

TRIỂN VỌNG NGÀNH & CỔ PHIẾU

Mạnh mẽ, bùng nổ nửa cuối 2024

Câu chuyện chính

Mỹ áp dụng các biện pháp trừng phạt lên 3 nhóm trụ cột tăng trưởng của Trung Quốc
Áp lực lạm phát gia tăng trong ngắn hạn 2-3 tháng, cả năm vẫn trong tầm kiểm soát
Chỉ số sản xuất công nghiệp, chỉ số bán lẻ tiêu dùng trong nước đang tăng trở lại
Đơn hàng xuất khẩu tích cực từ các thị trường lớn: Hoa Kỳ, Trung Quốc
Vốn đầu tư nước ngoài tăng tốt cả ở số dự án và lượng vốn đầu tư
Luật đất đai, luật nhà ở, kinh doanh BĐS sửa đổi có hiệu lực sớm hơn dự kiến

BVSC RESEARCH | THÁNG 6, 2024

www.bvsc.com.vn

TRIỂN VỌNG GIỮA NĂM 2024

PHẦN 1:

Bức tranh lợi nhuận các ngành nửa đầu năm và giai đoạn 2024-2025



Dự báo LNST Q2/2024

10.9%	-47.0%	-24.7%
Ngân hàng	Bất động sản	Dầu khí
11.9%	38.3%	992.5%
Hàng tiêu dùng	Phân phối	Bán lẻ
17.5%	11.9%	20.2%
Chứng khoán	Bảo hiểm	CNTT
0.7%	-4.6%	4.4%
Dệt may	Thủy sản	Gỗ & sản phẩm gỗ
-6.9%	12.5%	-79.1%
Hóa chất	Phân bón	Cảng biển
NA	164.2%	-10.7%
Xây dựng	Thép	Ống nhựa
-7.1%	-18.9%	7.2%
Bán lẻ xăng dầu	Điện	Dược phẩm
-30.0%	NA	30.4%
Khu công nghiệp	Hàng không	Cảng hàng không
2.0%	84.6%	6.3%
Cao su tự nhiên	Cao su sẫm lớp	BVS-80

Bức tranh LNST cả năm 2024

14.5%	-13.5%	-23.2%
Ngân hàng	Bất động sản	Dầu khí
14.9%	33.4%	242.0%
Hàng tiêu dùng	Phân phối	Bán lẻ
48.8%	16.1%	20.1%
Chứng khoán	Bảo hiểm	CNTT
36.7%	47.0%	28.0%
Dệt may	Thủy sản	Gỗ & sản phẩm gỗ
16.0%	62.8%	-38.8%
Hóa chất	Phân bón	Cảng biển
NA	80.6%	-6.5%
Xây dựng	Thép	Ống nhựa
20.9%	-3.7%	6.2%
Bán lẻ xăng dầu	Điện	Dược phẩm
35.7%	NA	30.6%
Khu công nghiệp	Hàng không	Cảng hàng không
-23.8%	23.6%	19.1%
Cao su tự nhiên	Cao su sẫm lớp	BVS-80

Tăng trưởng 2025

20.3%	12.5%	15.5%
Ngân hàng	Bất động sản	Dầu khí
17.2%	14.9%	44.5%
Hàng tiêu dùng	Phân phối	Bán lẻ
25.1%	14.3%	22.0%
Chứng khoán	Bảo hiểm	CNTT
33.1%	11.6%	26.7%
Dệt may	Thủy sản	Gỗ & sản phẩm gỗ
35.9%	41.5%	4.6%
Hóa chất	Phân bón	Cảng biển
NA	32.7%	4.7%
Xây dựng	Thép	Ống nhựa
18.4%	6.4%	14.4%
Bán lẻ xăng dầu	Điện	Dược phẩm
41.7%	-24.7%	11.8%
Khu công nghiệp	Hàng không	Cảng hàng không
38.2%	14.3%	19.0%
Cao su tự nhiên	Cao su sẫm lớp	BVS-80

Nửa cuối năm tích cực hơn nửa đầu năm, nhóm phi tài chính bứt tốc mạnh mẽ

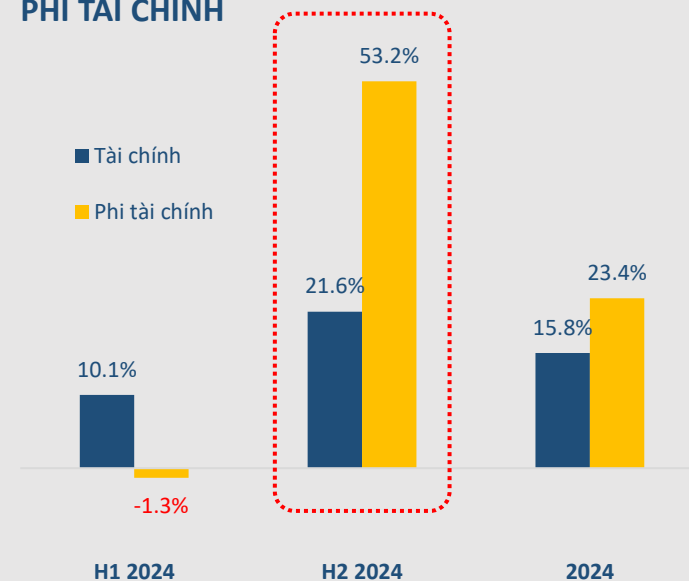
	H1 2023	H2 2023	2023	H1 2024F	H2 2024F	2024F	H1 2024 %yoy	H2 2024 %yoy	2024 %yoy	
TÀI CHÍNH	Ngân hàng	73,606	73,253	146,860	79,908	88,255	168,163	8.6%	20.5%	14.5%
	Chứng khoán	2,321	3,605	5,926	3,675	5,143	8,819	58.4%	42.7%	48.8%
	Bảo hiểm	1,961	1,531	3,492	2,165	1,888	4,053	10.4%	23.3%	16.1%
BÁN LẺ, TIÊU DÙNG	Bán lẻ	901	892	1,793	3,169	2,963	6,132	251.7%	232.2%	242.0%
	Phân phối	199	267	466	248	374	621	24.6%	39.9%	33.4%
	Hàng tiêu dùng	7,747	8,411	16,158	8,780	9,791	18,572	13.3%	16.4%	14.9%
BDS, XD, VLXD	Bất động sản	22,241	12,502	34,743	6,314	23,738	30,052	-71.6%	89.9%	-13.5%
	Xây dựng	-659	-264	-923	44	-209	-165	N/A	N/A	N/A
	Thép	2,198	5,568	7,766	7,565	6,457	14,022	244.1%	16.0%	80.6%
	Ống nhựa	822	778	1,600	677	820	1,497	-17.7%	5.4%	-6.5%
KCN & LIÊN QUAN	Khu công nghiệp	2,710	933	3,643	1,801	3,143	4,944	-33.5%	236.7%	35.7%
	Cao su tự nhiên	434	395	829	279	352	631	-35.7%	-10.8%	-23.8%
DẦU KHÍ	Dầu khí	10,144	11,723	21,867	7,791	9,003	16,794	-23.2%	-23.2%	-23.2%
	Bán lẻ xăng dầu	1,842	1,555	3,397	2,205	1,901	4,106	19.7%	22.3%	20.9%
HÀNG KHÔNG	Hàng không	-1,384	-4,316	-5,700	5,906	3,705	9,611	N/A	N/A	N/A
	Cảng hàng không	4,481	4,477	8,958	6,630	5,067	11,697	48.0%	13.2%	30.6%
XUẤT KHẨU	Dệt may	250	300	550	266	485	752	6.5%	62.0%	36.7%
	Thủy sản	770	425	1,195	704	1,054	1,757	-8.6%	148.0%	47.0%
	Cảng biển	1,901	473	2,374	953	501	1,454	-49.9%	5.9%	-38.8%
	Cao su sẫm lốp	96	211	307	186	194	379	93.9%	-8.3%	23.6%
HÓA CHẤT	Hóa chất	1,741	1,569	3,309	1,549	2,288	3,837	-11.0%	45.9%	16.0%
	Phân bón	901	727	1,628	1,074	1,577	2,651	19.2%	116.8%	62.8%
PHÒNG THỦ	Điện	1,313	593	1,907	1,098	738	1,837	-16.3%	24.4%	-3.7%
	Dược phẩm	1,070	813	1,883	930	1,069	1,999	-13.1%	31.6%	6.2%
	CNTT	3,130	3,660	6,790	3,757	4,398	8,155	20.0%	20.2%	20.1%
BVS-80	141,822	131,335	273,157	148,849	176,423	325,272	5.0%	34.3%	19.1%	

NHÓM PHI TÀI CHÍNH PHỤC HỒI MẠNH MẼ

Nhóm Phi tài chính tăng trưởng mạnh trong nửa cuối 2024 một phần do yếu tố nền thấp của H2 2023. Một phần thể hiện định hướng ưu tiên hỗ trợ nhóm sản xuất. Ngoài ra, động lực tăng trưởng nhóm Phi tài chính đến từ:

- Chỉ số sản xuất công nghiệp, chỉ số bán lẻ tiêu dùng trong nước đang tăng trở lại.
- Đơn hàng xuất khẩu tích cực từ các thị trường lớn: Hoa Kỳ, Trung Quốc.
- FDI tăng tốt cả ở số dự án và lượng vốn đầu tư.
- Luật đất đai, luật nhà ở, kinh doanh BĐS có hiệu lực sớm hơn dự kiến.

TĂNG TRƯỞNG LNST NHÓM TÀI CHÍNH VÀ PHI TÀI CHÍNH

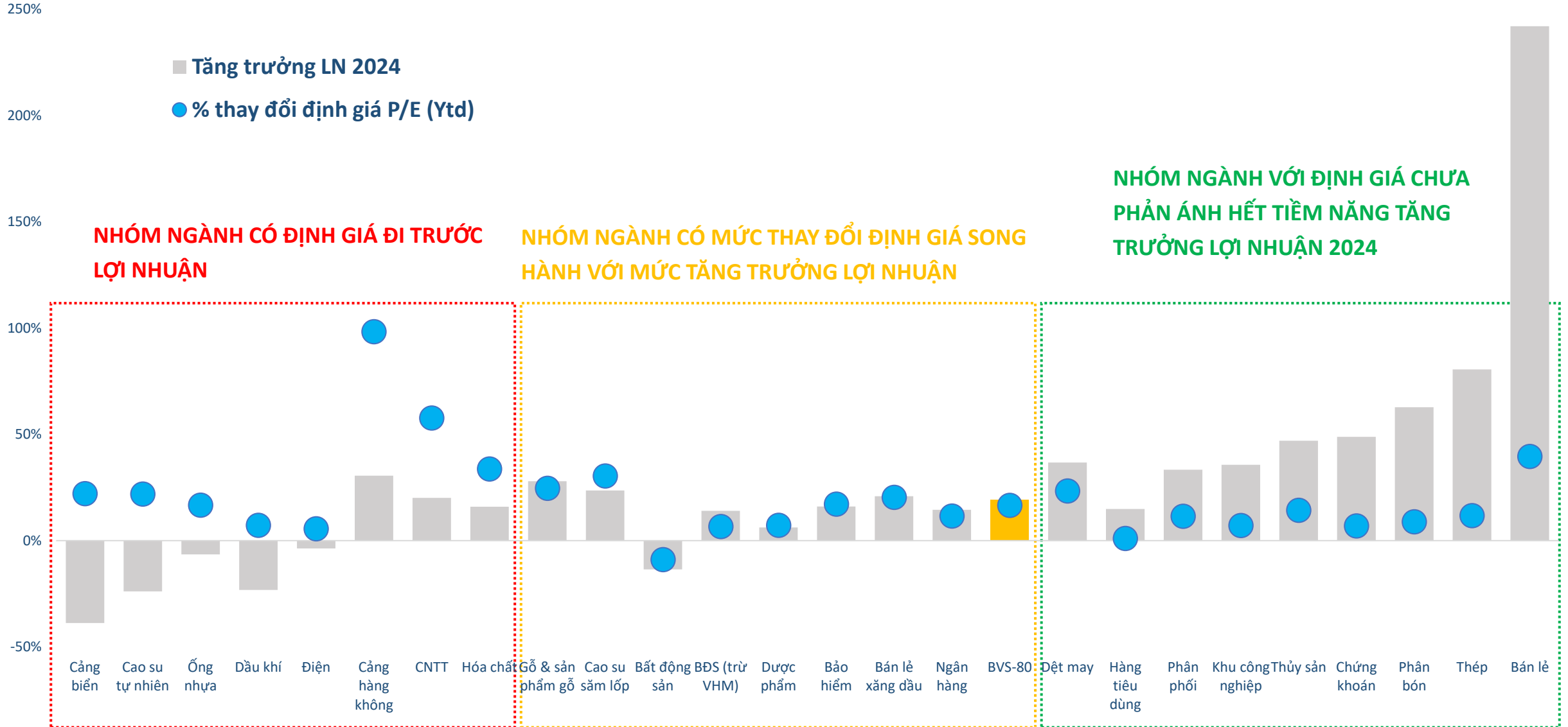


2025 tiếp tục duy trì đà tăng trưởng

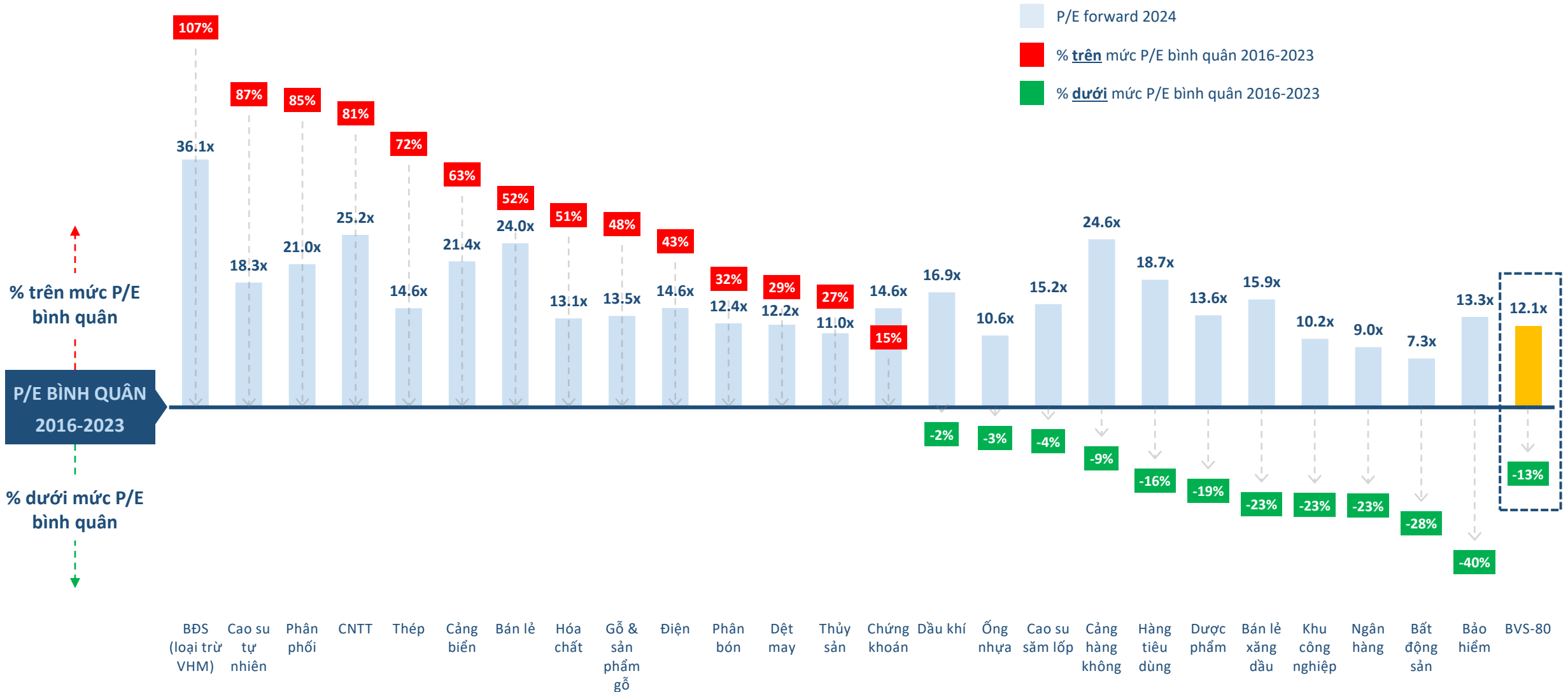


	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	Trung bình 2018-2023	
TÀI CHÍNH	Nghân hàng	56,026	71,035	80,534	102,110	139,439	146,860	168,163	202,272	99,334
	Chứng khoán	3,678	2,632	3,420	8,571	4,959	5,926	8,819	11,032	4,864
	Bảo hiểm	2,135	2,343	2,912	3,344	3,056	3,492	4,053	4,633	2,880
BÁN LẺ, TIÊU DÙNG	Bán lẻ	4,186	5,241	5,012	6,372	6,301	1,793	6,132	8,858	4,818
	Phân phối	224	287	404	919	794	466	621	714	516
	Hàng tiêu dùng	20,856	22,806	18,696	24,848	19,333	16,158	18,572	21,762	20,449
BDS, XD, VLXD	Bất động sản	17,034	24,840	28,843	42,255	30,705	34,743	30,052	33,808	29,737
	Xây dựng	2,140	1,128	421	127	-2,585	-923	-165	-78	51
	Thép	8,767	8,065	15,289	41,083	7,291	7,766	14,022	18,613	14,710
	Ống nhựa	759	832	970	682	1,174	1,600	1,497	1,568	1,003
KCN & LIÊN QUAN	Khu công nghiệp	1,193	1,397	1,283	1,873	3,491	3,643	4,944	7,006	2,147
	Cao su tự nhiên	864	633	1,260	909	1,142	829	631	872	939
DẦU KHÍ	Dầu khí	16,304	16,033	5,847	16,083	30,411	21,867	16,794	19,390	17,757
	Bán lẻ xăng dầu	4,129	4,388	876	3,444	2,101	3,397	4,106	4,861	3,056
HÀNG KHÔNG	Hàng không	7,670	6,153	-10,858	-12,833	-13,561	-5,700	9,611	7,238	-4,855
	Cảng hàng không	6,610	8,703	2,112	1,353	7,878	8,958	11,697	13,076	5,936
XUẤT KHẨU	Dệt may	728	894	530	953	910	550	752	1,001	761
	Thủy sản	1,623	1,409	945	1,366	2,284	1,195	1,757	1,962	1,470
	Cảng biển	2,148	751	611	962	1,308	2,374	1,454	1,521	1,359
	Cao su sẫm lớp	147	303	347	333	386	307	379	433	304
HÓA CHẤT	Hóa chất	1,122	812	1,085	2,597	5,919	3,309	3,837	5,215	2,474
	Phân bón	1,356	804	1,352	4,941	9,881	1,628	2,651	3,752	3,327
PHÒNG THỦ	Điện	2,605	3,839	4,412	1,783	2,682	1,907	1,837	1,953	2,871
	Dược phẩm	1,111	1,093	1,303	1,397	1,725	1,883	1,999	2,286	1,419
	CNTT	2,758	3,272	3,709	4,574	5,611	6,790	8,155	9,947	4,452
BVS-80	168,739	192,453	173,945	262,650	275,482	273,157	325,272	387,159	224,404	

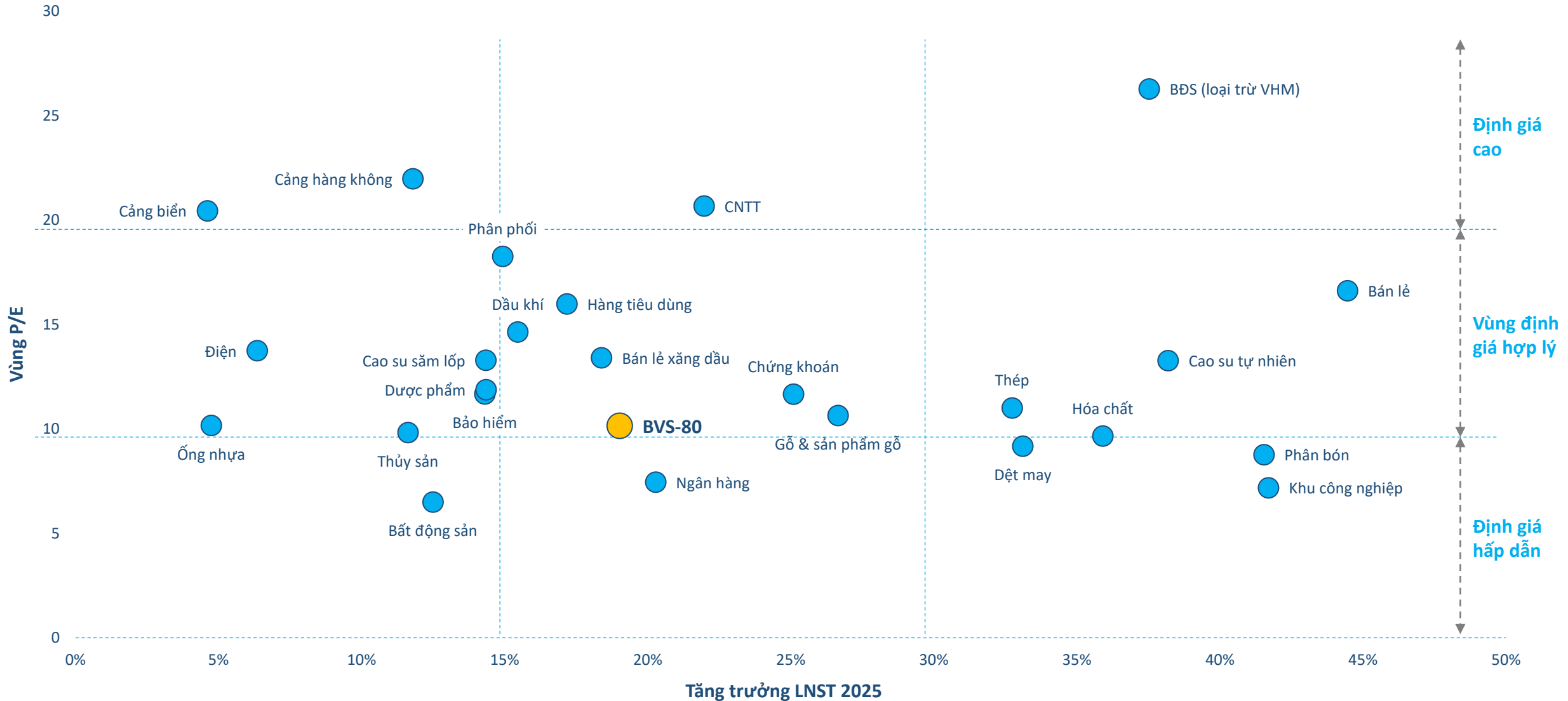
Phân hóa giữa các ngành trong nửa đầu năm 2024



P/E Việt Nam vẫn ở mức thấp nhờ ngân hàng và một số cổ phiếu BĐS vốn hóa lớn



Tương quan tăng trưởng và định giá giữa các ngành 2025



Chiến lược đầu tư 2024

THEMES ĐẦU TƯ

NHÓM NGÀNH

CATALYSTS CHÍNH

TOP PICKS

TRÊN ĐÀ HỒI PHỤC

→ Xuất khẩu	<i>Dệt may, Thủy sản đón nhận đơn hàng xuất khẩu tích cực từ các thị trường lớn: Hoa Kỳ, Trung Quốc</i>	VHC, MSH, VCS
→ Khu công nghiệp	<i>FDI vào Việt Nam đạt kết quả ấn tượng, quy hoạch được gỡ rối thúc đẩy phát triển dự án mới</i>	PHR, DPR, SZC, KBC
→ Năng lượng, điện	<i>Phê duyệt khung giá phát điện cho nhà máy nhiệt điện khí sử dụng LNG</i>	POW, REE, PC1, HDG
→ Thép	<i>Nhu cầu tiêu thụ hồi phục, kỳ vọng thuế CBPG có hiệu lực</i>	HPG, HSG
→ Bán lẻ	<i>Niềm tin, chỉ số bán lẻ tiêu dùng đang tăng trở lại nhờ việc làm & thu nhập cải thiện</i>	MWG, PNJ

NÚT THẮT CHÍNH SÁCH GỠ BỎ

→ Bất động sản	<i>Luật đất đai với cơ chế tập trung mạnh mẽ cho đấu thầu, đấu giá đất hỗ trợ sự phục hồi của thị trường. Các địa phương trọng điểm hoàn tất quy hoạch mới thúc đẩy các dự án. Lãi suất cho vay vẫn ở mức hấp dẫn. Nhóm CP BĐS đã sẵn sàng cho chu kỳ phát triển mới, trong đó DN sở hữu quỹ đất lớn có sức bật tốt</i>	KDH, NLG, CEO
→ Phân bón	<i>Dự thảo sửa luật thuế GTGT phân bón cởi nút thắt nhiều năm của ngành</i>	DCM
→ Dầu khí	<i>Lô B - Ô Môn đang vào giai đoạn cuối để đạt được FID</i>	PVS, PVD
→ Đầu tư công	<i>Hạ tầng hàng không và hạ tầng năng lượng đang được ưu tiên triển khai</i>	DHA

ĐỊNH GIÁ RẺ

→ Ngân hàng, bảo hiểm	<i>Ngoài yếu tố định giá rẻ, thiếu vắng catalysts hoặc câu chuyện hỗ trợ</i>	CTG, VPB, VCB, STB
→ Hàng tiêu dùng	<i>Định giá rẻ, tăng trưởng dài hạn suy giảm dù sự phục hồi ngắn hạn là có</i>	VNM, MSN, SAB

PHẦN 2:

