

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	TCB	Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam	30,000	9%
Ngân hàng	VPB	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	23,600	24%
Ngân hàng	MBB	Ngân hàng TMCP Quân Đội	28,200	21%
Ngân hàng	CTG	Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam	46,500	12%
Thực phẩm & Đồ uống	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	81,100	28%
Thép	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	32,000	15%
Thép	NKG	CTCP Thép Nam Kim	17,400	10%
Bất động sản	VHM	CTCP Vinhomes	48,000	14%
Hàng không	VJC	CTCP Hàng không Vietjet	109,450	13%
Viễn thông	CTR	Tổng Công ty cổ phần Công trình Viettel	135,500	13%



Nền tảng vững chắc

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

(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	30,000
Thị giá (04/03/25)	27,500
Lợi nhuận kỳ vọng	9%

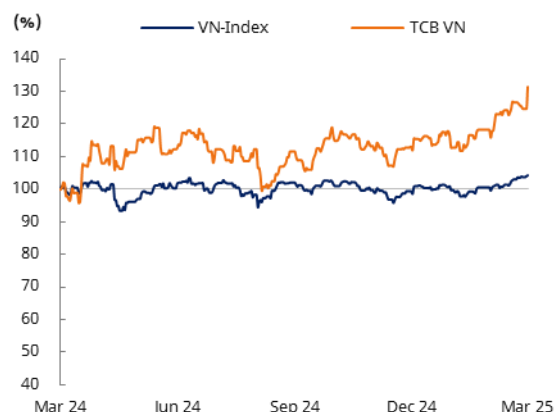
LNST (25F, tỷ đồng)	27,791
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	29
P/E (25F, x)	6.7

Vốn hóa (tỷ đồng)	194,283
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)	19,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	27,550

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	11.1	20.6	31.4
Tương đối	7.4	17.2	27.4

Điểm nhấn đầu tư

- Mặc dù tăng trưởng tài sản không quá cao (+15.2% svck, đạt 978 nghìn tỷ), TCB vẫn thể hiện sự tăng trưởng mạnh mẽ về tài sản sinh lời cao như cho vay và đầu tư trái phiếu. Trong đó, dư nợ cho vay và danh mục đầu tư tăng lần lượt 21.8% và 20.7% svck. Tăng trưởng tín dụng trong 2024 đạt 683 nghìn tỷ (+21.7% svck). Dù tăng trưởng tín dụng của TCB chưa dẫn đầu, tốc độ giải ngân TCB lại tốt hơn ở mặt tăng trưởng ổn định qua từng quý—không giải ngân ồ ạt cuối năm—phản ánh khả năng phát triển ổn định của TCB. NH cũng tiếp tục đa dạng hóa rủi ro tập trung (giảm tỷ trọng dư nợ liên quan BĐS từ 71% năm 2022 xuống 63.7% năm 2024, đồng thời tăng tỷ trọng KHCN lên 41.6%, +2.2%p svck), cải thiện triển vọng lợi suất, với tỷ trọng cho vay dài hạn tăng 7.8%p lên 48.9%. Chất lượng tài sản cải thiện tương đối, với tỷ lệ NPL giảm 4bps svck và 17bps sv.Q3 xuống 1.12%—chỉ sau VCB trong nhóm các NH lớn. Trong khi đó, LLR hồi phục 11.8%p svck và 10.5%p sv.Q3 lên 114% vào cuối năm.
- Suy giảm thu nhập ngoài lãi và chi phí bất thường ảnh hưởng đến lợi nhuận ròng trong Q4/2024. LNTT Q4/2024 của TCB đạt 4.7 nghìn tỷ (-18.7% svck), với áp lực từ mức giảm 41.4% svck của thu thuần từ dịch vụ và thu khác thuần giảm 155.2% (ghi nhận âm hơn 510 tỷ), chủ yếu do sụt giảm doanh thu từ bảo hiểm, tài trợ thương mại, cùng với khoản phí chấm dứt hợp đồng Manulife lên đến 1,800 tỷ. Loại trừ yếu tố này, LNTT ghi nhận tăng khoảng 13% svck. Trong khi đó, CPHĐ tăng 31% svck khi ngân hàng tham gia tài trợ các chương trình giải trí nhằm tiếp cận nhóm khách hàng trẻ và giới thiệu sản phẩm mới “sinh lời tự động” (SLTĐ). Dù Q4 ghi nhận một số yếu tố kém tích cực, LNTT cả năm vẫn tăng 20.3% svck lên 27.5 nghìn tỷ, cao hơn kế hoạch năm 1.6%, với động lực chính từ thu nhập lãi thuần tăng 28.2%.
- Chiến lược sáng tạo và khác biệt tiếp tục củng cố triển vọng tăng trưởng của TCB trong năm 2025. Mặc dù hoạt động ngân hàng dựa trên hệ sinh thái không phải là một khái niệm mới lạ, TCB vẫn cho thấy khả năng khai thác tốt nguồn lực này chứng minh qua việc duy trì tốc độ tăng trưởng bền bỉ cả về quy mô bảng cân đối và lợi nhuận. Dù còn nhiều lo ngại về rủi ro tập trung, mô hình này không chỉ giúp giảm chi phí huy động mà còn thúc đẩy mạnh mẽ mảng bán lẻ, trong cả giai đoạn tương đối khó khăn như 2024. Tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ duy trì đà tăng, đặc biệt trong mảng cho vay mua nhà, được hỗ trợ bởi các dự án BĐS đang triển khai tại 2 thành phố lớn của các đối tác chiến lược như Vingroup hay Masterise. Ngoài ra, TCB tiếp tục tiên phong trong mảng huy động (giai đoạn trước đây là hoàn tiền thanh toán) với sản phẩm tiền gửi “SLTĐ”—một mô hình lai giữa tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn, nhằm kích thích tăng trưởng tiền gửi trong môi trường lãi suất chưa thật hấp dẫn. Nhiều ngân hàng cũng đang thử nghiệm sản phẩm tương tự, tuy nhiên, việc triển khai mượt mà sẽ phụ thuộc vào khả năng xử lý dữ liệu của hệ thống mà không phải ngân hàng nào cũng có bước chuẩn bị đầy đủ. Hiện tại, ngân hàng đang đề ngỏ việc tìm đối tác chiến lược và thoái một phần khoản đầu tư TCBS, đây có thể là một yếu tố tích cực cả về yếu tố cơ bản lẫn thị giá của TCB.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	26,699	30,290	27,691	35,508	43,891	51,166
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	10,378	10,612	12,370	11,482	11,754	12,397
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	23,238	25,568	22,888	27,538	35,526	43,545
LNST (tỷ đồng)	18,038	20,150	18,148	21,523	27,791	34,064
EPS (đồng)	5,138	5,729	5,152	3,046	3,928	4,807
ROE (%)	21.5	19.5	14.8	15.4	17.8	19.5
P/E (x)	5.2	4.6	5.1	8.7	6.7	5.5
P/B (x)	1.0	0.8	0.7	1.3	1.1	1.0
Giá trị sổ sách (đồng)	26,505	32,248	37,368	20,940	23,180	26,261
Tổng tài sản (tỷ đồng)	568,811	699,033	849,482	978,799	1,128,137	1,305,108
VCSH (tỷ đồng)	93,056	113,425	131,628	147,940	164,008	186,084

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Trên đà hồi phục

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	23,600
Thị giá (04/03/25)	19,100
Lợi nhuận kỳ vọng	24%

