tương lai

- Trong 9T2024, thị trường bất động sản nhà ở Việt Nam đã ghi nhận các tín hiệu tích cực về nguồn cung tương lai với: 1) 61 dự án mới được phê duyệt (+30% CK), bổ sung 31,673 căn hộ (+135% CK) trong phân khúc nhà ở; 2) 52 dự án mới được phê duyệt (-30% CK), cung cấp tổng cộng 8,253 đất nền (+103% CK). Tồn kho tăng mạnh 52% so với quý trước, đạt 25,937 đơn vị trong Q3/2024, đánh dấu mức cao nhất trong hai năm và đảo ngược mức giảm 26% của quý trước. Tín dụng cho ngành bất động sản tăng trưởng trung bình 7.6% mỗi quý từ Q1/2023 đến Q3/2024.
- Theo Cushman & Wakefield, Hà Nội dự kiến bổ sung 8,900 căn hộ chung cư trong Q4/2024, và 70,000 căn dự kiến từ nửa cuối năm 2024 đến 2027 (+106% so với giai đoạn 2020-2023), chủ yếu từ các khu đô thị tích hợp như Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Cổ Loa. Phân khúc nhà liền thổ sẽ bổ sung 1,030 căn trong Q4/2024, và 8,600 căn dự kiến từ 2025 đến 2027 (+46% so với giai đoạn 2020-2023). Tại TP.HCM, dự kiến bổ sung 29,300 căn hộ chung cư đến năm 2026 (-23% so với 2021-2023), chủ yếu ở TP. Thủ Đức, cùng với 4,400 căn nhà liền thổ (+96% so với 2021-2023). Tuy nhiên, nguồn cung vẫn tập trung vào phân khúc cao cấp, trong khi thiếu hụt nhà ở dành cho phân khúc bình dân.

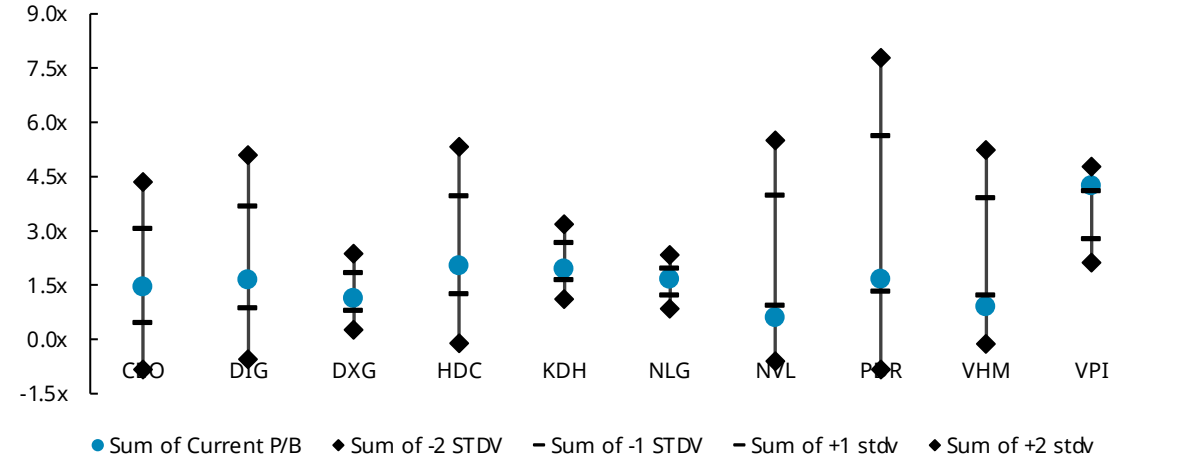
Giá vẫn ở mức cao

- Tại Hà Nội, giá căn hộ sơ cấp tăng nhẹ 3% so với quý trước và 26% CK trong Q3/2024, trong khi giá thị trường thứ cấp tăng 9%-12% so với quý trước. Giá nhà liền thổ tăng 19% so với quý trước và 120% CK, nhờ các đợt mở bán của Vinhomes. Tại TP.HCM, giá căn hộ sơ cấp giảm 14% so với quý trước và 6% CK, trong khi giá thị trường thứ cấp tăng 6%-8% so với quý trước. Giá nhà liền thổ giảm 39% CK và 20% so với quý trước, do nguồn cung giá rẻ hơn ở các khu vực phía Tây.
- Nhiều công ty bất động sản dự kiến không đạt chỉ tiêu năm 2024, ngoại trừ DXG, đạt 82% doanh thu và 108% lợi nhuận ròng mục tiêu trong 9T2024. Các khoản tạm ứng của khách hàng giảm, đặc biệt tại các công ty như PDR và VPI, trong khi KDH, NLG và VHM có kết quả tốt hơn.
- Phần lớn cổ phiếu bất động sản diễn biến kém hơn VNIndex, với các công ty như NVL, CEO, PDR, DIG, HDC và DXG giảm giá 20%-40%, trong khi NLG, KDH và VPI ghi nhận diễn biến giá tích cực hơn trong 2024. Hầu hết các công ty có tỷ lệ P/E cao (40x–80x), ngoại trừ VHM ở mức 9x, trong khi tỷ lệ P/B cân đối hơn theo định giá trung bình 5 năm.

Định giá P/E trong khoảng +/- 2 độ lệch chuẩn



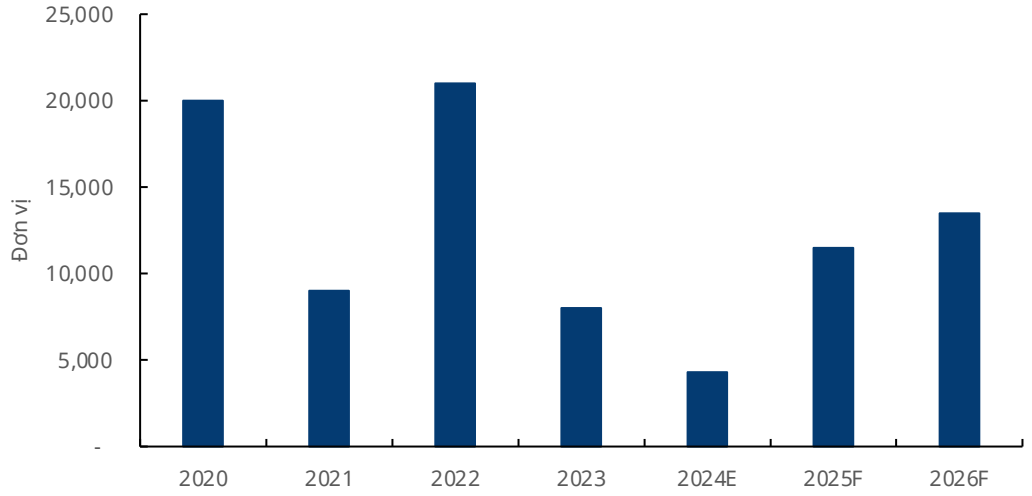
Định giá P/B trong khoảng +/- 2 độ lệch chuẩn



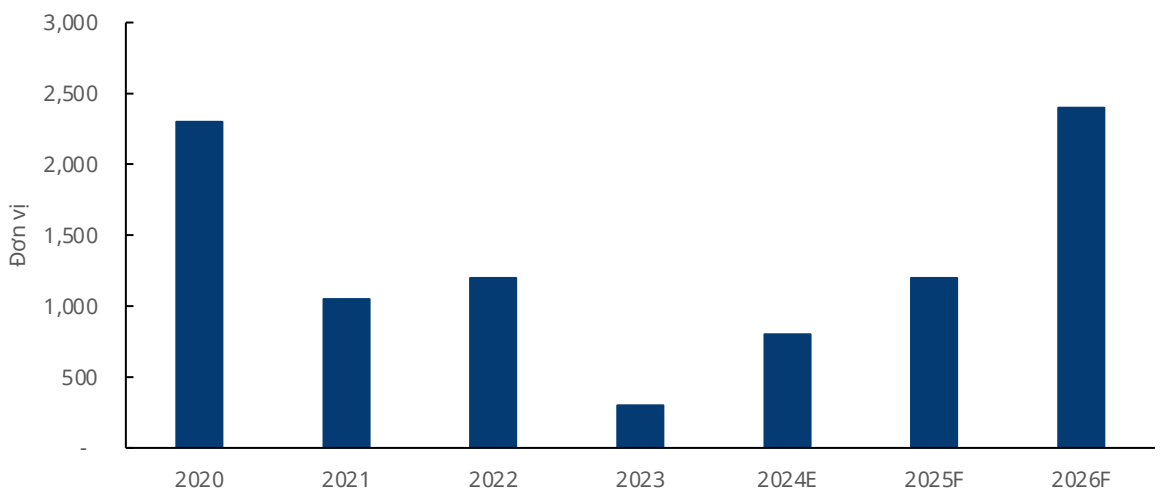
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Securities (Vietnam) Research, dữ liệu: 5 năm

Bất động sản dân cư – Tín hiệu tích cực cho nguồn cung tương lai (tt.)

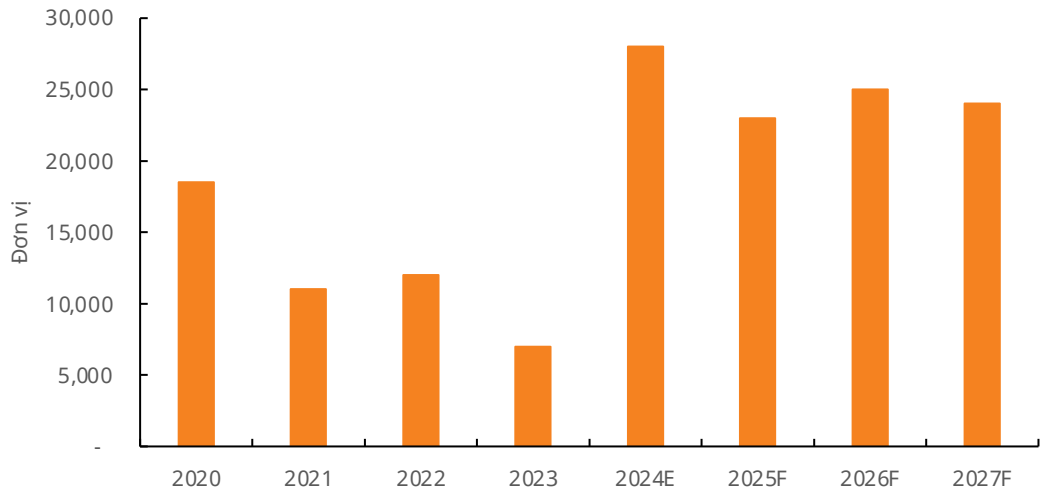
Nguồn cung căn hộ TP.HCM



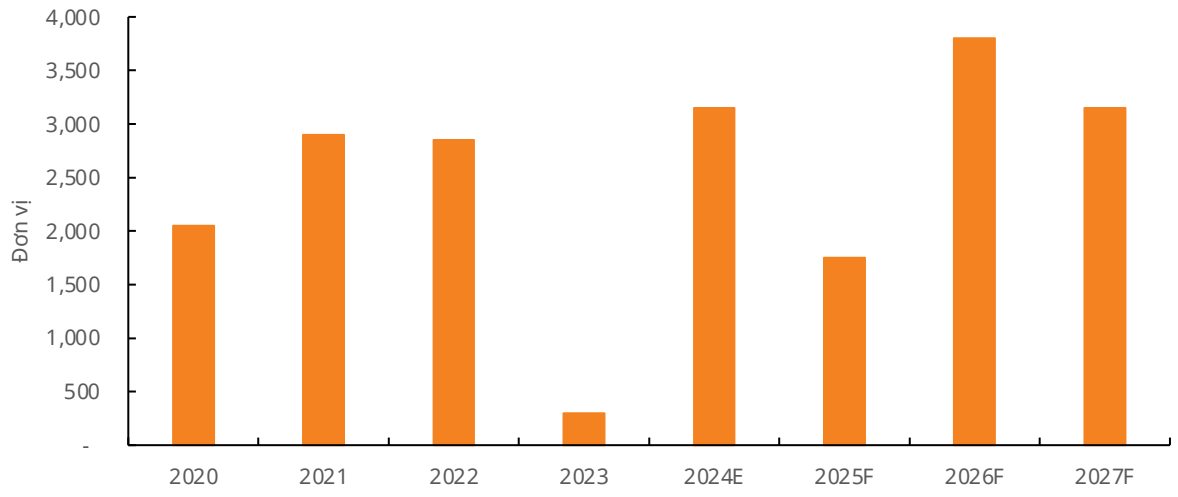
Nguồn cung đất nền TP.HCM



Nguồn cung căn hộ Hà Nội



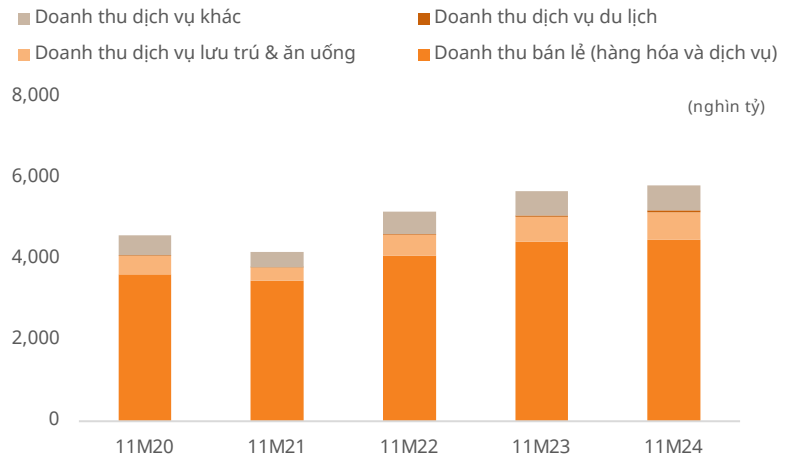
Nguồn cung đất nền Hà Nội



Nguồn: Cushman & Wakefield, Mirae Asset Securities (Vietnam) Research

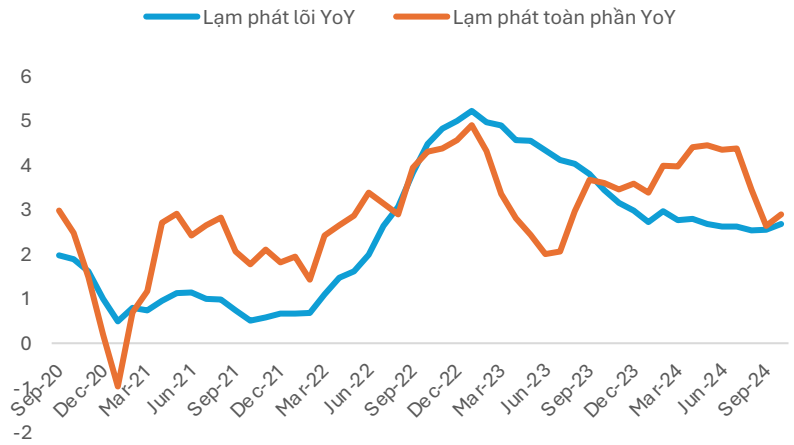
Bất động sản thương mại – Điểm sáng trong nền kinh tế phục hồi

Tăng trưởng bán lẻ duy trì



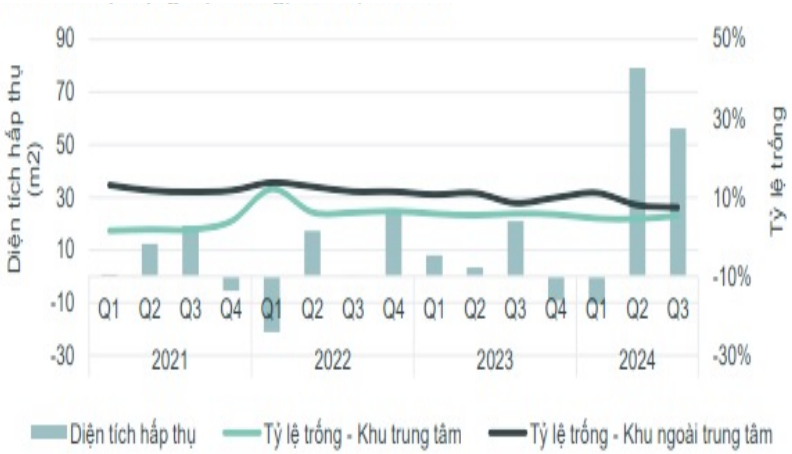
Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam (GSO)

Lạm phát toàn phần và lạm phát lõi tại Việt Nam giảm tốc



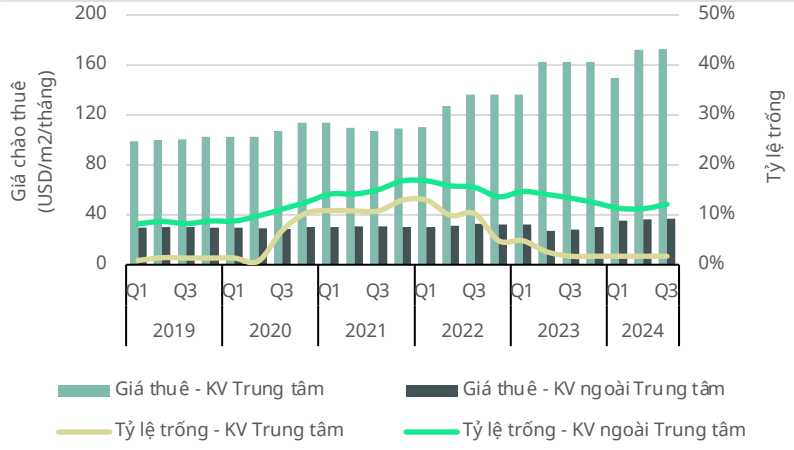
Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam (GSO)

Hiệu suất thị trường bất động sản bán lẻ - TP.HCM



Nguồn: CBRE (3Q24 HCM report)

Hiệu suất thị trường bất động sản bán lẻ - Hà Nội



Nguồn: CBRE (3Q24 Hanoi report). Giá chào thuê chưa bao gồm thuế và phí dịch vụ.

Tình hình ngành bán lẻ:

- Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng 8.8% CK trong 11T2024 (11T2023: +9.7%; 11T2022: +20.2%), thấp hơn mức trước đại dịch (2018–2019: 11.7%-11.8%) nhưng vượt qua đường xu hướng 2015–2024. Lượng khách quốc tế tăng trở lại lên 15.8 triệu (+41% CK).
- Trong bối cảnh ngành bán lẻ Việt Nam đang cải thiện, các tập đoàn như Aeon và Lotte đang tăng cường mở rộng. Aeon Mall, hiện vận hành 7 TTTM (NLA: 462,000m²), tiếp tục đầu tư 5.4 nghìn tỷ (212.4 triệu USD) cho Aeon Cần Thơ và 1 nghìn tỷ (39.3 triệu USD) cho dự án ở Long An. Aeon đặt mục tiêu đạt 16 TTTM vào năm 2025.

Thành Phố Hồ Chí Minh:

- Nguồn cung: Từ 2020–2022 không có TTTM mở mới, nhưng năm 2024 đã bổ sung VMM Grand Park Q9 (45,000m²), Parc Mall Q8 (34,000m²) và Central Premium Mall Q8 (30,000m²), nâng tổng diện tích sàn lên 1.2 triệu m² tính đến cuối Q3/2024. Nguồn cung (2025–2026) dự kiến bổ sung Park Hills Palace Gò Vấp (8,100m²) và Marina Central Tower Quận 1 (11,000m²).
- Hiệu suất cho thuê: Theo CBRE, diện tích cho thuê mới tại TP.HCM đạt 100,000m² trong 9T2024, cao nhất trong 3 năm qua, nâng tỷ lệ lấp đầy từ 93% lên 94%. Giá thuê khu vực trung tâm ở mức 274.1 USD/m² và ngoài trung tâm ở mức 53.3 USD/m² (-0.9% QoQ).

Hà Nội:

- Nguồn cung: Nguồn cung bán lẻ 9T2024 tăng thêm 24,581m² với việc khai trương The Linc Park City (10,581m²) và The Diamond Plaza (14,000m²), nâng tổng diện tích sàn lên gần 1.4 triệu m². Nguồn cung (2025) bao gồm Tiến Bộ Plaza (50,000m²) và Vinaconex Diamond (12,800m²).
- Hiệu suất cho thuê: Giá thuê khu vực trung tâm tại Hà Nội tăng 11.3% svck lên 172.7 USD/m² với tỷ lệ trống chỉ 1.7%, trong khi giá thuê ngoài trung tâm tăng 12.8% svck lên 37 USD/m² dù tỷ lệ trống vẫn cao ở mức 12.1%.

CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

Bất động sản thương mại

Chiến lược mở rộng cho 2025

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

(Cập nhật)	**MUA**
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**24,100**
Thị giá (02/01/25)	17,150
Lợi nhuận kỳ vọng	41%

LNST (25F, tỷ đồng)	4,355
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	8.2
P/E (25F, x)	12.6
Vốn hóa (tỷ đồng)	38,970
SL cổ phiếu (triệu)	2,272
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	39.7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	19.5
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	28,750

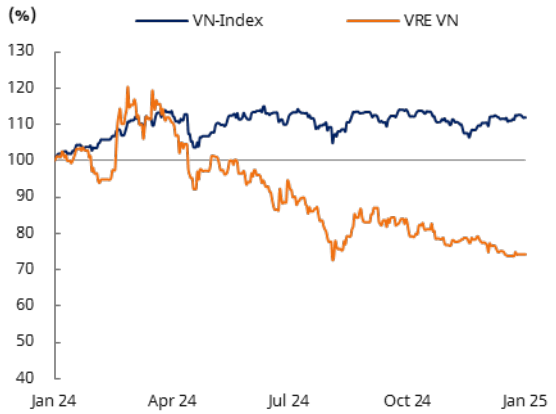
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.1	-17.5	-26.2
Tương đối	-4.5	-16.3	-37.0

Điểm nhấn đầu tư

Mở rộng ba trung tâm thương mại mới vào năm 2025, bổ sung 120,000 m² diện tích sàn (GFA): Năm 2024, VRE đã khai trương 1 Vincom Mega Mall (VMM) và 4 Vincom Plaza (VCP), bổ sung hơn 90,000 m² GFA. Trong năm 2025, dự kiến mở thêm 2 VMM và 1 VCP với tổng GFA đạt 120,000 m², bao gồm: Vincom Mega Mall Ocean City (Hưng Yên): 53,200 m², khai trương vào Q2/2025; Vincom Mega Mall Royal Islands (Hải Phòng): 47,600 m², khai trương vào Q3/2025; Vincom Plaza Vinh (Nghệ An): 19,000 m², khai trương vào Q4/2025. Tổng cộng, VRE sẽ bổ sung 214,465 m²trong giai đoạn 2024-2025 (+12% so với cuối 2023), đánh dấu sự phục hồi sau giai đoạn 2020–2023 khi chỉ có 3 TTTM được khai trương (VMM Smart City, VCP Mỹ Tho, VCP Bạc Liêu) do tác động của COVID-19 và những thách thức vĩ mô. Việc mở rộng trong giai đoạn mới sẽ củng cố vị thế cạnh tranh của VRE khi thị trường bán lẻ có dấu hiệu phục hồi. Sau 2025, VRE dự tính sẽ ngừng phát triển mô hình Vincom Plaza và tập trung mở rộng các Vincom Mega Mall, tận dụng lưu lượng khách hàng từ các khu đô thị VHM/VIC phát triển.