Danh mục cổ phiếu khuyến nghị

- ▶ Ngân hàng
- ▶ Bất động sản
- ▶ Khu công nghiệp
- ▶ Hàng tiêu dùng
- ▶ Bán lẻ
- ▶ Chứng khoán
- ▶ Dầu khí
- ▶ Thép
- ▶ Thủy sản
- ▶ Dệt may
- ▶ Phân bón
- ▶ Điện
- ▶ Bảo hiểm
- ▶ Hàng không
- ▶ Chăn nuôi heo



Cổ phiếu khuyến nghị 2024



Top picks



Outperform



Neutral

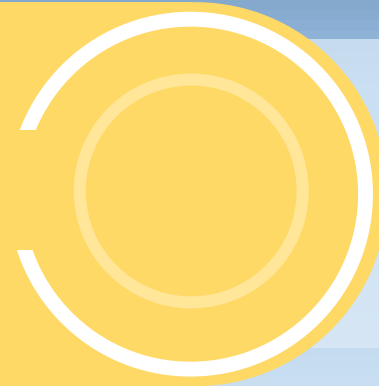


Thêm mới

KDH Target: 49.600 +31%	NLG Target: 54.000 +29%	HDC Target: 40.073 +33%	IJC Target: 21.685 +43%	CEO Target: 24.356 +35%	KBC Target: 40.275 +32.5%	SZC Target: 51.386 +22,8%
VIB Target: 29.604 +34,2%	CTG Target: 41.962 +28,1%	ACB Target: 29.173 +18,8%	VPB Target: 24.933 +33,0%	STB Target: 37.100 +21,6%	VCB Target: 117.735 +35,2%	BAF Target: 28.140 +34%
HPG Target: 37.800 +28,6%	NKG Target: 33.000 +24%	DHA Target: 52.422 +15,3%	VCS Target: 97.381 +16,1%	VHC Target: 90.015 +17%	TNG Target: 33.958 +33%	MSH Target: 59.583 +24%
HDG Target: 37.050 +26,3%	CTD Target: 87.429 +21,4%	PC1 Target: 35.000 +18,0%	QTP Target: 21.300 +26,8%	HND Target: 19.500 +30,9%	PVD Target: 37.900 +20,7%	PVS Target: 53.000 +21,5%
MWG Target: 75.400 +21,2%	PNJ Target: 125.800 +30,2%	FRT Target: 220.000 +27,2%	MSN Target: 95.500 +25,3%	VNM Target: 77.100 +16,9%	SCS Target: 109.000 +27,1%	PHR Target: 72.351 +18,8%
PVI Target: 72.300 +21,7%	REE Target: 76.300 +16,1%	QNS Target: 55.000 +11,5%	SAB Target: 71.200 +11,9%	ACV Target: 136.000 +3,6%	GAS Target: 84.800 +8,7%	PLX Target: 41.500 +8,5%
HSG Target: 28.500 +13,3%	FMC Target: 54.155 +5%	STK Target: 35.295 +11%	FPT Target: 138.800 +8,5%	DPR Target: 50.247 + 14,3%	TCB Target: 27.344 +10,3%	DGC Target: 141.000 +8,5%

Ngành Ngân hàng

Tín dụng trở lại vào cuối năm và định giá rẻ



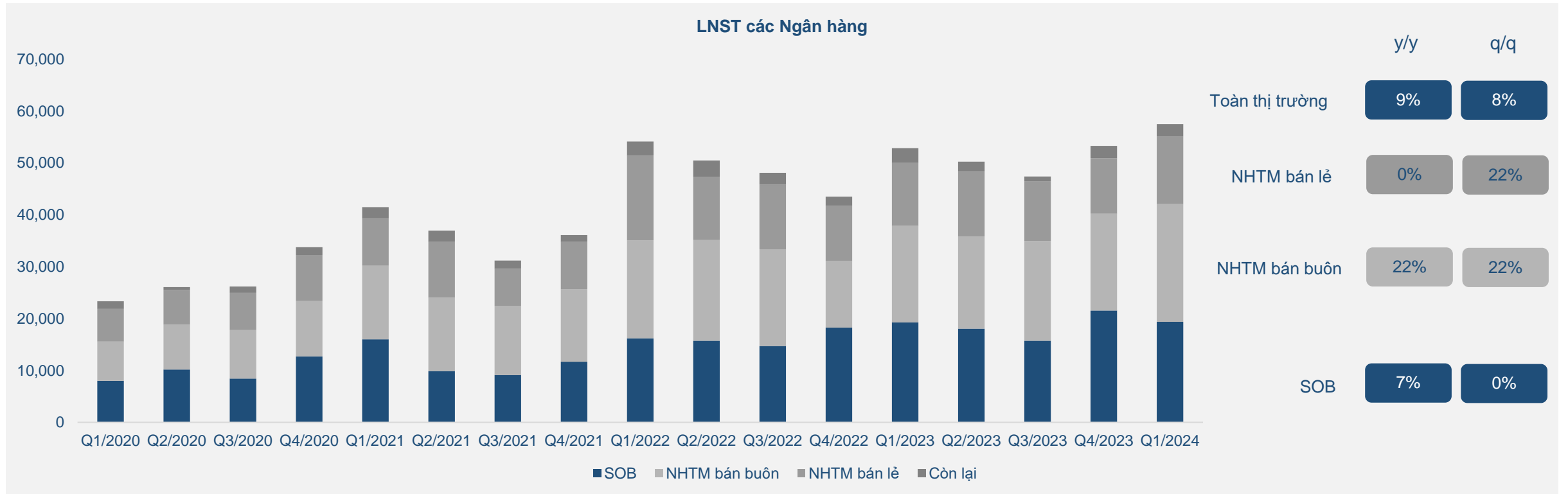
Lợi nhuận ngành Ngân hàng tăng trưởng 9% so với cùng kỳ trong quý 1

Ngành Ngân hàng

LNTT của 27 ngân hàng niêm yết đạt 72.021 tỷ đồng (+10% y/y; +7% q/q). Kết quả kinh doanh có tăng trưởng nhưng ở mức không quá cao. Động lực tăng trưởng chính của LNST so với cùng kỳ: (1) tăng trưởng tín dụng so với cùng kỳ dù Q1 đi ngang; (2) credit cost giảm nhẹ; và (3) CIR cải thiện nhẹ. Trong khi đó, NIM giảm 16 bps xuống 3,31% khiến mức tăng trưởng LNST không lớn trong Q1/2024. LNST của nhóm NHTM bán buôn có mức tăng trưởng tốt so với nhóm bán lẻ và SOB, chủ yếu đến từ tăng trưởng tín dụng tốt và credit cost của nhóm NHTM bán buôn giảm.

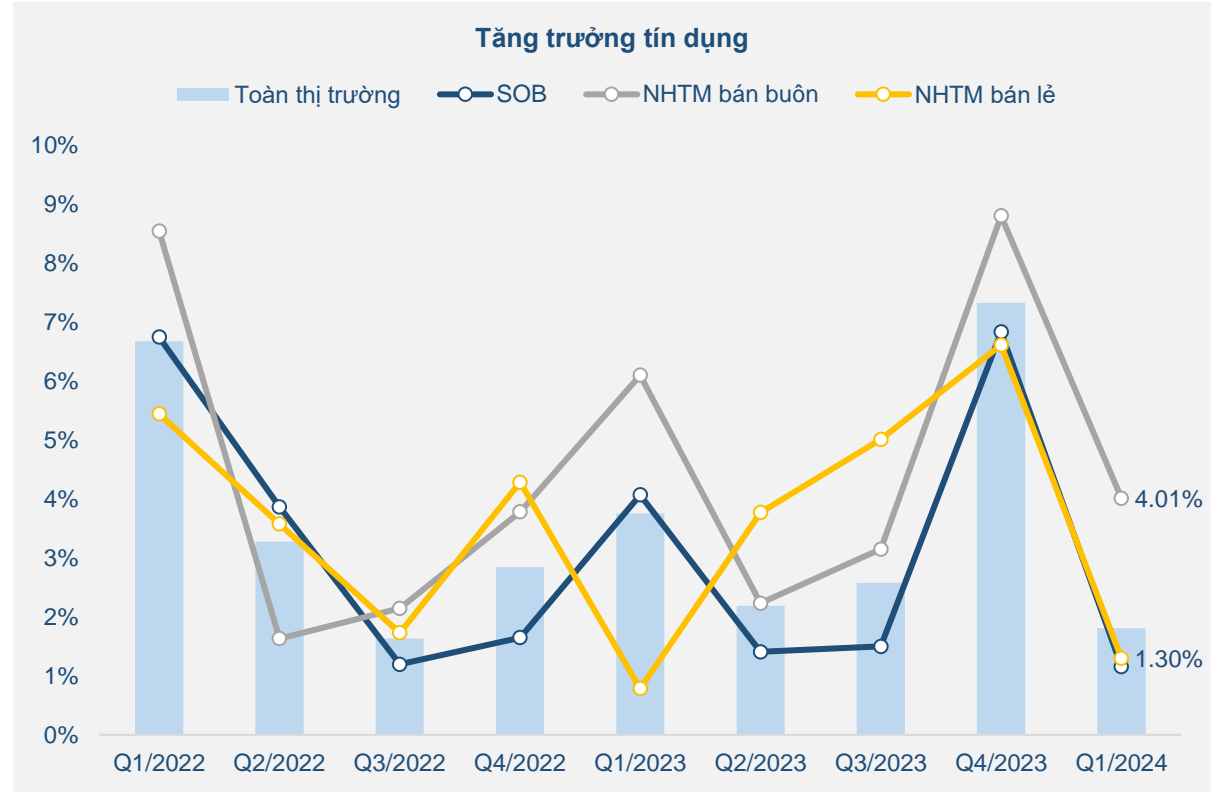
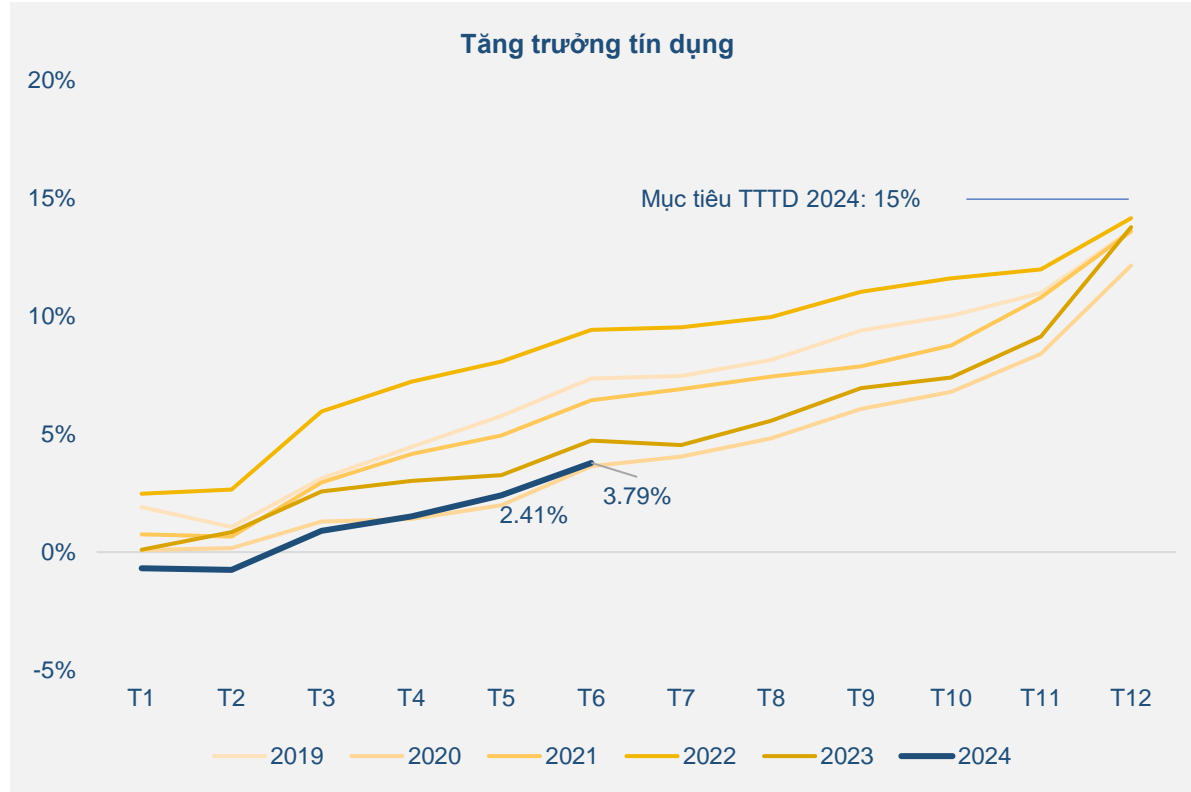
Dự kiến lợi nhuận của ngành Ngân hàng (ước tính dựa trên nhóm cổ phiếu ngân hàng BVSC phân tích) tăng trưởng 14% trong năm 2024 và tăng trưởng khoảng 21% trong năm 2025. Động lực chính:

- Tăng trưởng tín dụng.
- Chất lượng tài sản cải thiện.



Tín dụng tăng trưởng chậm trong 5 tháng đầu năm 2024

Ngành Ngân hàng

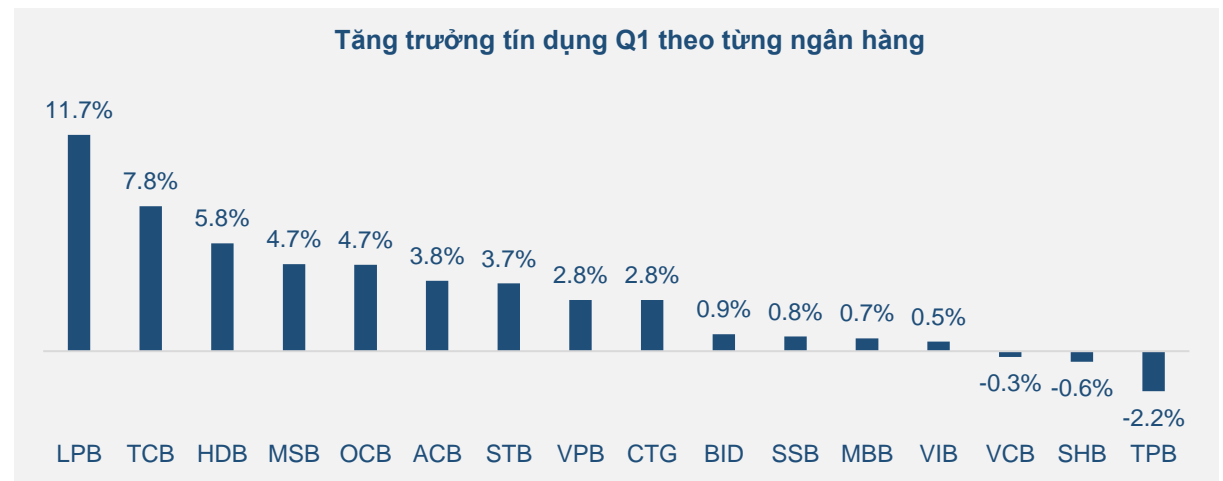
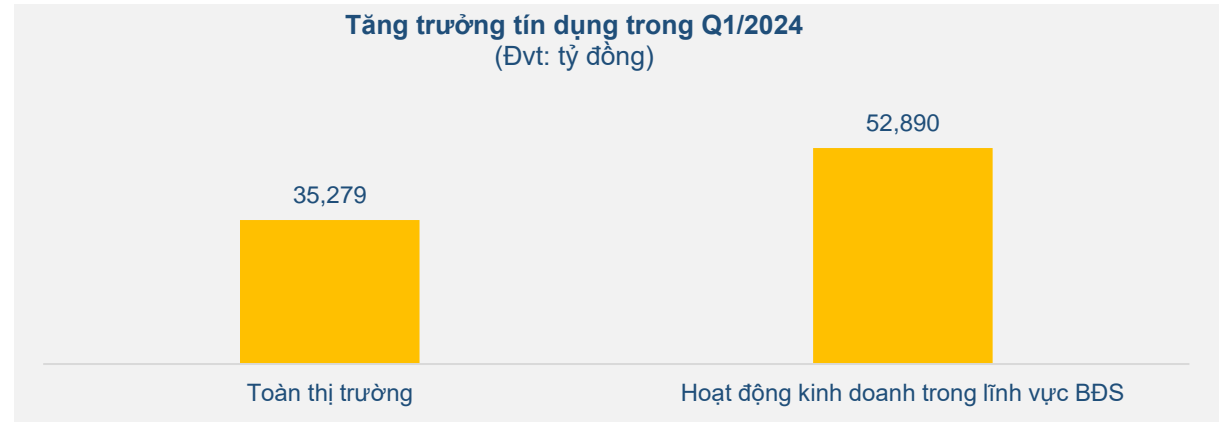
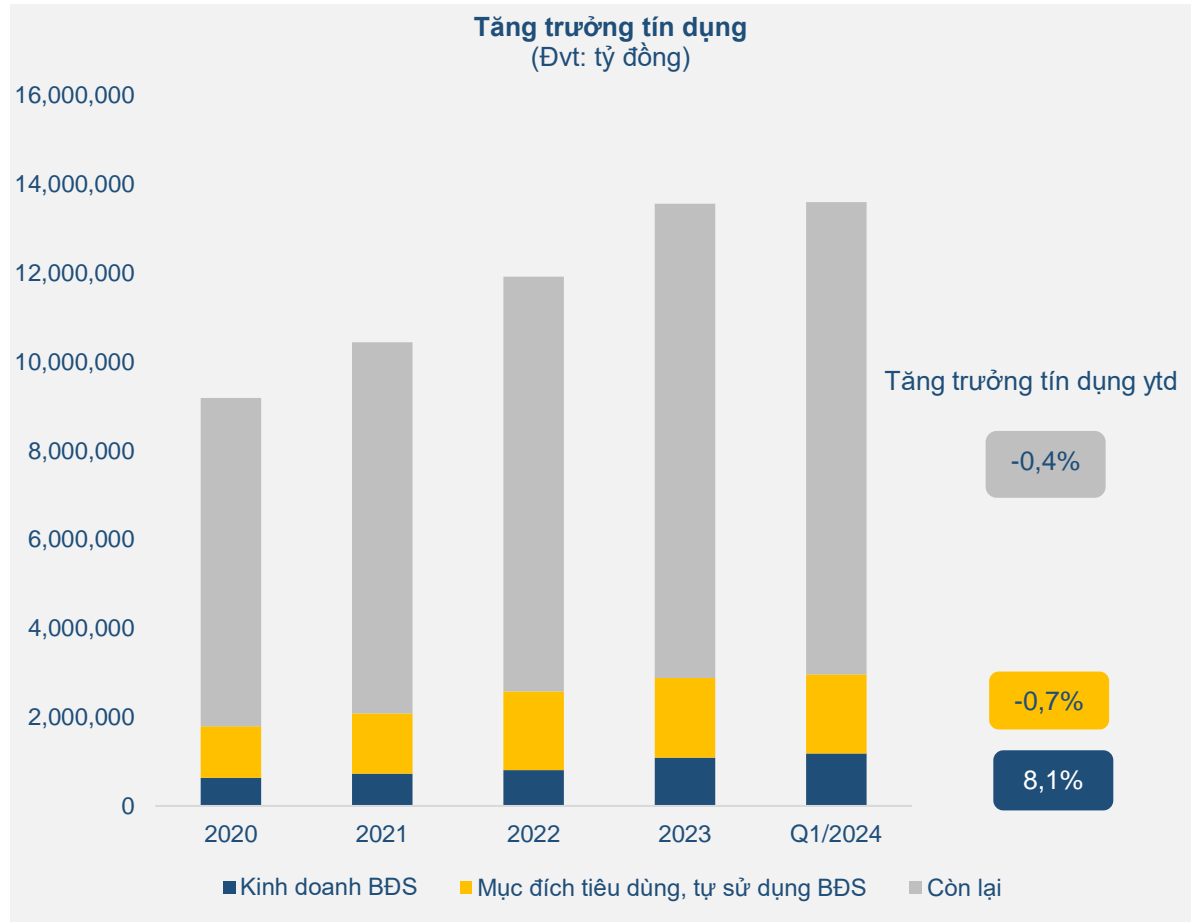


Tăng trưởng tín dụng chậm hơn nhiều so với các năm trước đây do:

- Tăng trưởng kỹ thuật của Q4/2023.
- Nhu cầu tín dụng thấp, đặc biệt nhóm khách hàng cá nhân.
 - ✓ Thu nhập bị ảnh hưởng.
 - ✓ Các khoản vay khác gặp khó khăn khi lãi suất tăng và thị trường BĐS gặp khó khăn năm 2023.

BDS là động lực tăng trưởng chính trong tăng trưởng tín dụng quý 1

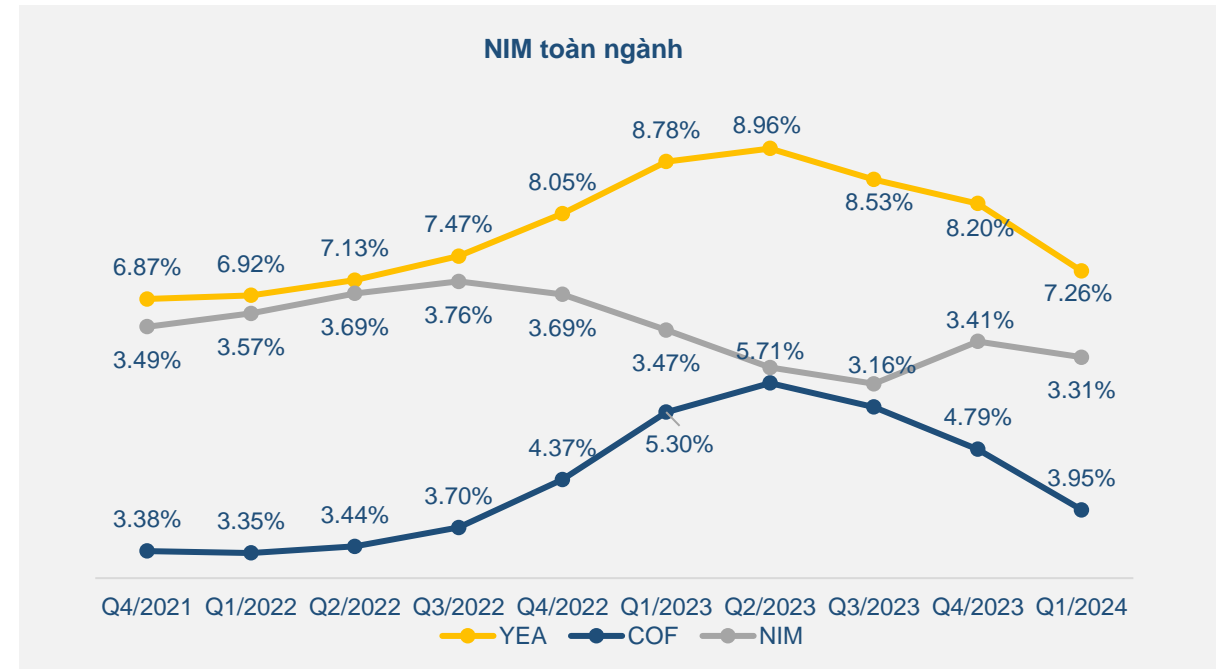
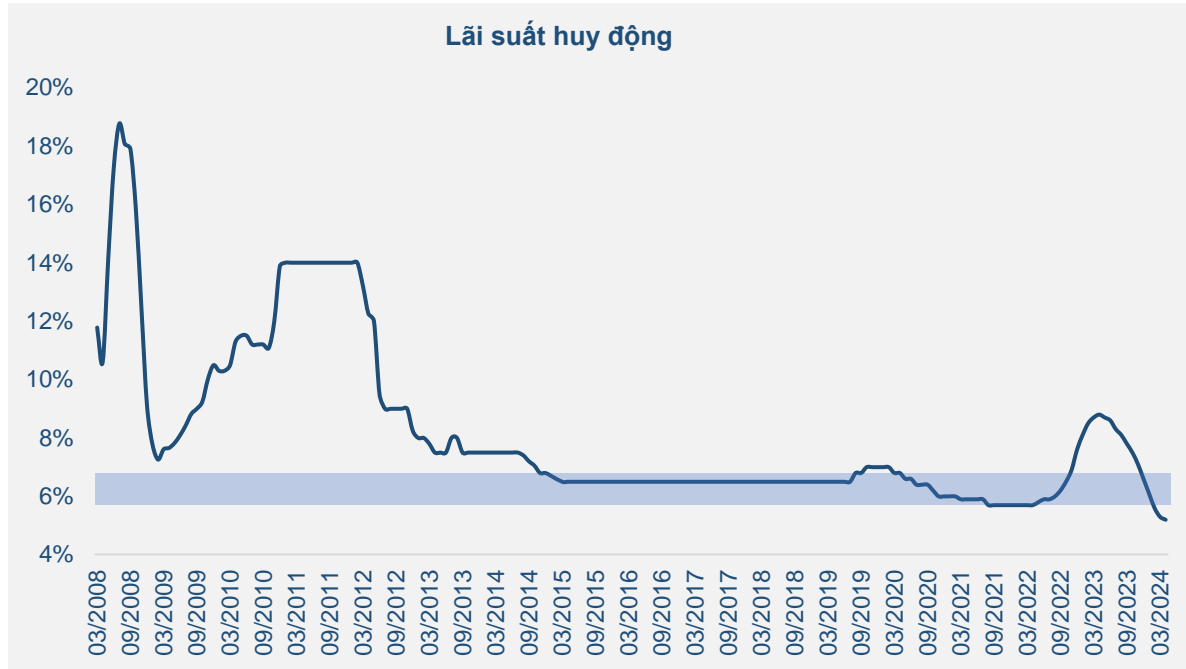
Ngành Ngân hàng



- Tín dụng cho vay kinh doanh lĩnh vực BĐS là động lực chính cho tín dụng trong Q1.
- Tín dụng cho vay SME, hộ gia đình kinh doanh cũng có dấu hiệu tích cực (STB, ACB).

