

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	29,800	7%
Ngân hàng	VPB	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	23,600	23%
Ngân hàng	MBB	Ngân hàng TMCP Quân Đội	28,300	15%
CNTT	FPT	CTCP FPT	140,354	16%
Thực phẩm & Đồ uống	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	81,100	33%
Thực phẩm & Đồ uống	SAB	Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn	72,300	47%
Thép	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	32,000	19%
Thép	NKG	CTCP Thép Nam Kim	17,400	15%
Bất động sản	VRE	CTCP Vincom Retail	24,100	21%
Viễn thông	CTR	Tổng Công ty cổ phần Công trình Viettel	135,500	37%



Nền tảng vững chắc

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

(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	29,800
Thị giá (01/04/25)	27,950
Lợi nhuận kỳ vọng	7%

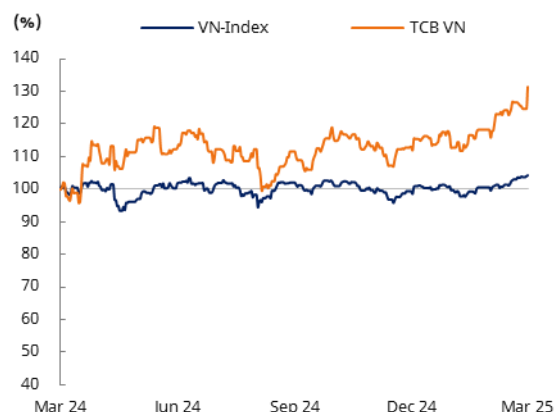
LNST (25F, tỷ đồng)	26,006
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	21
P/E (25F, x)	7.6

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), dư nợ cho vay và danh mục đầu tư của TCB tăng trưởng vượt trội lần lượt +21.8% và +20.7% svck. Ngoài ra, tốc độ giải ngân TCB cũng tích cực khi tăng trưởng ổn định qua từng quý, đồng thời tiếp tục đa dạng hóa rủi ro tập trung. Chất lượng tài sản cải thiện tương đối, với tỷ lệ NPL giảm 4bps svck và 17bps sv.Q3/2024 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 2024. LNNT 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, LNNT ghi nhận tăng khoảng 13% svck. Trong khi đó, CPHĐ tăng 31% svck khi ngân hàng gia tăng chi phí quảng bá. Dù Q4 ghi nhận một số yếu tố kém tích cực, LNNT cả năm vẫn tăng 20.3% svck lên 27.5 nghìn tỷ, với động lực chính từ thu nhập lãi thuần tăng 28.2%.
- Với chiến lược sáng tạo, TCB được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng cao với mô hình phát triển theo hệ sinh thái nhằm huy động vốn chi phí thấp và bảo đảm dư địa mở rộng danh mục KHCN. Tăng trưởng tín dụng dự kiến tiếp tục khởi sắc trong năm 2025, đặc biệt là mảng cho vay thế chấp, nhờ các dự án bất động sản tại các thành phố có nhu cầu cao như Hà Nội và TP.HCM. Triển vọng ngành BĐS, một trong những ngành chính hưởng lợi từ chủ đề đầu tư công, kỳ vọng thúc đẩy mảng ngân hàng bán lẻ (+32% svck), trong khi tăng trưởng tín dụng chung ước đạt 23.2% svck, đạt khoảng 840 nghìn tỷ trong 2025. Các dự án trong kế hoạch mở bán mà TCB là đối tác tại hai thành phố lớn nhất bao gồm Ocean Park 3, Masteri Grand View và The Opus One, trong khi các dự án đã được bulk-sale (cho vay kinh doanh BĐS) có thể được tái cấu trúc dần sang cho vay mua nhà. Đầu tư TPDN dự kiến tăng trưởng ở mức vừa phải, khoảng 9% CK. Việc sát nhập các tỉnh vệ tinh xung quanh TP.HCM và Hà Nội cũng củng cố tiềm năng tăng trưởng dài hạn của TCB, khi các khu vực này cũng đang dần hình thành nhiều dự án thuộc phân khúc trung-cao cấp—phân khúc tín dụng thể mạnh của TCB. Gia tăng tỷ trọng cho vay KHCN sẽ hỗ trợ TCB tiếp tục cải thiện lợi suất tài sản. Trong khi đó, tỷ lệ CASA thuần (loại trừ tiền gửi tự động sinh lãi) dự kiến giảm nhẹ xuống 37% trong năm 2025 (-0.3%p svck), nhưng chi phí huy động sẽ vẫn tăng thấp hơn lợi suất thu vào, hỗ trợ NIM đạt 4.4% (+16bps svck).
- Với kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cao và NIM mở rộng, NII ước tăng 23.2% svck cho năm 2025. Thu thuần dịch vụ dự phóng tiếp tục giảm 3.3% svck, do triển vọng thu nhập từ bán chéo bảo hiểm vẫn chưa khả quan trong khi thu lãi từ hoạt động L/C suy giảm kể từ Q3/2024. Triển vọng thu khác có phần tích cực hơn, dự phóng tăng 12.6% vì TCB đã ghi nhận tác động tiêu cực từ khoản phí chấm dứt hợp đồng Manulife trong 2024. Chi phí dự phòng có thể tăng mạnh 47% do tác động của danh mục cho vay tăng cao (+25%) và chi phí trích lập cao hơn đối với nhóm KHCN. LNNT ước đạt khoảng 33 nghìn tỷ, tăng hơn 20% svck.