Phân bổ tiền đặt cọc cho các shophouse tại Royal Island và Golden Avenue - Quảng Ninh: VRE cũng đã đặt cọc để mua các shophouse tại dự án Vinhomes Royal Island (Đảo Vũ Yên, Hải Phòng, NSA: 85,600 m²) và dự án Vinhomes Golden Avenue (Quảng Ninh, NSA: 24,200 m²), dự kiến ra mắt vào năm 2025 và ghi nhận doanh thu vào cuối 2025–2026. Tính đến cuối Q3/2024, VRE đã đặt cọc 3,040 tỷ đồng cho VIC và VHM (2,683 tỷ đồng tại VIC và 356 tỷ đồng tại VHM). Ngoài ra, trong Q3/2024, VRE cũng đã thu hồi 2,350 tỷ đồng khoản cho vay từ VinFast và VinBus, thể hiện sự tiến triển trong việc quản lý các khoản mục từ bên liên quan.

Dự phóng 2025: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng 6.8% CK, đạt 9,935 tỷ đồng, bao gồm 1) Doanh thu cho thuê dự kiến tăng 6.5% CK, đạt 8,521 tỷ đồng (86% tổng doanh thu). Sự tăng trưởng này được củng cố bởi tác động vận hành cả năm của 5 TTTM mới được khai trương vào 2024, đóng góp khoảng 7% tổng diện tích sàn (GFA); và 2) Bất động sản đầu tư dự kiến đạt 1,294 tỷ đồng (+9.4% CK; 13% tổng doanh thu). Dự phóng này phản ánh kỳ vọng phục hồi về doanh số shophouse, đặc biệt từ các dự án như Royal Island và Golden Avenue. Các dự án này được kỳ vọng sẽ phục hồi trong năm 2025 so với mức nền thấp trong 2024, nhờ nhu cầu gia tăng khi tỷ lệ dân cư lấp đầy được cải thiện và điều kiện kinh tế - ngành BĐS ổn định hơn. Biên chi phí quản lý và bán hàng dự kiến sẽ duy trì ổn định, được hỗ trợ bởi áp lực lạm phát giảm, trong bối cảnh giá điện đã tăng 4.8% trong 2024. Theo đó, LNST ước tăng 8.2% CK lên 4,355 tỷ đồng.



FY (31/12)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	5,891	7,361	9,791	9,304	9,935	10,683
LNHĐ (tỷ đồng)	1,658	3,453	5,441	5,084	5,479	6,269
Biên LNHĐ (%)	28.1	46.9	55.6	54.6	55.1	58.7
LNTT (tỷ đồng)	1,692	3,524	5,526	5,033	5,443	6,234
LNST (tỷ đồng)	1,315	2,777	4,409	4,026	4,355	4,987
EPS (đồng)	578	1222	1,893	1,728	1,869	2,141
ROE (%)	4.3	8.3	11.7	9.6	9.4	9.7
P/E (x)	40.9	19.3	12.5	13.7	12.6	11.0
P/B (x)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
Tổng tài sản (tỷ đồng)	37,873	42,701	47,654	53,119	58,939	64,936
VCSH (tỷ đồng)	30,651	33,425	37,827	41,853	46,208	51,195

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Khu công nghiệp – Tăng trưởng ổn định

"Thỏi nam châm" hút vốn FDI

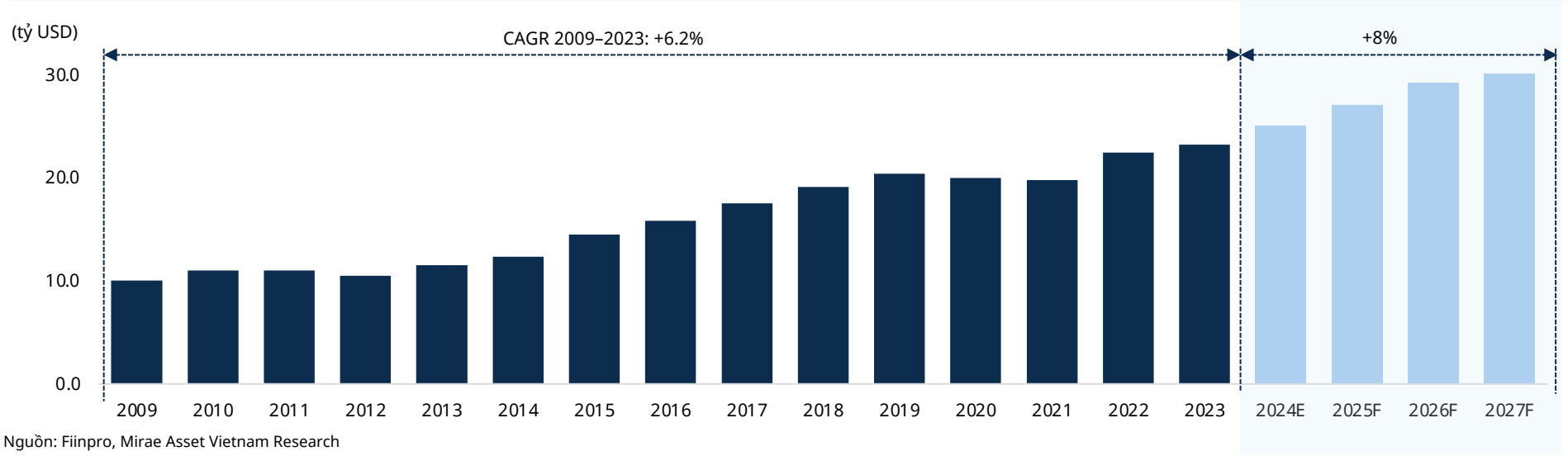
Vốn giải ngân duy trì đà tăng ổn định trong khi dòng vốn đăng ký cho thấy dấu hiệu chững lại

- Các nhà đầu tư nước ngoài đã phát đi tín hiệu trì hoãn trong các quyết định đầu tư vào Việt Nam kể từ Q3/2024 khi chờ đợi đánh giá các tác động của các chính sách tiềm tàng trong nhiệm kỳ Trump 2.0, xuất phát từ các yếu tố: 1) rủi ro thuế quan – khả năng áp thuế 60% đối với Trung Quốc và 10% đối với các quốc gia còn lại; 2) sự mạnh lên của đồng đô la Mỹ; và 3) tốc độ cắt giảm lãi suất của FED chậm hơn dự kiến. Theo đó, vốn đăng ký đã cho thấy sự giảm tốc trong cùng khoản thời gian, cụ thể ghi nhận mức tăng 10% CK trong 2024 lên 33.7 tỷ USD (2023: +35.8% CK). Trong 10T2024, hầu hết các dự án đăng ký mới cho thấy quy mô khá hạn chế, chỉ có ba dự án có vốn đầu tư đáng kể từ 500 triệu USD đến 1.5 tỷ USD và một số ít doanh nghiệp có vốn từ 100-300 triệu USD, theo Cục Đầu tư nước ngoài (FIA).
- Mặc dù vậy, vốn giải ngân vẫn tiếp tục duy trì xu hướng tăng ổn định kể từ 2021, với giá trị 25.4 tỷ USD (+9.4% CK), đánh dấu mức cao kỷ lục từ trước đến nay và là năm thứ ba liên tiếp vượt trên 20 tỷ USD vốn giải ngân FDI. Sự vượt trội này nhờ vào những điều kiện kinh tế thuận lợi của Việt Nam trong việc thu hút FDI – đặc biệt là từ dòng vốn đến từ Trung Quốc (chiếm khoảng 1/3 số lượng dự án đăng ký) – trong bối cảnh các nhà sản xuất trên thế giới đang có xu hướng dịch chuyển cơ sở sản xuất.
- Hiện tại, khu vực FDI đang đóng góp đáng kể vào hoạt động thương mại của Việt Nam. Trong 2024, giá trị xuất khẩu của nhóm tăng 12% CK, chiếm hơn 72% kim ngạch cả nước, trong khi giá trị nhập khẩu cũng ghi nhận tăng mạnh 15.5% CK.

Thúc đẩy đầu tư vào lĩnh vực công nghệ cao

- Theo FIA, dòng vốn FDI trong 2024 được hỗ trợ bởi chiến lược "Trung Quốc + 1", chủ yếu tập trung vào các lĩnh vực có giá trị cao như điện tử, chất bán dẫn và năng lượng xanh. Trong T9/2024, Chính phủ đã ký quyết định ban hành Chiến lược phát triển ngành công nghiệp bán dẫn của Việt Nam đến năm 2030, với tầm nhìn mở rộng đến năm 2050, cùng với đó là Nghị định số 182/2024/NĐ-CP (31/12/2024) về Quỹ hỗ trợ Đầu tư, trong đó thiết lập khung pháp lý cung cấp các khoản hỗ trợ tài chính (bao gồm tiền mặt) cho các doanh nghiệp công nghệ cao có dự án đầu tư đủ điều kiện. Các chiến lược trên nhằm định vị Việt Nam trở thành một mắt xích quan trọng trong chuỗi cung ứng chất bán dẫn toàn cầu. Với các chính sách thuận lợi mới và việc nâng cấp mối quan hệ với các quốc gia quan trọng (Hoa Kỳ, Trung Quốc, EU, Nhật Bản,..), chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng sẽ tiếp tục được mở rộng và nguồn vốn sản xuất công nghệ cao sẽ trở thành động lực trong thời gian tới.

Dự phóng vốn FDI thực hiện sẽ tăng trưởng với CAGR 8% trong 2025–2027, trong đó 35-40% dòng vốn này sẽ phân bổ vào các KCN



Nguồn: Fiinpro, Mirae Asset Vietnam Research

Khu công nghiệp – Tăng trưởng ổn định (tt.)

Mở rộng dư địa tăng trưởng

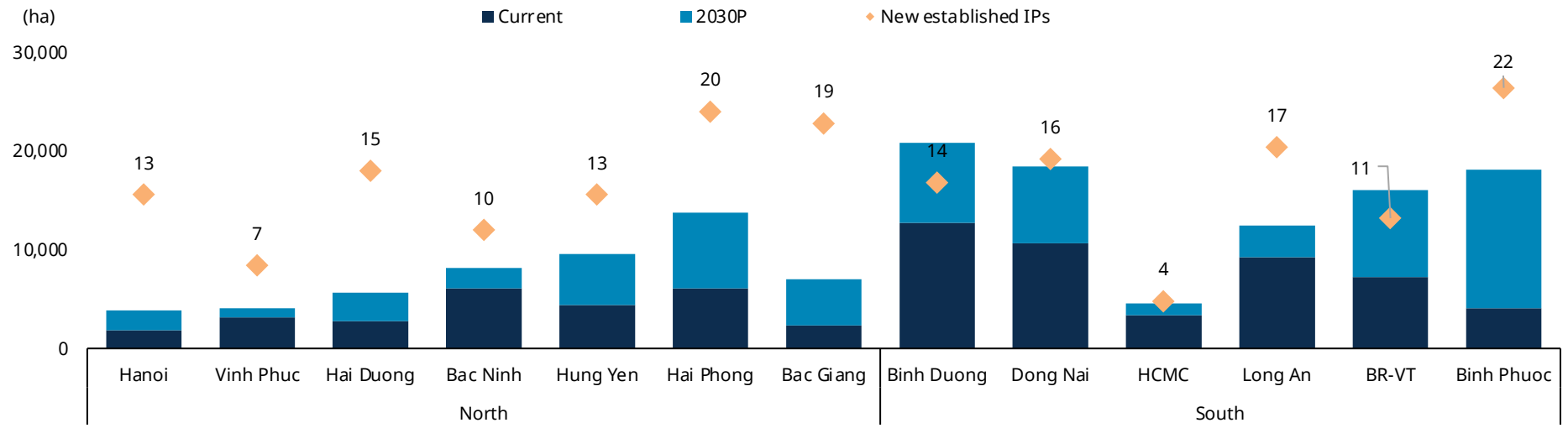
Nguồn cung tiềm năng dồi dào

- Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, tính đến cuối 2024, cả nước đã thành lập 447 KCN (+8% CK) với tổng quỹ đất công nghiệp đạt khoảng 93,000 ha (+4.5% CK). Trong đó, có 11 KCN bắt đầu mở cho thuê, nâng tổng số KCN đang hoạt động lên 304 (+3.8% CK) với diện tích sẵn sàng cho thuê 63,700 ha. Riêng trong 2024, diện tích cho thuê tăng mạnh, đạt gần gấp đôi CK, tương ứng 5,250 ha, nâng tổng diện tích cho thuê lũy kế lên khoảng 51,800 ha, với tỷ lệ lấp đầy bình quân đạt 81.3% (2024: 73.8%).
- Vào T3/2024, Quyết định 227/QĐ/TTg đã đưa ra các sửa đổi đối với các mục tiêu sử dụng đất, đặc biệt là chỉ tiêu đất công nghiệp. Sửa đổi này nới lỏng các hạn chế về quỹ đất ở các tỉnh công nghiệp như Bắc Ninh, Hải Dương và Hưng Yên. Ngoài ra, các tỉnh kinh tế trọng điểm cũng đã công bố kế hoạch tổng thể đến 2025, tầm nhìn đến 2030. Những đổi mới này nhằm đơn giản hóa thủ tục cấp phép và thúc đẩy việc thành lập, phê duyệt các KCN mới. Ở khu vực phía Nam, việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất, đặc biệt là đất cao su, được kỳ vọng sẽ mở ra nguồn cung mới, góp phần đáp ứng nhu cầu vẫn duy trì ở mức cao tại khu vực này.
- Trong 2024, tốc độ phê duyệt đầu tư các KCN ghi nhận sự gia tăng đáng kể, với 27 KCN, bổ sung thêm 6,300 ha vào danh mục quỹ đất sẵn sàng cho thuê trong thời gian tới. Sự mở rộng này dự kiến sẽ giải phóng nguồn cung đáng kể trong vòng 1–2 năm tới khi các dự án đi vào hoạt động.

Giá cho thuê duy trì tích cực

- Trong Q3/2024, giá thuê đất công nghiệp tại khu vực miền Bắc, bao gồm Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hưng Yên và Hải Dương, ghi nhận mức tăng 4.6% CK, đạt trung bình 137 USD/m². Sự thiếu hụt nguồn cung mới tại miền Nam, cùng với sự thay đổi trong cơ cấu phân bổ FDI những năm gần đây, đã giúp các khu công nghiệp miền Bắc tiếp tục thu hút khách thuê, với tỷ lệ lấp đầy đạt 83%. Tại các khu vực trọng điểm phía Nam như TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai và Long An, giá thuê chỉ tăng nhẹ 1% CK, đạt mức trung bình 189 USD/m² với tỷ lệ lấp đầy luôn duy trì quanh 92%. Hiện tại, dòng vốn sản xuất đang ngày càng dịch chuyển đến các thị trường cấp 2 như Bà Rịa - Vũng Tàu và Tây Ninh, nơi sở hữu quỹ đất công nghiệp dồi dào với giá thuê cạnh tranh.
- Theo CBRE, trong 2024–2027, giá thuê dự kiến tăng ở cả miền Bắc và miền Nam với mức tăng bình quân 7%-9%/năm. Tuy nhiên, một số khu vực ghi nhận mức tăng giá mạnh hơn đáng kể. Điển hình, tại Quế Võ–Bắc Ninh – một trong những điểm đến hàng đầu của dòng vốn FDI trong 2024 đã ghi nhận giá thuê đất đã tăng vọt 26% so với đầu năm.

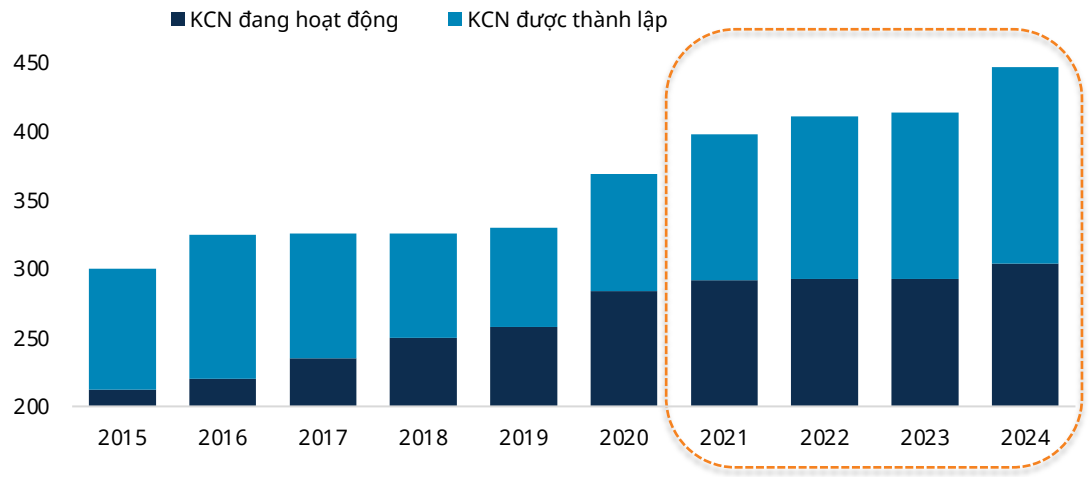
Quy hoạch hé lộ nguồn cung tiềm năng tại khu vực kinh tế phía Nam



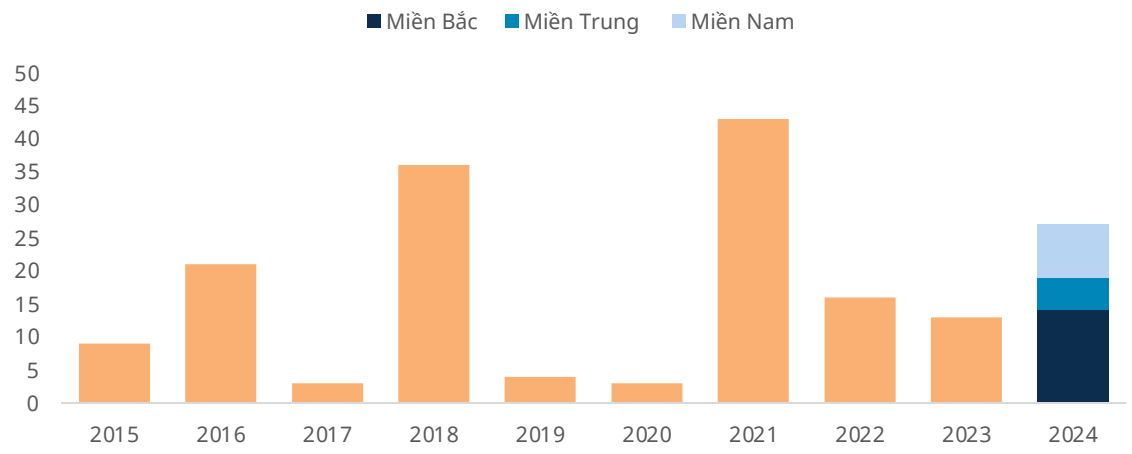
Nguồn: UBND tỉnh, Mirae Asset Vietnam Research (Current: Diện tích hiện tại; New established IPs: Số lượng KCN thành lập mới)

Khu công nghiệp – Tăng trưởng ổn định (tt.)