Lãi suất huy động tăng nhưng vẫn ở mức hỗ trợ tăng trưởng kinh tế

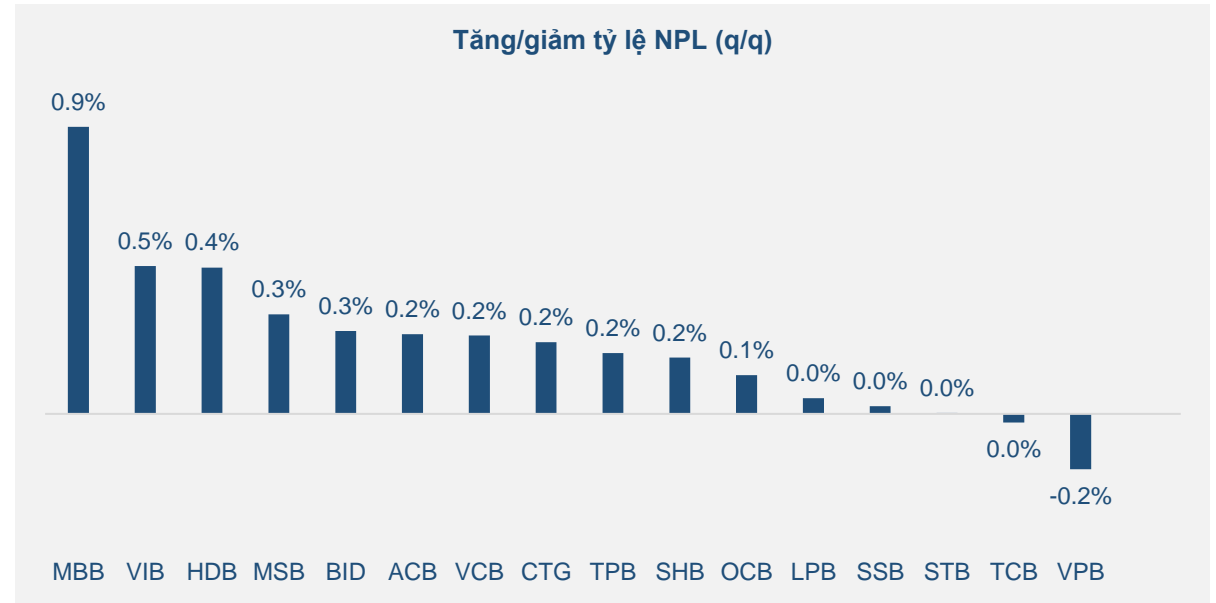
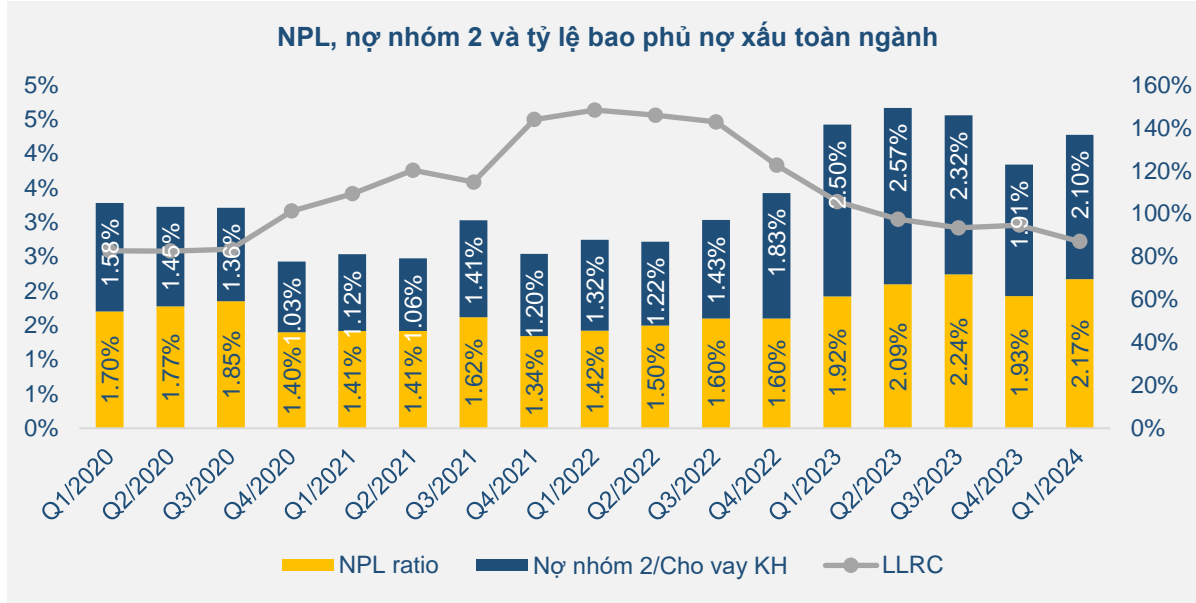
Ngành Ngân hàng



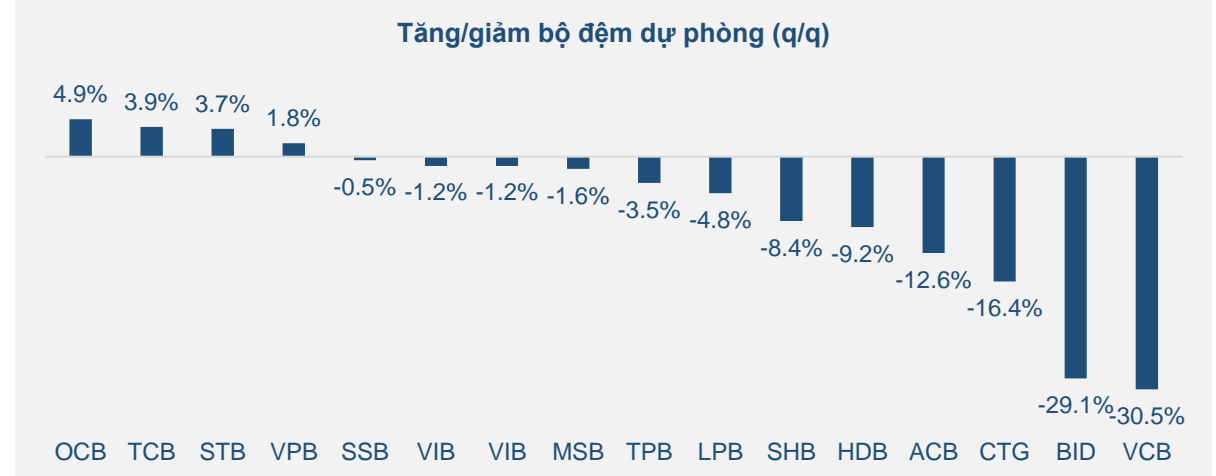
- Lãi suất huy động giảm trong Q1/2024 và tăng trở lại từ tháng 04. Nguyên nhân chính:
 - ✓ Lãi suất thị trường 2 tăng khá mạnh lên hơn 5%.
 - ✓ Một số ngân hàng có tăng trưởng tín dụng mạnh cần có nhu cầu huy động vốn.
- NIM kỳ vọng phục hồi khi nhu cầu tín dụng hồi phục, áp lực cạnh tranh các khoản vay giảm bớt.
- Mức tăng LSHĐ dự kiến 50-100bps từ vùng LSHĐ hiện tại:
 - ✓ Vẫn hỗ trợ tăng trưởng khi tương đương mức thấp trong vòng 16 năm trở lại đây.
 - ✓ Giảm bớt áp lực tỷ giá.

Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ trong Q1/2024

Ngành Ngân hàng

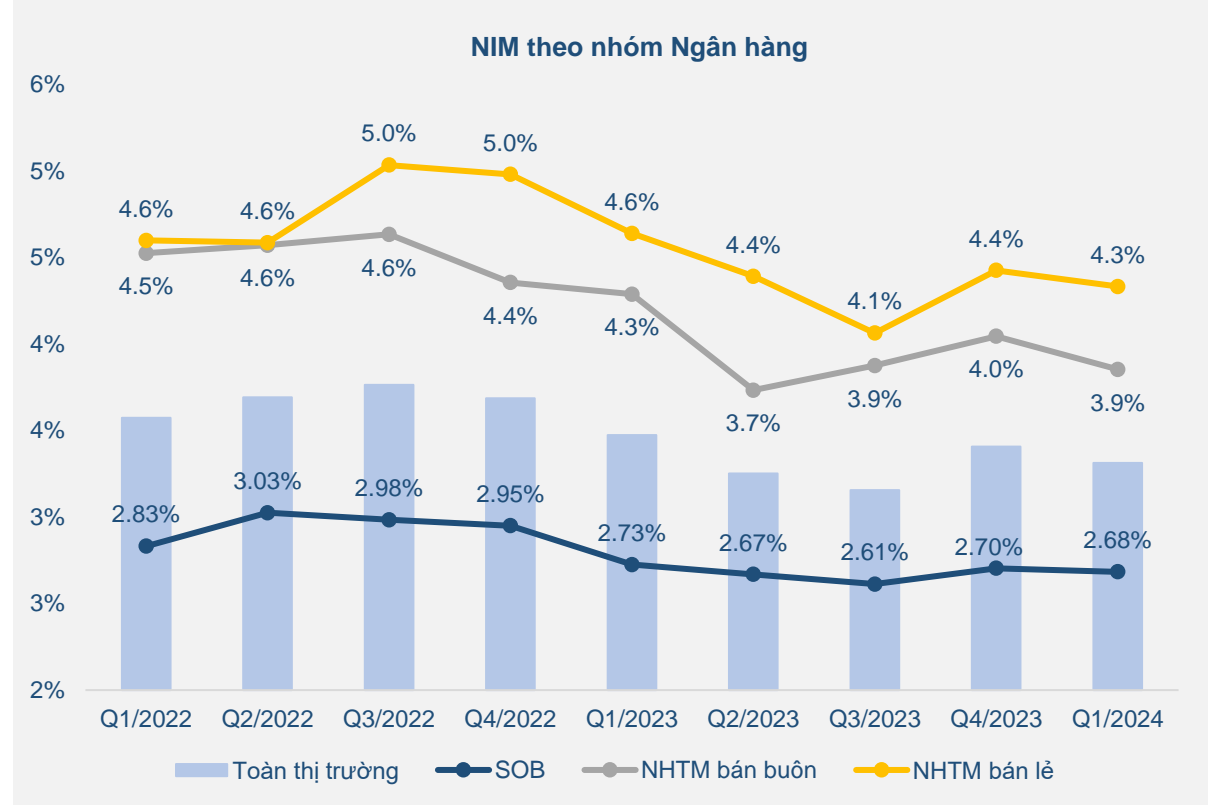
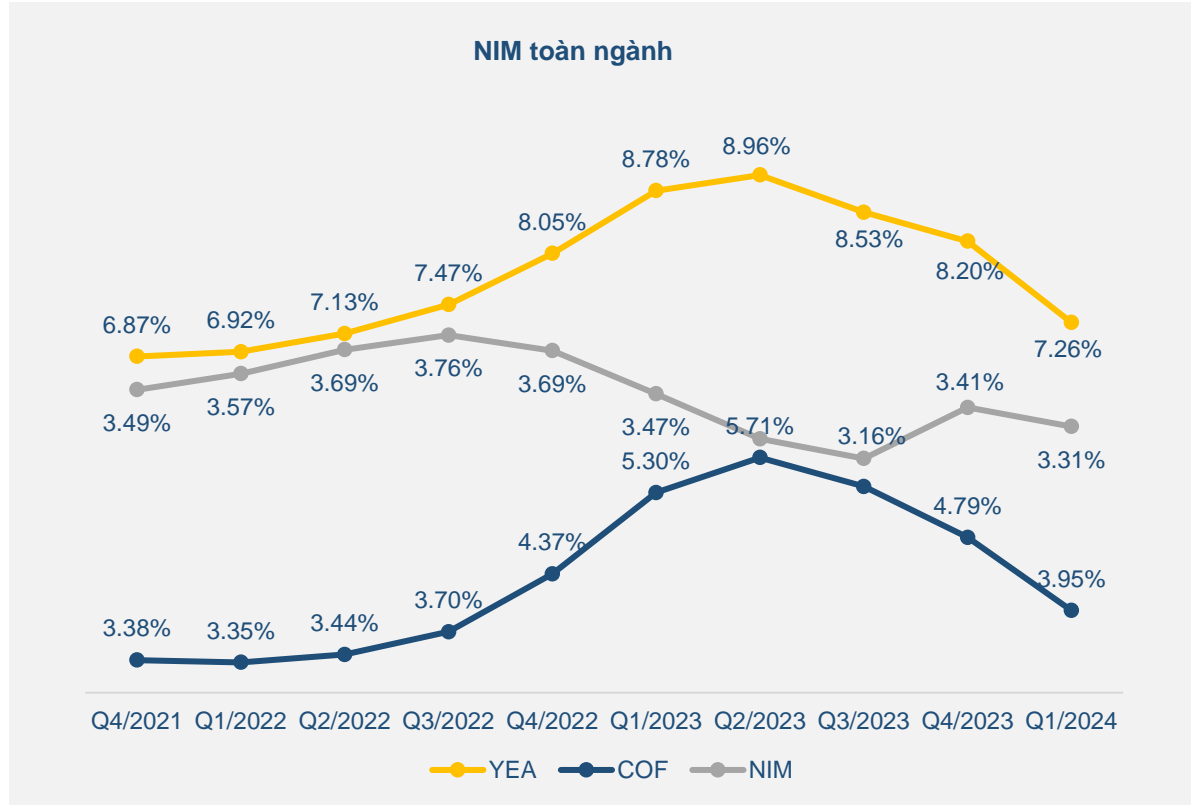


- NPL có dấu hiệu tăng trở lại trong Q1/2024. Nguyên nhân chính:
 - ✓ Tăng trưởng tín dụng chậm.
 - ✓ Kinh tế hồi phục yếu hơn kỳ vọng, một số KH lớn bị chuyển nhóm nợ.
 - ✓ NH chưa trích lập dự phòng và write off mạnh trong Q1/2024.
- Các ngân hàng tiếp tục sử dụng bộ đệm dự phòng trong Q1. LLCR trong Q1/2024 giảm 7,6% xuống 87,5%.



NIM giảm nhẹ trong Q1/2024

Ngành Ngân hàng



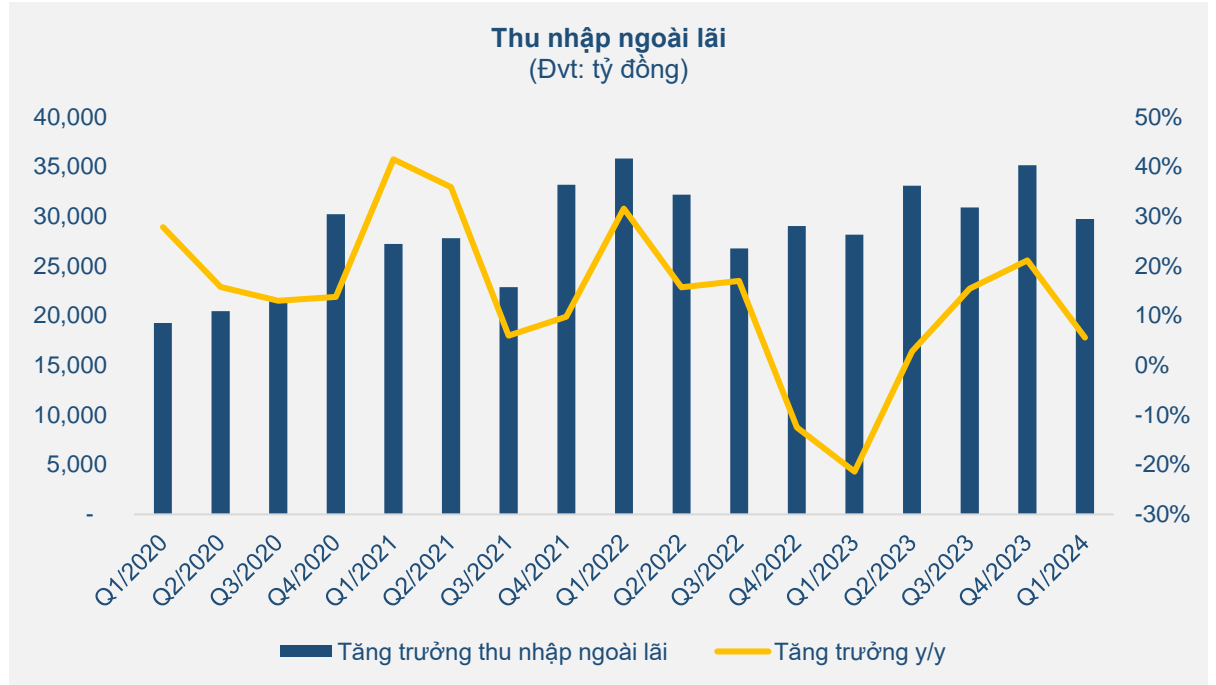
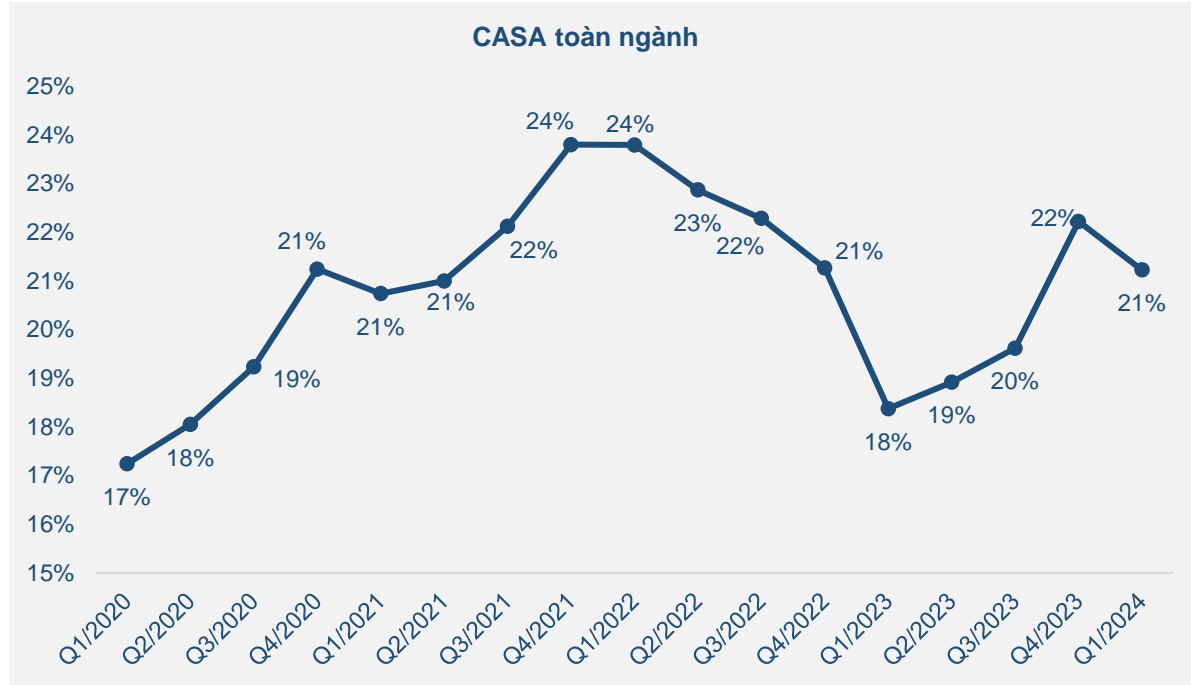
▪ NIM giảm trong Q1/2024:

- ✓ Tăng trưởng tín dụng yếu khiến các ngân hàng vẫn phải duy trì lãi suất cho vay thấp và cạnh tranh các khoản vay.
- ✓ Chính phủ có định hướng duy trì mặt bằng lãi suất cho vay ở mức thấp.

▪ NIM kỳ vọng hồi phục trong 2H2024 nhờ tăng trưởng tín dụng hồi phục. Mức hồi phục dự báo không quá lớn.

Tỷ lệ CASA duy trì mức cao, thu nhập ngoài lãi tăng trưởng nhẹ

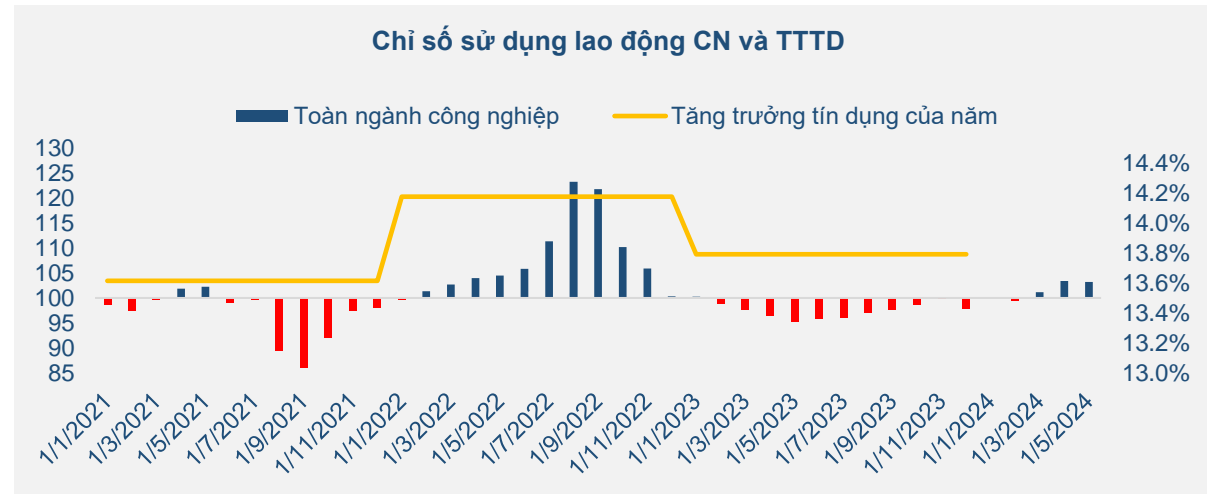
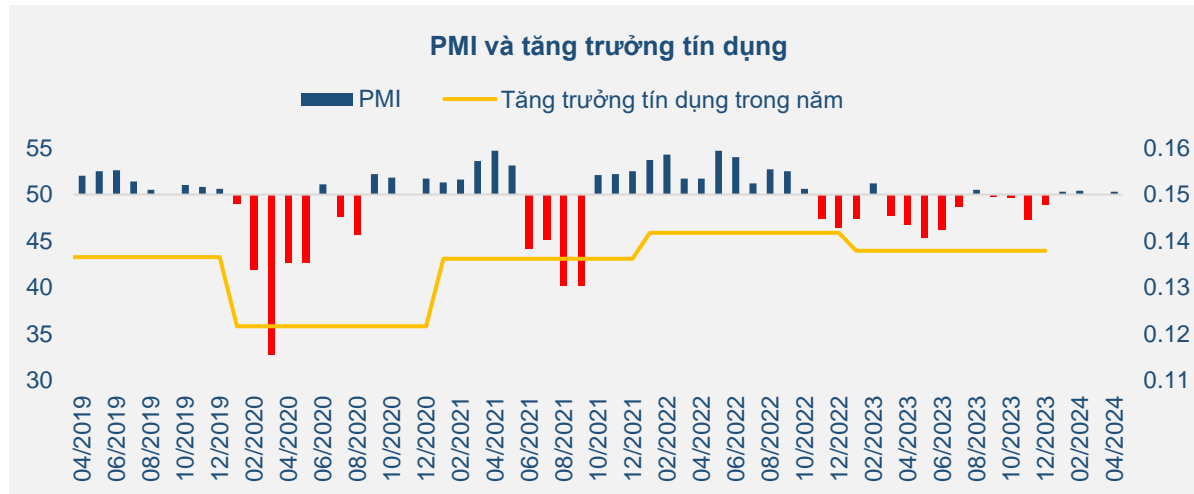
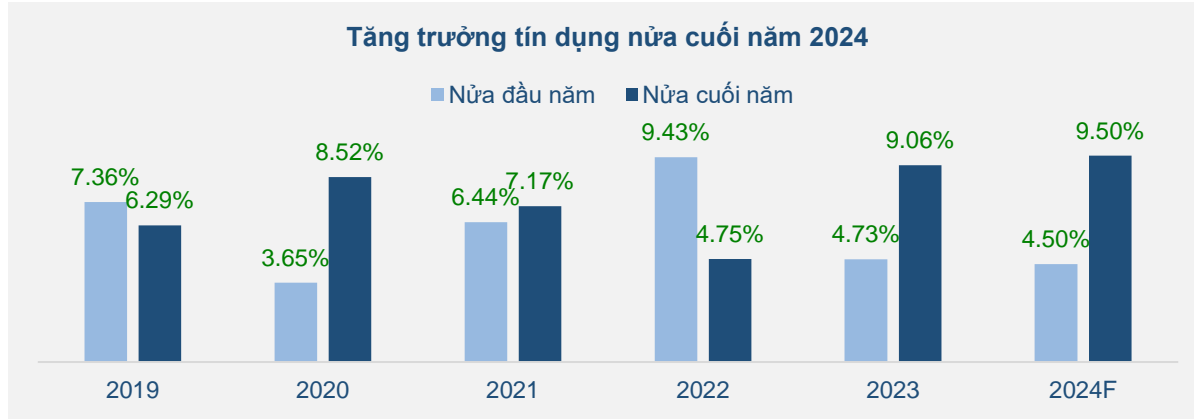
Ngành Ngân hàng



- Tỷ lệ CASA sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trên 20% nhờ:
 - ✓ Mặt bằng lãi suất đang ở vùng thấp.
 - ✓ Tốc độ chuyển đổi số của các ngân hàng đang diễn ra mạnh mẽ.
 - ✓ Thúc đẩy không sử dụng tiền mặt từ Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước thì CASA sẽ gia tăng trở lại trong dài hạn.
- Thu nhập ngoài lãi có phục hồi trong Q1/2024 nhưng vẫn ở mức thấp:
 - ✓ Nguồn thu từ hoạt động FX và trading TPCP tăng trưởng khá tốt nhờ lãi suất TPCP giảm khá mạnh trong năm 2023 và Q1/2024.
 - ✓ Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ đi ngang, nhiều ngân hàng chia sẻ hoạt động banca có phục hồi nhưng vẫn đang khá yếu trong Q1.