FY (31/12)	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25F	12/26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	26,699	30,290	27,691	35,508	43,749	51,166
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	10,378	10,612	12,370	11,482	11,650	12,397
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	23,238	25,568	22,888	27,538	33,244	41,200
LNST (tỷ đồng)	18,038	20,150	18,148	21,523	26,006	32,230
EPS (đồng)	5,138	5,729	5,152	3,046	3,676	4,548
ROE (%)	21.5	19.5	14.8	15.4	16.8	18.7
P/E (x)	5.3	4.8	5.3	9.0	7.6	6.2
P/B (x)	1.0	0.8	0.7	1.3	1.2	1.1
Giá trị sổ sách (đồng)	26,505	32,248	37,368	20,940	22,938	25,770
Tổng tài sản (tỷ đồng)	568,811	699,033	849,482	978,799	1,126,423	1,301,633
VCSH (tỷ đồng)	93,056	113,425	131,628	147,940	162,295	182,609

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Trên đà hồi phục

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	23,600
Thị giá (01/04/25)	19,150
Lợi nhuận kỳ vọng	23%

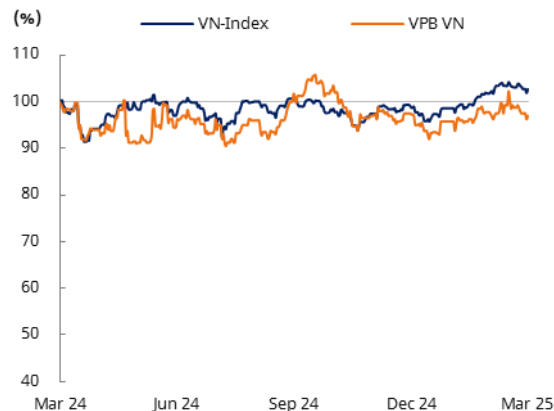
LNST (25F, tỷ đồng)	20,869
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	32
P/E (25F, x)	7.2

Vốn hóa (tỷ đồng)	151,935
SL cổ phiếu (triệu)	7,934
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	90.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	24.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	21,050

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.8	-4.3	-2.5
Tương đối	-1.7	-7.3	-5.3

Điểm nhấn đầu tư

- Bên cạnh việc mở rộng danh mục tín dụng theo định hướng NHNN, VPBank (VPB) cũng đồng thời có nghĩa vụ hỗ trợ PGB. 2025, VPB sẽ được phân bổ trên 20% cho hạn mức tăng trưởng tín dụng (TTTT). Việc cơ cấu các khoản vay sang PGB sẽ không quá ảnh hưởng đến tăng trưởng của VPB khi dư nợ của PGB chỉ bằng khoảng 6% tổng dư nợ hợp nhất của VPB. TTTD ngân hàng mẹ ước đạt 23.8%. Cho vay dự kiến tăng 22%, trong khi danh mục đầu tư được kỳ vọng sẽ phục hồi mạnh mẽ nhờ hiệu ứng nền thấp năm 2024. Với tỷ lệ LDR hiện neo ở mức cao 81.6% (ngân hàng mẹ), tăng trưởng dư nợ cũng phụ thuộc phần nào vào huy động. Việc lãi suất duy trì ở mức thấp tiếp tục hạn chế khả năng huy động tiền gửi, trong khi phát hành CCTG có thể làm tăng đáng kể chi phí huy động mà không được bù đắp bởi lợi suất cho vay. Ngoài ra, gần 50% khoản cho vay gia tăng của VPB trong năm 2024 được giải ngân trong Q4, cho thấy VPB cũng gặp khó khăn nào trong tăng trưởng 2024. Các phân khúc kỳ vọng tăng trưởng tích cực năm 2025 là cho vay thế chấp và tín dụng tiêu dùng. Dư nợ cho lĩnh vực xây dựng (+37% svck) và BĐS kinh doanh (+62.5% svck) trong 2024 có thể chuyển một phần sang cho vay thế chấp khi các dự án đang dần hoàn thiện. Một số dự án của nhóm KHDN lớn của VPB cũng đang được tháo gỡ các vướng mắc pháp lý, tạo điều kiện thuận lợi cho triển vọng bán hàng. Tín dụng tiêu dùng được kỳ vọng phục hồi, đạt mức tăng trưởng +13.2% svck trong năm 2025. Việc VPB mở rộng hợp tác với MWG, cho thấy VPB cũng đang hướng trọng tâm đến gia tăng tỷ trọng cho vay mua sắm trang thiết bị thay vì cho vay tiền mặt nhiều như trước đây.
- Triển vọng lợi nhuận vẫn tích cực, với LNNT ước tăng +35.4% svck năm 2025, dù có phần thấp hơn sv. mức tăng +82.1% trong năm 2024 (nhờ hiệu ứng nền thấp bất thường). Động lực đến từ thu nhập lãi thuần tăng +24.2% svck, được hỗ trợ bởi tăng trưởng tài sản sinh lãi 18.1% và NIM mở rộng 33bps. Thu nhập ngoài lãi được kỳ vọng ổn định, với thu thuần dịch vụ dự phóng tăng 11.5%, trong khi lãi từ hoạt động giao dịch sẽ vẫn không là mũi nhọn của VPB. CPHĐ ước tăng 29%, do chi phí marketing tăng nhằm huy động tốt hơn cùng với chi phí nhân sự tăng liên quan đến nhiệm vụ hỗ trợ PGB. Trong khi đó, chi phí dự phòng dự kiến chỉ tăng nhẹ do VPB (ngân hàng mẹ) và FEC áp dụng chiến lược tăng trưởng thận trọng hơn.
- Các rủi ro chính đối với dự phóng bao gồm giả định về NIM, hiện được dự báo ở mức 6.3%—thấp hơn nhiều sv. mức trên 8% trước COVID. Tuy nhiên, rủi ro vẫn tồn tại nếu VPB không thể gia tăng tỷ trọng mảng NH bán lẻ trở lại trong năm 2025 và/hoặc nhu cầu tín dụng của ngân hàng không cao và buộc phải giải ngân mạnh trong giai đoạn “nước rút”. Ngoài ra, hiệu quả của các chương trình giới thiệu sản phẩm tiền gửi mới và môi trường lãi suất thấp kéo dài có thể buộc VPB phải phụ thuộc vào các kênh huy động có chi phí cao. Một yếu tố bất định khác là khả năng hấp thụ các dự án BĐS lớn ngoài Hà Nội và TP.HCM, vốn phụ thuộc vào niềm tin của NĐT và khả năng kết nối cơ sở hạ tầng đối với các dự án này. Hiện tại, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ duy trì chính sách cổ tức tiền mặt như 2024 (10%), vì duy trì mức an toàn vốn cao như hiện tại (2024: 15.4%) là không cần thiết trong khi tỷ lệ ROE lại chỉ ở mức 11%. Cuối cùng, Nghị định số 69/2025/NĐ-CP, cho phép VPB nâng trần sở hữu nước ngoài lên 49% (được thực hiện trong thời hạn của phương án chuẩn giao bắt buộc), được kỳ vọng sẽ có lợi về dài hạn. Tuy nhiên, tác động trước mắt sẽ có phần hạn chế, do tỷ lệ sở hữu còn lại đối với CD ngoại của VPB hiện còn trên 12%, so với ~7-8% của các NH tương đương như TCB và MBB. Vì vậy, việc mở giới hạn sở hữu sẽ khó có thể trở thành chất xúc tác cho cả mặt cơ bản lẫn thị giá.