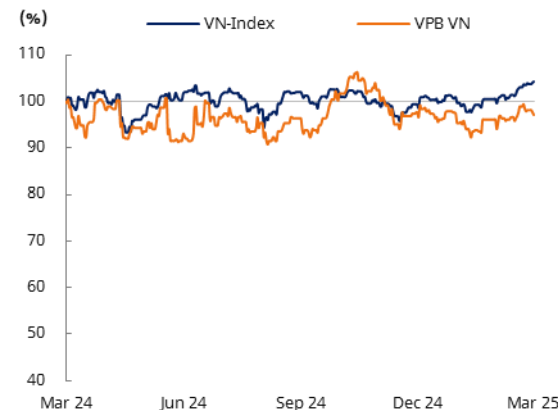
LNST (25F, tỷ đồng)	20,901
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	32
P/E (25F, x)	7.3

Vốn hóa (tỷ đồng)	151,538
SL cổ phiếu (triệu)	7,934
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	89.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	24.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	21,050

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	1.1	4.4	-2.6
Tương đối	-2.6	0.9	-6.6

Điểm nhấn đầu tư

- VPBank (VPB) tăng tốc giải ngân trong quý cuối năm, đây là xu hướng chung ghi nhận tại phần lớn các NHTM trong vài năm trở lại đây. Đặc biệt, gần 50% dư nợ tín dụng mới được ghi nhận trong Q4. Tính đến cuối năm 2024, tăng trưởng tín dụng hợp nhất của VPB đạt 18.2% CK, trong đó ngân hàng mẹ tăng cao hơn với 19.4% CK. Động lực tăng trưởng tín dụng chính đến từ danh mục cho vay với mức tăng 22.4% svck, trong khi danh mục TPDN giảm mạnh.
- Lợi nhuận phục hồi mạnh từ mức nền thấp, với LNNT hợp nhất tăng hơn 82.2% svck lên hơn 20 nghìn tỷ, dù vậy vẫn chưa đạt KHKD khoảng 23 nghìn tỷ. Về cơ cấu thu nhập, thu nhập lãi thuần (NII) tăng ổn định với 28.6% svck, bên cạnh đó thu khác thuần (NOI) tăng mạnh 57.6%, bù đắp cho mức sụt giảm 13.7% của thu thuần từ dịch vụ (NSI). Điểm tích cực nhất trong các nguồn thu là việc thu hồi nợ xấu đã xử lý hồi phục ấn tượng với mức tăng 123.4% svck, đặc biệt là đối với VPB khi có tỷ lệ nợ xấu phát sinh có phần cao hơn các ngân hàng trong cùng phân khúc. Triển vọng thu hồi nợ vẫn duy trì tích cực trong trung hạn nhờ phần lớn tài sản thế chấp là BĐS, trong khi nợ xấu đã trích lập và đưa ra ngoại bảng vẫn tăng 60.8% svck trong năm. Ngoài ra, VPB cũng kiểm soát chặt chẽ chi phí, với CPHĐ chỉ tăng nhẹ 3.1% CK trong khi chi phí trích lập cũng chỉ tăng 12.3% nhưng chất lượng tài sản vẫn cải thiện.
- Biến số quan trọng của VPB nằm ở cơ cấu tín dụng. Trong khi hai mảng bán lẻ chủ lực—cho vay thế chấp và cho vay hộ gia đình—chỉ tăng trưởng ở mức khiêm tốn 9.4% và 4.6% svck, cho vay kinh doanh BĐS và xây dựng tăng mạnh lần lượt 62.5% và 37%. Qua đó, tỷ trọng hai phân khúc này hiện chiếm hơn 32% tổng danh mục cho vay, tương đương với tỷ lệ của TCB. Tuy rủi ro tập trung có phần gia tăng trong năm 2024, rủi ro này chưa thực sự đáng ngại, đặc biệt trong bối cảnh nhiều dự án BĐS được tháo gỡ pháp lý trong 2024 và kỳ vọng tiếp tục trong 2025, giúp giảm thiểu nợ xấu phát sinh mới trong ngắn và trung hạn từ cả nhóm KHCN và DN. Ngoài ra, dư nợ cho vay xây dựng tăng nhanh cũng phản ánh tiến độ triển khai dự án đang được đẩy mạnh, tạo điều kiện tái phân bổ dư nợ cho vay KD BĐS sang các khoản vay KHCN mua nhà. Bên cạnh đó thì giải ngân nhanh cuối kỳ cũng chưa được phản ánh toàn bộ lên thu nhập của VPB trong 2024 hỗ trợ NIM sẽ tiếp tục cải thiện khoảng 20bps trong 2025.
- Hiệu quả hoạt động cải thiện rõ rệt. Chất lượng tín dụng ghi nhận cải thiện mạnh mẽ ở tất cả các tiêu chí như: 1) Tỷ lệ NPL hợp nhất giảm xuống 4.2% (-0.8p svck); 2) tỷ lệ nợ dưới chuẩn giảm 1.4%p xuống 10.5%; và 3) tỷ lệ bao phủ NPL tăng 4.5%p lên 56.2%. Ngoài ra, tỷ lệ trái phiếu dưới chuẩn giảm một nửa, xuống còn 12.1%. Các công ty con cũng ghi nhận kết quả tích cực, với VPBS báo cáo LN giảm nhẹ 2.8% (DT tăng 28%) do CTCK tham gia tích cực hơn mảng CK vốn, FEC ghi nhận lãi trở lại (khoảng 500 tỷ) sau nhiều năm thua lỗ trong giai đoạn tái cấu trúc, và doanh thu từ kinh doanh bảo hiểm tăng hơn gấp đôi, chủ yếu nhờ đóng góp từ các công ty con, đặc biệt là OPES. Ngân hàng cũng đã tận dụng triệt để nguồn VCSH dồi dào, tránh phải huy động dài hạn trong bối cảnh cạnh tranh cao trong phân khúc tín dụng trọng tâm. Nhờ lợi nhuận cải thiện đáng kể, ROA và ROE cũng hồi phục mạnh từ mức 1.1% và 6.6% trong năm 2023 lên 1.8% và 11.2% trong năm 2024, với dư địa tăng trưởng tiếp tục trong các giai đoạn tới.



FY (31/12)	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25F	12/26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	34,349	41,021	38,175	49,080	59,967	69,223
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	9,953	16,776	11,569	13,175	13,087	13,352
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	14,580	21,220	10,987	20,013	27,137	34,360
LNST (tỷ đồng)	11,808	18,168	10,053	15,779	20,901	26,426
EPS (đồng)	2,656	2,706	1,267	1,989	2,634	3,331
ROE (%)	17.0	19.1	8.3	11.0	13.4	15.0
P/E (x)	7.3	7.2	15.4	9.8	7.3	5.8
P/B (x)	1.1	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
Giá trị sổ sách (đồng)	17,891	14,490	16,980	17,886	19,968	22,732
Tổng tài sản (tỷ đồng)	547,626	631,013	817,700	923,848	1,077,426	1,240,186
VCSH (tỷ đồng)	86,451	103,502	139,947	147,275	164,505	187,394

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Kế hoạch lợi nhuận thận trọng cho 2025

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

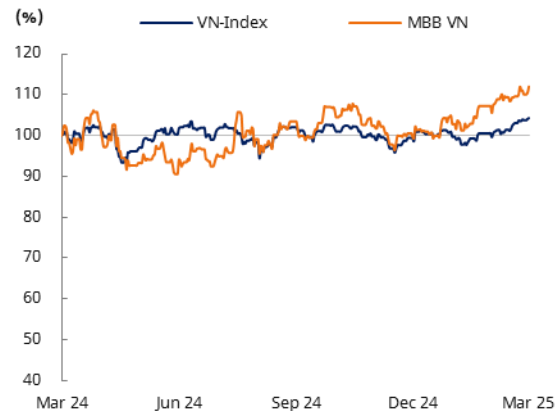
(Cập nhật)	MUA		
Giá mục tiêu (VND, 12T)	28,200		
Thị giá (04/03/25)	23,400		
Lợi nhuận kỳ vọng	21%		
LNST (25F, tỷ đồng)	25,342		
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	N/A		
Tăng trưởng EPS (25F, %)	1.8		
P/E (25F, x)	5.9		
Vốn hóa (tỷ đồng)	139,742		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	6,103		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	55		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	23.32		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,700		
Cao nhất 52 tuần (VND)	23,000		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.5	12.4	11.2
Tương đối	0.8	8.9	7.2