Tín dụng kỳ vọng tăng trưởng mạnh trở lại trong 2H2024

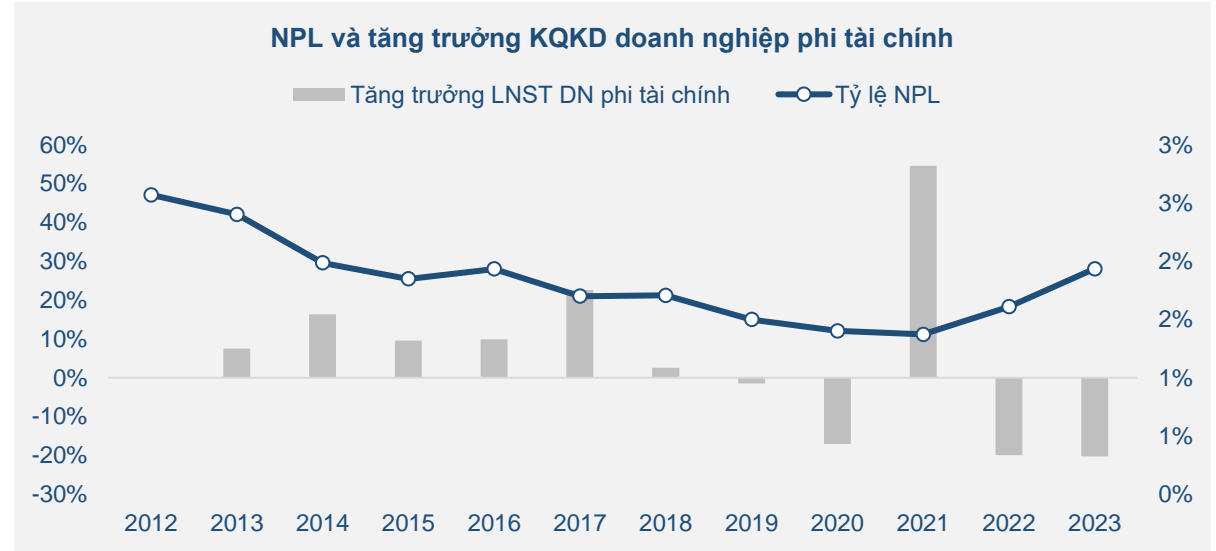
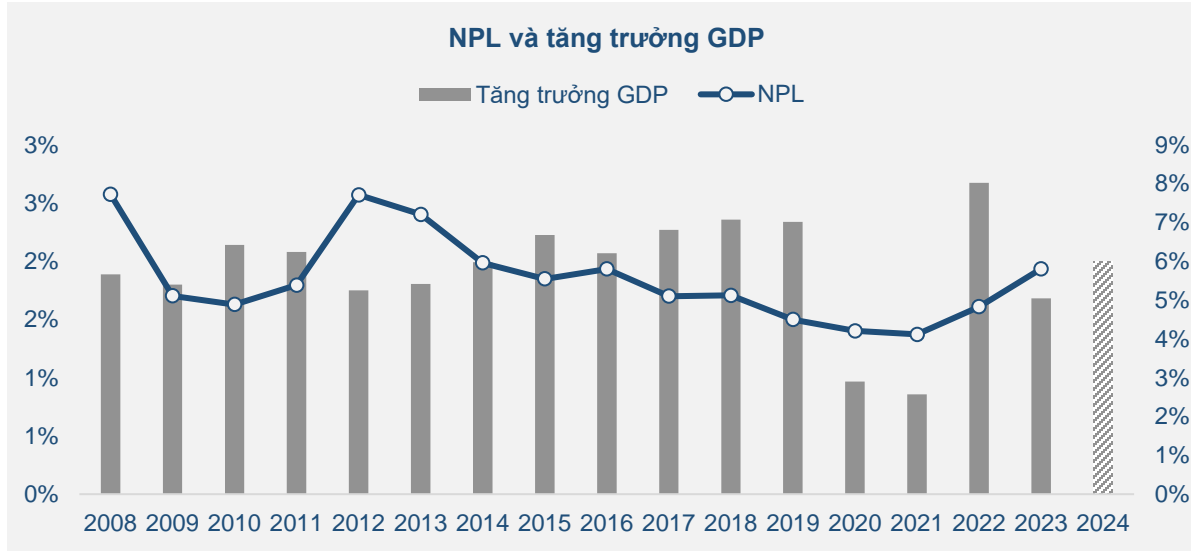
Ngành Ngân hàng



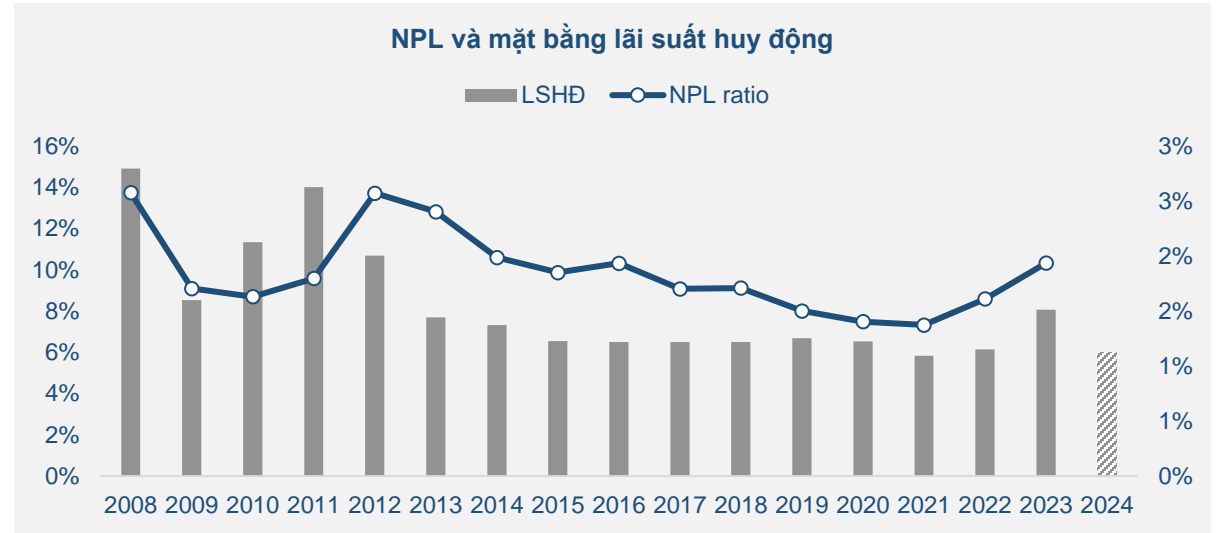
- Dự báo tăng trưởng tín dụng 14% trong năm 2024, đạt 9,5% trong 2H2024.
 - ✓ Tăng trưởng kinh tế hồi phục: thể hiện qua số liệu PMI, xuất khẩu, thị trường BĐS hồi phục.
 - ✓ Mặt bằng lãi suất thấp.
 - ✓ Các biện pháp hỗ trợ, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng của Chính phủ.

Tỷ lệ nợ xấu kỳ vọng cải thiện

Ngành Ngân hàng



- Tỷ lệ NPL kỳ vọng giảm trong 2H2024, tiếp tục cải thiện trong thời gian tới nhờ:
 - ✓ Tăng trưởng kinh tế hồi phục trong 2H2024. KQKD doanh nghiệp kỳ vọng tăng trưởng tốt.
 - ✓ Mặt bằng lãi suất huy động thấp giúp giảm áp lực tài chính đối với doanh nghiệp.
 - ✓ Gia hạn Thông tư 02 để cơ cấu cho các khoản vay đến cuối năm 2024.



Cập nhật chính sách mới

Ngành Ngân hàng

Chính sách	Ngày có hiệu lực	Nội dung chính	Mục đích	Kỳ vọng
Luật các TCTD 2024	01/01/2025	- Đưa Nghị quyết 42 vào Luật và đưa ra bộ tiêu chí chặt chẽ về trích lập dự phòng.	- Tạo khuôn khổ pháp lý về xử lý nợ xấu của TCTD.	
		- Bổ sung thu tín dụng vào hoạt động cấp tín dụng.	- Hạn chế rủi ro từ tập trung tín dụng, sở hữu chéo.	
		- NHNN có thể can thiệp sớm các TCTD.	- Phát hiện và can thiệp sớm các TCTD yếu kém, tránh gây hậu quả lớn.	
		- Dư nợ cấp tín dụng tối đa đối với một khách hàng giảm xuống 10% vốn tự có của ngân hàng. Tổng dư nợ cấp tín dụng đối với một khách hàng và người có liên quan không được vượt quá 15% vốn tự có.		
		- Bổ sung thêm phương án chuyển giao bắt buộc.		
		- Hạ tỷ lệ sở hữu tối đa ngân hàng của cổ đông và một nhóm cổ đông.		
Dự thảo sửa đổi, bổ sung Thông tư 02/2023/TT-NHNN		Kéo dài thời hạn tái cơ cấu đối với các khoản nợ thêm 06 tháng đến ngày 31/12/2024.	- Hỗ trợ khách hàng vay vốn có thêm thời gian để phục hồi. - Ngân hàng có thêm thời gian để xử lý nợ xấu phát sinh.	- Giảm tỷ lệ NPL của các ngân hàng trong thời gian tới. - Giảm áp lực trích lập dự phòng trong Q3/2024.

Sau năm 2023, Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước đã đưa ra nhiều chính sách hỗ trợ trong đó có những chính sách mang tính đi đầu tính ở cả bình diện thế giới như hạ mạnh lãi suất điều hành, lãi suất huy động để về vùng thấp hơn giai đoạn Covid.

Công điện số 18/CD-TTg cũng cho thấy định hướng của Chính phủ là NHNN điều hành chính sách tiền tệ nhằm mục tiêu tăng trưởng kinh tế, tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh. Đảm bảo thực hiện mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2024. BVSC kỳ vọng Chính phủ và NHNN sẽ tiếp tục đưa ra những giải pháp mới, mạnh mẽ hơn hỗ trợ cho nền kinh tế. Và điều này cũng sẽ mang lại thuận lợi cho ngành Ngân hàng như gia tăng tín dụng, giảm áp lực nợ xấu, gia tăng lợi nhuận.

Trả cổ tức, tăng vốn năm 2024

Ngành Ngân hàng

Ngân hàng	Cổ tức tiền mặt	Cổ tức cổ phiếu	Phát hành để tăng vốn	Note
BID		43%	Phát hành riêng lẻ: 9%.	
VCB		83%	Phát hành riêng lẻ: 6,5%.	
CTG		60%		
MBB	5%	15%	Phát hành riêng lẻ: 1,19%.	Đã chốt quyền cổ tức tiền mặt.
TCB	15%	100%		Đã chốt quyền cổ tức tiền mặt.
VPB	10%		ESOP: 0,38%.	Đã chốt quyền cổ tức tiền mặt.
ACB	10%	15%		Đã chốt quyền cổ tức tiền mặt.
STB				
SHB	5%	11%		
HDB	10%	20%		
VIB	13%	17%		Đã chốt quyền cổ tức tiền mặt.
TPB	5%	20%		
LPB			Phát hành cổ đông hiện hữu: 31,2%.	
MSB		30%		
OCB		20%		

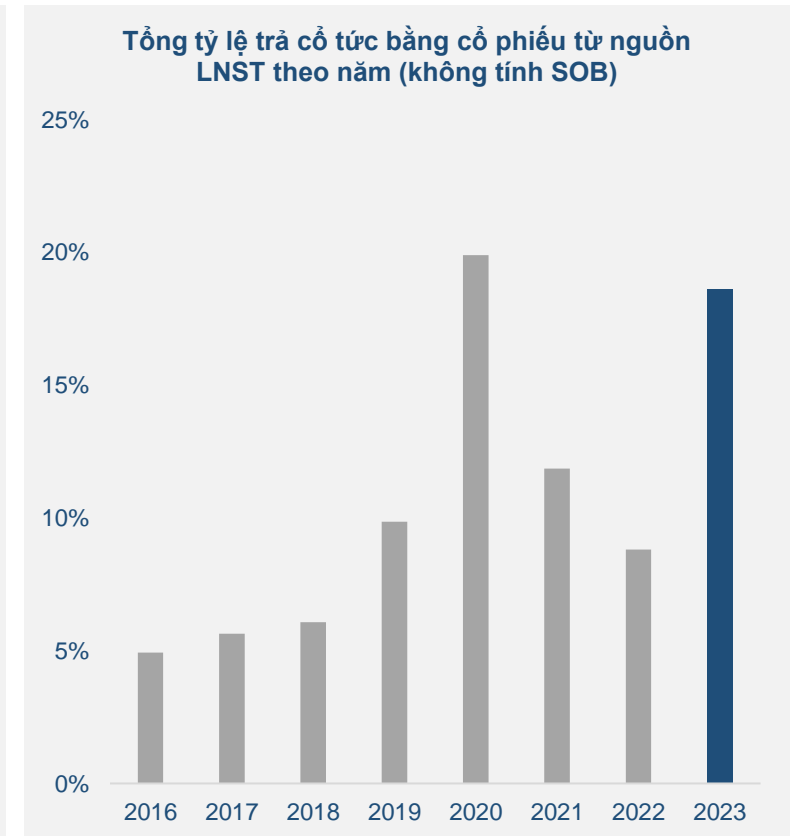
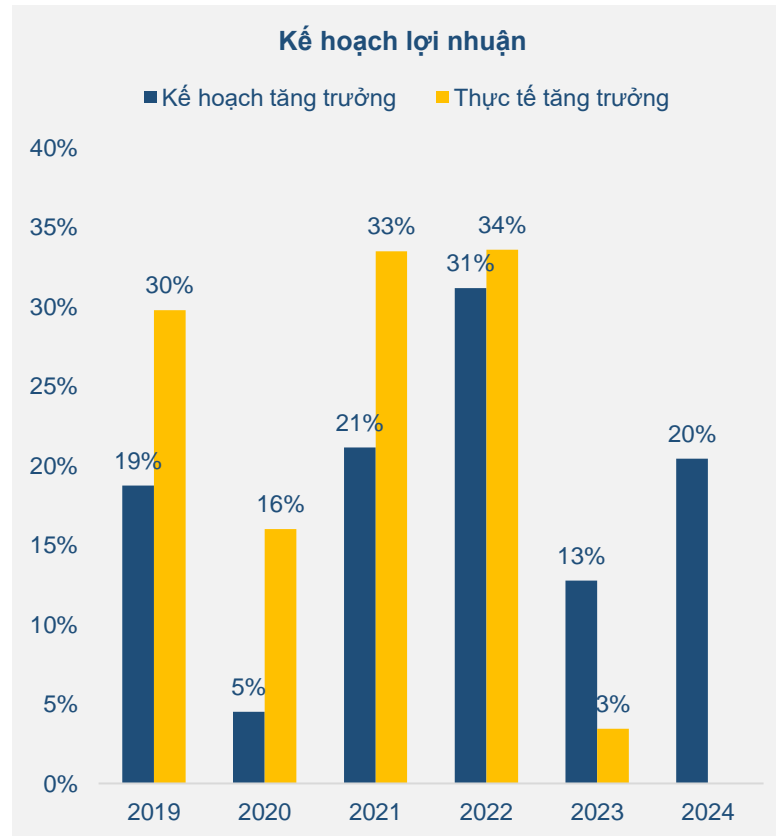
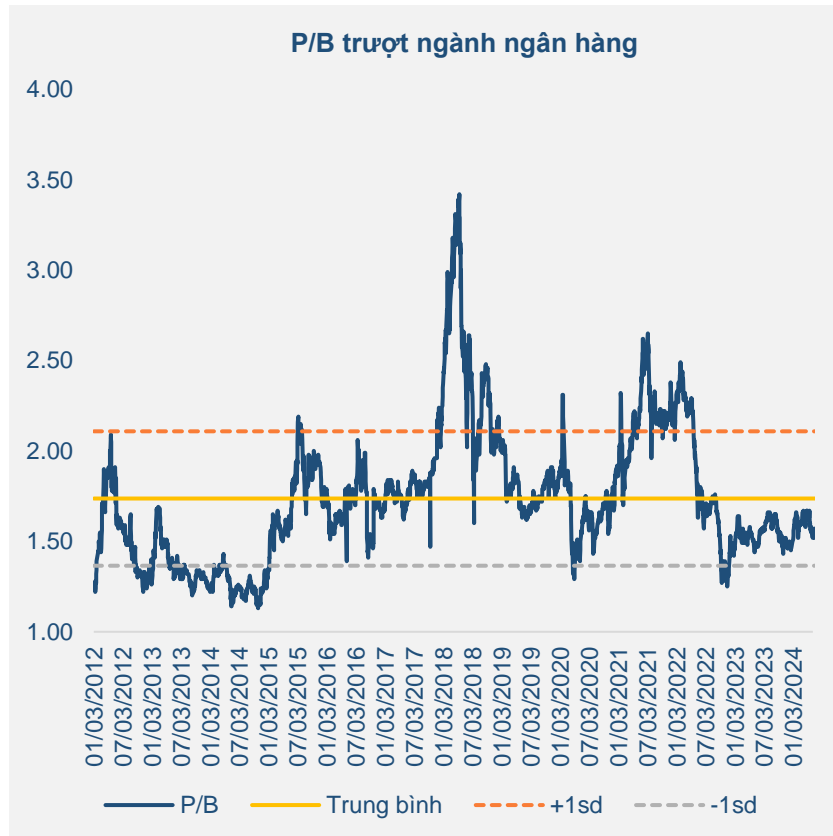
Các ngân hàng vẫn duy trì cổ tức bằng cổ phiếu và cổ tức bằng tiền mặt ở tỷ lệ cao. Tuy nhiên, hoạt động tăng vốn điều lệ chủ yếu là từ hoạt động trả cổ tức bằng cổ phiếu. Có 4 ngân hàng dự kiến tăng vốn thông qua phát hành trong thời gian tới bao gồm BID, VCB, MBB và LPB.

Một số điểm đáng chú ý trong trả cổ tức: TCB lần đầu trả cổ tức bằng tiền mặt sau 10 năm. VPB trả cổ tức dù KQKD không quá khả quan, tuy nhiên, nguồn vốn huy động đang tương đối dồi dào sau khi tăng huy động trong 2023. VIB đẩy mạnh trả cổ tức bằng tiền mặt khi tăng trưởng tín dụng có dấu hiệu chậm lại. STB và LPB duy trì chính sách không trả cổ tức. Các Ngân hàng quốc doanh đều có kế hoạch trả cổ tức tỷ lệ lớn nhưng đang chờ phê duyệt của NHNN và chốt thời điểm trả cổ tức.

Định giá ở mức thấp

Ngành Ngân hàng

- Cổ phiếu ngành ngân hàng suy giảm đã kéo mức định giá về mức thấp trong lịch sử.
- Kỳ vọng tăng trưởng sẽ phục hồi, kế hoạch LNTT của các ngân hàng cũng tăng trưởng 20% y/y.
- Mức P/B 2024 của nhiều ngân hàng đang ở quanh mức thấp của P/B từ năm 2016 đến nay.
- Tỷ lệ trả cổ tức cao.



Danh mục khuyến nghị

Ngành Ngân hàng

Quan điểm ngành: KQKD hồi phục tốt, những khó khăn trước mắt đến từ áp lực tăng lãi suất huy động, tăng trưởng tín dụng thấp.

Điểm nhấn của Ngành: định giá hấp dẫn và kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2024 nhờ nền kinh tế phục hồi mạnh mẽ hơn trong 2H2024.

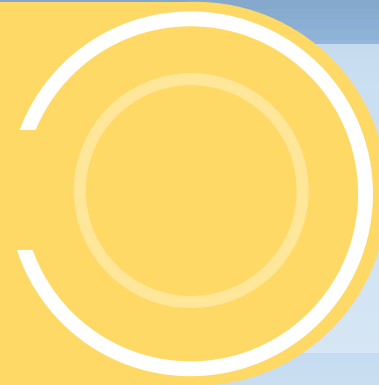
Mục tiêu đầu tư: dài hạn.

Rủi ro: FED giảm lãi suất chậm hơn kỳ vọng, lạm phát tăng cao, nền kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến.

MCK	Khuyến nghị	Giá hiện tại (đồng/cp)	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside	Tăng trưởng LNST 2024F	P/B 2024F	P/B trung bình 5 năm
STB	OUTPERFORM	30.500	37.100	+21,6%	39,0%	0,99	1,16
VCB	OUTPERFORM	87.100	117.735	+35,2%	11,1%	2,89	3,35
TCB	NEUTRAL	24.400	27.344	+10,3%	19,9%	1,20	1,29
VPB	OUTPERFORM	18.750	24.933	+33,0%	23,7%	1,09	1,42
ACB	OUTPERFORM	24.550	29.173	+18,8%	14,0%	1,53	1,56
CTG	OUTPERFORM	32.750	41.962	+28,1%	17,4%	1,31	1,32

STB

OUTPERFORM | Target: 37.100 VNĐ/CP | Upside: +22%



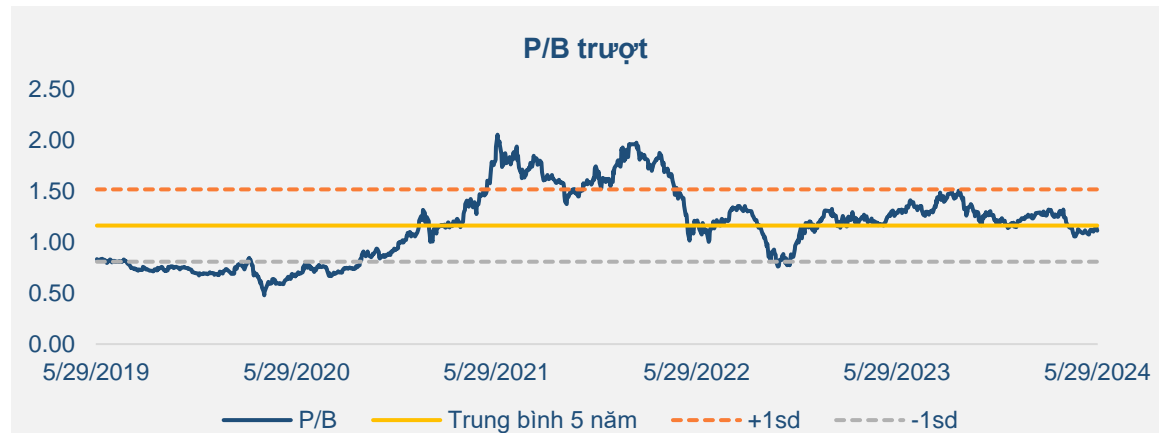
STB – Tiến tới hoàn thành đề án tái cơ cấu

Current price: **30,500 VND/share** - Target price: **37,100 VND/share** – Upside: **+22%** - Recommendation: **Outperform**

Điểm nhấn đầu tư:

