

Danh mục khuyến nghị

(trung & dài hạn)



Nội dung

Ngành	Cổ phiếu	Doanh nghiệp	Giá mục tiêu 12T (VND)	Lợi nhuận kỳ vọng
Ngân hàng	VPB	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	23,800	30%
Tiện ích - Gas	GAS	Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP	98,300	33%
Tiện ích - Nước	BWE	CTCP - Tổng công ty nước - môi trường Bình Dương	50,600	18%
Tiện ích - Điện	NT2	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	25,200	13%
Bất động sản thương mại	VRE	CTCP Vincom Retail	32,100	41%
Bất động sản dân cư	VHM	CTCP Vinhomes	63,000	53%
Xây dựng	HHV	CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	21,250	65%
Thép	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	36,400	28%
Thực phẩm & Đồ uống	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	79,500	22%
Dệt may	MSH	CTCP May Sóng Hồng	48,400	6%

Kế hoạch lạc quan

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



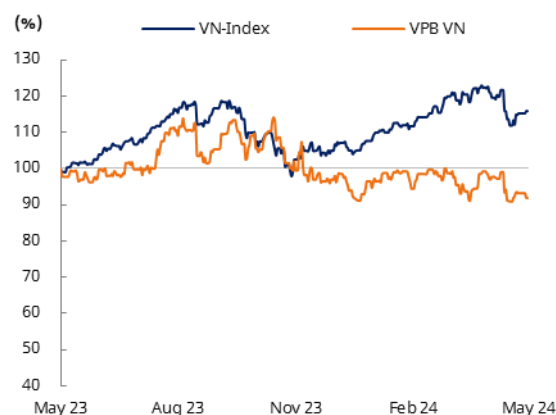
(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	23,800
Thị giá (2/05/24)	18,300
Lợi nhuận kỳ vọng	30%

Điểm nhấn đầu tư

- Ngoài đề xuất nhận chuyển giao TCTD yếu kém, ĐHCĐ có một vài điểm chính như sau: 1) VPB dự định sẽ tiếp tục mức chia cổ tức tiền mặt là 10% cho năm 2023, tương tự như năm 2022; 2) đối với năm 2024, ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng là 25% (2023: +25.2%); và 3) lợi nhuận trước thuế được kỳ vọng sẽ phục hồi mạnh mẽ với mức tăng trưởng khoảng 114% sv.ck.
- Trong nhóm NH được chúng tôi theo dõi, VPB được cho là sẽ có mức chuyển biến tích cực nhất về mặt lợi nhuận trong năm 2024 dựa trên nền kết quả kinh doanh âm đạm trong năm 2023. Các yếu tố chính được kỳ vọng hỗ trợ lợi nhuận hồi phục bao gồm tình hình kinh doanh ổn định từ ngân hàng mẹ và sự tái cơ cấu thành công FE Credit (theo VPB). Cụ thể, biên lãi thuần dần cải thiện từ đáy nhờ sự trở lại của tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA), đạt 17.4% cuối năm 2023, tuy giảm 0.3%p sv.ck. nhưng tăng 3.2%p từ quý 1 2023, giúp giảm chi phí huy động vốn của NH. Ngoài ra, cho vay tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2023 (+29.2% sv.ck.), cùng với mức tăng trưởng dự kiến cao cho năm 2024 (+19.6%, nhờ bộ đệm vốn lớn), sẽ thúc đẩy tăng trưởng thu nhập lãi thuần trong năm 2024.
- Cuối 2023, tổng tài sản VPB tăng mạnh lên mức 817.7 nghìn tỷ (+29.6% sv.ck.). Cho vay khách hàng cũng ghi nhận mức tăng trưởng tích cực với +29.2% sv.ck. và chiếm 67.5% tổng tài sản. Ngoài ra, gửi và cho vay liên ngân hàng tăng gần gấp đôi so với năm trước, trong khi danh mục đầu tư tăng vừa phải ở mức 17.7%. Tuy nhiên, bất chấp tài sản tăng đáng kể, lợi nhuận lại sụt giảm mạnh. Kết thúc 2023, LNTT của VPB giảm xuống còn 11 nghìn tỷ, giảm 48.2% sv.ck. Ngoài thâm hụt trong thu nhập từ lãi (-6.9% sv.ck) do tình hình kinh doanh khó khăn, sự vắng bóng của thu nhập bất thường (ghi nhận khoảng 6,000 tỷ năm 2022) cũng là nguyên nhân chính cho sự sụt giảm lợi nhuận của VPB.
- Rủi ro chính trong luận điểm đầu tư đối với VPB là trọng tâm của chiến lược phát triển có phần thiên về tốc độ tăng trưởng hơn là phát triển cân bằng. Chất lượng tài sản ghi nhận sự sụt giảm tương đối. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và NPL mở rộng (nợ nhóm 2) lần lượt đạt 5% (-0.7%p sv.ck.) và 11.9% (+0.5%p), trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm 2.7%p sv.ck. xuống 51.7%. Ngoài ra, tỷ trọng tài sản cần theo dõi, bên cạnh nợ xấu, bao gồm các khoản vay được tái cơ cấu và trái phiếu đặc biệt, trong danh mục tài sản sinh lãi của VPB ước đạt 11.5% (+2.7%p sv.ck.) trong năm 2023. Các yếu tố này đặt ra áp lực giảm tốc cho sự phục hồi của NIM cũng như gánh nặng trích lập cao trong năm 2024 và 2025.

LNST (24F, tỷ đồng)	15,946
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	58
P/E (24F, x)	9.3

Vốn hóa (tỷ đồng)	145,191		
SL cổ phiếu (triệu)	7,934		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	89.4		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	27.8		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,950		
Cao nhất 52 tuần (VND)	23,150		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-5.4	-7.6	-6.4
Tương đối	-1.1	-20.5	-23.3



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	52,000	58,871
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	6,687	9,953	16,776	11,569	14,490	14,715
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	13,019	14,580	21,220	10,987	20,155	25,887
LNST (tỷ đồng)	10,414	11,808	18,168	10,053	15,946	19,817
EPS (đồng)	4,242	2,656	2,706	1,272	2,018	2,507
ROE (%)	21.9	17.0	19.1	8.3	11.1	13.0
P/E (x)	4.4	7.1	6.9	14.7	9.3	7.5
P/B (x)	0.9	1.1	1.4	1.1	1.0	0.9
Giá trị sổ sách (đồng)	22,187	17,891	14,490	17,110	17,896	19,393
Tổng tài sản (tỷ đồng)	419,027	547,626	631,013	817,700	950,722	1,073,988
VCSH (tỷ đồng)	52,794	86,451	103,502	139,947	146,318	158,995

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Điểm sáng từ dự án mới

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	98,300
Thị giá (2/05/24)	73,900
Lợi nhuận kỳ vọng	33%