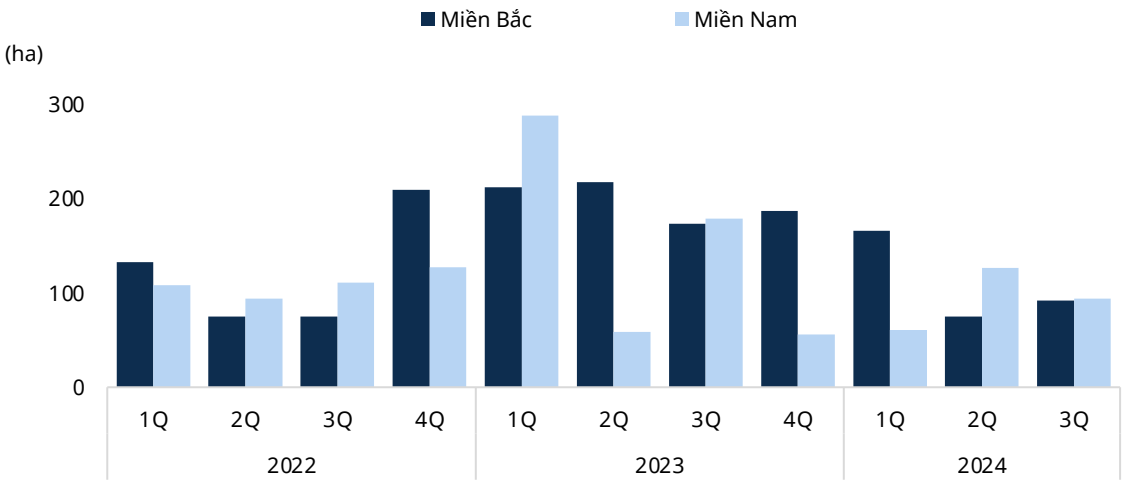
Số lượng KCN đang được xây dựng tăng mạnh hàm ý về sự gia tăng nguồn cung sắp tới



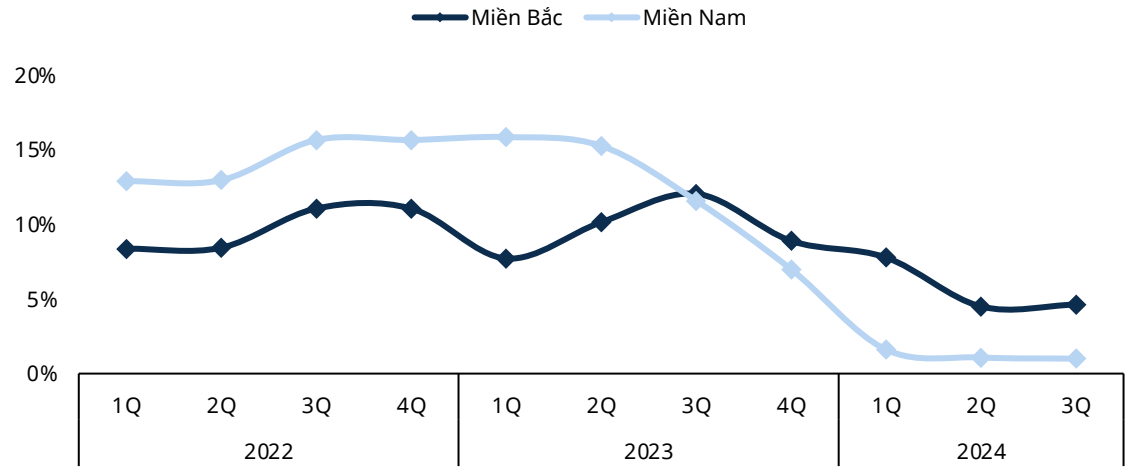
14 trên tổng số 27 KCN được cấp chủ trương trong 2024 nằm ở phía Bắc



KVKT phía Bắc cho thấy mức hấp thụ cao hơn nhờ sự dịch chuyển dòng vốn công nghệ cao



Giá cho thuê duy trì tăng trưởng nhưng tốc độ chậm lại



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, CBRE, Mirae Asset Vietnam Research

Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp – CTCP (HOSE: BCM)

Khu công nghiệp

Tài sản tiềm năng

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

(Cập nhật)	NẮM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**73,800**
Thị giá (02/01/25)	70,900
Lợi nhuận kỳ vọng	4%

LNST (25F, tỷ đồng)	2,608
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	51
P/E (25F, x)	26.8
Vốn hóa (tỷ đồng)	73,382
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,035
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	3.4
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	2.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	50,400
Cao nhất 52 tuần (VND)	74,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	6.8	10.8	15.3
Tương đối	5.4	12.0	4.6

Điểm nhấn đầu tư

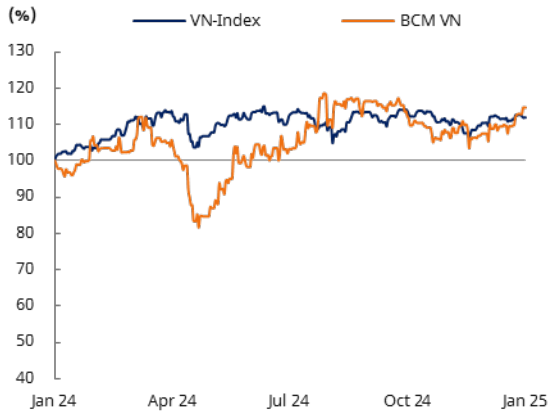
Kế hoạch thoái vốn nhà nước: Theo Quyết định 426/QD-TTg vào T5/2024, Chính phủ có kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu tại BCM xuống tối đa 65% vào 2025. Nếu thực hiện thành công, việc này có thể dẫn đến khả năng tái định giá, dựa trên: 1) điều chỉnh các yếu tố định giá; 2) tăng và mở rộng vốn dễ dàng hơn; và 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 trungvào 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	40.6	26.8
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

Tổng Công ty IDICO – CTCP (HNX: IDC)

Khu công nghiệp

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 (02/01/25)	55,700
Lợi nhuận kỳ vọng	11%

LNST (25F, tỷ đồng)	2,358
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	-13
P/E (25F, x)	7.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	18,381
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	330
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	63.7
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	22.5
Thấp nhất 52 tuần (VND)	49,800
Cao nhất 52 tuần (VND)	66,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	1.6	-8.7	6.7
Tương đối	0.3	-7.4	-4.0

Điểm nhấn đầu tư

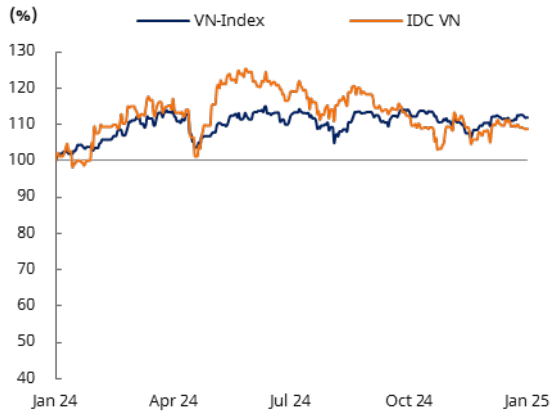
Quỹ đất lớn liên tục được mở rộng: Gần đây, IDC đã nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư tại KCN Tân Phước 1 (470 ha) và KCN Mỹ Xuân B1 mở rộng (111 ha), qua đó bổ sung thêm 446 ha vào danh mục quỹ đất và nâng tổng diện đất có khả năng cho thuê lên 961 ha (+46%). Số lượng KCN, theo đó, tăng từ 5 lên 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 TRONG, 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
LNR (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	6.7	7.7	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

Thép – Triển vọng chuyển dần về xu hướng tích cực

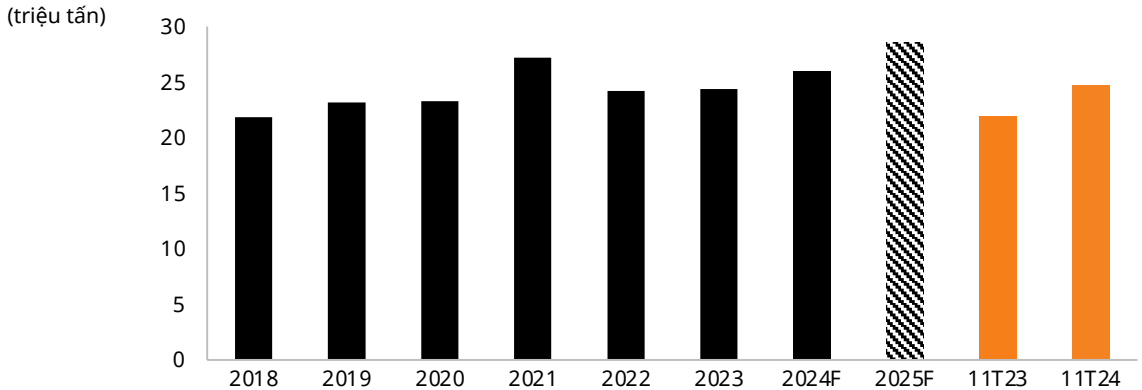
Kỳ vọng tăng trưởng nhờ bất động sản phục hồi và đầu tư công

Đà phục hồi tăng tốc. Ngành thép Việt Nam đã chuyển mình từ giai đoạn tiêu thụ thấp điểm ở mức 24.2–24.4 triệu tấn/năm trong các năm trước, sang phục hồi mạnh mẽ với sản lượng bán hàng trong 11T2024 tăng 12.8% svck và vượt tổng tiêu thụ cả năm 2023. Đà phục hồi này có tính lan tỏa rộng trong cơ cấu sản phẩm đầu ra, dẫn đầu bởi thép xây dựng và thép cán, chiếm lần lượt 34% và 36% tổng sản lượng. Đặc biệt, thép mạ kẽm nổi bật với mức tăng trưởng đạt 32% svck. HPG và NKG, hai cổ phiếu trong danh mục theo dõi, đều ghi nhận doanh số bán hàng trong 11T2024 cao hơn tăng trưởng toàn ngành, với đà tăng xuyên xuốt các tháng trong năm. HPG đang hưởng lợi từ sự phục hồi của ngành xây dựng trong nước, tận dụng tốt danh mục sản phẩm thượng nguồn. Trong khi đó, NKG ghi nhận mức tăng trưởng 23% CK, nhờ chiến lược tập trung vào xuất khẩu.

Chưa thấy rủi ro đáng lo ngại từ phía cầu: Dù phải đối mặt với áp lực từ lượng thép nhập khẩu tăng từ Trung Quốc và rào cản thuế quan tại các thị trường xuất khẩu, chúng tôi nhận thấy rủi ro sụt giảm nhu cầu đối với DN thép Việt Nam ở thời điểm này là rất thấp. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán hàng của các DN thép sẽ tăng 10% CK trong 2025, được thúc đẩy bởi sự phục hồi của thị trường bất động sản (CBRE dự phóng nguồn cung căn hộ mới đạt 40,000 căn, so với khoảng 35,000 căn trong năm 2024) và đẩy mạnh các dự án hạ tầng (mục tiêu giải ngân đầu tư công 2025 ~ 790 nghìn tỷ đồng, +17.9% CK).

Tăng trưởng sẽ không đồng đều giữa các doanh nghiệp do những yếu tố đặc thù. Chúng tôi dự phóng HPG sẽ đạt sản lượng 10.3 triệu tấn trong năm 2025 (+15% CK), nhờ năng lực sản xuất HRC mở rộng. Đối với NKG, dự phóng sản lượng bán hàng có nhiều rủi ro hơn do gia tăng các biện pháp chống bán phá giá. Chúng tôi dự phóng sản lượng năm 2025 đạt 1.13 triệu tấn (+5% CK) với rủi ro về thuế quan tại thị trường Mỹ là yếu tố cần theo dõi.

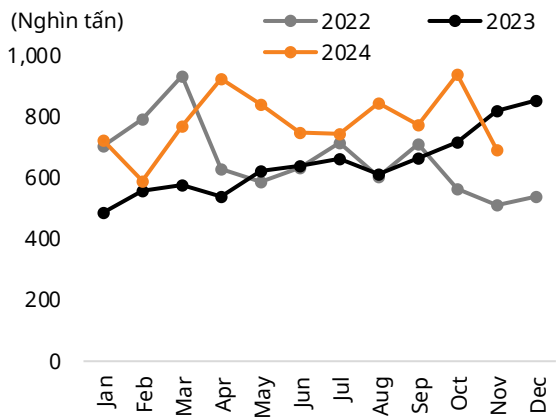
Sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	11T23	11T24
Sản lượng tiêu thụ	21.83	23.15	23.27	27.20	24.21	24.39	25.97	28.57	21.92	24.74
Tăng trưởng CK		6.0%	0.5%	16.9%	-11.0%	0.7%	6.5%	10.0%		12.8%
Theo nhóm sản phẩm										
HRC+CRC		13%	-2%	51%	-23%	20%				8%
Thép xây dựng		7%	-2%	-4%	4%	-13%				10%
Thép ống		0%	10%	-16%	5%	-3%				7%
Tôn mạ		-2%	5%	39%	-24%	3%				32%

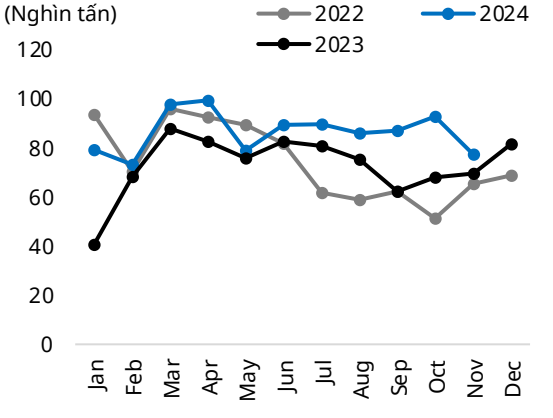
Nguồn: VSA, Mirae Asset Vietnam
*số liệu sản lượng bán hàng toàn ngành không bao gồm phôi thép

Sản lượng tiêu thụ HPG



(triệu tấn)	11T2024	% CK
Thép xây dựng	4.1	19.6%
HRC	2.7	2.4%
Phôi thép	0.6	360.2%
Thép ống	0.6	-4.3%
Tôn mạ	0.4	41.7%
Tổng cộng	**8.5**	**18.5%**

Sản lượng tiêu thụ NKG



(triệu tấn)	11T2024	% CK
Tôn mạ	831	28%
Xuất khẩu	592	27%
Nội địa	239	29%
Ống thép (nội địa)	120	-5%
Tổng	**951**	**23%**

Thép – Triển vọng chuyển dần về xu hướng tích cực (tt.)

Giá nguyên liệu hạ nhiệt: động lực gia tăng tỷ suất lợi nhuận

Chu kỳ hàng hóa ôn hòa vẫn đang tiếp diễn. Chi phí nguyên liệu đầu vào giảm mạnh tiếp tục củng cố luận điểm phục hồi biên lợi nhuận đối với các DN sản xuất thép thượng nguồn (HPG và Formosa). Tại giữa T12/2024, giá quặng sắt và than cốc lần lượt giảm 31% và 18% CK. Trong khi đó, giá thép xây dựng vẫn khá ổn định ở mức trung bình 13,500 VND/kg, chỉ giảm nhẹ 5% CK. Tuy HPG đã điều chỉnh giá bán HRC kỳ hạn T2/2025 xuống 525 USD/tấn theo xu hướng giảm gần đây tại Trung Quốc, dữ liệu thống kê cho thấy xu hướng chênh lệch giữa giá bán và nguyên liệu đầu vào vẫn đang mở rộng, mở ra cơ hội cải thiện biên lợi nhuận trong ngắn hạn. Chúng tôi hiện dự phóng tỷ suất lợi nhuận gộp HPG gia tăng.

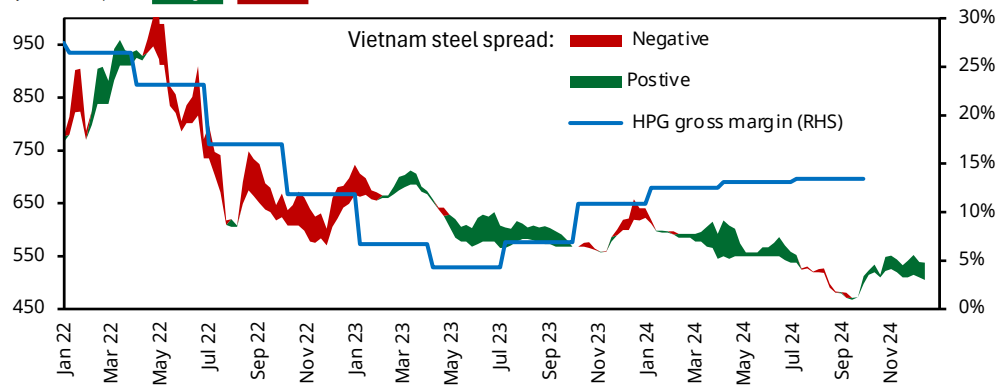
Q3/2024 mang lại tín hiệu trái chiều cho các nhà sản xuất tôn mạ. Biên lợi nhuận của nhóm này đã phục hồi từ Q2/2023 nhờ hoạt động sản xuất bình thường hóa trở lại kết hợp với yếu tố giá HRC giảm, hỗ trợ cho KQKD phục hồi. Tuy vậy, diễn biến biên lợi nhuận trong 2024 vẫn có sự phân hóa. Trong đó, HSG dẫn đầu với biên lợi nhuận gộp cao nhất trong nhóm (>10.8%), tuy vậy DN ghi nhận lỗ 186 tỷ đồng trong quý cuối niên độ 2023/2024 do chi phí gia tăng. Trong khi đó, các nhà sản xuất nhỏ hơn như NKG và GDA lại thể hiện khả năng duy trì biên lợi nhuận tốt hơn nhờ giá bán ổn định và khả năng tiếp cận các thị trường xuất khẩu có tỷ suất lợi nhuận cao hơn như Mỹ và EU.

Tác động trái chiều từ thuế chống bán phá giá HRC nhập khẩu. Việc áp thuế chống bán phá giá HRC từ Trung Quốc, nếu được thông qua có thể mang lại tác động trái chiều cho ngành thép Việt Nam. Với các nhà sản xuất tôn mạ như NKG, HSG và GDA, chi phí nguyên liệu đầu vào tăng cao sẽ tạo áp lực lên biên lợi nhuận và khả năng cạnh tranh, đặc biệt ở thị trường xuất khẩu. Ngược lại, HPG và Formosa được hưởng lợi khi thuế đầu vào sẽ giúp cải thiện mức nền giá HRC nội địa và bảo vệ thị phần trong nước. Tuy nhiên, với sự phụ thuộc lớn vào HRC nhập khẩu và sự chi phối của Trung Quốc trên thị trường toàn cầu, các nhà sản xuất thép Việt Nam vẫn ở thế bị động về xu hướng giá.

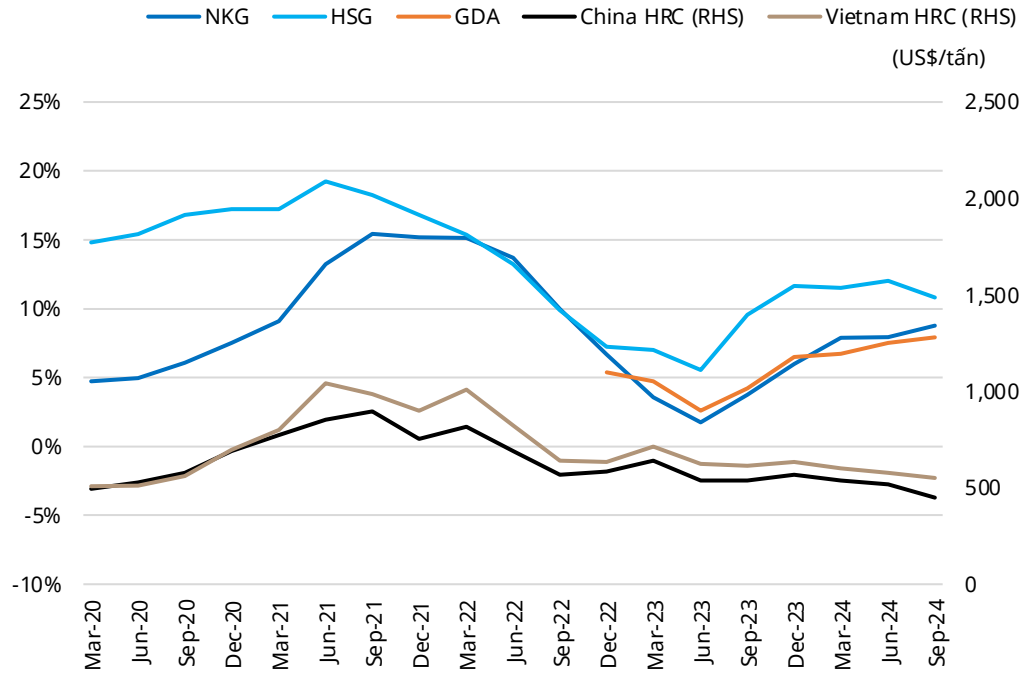
Xu hướng diễn biến giá nguyên liệu và các sản phẩm thép đầu ra của Việt Nam và Trung Quốc

Steel price	2020	2021	2022	2023	2024	Dec-24	%YoY
Vietnam HRC						560	-12%
Construction steel						13,500	-5%
China HRC						445	-15%
China rebar						489	-14%
Raw material							
Iron ore						121	-31%
Coking Coal						133	-18%
Scrap						253	-26%
Spread							
Vietnam spread							17%
China Spread							-39%

Standard deviation from the mid-point: Stronger Weaker



Diễn biến chi phí đầu vào (HRC) và tỷ suất lợi nhuận gộp các DN tôn mạ



Nguồn: FiinPro, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities (Vietnam)

Thép – Triển vọng chuyển dần về xu hướng tích cực (tt.)

Thép – Triển vọng chuyển dần về xu hướng tích cực (tt.)

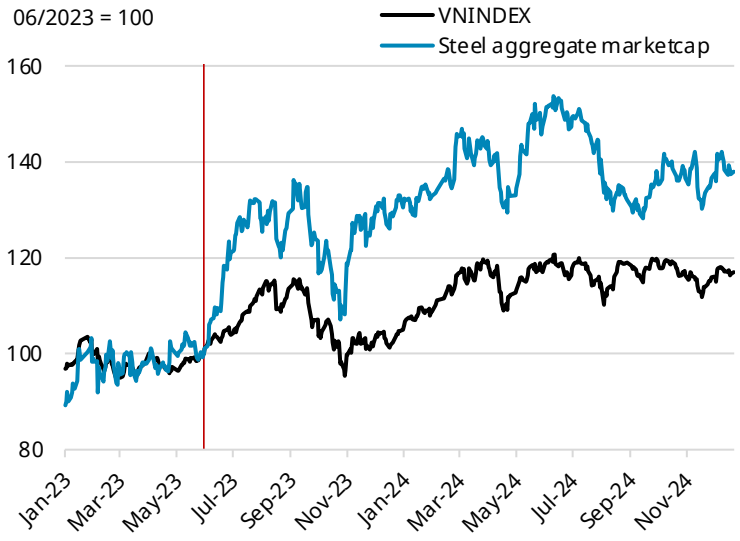
Định giá phản ánh sự thận trọng đối với chu kỳ ngành

Nhóm CP thép có hiệu suất thấp hơn thị trường chung trong 2024. Tổng vốn hóa thị trường của nhóm các công ty thép chọn lọc ghi nhận mức tăng 5.7% từ đầu năm, với đà tăng chủ yếu diễn ra trong Q1/2024 trước khi giảm khoảng 10% từ đỉnh vào giữa năm, khiến hiệu suất kém hiệu quả hơn so với thị trường chung (VNINDEX+11.5% từ đầu năm). Trong giai đoạn 10 năm gần đây, biến động giá nhóm các cổ phiếu chu kỳ thường có mối tương quan chặt chẽ với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận 1-2 năm tới, nhưng mối liên kết này đã giảm bớt trong 2024. Chúng tôi cho rằng hiệu suất kém khả quan của ngành trong năm chủ yếu đến từ sự thận trọng trước với các rủi ro về giá bán, thay đổi trong triển vọng xuất khẩu (gia tăng bảo hộ thương mại), và ở mức độ thấp hơn, đến từ yếu tố tăng trưởng của doanh nghiệp.