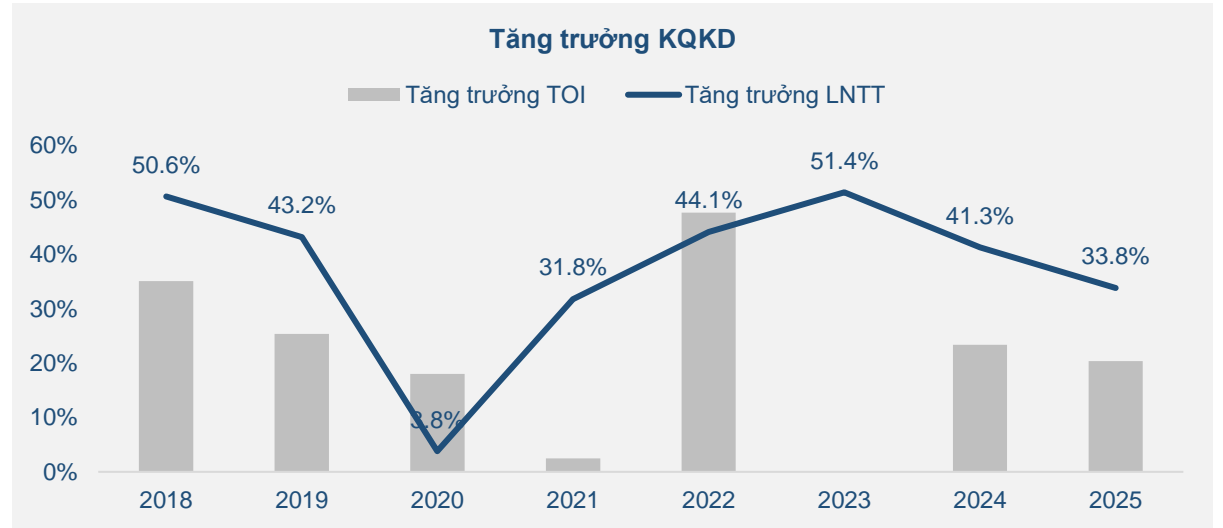
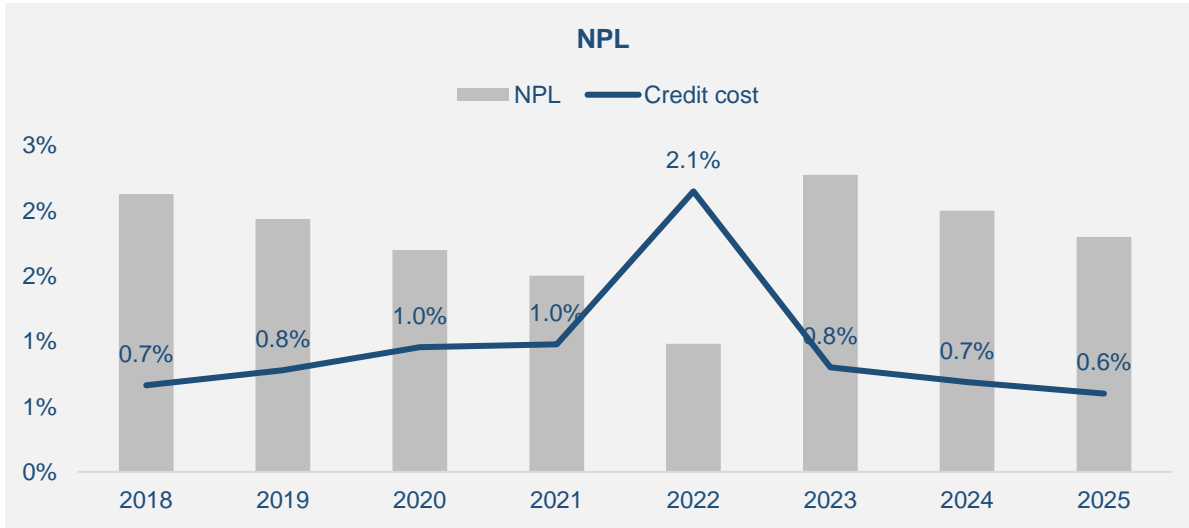
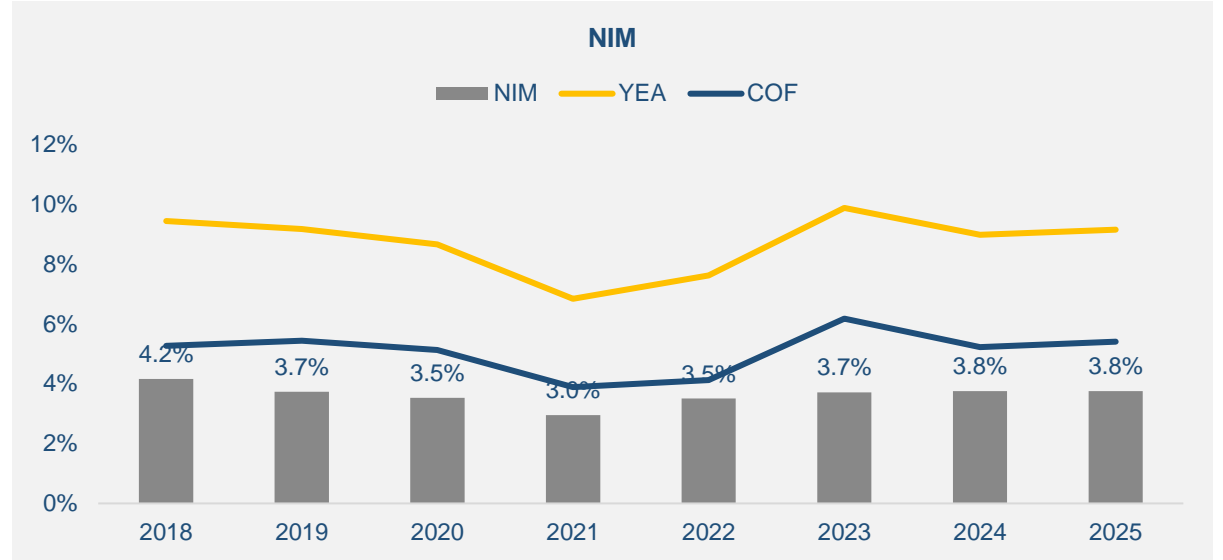
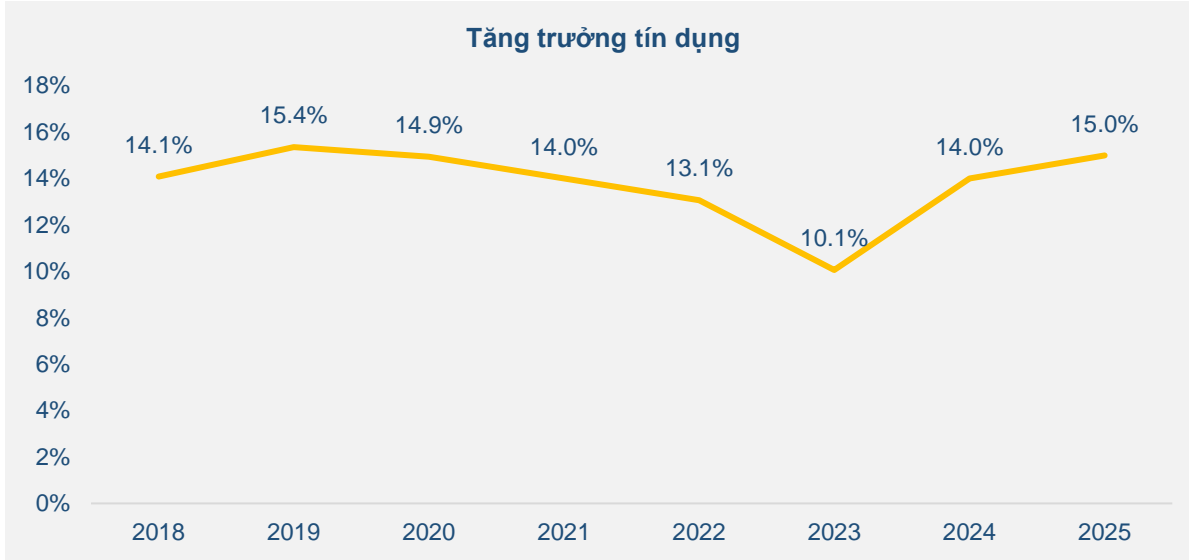
- **Tiến tới hoàn thành đề án tái cơ cấu.** STB dự kiến sẽ hoàn thành đề án tái cơ cấu trong nửa đầu năm 2024. Sau khi hoàn thành đề án tái cơ cấu, STB có thể thực hiện đầy đủ các hoạt động, có thể trả cổ tức cũng như tăng vốn điều lệ để gia tốc tăng trưởng.
- **Chi phí dự phòng giảm mạnh** sau khi hoàn thành trích lập 100% cho trái phiếu VAMC. Nếu không trừ ra chi phí dự phòng VAMC thì chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của STB thấp với credit cost dao động quanh mức 0,06-0,8%.
- **Chất lượng tài sản tốt** với khẩu vị tương đối thận trọng cũng như là ngân hàng đang trong giai đoạn tái cơ cấu nên STB không có đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp và có danh mục cho vay chất lượng tốt.
- **Hiệu quả hoạt động được cải thiện mạnh mẽ** khi dự phòng rủi ro giảm sau khi hoàn thành trích lập VAMC. Dự kiến ROE của STB sẽ đạt lần lượt khoảng 23% và 24% trong năm 2024 và 2025.
- **STB đã đấu giá thành công KCN Phong phú và bên mua đã thanh toán 20% số tiền đấu giá, 40% dự kiến thanh toán trong 2024 và 40% còn lại thanh toán trong 2025.** STB cũng kỳ vọng sẽ được NHNN và Chính phủ duyệt cho phép bán đấu giá 32,5% cổ phần tại VAMC. Việc xử lý các TSBĐ này sẽ giúp STB hoàn nhập dự phòng và giúp cải thiện LNST trong các quý còn lại trong năm 2024.
- **Định giá:** STB với mức giá hiện tại P/B năm 2024 ở mức 0,99 lần là mức thấp cho một ngân hàng dự kiến tăng trưởng nhanh trong thời gian tới và có hiệu quả hoạt động cao.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TOI	26.141	26.173	32.280	38.855
POPP	15.221	13.283	17.108	20.593
PAT	5.041	7.719	10.731	14.458
NIM	3,5%	3,7%	3,8%	3,7%
NPL	1,0%	2,3%	2,0%	2,0%
CIR	41,8%	49,2%	47,0%	47,0%
P/B	1,43	1,21	0,99	0,80
Giá mục tiêu (đồng/cp)				37.100



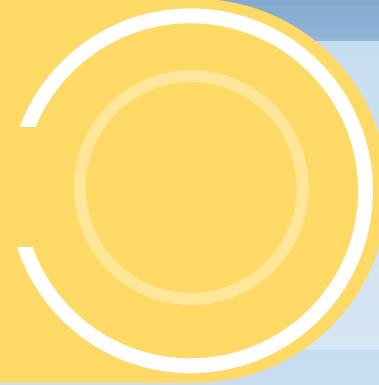
STB – Tiến tới hoàn thành đề án tái cơ cấu

Current price: **30,500 VND/share** - Target price: **37,100 VND/share** – Upside: **+22%** - Recommendation: **Outperform**



VCB

OUTPERFORM | Target: 117.735 VNĐ/CP | Upside: +35%



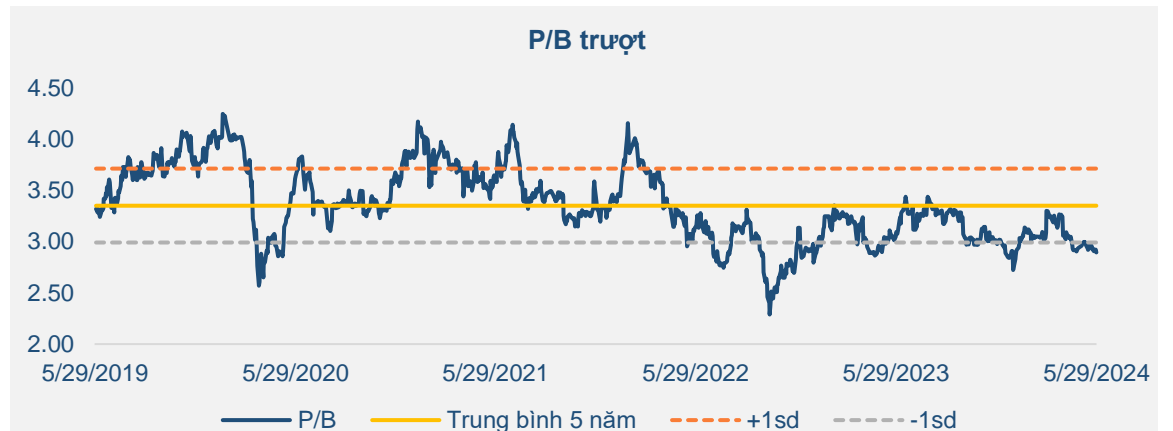
VCB – Chất lượng tài sản hàng đầu

Current price: **87,100 VND/share** - Target price: **117,735 VND/share** – Upside: **+35%** - Recommendation: **Outperform**

Điểm nhấn đầu tư:

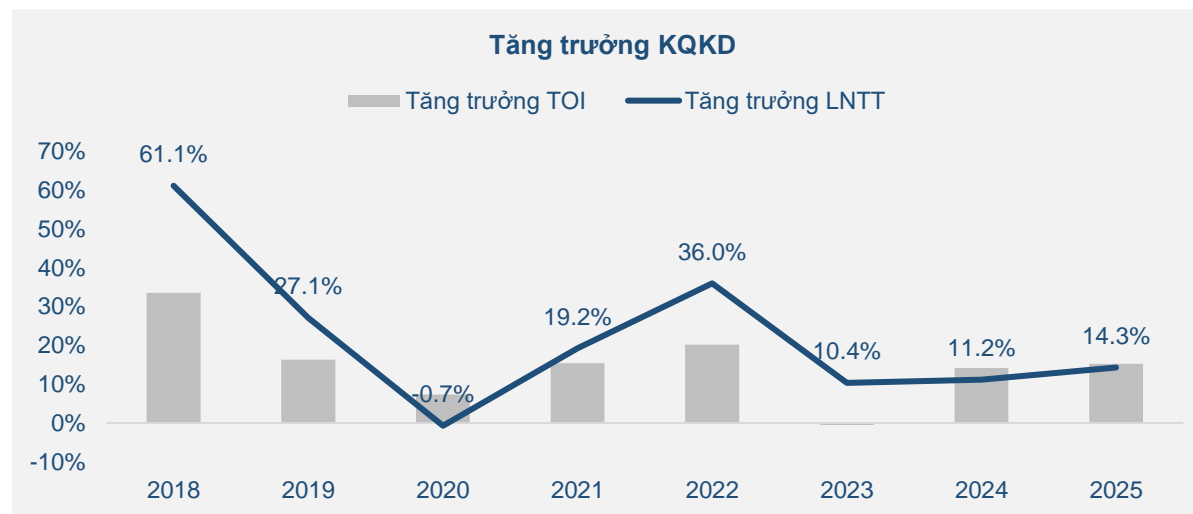
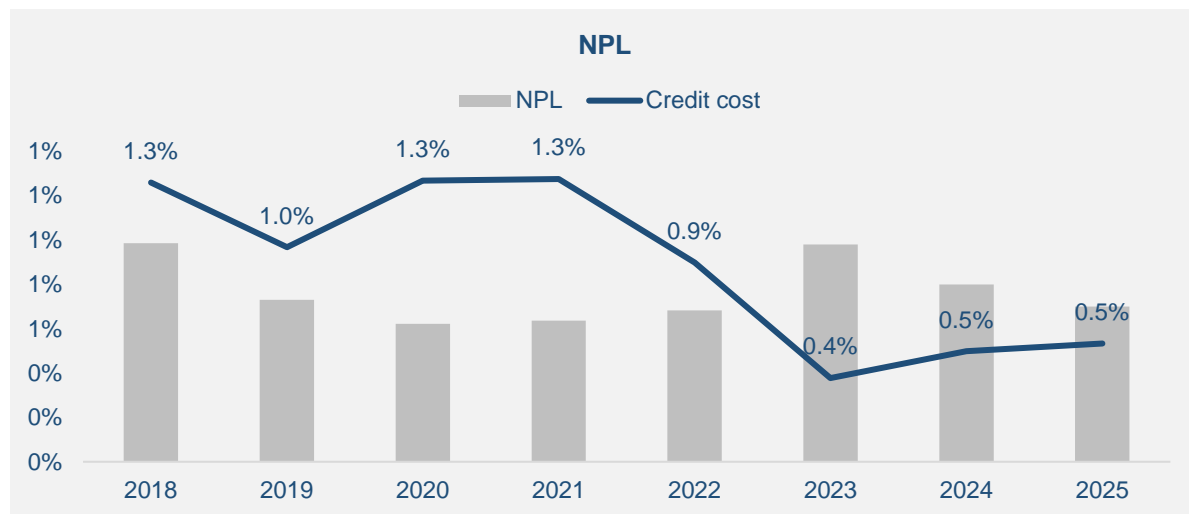
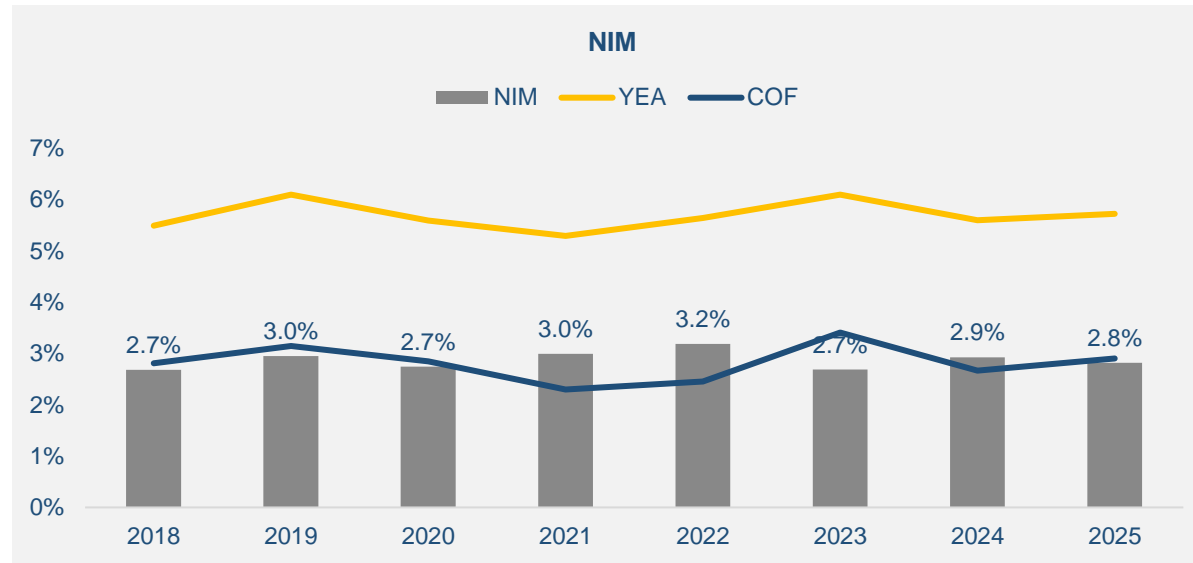
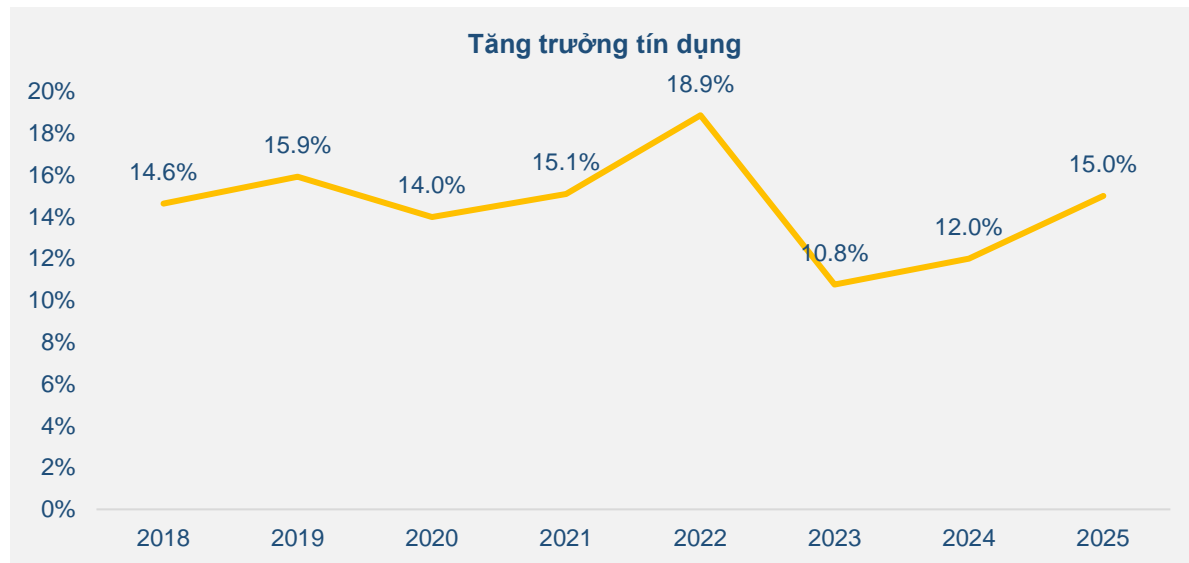
- **Hiệu quả hoạt động cao.** ROE của VCB trung bình 5 năm của VCB ở mức 23%, cao nhất trong nhóm 140 ngân hàng niêm yết có quy mô tài sản lớn nhất khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Dù hiệu quả sinh lời cao nhưng tốc độ tăng trưởng của VCB vẫn rất ấn tượng. LNST trung bình 5 năm tăng trưởng 17%/năm, Tổng tài sản tăng trưởng 10%/năm, cao hơn mặt bằng chung của các ngân hàng trong khu vực.
- **Chất lượng tài sản hàng đầu hệ thống** với tỷ lệ nợ xấu ở mức thấp và tỷ lệ LLRC cao nhất hệ thống. Trong bối cảnh ngành Ngân hàng gặp những thách thức thì NPL của VCB có thể gia tăng nhưng BVSC cho rằng sẽ không tăng ở mức trọng yếu. Với khẩu vị thận trọng, VCB sẽ tiếp tục duy trì vị trí trong top đầu ngành về chất lượng tài sản và vượt qua những cơn gió ngược.
- **VCB là ngân hàng có chi phí vốn thấp nhất hệ thống** và thấp hơn khá nhiều so với ngân hàng đứng thứ 2. Đây là thế mạnh giúp VCB có lợi nhuận cao trong giai đoạn thuận lợi và duy trì lợi nhuận trong giai đoạn khó khăn.
- **VCB dự kiến sẽ nhận chuyển giao bắt buộc ngân hàng 0 đồng** và sẽ nhận được nhiều những lợi ích khác từ đó có thể giúp cho VCB tăng trưởng nhanh hơn.
- **VCB có kế hoạch phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược và chi trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ cao.** VCB có kế hoạch phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược khoảng 363 triệu cổ phiếu, tương đương 6,5% vốn điều lệ và tổng giá trị ước tính khoảng 30.000 tỷ đồng (1,2 tỷ USD).
- **Định giá:** VCB đang giao dịch tại mức P/B năm 2024 là 2,9 lần, thấp hơn khá nhiều so với mức P/B bình quân lịch sử là 3,3 lần.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TOI	68.083	67.723	77.345	89.145
POPP	46.832	45.809	52.569	60.589
PAT	29.919	33.054	36.731	41.996
NIM	3,18%	2,69%	2,93%	2,82%
NPL	0,7%	1,0%	0,8%	1,3%
CIR	31,2%	32,4%	32,0%	32,0%
P/B	3,14	3,13	2,89	2,76
Giá mục tiêu (đồng/cp)				117.735



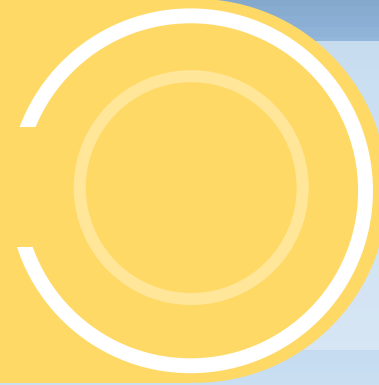
VCB – Chất lượng tài sản hàng đầu

Current price: **87,100 VND/share** - Target price: **117,735 VND/share** – Upside: **+35%** - Recommendation: **Outperform**



CTG

OUTPERFORM | Target: 41.962 VNĐ/CP | Upside: +28%



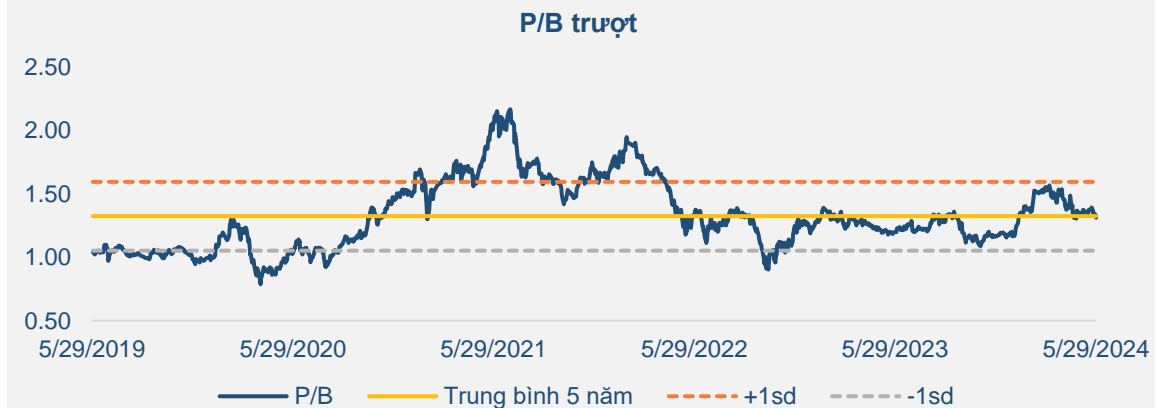
CTG – Kỳ vọng lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng

Current price: 32,750 VND/share - Target price: 41,962 VND/share – Upside: +28% - Recommendation: **Outperform**

Điểm nhấn đầu tư:

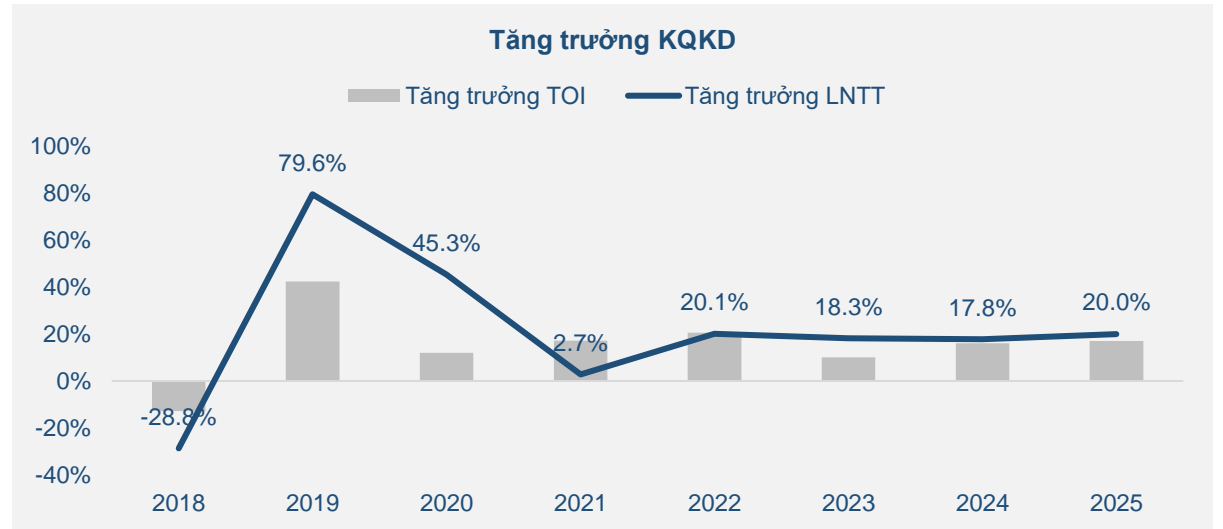
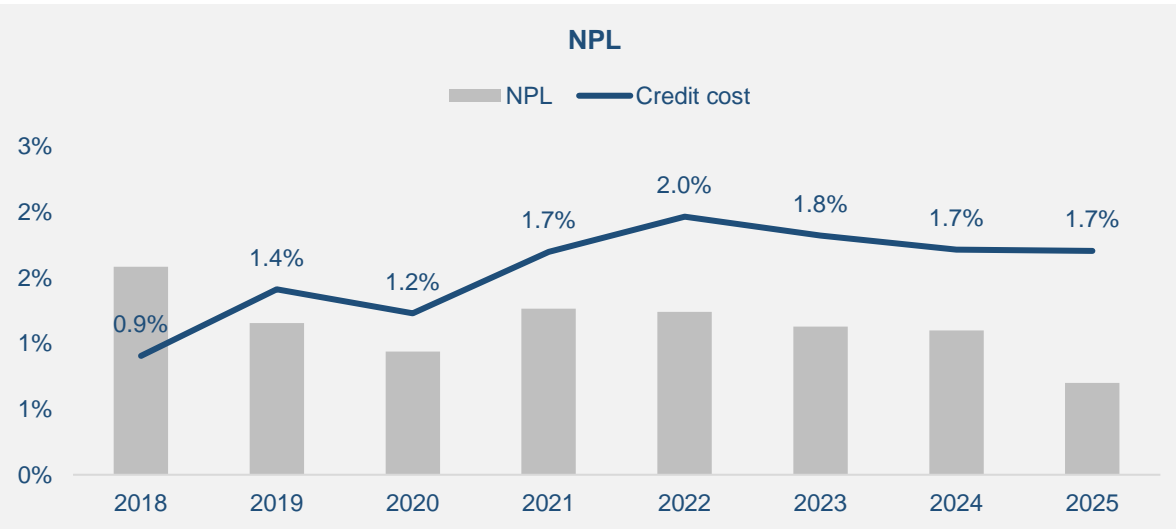
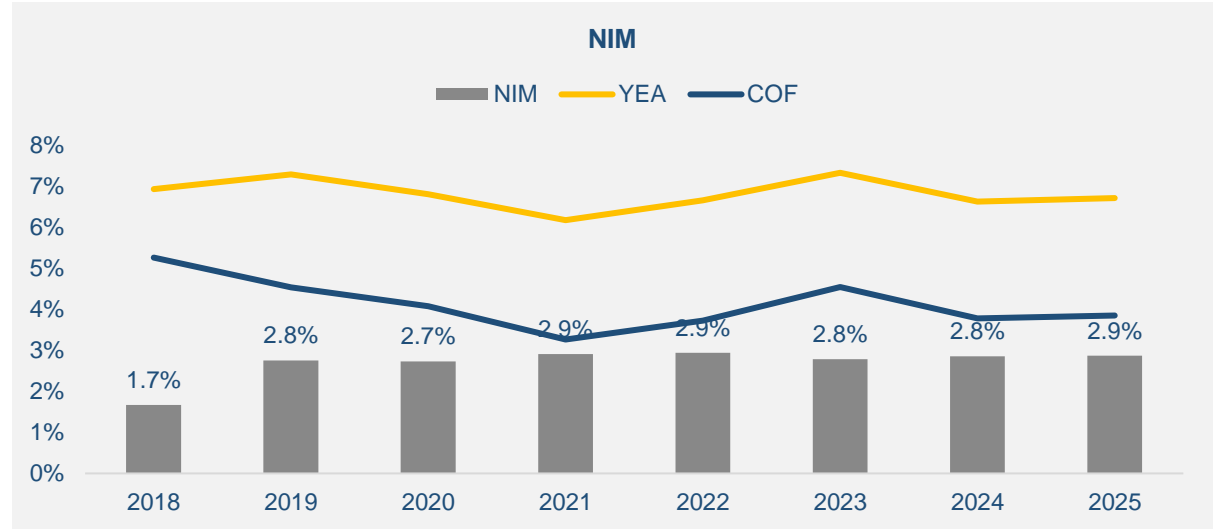
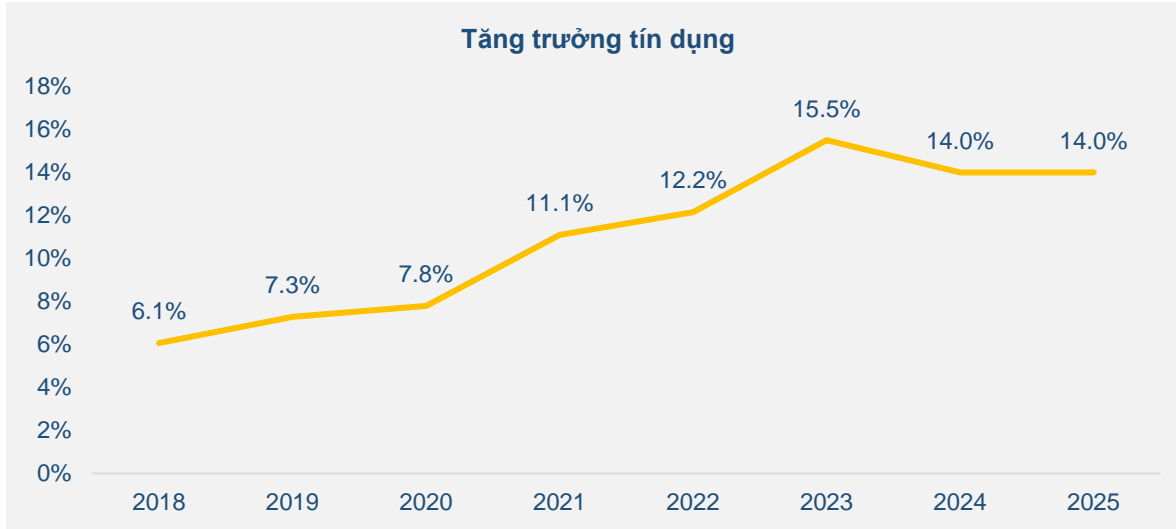
- **Vietinbank là một trong những ngân hàng có sự cải thiện mạnh mẽ nhất trong những năm qua.** Trong giai đoạn từ 2018-2023, CTG tăng trưởng LNST bình quân là 33%, ROE tăng từ mức 8% lên 17,1%.
- **KQKD năm 2024 dự báo tăng trưởng.** Tổng thu nhập hoạt động (TOI) và LNST của CTG dự báo đạt lần lượt 81.943 tỷ đồng (+16% y/y) và 23.627 tỷ đồng (+17% y/y). Động lực tăng trưởng chính: (1) Tăng trưởng tín dụng ở mức 14%; (2) NIM hồi phục 5 bps lên 2,84%; và (3) Credit cost giảm xuống 1,7%.
- **CTG đang đẩy mạnh trích lập dự phòng.** Giai đoạn 2021-2023, CTG đẩy mạnh trích lập dự phòng với chi phí tín dụng (credit cost) ở mức quanh 1,7%-2,0%. Trong khi đó, credit cost trung bình giai đoạn 2014-2020 chỉ khoảng 1%. Đồng thời với việc đẩy mạnh chi phí dự phòng RRTD, CTG cũng đẩy mạnh ghi nhận tăng nợ xấu mới hình thành và tích cực sử dụng dự phòng để xử lý các khoản nợ này. Điều này khiến Nợ khó đòi đã xử lý ở ngoại bảng tăng lên 147.630 tỷ đồng tại cuối năm 2023. So sánh với quy mô tổng cho vay KH, CTG thuộc nhóm những ngân hàng có nợ đã xử lý ngoại bảng đang lớn nhất.
- **CTG nắm tỷ lệ trái phiếu thấp,** giảm khả năng chịu tác động từ rủi ro trái phiếu doanh nghiệp.
- **Tăng vốn điều lệ tạo bộ đệm vốn thúc đẩy tăng trưởng.** CTG đã thực hiện phát hành cổ phiếu trả cổ tức với tỷ lệ 11,74% từ nguồn lợi nhuận năm 2020. CTG có kế hoạch phát hành tăng vốn: (1) 12.329 tỷ từ nguồn lợi nhuận còn lại của năm 2021 và trước 2016 (25,66%); và (2) chia cổ tức bằng cổ phiếu dự kiến 11.521 tỷ từ nguồn lợi nhuận 2022.
- **Định giá:** CTG đang giao dịch tại mức P/B năm 2024 là 0,9 lần, thấp hơn 35% so với bình quân lịch sử.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
TOI	64.117	70.548	81.943	95.888
POPP	44.922	50.105	56.541	66.163
PAT	16.984	20.045	23.627	28.361
NIM	2,94%	2,78%	2,85%	2,87%
NPL	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%
CIR	29,9%	29,0%	31,0%	31,0%
P/B	1,37	1,24	1,31	1,25
Giá mục tiêu (đồng/cp)				41.962



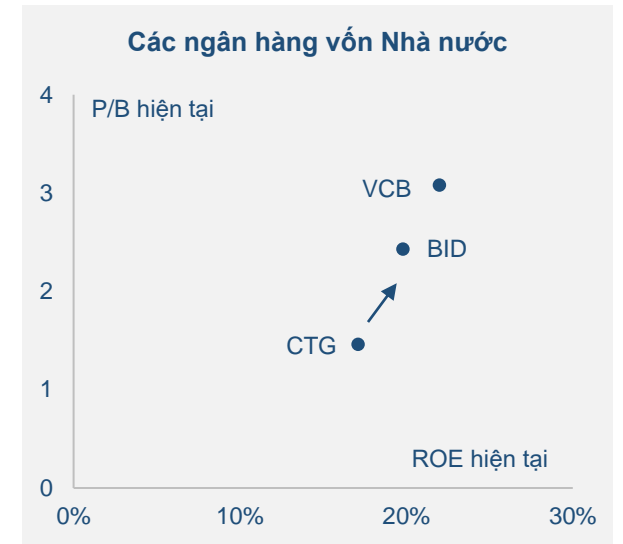
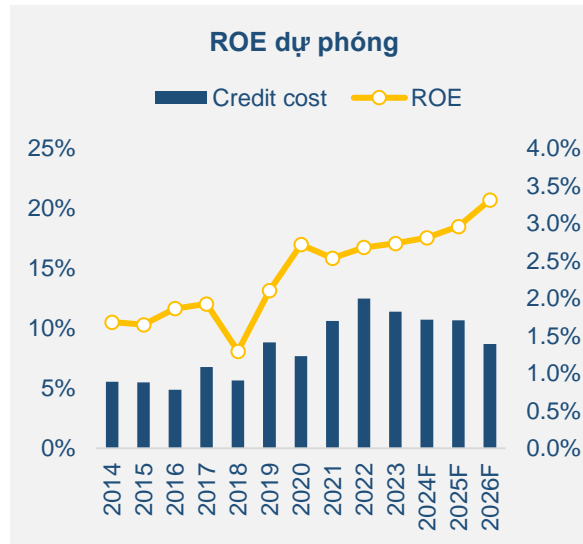
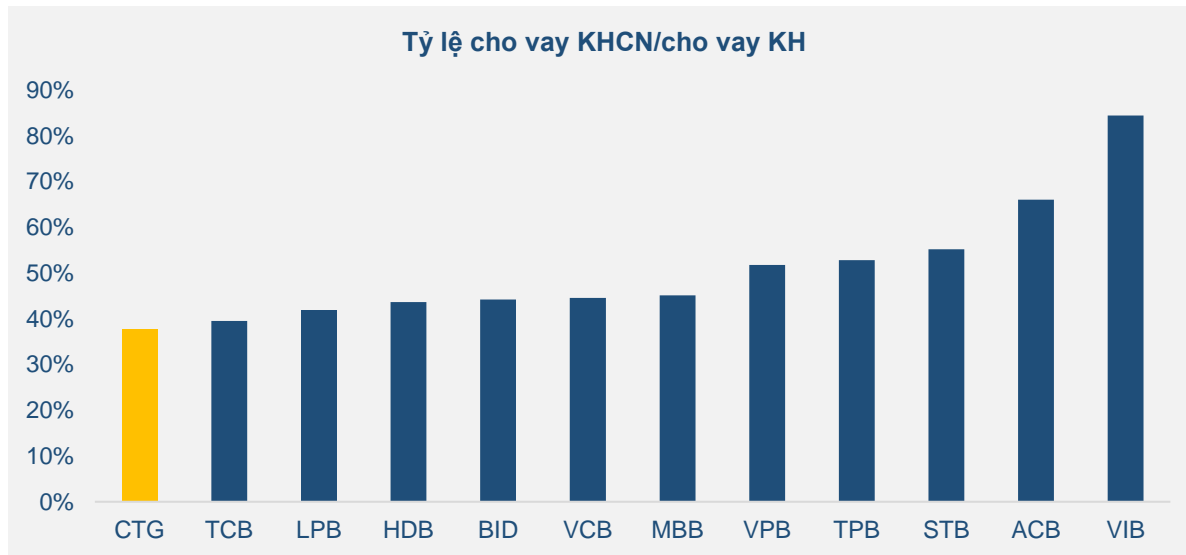
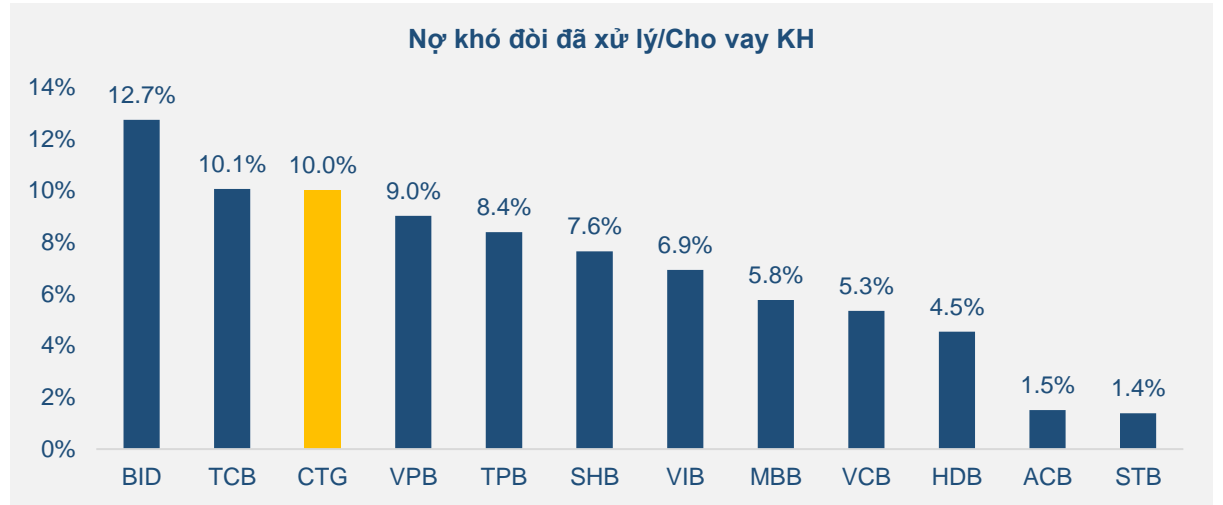
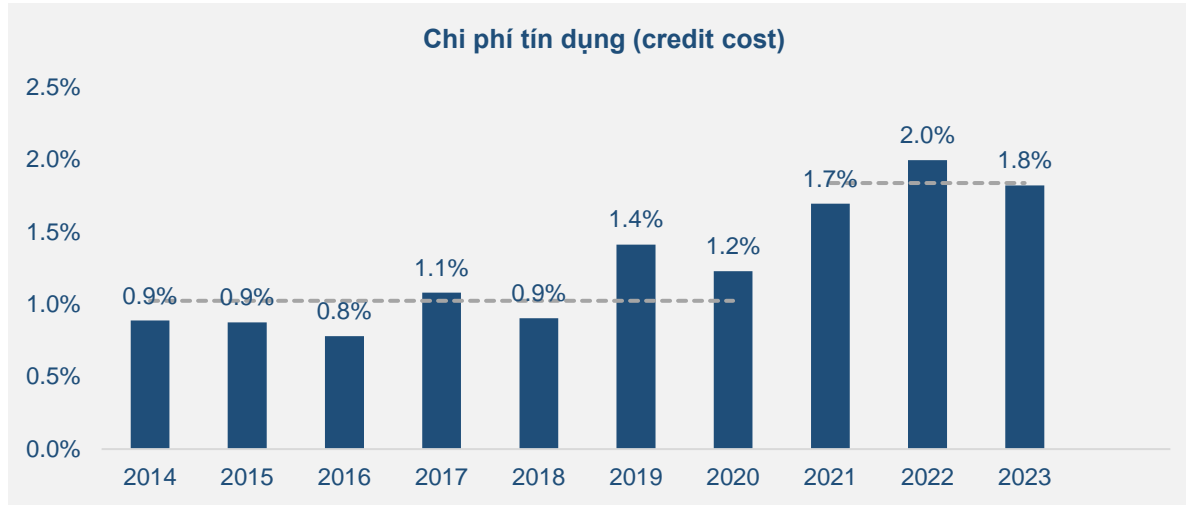
CTG – Kỳ vọng lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng

Current price: **32,750 VND/share** - Target price: **41,962 VND/share** – Upside: **+28%** - Recommendation: **Outperform**



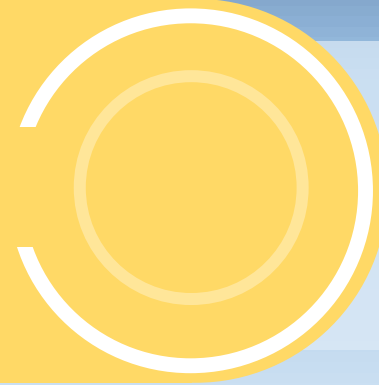
CTG – Kỳ vọng lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng

Current price: **32,750 VND/share** - Target price: **41,962 VND/share** – Upside: **+28%** - Recommendation: **Outperform**



TCB

NEUTRAL | Target: 27.344 VNĐ/CP | Upside: +10,3%



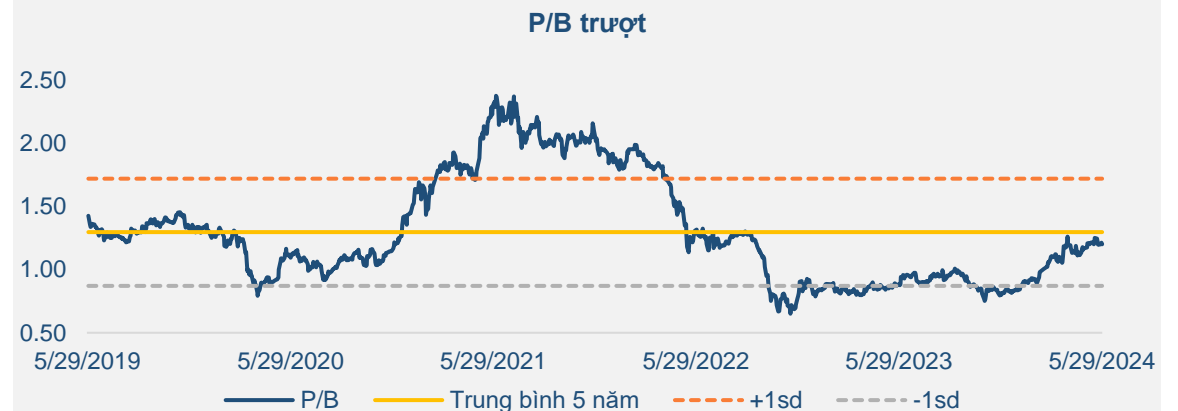
TCB – Ngân hàng có hiệu quả hoạt động hàng đầu

Current price: **24,400 VND/share** - Target price: **27,344 VND/share** – Upside: **+10.3%** - Recommendation: **Neutral**

Điểm nhấn đầu tư:

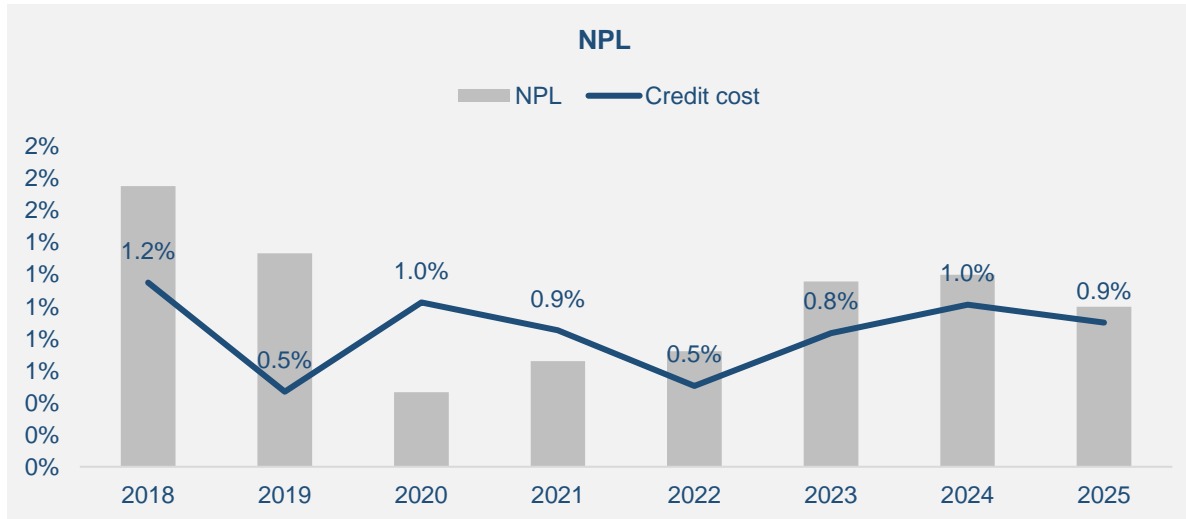
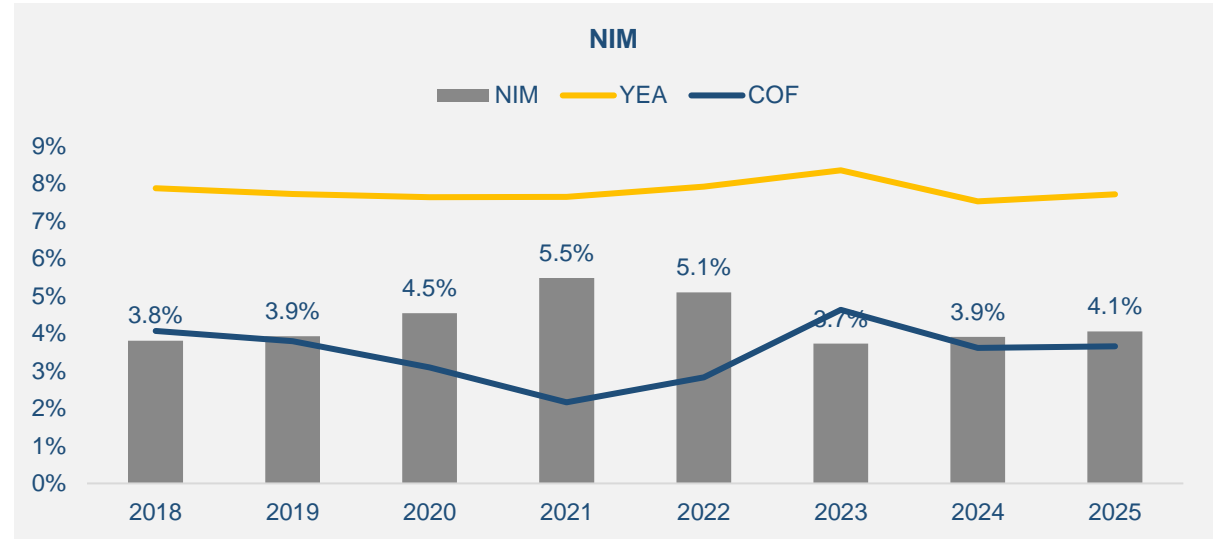
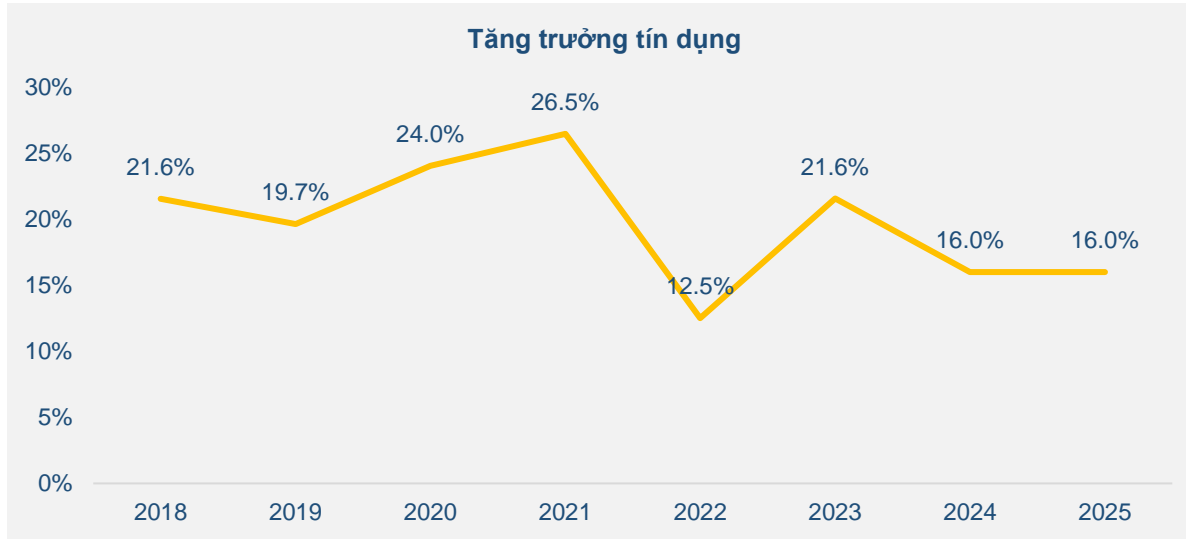
- **TCB là ngân hàng có hiệu quả hoạt động cao** với ROA cao vượt trội so với các ngân hàng khác trong hệ thống và ROE bình quân 5 năm gần đây trên 19%. Với hệ số đòn bẩy tài chính chỉ 6,2, là mức rất thấp so với bình quân hệ thống, TCB có nhiều tiềm năng gia tăng hiệu quả.
- **KQKD năm 2024 dự báo tăng trưởng tốt.** Tổng thu nhập hoạt động và LNST dự báo đạt lần lượt 50.095 tỷ đồng (+25% y/y) và 21.810 tỷ đồng (+20% y/y). Dự báo dựa trên cơ sở: (1) Tăng trưởng tín dụng TCB đạt 16%; (2) NIM hồi phục lên 3,9% nhờ COF dự báo giảm; (3) Dự phòng RRTD ở mức 4.047 tỷ đồng, tăng nhẹ so với 2023; và (4) CIR duy trì ở mức quanh 34%.
- **TCB dự kiến trình chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt trong dài hạn** với mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt ít nhất 20% của tổng LNST. Chính sách mới này cho thấy niềm tin của Ban lãnh đạo vào kết quả kinh doanh tích cực của TCB trong dài hạn và chất lượng tài sản vẫn tốt. Chi trả cổ tức bằng tiền mặt cũng giúp cải thiện chỉ số ROE và định giá của TCB tăng lên nếu các yếu tố khác không thay đổi. Theo chia sẻ của TCB, tỷ lệ an toàn vốn cấp 1 vẫn sẽ được duy trì ở mức 14-15%.
- **Tăng trưởng tín dụng dự báo đạt 16% trong 2024.** Động lực chính là đến từ cho vay KH lớn dự báo tăng trưởng tín dụng 25% trong năm 2024. Nhóm khách hàng SME tăng trưởng 16% và nhóm KHCCN hồi phục nhưng tăng trưởng thấp hơn ở mức 10%.
- **Khả năng thu hút khách hàng để lựa chọn TCB làm ngân hàng thanh toán (MOA) và đẩy mạnh thu nhập từ phí.** Lợi thế cạnh tranh chính của TCB là giúp khách hàng có trải nghiệm đơn giản, dễ dàng, thuận tiện. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ phí của TCB tiếp tục tăng trưởng trong 2024 và chiếm tỷ trọng trên 30% trong tổng thu nhập hoạt động của TCB trong năm 2024.
- **Định giá:** TCB đang giao dịch ở mức P/B năm 2024 là 0,7, là mức thấp hơn 56% so với P/B bình quân lịch sử.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TOI	40.902	40.061	50.095	58.801
POPP	27.504	26.809	33.088	38.838
PAT	20.436	18.191	21.810	27.023
NIM	5,09%	3,73%	3,91%	4,05%
NPL	0,7%	1,2%	1,2%	1,3%
CIR	32,8%	33,1%	34,0%	34,0%
P/B	1,30	0,88	1,20	1,16
Giá mục tiêu (đồng/cp)				27,344