Điểm nhấn đầu tư

Dự phóng 2025: Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tài sản MBB đạt 21.8% (KH: +22% svck), tăng trưởng tín dụng đạt 24.8% (KH: +26% svck), huy động đạt +24.4% (KH: +25% svck), LNNT ước tăng 10% theo sát kế hoạch MB đã đề ra. NIM được dự phóng đạt mức 4% khi lợi suất tăng nhẹ hoặc đi ngang với sự mở rộng tín dụng ngành BĐS, và chi phí vốn dự kiến đạt 3.4% (-0.1%p svck). Thu nhập lãi thuần dự kiến tăng 16.4% YoY nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh, mặc dù mức cải thiện NIM hạn chế. Thu nhập phí dự phóng tăng 11.4% nhờ sự hồi phục của mảng bảo hiểm và các dịch vụ ngân hàng. Tỷ lệ nợ xấu có thể tiếp tục cải thiện đạt 1.4% so với mức 1.6% trong 2024 với chi phí tín dụng đạt 1.1% so với mức 1.23% trong 2024 nhờ vào việc KH lớn của MB như Novaland gần đây được hỗ trợ gỡ vướng về pháp lý. Trong 2025, MB cũng sẽ bắt đầu việc tiếp nhận MBV (Oceanbank) theo dạng chuyển giao bắt buộc. Ở chiều tích cực, MB được hưởng các chính sách ưu đãi từ NHNN, giúp phần nào giảm bớt thách thức này.

Kết quả 2024: Lũy kế năm 2024, MB đạt tổng thu nhập hoạt động 55,413 tỷ đồng (+17% svck), thu nhập lãi thuần đạt 41,152 tỷ (+6% svck), thu nhập phí đạt 4,368 tỷ (+6.9% svck), lợi nhuận trước thuế 28,829 tỷ đồng (+9.6% svck, 101.5% của KH 2024), và lợi nhuận sau thuế 22,951 tỷ đồng (+9% svck, 99.6% của KH 2024).

- Tăng trưởng tín dụng 2024 cao nhưng NIM thu hẹp:** Tín dụng năm 2024 tăng mạnh 24.8%, xếp thứ hai trong nhóm ngân hàng sau HDB. Lợi suất cho vay giảm từ 10.3% (2023) xuống 8.2% (2024) do MB chủ động hạ lãi suất kích thích tín dụng. Dù chi phí vốn giảm từ 4.3% xuống 3.5%, mức giảm chưa tương xứng khiến NIM thu hẹp từ 4.9% (2023) xuống 4.1% (2024), hiện ở mức trung bình ngành. CASA giảm nhẹ xuống 39.3% (-0.9%p svck).
- Chất lượng tài sản cải thiện nhưng áp lực dự phòng còn lớn:** Tỷ lệ nợ xấu nhóm 3-5 giảm còn 1.62% (-61bps sv.Q3/2024), nợ dưới chuẩn (nhóm 2-5) giảm xuống 3.19% (-93bps sv.Q3/2024). LLR đạt 92% cuối năm (-24%p svck), thấp hơn mục tiêu 100%, khiến chi phí tín dụng năm 2025 có thể tiếp tục chịu áp lực. Trích lập dự phòng Q4/2024 tăng mạnh lên 3,223 tỷ (+103% svck).
- Thu nhập phí phục hồi, các nguồn thu khác đóng góp tích cực:** MB ghi nhận thu nhập phí đạt 4,368 tỷ đồng (+6.9% CK; năm 2023: +6.2% CK). Dù lợi nhuận mảng bảo hiểm giảm 26% so với năm 2023, mảng này đã phục hồi doanh thu đáng kể trong Q3 và Q4/2024. Bên cạnh đó, lợi nhuận từ dịch vụ ngân hàng đầu tư (IB) tăng mạnh, đạt 280 tỷ đồng (+82% CK). Với các khoản thu khác, MB ghi nhận lợi nhuận lớn từ tài sản tài chính, bao gồm CK đầu tư (2,803 tỷ đồng, +834% CK) và CK kinh doanh (1,756 tỷ đồng, +224% CK). Ngoài ra, thu nhập khác từ các khoản nợ đã xử lý cải thiện đáng kể, đạt 2,451 tỷ đồng (+43% CK). Lợi nhuận từ HĐKD ngoại hối & vàng cũng đạt 2,000 tỷ (+65% svck).



	FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)		36,023	38,684	41,152	47,906	56,424	66,041
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)		9,570	8,622	14,261	13,330	13,184	13,595
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)		22,729	26,306	28,829	31,679	35,634	40,773
LNST (tỷ đồng)		17,483	20,677	22,634	25,342	28,506	32,617
EPS (đồng)		3,673	3,764	4,021	4,092	4,185	4,353
ROE (%)		24.6	23.5	21.2	20.1	19.4	18.7
P/E (x)		6.6	6.4	6.0	5.9	5.8	5.6
P/B (x)		1.4	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)		728,532	944,954	1,128,801	1,374,539	1,621,616	1,842,514
VCSH (tỷ đồng)		79,613	96,711	117,060	134,645	159,987	188,493
Giá trị sổ sách (đồng)		16,727	17,604	20,794	21,743	23,487	25,156

Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

Bắt nhịp

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	46,500
Thị giá (04/03/25)	41,600
Lợi nhuận kỳ vọng	12%

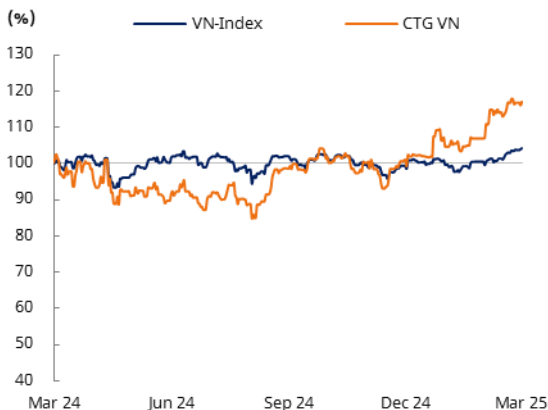
LNST (25F, tỷ đồng)	30,441
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	20
P/E (25F, x)	7.2

Vốn hóa (tỷ đồng)	223,392
SL cổ phiếu (triệu)	5,370
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	26.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	29,950
Cao nhất 52 tuần (VND)	42,100

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	9.5	18.9	15.6
Tương đối	5.8	15.4	11.6