	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	60,956	70,876
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)		9,953	16,776	11,569	13,175	13,087	13,469
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)		14,580	21,220	10,987	20,013	27,096	34,420
LNST (tỷ đồng)		11,808	18,168	10,053	15,779	20,869	26,472
EPS (đồng)		2,656	2,706	1,267	1,989	2,630	3,337
ROE (%)		17.0	19.1	8.3	11.0	13.4	15.0
P/E (x)		7.7	7.6	16.2	10.3	7.2	5.7
P/B (x)		1.1	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
Giá trị sổ sách (đồng)		17,891	14,490	16,980	17,886	19,964	22,734
Tổng tài sản (tỷ đồng)		547,626	631,013	817,700	923,848	1,077,394	1,240,201
VCSH (tỷ đồng)		86,451	103,502	139,947	147,275	164,473	187,409

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Tăng trưởng tín dụng tăng tốc với MBV

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG		
Giá mục tiêu (VND, 12T)	28,300		
Thị giá (01/04/25)	24,600		
Lợi nhuận kỳ vọng	15%		
LNST (25F, tỷ đồng)	25,405		
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	N/A		
Tăng trưởng EPS (25F, %)	2.0		
P/E (25F, x)	5.9		
Vốn hóa (tỷ đồng)	148,895		
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)	24,800		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	6.6	9.0	12.0
Tương đối	4.0	5.6	8.2

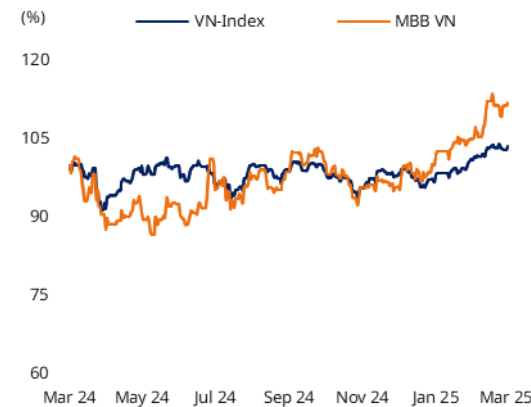
Điểm nhấn đầu tư

Dự phóng năm 2025: Chúng tôi dự phóng MB tăng trưởng tổng tài sản 25% (KH: 22%) , tín dụng và huy động cùng tăng trưởng khoảng 30% (KH: 25-26%) , trong khi lợi nhuận trước thuế dự kiến tăng 10.2% (KH: 10%) sát kế hoạch ngân hàng đề ra. Thu nhập lãi thuần dự kiến tăng trưởng khoảng 17.9%, chủ yếu nhờ tăng trưởng tín dụng cao, dù dư địa mở rộng NIM tương đối hạn chế. Biên lãi ròng (NIM) kỳ vọng ổn định ở mức 4%. Thu nhập từ phí được dự phóng tăng trưởng khoảng 11.4%, hưởng lợi từ sự phục hồi tích cực ở các mảng bảo hiểm, ngân hàng đầu tư (IB) và môi giới chứng khoán. Về chất lượng tài sản, tỷ lệ nợ xấu kỳ vọng cải thiện về mức 1.4% so với mức 1.6% trong năm 2024, chi phí tín dụng ước khoảng 1.13%. Trong năm 2025, MB sẽ bắt đầu tiếp nhận chuyển giao bắt buộc MBV (Oceanbank) với sự hỗ trợ từ NHNN, giúp giảm bớt rủi ro và đồng thời tận dụng các chính sách ưu đãi về vốn, mở rộng hạn mức tín dụng để tăng cường quy mô tài sản và dư nợ.

KQKD 2024: MB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 55,413 tỷ đồng (+17% svck), trong đó thu nhập lãi thuần đạt 41,152 tỷ đồng (+6% svck), thu nhập phí đạt 4,368 tỷ đồng (+6.9% svck). LNST đạt 28,829 tỷ đồng (+9.6% svck, vượt nhẹ kế hoạch với mức hoàn thành 101.5%), lợi nhuận sau thuế đạt 22,951 tỷ đồng (+9% svck, đạt 99.6% kế hoạch). Kết quả LNST các công ty thành viên trong hệ sinh thái MB: MBS đạt 930 tỷ đồng (+30% svck), lọt top 7 thị phần môi giới; MCredit đạt 61 tỷ đồng (-79% svck) nhưng vươn lên top 3 thị trường tài chính tiêu dùng; AMC ghi nhận 648 tỷ đồng; MIC đạt 308 tỷ đồng (-12.5% svck); MBAL đạt 110 tỷ đồng (-4.3% svck); MBCapital ghi nhận 71 tỷ đồng (+219% svck).