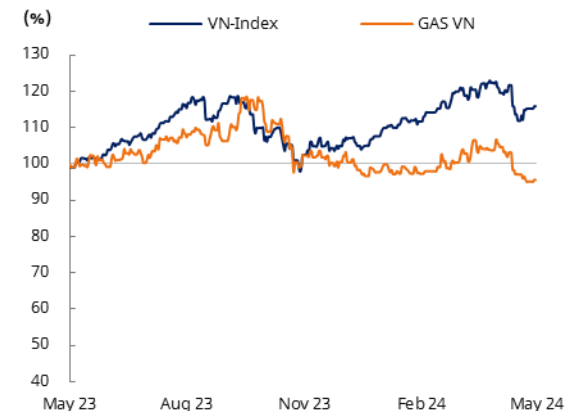
LNST (24F, tỷ đồng)	11,756
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	1.3
P/E (24F, x)	14.8
Vốn hóa (tỷ đồng)	169,729
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,297
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	4.2
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	2.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	73,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	93,250
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	-9.7 -6.6 -3.6
Tương đối	-5.3 -19.5 -20.5

Điểm nhấn đầu tư

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn: Các dự án triển vọng bao gồm kho cảng LNG Thị Vải và đường ống khí Lô B Ô Môn sẽ lần lượt đi vào hoạt động trong năm 2024 và cuối năm 2026, dự kiến đóng góp đáng kể vào doanh thu. Ngoài ra, PV GAS đã ký kết hai văn bản liên quan đến hợp đồng mua bán khí (GSPA) tại các mỏ cận biên Tây Nam Bộ trong những tháng đầu 2024. Các dự án này sẽ góp phần giải quyết vấn đề thiếu hụt khí của khu vực Tây Nam Bộ đang ngày càng leo thang khi chi phí nhập khí từ Petronas để đáp ứng nhu cầu của cụm Cà Mau tăng cao.

- Ngày 26/1:** Ký kết Thỏa thuận khung mua bán khí mỏ Nam Du & U Minh (lô 46/07 và 51) với nhà điều hành Jadestone. Dự án dự kiến sẽ có dòng khí đầu tiên vào cuối năm 2026, với kỳ vọng chấp thuận FID vào giữa năm 2025. Trữ lượng là 5.6 tỷ m³, tương đương khoảng 0.25 tỷ m³/năm.
- Ngày 5/4:** Ký Biên bản ghi nhớ về GSPA mỏ Khánh Mỹ – Đầm Dơi (lô 46/13) với nhà điều hành PVEP. Dự án dự kiến sẽ cung cấp dòng khí đầu tiên vào Q2/2027, với trữ lượng ước tính khoảng 4 tỷ m³, tương đương khoảng 0.15 tỷ m³/năm.

Động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn 2024F-2025F sẽ đến từ sự gia tăng tiêu thụ LNG cho khách hàng công nghiệp. Việc vận hành hết công suất kho LNG Thị Vải giai đoạn 1 cho nhà máy điện Nhơn Trạch 3 – 4 sẽ đóng góp khoảng 13,000 tỷ đồng doanh thu. T4/2024, Chính phủ đã chính thức thống nhất về nguyên tắc cơ chế chuyển ngang giá khí cho các nhà máy điện LNG. Ngoài ra, Bộ Công Thương cũng trình dự thảo Nghị định quy định cơ chế phát triển các dự án điện sử dụng khí thiên nhiên trong nước, khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) nhập khẩu, áp dụng trong hợp đồng mua bán điện. Cụ thể, liên quan đến các dự án nhà máy điện khí sử dụng LNG nhập khẩu, theo Năng lượng Việt Nam, đến năm 2030, Chính phủ dự kiến quy định tỷ lệ Qc dài hạn tối thiểu là 70% trong thời gian trả nợ vay của dự án nhà máy điện nhưng không quá 7 năm. Việc phê duyệt Nghị định này sẽ là cơ sở để đạt được các Hợp đồng mua bán điện (PPA) giữa các nhà máy điện Nhơn Trạch 3-4 và EVN.



FY (31/12)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	64,135	78,992	100,724	89,954	92,926	97,984
LNHĐ (tỷ đồng)	8,694	10,374	17,799	12,906	13,286	14,204
Biên LNHĐ (%)	13.6	13.1	17.7	14.3	14.3	14.5
EBITDA	11,250	13,494	20,933	15,980	16,382	17,504
LNR (tỷ đồng)	7,855	8,673	14,798	11,606	11,756	12,649
EPS (VND)	4,104	4,531	6,443	5,053	5,119	5,508
ROE (%)	16.1	17.4	26.6	18.6	17.6	17.5
P/E (x)	9.7	16.6	12.7	14.9	14.8	13.7
P/B (x)	1.5	2.8	3.1	2.7	2.5	2.3
Tổng tài sản (tỷ đồng)	63,208	78,768	82,663	87,754	92,108	97,671
VCSH (tỷ đồng)	49,500	52,193	61,174	65,299	70,374	76,350

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Thúc đẩy tăng trưởng thông qua M&A

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	50,600
Thị giá (2/05/24)	43,000
Lợi nhuận kỳ vọng	18%

LNST (24F, tỷ đồng)	757
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (24F, %)	15
P/E (24F, x)	12.7

Vốn hóa (tỷ đồng)	8,296
SL cổ phiếu (triệu)	193
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	3.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	16.1

Thấp nhất 52 tuần (VND)	39,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	49,600

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-2.9	-2.3	-4.0
Tương đối	1.4	-15.2	-20.9

Điểm nhấn đầu tư

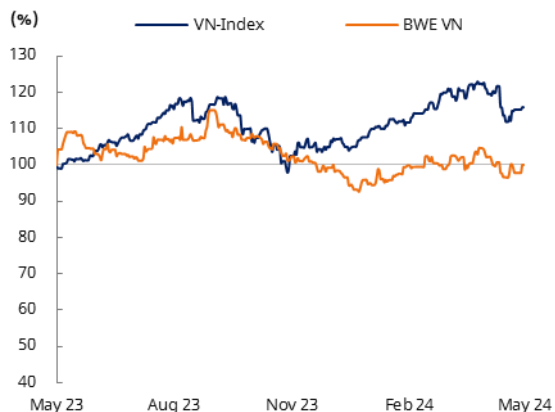
Cập nhật đại hội cổ đông:

- KH LNST 2024 tối thiểu 700 tỷ đồng (+2.6% CK).
- BWE dự kiến chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 14% trong Q2-Q3 2024; trong khi đó, cổ tức tiền mặt năm 2022 vẫn ở mức 1,300 đồng/cổ phiếu.
- BWE vẫn duy trì kế hoạch mua lại các nhà máy nước khi có cơ hội. Trong đó, các thương vụ này sẽ được tài trợ từ nguồn vốn nước ngoài, với lãi suất dự kiến là 7-8%. Vốn đầu tư trong giai đoạn 2024-26 ước tính quanh mức 3,000 tỷ. Trong 2023, BWE đã hoàn tất 14 thương vụ với tổng giá trị đầu tư khoảng 1,350 tỷ. Sau M&A, BWE đã tăng công suất lên 930,000 m³ ngày đêm (+12.4% trong 2023).