Điểm nhấn đầu tư

- 2024, tổng tài sản của CTG tăng 17.4% svck và 7% sv.Q3, vượt 2,385 nghìn tỷ. Sau năm 2023 đầy thách thức, tăng trưởng tín dụng của CTG đã phục hồi tích cực trong năm 2024 với mức tăng 16.9%, cao hơn mức tăng 15.1% của toàn ngành. Giải ngân tín dụng chủ yếu tập trung vào các nhóm như doanh nghiệp FDI (+25.1% svck) và KHCN (+22.1%), giúp CTG trở thành một trong số ít ngân hàng thương mại mở rộng được tỷ trọng bán lẻ trong năm 2024, tăng 2.1%p svck lên 39.4%. Về huy động, tiền gửi cũng tăng vượt trội so với mức trung bình ngành, tăng 13.8% svck lên 1,606 nghìn tỷ, trong khi CASA cũng mở rộng dần theo các quý, đạt 24.8% (+2.3%p svck). Những yếu tố này góp phần giúp NIM lên 2.93% (+3bps CK)—mức cải thiện không quá cao nhưng so tương quan với NIM suy giảm chung tại đa phần các NHTM là rất tích cực. Chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện với tỷ lệ NPL giảm 20bps sv.Q3 hay tăng nhẹ 12bps svck lên 1.25%, trong khi LLR tăng 3.5%p svck (+57%p từ mức đáy trong Q2) lên trên 170%. Nhìn chung, chất lượng tài sản của CTG vẫn vượt trội so với phần lớn các NHNY. Về trung hạn, triển vọng chất lượng tài sản của CTG được hỗ trợ bởi danh mục tín dụng đa dạng, nền lãi suất thấp và quy trình giải ngân chặt chẽ. Bên cạnh đó, tệp khách hàng chất lượng cao—đặc biệt là doanh nghiệp FDI—không chỉ có rủi ro tín dụng thấp mà còn mang lại lợi thế chiến lược về khối lượng giao dịch và khả năng tiếp cận nhiều khách hàng. Các khách hàng doanh nghiệp lớn, đặc biệt có kinh doanh trong lĩnh vực đầu tư công, có khả năng duy trì dòng tiền ổn định nhờ quy trình pháp lý được chuẩn hóa và giám sát tiến độ chặt chẽ, giúp giảm thiểu các rủi ro gián đoạn liên quan đến vấn đề pháp lý và tài chính.
- Nửa sau năm 2024 đánh dấu bước ngoặt đối với lợi nhuận của CTG, ghi nhận tăng lần lượt 34.5% svck và 61.4% trong Q3&4. Riêng Q4, thu thuần từ lãi (+12.9% svck) tiếp tục là động lực chính cho lợi nhuận, trong khi thu khác cũng tăng mạnh nhờ xử lý nợ xấu ngoại bảng tăng đột biến 64.6% svck. Ngoài ra, CPDP giảm 45% svck nhờ chất lượng tài sản tốt. Nhờ đó, LNST của NH năm 2024 lần đầu tiên tiệm cận mốc 1 tỷ USD, đạt VND25.5tr, giúp CTG vươn lên vị trí thứ 2 về LN của các NHNY.
- Tìm thấy giải pháp cho vấn đề tồn đọng về tăng vốn:** Mới đây ngân hàng cho biết đang xin phép, dự kiến dung lợi nhuận giữ lại để chia cổ tức bằng cổ phiếu (vốn bị trì hoãn trong hơn 1 năm) với khả năng cao sẽ sớm được chấp thuận từ phía cơ quan quản lý. Việc không phải chia cổ tức bằng tiền mặt sẽ ổn định bộ đệm vốn của ngân hàng, trên cơ sở tăng trưởng tín dụng không quá cao và không quá tập trung vào nhóm có tỷ suất rủi ro lớn. Ngoài ra, BID sắp phát hành riêng lẻ với sự tham gia từ SCIC—cơ quan đã không ít lần thể hiện kỳ vọng đầu tư vào CTG nếu phía nhà nước không muốn hạ thêm tỷ lệ sở hữu tại ngân hàng—cho thấy sẽ có giải pháp tăng vốn trong trường hợp cần thiết.



FY (31/12)	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25F	12/26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	41,788	47,930	52,957	62,403	73,834	83,798
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	11,360	16,650	17,591	19,506	17,671	19,032
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	17,589	21,113	24,990	31,758	38,065	47,014
LNST (tỷ đồng)	14,092	16,912	19,904	25,342	30,441	37,598
EPS (đồng)	2,932	3,519	3,706	4,719	5,669	7,001
ROE (%)	15.7	16.7	17.0	18.4	18.7	19.7
P/E (x)	14.2	11.8	11.2	8.8	7.2	5.9
P/B (x)	2.1	1.8	1.8	1.5	1.3	1.1
Giá trị sổ sách (đồng)	19,488	22,536	23,440	27,923	32,627	38,602
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,531,468	1,809,189	2,032,614	2,385,384	2,631,206	2,949,045
VCSH (tỷ đồng)	93,653	108,305	125,872	149,944	175,208	207,292

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Thị trường nước ngoài thúc đẩy tăng trưởng

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	81,100
Thị giá (04/03/25)	63,500
Lợi nhuận kỳ vọng	28%

LNST (25F, tỷ đồng)	9,414
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	10,071
Tăng trưởng EPS (25F, %)	0.8
P/E (25F, x)	15.1

Vốn hóa (tỷ đồng)	128,323
SL cổ phiếu (triệu)	2,090
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	50.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	60,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	76,200

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.3	-18.0	-14.2
Tương đối	-4.3	-18.5	-19.5

Điểm nhấn đầu tư

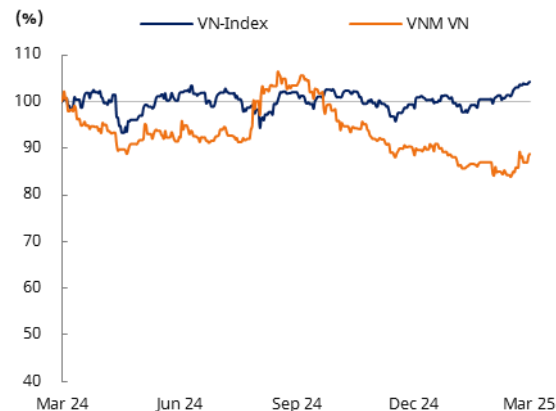
CTCP Sữa Việt Nam (VNM) là tập đoàn sữa hàng đầu Việt Nam, có thị phần nội địa lớn nhất ở phân khúc sữa nước và thị phần lớn thứ hai ở phân khúc sữa công thức. VNM hiện vận hành 15 trang trại ở khu vực Đông Dương và là nhà thu mua sữa tươi chính từ nông dân với tổng đàn bò gần 140,000 con. VNM còn có hệ thống phân phối rộng khắp với hơn 200,000 điểm bán khắp cả nước. 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 cho rằng VNM là một khoản đầu tư tiềm năng, với vị thế là tập đoàn hàng đầu thị trường sữa Việt Nam.

Dự báo năm 2025: Chúng tôi duy trì quan điểm thị trường nước ngoài sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính của VNM. Do nhu cầu trong nước phục hồi chậm, chúng tôi cho rằng doanh thu trong nước sẽ chỉ tăng trưởng nhờ việc tăng giá sản phẩm, ở mức trung bình 2% mỗi năm. Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng doanh thu ở nước ngoài xuống 10% CK (trước đây: 15% CK), do căng thẳng quốc tế gần đây. Doanh thu năm 2025 của VNM dự phóng 64,156 tỷ đồng (+3.8% CK). Với hầu hết các giả định về chi phí được duy trì, chúng tôi dự báo LNST của công ty ở mức 9,509 tỷ đồng (+0.6% CK).