Tăng trưởng tín dụng cao nhưng NIM chịu áp lực: 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 có sự cải thiện rõ rệt vào cuối năm khi 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) trong Q4/2024. LLR đạt 92%, tăng 23%p so với quý trước nhờ chi phí dự phòng tăng mạnh lên 3,223 tỷ đồng (+97% QoQ) trong Q4/2024, đưa chi phí tín dụng cả năm lên mức 1.23% (+0.23%p svck).

Mở rộng room ngoại lên 49%: Nghị định 69/2025/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 19/5/2025 cho phép MB nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài lên tối đa 49% nhằm hỗ trợ MB tăng cường năng lực tài chính và thu hút vốn ngoại, đặc biệt trong bối cảnh ngân hàng phải nhận chuyển giao bắt buộc MBV (Oceanbank). Quy định này là một phần trong các cơ chế ưu đãi của Chính phủ và NHNN. Hiện tại, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại MB khoảng 23.25%, do đó MB vẫn còn dư địa lớn để thu hút thêm vốn ngoại.



	FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)		36,023	38,684	41,152	48,526	57,583	68,206
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)		9,570	8,622	14,261	13,377	13,355	13,910
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)		22,729	26,306	28,829	31,758	35,495	40,340
LNR (tỷ đồng)		17,483	20,677	22,634	25,405	28,395	32,271
EPS (đồng)		3,673	3,764	4,021	4,103	4,169	4,307
ROE (%)		24.6	23.5	21.2	20.2	19.3	18.5
P/E (x)		6.6	6.5	6.0	5.9	5.8	5.6
P/B (x)		1.5	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)		728,532	944,954	1,128,801	1,409,792	1,728,847	2,119,419
VCSH (tỷ đồng)		79,613	96,711	117,060	134,645	160,050	188,445
Giá trị sổ sách (đồng)		16,727	17,604	20,794	21,743	23,496	25,150

Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

Cân bằng tăng trưởng giữa căng thẳng thương mại

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	140,354
Thị giá (01/04/25)	120,500
Lợi nhuận kỳ vọng	16%

LNST (25F, tỷ đồng)	9,291
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (25F, %)	20.3
P/E (25F, x)	19.8

Vốn hóa (tỷ đồng)	177,264
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,471
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	77.9
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	42.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	94,696
Cao nhất 52 tuần (VND)	156,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-14.1	-10.1	18.6
Tương đối	-15.0	-13.1	15.8

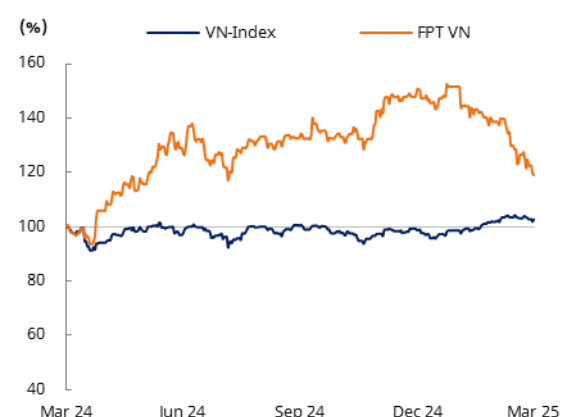
Điểm nhấn đầu tư

Tổng quan: Được thành lập vào năm 1988, FPT hoạt động chính trong các lĩnh vực phần mềm, CNTT, tích hợp hệ thống, viễn thông và giáo dục. Là một công ty công nghệ toàn cầu, FPT có 178 trụ sở, văn phòng và chi nhánh tại 26 quốc gia và vùng lãnh thổ, cùng hạ tầng công nghệ phủ sóng 59/63 tỉnh thành tại Việt Nam. FPT cũng là một trong những nhà cung cấp dịch vụ viễn thông và Internet hàng đầu tại Việt Nam. Công ty cổ phần hóa vào năm 2002 và niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) vào năm 2006.

KQKD 2T2025: FPT công bố kết quả kinh doanh tích cực trong 2T2025, với doanh thu đạt 10,438 tỷ đồng (+16.4% svck) và lợi nhuận trước thuế (LNST) đạt 1,885 tỷ đồng (+20.3% svck). Lãi ròng tăng 21.1% lên 1,378 tỷ đồng. So với kế hoạch đầy tham vọng năm 2025 (doanh thu 75,400 tỷ đồng, LNST 13,395 tỷ đồng, +20-21% sv 2024), công ty đã thực hiện được khoảng 14% mục tiêu lợi nhuận. Mảng Dịch vụ CNTT nước ngoài tiếp tục là động lực chính với doanh thu 5,263 tỷ đồng (+20.9% svck). Nhật Bản duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh (+30%, doanh thu 2,169 tỷ đồng), trong khi thị trường Mỹ tăng chậm hơn (+8.3%) do ảnh hưởng từ căng thẳng thương mại khiến khách hàng thận trọng hơn. Tuy nhiên, khối lượng đơn hàng mới vẫn tích cực, đạt 8,147 tỷ đồng (+13.7% svck), trong đó có 5 hợp đồng lớn trên 10 triệu USD, thể hiện năng lực cạnh tranh của FPT. Mảng Dịch vụ Viễn thông ghi nhận kết quả tốt nhờ đẩy mạnh bán hàng và tối ưu hóa dịch vụ internet với doanh thu tăng 15.3% lên 3,042 tỷ đồng và LNST tăng 21.9% lên 580 tỷ đồng. Khối Giáo dục, đầu tư và khác đạt doanh thu 1,202 tỷ (+6.7% svck), LNST 465 tỷ đồng (+7.4% svck), bị ảnh hưởng bởi tỷ lệ nhập học giảm.