Dự phóng 2024: Trong năm 2024, doanh thu dự kiến tăng 7.1% so CK đạt 3,776 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận ròng ước phục hồi trở lại mức 757 tỷ đồng (+12.3% so CK). Nhìn chung, tăng trưởng doanh thu và LNR trong giai đoạn 2024-2028 dự phóng duy trì ổn định ở mức 6.6% và 15.6% mỗi năm. Dự phóng được chúng tôi đưa ra dựa trên các yếu tố sau đây:

- Hoạt động cấp nước vẫn tiếp tục dẫn dắt với mức doanh thu 2,445 tỷ đồng (+5.4% so CK), trong đó sản lượng nước tiêu thụ ước đạt 213 triệu m³ (+3.9% so CK) trong năm 2024, chủ yếu đến từ việc hợp nhất BWE LA. Theo ban lãnh đạo, dự kiến cuối năm 2024, tỉnh Bình Dương sẽ phê duyệt việc tăng giá nước 5%/năm cho giai đoạn 2024-2028, và tương tự tại Long An, giá nước của BWE LA dự kiến tăng 9%/năm trong 2024-2025.
- Chi phí lãi vay dự kiến giảm mạnh 12% trong 2024 nhờ khả năng cơ cấu giảm lãi suất.

Rủi ro tỷ giá: Hiện tại, tỷ giá USD/VND đã tăng 4.2% so với đầu năm (4T2023: -0.1% YTD), trong khi đó phải lưu ý rằng phần lớn dư nợ của BWE được tài trợ từ các nguồn vốn nước ngoài - chiếm khoảng 45% tổng dư nợ tính đến cuối năm 2023. Ngoài ra, trong đó có hơn 1,100 tỷ đồng đã được giải ngân trong năm 2023. Do đó, kết quả kinh doanh thực tế trong năm 2024 có thể không đạt dự báo của chúng tôi do vấn đề lỗ tỷ giá. Trong năm ngoái, BWE đã ghi nhận lỗ ròng tỷ giá 26.3 tỷ đồng.



FY (31/12)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,025	3,119	3,484	3,526	3,776	4,001
LNHĐ (tỷ đồng)	747	845	919	979	1,019	1,131
Biên LNHĐ (%)	24.7%	27.1%	26.4%	27.8%	27.0%	28.3%
EBITDA	1,218	1,503	1,488	1,678	1,828	2,011
LNR (tỷ đồng)	535.4	748.6	742.8	674.4	757.4	884.9
EPS (VND)	2,748	3,254	3,196	2,902	3,345	3,918
ROE (%)	19.09%	20.59%	17.64%	14.3%	14.5%	15.3%
P/E (x)	11.5	13.2	15.1	13.6	12.7	11.7
P/B (x)	1.8	2.1	2.1	1.7	1.7	1.5
Tổng tài sản (tỷ đồng)	8,246	9,074	9,987	12,108	12,836	13,116
VCSH (tỷ đồng)	2,200	3,409	3,925	4,538	4,964	5,610

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Kỳ vọng thoát đáy lợi nhuận các quý tiếp theo

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	25,200
Thị giá (2/05/24)	22,400
Lợi nhuận kỳ vọng	13%

Điểm nhấn đầu tư

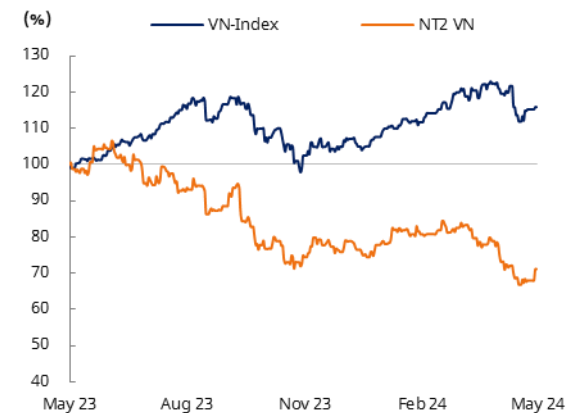
Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi kỳ vọng giá thị trường hiện tại đã phản ánh thông tin về kết quả kinh doanh kém khả quan trong quý 1 2024. Chúng tôi duy trì giá mục tiêu ở mức 25,278 đồng và khuyến nghị **Tăng Tỷ Trọng** đối với NT2 với dự kiến lợi nhuận sẽ thoát đáy trong các quý sắp tới.

KQKD Q1/2024:

- Trong 3 tháng đầu năm 2024, tổng sản lượng phát điện và sản lượng điện hợp đồng (Qc) của NT2 lần lượt là 151.7 triệu kWh và 1.3 triệu kWh, trong khi đó tổng sản lượng điện và Qc trong quý 1 năm 2023 lần lượt là 1,074 triệu kWh và 1,040 triệu kWh. Cả sản lượng phát điện và Qc đều ghi nhận sự giảm mạnh lần lượt là 86% và 100% so với cùng kỳ năm trước. Điều đó dẫn đến doanh thu của NT2 giảm 88% so với cùng kì năm trước, đạt 262 tỷ đồng trong quý 1 năm 2024. Lợi nhuận sau thuế trong quý 1 năm 2024 ghi nhận khoản lỗ lớn là 158 tỷ đồng (quý 1 năm 2023: lãi 234 tỷ đồng).
- Liên quan đến hoạt động tài chính trong quý 1 năm 2024, thu nhập tài chính giảm 3.5 tỷ đồng so với quý 1 năm 2023. Đồng thời, công ty cũng đã giảm chi phí hoạt động 5.4 tỷ đồng trong giai đoạn này. Trong quý 1 năm 2024, NT2 ghi nhận 70 tỷ đồng thu nhập khác, tăng 70.8 tỷ đồng so với quý 1 năm 2023. Theo thuyết minh của NT2, khoản doanh thu này là thu nhập từ ghi nhận tăng giá trị vật tư dự phòng, sau khi hoàn tất bảo dưỡng thiết bị dài hạn theo hợp đồng giữa công ty và Siemens AG/Siemens Ltd. Việt Nam khi đạt 100,000 giờ hoạt động "EOH" cho mỗi turbine khí tại nhà máy điện Nhơn Trạch 2.