Cập nhật HĐKD: Trong Q4 2024, VNM tiếp tục ghi nhận một quý có doanh thu sụt giảm. Doanh thu của công ty đạt 15,485.1 tỷ đồng (-0.9% CK). Trong đó, doanh thu thuần từ thị trường trong nước tiếp tục xu hướng giảm và đạt 12,843 tỷ đồng (-1.9% CK). Ngược lại, doanh thu thuần từ thị trường nước ngoài tăng 4% CK lên 2,635 tỷ đồng, nhờ doanh thu từ các công ty con như Angkor Milk và Drift Wood tăng. Biên lợi nhuận gộp của VNM thu hẹp xuống còn 40.1% (Q4 2023: 41.2%) và lợi nhuận gộp giảm 3.6% CK xuống còn 6,209.7 tỷ đồng. Đáng chú ý, biên lợi nhuận gộp tại thị trường trong nước thu hẹp xuống còn 40.2% (Q4 2023: 41.6%), trong khi biên lợi nhuận gộp tại thị trường nước ngoài mở rộng lên 39.4% (Q4 2023: 38.9%). Trong quý, chi phí SG&A giảm khiêm tốn 2.3% CK xuống còn 3,906.6 tỷ đồng khi VNM hoàn tất tiến trình đổi thương hiệu. Lợi nhuận hoạt động và LNST Q4/2024 của VNM lần lượt đạt 2,581.9 tỷ đồng (-5.3% CK) và 2,146.8 tỷ đồng (-8.7% CK). Mặc dù hoạt động kinh doanh của VNM ghi nhận một số tín hiệu suy giảm trong nửa cuối năm 2024, nhưng công ty vẫn tăng trưởng trong cả năm. Doanh thu năm 2024 của VNM đạt 61,823.9 tỷ đồng (+2.2% CK). Doanh thu thuần trong nước tăng 0.4% CK, trong khi doanh thu thuần ở nước ngoài tăng 12.6% CK. Lợi nhuận hoạt động và LNST năm 2024 của VNM lần lượt đạt 11,593.9 tỷ đồng (+6.3% CK) và 9,452.9 tỷ đồng (+4.8% CK).

Định giá: Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF), với một số giả định chính: 1) tỷ lệ lợi nhuận yêu cầu là 11%; và 2) tỷ lệ tăng trưởng dài hạn sau năm 2034 là 3%. Do đó, chúng tôi điều chỉnh mức giá mục tiêu cho VNM về mức 81,100 đồng và duy trì khuyến nghị Mua.

Rủi ro chính: 1) thuế nhập khẩu sữa Việt Nam giảm xuống 0%, gia tăng cạnh tranh trong nước; 2) thay đổi giá đầu vào; và 3) những thay đổi trong kế hoạch M&A, đầu tư của VNM.



FY (31/12)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	60,075	60,479	61,824	64,156	66,671	69,340
LNHĐ (tỷ đồng)	10,491	10,904	11,594	11,596	12,521	13,168
Biên LNHĐ (%)	17.5	18	18.8	18.1	18.8	19.0
LNST (tỷ đồng)	10,496	10,968	11,600	11,596	12,521	13,168
LNR (tỷ đồng)	8,516	8,874	9,392	9,414	10,165	10,690
EPS (VND)	3,632	3,796	4,022	4,054	4,377	4,603
ROE (%)	25	26.6	26.6	25.8	26.7	26.6
P/E (x)	24.1	17.8	15.8	15.1	14.0	13.3
P/B (x)	3.8	4.4	4.1	3.8	3.6	3.4
Tổng tài sản (tỷ đồng)	48,483	52,673	55,049	53,481	55,664	58,434
VCSH (tỷ đồng)	32,817	35,026	36,174	37,427	39,363	41,777

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Các động lực tăng trưởng hội tụ trong 2025

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	32,000
Thị giá (04/03/25)	27,850
Lợi nhuận kỳ vọng	15%

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)	181,973
SL cổ phiếu (triệu)	6,396
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	56.1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	21.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	24,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,950

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.5	8.8	0.6
Tương đối	1.5	7.3	-4.7

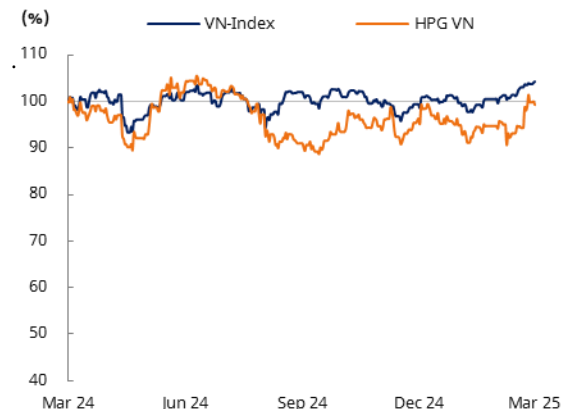
Điểm nhấn đầu tư

Cập nhật KQKD: HPG báo cáo kết quả Q4/2024 với doanh thu đạt 35.2 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận ròng đạt 2,809 tỷ đồng (-5% sv. Q3/2023). Kết quả này thấp hơn kỳ vọng do sự sụt giảm tiêu thụ các tháng trước tết và mức giá bán thấp hơn. Đáng chú ý, biên lợi nhuận hoạt động của mảng thép giảm xuống 15.5% (so với 16.3% trong Q3/2024), cho thấy phân tích trước đó về biên lợi nhuận mở rộng có thể sẽ phản ánh chậm hơn so với dự kiến, khi mức chênh lệch giá bán/nguyên liệu vẫn thể hiện tiềm năng mở rộng xuyên suốt trong Q4/2024. Cả năm 2024, HPG ghi nhận doanh thu đạt 140,560 tỷ đồng (+ 17% sv CK) và lợi nhuận ròng đạt 12,020 tỷ đồng (+77% sv CK), ~ 91% và 100% dự báo của chúng tôi.

VỀ MẶT CHÍNH SÁCH THƯƠNG MẠI, THỊ TRƯỜNG THÉP ĐANG CHỨNG KIẾN HAI DIỄN BIẾN QUAN TRỌNG:

- Quyết định tăng thuế nhập khẩu thép của Mỹ từ 10% lên 25% dự kiến sẽ có tác động không đáng kể đến HPG, do tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường này chỉ chiếm chưa đến 2% tổng sản lượng của doanh nghiệp, mặc dù tác động gián tiếp tiếp tục được theo dõi. Ngoài ra, chính quyền Trump vẫn đang xem xét áp thêm thuế đối ứng.
- Đáng chú ý hơn là quyết định của Bộ Công Thương về việc áp dụng thuế chống bán phá giá tạm thời đối với HRC Trung Quốc, với biên độ từ 19.38% đến 27.83%. Như đề cập trong các báo cáo trước, quyết định này có yếu tố then chốt đối với nhà sản xuất nội địa. Về mặt sản lượng tiêu thụ, đây là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp trong nước khi hiện tại Việt Nam đang phụ thuộc đáng kể vào nguồn nhập khẩu với 12.64 triệu tấn HRC trong 2024, chiếm tới 75% tổng tiêu thụ. Chính sách thuế sẽ xóa đi chênh lệch giá giữ nguồn nội địa và nhập khẩu (ước tính hiện đang chiết khấu 11.3%), gia tăng lợi thế cạnh tranh về giá cho HPG và đem lại dư địa để các doanh nghiệp trong nước có thể độc lập điều chỉnh tăng giá bán.

Triển vọng: Duy trì mức dự phóng cho 2025 với sản lượng đạt 10.3 triệu tấn (+15% svck), hỗ trợ cho doanh thu thuần và lợi nhuận ròng đạt mức tăng trưởng lần lượt 13% và 35%. Việc áp dụng thuế chống bán phá giá được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tích cực cho triển vọng cổ phiếu, đặc biệt trong bối cảnh HPG đã duy trì mức trần định giá 1.5x P/B trong nửa cuối năm 2024 phần lớn do những bất ổn về giá bán, vấn đề mà chúng tôi tin mức thuế trên sẽ giải quyết được. Nhìn về dài hạn hơn, triển vọng tái định giá của HPG sẽ phụ thuộc vào (1) khả năng vận hành hiệu quả Dung Quất 2 với mục tiêu 1 triệu tấn trong năm 2025 (hiệu suất 36%); (2) khả năng duy trì giá bán ổn định, và (3) duy trì biên lợi nhuận ổn định.