TCB – Ngân hàng có hiệu quả hoạt động hàng đầu

Current price: **24,400 VND/share** - Target price: **27,344 VND/share** – Upside: **+10.3%** - Recommendation: **Neutral**



VIB

OUTPERFORM | Target: 29.604 VNĐ/CP | Upside: +29%



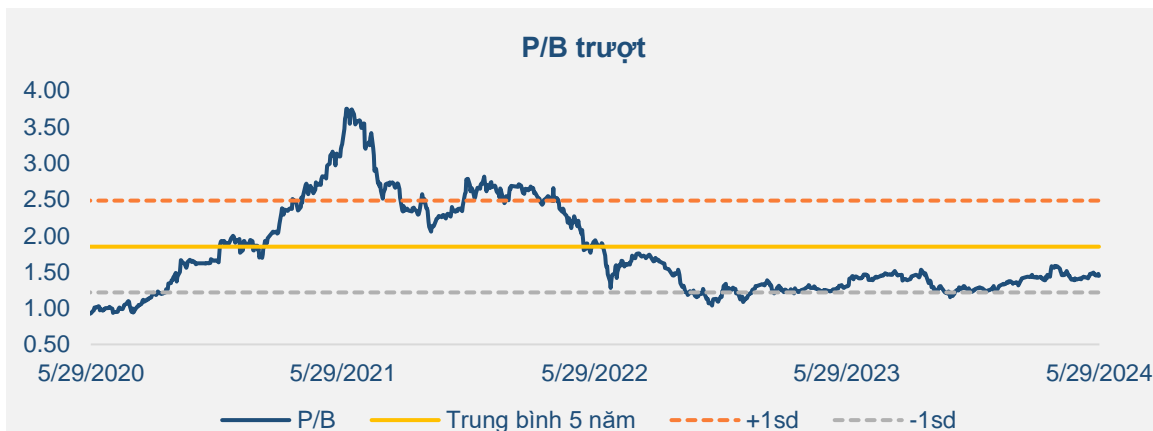
VIB – Thời điểm khó khăn nhất đã qua

Current price: **22,900 VND/share** - Target price: **29,604 VND/share** – Upside: **+29%** - Recommendation: **Outperform**

Điểm nhấn đầu tư:

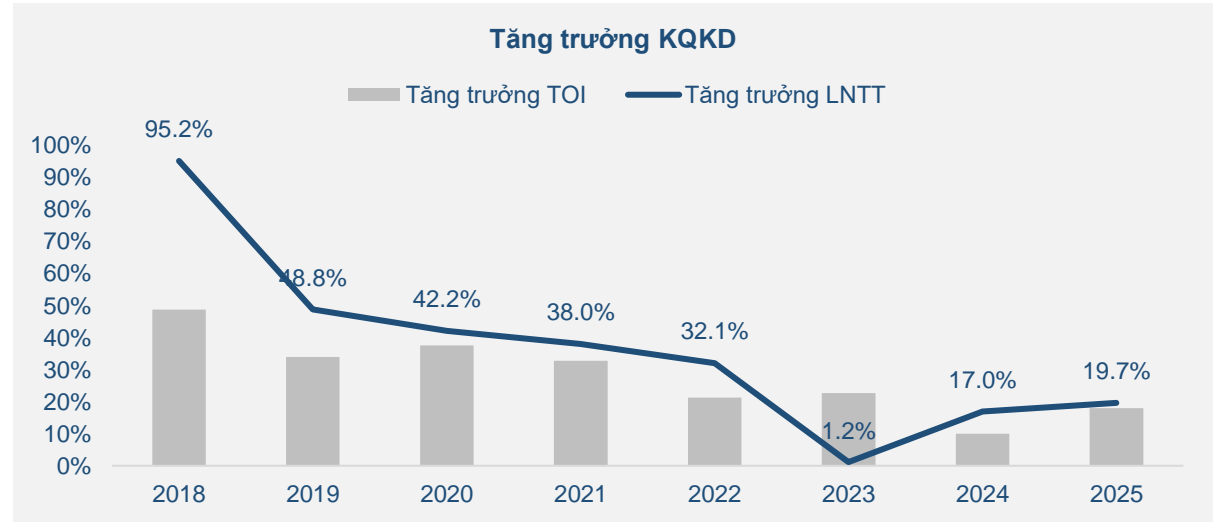
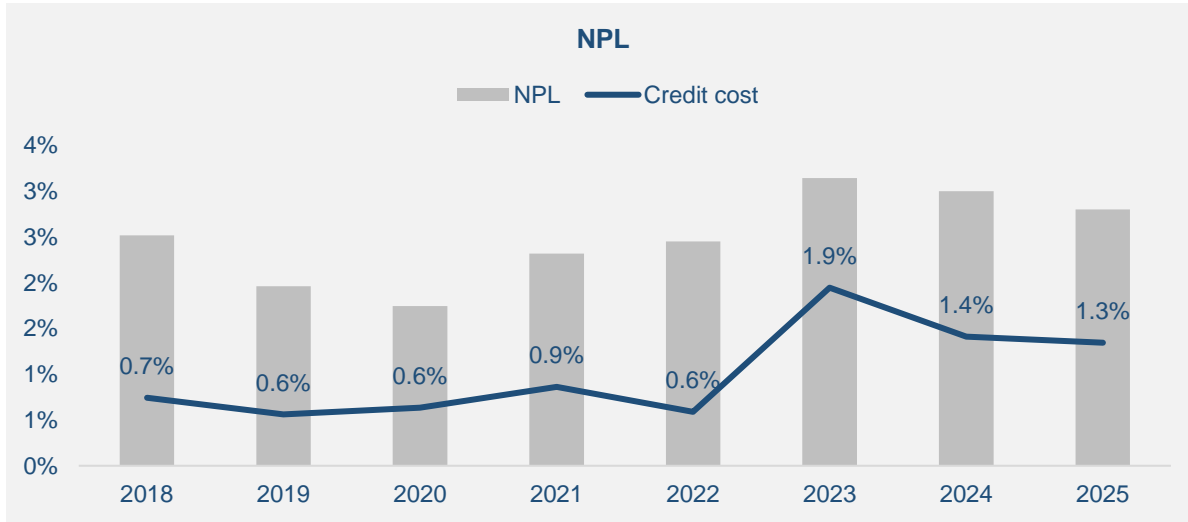
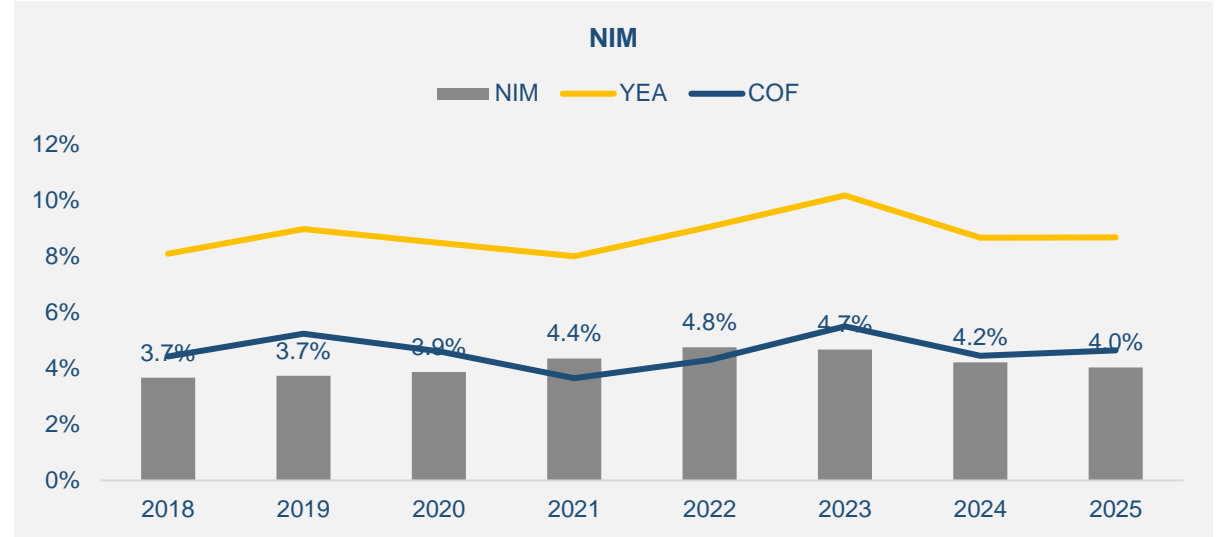
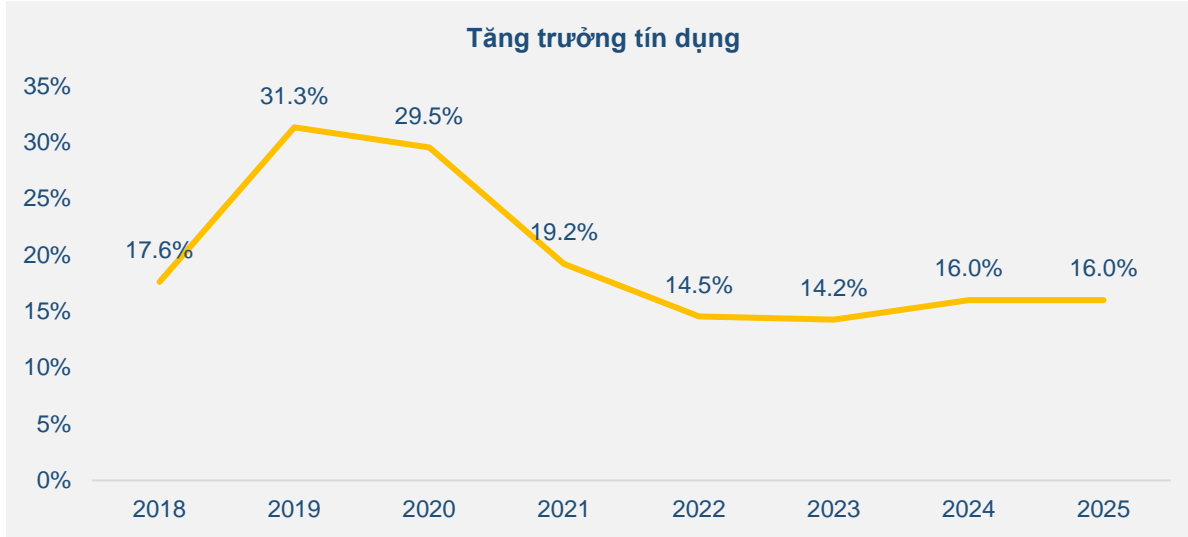
- **KQKD năm 2024 dự báo tăng trưởng tốt.** Tổng thu nhập hoạt động và LNST dự báo đạt lần lượt 24.376 tỷ đồng (+10% y/y) và 10.017 tỷ đồng (+17% y/y). Dự báo dựa trên cơ sở: (1) Tăng trưởng tín dụng VIB đạt 16%; (2) NIM giảm nhẹ về 4,3%, vẫn ở mức khá cao; (3) Dự phòng RRTD ở mức 4.057 tỷ đồng, giảm 16% so với 2023; và (4) CIR duy trì ở mức quanh 32%.
- **Hiệu quả sinh lời của VIB cao so với các ngân hàng khác.** Nhờ duy trì tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân khoảng 90%, ROE TTM của VIB cao nhất trong nhóm 12 ngân hàng niêm yết có quy mô tài sản lớn nhất. VIB duy trì ROE trung bình 23% trong 6 năm và sử dụng nguồn lợi nhuận để liên tục tăng vốn giúp quy mô tài sản VIB tăng lên hơn 342.000 tỷ đồng (top 11 các DN niêm yết). LNST cũng duy trì tốc độ tăng trưởng nhanh với CAGR 50% trong 5 năm.
- **Nợ xấu VIB dự báo đạt đỉnh và KQKD phục hồi trong thời gian tới.** Nợ nhóm 2 bắt đầu giảm trong Q4/2023 và chúng tôi kỳ vọng nợ nhóm 2 và Tỷ lệ nợ xấu (NPL ratio) tiếp tục giảm trong thời gian tới nhờ: (1) môi trường lãi suất thấp giúp tăng khả năng trả nợ của khách hàng, (2) tăng trưởng kinh tế cũng tốt dần trở lại giúp cải thiện thu nhập của khách hàng, (3) các chính sách hỗ trợ của Chính phủ và NHNN như Nghị định 08/2023/NĐ-CP, Thông tư 02/2023/TT-NHNN.... Ngoài ra, nhờ tài sản đảm bảo chất lượng tốt, VIB sẽ hoàn nhập lại dự phòng rủi ro.
- **Chiến lược cạnh tranh của VIB hiệu quả.** Các sản phẩm cho vay mua nhà của VIB có ưu thế: (1) Hệ thống xét duyệt tự động và được chuẩn hóa; (2) Các khoản cho vay BĐS của VIB đa phần có pháp lý đầy đủ nên thủ tục xét duyệt nhanh; và (3) thời hạn cho vay của VIB tương đối dài, tối đa lên tới 30 năm và 90% nhu cầu vốn. VIB cũng duy trì các ưu thế cạnh tranh trong các sản phẩm thẻ tín dụng và cho vay mua ô tô.
- **Định giá:** VIB đang giao dịch ở mức P/B 1,4 lần thấp hơn so với P/B bình quân lịch sử là 1,8 lần.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TOI	18.058	22.160	24.376	28.762
POPP	11.861	15.550	16.576	19.558
PAT	8.469	8.562	10.017	11.988
NIM	4,8%	4,7%	4,2%	4,0%
NPL	2,5%	3,1%	3,0%	2,5%
CIR	34,3%	29,8%	32,0%	32,0%
P/B	1,8	1,3	1,2	1,0
Giá mục tiêu (đồng/cp)				29.604



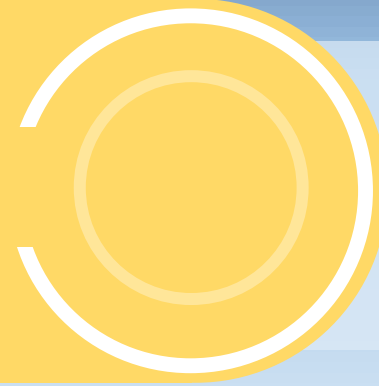
VIB – Thời điểm khó khăn nhất đã qua

Current price: **22,900 VND/share** - Target price: **29,604 VND/share** – Upside: **+29%** - Recommendation: **Outperform**



VPB

OUTPERFORM | Target: 24.933 VNĐ/CP | Upside: +33%



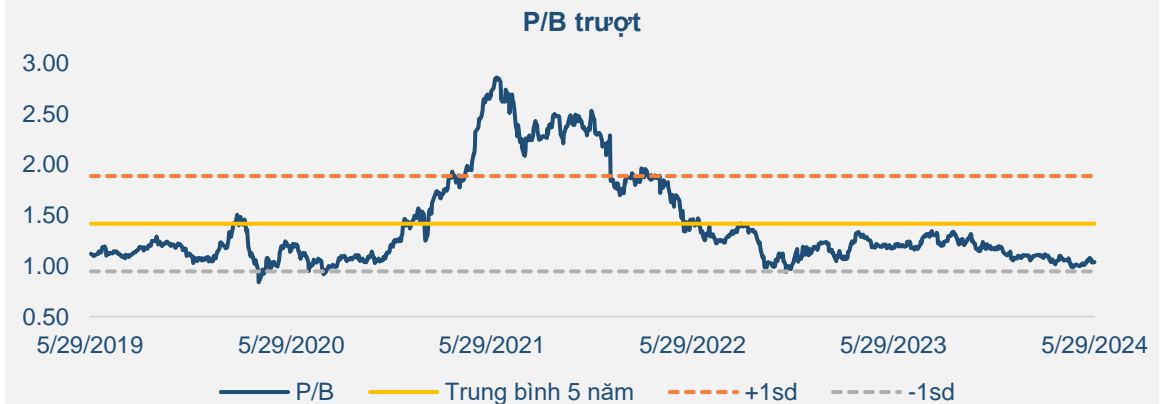
VPB – Ngân hàng có vốn điều lệ lớn nhất hệ thống

Current price: 18,750 VND/share - Target price: 24,933 VND/share – Upside: +33% - Recommendation: **Outperform**

Điểm nhấn đầu tư:

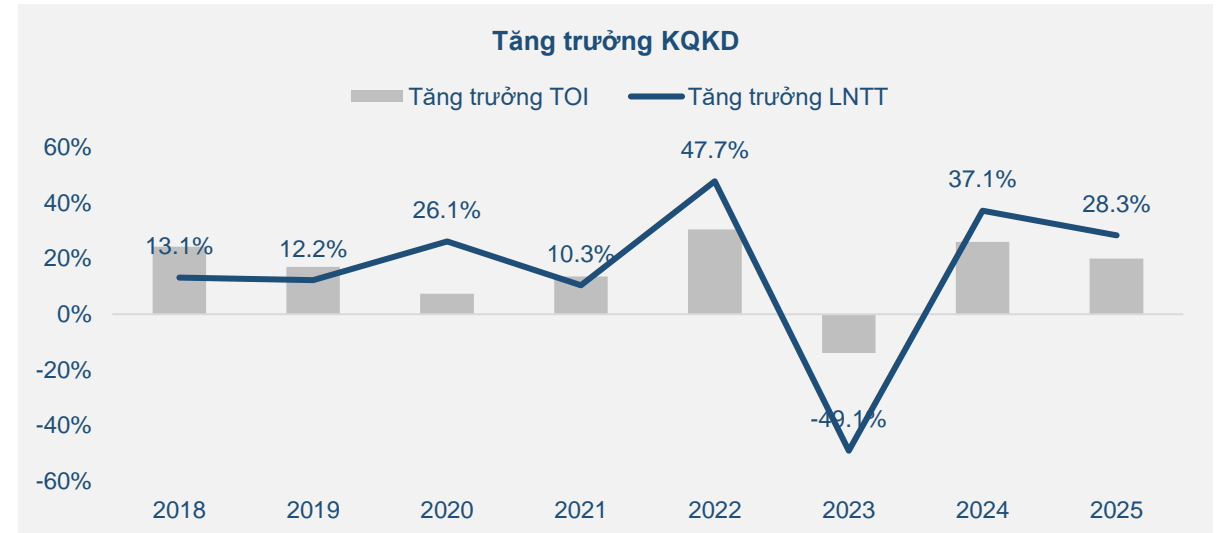
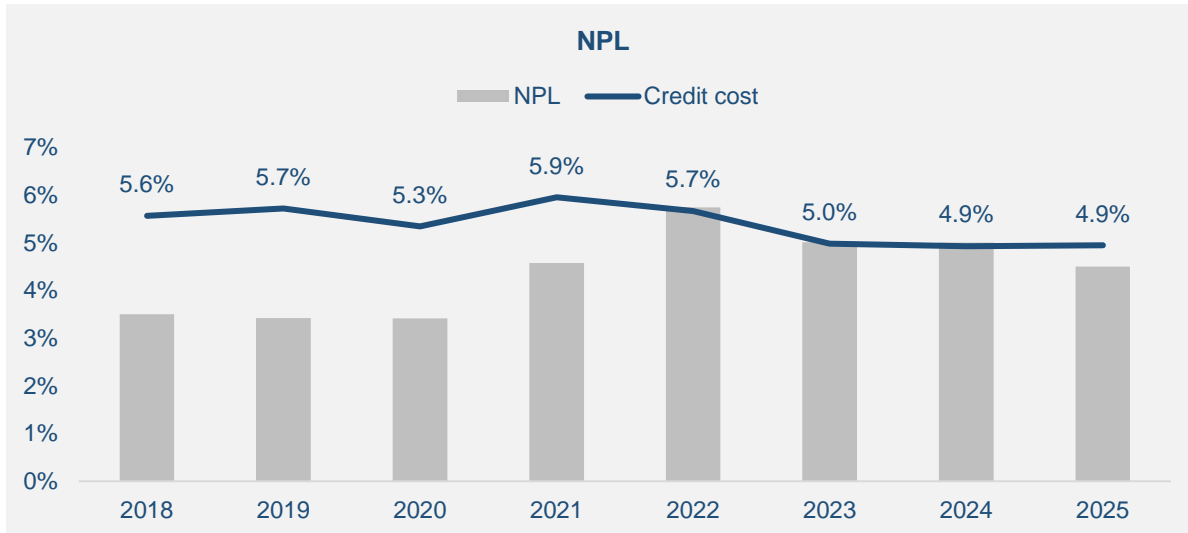
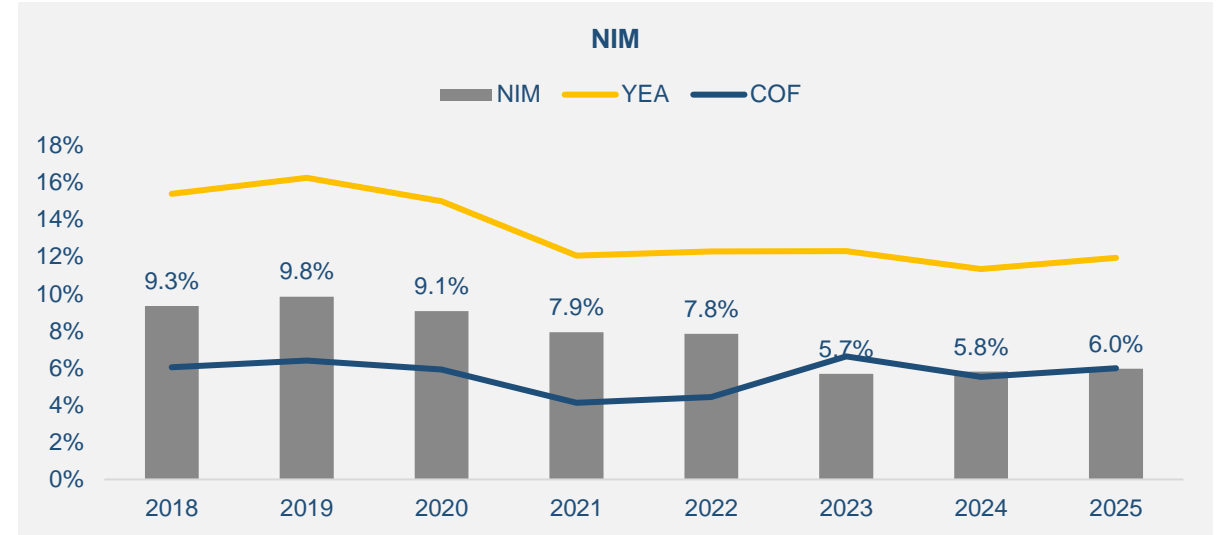
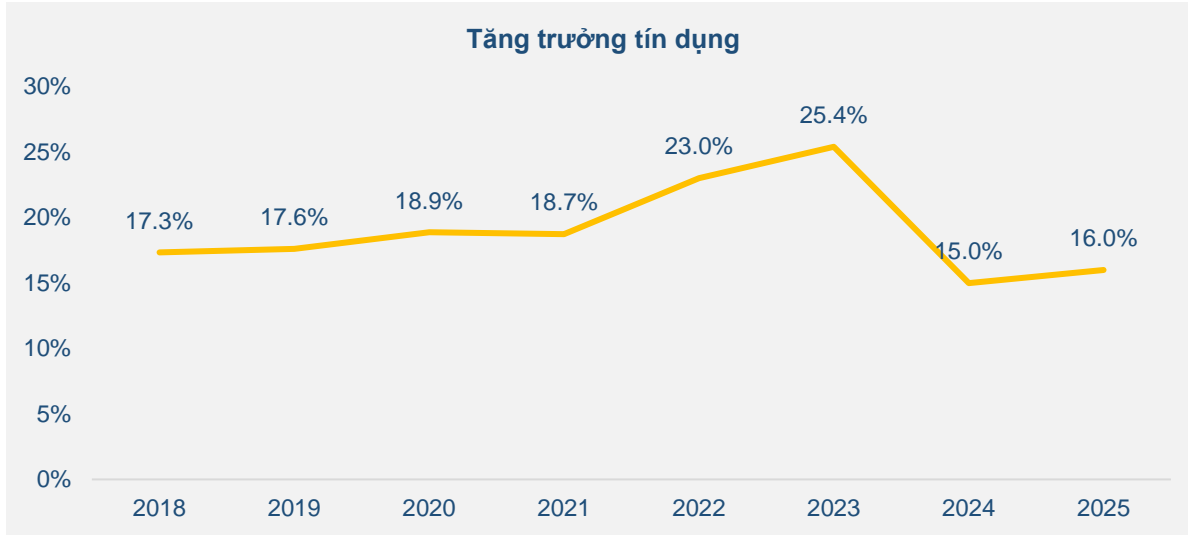
- **Vốn điều lệ tăng mạnh** và trở thành ngân hàng có vốn điều lệ lớn nhất. VPB cũng đã hoàn thành phát hành riêng lẻ cho cổ đông SMBC và trở thành ngân hàng có CAR cao nhất toàn hệ thống.
- **Cho vay tiêu dùng được kỳ vọng phục hồi.** BVSC kỳ vọng FE Credit sẽ có lãi trở lại trong 2024 giúp KQKD của VPB cải thiện mạnh mẽ. VPB đã tái cơ cấu được hơn 70% danh mục KH cho vay của FE Credit giúp giảm chi phí trích lập dự phòng rủi ro trong thời gian tới. Ngoài ra, tiêu dùng kỳ vọng phục hồi tốt trong 2H2024 cũng sẽ giúp hỗ trợ KQKD của VPB.
- **Tiếp nhận tổ chức tín dụng bắt buộc** và nhận lại được một số lợi ích giúp cho VPB có thể tăng trưởng nhanh hơn. Ngoài ra, dự thảo về việc nới room nước ngoài lên 49% cho 2 ngân hàng tham gia tiếp nhận tổ chức tín dụng bắt buộc thì VPB là ứng viên sáng giá có thể được nới room.
- **Chất lượng tài sản của VPB suy giảm** do tác động từ kinh tế suy yếu, mặt bằng lãi suất cao, thị trường bất động sản suy yếu cũng như tác động từ các nền kinh tế lớn. Tuy nhiên, BVSC đánh giá nhiều khả năng tỷ lệ nợ xấu đã ở vùng đỉnh và sẽ có sự cải thiện trong thời gian tới nhờ lãi suất giảm nhanh và duy trì ở mặt bằng thấp cũng như kỳ vọng nền kinh tế phục hồi.
- **Hoàn thiện hệ sinh thái** với việc mua lại Công ty chứng khoán ASC và công ty bảo hiểm OPES.
- **Định giá:** VPB đang giao dịch tại mức P/B là 1 lần, là mức thấp hơn so với mức P/B bình quân lịch sử là 1,4 lần.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TOI	57.797	49.739	62.656	75.204
POPP	43.681	35.798	44.799	53.771
PAT	18,168	9,974	12,437	15,058
NIM	7,84%	5,68%	5,81%	5,96%
NPL	5,7%	5,0%	5,0%	4,8%
CIR	24,4%	28,0%	28,5%	28,5%
P/B	1,42	1,21	1,09	1,00
Giá mục tiêu (đồng/cp)				24.933