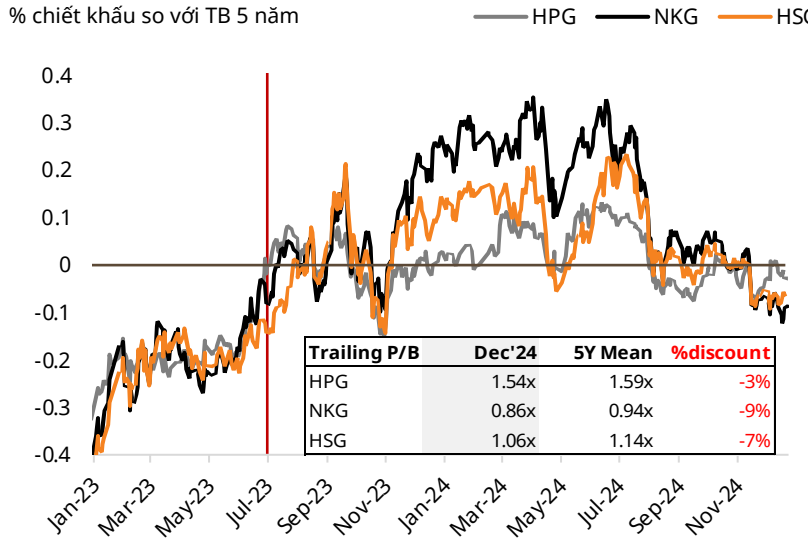
Năm 2024 vẫn đánh dấu việc tiếp diễn chu kỳ hồi phục của ngành. Chúng tôi đánh giá hiệu suất hoạt động của các DN dưới góc độ chu kỳ, với giai đoạn mới bắt đầu từ Q3/2023 khi các DN ghi nhận lợi nhuận dương trở lại. Trong chu kỳ này, năm 2024 tiếp tục đánh dấu giai đoạn hồi phục lợi nhuận, thể hiện qua việc sản lượng gia tăng mạnh cũng như biên lợi nhuận mở rộng so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ tiếp tục cải thiện trong các năm tới, với động lực chính vẫn là tăng trưởng sản lượng đến từ các yếu tố riêng biệt của DN (tăng trưởng công suất từ Dung Quốc 2 và tăng trưởng hoạt động xây dựng nội địa đối với HPG/Cải thiện tỷ suất hiệu dụng cũng như gia tăng xuất khẩu vào các thị trường lớn đối với NKG).

Định giá: Ba cổ phiếu thép lớn nhất ngành hiện đang giao dịch với mức P/B thấp hơn mức trung bình 5 năm, phản ánh những lo ngại xoay quanh yếu tố giá bán giảm/tỷ suất lợi nhuận, và rủi ro thuế chống bán phá giá. Mức tăng trưởng lợi nhuận trong 9T2024 và diễn biến PE forward so với TB lịch sử của các doanh nghiệp thép cho thấy sự tương đồng với giai đoạn "hiện thực hóa kỳ vọng" mà chúng tôi đã đề cập trong báo cáo giữa năm. Dù lợi nhuận của các doanh nghiệp ghi nhận mức tăng trưởng 3 chữ số CK và thị trường liên tục điều chỉnh tăng lợi nhuận dự phóng, giá cổ phiếu vẫn duy trì xu hướng đi ngang/giảm. Điều này cho thấy kỳ vọng đã phần lớn phản ánh vào giá, thể hiện định giá chiết khấu so với vùng giao dịch trung bình (giá giảm + EPS dự phóng gia tăng). Tham chiếu chu kỳ lịch sử, tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2025 sẽ chậm lại do không còn hiệu ứng nền thấp từ năm 2023. Tuy nhiên, việc các cổ phiếu hiện giao dịch dưới vùng định giá trung bình lịch sử có thể kích thích đà tăng giá, qua đó thu hẹp mức chiết khấu định giá trong thời gian tới.

Với đà tăng tập trung vào đầu 2024, diễn biến giá cổ phiếu trong những tháng tiếp theo hầu như chỉ đi ngang/giảm

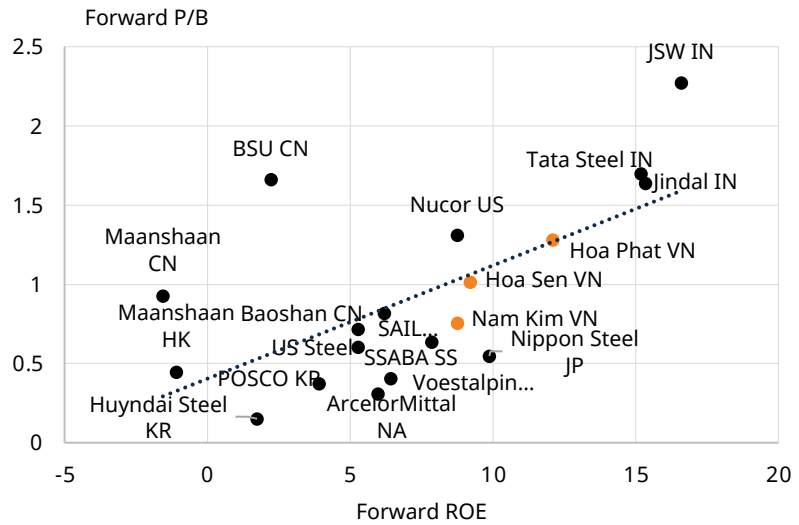


Ba CP lớn của ngành đang giao dịch dưới mức TB P/B 5 năm



Trailing P/B	Dec'24	5Y Mean	%discount
HPG	1.54x	1.59x	-3%
NKG	0.86x	0.94x	-9%
HSG	1.06x	1.14x	-7%

Xét theo định giá PB-ROE dự phóng, các CP thép Việt Nam đang giao dịch ngang bằng với các DN thép trong khu vực



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG)

Thép

Triển vọng cải thiện biên lợi nhuận

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

(Cập nhật)	**MUA**
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**32,000**
Thị giá (02/01/25)	26,650
Lợi nhuận kỳ vọng	20%

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)	170,460
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)	24,591
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,950

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.3	-7.0	5.4
Tương đối	-2.7	-5.7	-5.3

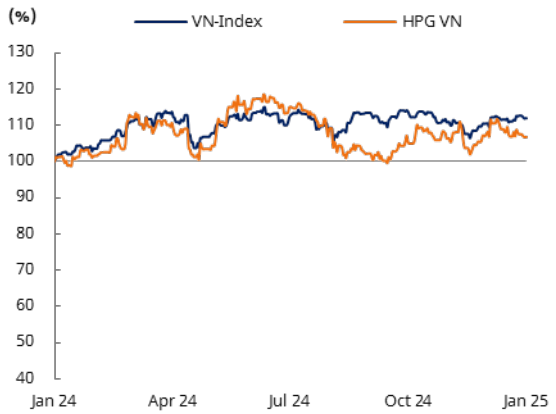
Điểm nhấn đầu tư

Tăng trưởng sản lượng tiếp tục là trọng tâm: Với nhu cầu nội địa mạnh mẽ cũng như chiến lược tăng trưởng dựa trên sản lượng, chúng tôi kỳ vọng sản lượng đạt 8.97 triệu tấn (+17% CK) trong 2024 và 10.3 triệu tấn (+15% 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 triệ u tấn trong 2025 và 2026, tương ứng 88% công suất và tăng trưởng 7% 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. 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 72 ngày trong quý 1/2023 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 duy trì giá mục tiêu 32,000 VNĐ dựa trên mức 1.52x giá trị sổ sách dự phóng 2025, trên cơ sở 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. Mức định giá 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
LNHĐ (tỷ đồng)	37,664	13,078	9,669	14,329	18,776	22,705
Biên LNHĐ (%)	25%	9%	8%	11%	12%	13%
LNR (tỷ đồng)	34,478	8,484	6,835	12,146	16,249	19,170
EPS (VND)	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

CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG)

Thép

Trên lộ trình hồi phục

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

(Cập nhật)	**MUA**
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**17,400**
Thị giá (02/01/25)	14,450
Lợi nhuận kỳ vọng	20%

LNST (25F, tỷ đồng)	735
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	25.9
P/E (25F, x)	6.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,467
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	448
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	75.3
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	4.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13,866
Cao nhất 52 tuần (VND)	21,189

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.4	-24.4	-23.4
Tương đối	-4.7	-23.2	-34.1

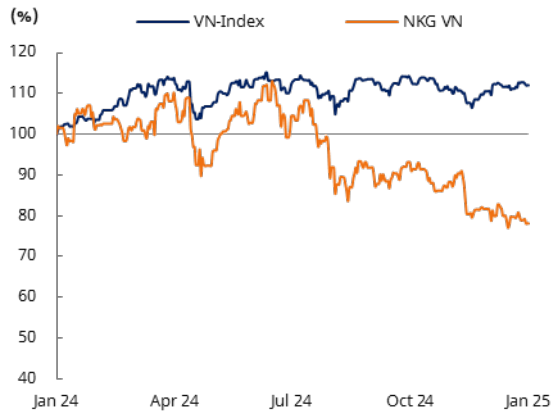
Điểm nhấn đầu tư

Sự hồi phục đáng chú ý. Sau KQKD thấp điểm vào 2023, NKG đã phục hồi mạnh mẽ với doanh thu và lợi nhuận 9T2024 tăng lần lượt 14% và 336% CK. Tính đến T11/2024, công ty đã cung cấp 950.7 nghìn tấn tôn mạ và ống thép, tăng trưởng ấn tượng 23% CK. Mức tăng này phản ánh sự phục hồi của nhu cầu xuất khẩu, với sản lượng xuất khẩu 11T2024 tăng 27% CK. Sản lượng tiêu thụ nội địa vẫn duy trì mức tăng 15% CK.

Vẫn còn dư địa tăng trưởng: Dựa trên doanh số Q3/2024, chúng tôi dự phóng doanh số 2024 tăng 25% CK (đạt 1.07 triệu tấn, ngang với mức đỉnh năm 2021). Với sự phục hồi từ mức nền thấp đã phần nào được phản ánh trong định giá, động lực tăng trưởng tiếp theo sẽ đến từ việc khai thác công suất chưa được tận dụng tối đa. Với tỷ lệ vận hành cả năm 2024 ước tính đạt 72%, NKG vẫn còn tiềm năng tăng trưởng, đặc biệt từ nhu cầu xuất khẩu. Bên cạnh đó, dự án Nam Kim Phú Mỹ dự kiến nâng công suất tôn mạ và tôn mạ màu lần lượt 67% và 54% vào 2026, giúp NKG sẵn sàng cho giai đoạn tăng trưởng sản lượng trong chu kỳ tiếp theo. Với giả định tỷ lệ vận hành đạt 90% vào 2027, mức tăng trưởng sản lượng kép hàng năm (CAGR) tương ứng sẽ đạt 29% trong giai đoạn 2024–2027. Ở góc độ thận trọng hơn, chúng tôi hiện dự phóng CAGR đạt 10.5% trước các rủi ro về nhu cầu xuất khẩu suy giảm.

Tăng trưởng sản lượng là động lực chính cho lợi nhuận: Từ T9/2024, giá bán tôn mạ nội địa và xuất khẩu đã có sự cải thiện nhờ chính sách kích thích của Trung Quốc và các hoạt động siết giảm sản xuất. Tuy nhiên, chúng tôi không kỳ vọng giá sẽ tăng mạnh trong thời gian tới. Trong nước, giá tôn mạ có thể được hỗ trợ bởi các cuộc điều tra chống bán phá giá đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc. Tuy vậy, tác động sẽ hạn chế do NKG vẫn tập trung ưu tiên đẩy mạnh xuất khẩu. Chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ đạt mức tăng trưởng kép hàng năm đạt 13% trong giai đoạn 2024–2027 với giả định giá bán sẽ duy trì ổn định. Bên cạnh đó chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ cải thiện nhờ việc quản lí hiệu quả tồn kho và cơ cấu xuất khẩu tập trung vào các thị trường có giá bán cao hơn như Mỹ Và EU. Theo đó, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận được dự phóng ở mức 32% CAGR trong giai đoạn 3 năm tiếp theo.

Định giá: Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 17,400 đồng/cp, tương ứng P/E ở mức 8.5x trên lợi nhuận dự phóng 2025. Mức giá này phản ánh tiềm năng tăng công suất, mở rộng xuất khẩu, và cải thiện biên lợi nhuận trong 2025.



FY (31/12)	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	28,173	23,071	18,596	21,819	23,273	26,121
LNHĐ (tỷ đồng)	2,749	93	373	817	1,140	1,607
Biên LNHĐ (%)	9.8	0.4	2.0	3.7	4.9	6.2
LNR (tỷ đồng)	2,225	(125)	117	584	735	1,030
EPS (VND)	8,683	(474)	446	1,848	2,327	3,260
ROE (%)	50.0	(2.3)	2.2	7.7	8.5	10.3
P/E (x)	1.4	#N/A	32.7	7.9	6.3	4.5
P/B (x)	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
Tổng tài sản (tỷ đồng)	15,398	13,461	12,235	16,079	18,523	21,680
VCSH (tỷ đồng)	5,723	5,320	5,423	7,587	8,611	9,994

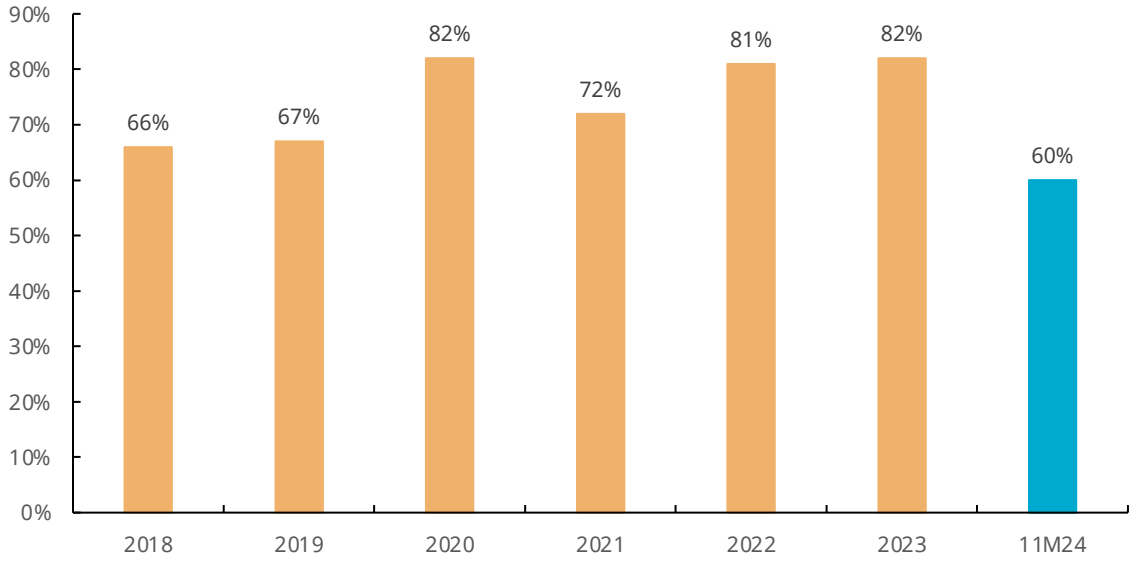
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Xây dựng – Sẵn sàng cho sự phát triển

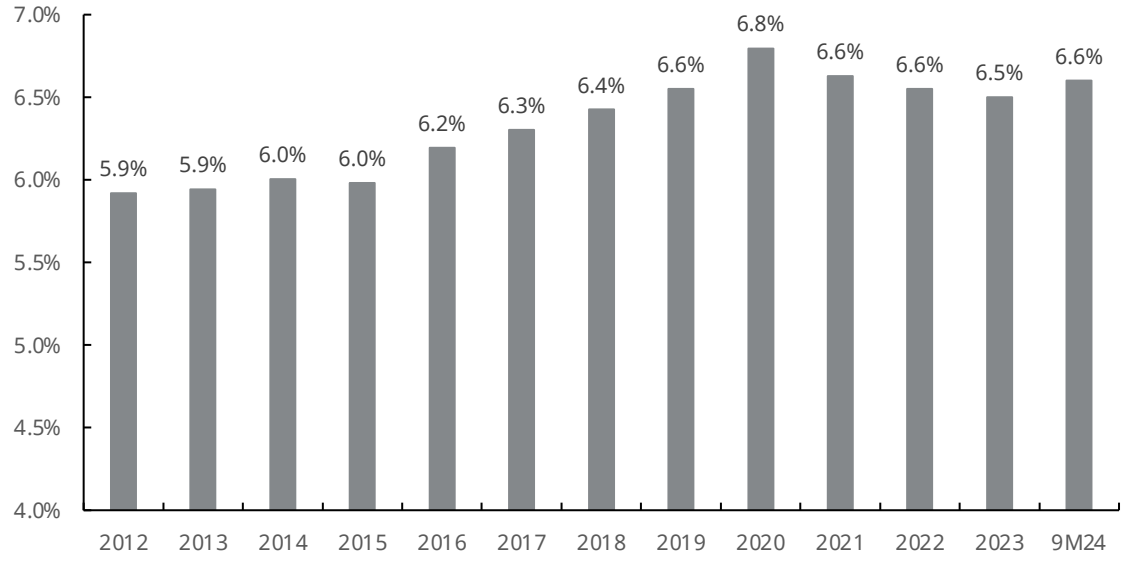
Số giải ngân tuyệt đối tăng, nhưng vẫn chưa đạt kế hoạch

- Tính đến cuối T11/2024, ước tính giải ngân của Chính phủ Việt Nam là 410,953 tỷ đồng, đạt 54.8% mục tiêu 2024 (11T2023: 59.4%). So với mục tiêu Thủ tướng đề ra, giải ngân Chính phủ đạt 60.4% (11T2023: 65.1%); trong đó, giải ngân trong nước đạt 404,315 tỷ đồng và giải ngân nước ngoài đạt 6,637 tỷ đồng, lần lượt đạt 55.4% và 33.2% mục tiêu năm 2024.
- Giải ngân các dự án trọng điểm quốc gia (8 dự án): Đến cuối T10/2024, số tiền giải ngân là 52,999 tỷ đồng, đạt 52.3% kế hoạch năm 2024. Sự chậm lại trong việc giải ngân trong vài tháng qua là do:
    - Sự chậm trễ trong việc giải phóng mặt bằng;
    - Thiếu nguyên liệu thô (mỏ cát);
    - Sự chênh lệch giữa giá dự toán nguyên liệu thô và giá thị trường.
- Mặc dù tỷ trọng ngành Xây dựng trên GDP vẫn ổn định qua các năm, chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng này sẽ cao hơn trong tương lai khi Việt Nam đang tăng cường đầu tư cơ sở hạ tầng quy mô lớn với các dự án quy mô hàng tỷ USD, bao gồm các dự án đang triển khai như: Cao tốc Bắc – Nam & Cao tốc Đông – Tây; Các Nhà máy năng lượng & Cảng biển; Vành đai 4 Hà Nội; Vành đai 3 TP.HCM; Sân bay Long Thành...vv

Giải ngân vốn đầu tư công/KH (12T)



Tỷ lệ: Xây dựng/GDP



Nguồn: Bộ Tài Chính, FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HOSE: HHV)

Xây dựng

Nguồn thu ổn đinh từ các dự án BOT

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**13,000**
Thị giá (02/01/25)	11,650
Lợi nhuận kỳ vọng	12%

LNST (25F, tỷ đồng)	382
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	-23
P/E (25F, x)	16.0
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,036
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	432
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	82.3
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	8.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9,810
Cao nhất 52 tuần (VND)	15,619

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	2.6	-2.1	-24.5
Tương đối	1.3	-0.9	-35.2

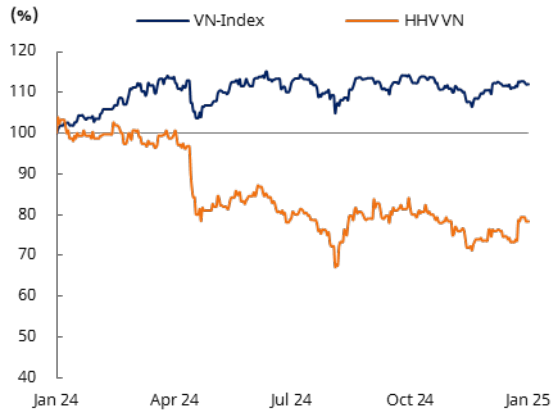
Điểm nhấn đầu tư

KQKD 9T2024: CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) báo cáo doanh thu 9T2024 đạt 2,298 đồng (+26% CK) và LNR 309 tỷ (+15% CK). Trong đó, BOT và Xây dựng lần lượt chiếm 63% và 34% doanh thu. HHV tiếp tục chứng kiến sự tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ ở cả hai lĩnh vực (BOT: +21% CK, Xây dựng +29% CK) nhờ bối cảnh kinh tế hỗ trợ: tăng vốn đầu tư công và lưu lượng giao thông qua trạm BOT cải thiện. Cụ thể, lưu lượng giao thông tăng từ 16.5 triệu lượt trong 9T2023 lên 18.2 triệu lượt trong 9T2024 (+10.7% CK).