FY (31/12)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	149,680	141,409	118,953	138,855	156,359	180,584
LNHHĐ (tỷ đồng)	37,664	13,078	9,669	14,615	18,776	22,705
Biên LNHHĐ (%)	25%	9%	8%	10.5	12%	13%
LNR (tỷ đồng)	34,478	8,484	6,835	12,020	16,249	19,170
EPS (VND)	7,166	1,452	1,117	1,879	2,540	2,997
ROE (%)	38%	9%	7%	11.1	12%	13%
P/E (x)	3.7	18.4	23.9	14.2	10.5	9.4
P/B (x)	1.3	1.6	1.5	1.5	1.4	1.2
Tổng tài sản (tỷ đồng)	178,236	170,336	187,783	224,490	242,746	262,169
VCSH (tỷ đồng)	90,637	96,007	102,836	114,648	130,897	150,067

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Chờ đợi tác động từ chính sách thuế mới

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	17,400
Thị giá (04/03/25)	15,750
Lợi nhuận kỳ vọng	10%

Điểm nhấn đầu tư

Cập nhật kết quả kinh doanh: Doanh thu Q4/2024 của NKG giảm 14% QoQ, xuống còn 4,469 tỷ đồng. Đà suy giảm này chủ yếu do áp lực kép từ (1) sản lượng tiêu thụ giảm 8% QoQ xuống 198 nghìn tấn và (2) giá bán trung bình thấp hơn, chỉ đạt 22.5 triệu đồng/tấn (-6.1% QoQ). Chúng tôi nhận thấy chi phí bán hàng được tiết giảm mạnh (-60% QoQ), chỉ còn chiếm 4.9% doanh thu so với mức 6% của quý trước. Tuy nhiên, mức giảm này phần lớn đến từ sự chững lại của hoạt động xuất khẩu (có chi phí logistic cao hơn).

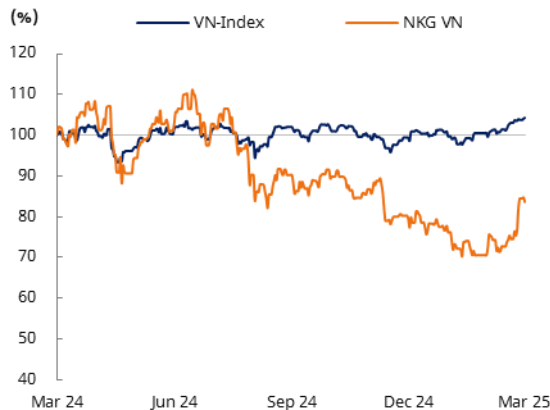
Xu hướng xuất khẩu chậm lại trong các tháng cuối năm: Trước đó, đà phục hồi biên lợi nhuận của NKG trong 9T2024 được thúc đẩy bởi tăng trưởng xuất khẩu, với tỷ trọng xuất khẩu hàng tháng dao động trong khoảng 68–77% tổng sản lượng. Tuy nhiên, con số này giảm xuống chỉ còn 56% trong Q4/2024, kéo theo biên lợi nhuận thu hẹp đáng kể. Nguyên nhân có thể đến từ tác động của cuộc điều tra chống bán phá giá do Mỹ khởi xướng từ T9/2024. Đáng chú ý, ảnh hưởng của cuộc điều tra này có thể có tác động rộng hơn thị trường Mỹ khi nhiều doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam có xu hướng xuất khẩu gián tiếp sang Mỹ thông qua các thị trường trung gian như Mexico và Canada. Theo đó, biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận hoạt động của NKG thu hẹp từ 8.7%/1.6% trong Q3/2024 xuống chỉ còn 6.7%/0.3% trong Q4/2024. Dưới tác động kép từ sản lượng giảm và biên lợi nhuận co hẹp, LNR của NKG giảm mạnh xuống còn 18.4 tỷ đồng. Lũy kế cả năm, NKG ghi nhận doanh thu 20.6 nghìn tỷ đồng (+11% CK) và lợi nhuận sau thuế 453 tỷ đồng (+286% CK).

Mỹ tái áp dụng thuế nhập khẩu đối với các sản phẩm thép ở mức 25%, có hiệu lực từ T3/2025: Chính sách này được đánh giá là tích cực hơn là tiêu cực đối với NKG khi doanh nghiệp vẫn đang chịu mức thuế 25% kể từ 2018 dưới Mục 232 của Đạo luật Mở rộng Thương mại. Tuy vậy, các nhà xuất khẩu thép lớn nhất vào Mỹ như Canada, Mexico và Brazil (top 3 XK 2024) hiện đang thuộc diện miễn trừ đạo luật này. Với việc xóa bỏ rào cản chênh lệch về thuế quan, lợi thế cạnh tranh về giá của thép Việt Nam so với các đối thủ dự kiến sẽ được gia tăng hơn trong thời gian tới. Dựa trên giá HRC làm tham chiếu, giá thép tại Mỹ đã tăng hơn 30% kể từ khi Trump công bố áp thuế nhập khẩu. Trong năm 2024, thị trường Mỹ chiếm lần lượt 25% và 15% sản lượng xuất khẩu và tổng sản lượng của NKG.

Bộ Công Thương ra quyết định áp thuế chống bán phá giá tạm thời đối với thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc, với mức thuế 19.38–27.83%, dự kiến sẽ gây sức ép nhất định đối với chi phí đầu vào của NKG. Tuy vậy, phản ứng trước động thái này, các nhà sản xuất tôn mạ Việt Nam đã có động thái tăng giá từ 100-200 đồng/Kg để phòng vệ rủi ro tỷ suất lợi nhuận thu hẹp. Trong năm trước, NKG sử dụng 25% nguyên liệu HRC nhập khẩu từ Trung Quốc.

LNST (25F, tỷ đồng)	735
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	23
P/E (25F, x)	9.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,915
SL cổ phiếu (triệu)	448
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	71.1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	5.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13,250
Cao nhất 52 tuần (VND)	21,189

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	8.6	-14.9	-23.0
Tương đối	5.6	-16.4	-28.3



FY (31/12)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	28,173	23,071	18,596	20,609	23,273	26,121
LNHĐ (tỷ đồng)	2,749	93	373	694	1,140	1,607
Biên LNHĐ (%)	9.8	0.4	2.0	3.4	4.9	6.2
LNR (tỷ đồng)	2,225	(125)	117	453	735	1,030
EPS (VND)	8,683	(474)	446	1,340	1,642	2,301
ROE (%)	50.0	(2.3)	2.2	8.0	8.5	10.3
P/E (x)	1.4	#N/A	32.7	11.9	9.7	6.9
P/B (x)	0.6	0.7	0.7	0.9	0.9	0.8
Tổng tài sản (tỷ đồng)	15,398	13,461	12,235	13,519	20,103	23,260
VCSH (tỷ đồng)	5,723	5,320	5,423	5,871	8,186	9,216

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



KQKD phù hợp với kỳ vọng

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	48,000
Thị giá (04/03/25)	42,050
Lợi nhuận kỳ vọng	14%

LNST (25F, tỷ đồng)	30,251
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-4.1
P/E (25F, x)	6.6
Vốn hóa (tỷ đồng)	172,717
SL cổ phiếu (triệu)	4,107
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	26.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	12.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	34,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	48,550
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	6.5 -3.9 -4.3
Tương đối	2.8 -7.3 -8.3