Dự phóng 2024: Chúng tôi duy trì dự phóng trong năm 2024. Tổng sản lượng điện của NT2 trong năm 2024 là 2,600 triệu kWh (-10% so với năm trước) và giá bán trung bình của NT2 giảm 13.4% so với năm 2024. Kết quả kinh doanh của NT2 sẽ cải thiện trong các quý tiếp theo, khi tháng 5, tháng 9 và tháng 10 năm 2024 sẽ có lượng Qc được giao cao nhất (chiếm 67% tổng Qc cả năm 2024). Chúng tôi dự kiến doanh số bán hàng của NT2 trong năm 2024 là 4,977 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế của cổ đông của công ty mẹ là 157 tỷ đồng (giảm 22.1% và 66.7% so với năm trước) do sụt giảm sản lượng bán điện và giá bán điện trung bình. Tỷ lệ cổ tức ước đạt 10% - tương đương 1,000 đồng/cổ phiếu cho cổ đông của NT2 trong 2024.

LNST (24F, tỷ đồng)	157
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-36.6
P/E (24F, x)	40.8
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,448
SL cổ phiếu (triệu)	288
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	32.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	12.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,850
Cao nhất 52 tuần (VND)	34,000
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	-8.6 -4.5 -29.3
Tương đối	-4.2 -17.4 -46.2



FY (31/12)	FY21	FY22	FY23	FY24F	FY25F	FY26F
Doanh thu (tỷ đồng)	6,150	8,788	6,386	4,977	5,280	5,601
LNHĐ (tỷ đồng)	593	950	441	139	253	297
Biên LNHĐ (%)	9.6	10.8	6.9	2.8	4.8	5.3
LNTT (tỷ đồng)	566	943	514	175	296	361
LNR (tỷ đồng)	534	883	473	157	266	325
EPS (VND)	1,778	2,992	1,546	525	888	1,084
ROE (%)	12.0	19.5	9.9	3.7	6.4	7.8
P/E (x)	14.8	9.6	15.8	40.8	28.4	23.3
P/B (x)	1.8	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7
Tổng tài sản (tỷ đồng)	6,624	7,445	8,451	7,204	6,725	6,254
VCSH (tỷ đồng)	4,234	4,614	4,336	4,199	4,167	4,191

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Tập trung tối ưu hóa mảng cho thuê TTTM

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	32,100
Thị giá (2/05/24)	22,750
Lợi nhuận kỳ vọng	41%

LNST (24F, tỷ đồng)	4,146
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-6.0
P/E (24F, x)	12.7

Vốn hóa (tỷ đồng)	51,241
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,272
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	26.4
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	29.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	21,050
Cao nhất 52 tuần (VND)	32,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-11.7	-7.6	-18.6
Tương đối	-5.9	-20.1	-34.1

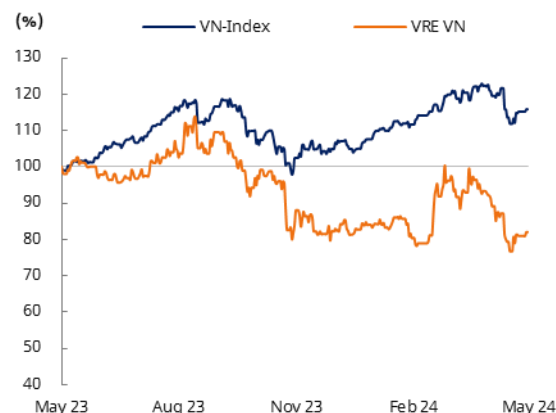
Điểm nhấn đầu tư

KQKD Q1/2024:

- Doanh thu đạt 2,255 tỷ đồng (+16% svck), với LNST là 1,084 tỷ đồng (+6% svck; đạt 24.5% mục tiêu LNST 2024). Việc bàn giao 45 căn shophouse tại dự án Đông Hà, Quảng Trị đã đóng góp 277 tỷ doanh thu (+980% svck), trong khi doanh thu cho thuê tăng lên 1,928 tỷ đồng (+0.8% svck). Tỷ lệ thu nhập từ hoạt động cho thuê trên doanh thu giảm xuống 72.3% (-4.9%p svck). Doanh thu khác đạt 50 tỷ đồng (+185% svck), tới từ việc được chia sẻ lợi nhuận từ dự án căn hộ dịch vụ condotel của Vinpearl. Biên lợi nhuận gộp đạt 55.7% (Q1/2023: 61%).
- Trên bảng cân đối, VCSH tăng 1,082 tỷ đồng lên 38,909 tỷ đồng, trong khi tiền mặt giảm xuống 3,939 tỷ đồng từ 5,173 tỷ đồng. Mức nợ ròng giảm xuống -6% (Q1/2023: -3.3%).

Đại hội cổ đông năm 2024:

- VRE đặt mục tiêu doanh thu 9,500 tỷ đồng (-2.9% svck) và LNST 4,420 tỷ đồng (+0.2% svck) cho năm 2024:** VRE dự báo triển vọng tích cực hơn cho năm 2024 từ việc mở 6 trung tâm thương mại mới (+10% tổng diện tích sàn thương mại cho thuê). Tuy nhiên, doanh thu từ việc bàn giao shophouse dự kiến sẽ thấp hơn so với năm 2023 do đã bàn giao phần lớn lượng sản phẩm trong 2023.
- Không chia cổ tức năm tài chính 2023:** LNST chưa phân phối tích lũy trên BCTC tính đến 31/12/2023 là 16,476 tỷ đồng. Đại hội cổ đông đã thông qua việc giữ lại toàn bộ LNST trong năm 2023. VRE cho biết sẽ sử dụng các khoản tích lũy để phát triển thêm 800,000m² TTTM trong giai đoạn từ 2024 đến 2027.
- Bổ nhiệm ông Nguyễn Hoài Nam làm thành viên HĐQT:** Ông Nam trước đây đã từng làm Chủ tịch HĐQT của các cty: Công ty CP Nam Hương, Công ty CP Chứng khoán Sài Gòn Berjaya, Công ty CP Đầu tư Kinh doanh và Phát triển NP. Ngày 5/4/2024, Tập đoàn Vingroup thông báo đã hoàn tất việc chuyển nhượng 55% vốn điều lệ của Công ty SDI, với 4 tổ chức cùng mua, bao gồm: NP (16%), Thiên Phúc (16%), Falcon (12.5%) và Emerald (10.5%).