Triển vọng 2025: Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ đạt được mức tăng trưởng tốt ở mảng BOT, nhưng khiêm tốn ở mảng Xây dựng, với tổng doanh thu 3,301 tỷ đồng (+7.6% CK) và LNST là 382 tỷ đồng (+4.0% CK). Trong đó :

- BOT: Với lưu lượng giao thông gia tăng, chúng tôi nâng dự phóng tăng trưởng từ 6% lên 8% mặc dù mức này vẫn thấp hơn mức tăng trưởng 10.7% của 9T2024.
- Xây dựng: Chúng tôi giảm dự phóng tăng trưởng từ 15% xuống khoảng 7% đến 8% do tăng trưởng yếu hơn dự kiến trong 9T2024.

Định giá: Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng Tỷ Trọng (từ Mua) đối với HHV và hạ giá mục tiêu xuống 13,000 đồng (từ 16,346 đồng) do tăng trưởng trong phân khúc Xây dựng thấp hơn dự kiến và các chỉ số định giá thấp hơn. Pha loãng cổ phiếu là một trong những mối lo ngại từ quan điểm định giá khi sẽ có 149 triệu cổ phiếu mới từ phát hành thêm và phát hành riêng lẻ trong năm 2025, tương đương 34% số lượng cổ phiếu đang lưu hành, nếu kế hoạch diễn ra như dự kiến.



FY (31/12)	2020H	2021H	2022H	2023F	2024E	2025F
Doanh thu (Tỷ đồng)	1,201	1,861	2,095	2,686	3,095	3,301
Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)	702	925	1,017	1,080	1,332	1,406
Biên LNG	58.4%	49.7%	48.5%	40.2%	43.0%	42.6%
LNST (Tỷđồng)	137	269	264	322	367	382
EPS (VND)	469	1,006	982	1,010	1,050	813
ROE	3.6%	6.3%	5.6%	6.1%	6.9%	5.7%
P/E(x)	27.7x	12.9x	13.2x	12.9x	12.4x	16.0x
P/B (x)	0.8x	0.8x	0.8x	0.8x	0.8x	0.9x
Tổng Tài sản (Tỷđồng)	32,417	33,963	35,653	36,780	39,019	41,707
Vốn chủ sở hữu (Tỷđồng)	4,113	4,403	5,103	5,460	6,706	8,638

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Dầu khí - Giá dầu dự kiến giảm, nhưng duy trì trên mức hòa vốn

Giá dầu ước giảm về 75 USD/thùng trong 2025

Sản lượng tăng trưởng chậm trong 2024

- Trong 2024, sản lượng và tiêu thụ dầu toàn cầu tăng trưởng chậm, chủ yếu do sự phục hồi yếu hơn kỳ vọng của Trung Quốc. Theo Tổ chức Năng lượng Quốc tế (IEA), sản lượng sản xuất và tiêu thụ đạt lần lượt 102.6 triệu thùng/ngày (+0.6% CK) và 103 triệu thùng/ngày (+0.9% CK). OPEC vẫn là nhà sản xuất dầu lớn nhất thế giới, đóng góp hơn 32.1 triệu thùng/ngày (-0.3% CK), dù sản lượng giảm trong hai năm liên tiếp. Ngược lại, sản lượng dầu của Mỹ tiếp tục gia tăng từ năm 2019, sau khi Mỹ rút khỏi Hiệp định Khí hậu Paris dưới nhiệm kỳ Trump lần I.
- Giá dầu Brent trung bình 2024 đạt 81 USD/thùng, phù hợp với dự báo 80 USD/thùng của chúng tôi mặc dù có sự biến động trong năm. Giá dầu tăng mạnh vào đầu 2024, chủ yếu do 1) căng thẳng ở Biển Đỏ và 2) OPEC+ đưa ra các biện pháp cắt giảm sản lượng lên đến 5.9 triệu thùng/ngày. Tuy nhiên, từ Q2/2024 trở đi, giá dầu giảm dần do nhu cầu yếu, đặc biệt từ Trung Quốc, và kỳ vọng của thị trường về nguồn cung dầu ổn định, chủ yếu nhờ Mỹ. Khả năng tác động giá của OPEC phần nào hạn chế khi thị phần của nhóm này trên thị trường dầu toàn cầu đang thu hẹp.

Giá dầu dự phóng giảm trong 2025

- Giá dầu trong 2025 dự kiến giảm, bị ảnh hưởng bởi sự cân bằng cung-cầu, mức sản lượng của OPEC và các nước ngoài OPEC, cùng với xu hướng chuyển đổi sang năng lượng tái tạo. Về phía cung, sản lượng dầu của Mỹ có thể tăng mạnh dưới nhiệm kỳ thứ hai của Trump. Chính sách "ưu tiên năng lượng" của ông từ nhiệm kỳ đầu (2017–2021), bao gồm giảm quy định về môi trường, mở rộng hoạt động khoan dầu, và thúc đẩy xuất khẩu năng lượng, đã bắt đầu làm gia tăng sản lượng dầu đá phiến của Mỹ. Điều này có thể dẫn đến tình trạng cung vượt cầu trên thị trường khi các nhà sản xuất ngoài OPEC duy trì sản lượng cao.
- Về phía cầu, nhu cầu yếu, đặc biệt từ Trung Quốc, vẫn tiếp tục do tăng trưởng kinh tế chậm lại, dân số giảm và việc sử dụng xe điện tăng cao, hạn chế mức tiêu thụ dầu truyền thống. Mặc dù Ấn Độ được dự phóng sẽ đóng góp vào sự tăng trưởng tiêu thụ dầu toàn cầu, tác động của nước này phần nào bị giảm bớt bởi sự chậm lại của Trung Quốc. Chúng tôi dự phóng giá dầu sẽ giảm về 75 USD/thùng (-7.4% CK), với mức giá kỳ vọng chung của thị trường từ 70-75 USD/thùng. Mức giá này vẫn thuận lợi cho các hoạt động thượng nguồn ở các khu vực trong đó các công ty dầu khí Việt Nam đang hoạt động, với khoảng hòa vốn dao động từ 40-60 USD/thùng.

Sản lượng sản xuất và tiêu thụ dầu toàn cầu (triệu thùng/ngày)

Sản xuất	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F
Mỹ	19.5	18.6	19.0	20.4	22.0	22.7	23.1
OPEC	33.1	29.4	30.4	32.9	32.2	32.1	32.2
Nga	11.5	10.5	10.8	11.0	10.9	10.5	10.5
Toàn cầu	**100.2**	**93.8**	**95.7**	**100.2**	**102.0**	**102.6**	**104.2**
Tiêu thụ							
Mỹ	20.5	18.2	19.9	20.0	20.3	20.3	20.5
OPEC	14.0	14.4	15.5	15.4	16.4	16.5	16.7
Nga	4.9	4.5	4.7	5.1	5.3	5.5	5.8
Toàn cầu	**100.9**	**91.7**	**97.6**	**100.0**	**102.1**	**103.0**	**104.3**
Thay đổi tồn kho	**-0.6**	**2.1**	**-1.8**	**0.1**	**-0.1**	**-0.4**	**-0.1**

Nguồn: IEA, Mirae Asset Vietnam Research

Dầu khí – Hoạt động thượng nguồn sôi động

Hoạt động thượng nguồn sôi động

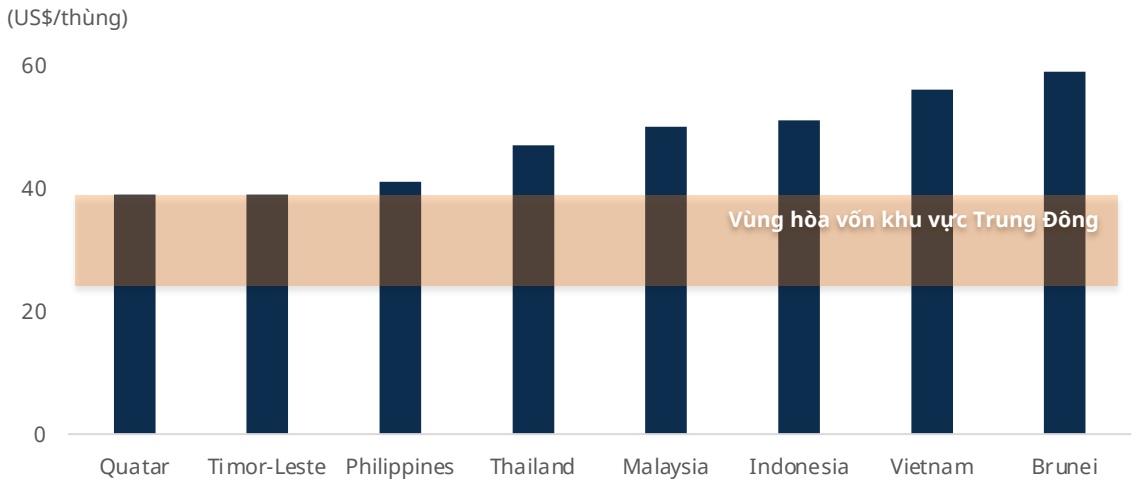
Hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) sôi động

- Nhờ giá Brent neo ở mức cao, vượt điểm hòa vốn, nhiều dự án thượng nguồn được tái khuyến khích đầu tư sau thời gian dài ngủ đông. Việc mở rộng là cần thiết trong bối cảnh sản lượng dầu khí trong nước sụt giảm mạnh, ảnh hưởng đến nhu cầu năng lượng quốc gia. Cụ thể, PVN dự kiến vốn đầu tư cho hoạt động E&P là 1.1 tỷ USD trong 2024, tăng gấp đôi so với cùng kỳ và vốn dự kiến sẽ tăng mạnh hơn nữa khi các dự án tiến triển. Riêng dự án Lô B sẽ đóng góp khoảng 3 tỷ USD vốn đầu tư trong giai đoạn 2024–2027.
- Nhiều dự án mới gần đây có chuyển biến đáng kể như Lạc Đà Vàng, Lô B, mở rộng mỏ Bạch Hổ. Sự phát triển này là tín hiệu tích cực cho các nhà cung cấp dịch vụ thượng nguồn, bao gồm các nhà thầu EPCI, giàn khoan và các đơn vị dịch vụ khác. Khối lượng công việc lớn dự kiến sẽ mang lại thu nhập ổn định cho các đơn vị dịch vụ này trong tương lai. Sau chu kỳ suy thoái kể từ năm 2015, nhiều nhà cung cấp dịch vụ thượng nguồn đã đa dạng hóa hoạt động ở nước ngoài, trải qua sự biến động đáng kể về thu nhập và thậm chí ghi nhận lỗ. Sự trỗi dậy của hoạt động thượng nguồn được kỳ vọng sẽ đưa các đơn vị này bước vào một kỷ nguyên tăng trưởng mới.

Chuyển đổi năng lượng quốc gia

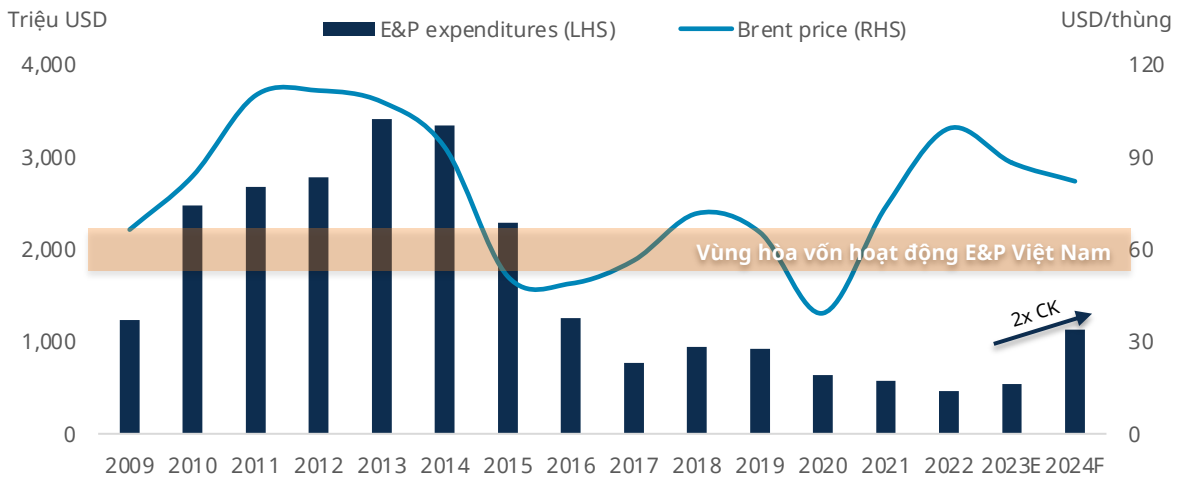
- Theo Quy hoạch Điện VIII, công suất nhiệt điện LNG dự kiến đạt 22 GW vào năm 2030 (chiếm 23% tổng công suất điện và tương đương nhu cầu 14 tỷ m3 LNG) để đạt mức tăng trưởng tiêu thụ điện 9%/năm. Ngoài ra, quy hoạch tổng thể còn nhằm mục đích chuyển đổi 18 GW điện than để thay thế bằng 14 GW điện LNG và 12-15 GW nguồn năng lượng tái tạo.
- Dựa trên mục tiêu tăng trưởng cung và cầu, một loạt cơ sở năng lượng LNG sẽ được hình thành và phát triển – từ các trung tâm LNG đến các nhà máy nhiệt điện. Năm 2025, LNG nhập khẩu sẽ giúp giảm thiểu tình trạng thiếu hụt nguồn cung, hỗ trợ nhu cầu ngắn hạn cho các nhà máy điện khí hiện có trong nước. Hiện tại, hai công ty chủ chốt trong lĩnh vực LNG là PV GAS và CT TNHH Hải Linh, với công suất 1 triệu tấn LNG/doanh nghiệp.
- Ngoài ra, việc phát triển điện gió ngoài khơi cũng đang thể hiện bức tranh tươi sáng cho các nhà cung cấp dịch vụ thượng nguồn tham gia xây dựng. Chúng tôi đánh giá rằng việc đáp ứng quá trình chuyển đổi năng lượng lớn này sẽ mang lại khối lượng công việc tiềm năng cho các nhà xây dựng thượng nguồn thông qua nhiều hợp đồng phụ EPCI, tiếp theo đó, mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp phân phối.

Giá dầu hòa vốn tại một số quốc gia Việt Nam có tham gia hoạt động



Nguồn: HIS Markit, Mirae Asset Vietnam Research

Chi tiêu E&P tăng thúc đẩy triển vọng tích cực



Nguồn: PVN, Mirae Asset Vietnam Research (E&P expenditures: chi tiêu E&P; Brent price: giá dầu Brent)

Dầu khí – Hoạt động thượng nguồn sôi động (tt)

Dự án chuỗi giá trị khí-điện Lô B – Ô Môn với mục tiêu khí về bờ T8/2027

Năm/Gói thầu	TRƯỚC khi có dòng khí đầu tiên					SAU khi có dòng khí đầu tiên				Tiến độ	Giá trị đầu tư ước tính (triệu USD)	DN niêm yết hưởng lợi
	... 2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	... 2049	2050			
Dự án thượng nguồn được đầu tư bởi PVN (42.89%), PVEP (26.78%), MOECO (22.57%) và PTTEP (7.74%), do Phú Quốc POC, công ty con của PVN điều hành											**6,600***	
Lắp đặt giàn công nghệ trung tâm, giàn nhà ở và t háp đuốc			EPCI#I							PVS hoàn thành **12.82%** tiến độ	1,100	PVS
Giàn thu gom, giàn đầu giếng (WHP), hệ thống đường ống nội mỏ			EPCI#II				EPCI 43 WHPs			PVS hoàn thành **24.39%** tiến độ	500/4,700	
Khác (FSO, CAR, kế hoạch khoan giai đoạn 1A, ...)										Chuẩn bị đấu thầu	N/A	PVS - PVD
Dự án trung nguồn do PVN (28.69%); GAS (51%); MOECO (15.12%) và PTTEP (5.18%) đầu tư, điều hành bởi South West POC, công ty con của PVN											**1,200***	
Tuyến ống bờ, các trạm và chạy thử			EPC 102km đường ống							Đang xây dựng	340	
Tuyến ống biển			PC 329km đường ống							Phê duyệt Kế hoạch lựa chọn nhà thầu trong Q3/2024	560	PVS - PVB - GAS
Sản xuất và bọc đường ống dẫn										Trao thầu cho PVB T12/2024	130	
Downstream											**5,000***	
Nhà máy điện Ô Môn I (660MW)										Đang hoạt động (sử dụng dầu FO)	750	
Nhà máy điện Ô Môn II (1,050MW)				EPC: 845 triệu USD						Đang đấu thầu EPC, dự kiến kết thúc vào T2/2025	1,300	
Nhà máy điện Ô Môn III (1,050MW)					EPC: 845 triệu USD					Đang nghiên cứu khả thi sau khi chuyển giao cho PVN	1,300	
Nhà máy điện Ô Môn IV (1,050MW)				EPC: 845 triệu USD							1,300	
Nhà máy điện Cà Mau I & II (750/750MW)										Đang hoạt động, sử dụng khí PM3-CAA		POW

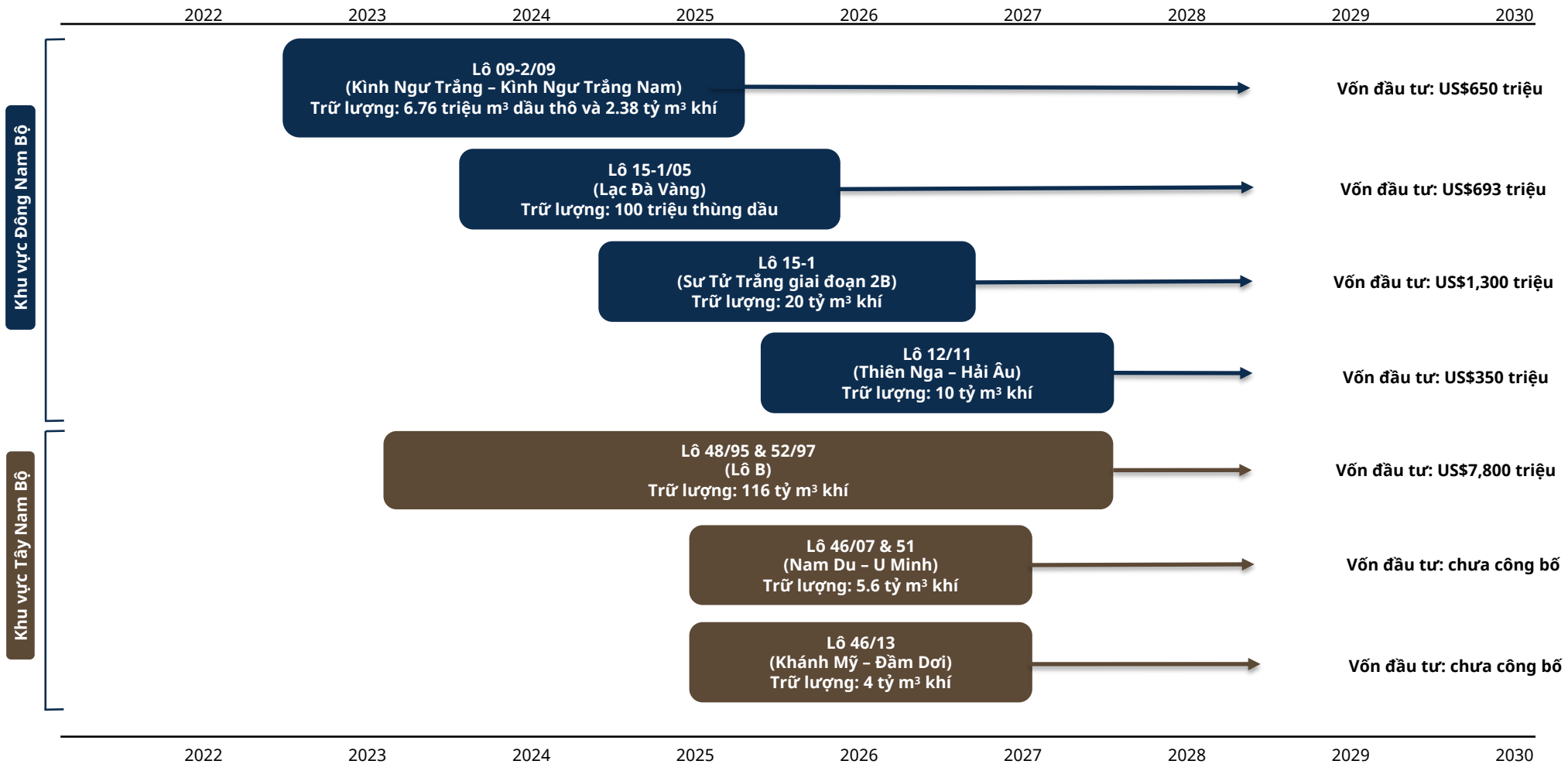
Nguồn: PVN, PVGAS, SWPOC, PQPOC, Mirae Asset Vietnam Research

Ghi chú: (*) ước tính theo thời giá 2017

Theo PVGAS, giá khí miệng giếng là 9.63 USD/MMBTU và cước vận chuyển là 1.53 USD/MMBTU được ước tính dựa trên phê duyệt vào 2017. Cước phí dự kiến sẽ tăng 2% mỗi năm.