Dự phóng 2025: Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2025 của FPT đạt 75,413 tỷ đồng (+20% svck), LNST 13,427 tỷ đồng (+21.3% svck) với mức tăng trưởng dịch vụ CNTT dự kiến tại Việt Nam (+15.5%), Nhật (+28.5%), Mỹ (+15%), EU (+27%), APAC (+31%). Biên LNST được dự phóng cải thiện nhờ kiểm soát tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý. Mặc dù chi tiêu IT toàn cầu chậm lại do căng thẳng thương mại, mảng dịch vụ CNTT trong nước kỳ vọng sẽ khởi sắc nhờ các dự án chuyển đổi số trong lĩnh vực công và tư nhân.

Kế hoạch đầu tư: FPT dự kiến phân bổ tổng cộng 11,000 tỷ đồng, chủ yếu tập trung vào khối Công nghệ (6,000 tỷ) để mở rộng văn phòng tại Hà Nội, TP.HCM, Đà Nẵng, Quy Nhơn và xây dựng nhà máy AI tại Việt Nam, Nhật Bản. Khối Viễn thông nhận 2,500 tỷ để nâng cấp hạ tầng cáp mạng internet và Trung tâm Dữ liệu. Khối Giáo dục và Đầu tư khác được cấp 2,500 tỷ để mở rộng khuôn viên đại học và cơ sở đào tạo mới trên toàn quốc.



FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	44,010	52,618	62,849	75,413	90,037	106,871
LNHĐ (tỷ đồng)	6,795	8,452	10,508	12,285	14,832	17,629
Biên LNHĐ (%)	15.4	16.1	16.7	16.3	16.5	16.5
EBITDA (tỷ đồng)	8,628	10,738	13,044	14,684	17,807	20,872
LNST (tỷ đồng)	5,310	6,465	7,857	9,291	11,259	13,424
EPS (VND)	4,420	4,648	4,877	5,868	7,111	8,478
ROE (%)	27.2	28.1	28.7	28.4	28.8	28.6
P/E (x)	25.8	24.6	23.4	19.8	16.3	13.7
P/B (x)	6.5	6.4	6.2	5.2	4.3	3.6
Tổng tài sản (tỷ đồng)	51,650	60,283	72,000	83,477	95,459	110,061
VCSH (tỷ đồng)	21,046	24,974	29,794	35,618	42,675	51,088

Nguồn: Dữ liệu công ty, 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 (01/04/25)	60,800
Lợi nhuận kỳ vọng	33%

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.

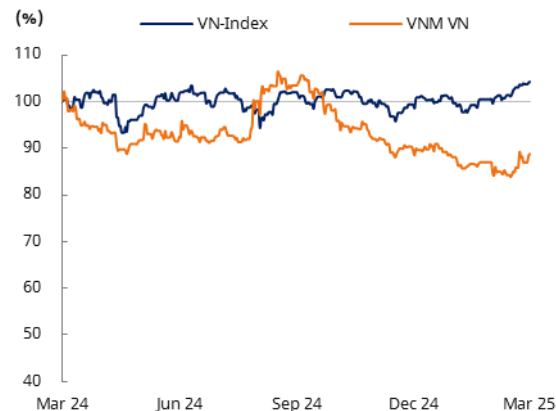
Dự báo năm 2025: Chúng tôi duy trì quan điểm thị trường nước ngoài sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính của VNM. Do nhu cầu trong nước phục hồi chậm, chúng tôi cho rằng doanh thu trong nước sẽ chỉ tăng trưởng nhờ việc tăng giá sản phẩm, ở mức trung bình 2% mỗi năm. Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng 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).

Năm 2025, VNM đặt kế hoạch doanh thu đạt 64,505 tỷ đồng (+4.3% CK) và mục tiêu LNNT đạt 12,102 tỷ đồng (+4.3% CK) và LNST đạt 9,680 tỷ đồng (+2.4% CK). Ngoài ra, VNM dự kiến chia cổ tức bằng tiền mặt tối thiểu 50% LNR năm 2025, tương đương 2,300 đồng/cổ phiếu.

Cập nhật HĐKD: 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
LNNT (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



Kế hoạch tích cực củng cố luận điểm tăng trưởng

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	32,000
Thị giá (01/04/25)	27,000
Lợi nhuận kỳ vọng	19%

LNST (25F, tỷ đồng)	16,249
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	33.8
P/E (25F, x)	10.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	173,658
SL cổ phiếu (triệu)	6,396
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	56.1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	21.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	24,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,950

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	2.3	5.8	-0.4
Tương đối	-1.3	1.8	-5.5

Điểm nhấn đầu tư

Tổng quan doanh nghiệp: HPG giữ vị thế dẫn đầu ngành thép nội địa với thị phần thép xây dựng/ống thép đạt 37.6%/27.7% trong 2024. Thị trường trong nước là kênh tiêu thụ chính, với tỷ trọng tăng từ 40-50% lên 69% trong năm 2024.

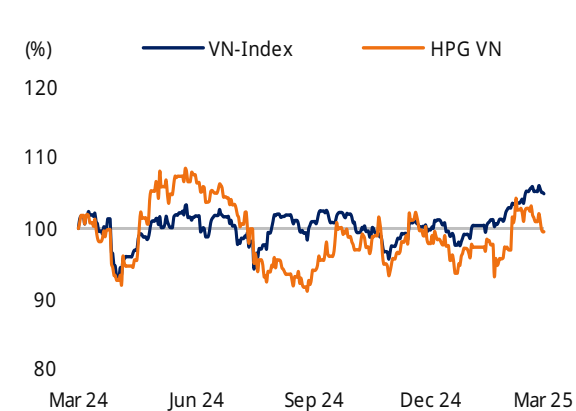
Cập nhật hoạt động kinh doanh: Tổng sản lượng T2/2025 ghi nhận 762.6 nghìn tấn (+29% MoM/+8% CK), đánh dấu sự phục hồi sau tháng thấp điểm Tết Nguyên đán. Trong bối cảnh thị trường dần bình ổn trở lại, chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trong quý tới, được hỗ trợ bởi: (1) chính sách phòng vệ thương mại của Việt Nam và (2) EU không áp thuế chống bán phá giá đối với thép HRC HPG sẽ thúc đẩy nhu cầu sử dụng HRC xuất khẩu vào các thị trường phát triển. Đáng chú ý, HPG với chính sách giá bán chiết khấu tại thị trường nội địa, đã điều chỉnh tăng giá thép thanh 160,000 đồng/tấn (+0.6%) trong T3/2025 và giá đơn hàng HRC kỳ hạn T4/2025 tăng thêm 11 USD/tấn (+2.2%), cho dấu hiệu tạo đáy của mặt bằng giá thép tại Việt Nam.