FY (31/12)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	5,891	7,361	9,791	9,418	10,480	11,179
LNHĐ (tỷ đồng)	1,658	3,453	5,439	5,036	6,060	6,812
Biên LNHĐ (%)	28.1	46.9	55.6	53.5	57.8	60.9
LNTT (tỷ đồng)	1,692	3,524	5,526	5,182	6,225	6,988
LNST (tỷ đồng)	1,315	2,777	4,409	4,146	4,980	5,591
EPS (đồng)	578	1,222	1,893	1,780	2,138	2,400
ROE (%)	4.3	8.3	11.7	9.9	10.8	11.0
P/E (x)	55.6	26.3	17.0	12.7	10.6	9.4
P/B (x)	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
Tổng tài sản (tỷ đồng)	37,873	42,701	47,654	53,083	58,742	64,456
VCSH (tỷ đồng)	30,651	33,425	37,827	41,972	46,021	50,680

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Tiếp tục vị thế dẫn đầu

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	63,000
Thị giá (2/05/24)	41,150
Lợi nhuận kỳ vọng	53%

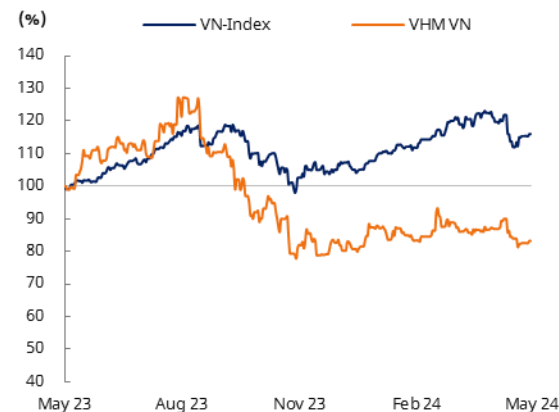
LNST (24F, tỷ đồng)	58,701
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	Na
Tăng trưởng EPS (24F, %)	77
P/E (24F, x)	2.9
Vốn hóa (tỷ đồng)	179,182
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	4,354
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	25.7
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	19.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	36,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	66,200
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	-4.5 1.6 -16.9
Tương đối	-0.2 -11.4 -33.8

Điểm nhấn đầu tư

Dự án Vũ Yên đã mở bán đợt đầu tiên dưới tên thương mại Vinhomes Royal Island giữa T3/2024. Dự án có tổng quy mô 877 ha với khoảng 136 ha dành cho đất ở. Tổng số lượng sản phẩm cung cấp ra thị trường khoản 8,000 căn thấp tầng, trong đó khoảng 2,000 căn được mở bán trong đợt này. Theo quan sát của chúng tôi, giá bán tại dự án này đang được đề xuất ở mức cao so với mặt bằng chung của khu vực, hiện từ 90 triệu đồng/m² cho biệt thự và 120 triệu đồng/m² đối với các sản phẩm shophouse. Đợt mở bán đã thu hút sự quan tâm của giới đầu tư với tỷ lệ bán vượt trội, đạt 60% tính đến tháng 4/2024, theo số liệu từ các công ty môi giới.

Cập nhật ĐHCĐ thường niên 24/04/2024, với nội dung chính bao gồm: (1) Mục tiêu tăng trưởng cùng kỳ 15.9%/4.4% đối với các chỉ tiêu doanh thu/lợi nhuận ròng. Ban lãnh đạo cũng đặt mục tiêu giá trị hợp đồng bán hàng đạt 90-110 nghìn tỷ so với mức 87 nghìn tỷ của 2023. Mức tăng trưởng doanh số bán hàng trong 2024 dự kiến đến từ các dự án đang triển khai như Ocean Park 1,2&3, Grand Park,... cùng nguồn thu từ các dự án mới như khu NOXH Trảng Cát, Vũ Yên và các dự án khác; (2) Không chia cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2023. Tuy vậy, hai dự án trọng điểm tại Hà Nội là Cổ Loa và Wonder Park có thể bị đẩy lùi thời gian mở bán khi VHM cần hoàn tất các thủ tục pháp lý cũng như cân nhắc điều kiện thị trường trước khi đưa các dự án này vào kinh doanh. Trước đó, VHM dự kiến sẽ triển khai hai dự án này trong 2024, theo kế hoạch đưa ra tại cuối Q4/2023.

Mức định giá thấp mang lại cơ hội hấp dẫn: Chúng tôi cho rằng việc hai dự án trọng điểm là Vinhomes Wonder Park và Cổ Loa nhận được phê duyệt sẽ tạo điều kiện cho VHM bắt đầu mở các đợt bán mới tại khu vực trọng điểm Hà Nội. Thị trường bất động sản tại Hà Nội ghi nhận một đợt tăng giá mạnh từ quý 4/2023 trên cơ sở nguồn cung hạn chế. Đối với Vũ Yên, tốc độ bán hàng tốt hơn kỳ vọng với mức giá chào bán tương đối cao tạo điểm nhấn cho doanh nghiệp trong tình hình hiện nay. VHM đang giao dịch tại mức P/B 0.96x, chiết khấu gần 72% so với P/B trung bình 5 năm ~ 3.5x. Biến động giá cổ phiếu đã phần nào phản ánh sự lo ngại về (1) khả năng thị trường BĐS phục hồi chậm; (2) đòn bẩy gia tăng trong các quý gần đây và (3) giao dịch với các bên liên quan của VHM gia tăng.



FY (31/12)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	71,547	84,986	62,393	103,334	128,759	139,375
LNHĐ (tỷ đồng)	21,062	42,402	25,621	27,933	71,947	75,415
Biên LNHĐ (%)	29.4	49.9	41.1	27	55.9	54.1
LNST (tỷ đồng)	36,517	48,183	38,643	65,596	74,105	77,762
LNST (tỷ đồng)	27,351	38,825	28,831	33,125	58,701	61,461
EPS (đồng)	6,396	9,015	6,621	7,607	13,481	14,115
ROE (%)	38.6	36.9	21.4	20.4	24.4	21
P/E (x)	10.8	9.1	7.2	5.7	2.9	2.8
P/B (x)	3.4	2.9	1.4	1.1	0.8	0.6
Tổng tài sản (tỷ đồng)	215,326	230,516	361,813	447,361	480,819	558,662
VCSH (tỷ đồng)	89,130	131,407	148,522	182,369	242,967	296,486

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

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

Xây dựng

Kiến tạo để nâng tầm

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	21,250
Thị giá (2/05/24)	12,900
Lợi nhuận kỳ vọng	65%

LNST (24F, tỷ đồng)	408
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-1%
P/E (24F, x)	13.0x

Vốn hóa (tỷ đồng)	5,311
SL cổ phiếu (triệu)	412
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	74.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	9.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11,159
Cao nhất 52 tuần (VND)	17,372

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-17.8	-5.0	12.5
Tương đối	-13.5	-18.0	-4.4

Điểm nhấn đầu tư

Hoạt động kinh doanh chính: Được thành lập với pháp nhân là một doanh nghiệp nhà nước vào năm 1974, Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả chính thức chuyển đổi thành công ty cổ phần vào năm 2014. Cổ phiếu của công ty - với mã chứng khoán HHV - lần đầu tiên được giao dịch trên UPCOM vào năm 2015, sau đó niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) vào năm 2022. HHV hoạt động trong hai lĩnh vực chính: Xây dựng cơ sở hạ tầng và đầu tư dự án theo hình thức Xây dựng - Vận hành - Chuyển giao (BOT).