Dầu khí – Hoạt động thượng nguồn sôi động (tt)

Trữ lượng đã được chứng minh hiện tại cho giai đoạn 2023–2030 (không bao gồm việc mở rộng các mỏ hiện có)



Nguồn: GAS, PVN, Mirae Asset Vietnam Research

Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP (HOSE: GAS)

Dầu khí

Duy trì tăng trưởng giữa thách thức ngành

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

(Cập nhật)	**MUA**
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**98,300**
Thị giá (02/01/25)	68,100
Lợi nhuận kỳ vọng	44%

LNST (25F, tỷ đồng)	12,184
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	5.8
P/E (25F, x)	13.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	159,536
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	-0.9	-11.6	-8.6
Tương đối	-2.2	-10.4	-19.3

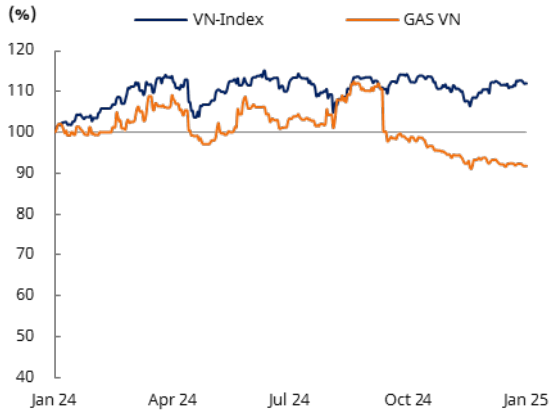
Điểm nhấn đầu tư

Duy trì tăng trưởng trong bối cảnh thách thức ngành: Trong 2024, GAS hoàn thành 105% và 90% dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của chúng tôi, với doanh thu sơ bộ đạt 105,000 tỷ VND (+16.5% CK) và lợi nhuận sau thuế đạt 10,500 tỷ VND (-9.5% CK). Sự chênh lệch này đến từ việc trích lập dự phòng công nợ phải thu từ các nhà máy điện Phú Mỹ 815 tỷ VND, cùng với khối lượng kinh doanh LPG cao hơn 5.3% so với kỳ vọng.

Mảng LPG hưởng lợi từ việc tăng trưởng xuất khẩu và giao dịch quốc tế, đạt kỷ lục 3.06 triệu tấn (+25% CK) và doanh thu 56,700 tỷ VND (+46.1% CK). Ngược lại, doanh thu khí khô giảm 5.7% CK về 40,061 tỷ VND, khi phân khúc này tiếp tục gặp nhiều thử thách. Tiêu thụ khí cho thấy hiệu suất kém, với sản lượng giảm 12.3% CK về 6.4 tỷ m³, chủ yếu do sự suy giảm 23% CK ở khu vực Đông Nam Bộ, đặc biệt tại bể Cửu Long, vượt quá phạm vi giảm dự kiến từ -10% đến -15%. Tiêu thụ khí cho phát điện giảm 16.1% CK, mặc dù nhu cầu từ ngành phân bón và công nghiệp đã phần nào bù đắp.

Giảm huy động điện khí: 2025, chúng tôi dự phóng tiêu thụ khí cho phát điện sẽ tiếp tục giảm, khi EVN dự kiến giảm 6%-8% CK sản lượng điện khí, với điện khí trong nước giảm 24%-27%. Sự giảm sút chính trong huy động điện khí sẽ đến từ việc hết hạn các Hợp đồng Cung cấp Khí (GSA) đối với các nhà máy Phú Mỹ 2.2 và 3. Trong khi đó, các nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và 4 dự kiến đi vào hoạt động từ giữa 2025 với kế hoạch sử dụng 0.8 tỷ m³ khí. Theo đó, dự phóng GAS sẽ tiếp tục đảm bảo được tăng trưởng doanh thu khi giá LNG cao hơn 15%-20% so với khí khô.

Một năm trầm lắng: Dự phóng doanh thu đạt 108,578 tỷ VND (+8.8% CK) trong khi lợi nhuận sau thuế phục hồi lên 12,184 tỷ VND (+5.8% CK), dựa trên các giả định: 1) Nhu cầu tăng từ các nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3 và 4, với khối lượng LNG dự kiến đạt 0.7 tỷ m³ trong 2025, gấp đôi sản lượng CK. Mức tăng này sẽ bù đắp cho sự giảm sút của sản lượng khí trong nước, nâng tổng sản lượng khí đạt 6.8 tỷ m³ (+6.3% CK); 2) Tăng trưởng chậm lại trong phân khúc LPG: Sau bước tiến trong 2024, tăng trưởng doanh thu LPG được dự phóng chậm lại vềmức 2.5% CK, đạt 58,152 tỷ VND vào 2025; 3) Không phát sinh thêm trích lập dự phòng.



FY (31/12)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	64,135	78,992	100,724	89,954	99,783	108,578
LNHĐ (tỷ đồng)	8,694	10,374	17,799	12,906	13,072	13,687
Biên LNHĐ (%)	13.6	13.1	17.7	14.3	13.1	12.6
EBITDA	11,250	13,494	20,933	15,980	16,175	17,010
LNR (tỷ đồng)	7,855	8,673	14,798	11,606	11,512	12,184
EPS (VND)	4,104	4,531	6,443	5,053	4,914	5,201
ROE (%)	16.1	17.4	26.6	18.6	18.3	19.2
P/E (x)	9.7	16.6	12.7	14.9	13.9	13.2
P/B (x)	1.5	2.8	3.1	2.7	2.6	2.4
Tổng tài sản (tỷ đồng)	63,208	78,768	82,663	87,754	86,158	89,554
VCSH (tỷ đồng)	49,500	52,193	61,174	65,299	62,960	65,982

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tổng Công ty cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX: PVS)

Dầu khí

Trên đường cong tăng trưởng

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

(Cập nhật)	**MUA**
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**41,600**
Thị giá (02/01/25)	33,900
Lợi nhuận kỳ vọng	23%

LNST (25F, tỷ đồng)	1,487
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	33.9
P/E (25F, x)	10.8
Vốn hóa (tỷ đồng)	16,203
SL cổ phiếu (triệu)	478
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	39.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	19.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	30,400
Cao nhất 52 tuần (VND)	48,000

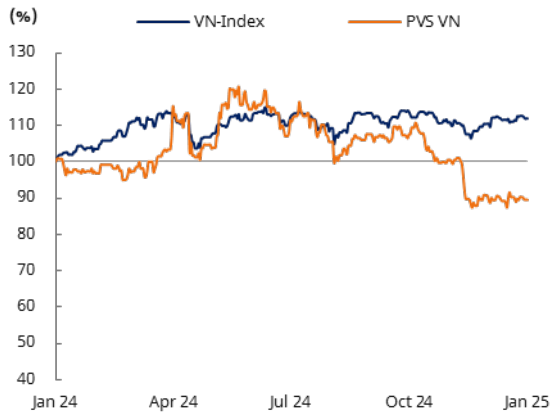
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	0.3	-20.6	-11.3
Tương đối	-1.1	-19.3	-22.0

Điểm nhấn đầu tư

2024 tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng: Chu kỳ kinh doanh thuận lợi đã thúc đẩy hiệu suất trong 2024, đạt kết quả kinh doanh cao nhất kể từ 2015, với doanh thu hợp nhất sơ bộ và lợi nhuận sau thuế khoảng 24,000 tỷ VND (+24% CK) và 1,100 tỷ VND (+8% CK). Phân khúc M&C tăng trưởng vượt trội, đóng góp 14,000 tỷ VND doanh thu (+30% CK), nhờ bàn giao một phần các chân đế điện gió ngoài khơi Greater Changhua 2B&04 và hoàn thành dự án Gallaf-Batch 3. Nhìn chung, các phân khúc hoạt động đều ghi nhận sự tăng trưởng ấn tượng từ 10%-30% CK, được thúc đẩy bởi hoạt động thượng nguồn sôi động khi giá dầu Brent vẫn ở mức cao. Trong 2024, PVS đã tham gia một số dự án quan trọng như Lạc Đà Vàng, sân bay Long Thành và các dự án điện gió ngoài khơi quốc tế khác với tổng giá trị ước tính khoảng 1.3 tỷ USD.

Giá trị backlog M&C lớn thúc đẩy tăng trưởng trong tương lai: Tính đến cuối 2024, chúng tôi ước tính backlog M&C đến 2027 khoảng 2.8 tỷ USD (55% từ các dự án hydrocarbon và 43% từ các dự án điện gió ngoài khơi). Trong đó, dự án Lô B đóng góp 1.05 tỷ USD thông qua ba hợp đồng (EPCI#1, EPCI#2 và EPC đường ống trên bờ). Các dự án này đang được triển khai nhằm đảm bảo tiến bộ khí về bờ cuối 2027, thúc đẩy kết quả kinh doanh 2025-2026. Hợp đồng đường ống ngoài khơi trị giá 560 triệu USD, hiện đang trong giai đoạn đấu thầu, mang lại cơ hội tăng trưởng đáng kể. Trong 2025, ban lãnh đạo đã đặt ra kế hoạch tăng trưởng mạnh mẽ 40% doanh thu, thể hiện triển vọng khả quan.

Triển vọng lợi nhuận 2025: Chúng tôi dự phóng một năm tăng trưởng mạnh mẽ cho PVS, với doanh thu hợp nhất dự kiến đạt mức cao kỷ lục, nhờ lượng backlog lớn. Cụ thể, doanh thu dự phóng đạt 36,562 tỷ VND (+53.5% CK), trong khi lợi nhuận sau thuế dự kiến tăng 33.9% ck, đạt 1,487 tỷ VND. Mức tăng trưởng này chủ yếu được thúc đẩy bởi: 1) Phân khúc M&C, vẫn là động lực chính, đóng góp 25,461 tỷ VND doanh thu (+83% CK), ghi nhận 1 tỷ USD backlog (49% dự án hydrocarbon và 49% dự án năng lượng tái tạo); 2) Các phân khúc khác tăng trưởng 5%-10% nhờ hoạt động thượng nguồn duy trì khả quan khi giá dầu trên mức hòa vốn; 3) Hoạt động FSO/FPSO đóng góp 839 tỷ VND (+2.3% CK) vào lợi nhuận liên doanh liên kết. Chúng tôi định giá PVS theo phương pháp DCF (FCFF), dựa trên dòng tiền mạnh mẽ và ổn định từ các ngành cốt lõi của doanh nghiệp, khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 41,600 VND/CP.



FY (31/12)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	14,260	16,366	19,374	23,826	36,562	45,447
LNHĐ (tỷ đồng)	66	107	-13	299	725	1,524
Biên LNHĐ (%)	0.5	0.7	-0.1	1.3	2.0	3.4
EBITDA	1,278	1,421	1,197	1,630	2,075	2,941
LNR (tỷ đồng)	675	989	1,026	1,110	1,487	2,143
EPS (VND)	1,411	2,070	2,148	2,322	3,110	4,484
ROE (%)	5.9	8.2	8.0	8.9	10.9	14.2
P/E (x)	18.0	10.0	17.4	14.5	10.8	7.5
P/B (x)	1.0	0.8	1.3	1.1	1.0	0.9
Tổng tài sản (tỷ đồng)	24,871	25,924	26,416	27,732	32,691	36,784
VCSH (tỷ đồng)	12,608	13,055	13,544	14,348	15,997	18,450

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Năng lượng điện - Thủy điện hồi phục giữa La Niña

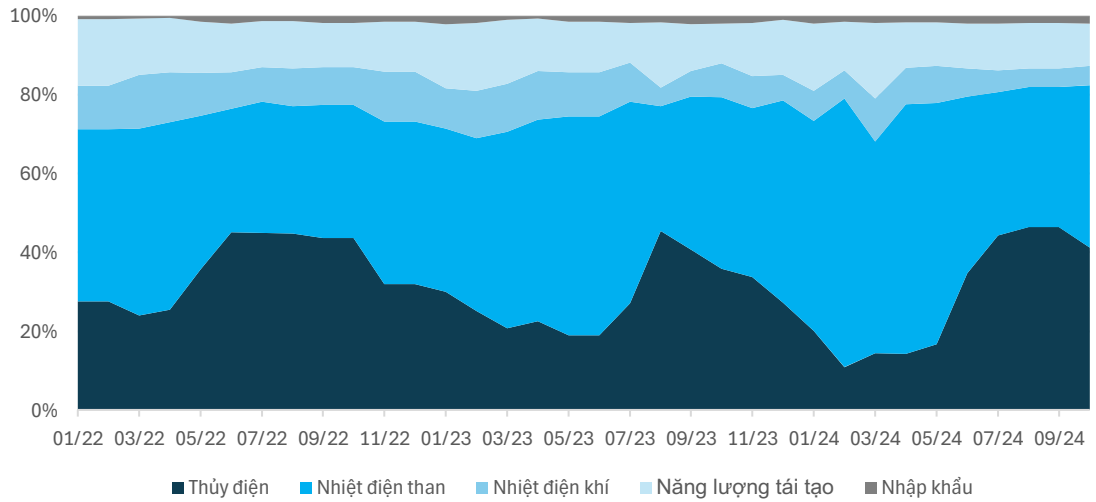
Kết quả 10T2024

- Trong 10T2024, sản lượng điện của Việt Nam đạt 258 tỷ kWh (+11% CK). Nhiệt điện than và thủy điện vẫn là các nguồn năng lượng chủ đạo. Sản lượng nhiệt điện than chiếm 68% trong T2 nhưng giảm xuống còn 40% vào T10, trong khi thủy điện tăng từ 11% lên 40% trong giai đoạn, đạt đỉnh 46% vào T8 và T9. Các nguồn năng lượng tái tạo như điện gió và điện mặt trời đóng góp dưới 20% tổng sản lượng, đạt đỉnh 19% vào T3. Nhiệt điện khí giảm 19% CK, chỉ chiếm 7% sản lượng.
- Các doanh nghiệp điện ghi nhận kết quả kinh doanh trái chiều trong 9T2024. Thủy điện bị ảnh hưởng bởi mùa khô kéo dài trong 6T2024, trong khi các nhà máy nhiệt điện khí gặp khó khăn do chi phí đầu vào cao. Các nhà máy nhiệt điện than đạt doanh thu tốt hơn nhưng tăng trưởng lợi nhuận không đồng đều. Những công ty đa dạng loại hình sản xuất như GEG và POW duy trì lợi nhuận ổn định hơn.
- Giá cổ phiếu biến động, với hiệu suất tốt trong Q2/2024 nhờ hiệu ứng chính sách, nhưng kết quả kém trong Q3/2024 khiến giá giảm. Đến T12, các công ty như VSH và POW duy trì mức tăng so với đầu năm, trong khi các công ty khác, bao gồm NT2 và GEG, giảm lần lượt 14% và 4% so với 2023.

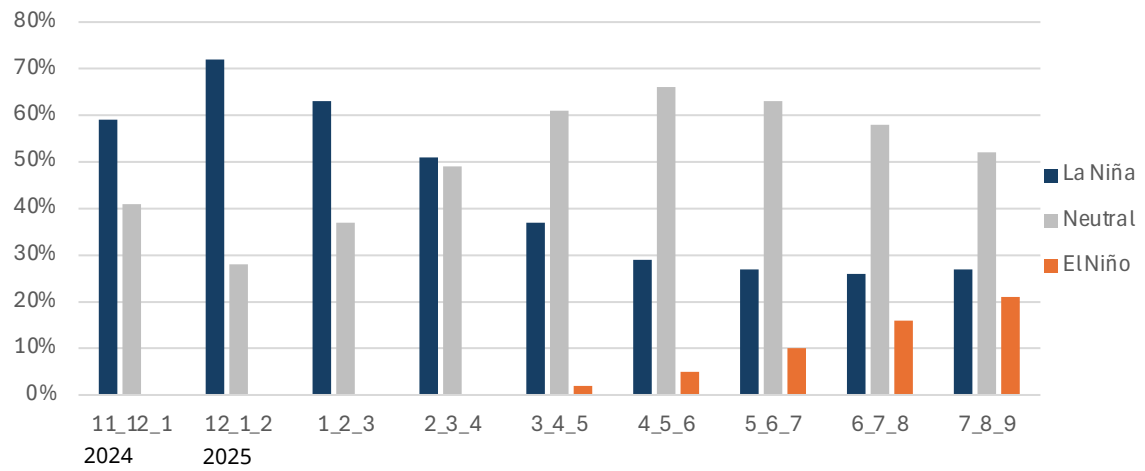
Triển vọng ngành

- Triển vọng cho thủy điện tương đối tích cực nhờ điều kiện La Niña dự kiến kéo dài đến 6T2025. Tuy nhiên, lượng mưa lớn có thể tác động tiêu cực đến các nhà máy nhiệt điện than. Năng lượng tái tạo có tiềm năng nhưng vẫn bị hạn chế bởi các thách thức về chính sách. Các điểm đáng chú ý bao gồm:
  - Dự án LNG: POW và EVN đã ký thỏa thuận mua bán điện cho các nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4, dự kiến bắt đầu hoạt động vào cuối năm 2024 và giữa năm 2025.
  - Cập nhật chính sách: Cơ chế mua bán điện trực tiếp từ các nhà phát điện năng lượng tái tạo và tăng giá điện bán lẻ 4.8% vào T10/2024.
- Việt Nam ngày càng phụ thuộc vào than nhập khẩu và LNG. Nhập khẩu than tăng 25% CK về khối lượng (58 triệu tấn) nhưng giảm 14% CK về giá trong 11T2024. Sản lượng khí tự nhiên trong nước tiếp tục suy giảm, nhấn mạnh nhu cầu về nguồn cung LNG ổn định. Quy hoạch Điện VIII đề ra 23 dự án điện khí vào năm 2030, kết hợp nguồn khí nội địa và LNG.

% sản lượng điện theo loại hình sản xuất

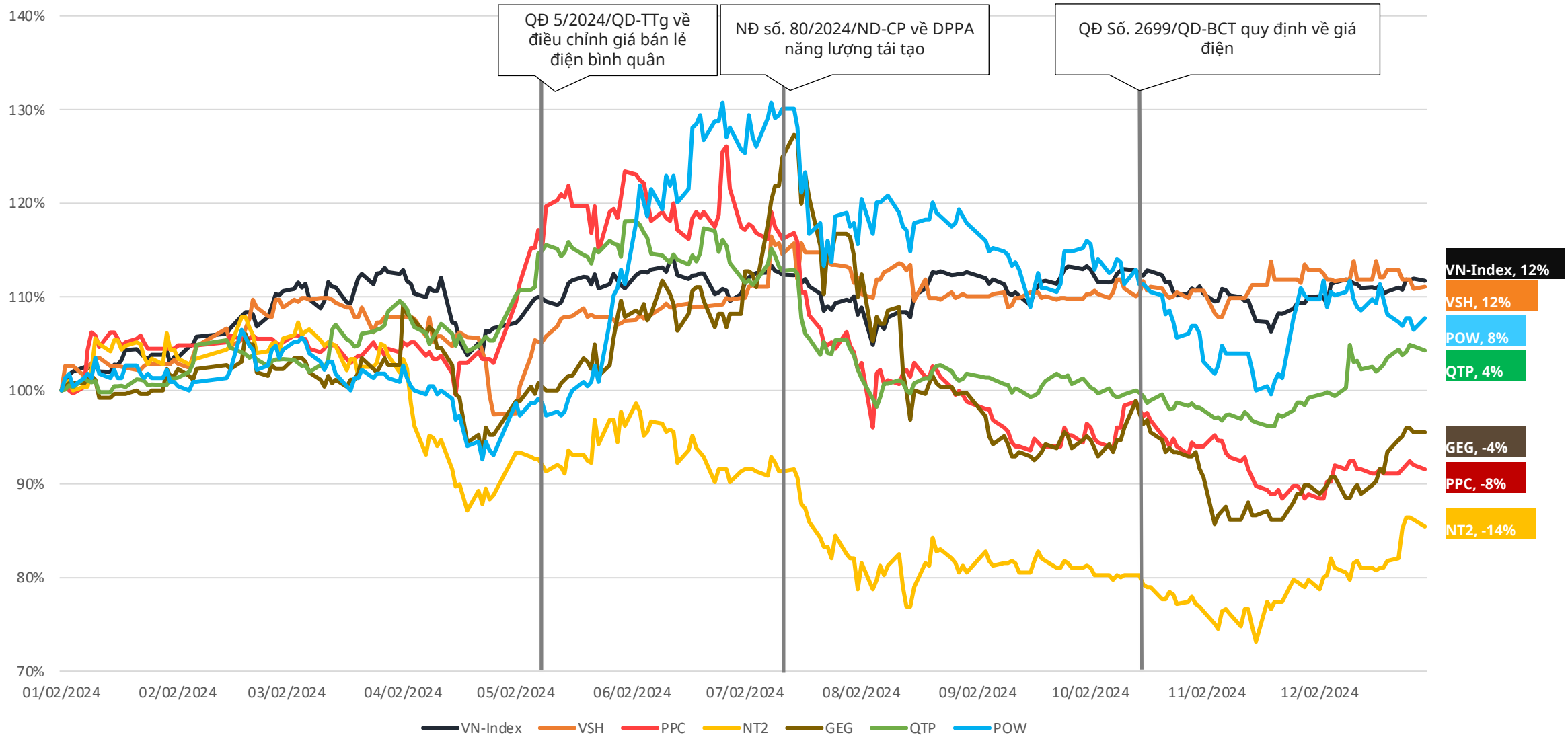


Dự báo xác suất ENSO



Nguồn: EVN, IRI, Mirae Asset Securities (Vietnam) Research

Năng lượng điện - Thủy điện hồi phục giữa La Niña (tt.)



Nguồn: Mirae Asset Securities (Vietnam) Research

CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh (HOSE: VSH)

Tiện ích – Điện

Điều kiện thủy văn cải thiện hoạt động

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

(Cập nhật)	NẮM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**52,900**
Thị giá (02/01/25)	49,100
Lợi nhuận kỳ vọng	8%

LNST (25F, tỷ đồng)	700
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (25F, %)	98
P/E (25F, x)	16.9
Vốn hóa (tỷ đồng)	11,599
SL cổ phiếu (triệu)	236
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	16.7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	11.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	43,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	53,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-2.4	-3.0	5.6
Tương đối	-3.7	-1.7	-5.1

Điểm nhấn đầu tư

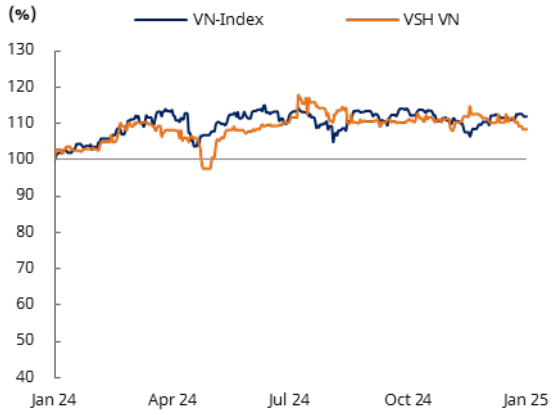
Tổng quan: VSH được thành lập năm 1991, tiền thân là Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn trực thuộc Công ty Điện lực III. Công ty đang vận hành ba nhà máy thủy điện: Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn (công suất 66MW), Nhà máy Thượng Kon Tum (công suất 220MW) và Nhà máy Sông Hinh (công suất 70MW). VSH được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ T7/2006.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi duy trì giá mục tiêu ở mức 52,900 đồng, với dự phóng hiệu quả kinh doanh của VSH sẽ cải thiện từ Q4/2024 trở đi, nhờ sự chuyển đổi sang chu kỳ thời tiết La Nina.