Mục tiêu 2025: Theo tài liệu họp ĐHĐCĐ công bố ngày 26/03, HPG đặt mục tiêu:

- Doanh thu 170 nghìn tỷ đồng, tăng 22.4% CK, cao hơn 8.6% so với dự báo của chúng tôi (156 nghìn tỷ đồng);
- Lợi nhuận sau thuế: 15 nghìn tỷ đồng, tăng 24.8% CK, thấp hơn nhẹ so với ước tính hiện tại (16.2 nghìn tỷ đồng).

Trong bối cảnh thị trường đang tập trung vào tiến độ vận hành của nhà máy Dung Quất 2, kế hoạch tăng trưởng mạnh về doanh thu của HPG củng cố thêm kỳ vọng về khả năng đưa nhà máy vào hoạt động hiệu quả trong năm 2025. Trước đó, công ty từng chia sẻ mục tiêu vận hành 50-60% công suất (tương đương hơn 2.8 triệu tấn) trong 2025.

HPG dự kiến trình cổ đông thông qua kế hoạch cổ tức 20% cho năm 2024, gồm 5% bằng tiền mặt và 15% bằng cổ phiếu. Đây là lần đầu tiên công ty trở lại chia cổ tức tiền mặt sau hai năm tạm ngừng (2022-2023) do nhu cầu đầu tư lớn vào dự án Dung Quất 2. Năm 2024 tiếp tục ghi nhận dòng tiền tự do âm, ước tính -26.3 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do CAPEX tăng mạnh lên 35.5 nghìn tỷ đồng.



FY (31/12)	2022	2023F	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	141,409	118,953	138,855	156,359	180,584	199,943
LNHĐ (tỷ đồng)	13,078	9,669	14,615	18,776	22,705	28,153
Biên LNHĐ (%)	9.2	8.1	10.5	12%	13%	14.1
LNR (tỷ đồng)	8,484	6,835	12,020	16,249	19,170	23,474
EPS (VND)	1,452	1,117	1,879	2,540	2,997	3,670
ROE (%)	9.0	6.8	11.1	12	13	15.3
P/E (x)	18.7	24.3	14.4	10.5	8.9	7.3
P/B (x)	1.6	1.5	1.5	1.3	1.1	1.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	170,336	187,783	224,490	242,746	262,169	261,440
VCSH (tỷ đồng)	96,007	102,836	114,648	134,478	150,422	163,451

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Điều chỉnh kỳ vọng

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	17,400
Thị giá (01/04/25)	15,150
Lợi nhuận kỳ vọng	15%

LNST (25F, tỷ đồng)	544
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-15.3
P/E (25F, x)	12.8
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,781
SL cổ phiếu (triệu)	448
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	69.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	5.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13,250
Cao nhất 52 tuần (VND)	21,189
(%)	1M 6M 12M
Tuyệt đối	-4.7 -10.0 -24.5
Tương đối	-5.6 -13.0 -27.3

Điểm nhấn đầu tư

Tổng quan: NKG là doanh nghiệp sản xuất thép hạ nguồn với định hướng tập trung xuất khẩu (2024: 71% sản lượng). NKG hiện nắm giữ 16.5% thị phần tôn mạ nội địa.

Áp lực bên ngoài gia tăng... Trong quý đầu năm, NKG cùng các doanh nghiệp xuất khẩu tôn mạ đang đối mặt với loạt diễn biến bất lợi, bao gồm: (1) Mỹ tái áp thuế thép 25% lên toàn bộ thép nhập khẩu, làm gián đoạn đơn hàng xuất khẩu khi các quốc gia điều hướng lại dòng thương mại; (2) EU siết chặt hạn ngạch, mức nhập khẩu tôn mạ kẽm (HDG) nhóm 4A/4B lần lượt 25% và 20%; (3) Thuế chống bán phá giá tạm thời của Việt Nam với HRC Trung Quốc, khiến NKG mất đi nguồn nguyên liệu giá thấp hơn khoảng 17% như trước đây. Dù giá tôn mạ nội địa đã phục hồi nhẹ từ đáy, rủi ro về gia tăng chi phí đến tỷ suất lợi nhuận vẫn còn hiện hữu trong các quý tiếp theo, trong khi đơn hàng xuất khẩu từ Mỹ và EU suy yếu sẽ tiếp tục gây áp lực lên biên lợi nhuận trong ngắn hạn.

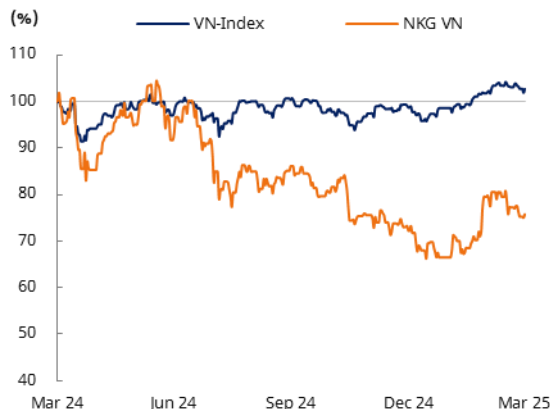
... Và đang phản ánh lên sản lượng bán hàng. Trong 2T2025, NKG không ghi nhận doanh số từ mảng ống thép, trong khi sản lượng tôn mạ chỉ đạt 125 nghìn tấn, giảm 8% CK và thấp hơn mức trung bình Q4/2024. Tỷ trọng xuất khẩu giảm xuống 52% (2024: 71%), cho thấy thị trường quốc tế tiếp tục suy yếu. 2T2025, sản lượng tiêu thụ đạt 13% dự báo 2025.