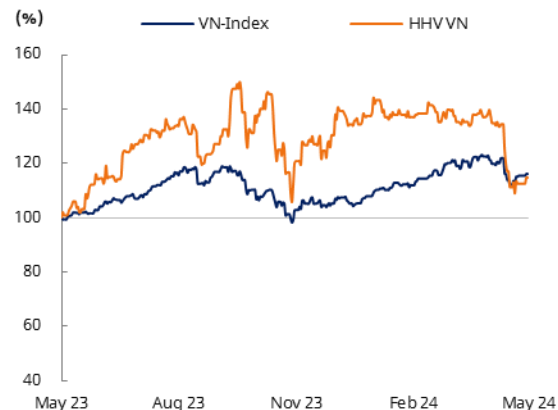
- Phân khúc Xây dựng: Trong 2023, công ty đã trúng 5 hợp đồng xây dựng cơ sở hạ tầng có tổng giá trị là 15,058 tỷ đồng, trong đó giá trị thầu của HHV đạt 1,975 tỷ đồng. Trong năm 2023, mảng xây dựng ghi nhận doanh thu 1,047 tỷ đồng (+98% CK) và lợi nhuận gộp là 85 tỷ đồng (+77% CK).
- Phân khúc đầu tư dự án BOT: Tổng lưu lượng xe tăng hơn 1 triệu lượt (+5.5% CK), trong đó nổi bật nhất là tuyến cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn với mức tăng trưởng 20% trong 2023. Mảng BOT ghi nhận doanh thu 1,573 tỷ đồng (+6% CK) và lợi nhuận gộp là 972 tỷ đồng (+4% CK) trong 2023.

Cập nhật Q1/2024 và kế hoạch tăng vốn trong 2024

- HHV báo cáo doanh thu Q1/2024 đạt 690 tỷ đồng (+28% CK) và LNST đạt 114 đồng (+37% CK). Trong đó, doanh thu dịch vụ BOT chiếm 69% và mảng Xây dựng chiếm 28%.
- Công ty đặt mục tiêu tăng 41.3% vốn điều lệ lên 5,816 tỷ đồng (từ giá trị hiện tại là 4,116 tỷ đồng) thông qua ba nguồn: chia cổ tức bằng cổ phiếu, phát hành riêng lẻ và chào bán cho cổ đông hiện hữu. Vốn thu được sẽ sử dụng tài trợ cho 2 dự án cao tốc bắt đầu xây dựng vào năm 2024: Đồng Đăng - Trà Lĩnh & Hữu Nghị - Chi Lăng. T3/2024, HHV công bố giá trị nhận thầu dự kiến tại Dự án đường cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh: 1) 836 tỷ đồng trong hợp đồng EC thuộc gói thầu EC01 (KM0+000 - KM38+000) và 2) 86 tỷ đồng trong hợp đồng EPC. Thời gian thực hiện dự kiến từ khi ký hợp đồng đến trước ngày 31/12/2026.

Triển vọng & định giá:

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua với giá mục tiêu là 21,250 đồng/cổ phiếu. Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của công ty mẹ lần lượt là 3,231 tỷ đồng (+20% CK) và 408 tỷ đồng (+27.5% CK), với EPS là 992 đồng.



FY (31/12)	2021H	2022H	2023H	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (Tỷ đồng)	1,861	2,095	2,686	3,231	3,643	3,990
Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)	925	1,017	1,079	1,438	1,552	1,661
Biên LNG	44.6	45.1	40.1%	44.5%	42.6%	41.6%
LNST (Tỷ đồng)	269	264	320	408	446	486
EPS (VND)	881	859	1,003	992	1,083	1,181
ROE	4.2	3.9	5.1%	7.8%	7.4%	7.5%
P/E(x)	26.7	9.6	15.4x	13.0x	11.9x	10.9x
P/B (x)	1.1	0.4	1.0x	1.4x	1.3x	1.2x
Tổng Tài sản (Tỷ đồng)	33,963	35,653	36,250	39,806	41,470	42,886
Vốn chủ sở hữu (Tỷ đồng)	4,403	5,103	5,406	6,698	7,211	7,770

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Bắt đầu kỷ nguyên mới

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	36,400
Thị giá (2/05/24)	28,350
Lợi nhuận kỳ vọng	28%

LNST (24F, tỷ đồng)	12,306
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	81
P/E (24F, x)	13.0

Vốn hóa (tỷ đồng)	164,849
SL cổ phiếu (triệu)	5,815
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	55.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	25.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,850
Cao nhất 52 tuần (VND)	31,400

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-5.3	12.9	33.1
Tương đối	-1.0	0.0	16.2

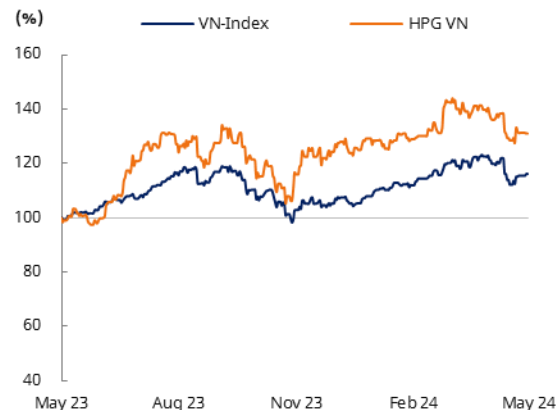
Tổng quan doanh nghiệp: HPG là nhà sản xuất thép lớn nhất Việt Nam với thị phần thép xây dựng/ống thép nội địa đạt 35%/28% trong 2023. Thị trường xuất khẩu chính HRC của công ty là Châu Á, EU và Mexico, chiếm khoảng 50-60% tỷ trọng doanh thu hàng tháng.

HPG công bố KQKD Q1/2024 sơ bộ tại ĐHCĐ thường niên 2024

- Doanh thu đạt 31 nghìn tỷ đồng (+16.6% CK), lợi nhuận sau thuế gia tăng mạnh 650.6% CK lên mức 2,869 tỷ đồng. Kết quả khả quan trong quý đầu năm đem lại cơ sở vững chắc cho kế hoạch kinh doanh tăng trưởng trong 2024 với mức thực hiện đạt lần lượt 22.1% và 28.7% mục tiêu doanh thu và lợi nhuận.
- Hiệu suất hoạt động cao trong kỳ được góp phần từ doanh số bán hàng mảng thép tăng trưởng mạnh mẽ (tỷ trọng 90% tổng thu nhập). HPG ghi nhận tổng sản lượng bán hàng đạt 2.1 triệu tấn (+29% CK/-19%QoQ) trong quý đầu năm. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng đạt 0.96 triệu tấn (+10% CK/-21% QoQ) trong khi sản lượng HRC đạt 0.8 triệu tấn (+67% CK/-1% QoQ). Ngoài trừ nhóm ống thép với mức giảm 19% CK/34%QoQ, sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép khác vẫn duy trì tăng trưởng tốt so với cùng kỳ. Mức giảm sản lượng chung so với quý liền kề chủ yếu do yếu tố mùa vụ của nhu cầu xây dựng thấp điểm trong Q1.