Cập nhật KQKD 9T2024:

- Trong 9T2024, sản lượng điện của VSH đạt 1,233 triệu kWh (-20% CK) với doanh thu lũy kế 1,158 tỷ đồng và LNST 147 tỷ đồng, giảm 40% và 81% CK. Trong Q3/2024, VSH sản xuất 392 triệu kWh (+5% CK) với doanh thu đạt 396 tỷ đồng (+4% CK) và NPAT đạt 78 tỷ đồng (+204% CK). Doanh thu Q3/2024 tăng nhờ sản lượng bán điện cao hơn và chi phí tài chính thấp hơn CK.
- Về hoạt động tài chinh, trong Q3/2024, chi phí tài chính giảm xuống còn 65 tỷ đồng (-41% CK) nhờ lãi suất thấp hơn và tái cấp vốn nợ lãi suất cao. Tính đến Q3/2024 , tổng nợ chịu lãi ở mức 3,415 tỷ đồng (-10% CK).

Dự phóng 2024 và 2025: Chúng tôi dự phóng tổng sản lượng điện năm 2024 đạt 1,841 triệu kWh (-17% CK), với sản lượng điện dự kiến 630 triệu kWh trong Q4/2024 (-4% CK). VSH dự kiến ghi nhận doanh thu thuần 1,825 tỷ đồng và LNST đạt 354 tỷ đồng (giảm lần lượt 29% và 64% CK) trong 2024. Đối với 2025, kỳ vọng sản lượng điện của VSH cao hơn 15% CK, đạt 2,124 triệu kWh nhờ hiệu ứng La Nina. Doanh thu thuần đạt 2,164 tỷ đồng (+18% CK) và LNST tăng 98% CK lên 700 tỷ đồng. Tỷ lệ cổ tức dự kiến 20% tương đương 2,000 đồng/cổ phiếu trong 2024 và sẽ tăng lên 3,000 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 2025-2026, nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi và hiệu quả kinh doanh được cải thiện.



FY (12/31)	FY21	FY22	FY23	FY24F	FY25F	FY26F
Doanh thu (tỷ VND)	1,611	3,085	2,572	1,825	2,164	2,565
LN từ HĐKD (tỷ VND)	770	1,945	1,498	683	1,026	1,242
Biên lợi nhuận từ HĐKD (%)	48%	63%	58%	37.4%	47.4%	48.4%
LNST (Tỷ VND)	387	1,265	994	354	700	928
EPS (VND)	1,660	5,354	4,208	1,467	2,905	3,849
ROE (%)	10.6	28.0	20.7	7.8%	15.7%	20.4%
P/E (x)	20.8	8.7	11.7	33.5x	16.9x	12.8x
P/B (x)	2.0	2.2	2.5	2.7x	1.1x	2.4x
Tổng tài sản (tỷ VND)	10,017	9,710	9,533	8,340	7,977	7,863
VCSH (tỷ VND)	4,010	5,026	4,595	4,468	4,443	4,642

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Điện Gia Lai (HOSE: GEG)

Tiện ích – Điện

Tăng trưởng lợi nhuận trở lại với đòn bẩy tài chính giảm

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**13,600**
Thị giá (02/01/25)	11,950
Lợi nhuận kỳ vọng	14%

LNST (25F, tỷ đồng)	274
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (25F, %)	102
P/E (25F, x)	18.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,282
SL cổ phiếu (triệu)	358
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	40.8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	53.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,450
Cao nhất 52 tuần (VND)	16,381

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	8.1	-12.9	-3.1
Tương đối	6.6	-11.8	-14.0

Điểm nhấn đầu tư

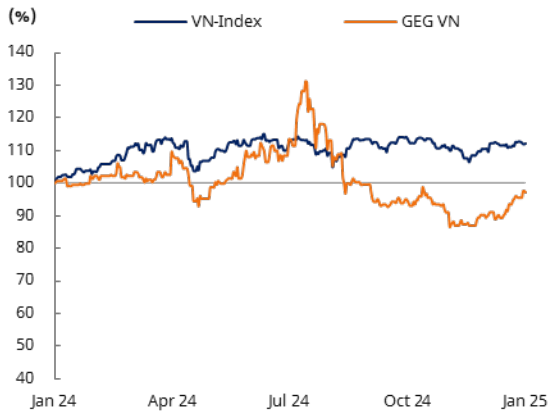
Định giá và khuyến nghị : Chúng tôi duy trì giá mục tiêu 13,600 đồng (WACC 13.6%). GEG đang phải đối mặt với rủi ro pháp lý liên quan đến bốn nhà máy điện gió ngoài khơi, đang được Cơ quan Điều tra An ninh của Bộ Công an điều tra và rủi ro pha loãng cổ phiếu.

Cập nhật KQKD 9T2024:

- Trong 9T2024, doanh thu lũy kế đạt 1,770 tỷ đồng (+11% CK) với LNR đạt 84 tỷ đồng (-3% CK). Trong Q3/2024, doanh thu bán điện của GEG đạt 543 tỷ đồng (-4% CK), trong khi lợi nhuận gộp đạt 237 tỷ đồng (-19% CK). Tuy nhiên, LNST ghi nhận khoản lỗ 27 tỷ đồng do chi phí tài chính cao, so với mức LNST Q3/2023 là 14 tỷ đồng.
- Tính đến Q3/2024 , tổng nợ phải trả lãi giảm 55 tỷ đồng xuống còn 9,886 tỷ đồng so với Q2/2024, chiếm 62% tổng tài sản. Nợ dài hạn là 8,913 tỷ đồng. Trong Q3/2024, GEG phát hành 200 tỷ đồng trái phiếu dài hạn, nâng tổng dư nợ trái phiếu dài hạn lên 605 tỷ đồng.

Dự phóng 2024 và 2025:

- Dự phóng tổng sản lượng điện là 1,209 triệu kWh vào năm 2024 (+9.4% CK), nhờ sản lượng bổ sung tại Tân Phú Đông 1 (từ tháng 5/2023) và 1,277 triệu kWh vào năm 2025. Trong 2025, chúng tôi giả định sản lượng điện từ năng lượng gió là 480 triệu kWh (+8% CK). Đối với năng lượng mặt trời và thủy điện, sản lượng điện lần lượt là 475 triệu kWh (+7% CK) và 322 triệu kWh (+1% CK).
- Chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 2,527 tỷ đồng và LNST là 157 tỷ đồng vào 2024, tăng lên lần lượt 2,731 tỷ đồng (+8% CK) và 274 tỷ đồng (+74% CK) vào năm 2025, với đòn bẩy tài chính giảm dần trong tương lai. Giả định nợ ròng/EBITDA giảm từ 5.6x vào 2024 xuống 4.7x vào 2025 và 4.1x vào 2026.



FY (12/31)	FY21	FY22	FY23	FY24F	FY25F	FY26F
Doanh thu (tỷ VND)	1,381	2,093	2,163	2,527	2,731	2,892
LN từ HĐKD (tỷ VND)	653	851	961	1,053	1,138	1,234
Biên lợi nhuận từ HĐKD (%)	47%	41%	44%	42%	42%	43%
LNST (Tỷ VND)	283	316	137	157	274	421
EPS (VND)	892	818	214	284	575	941
ROE (%)	8.8	8.2	3.2	2.7	4.4	6.4
P/E (x)	17.0	16.1	35.9	37.9	18.7	11.4
P/B (x)	1.4	1.4	1.3	1.0	0.9	0.8
Tổng tài sản (tỷ VND)	12,473	17,118	16,132	17,034	16,154	15,881
VCSH (tỷ VND)	3,738	5,630	5,767	6,103	6,385	6,816

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HOSE: NT2)

Tiện ích – Điện

Tiềm năng hồi phục từ đáy 2024

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**24,200**
Thị giá (02/01/25)	20,900
Lợi nhuận kỳ vọng	16%

LNST (25F, tỷ đồng)	131
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (25F, %)	83
P/E (25F, x)	54.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,017
SL cổ phiếu (triệu)	288
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	32.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	13.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	26,800

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	6.6	-4.8	-15.7
Tương đối	5.0	-3.7	-26.7

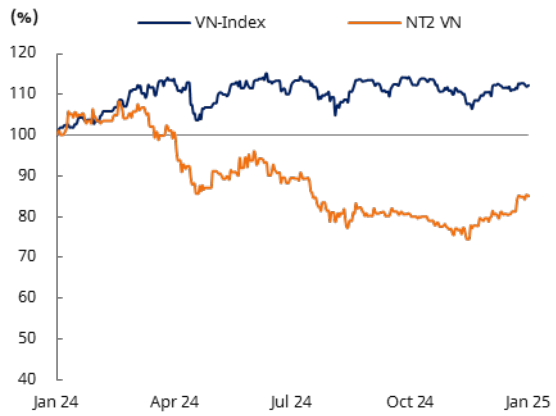
Điểm nhấn đầu tư

KQKD 11T2024:

- Trong T11/2024, hoạt động kinh doanh của NT2 ghi nhận sản lượng điện và Qc lần lượt đạt 261 triệu kWh (+20% CK) và 165 triệu kWh (-57% CK). Trong 11T2024, NT2 tạo ra tổng sản lượng điện là 2,347 triệu kWh, với Qc là 1,896 triệu kWh, so với 2,715 triệu kWh và 3,007 triệu kWh, lần lượt trong 11T2023. Cả sản lượng điện và Qc đều ghi nhận mức giảm mạnh 13.6% CK và 37% CK. Điều này dẫn đến doanh thu thuần của NT2 giảm 13.5% CK, ước tính đạt 5,060 tỷ đồng trong 11T2024.
- Giá bán điện bình quân 11T2024 ở mức 2,156 đồng/kWh, tăng 0.3% CK. Chi phí nhiên liệu đầu vào đạt đỉnh ở mức 9.64 USD/MMBtu trong T7/2024 sau đó có xu hướng giảm xuống còn 9.43 USD/MMBtu vào T11/2024. Chi phí trung bình nhiên liệu đầu vào trong 11T2024 tăng 4.5% CK, đạt 9.46 USD/MMBtu.

Dự phóng 2024 và 2025:

- Chúng tôi duy trì dự phóng tổng sản lượng 2,600 triệu kWh vào năm 2024 (-10% CK), với sản lượng điện dự kiến là 700 triệu kWh trong Q4/2024 (+77% CK). Doanh thu thuần dự phóng 5,816 tỷ đồng và LNST là 72 tỷ đồng (giảm tương ứng 8.9% và 85%% CK) trong năm 2024.
- Trong 2025, kỳ vọng sự biến động của sản lượng điện và Qc sẽ tiếp tục do đầu vào chi phí nhiên liệu cao và tình trạng thiếu khí đốt trong nước. Tuy nhiên, kết quả hoạt động của công ty có thể có bước chuyển biến mạnh mẽ so với mức đáy 2024. Giả định của chúng tôi là NT2 sẽ sản xuất sản lượng điện 2,652 triệu kWh (+2% CK) và Qc được huy động mỗi quý trong 2025, thay vì không huy động Qc như trong Q1/2024. Doanh thu thuần và LNST 2025 ước lần lượt đạt 6,170 tỷ đồng (+6% CK) và 131 tỷ đồng (+83% CK).
- Tỷ lệ cổ tức 10%, tương đương 1,000 đồng/cổ phiếu, được dự kiến trong 2024 và 2025, ~ tỷ suất 5%.



FY (12/31)	FY21	FY22	FY23	FY24F	FY25F	FY26F
Doanh thu (tỷ đồng)	6,150	8,788	6,386	5,816	6,170	6,545
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng	593	950	441	47	111	347
Biên LNHĐ (%)	9.6	10.8	6.9	0.8%	1.8%	5.3%
LNST (tỷ đồng)	534	883	473	72	131	370
EPS (VND)	1,778	2,992	1,722	239	437	1,234
ROE (%)	12.0	19.5	11	1.7%	3.2%	8.7
P/E (x)	14.8	9.6	15.8	101.4x	54.2x	21.1
P/B (x)	1.8	1.8	1.7	1.7x	1.7x	1.7
Tổng tài sản (tỷ đồng)	6,624	7,445	8,451	7,546	7,088	6,639
VCSH (tỷ đồng)	4,234	4,614	4,336	4,117	3,955	4,290

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP - Tổng công ty nước - môi trường Bình Dương (HOSE: BWE)

Tiện ích – Nước

Tăng trưởng công suất từ công ty con

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

(Cập nhật)	**MUA**
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**58,300**
Thị giá (02/01/25)	47,600
Lợi nhuận kỳ vọng	22%

LNST (25F, tỷ đồng)	914
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	20.7
P/E (25F, x)	11.3
Vốn hóa (tỷ đồng)	10,469
SL cổ phiếu (triệu)	220
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	28.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	11.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	35,526
Cao nhất 52 tuần (VND)	48,050

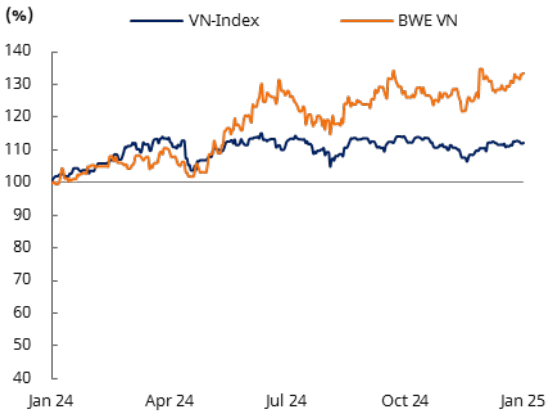
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	1.3	5.7	33.0
Tương đối	-0.3	6.7	22.1

Điểm nhấn đầu tư

Doanh thu vượt kỳ vọng: Theo BWE, doanh nghiệp ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 12.5% CK, đạt 3,966 tỷ VND, vượt dự phóng của chúng tôi. Sự vượt trội này chủ yếu được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng tiêu thụ nước tại thị trường Bình Dương, chiếm khoảng 88% tổng sản lượng nước (~222 triệu m³). Cụ thể, lượng tiêu thụ nước của khách hàng dân dụng và công nghiệp lần lượt tăng 8.2% và 9.4% CK. Giá nước công nghiệp cao hơn 30% so với giá nước dân dụng. Lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 700 tỷ VND (+3.9% CK), bị ảnh hưởng bởi khoản lỗ tỷ giá 67 tỷ VND trong 9T2024. Kết quả lợi nhuận phù hợp với dự phóng của chúng tôi, khi loại trừ ảnh hưởng tỷ giá.

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. BWE đã đặt mục tiêu tăng trưởng ổn định 7%-8% doanh thu/năm cho giai đoạn 2025-2029, dựa trên triển vọng tăng công suất (bao gồm cả BWE Long An và BWE Cần Thơ) và mở rộng mạng lưới cấp nước.

Dự phóng 2025: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế dự kiến tăng lần lượt 9.3% CK và 21.5% CK, đạt 4,334 tỷ VND và 914 tỷ VND. Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh ước tính tăng trưởng bình quân doanh thu và lợi nhuận sau thuế cho giai đoạn 2025–2029 lên 9.4% và 20.9%. Phân khúc cấp nước, chiếm khoảng 87% lợi nhuận gộp, tiếp tục là động lực chính với: 1) Sản lượng nước tiêu thụ ước đạt 239 triệu m³ (+7.7% CK) khi bổ sung công suất 110,000 m³/ngày đêm từ nhà máy Nhị Thành (giai đoạn 3) và nhà máy Sài Gòn-Mekong (BWE Cần Thơ); và 2) Giá nước Bình Dương dự kiến tăng 5%/năm từ giữa 2025, khi dự thảo Thông tư 46 chính thức được ban hành thay thế Thông tư 44. Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu của BWE lên 58,300 VND/CP, từ mức 50,600 VND/CP, phản ánh các giả định điều chỉnh.

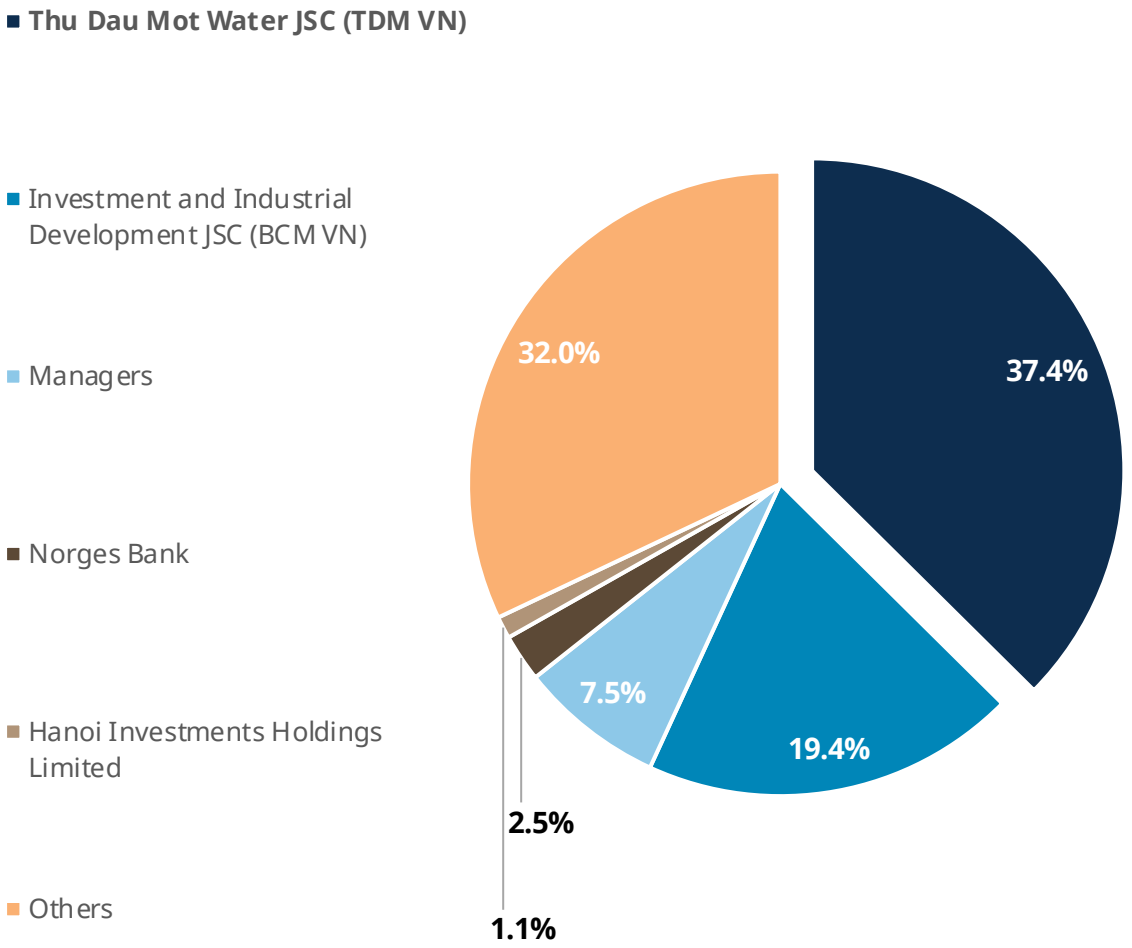


FY (31/12)	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,119	3,484	3,526	3,776	4,334	4,801
LNHĐ (tỷ đồng)	845	919	980	1,019	1,138	1,352
Biên LNHĐ (%)	27.1%	26.4%	27.8%	27.0%	26.2%	28.2%
EBITDA	1,503	1,488	1,792	1,834	2,068	2,408
LNR (tỷ đồng)	749	743	674	757	914	1,188
EPS (VND)	3,254	3,196	2,902	3,443	4,156	5,404
ROE (%)	20.6%	17.6%	14.4%	14.9%	16.5%	19.3%
P/E (x)	13.2	12.9	15.6	13.6	11.3	8.7
P/B (x)	2.1	1.8	2.0	1.7	1.9	1.6
Tổng tài sản (tỷ đồng)	9,074	9,987	12,122	12,836	13,354	14,226
VCSH (tỷ đồng)	3,925	4,538	4,964	5,338	5,850	6,601

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

BWE – Chiếm lĩnh thị trường cấp nước Bình Dương

Cơ cấu cổ đông



Mục tiêu quy hoạch tổng thể công suất nước Bình Dương

Nhà máy hiện tại	Công suất hiện tại (m^3 ngày đêm)	2025	2030
Dĩ An*	300,000	450,000	550,000
Tân Hiệp	250,000	350,000	500,000
Thủ Dầu Một	65,000	35,000	35,000
Uyên Hưng	40,000	80,000	140,000
Tân Uyên	90,000	70,000	100,000
Bàu Bàng**	60,000	180,000	350,000
Dầu Tiếng	12,000	10,000	20,000
Phước Vinh	5,000	10,000	20,000
Nhà máy mới			
Phước Vinh 2			**25,000**
Tam Lập			**25,000**
Tân Thành			**30,000**
Bắc Tân Uyên			**50,000**
Trạm cấp nước			50,000
Tổng		**1,185,000**	**1,895,000**

(*TDM đầu tư một phần nhà máy ~ 75% công suất, **TDM VN đầu tư toàn bộ). Nguồn: BWE, Tỉnh Bình Dương, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

F&B

Thị trường nước ngoài thúc đẩy tăng trưởng

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

(Cập nhật)	**MUA**
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**83,100**
Thị giá (02/01/25)	63,600
Lợi nhuận kỳ vọng	31%

LNST (25F, tỷ đồng)	10,431
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	12.5
P/E (25F, x)	14.3
Vốn hóa (tỷ đồng)	132,921
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	-0.5	-5.4	-7.8
Tương đối	-2.0	-4.3	-18.8

Luận điểm đầu tư

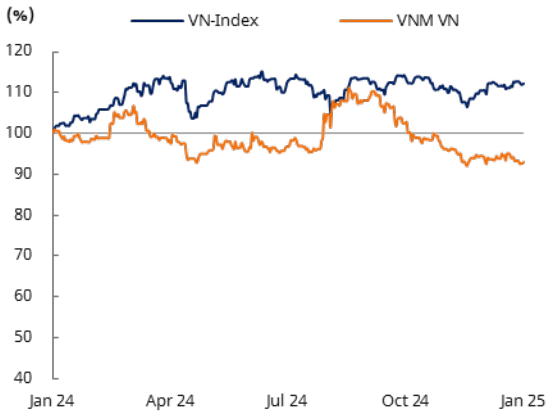
CTCP Sữa Việt Nam (VNM VN) là tập đoàn sữa hàng đầu Việt Nam, có thị phần nội địa lớn nhất ở phân khúc sữa nước và thị phần lớn thứ hai ở phân khúc sữa công thức. VNM hiện vận hành 15 trang trại ở khu vực Đông Dương và là nhà thu mua sữa tươi chính từ nông dân với tổng đàn bò gần 140,000 con. VNM còn 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 trìgiá 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.