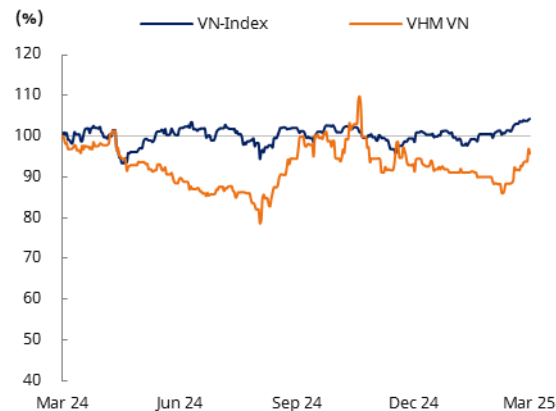
Điểm nhấn đầu tư

Tóm tắt kết quả Kinh doanh:

- VHM ghi nhận doanh thu tăng 271% CK trong Q4/2024, với doanh số điều chỉnh (bao gồm liên doanh và hợp đồng BCC) đạt 51.9 nghìn tỷ (+200% CK). Nhờ mức nền thấp của cùng kỳ, lợi nhuận ròng tăng mạnh 630% CK lên 14.1 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ bàn giao tại các dự án Royal Island và Ocean Park 3. Lũy kế cả năm, doanh thu điều chỉnh đạt 141.8 nghìn tỷ đồng, vượt mức kế hoạch 120 nghìn tỷ của công ty. Lợi nhuận ròng đạt 35.1 nghìn tỷ, sát với mục tiêu đề ra.
- Doanh số bán trước Q4/2024 giảm 62% QoQ/53% CK về 14.3 nghìn tỷ đồng do nguồn cung sẵn sàng mở bán tại các dự án trọng điểm (OCP1-3, Vũ Yên) giảm dần. Tuy nhiên, tính chung cả 2024, tổng lượng bán trước vẫn tăng 19.4% CK lên 103.9 nghìn tỷ đồng, trong đó Royal Island, dự án mới ra mắt trong 2024, đóng góp 55% doanh số bán mới.
- Tỷ lệ đòn bẩy ròng của VHM tăng nhẹ lên 22.3% trong Q4/2024 (+110 bps CK), vẫn trong vùng an toàn và thấp hơn đáng kể so với ngành. Chi phí nợ trung bình ở VHM đang ở mức 10.5%, với 22.4 nghìn tỷ trái phiếu mới (lãi suất 12%) được huy động trong 2024 tại thị trường nội địa. Kỳ hạn nợ trung bình ở mức 1.95 năm là yếu tố cần theo dõi, dù ban lãnh đạo đang tích cực làm việc với các chủ nợ trong và ngoài nước để kéo dài kỳ hạn trả nợ. Bên cạnh đó, VHM đang đẩy nhanh kế hoạch phát hành trái phiếu quốc tế lên đến 500 triệu USD với kỳ hạn đối đa 5 năm.

Triển vọng:

- Bước sang 2025, VHM kỳ vọng duy trì kết quả kinh doanh vững chắc với lượng backlog chưa ghi nhận doanh thu trị giá 94.2 nghìn tỷ tính đến T12/2024. Động lực chính cho KQKD 2025 đến từ việc tiếp tục bàn giao sản phẩm tại các dự án trọng điểm như Royal Island OCP3, Golden Avenue cùng với các kế hoạch bán sỉ.
- Ngoài ra, VHM đặt mục tiêu đẩy mạnh triển khai các dự án quy mô lớn nhằm thúc đẩy tăng trưởng trung và dài hạn, bao gồm Wonder Park (Hà Nội), ba dự án tại Long An, hai dự án tại TP.HCM, hai dự án tại Quảng Ninh và một dự án tại Hải Phòng. Với những dự án này, doanh nghiệp cho biết sẽ theo đuổi chiến lược bán hàng theo giai đoạn, tập trung vào tối ưu hóa khả năng hấp thụ thay vì đẩy mạnh mở bán số lượng lớn.



FY (31/12)	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	71,547	84,986	62,393	103,557	102,045	82,602
LNHĐ (tỷ đồng)	21,062	42,402	25,621	27,951	23,641	29,011
Biên LNHĐ (%)	29.4	49.9	41.1	27.0	23.2	35.12
LNR (tỷ đồng)	27,351	38,825	28,831	33,371	31,527	30,251
EPS (VND)	6,396	9,015	6,621	7,664	7,257	6,963
ROE (%)	38.6	36.9	21.4	20.6	16.5	38.6
P/E (x)	1.55	1.37	1.21	0.98	0.77	0.68
P/B (x)	4.95	4.57	6.22	5.38	5.68	6.64
Tổng tài sản (tỷ đồng)	215,326	230,516	361,813	444,631	560,724	596,576
VCSH (tỷ đồng)	89,130	131,407	148,522	182,636	220,443	250,694

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Phục hồi và tăng trưởng ấn tượng

Nguyễn Mạnh Hào, hao.nm@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	109,450
Thị giá (04/03/25)	96,800
Lợi nhuận kỳ vọng	13%

LNST (25F, tỷ đồng)	1,802
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F,%)	15.7
P/E (25F, x)	36
Vốn hóa (tỷ đồng)	52,320
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	542
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	52.5
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	13.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	95,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	119,600

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.9	-7.3	-6.1
Tương đối	-5.7	-7.9	-11.2

Điểm nhấn đầu tư

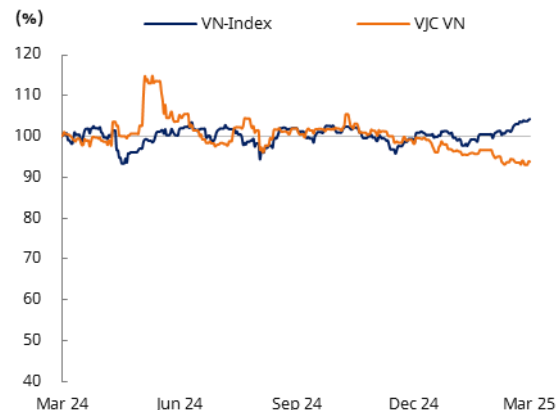
Duy trì vị thế dẫn đầu: VietJet gia tăng thị phần hàng không nội địa lên mức 44% cho năm 2024 (+1%p so với trước đó), bên cạnh việc duy trì mức 56% cho thị phần vận chuyển khách quốc tế. Cả năm 2024, VietJet đã vận chuyển 25.9 triệu khách trên 137 nghìn chuyến bay (lần lượt +2.4% và +3% svck) và 121 nghìn tấn hàng hóa (+50.2% svck)

Cập nhật KQKD:

- Nếu như 2023 là năm chứng kiến sự hồi phục của ngành hàng không nói chung kể từ sau đại dịch Covid, thì 2024 là năm VietJet ghi nhận mức doanh thu cao nhất từ trước tới nay. Doanh thu hợp nhất & LNR năm 2024 của VietJet lần lượt đạt hơn VND71,800 tỷ & 1,400 tỷ, tăng hơn 23% & 5.1 lần so với năm 2023.
- Doanh thu vận chuyển hành khách và phụ trợ & vận tải hàng hóa duy trì mức tăng trưởng cao (lần lượt +21% và +20% svck). Hai mảng doanh thu chính này chiếm hơn 80% tổng doanh thu của VietJet (lần lượt chiếm 46% và 35%). Bên cạnh đó, doanh thu thương mại tài chính tàu bay có xu hướng tăng tỷ trọng và hiện chiếm gần 14% tổng doanh thu của VietJet.
- Chi phí tài chính 2024 tăng lên mức gần 3,700 tỷ đồng (+64% svck), nguyên nhân đến từ việc gia tăng chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá hối đoái. Trong khi đó, doanh thu hoạt động tài chính giảm về mức hơn 2,000 tỷ đồng (-30% svck) do không còn phát sinh thu nhập từ các hoạt động chuyển nhượng cổ phần và vốn góp.