Thuế CBPG hỗ trợ tôn mạ nội địa. Đầu T4/2025, Bộ Công Thương áp thuế CBPG tạm thời với thép mạ nhập khẩu từ Trung Quốc (37.13%) và Hàn Quốc (15.67%), có hiệu lực từ 15/04/2025 và kéo dài 120 ngày. Động thái này sẽ giúp nâng đỡ giá nội địa và tăng lợi thế cạnh tranh cho các nhà sản xuất như NKG, đặc biệt khi doanh nghiệp đang chuyển hướng đẩy mạnh bán hàng trong nước khi xuất khẩu giảm từ Q4/2024.

Điều chỉnh dự phóng theo kịch bản thận trọng. Chúng tôi hạ dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2025 xuống lần lượt 6% và 26%, dựa trên giả định sản lượng tiêu thụ thấp hơn. Tỷ trọng xuất khẩu cũng được điều chỉnh xuống 60% (so với ước tính 77% trước đó), kéo theo mức giảm 1.79%p của biên lợi nhuận hoạt động. Về tổng thể, doanh thu và lợi nhuận dự phóng năm 2025 vẫn duy trì mức tăng trưởng 6% và 21% so với cùng kỳ.

Định giá: Trước rủi ro khó lường từ các chính sách thương mại sắp tới có thể ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận trong ngắn hạn, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá PB-ROE để phản ánh tốt hơn triển vọng của cổ phiếu trong trung hạn. Theo đó, giá mục tiêu của NKG ở mức 17,400 đồng/cổ phiếu, tương ứng 1.0x P/B 2025.

Rủi ro đầu tư: (1) Cạnh tranh gia tăng ở thị trường nội địa khi các DN sản xuất tôn mạ điều hướng tiêu thụ vào Việt Nam do xuất khẩu suy yếu; (2) Giá HRC tăng mạnh hơn dự kiến gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận; (3) Nguy cơ gia tăng rào cản thương mại, có thể tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng xuất khẩu của NKG.



FY (31/12)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	23,071	18,596	20,609	21,874	26,281	31,553
LNHHĐ (tỷ đồng)	-107	177	557	680	827	984
Biên LNHHĐ (%)	-0.46	0.95	2.70	3.11	3.15	3.12
LNRR (tỷ đồng)	-125	117	453	544	662	787
EPS (VND)	-474	446	1,434	1,215	1,478	1,758
ROE (%)	-2.26	2.19	8.02	7.85	7.97	8.73
P/E (x)	-32.70x	34.75x	10.81x	12.75x	10.49x	8.82x
P/B (x)	0.77x	0.75x	0.83x	0.87x	0.80x	0.74x
Tổng tài sản (tỷ đồng)	13,461	12,235	13,519	14,752	18,532	20,366
VCSH (tỷ đồng)	5,320	5,423	5,871	7,980	8,627	9,399

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Đón đầu đà hồi phục bán lẻ

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	24,100
Thị giá (01/04/25)	20,000
Lợi nhuận kỳ vọng	21%

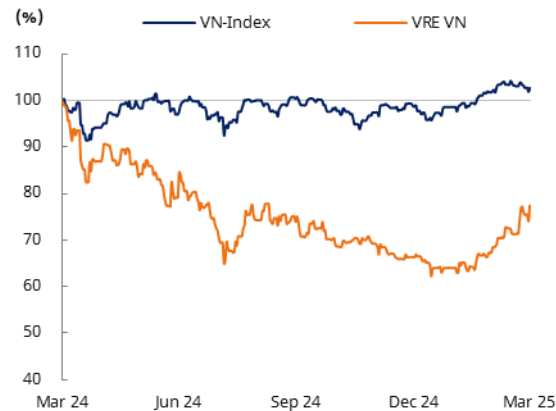
LNST (25F, tỷ đồng)	4,600
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	12.3
P/E (25F, x)	12.8

Vốn hóa (tỷ đồng)	44,991
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,272
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	26.4
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	21.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	26,400

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	14.9	7.2	-22.2
Tương đối	14.0	4.2	-25.0