Xu hướng giá thép giảm trong Q1/2024 không phải là vấn đề đáng quan ngại. Giá các nguyên liệu đầu vào đang có mức giảm mạnh hơn giá bán. Quặng sắt và than cốc giảm lần lượt 19% YTD và 18% YTD so với mức giảm nhẹ 5% YTD của thép cuộn và 1.5% YTD của thép thanh tại thị trường trong nước, theo dữ liệu từ VNSTEEL. Đối với HPG, doanh nghiệp cũng đang áp dụng mức giá rất cạnh tranh trong Q1, với tỷ lệ chiết khấu giao động từ 2-5% theo từng loại hàng so với giá bán của các nhà sản xuất khác như Pomina, VAS và Tung Ho. Chiến lược của công ty nhằm tăng doanh số, giành thị phần và quan trọng hơn, để đẩy mạnh bán lượng hàng tồn kho giá vốn cao. Điều này được thể hiện qua việc (1) 4 lò cao của HPG hiện đang hoạt động ở mức tối đa công suất; và (2) doanh số bán hàng mạnh mẽ dù trong mùa thấp điểm của ngành. Chúng tôi cho rằng chiến lược này đã đạt được thành công nhất định khi ban lãnh đạo cho biết HPG đã đưa lượng hàng tồn kho về mức thấp nhất lịch sử trong kỳ.

Nhờ hàng tồn kho giá vốn cao đã được xử lý trong Q1/2024, động lực tăng trưởng từ biên lợi nhuận sẽ được phản ánh trong giai đoạn tiếp theo. Mặt bằng giá thép đã được cải thiện trên mức trung bình 3 năm kể từ Q4/2023 và mức giá hiện tại có thể được duy trì trong thời gian tới nhờ các yếu tố cơ bản trong nước và cơ hội xuất khẩu. Ngoài ra, diễn biến giảm giá nguyên liệu hiện tại đối với quặng sắt và than cốc (chiếm ~70% chi phí đầu vào) cũng sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận. Do HPG đã sử dụng hết phần lớn hàng tồn kho có giá vốn cao trong các quý trước, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận sẽ bắt đầu gia tăng và hiệu quả hoạt động sẽ được nâng cao vào các quý tiếp theo trong năm 2024.



FY (31/12)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	90,119	149,680	141,409	118,953	139,960	149,530
LNHH (tỷ đồng)	17,120	37,669	13,078	9,669	17,635	23,028
Biên LNHH (%)	19.0%	25.2%	9.2%	8.1%	12.6%	15.4%
LNR (tỷ đồng)	13,504	34,521	8,444	6,800	12,306	15,674
EPS (VND)	3,018	5,937	1,452	1,169	2,116	2,696
ROE (%)	22.9%	38.1%	8.8%	6.6%	10.6%	12.0%
P/E (x)	10.2x	7.9x	12.3x	19.3x	13.0x	10.2x
P/B (x)	1.7x	2.3x	1.1x	1.7x	1.8x	1.6x
Tổng tài sản (tỷ đồng)	131,511	178,236	170,336	187,783	204,543	224,534
VCSH (tỷ đồng)	59,062	90,637	96,007	102,771	115,608	130,667

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Xuất khẩu thúc đẩy tăng trưởng

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	79,500
Thị giá (2/05/24)	65,400
Lợi nhuận kỳ vọng	22%

LNST (24F, tỷ đồng)	9,184
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (24F, %)	4.2
P/E (24F, x)	16.4

Vốn hóa (tỷ đồng)	136,683
SL cổ phiếu (triệu)	2,090
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	50.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	63,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	81,200

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.9	-6.6	-4.7
Tương đối	2.4	-19.5	-21.6

Điểm nhấn đầu tư

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

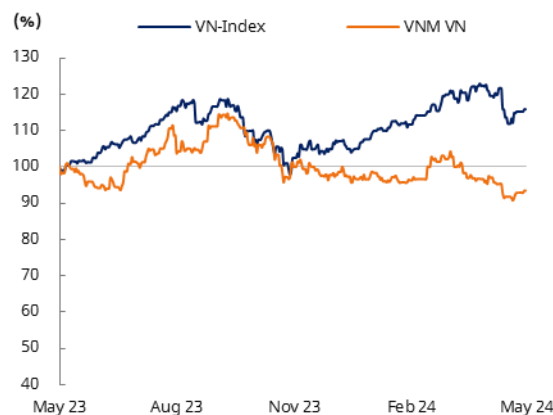
Cập nhật ĐHCĐ 2024:

- Trong 2024, VNM đề ra kế hoạch doanh thu ở mức 63,163 tỷ VND (+4.4% CK) cùng mục tiêu LNST và LNNT lần lượt là 11,516 tỷ VND (+5.0% CK) và 9,376 VND (+4.0% CK). Về kế hoạch phân phối lợi nhuận, công ty dự kiến tổng mức cổ tức của cả năm 2024 là 38.5% mệnh giá, tương đương 3,850 VND/cổ phiếu (không thay đổi so với năm 2023).
- MCM chuẩn bị niêm yết trên HOSE: Tại ĐHCĐ thường niên 2024, CTCP Giống Bò sữa Mộc Châu (UPCoM: MCM) cho biết công ty đã nộp hồ sơ đăng ký niêm yết lên HOSE và đang chờ phê duyệt. Việc niêm yết công ty con MCM có thể mang lại chất xúc tác ngắn hạn cho giá cổ phiếu VNM.

Cập nhật Q1/2024:

- Biên lãi gộp mở rộng: VNM ghi nhận mức tăng doanh thu khiêm tốn 1.2% CK trong Q1/2024, đạt 14,124.9 tỷ đồng. Nhờ giá sữa bột ở mức thấp, biên lợi nhuận gộp của công ty tăng lên 41.8% (Q1/2023: 38.7%) và lợi nhuận gộp đạt 5,911.5 tỷ đồng (+9.5% CK). Chi phí bán hàng & quản lý tăng lên 3,491.1 tỷ đồng (+4.8% CK) chủ yếu do chi phí quảng cáo tăng. Lợi nhuận hoạt động và LNST của VNM lần lượt đạt 2,715.5 tỷ đồng (+17.3% YoY) và 2,206.9 tỷ đồng (+15.8% CK).
- Doanh thu từ thị trường nước ngoài tăng: Trong Q1/2024, trong khi doanh thu trong nước gần như không thay đổi do phân khúc sữa bột trẻ em chững lại, doanh thu từ thị trường nước ngoài tăng 7.7% CK đạt 2,615.7 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu xuất khẩu đạt 1,297 tỷ đồng (+5.9% CK).

Điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên 79,500 đồng; khuyến nghị Mua: Sử dụng phương pháp FCFF với một số giả định chính: 1) WACC là 11%; 2) tốc độ tăng trưởng sau năm 2034 ở mức 3%, chúng tôi nâng giá mục tiêu VNM lên 79,500 đồng (từ mức 77,000 đồng) và khuyến nghị Mua (từ Tăng Tỷ Trọng).