Kế hoạch chào bán cổ phiếu riêng lẻ dự kiến trong 6T2025: Theo kế hoạch đã được công bố, VietJet dự kiến chào bán thêm 50 triệu cổ phiếu cho các cổ đông chiến lược hiện hữu của công ty. Vốn điều lệ sau chào bán nâng lên mức 5,916 tỷ đồng và VietJet dự kiến thu về 5,000 tỷ đồng dùng để thanh toán gốc các khoản nợ vay ngắn hạn cho các ngân hàng TMCP của Việt Nam. Qua đó, tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu dự kiến giảm từ mức 2.6 lần tại thời điểm cuối năm 2024 về mức 1.6 lần cuối năm 2025.

Định giá: Chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu 109,450 VNĐ, dựa trên tiềm năng tăng trưởng dài hạn với LNR dự phóng đạt CAGR 22% trong giai đoạn 2024-2027.



FY (31/12)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F
Doanh thu (tỷ đồng)	12,875	40,142	58,341	71,859	79,757	88,699
LNHH (tỷ đồng)	172	(3,701)	184	1,432	1,722	2,213
Biên LNHH (%)	1.3%	N/A	0.3%	2.0%	2.2%	2.5%
LNR (tỷ đồng)	80	(2,262)	231	1,427	1,802	2,158
EPS (VND)	139	(4,177)	426	2,632	3,044	3,645
ROE (%)	0.5%	N/A	1.5%	8.9%	8.9%	8.7%
P/E (x)	923.0	N/A	253.5	38.0	36.0	30.0
P/B (x)	4.1	4.0	3.8	3.2	2.5	2.3
Tổng tài sản (tỷ đồng)	51,654	68,037	86,925	99,524	103,960	108,988
VCSH (tỷ đồng)	16,854	14,898	15,253	16,930	23,795	25,728

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Hưởng lợi từ mở rộng 5G

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	135,500
Thị giá (04/03/25)	120,000
Lợi nhuận kỳ vọng	13%

LNST (25F, tỷ đồng)	649
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (25F, %)	20.3
P/E (25F, x)	21.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	13,715
SL cổ phiếu (triệu)	114
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	29.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	8.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	95,300
Cao nhất 52 tuần (VND)	162,000
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	-5.7 -4.3 24.8
Tương đối	-8.0 -4.0 20.5

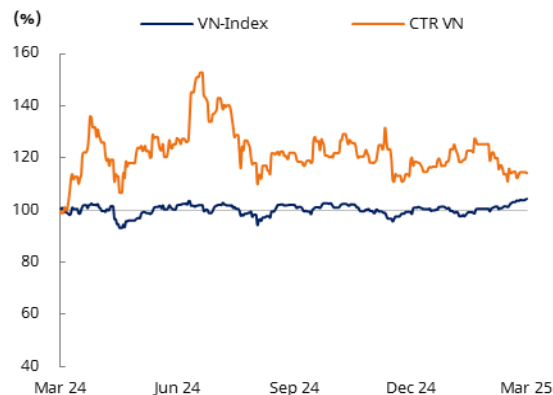
Điểm nhấn đầu tư

KQKD 2024:

- Năm 2024, CTR đạt doanh thu 12,613 tỷ đồng (+11% CK), trong khi LNST tăng khiêm tốn 3% CK lên 539 tỷ đồng. Các công ty liên quan đến Viettel vẫn là khách hàng chính, đóng góp 60% vào tổng doanh thu của CTR, nhưng giảm so với mức 88% của năm 2018, cho thấy doanh nghiệp đang nỗ lực đa dạng hóa nguồn doanh thu.
- Cho thuê cơ sở hạ tầng: Có mức tăng trưởng doanh thu cao nhất đạt 631 tỷ đồng (+45% CK), dù chỉ chiếm 5% tổng doanh thu. Tính đến hết năm 2024, CTR vận hành 10,000 trạm BTS, tăng 3,666 trạm so với năm trước, duy trì vị trí dẫn đầu trong hoạt động TowerCo tại Việt Nam.
- Vận hành khai thác (VHKT): Tiếp tục đóng góp doanh thu chính, tăng trưởng doanh thu 13% CK, đạt 6,252 tỷ đồng, tương đương 50% tổng doanh thu. Các hoạt động chính bao gồm hoàn thành tuyến cáp quốc tế dài 95 km cho Mytel ở Myanmar vào tháng 11/2024.
- Xây dựng: Đóng góp doanh thu lớn thứ hai với doanh thu cả năm 4,075 tỷ đồng (+15% CK), chiếm 32% tổng doanh thu. Công ty đã đảm bảo nguồn việc trong 2025 với backlog các hợp đồng trị giá 2,202 tỷ đồng (+92% CK) cho các dự án B2B và 1,869 tỷ đồng (+23% CK) cho các dự án B2C và SME. Tỷ lệ đấu thầu thành công cho các dự án xây dựng tài trợ công đạt 37%, với lũy kế nguồn việc được đảm bảo là 479 tỷ đồng (+453% CK).

KQKD T1/2025: Doanh thu đạt 896 tỷ đồng (+3% CK), LNST đạt 50 tỷ đồng (+1% CK). Doanh thu mảng VHKT và xây dựng tăng 1% CK, đạt lần lượt 456 tỷ đồng và 264 tỷ đồng. Tổng doanh thu của giải pháp tích hợp CNTT và dịch vụ Kỹ thuật đạt 111 tỷ đồng (+2% CK) trong khi mảng cho thuê hạ tầng tiếp tục tăng trưởng nhanh chóng, đạt 63 tỷ đồng (+43% CK).

Dự phóng KQKD: Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng CTR sẽ đạt doanh thu 14,716 tỷ đồng (+17% CK) và LNST 810 tỷ đồng (+21% CK), vượt mức mục tiêu của công ty (14,225 tỷ đồng doanh thu và 746 tỷ đồng LNST). Các giả định của chúng tôi như sau: 1) Dự phóng mức tăng trưởng 20% CK cho mảng xây dựng trong năm 2025-2026, được thúc đẩy bởi sự gia tăng đầu tư vào cơ sở hạ tầng 5G. 2) Vận hành khai thác dự phóng sẽ tăng trưởng doanh thu khoảng 14% CK, được củng cố bởi các thỏa thuận hiện có và mới ký kết về hoạt động mạng lưới thấp ở cả thị trường trong nước và quốc tế. 3) TowerCo được dự báo sẽ có mức tăng trưởng doanh thu nhanh nhất trong số các mảng kinh doanh cốt lõi của CTR, với tốc độ tăng trưởng dự kiến 40% CK và biên lợi nhuận gộp khoảng 25%.



FY (31/12)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	9,370	11,299	12,613	14,716	17,224	20,231
LNHĐ (tỷ đồng)	552	637	716	828	1,011	1,246
Biên LNHĐ (%)	5.9%	5.6%	5.7%	5.6%	5.9%	6.2%
LNR (tỷ đồng)	446	517	539	649	795	994
EPS (VND)	3,872	4,515	4,709	5,672	6,949	8,687
ROE (%)	30.2%	28.6%	28.0%	31.7%	32.0%	32.3%
P/E (x)	15.6x	23.9x	21.3x	21.2x	17.2x	13.8x
P/B (x)	3.8x	6.5x	5.5x	7.3x	6.x	4.8x
Tổng tài sản (tỷ đồng)	6,041	6,929	7,067	7,438	8,592	9,851
VCSH (tỷ đồng)	1,625	1,991	1,862	2,231	2,733	3,418

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 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