Điểm nhấn đầu tư

- Tổng quan:** Công ty Cổ phần Vincom Retail (VRE), thành lập năm 2012, là nhà phát triển bất động sản thương mại hàng đầu tại Việt Nam. Cổ phiếu của VRE đã được niêm yết trên sàn HOSE từ 2017. Hiện tại, VRE đang vận hành 88 trung tâm thương mại, trải dài trên 44 tỉnh thành trên khắp Việt Nam, với tổng diện tích sàn (GFA) hơn 1.84 triệu m².
- Dự phóng FY25:** Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của VRE đạt lần lượt 10,005 tỷ (+11.9% CK) và 4,600 tỷ (+12.3% CK) trong năm 2025. Khoảng 120,000 m² diện tích bán lẻ mới sẽ đi vào hoạt động từ ba trung tâm thương mại mới gồm VMM Ocean City (53,200 m², khai trương quý 2/2025), VMM Royal Islands (44,500 m², khai trương quý 3/2025) và VCP Vinh (19,200 m², khai trương quý 4/2025). Hai dự án nhà phố thương mại mới là VHM Royal Island (85,600 m²) và VHM Golden Avenue (24,200 m²) sẽ ra mắt trong năm 2025, dự kiến bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2026.
- Giá trị đặt cọc cho dự án mới:** Cuối 2024, tổng tiền đặt cọc của VRE cho mục đích đầu tư và kinh doanh tại các dự án bất động sản lên đến 21 nghìn tỷ đồng (chiếm hơn 38% tổng tài sản), với 93% cho Vingroup và các bên liên quan. Trong đó, 14.2 nghìn tỷ đồng (67%) được hưởng lãi suất 10-12%/năm, với lãi phát sinh được cộng dồn vào tiền cọc hàng năm.
- KQKD FY24:** VRE ghi nhận doanh thu năm 2024 đạt 8,939 tỷ đồng (-8.7% CK) và lợi nhuận sau thuế đạt 4,096 tỷ đồng (-7.1% CK). Doanh thu cho thuê mặt bằng tăng nhẹ 1% lên 7,878 tỷ đồng, tỷ lệ lấp đầy trung bình đạt 84.2% (-0.6%p CK). Trong đó, các trung tâm Vincom Center duy trì tỷ lệ lấp đầy cao ở mức 95.8% (+0.8%p CK), còn tỷ lệ lấp đầy của Vincom+ giảm còn 69.4% (-23%p CK). VRE khai trương 5 TTTM mới trong năm 2024 gồm VMM Grand Park, VCP Hà Giang, Bắc Giang, Điện Biên Phủ và Đông Hà Quảng Trị. Việc cải tạo tại VCP 3/2 (TP.HCM) và VCP Imperia Hải Phòng giúp lượng khách tăng, đẩy tỷ lệ lấp đầy lên lần lượt 92% và 82%. Bên cạnh đó, việc khai trương tuyến metro đầu tiên tại TP.HCM cũng có tác động tích cực đến lượng khách tại các TTTM gần ga tàu điện, bao gồm VCC Đồng Khởi, VCC Landmark 81, VMM Thảo Điền và VMM Grand Park.



FY (31/12)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F
Doanh thu (tỷ đồng)	5,891	7,361	9,791	8,939	10,005	10,791
LNHĐ (tỷ đồng)	1,658	3,453	5,382	4,720	5,306	5,769
Biên LNHĐ (%)	28.1	46.9	55.0	52.8	53.0	53.5
LNTT (tỷ đồng)	1,692	3,524	5,526	5,133	5,750	6,247
LNST (tỷ đồng)	1,315	2,777	4,409	4,096	4,600	4,997
EPS (đồng)	578	1,222	1,893	1,759	1,975	2,146
ROE (%)	4.3	8.3	11.7	9.8	9.9	9.7
P/E (x)	43.7	20.7	13.3	14.3	12.8	11.8
P/B (x)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1
Tổng tài sản (tỷ đồng)	37,873	42,701	47,654	55,226	54,619	60,078
VCSH (tỷ đồng)	30,651	33,425	37,827	41,923	46,523	51,520

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Hưởng lợi từ mở rộng 5G

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	135,500
Thị giá (01/04/25)	98,800
Lợi nhuận kỳ vọng	37%

LNST (25F, tỷ đồng)	647
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (25F, %)	20
P/E (25F, x)	19
Vốn hóa (tỷ đồng)	11,301
SL cổ phiếu (triệu)	114
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	29.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	7.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	96,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	162,000
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	-17.9 -21.7 -26.5
Tương đối	-18.9 -24.8 -29.3

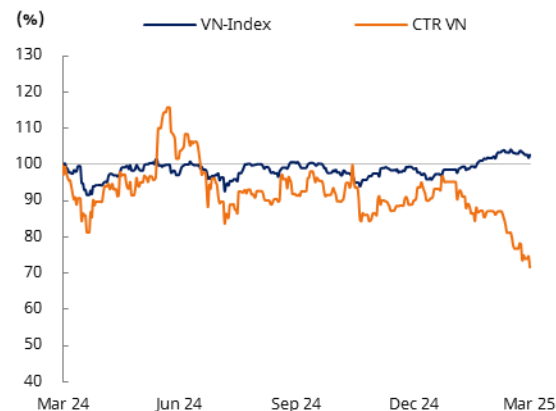
Điểm nhấn đầu tư

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 2T2025: Doanh thu đạt 1,759 tỷ đồng (+4% CK), LNNT 100 tỷ đồng (+6% CK). Doanh thu mảng VHKT và xây dựng tăng lần lượt 1% CK và 2% CK, đạt 912 tỷ đồng và 499 tỷ đồng. Doanh thu giải pháp tích hợp CNTT và dịch vụ kỹ thuật đạt 219 tỷ đồng (+3% CK). Mảng cho thuê hạ tầng duy trì đà tăng trưởng mạnh, đạt 130 tỷ đồng doanh thu (+47% CK).

Dự phóng KQKD: Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng CTR sẽ đạt doanh thu 14,712 tỷ đồng (+17% CK) và LNNT 810 tỷ đồng (+21% CK), vượt mức mục tiêu của công ty (14,225 tỷ đồng doanh thu và 746 tỷ đồng LNNT). 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	11,370	12,610	14,712	17,219	20,224
LNHĐ (tỷ đồng)	552	654	716	827	1,011	1,246
Biên LNHD (%)	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%	5.9%	6.2%
LNR (tỷ đồng)	446	525	538	647	794	992
EPS (VND)	3,872	4,515	4,709	5,660	6,939	8,675
ROE (%)	30.2%	28.6%	27.9%	31.6%	32.0%	32.3%
P/E (x)	15.6x	23.9x	21.3x	19.1x	15.6x	12.4x
P/B (x)	3.8x	6.5x	5.5x	6.9x	5.7x	4.5x
Tổng tài sản (tỷ đồng)	6,041	6,991	7,106	7,438	8,595	9,843
VCSH (tỷ đồng)	1,625	1,997	1,865	2,232	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. 20
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