FY (31/12)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	61,012	60,075	60,479	61,997	63,553	65,148
LNHĐ (tỷ đồng)	12,728	10,491	10,904	11,314	12,131	12,987
Biên LNHĐ (%)	20.9	17.5	18.0	18.2	19.1	19.9
LNST (tỷ đồng)	12,922	10,496	10,968	11,314	12,131	12,987
LNR (tỷ đồng)	10,532	8,516	8,874	9,184	9,848	10,543
EPS (VND)	4,517	3,632	3,796	3,955	4,241	4,540
ROE (%)	30.6	25.0	26.6	26.1	27.0	27.4
P/E (x)	29.3	24.1	17.8	16.4	15.3	14.3
P/B (x)	4.5	3.8	4.4	4.3	4.1	3.8
Tổng tài sản (tỷ đồng)	53,332	48,483	52,673	51,530	53,279	55,641
VCSH (tỷ đồng)	35,850	32,817	35,026	36,014	37,662	39,942

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Gia tăng công suất từ nhà máy mới

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

(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	48,400
Thị giá (2/05/24)	45,500
Lợi nhuận kỳ vọng	6%

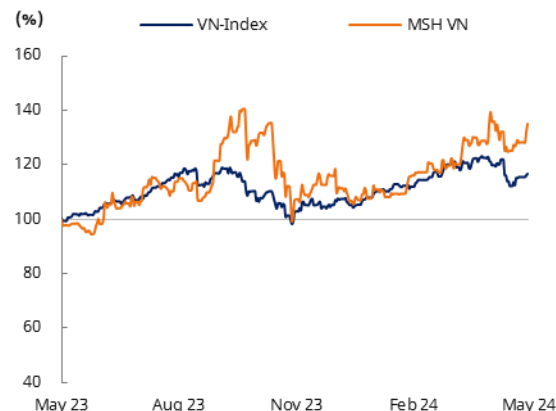
LNST (24F, tỷ đồng)	308
Kỳ vọng thị trường (24F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	19.8
P/E (24F, x)	10.8

Vốn hóa (tỷ đồng)	3,413
SL cổ phiếu (triệu)	75
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	46.1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	4.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	31,800
Cao nhất 52 tuần (VND)	48,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.8	25.7	37.9
Tương đối	3.1	12.2	20.4

Điểm nhấn đầu tư

- CTCP May Sông Hồng (MSH VN) là doanh nghiệp may mặc có mức lợi nhuận cao ở miền Bắc Việt Nam. MSH vận hành hơn 20 nhà máy tại tỉnh Nam Định, có vị trí thuận lợi về mặt logistic, với các dòng sản phẩm chủ lực là hàng may mặc xuất khẩu CMT và FOB. Danh mục khách hàng vững chắc, tập trung vào thị trường Hoa Kỳ, bao gồm Walmart, Nike, Target và Haddad Brands,.... Công ty cũng sở hữu thương hiệu có uy tín trên thị trường chăn ga gối đệm trong nước.
- Cập nhật Q1 2024:** Hoạt động kinh doanh của MSH tiếp tục phục hồi trong Q1 khi doanh thu tăng 20.8% CK lên 770.4 tỷ đồng. Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp cũng được cải thiện lên 12.3% (Q1 2023: 11.8%) và lợi nhuận gộp đạt 95.3 tỷ đồng (+27.2% CK). Thu nhập lãi từ lãi tiền gửi và lãi tỷ giá tăng đáng kể khiến thu nhập tài chính tăng vọt lên 44.7 tỷ đồng (+109.8% CK). Lợi nhuận hoạt động và LNST của MSH lần lượt đạt 62.8 tỷ đồng (+78.9% CK) và 47.8 tỷ đồng (+75.1% CK) trong Q1 2024.
- Dự phóng năm 2024:** Mặc dù công ty có các cụm nhà máy mới, nhưng trong bối cảnh những bất ổn vĩ mô gần đây, chúng tôi cho rằng khả năng tăng mạnh nhu cầu sản phẩm dệt may tại các thị trường trọng điểm là tương đối thấp. Vì vậy, chúng tôi giả định lực lượng lao động trung bình đạt khoảng 12,000 người. Ngoài ra, năng suất của các cụm mới, như dự án Sông Hồng 10 (SH10) hay Xuân Trường, có thể mất thời gian để tăng lên mức trung bình của công ty; do đó, chúng tôi duy trì giả định năng suất ở mức 400 triệu đồng/người. Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2024 của MSH ở mức 4,800 tỷ đồng (+5.7% CK). Dự báo lợi nhuận hoạt động và LNST năm 2024 lần lượt là 419 tỷ đồng (+37.3% CK) và 335.2 tỷ đồng (+36.7% CK).
- Tăng cường năng lực:** Năm 2023, tổng số nhân viên MSH tăng vọt lên 11,809 (2022: 9,449). Trong ngành sử dụng nhiều lao động như dệt may, lực lượng lao động ngày càng tăng là chỉ số hàng đầu về tăng trưởng kinh doanh.
- Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu MSH với tỷ suất lợi nhuận yêu cầu là 14% và giả định tăng trưởng dài hạn là 0% sau năm 2034. Chúng tôi duy trì giá mục tiêu cho MSH ở mức 48,400 đồng/cổ phiếu.
- Rủi ro chính:** Cạnh tranh tiền lương với các nhà tuyển dụng khác ở miền Bắc Việt Nam, trong bối cảnh đầu tư FDI mới ngày càng tăng; sự phụ thuộc đầu vào đối với các nhà cung cấp chính ở Trung Quốc; biến động tỷ giá VNĐ/USD là rủi ro chính đối với việc xếp hạng và định giá của chúng tôi.



FY (31/12)	FY21	FY22	FY23	FY24F	FY25F	FY26F
Doanh thu (tỷ đồng)	4,749	5,523	4,542	4,800	5,330	5,330
LN HKKD (tỷ đồng)	546	446	305	419	590	563
Biên LN HKKD (%)	11.5	8.1	6.7	8.7	11.1	10.6
LN trước thuế (tỷ đồng)	543	439	307	419	590	563
LN trước thuế (tỷ đồng)	442	375	245	308	434	414
EPS (VND)	8,846	4,998	3,260	3,905	5,497	5,246
ROE (%)	30.1	21.0	13.9	17.8	22.5	19.1
P/E (x)	8.9	6.6	12.0	10.8	7.4	7.7
P/B (x)	2.8	1.5	1.8	1.7	1.5	1.3
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,203	3,294	3,453	3,295	3,578	3,784
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,495	1,719	1,810	1,961	2,234	2,489

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Phụ lục

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

- * Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

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

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

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

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

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

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

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

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

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

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

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

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

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

Tel: 62-21-5088-7000

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

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

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

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

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

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

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

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

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

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

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

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

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

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

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

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

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

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

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

Beijing Representative Office

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

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

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

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

Tel: 91-22-62661336