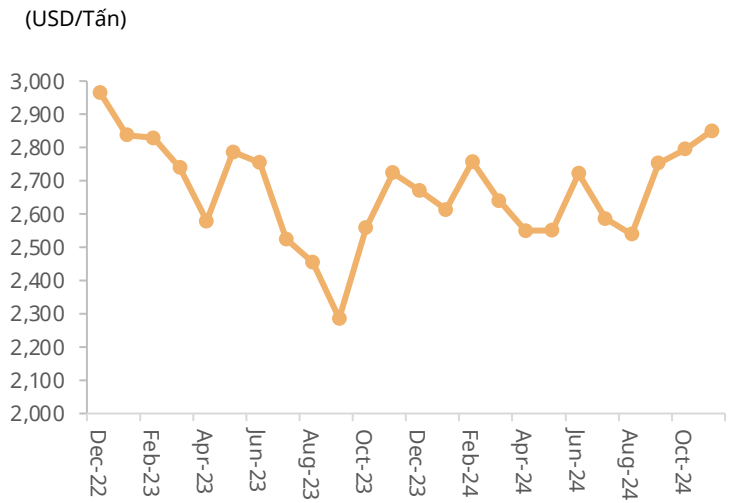


FY (31/12)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue (VNDbn)	61,012	60,075	60,479	63,101	66,086	69,355
OP (VNDbn)	12,728	10,491	10,904	11,418	12,849	13,336
OP margin (%)	20.9	17.5	18	18.1	19.4	19.2
Pre-tax income (VNDbn)	12,922	10,496	10,968	11,418	12,849	13,336
NPATMI (VNDbn)	10,532	8,516	8,874	9,269	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	16.1	14.3	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

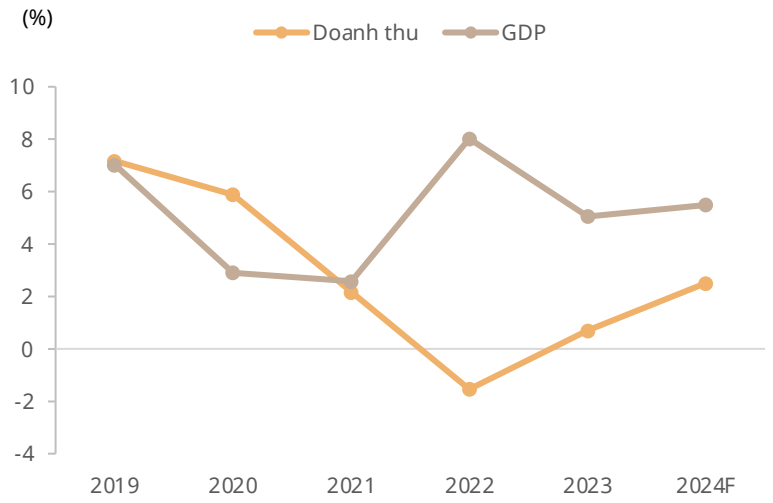
Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

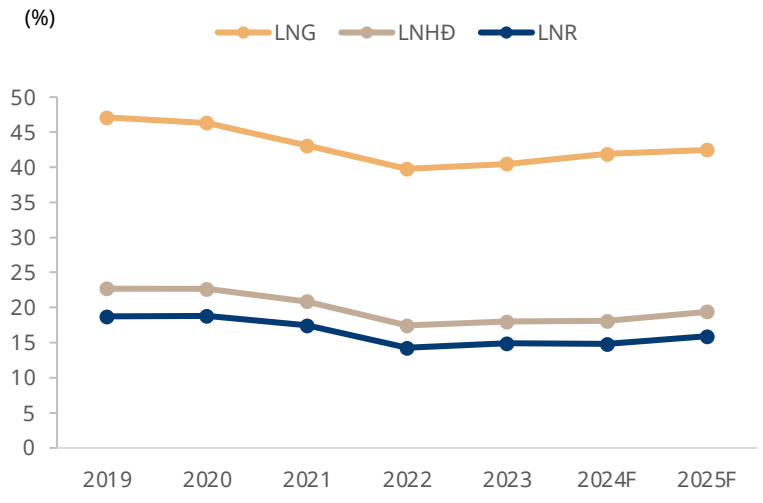
Giá sữa nguyên liệu



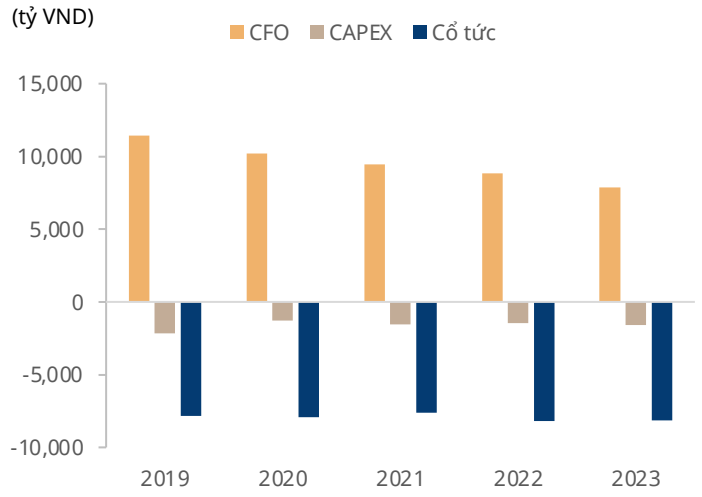
Tăng trưởng doanh thu VNM so với GDP Việt Nam



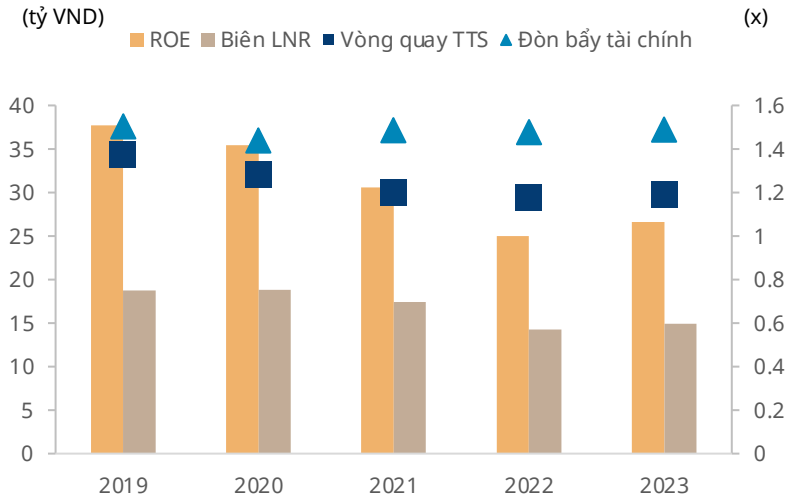
Biên lợi nhuận



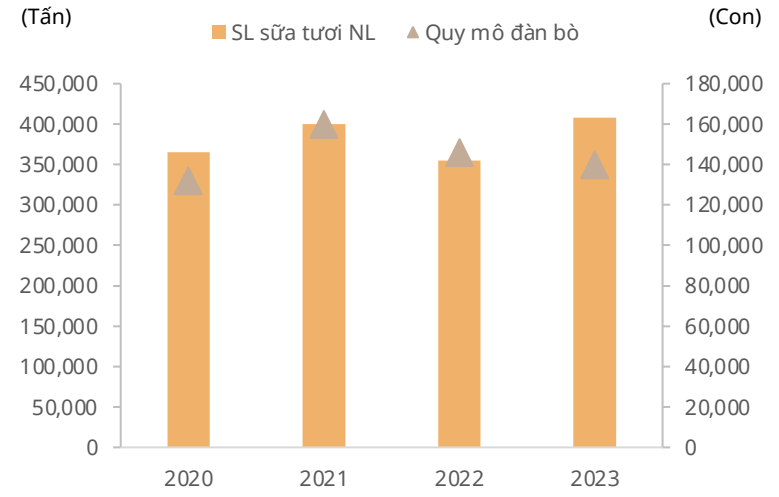
Dòng tiền HĐKD, CAPEX & Cổ tức



Phân tích DuPont



Quy mô đàn bò và sản lượng sữa tươi nguyên liệu



Nguồn: Global Dairy Trade, Company data, Mirae Asset Vietnam Research

Viễn thông – Hướng tới nền kinh tế số

Mở rộng 5G

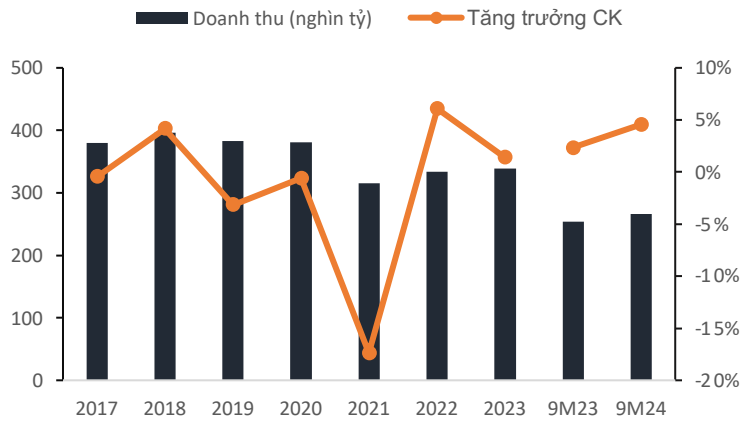
Hiệu quả hoạt động ngành: Theo báo cáo của Tổng cục Thống kê, doanh thu hoạt động viễn thông Q3/2024 ước đạt 87.7 nghìn tỷ đồng, tăng 5.2% CK. Trong 9T2024, doanh thu hoạt động viễn thông lũy kế ước đạt 265.9 nghìn tỷ đồng, tăng 4.2% CK.

- Viettel: Công ty tiếp tục dẫn đầu với doanh thu Q3/2024 ước tính 47,500 tỷ đồng, tăng 9.8% CK. Lợi nhuận trước thuế trong Q3/2024 đạt 14,600 tỷ đồng, tăng khoảng 10.3% CK. Viettel trở thành nhà mạng đầu tiên công bố thương mại hóa 5G vào sáng 15/10/2024, mục tiêu phủ sóng 63 tỉnh, thành.
- VNPT: Tập đoàn báo cáo doanh thu hợp nhất đạt 15 nghìn tỷ đồng (+12% CK) và lợi nhuận trước thuế đạt 1,200 tỷ đồng (+13% CK) trong Q3/2024. Lũy kế 9T2024, doanh thu hợp nhất của VNPT ước đạt 42,897 tỷ đồng (+8% CK), với lợi nhuận trước thuế đạt 4,476 tỷ đồng (+35% CK). Ngày 20/12/2024, Tập đoàn VNPT chính thức công bố cung cấp dịch vụ 5G.
- MobiFone: Doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt ghi nhận 6,072 tỷ đồng (-6% CK) và 63 tỷ đồng (+202% CK) trong Q3/2024. Dự phóng cả năm 2024, doanh thu và lợi nhuận trước thuế của MobiFone lần lượt đạt 24,747 tỷ đồng (-3% CK) và 1,980 tỷ đồng (+21% CK).

Các quy định và điểm nhấn ngành trong nửa cuối năm 2024:

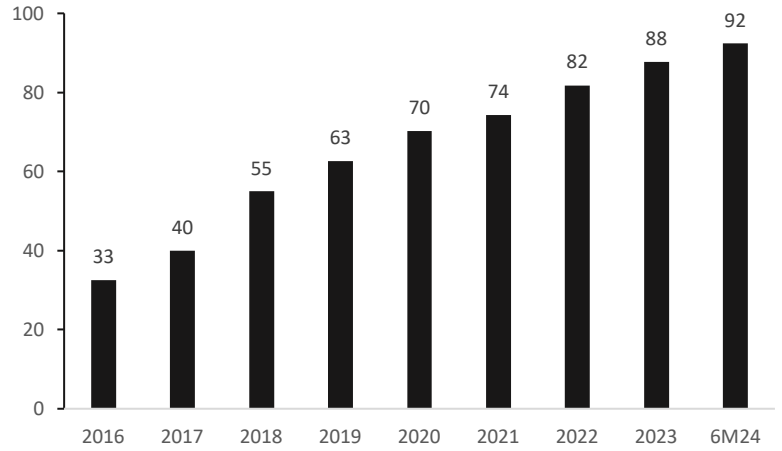
- Luật Viễn Thông số 24/2023/QH15, có hiệu lực từ ngày 1/7/2024: Các quy định về quản lý dịch vụ trung tâm dữ liệu (IDC), điện toán đám mây và dịch vụ viễn thông cơ bản trên Internet (viễn thông OTT) sẽ có hiệu lực từ ngày 1/1/2025. Khung pháp lý mới được kỳ vọng sẽ thúc đẩy cạnh tranh, đơn giản hóa quy trình gia nhập thị trường và tạo cơ hội để các doanh nghiệp mở rộng vào các dịch vụ mới phát triển như trung tâm dữ liệu và điện toán đám mây, đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của người dùng.
- Thông tư 10/2024/TT-BTTTT: Dịch vụ thuê bao 2G chính thức ngừng cung cấp sau ngày 15/10/2024.
- Đấu giá băng tần 5G:
    - T3/2024, Viettel đã giành được băng tần B1 (2,500–2,600 MHz) với giá trị 7,533 tỷ đồng, và VNPT thắng đấu giá băng tần C2 (3,700–3,800 MHz) với giá trị 2,581 tỷ đồng.
    - T7/2024, MobiFone thắng đấu giá băng tần C3 (3,800–3,900 MHz), giá trị giao dịch không được tiết lộ.
    - Các đơn vị trúng thầu phải triển khai dịch vụ 5G trong vòng 12 tháng kể từ ngày được cấp phép và thiết lập tối thiểu 3,000 trạm phát sóng 5G trong hai năm. Nhìn chung, ngành viễn thông được kỳ vọng sẽ duy trì triển vọng ổn định, nhờ sự ra mắt và mở rộng các dịch vụ 5G.

Doanh thu hoạt động viễn thông (nghìn tỷ)



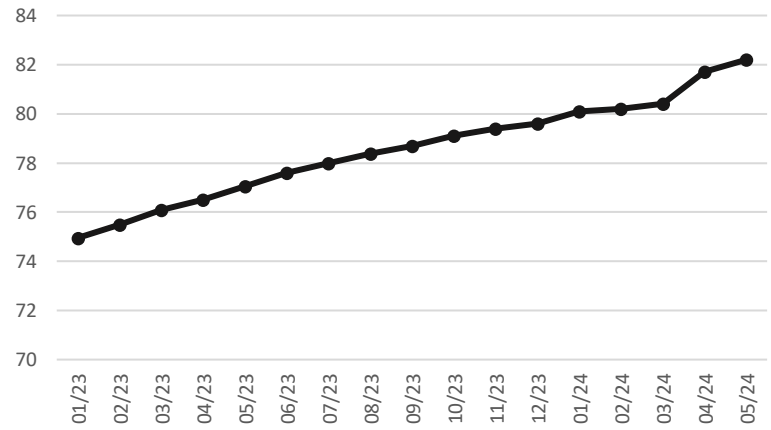
Nguồn: Tổng cục Thống kê, Mirae Asset Vietnam Research

Tổng số thuê bao di động đang hoạt động có sử dụng dữ liệu (triệu)



Nguồn: BCT, Mirae Asset Vietnam Research

Tỷ lệ hộ gia đình sử dụng cáp quang (%)



Nguồn: BCT, Mirae Asset Vietnam Research

Tổng Công ty cổ phần Công trình Viettel (HOSE: CTR)

Viễn Thông

Doanh thu tăng trưởng ổn định

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

(Cập nhật)	NẮM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	**132,000**
Thị giá (02/01/25)	124,100
Lợi nhuận kỳ vọng	6%

LNST (25F, tỷ đồng)	644
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (25F, %)	21.6
P/E (25F, x)	25.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	14,195
SL cổ phiếu (triệu)	114
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	29.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	10.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	86,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	162,000

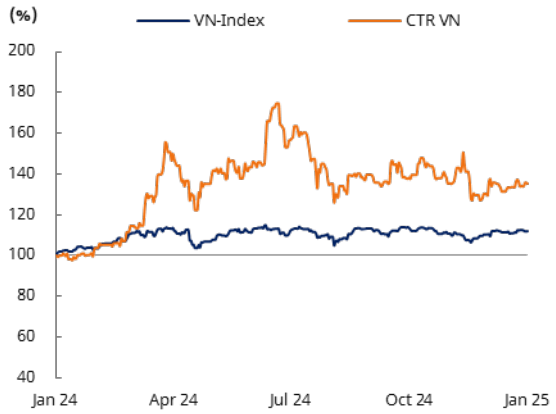
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.7	-17.3	35.6
Tương đối	-2.3	-16.2	24.7

Điểm nhấn đầu tư

KQKD 11T2024:

- Trong 11T2024, CTR đạt doanh thu lũy kế 11,685 tỷ đồng (+12% CK), trong khi LNTT lũy kế tăng ở mức khiêm tốn 2% CK lên 608 tỷ đồng. Khách hàng chính của công ty là các công ty con liên quan đến Viettel, chiếm 60% doanh thu của công ty.
- Mảng cho thuê cơ sở hạ tầng duy trì mức tăng trưởng doanh thu cao nhất đạt 568 tỷ đồng (+45% CK) trong 11T2024, đóng góp 5% tổng doanh thu. Tính đến T11/2024, CTR sở hữu 9,510 trạm BTS, tăng 486 trạm so với tháng trước và tiếp tục giữ vị trí dẫn đầu mảng TowerCo tại Việt Nam.
- Mảng vận hành khai thác vẫn là nguồn đóng góp doanh thu lớn nhất cho công ty, tăng 10% CK đạt 5,596 tỷ đồng, chiếm 48% tổng doanh thu. Các hoạt động kinh doanh chính của mảng này bao gồm việc hoàn thành tuyến cáp trục quốc tế dài 95km cho Mytel tại Myanmar vào T11/2024.
- Mảng xây dựng đứng thứ hai với doanh thu lũy kế 3,923 tỷ đồng (+20% CK), chiếm 34% tổng doanh thu. Công ty duy trì nguồn việc với trị giá 2,085 tỷ đồng (+94% CK) cho các dự án B2B và 1,715 tỷ đồng (+20% CK) cho các dự án B2C và SME.
- Doanh thu giải pháp tích hợp CNTT tăng 11% CK đạt 1,543 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu từ mảng năng lượng mặt trời tăng trưởng nhanh 319% CK đạt 375 tỷ đồng.

Dự phóng KQKD: Chúng tôi dự phóng phân khúc xây dựng sẽ tăng trưởng khoảng 20%/năm trong 2025-2026, nhờ tăng cường đầu tư vào cơ sở hạ tầng 5G. Mảng vận hành khai thác dự kiến sẽ tăng khoảng 14%/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. Hoạt động kinh doanh giải pháp CNTT sẽ tăng trưởng ở mức 8%/năm trong giai đoạn 25-2026 nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của phân khúc năng lượng mặt trời. TowerCo được dự phóng sẽ có mức tăng trưởng doanh thu nhanh nhất trong số các hoạt động kinh doanh cốt lõi của CTR, với tốc độ tăng trưởng dự kiến là 38%/năm và tỷ suất lợi nhuận gộp khoảng 25%. Chúng tôi dự phóng CAGR là 21.2% cho phân khúc dịch vụ kỹ thuật trong giai đoạn 2025-2028.



FY (31/12)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	7,447	9,370	11,299	13,421	15,650	18,291
LNHĐ (tỷ đồng)	467	552	637	672	813	987
Biên LNHĐ (%)	6.3%	5.9%	5.6%	5.0%	5.2%	5.4%
LNST (tỷ đồng)	375	443	517	529	644	787
EPS (VND)	3,450	3,310	4,515	4,628	5,632	6,876
ROE (%)	31.6%	30.2%	28.6%	25.0%	26.5%	27.5%
P/E (x)	15.6x	23.9x	21.3x	28.7x	25.7x	23.6x
P/B (x)	3.8x	6.5x	5.5x	6.8x	6.3x	6.x
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,963	6,041	6,929	7,353	8,505	9,708
VCSH (tỷ đồng)	1,312	1,625	1,991	2,249	2,613	3,108

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		

* 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 toánvà khôngcó 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 nhánhđối 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 dịchchứng 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 nhánhvà giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bánbất kỳ chứng khoánvào 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 trườnghoặc 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 thểtham 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 (HK) Ltd.
Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

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 Securities (USA) Inc.

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

Tel: 1-212-407-1000

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

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

Tel: 1-213-262-3807

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

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 (Singapore) Pte. Ltd.
6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

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)

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

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

Tel: 976-7011-0806

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

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)

Shanghai Representative Office

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

Tel: 86-21-5013-6392

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 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