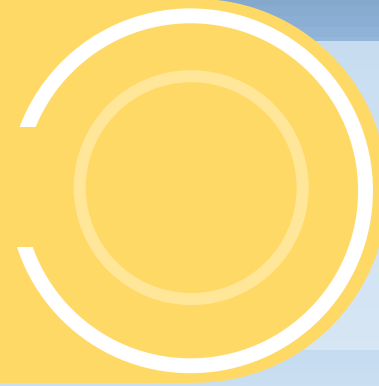
VPB – Ngân hàng có vốn điều lệ lớn nhất hệ thống

Current price: 18,750 VND/share - Target price: 24,933 VND/share – Upside: +33% - Recommendation: **Outperform**



ACB

OUTPERFORM | Target: 29.173 VNĐ/CP | Upside: +18%



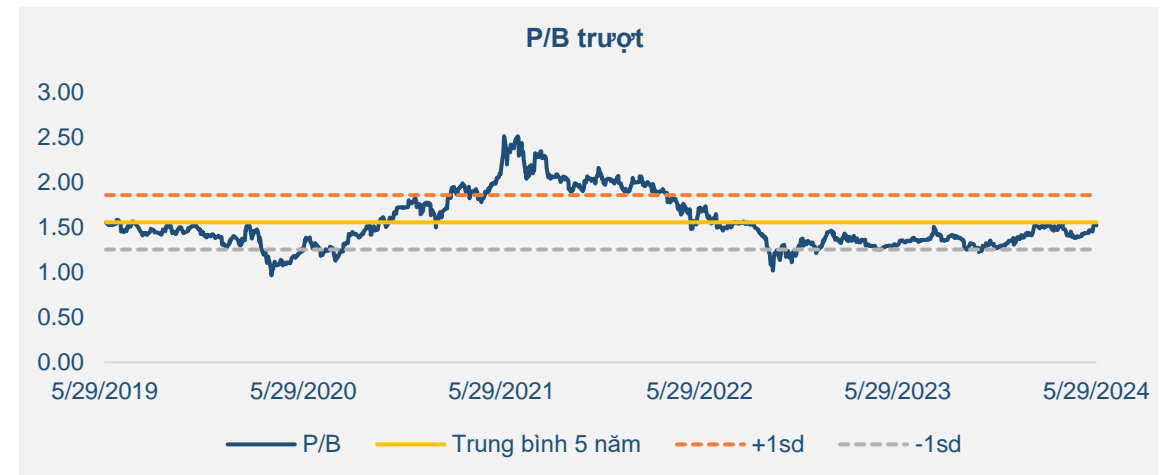
ACB – Tăng trưởng bền vững trước nhiều tác động tiêu cực

Current price: **24,550 VND/share** - Target price: **29,173 VND/share** – Upside: **+18%** - Recommendation: **Outperform**

Điểm nhấn đầu tư:

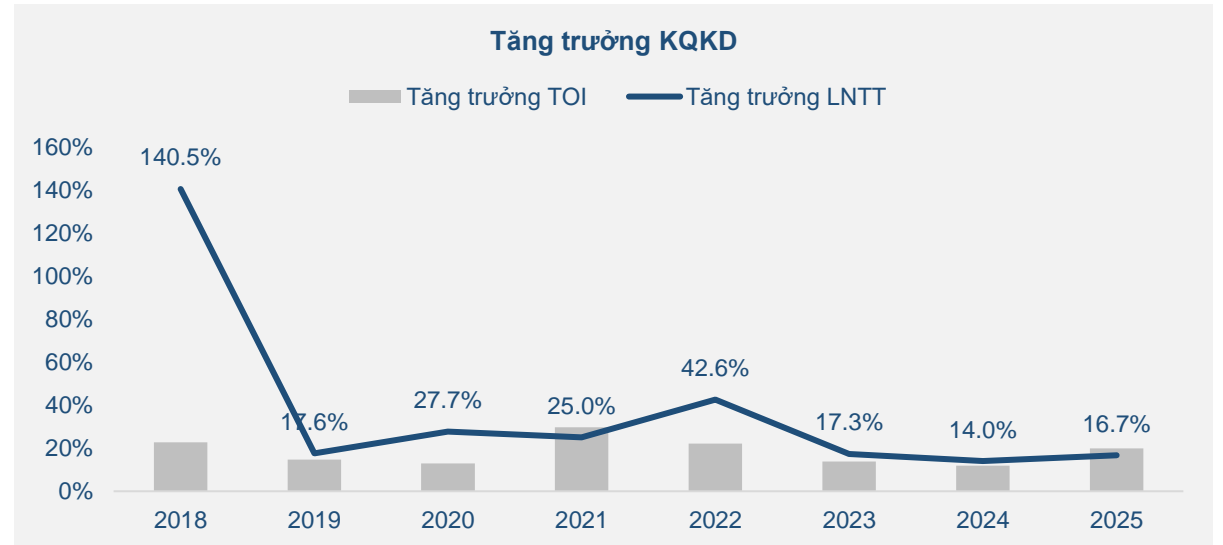
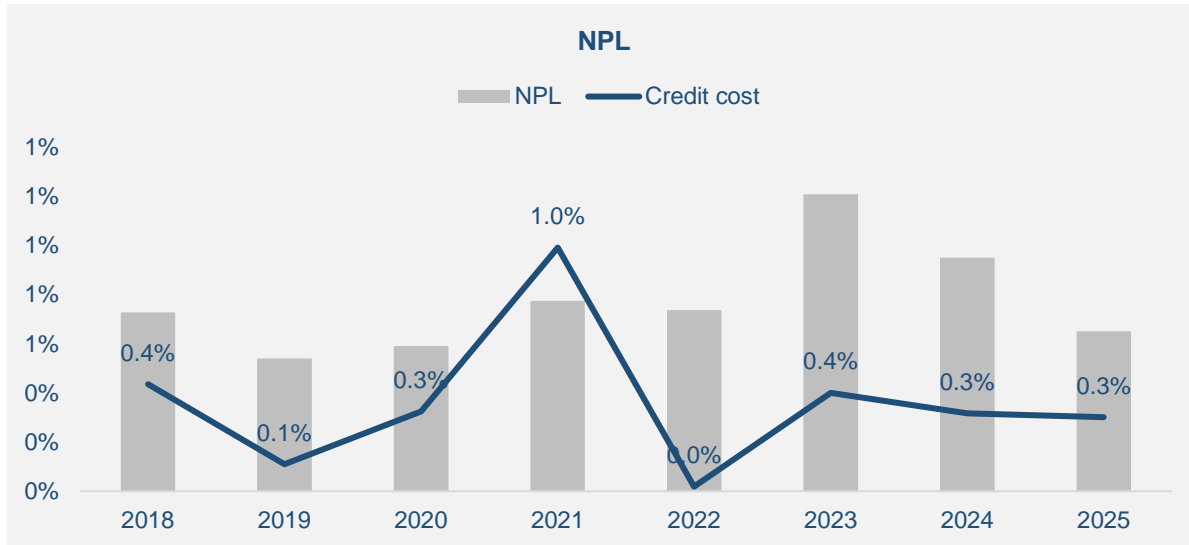
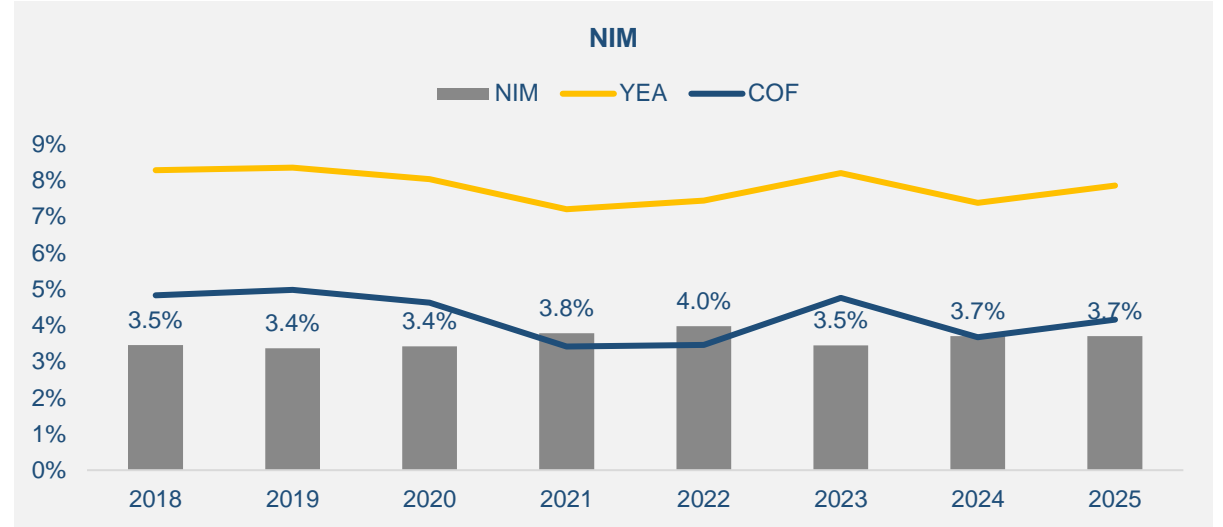
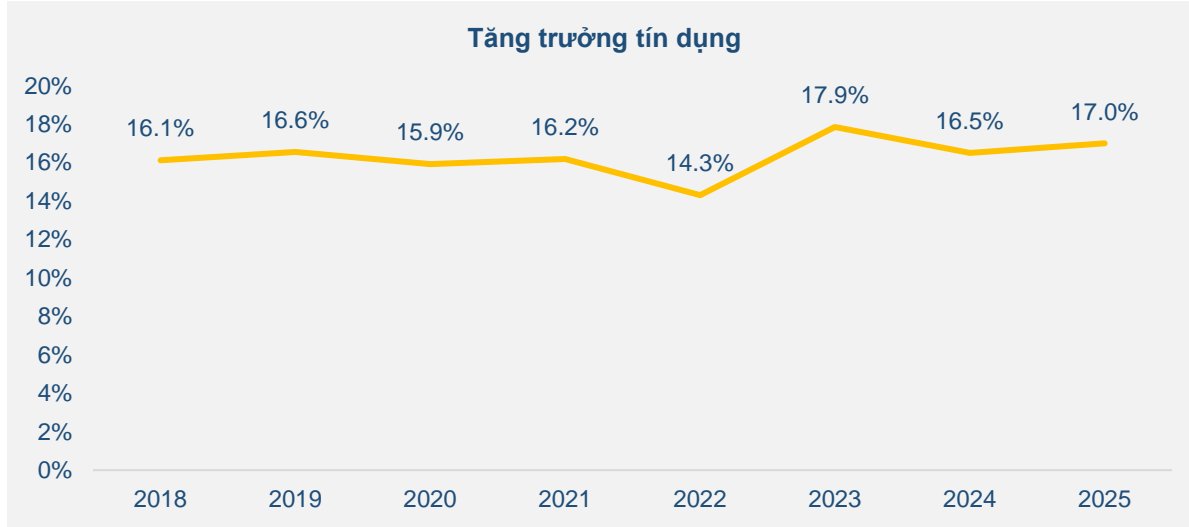
- **Tăng trưởng tín dụng tích cực, đạt 3,8% trong Q1/2024.** Tính đến giữa tháng 05/2024 đạt khoảng 6,71%, tích cực hơn mức toàn ngành chỉ khoảng 2%.
- **NIM kỳ vọng cải thiện trong năm 2024** khi lãi suất huy động giảm mạnh và phản ánh vào chi phí vốn của ACB.
- **Chất lượng tài sản vẫn duy trì tốt** (NPL nội bảng vẫn dưới 1,0%, NPL báo cáo tăng chủ yếu do khách hàng phát sinh dư nợ CIC từ ngân hàng khác).
- Bộ đệm dự phòng cao giúp ngân hàng không gặp nhiều khó khăn trong xử lý nợ xấu.
- Kỳ vọng CASA cải thiện khi lãi suất huy động xuống thấp và nhu cầu tiêu dùng, đầu tư hồi phục trở lại.
- Chiến lược kinh doanh hướng đến sự phát triển bền vững: không đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp và tỷ trọng cho vay các công ty phát triển bất động sản được giữ ở mức thấp.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TOI	28.790	32.747	36.612	43.898
POPP	17.185	21.872	24.530	28.534
PAT	13.688	16.045	18.287	21.349
NIM	4,30%	3,91%	4,09%	4,20%
NPL	0,74%	1,21%	0,95%	0,65%
CIR	40,31%	33,21%	33,00%	35,00%
P/B	1,58	1,34	1,23	1,00
Giá mục tiêu (đồng/cp)				29.173



ACB – Tăng trưởng bền vững trước nhiều tác động tiêu cực

Current price: **24,550 VND/share** - Target price: **29,173 VND/share** – Upside: **+18%** - Recommendation: **Outperform**



Báo cáo ngành Bất động sản 2H.2024 và góc nhìn 2025-2026

Nhóm cổ phiếu bất động sản đã sẵn sàng cho chu kỳ phát triển mới



Nhóm cổ phiếu bất động sản đã sẵn sàng cho chu kỳ phát triển mới

Cập nhật các điểm nhấn trung hạn

Đánh giá triển vọng TT BĐS các khu vực tỉnh

Triển vọng doanh nghiệp & Khuyến nghị



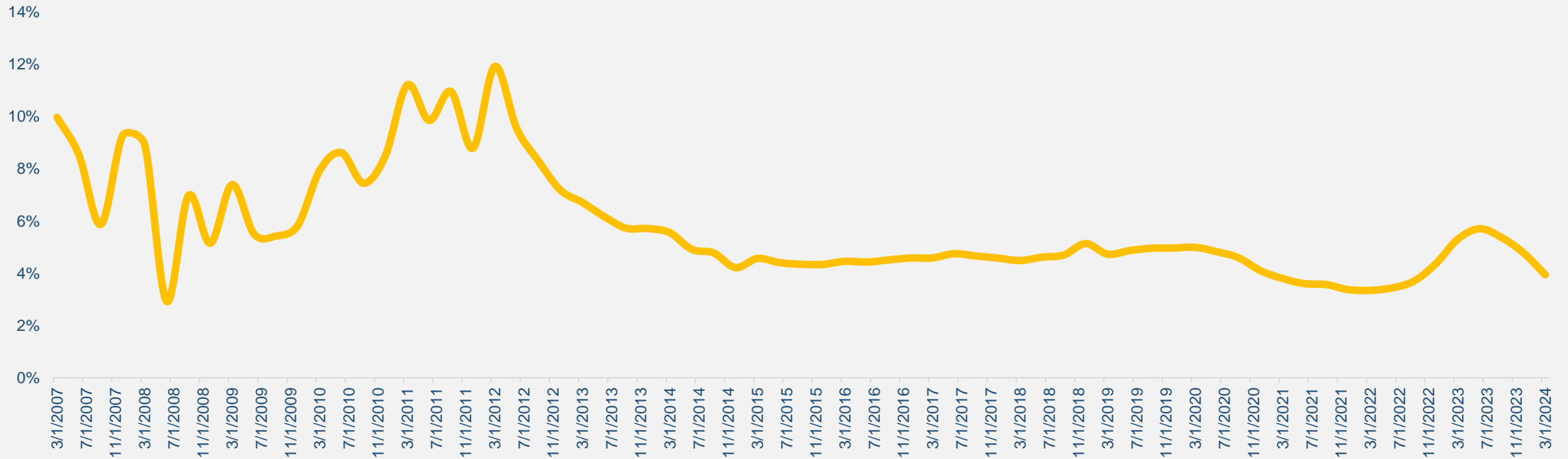
Lãi suất huy động tăng trở lại để ổn định tỷ giá nhưng lãi suất cho vay vẫn ở mức hấp dẫn

Cập nhật các động lực trung hạn

- **Mặt bằng lãi suất:** lãi suất huy động có xu hướng tăng trở lại trước áp lực tỷ giá và dự báo từ mức rất thấp (3-4%/năm) về mức 4-5%/năm trong nửa sau 2024.
- **Mặt bằng lãi suất cho vay:** giảm nhanh vào cuối năm 2023 với mức lãi suất cho vay mua BĐS thấp nhất ghi nhận là 6% từ một số ngân hàng vốn nước ngoài.
- **Xu hướng lãi suất cho vay:** chi phí huy động có gia tăng nhưng vẫn ở mức thấp nên lãi suất cho vay sẽ vẫn duy trì mức phổ biến là 6,5-7,5%/năm, tùy ngân hàng.

Chi phí huy động bình quân 12 tháng

Nguồn: Fiin, BVSC tổng hợp



Hệ thống pháp luật mới cùng với định hướng quy hoạch 2030 tầm nhìn 2050 hoàn thành

Cập nhật các động lực trung hạn

- BVSC nhận thấy những nỗ lực từ Chính phủ trong hoàn thiện hành lang pháp lý về Luật và Quy hoạch để hỗ trợ sự phục hồi của thị trường.
- Các địa phương trọng điểm đã hoàn tất Quy hoạch mới, tạo điều kiện thúc đẩy i) công tác điều chỉnh quy hoạch các dự án cũ; và ii) đẩy mạnh thu hút cho các dự án mới.
- Luật Đất đai với cơ chế tập trung mạnh mẽ cho đấu thầu, đấu giá đất sẽ phát huy hiệu quả khi các Quy hoạch điều chỉnh được hoàn thành.

Tháng/Địa phương QH 2021-2030; tầm nhìn 2050	Năm 2023				Năm 2024					
	2.2023	3.2023	11.2023	12.2023	1.2024	2.2024	3.2024	4.2024	5.2024	8.2024
Bà Rịa – Vũng Tàu										
Bắc Ninh										
Bình Định										
Bình Dương										Dự kiến trong 2024
Bình Phước										
Bình Thuận										
Cần Thơ										
Đà Nẵng										
Đồng Nai										Dự kiến trong 2024
Hà Nam										
Hà Nội										Dự kiến trong 2024
Hải Phòng										
TP. Hồ Chí Minh										Dự kiến trong 2024
Khánh Hòa										
Kiên Giang										
Lâm Đồng										

**LUẬT ĐẤT ĐAI;
LUẬT NHÀ Ở,
LUẬT KINH
DOANH BĐS DỰ
KIẾN CÓ HIỆU
LỰC**

Dự án hạ tầng trọng điểm phía Nam sẽ hoàn thành vào giai đoạn 2025-2027

Cập nhật các động lực trung hạn

- **Câu chuyện phát triển hạ tầng liên kết vùng:** là động lực lớn phát triển kinh tế nói chung và bất động sản nói riêng.
- Sự phát triển đồng đều giữa các TT BĐS phía Bắc như Hải Phòng, Quảng Ninh, Bắc Ninh với Hà Nội là kết quả của hệ thống cao tốc, vành đai phát triển mạnh mẽ từ 2015 - nay.
- Câu chuyện này sẽ là động lực của khu vực Phía Nam với các dự án cao tốc và vành đai liên kết sẽ hình thành vào 2025-2027.

Danh sách dự án có tính kết nối vùng	Hiện trạng	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Bến Lức - Long Thành	Đang triển khai	Tiến độ toàn tuyến đạt kế hoạch; chỉ còn gói thầu cầu Bình Khánh của JICA tài trợ không tìm được đơn vị thi công; đề xuất cho nhà thầu Việt Nam tham gia.						
Vành đai 3	Đang triển khai	Tỷ lệ bàn giao mặt bằng: Bình Dương (>90%); TP. HCM (97%); Long An (98%). Đồng Nai tỷ lệ bàn giao rất thấp. Mục tiêu hoàn thành toàn dự án vào 2025 khó khả thi. Dự án có thể chậm 1-2 năm.						
Sân bay Long Thành	Đang triển khai	Mặt bằng thi công sân bay và đường dẫn > 90%; tuy nhiên, vẫn chưa sạch có thể gây chậm một số hạng mục liên quan đường dẫn, kết nối. Dự kiến đi vào hoạt động năm 2026.						
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	Đang triển khai	Dự án thành phần 1&2 thuộc Đồng Nai có cải thiện về thu hồi đất; bàn giao mặt bằng thi công trong 2024. Dự án thành phần 3 đã bàn giao 98% mặt bằng và sẽ hoàn thành trong 2025.						
Mở rộng QL31 (đoạn BD)	Đang triển khai	Tỷ lệ giải phóng mặt bằng toàn tuyến ước quanh 50%. Tiến độ hoàn thành sẽ dời sang 2026.						
Mở rộng nút giao An Phú	Đang triển khai	Mặt bằng còn 2.000m2 của 24 hộ dân; đã chi bồi thường nhưng chưa nhận mặt bằng. Còn 20.000m2 thuộc KDC An Phú của Công ty CP Đầu tư Thủ Thiêm.						
Cầu Phước An	Đang triển khai	Phía Bà Rịa – Vũng Tàu: GPMB hoàn thành; tiến độ đẩy nhanh đường dẫn và trụ cầu. Phía Đồng Nai: HĐND phê duyệt chuyển đổi 3ha đất rừng cho dự án. Khởi công gói thầu đường dẫn cuối Q2.2024.						
Mở rộng cao tốc HCM - Long Thành	Chuẩn bị	VEC đã trình phương án mở rộng với phương án 8 làn xe đã có sẵn mặt bằng. Các phương án 8 làn hoặc 10 làn sẽ do Thủ tướng phê duyệt. Mục tiêu 2028 hoàn thành.						
Cao tốc HCM - Chơn Thành	Chuẩn bị	Dự án đầu tư hình thức PPP và đang thực hiện báo cáo nghiên cứu khả thi.						

Mặt bằng giá BĐS các tỉnh phía Nam vẫn còn dư địa so với các tỉnh phía Bắc

Đánh giá tiềm năng các thị trường bất động sản ở khu vực tỉnh

- **Khảo sát tổng thể phân khúc nhà mặt phố:** giá chào bán ở các tỉnh phía Bắc cao hơn so với mặt bằng chung các tỉnh phía Nam.
- Các tuyến cao tốc hoàn thành là động lực lớn cho phát triển kinh tế và xã hội (KCN, du lịch; và thu hút các DN lớn) cho các tỉnh phía Bắc.
- Kết quả, mặt bằng giá trung bình Hải Phòng, Quảng Ninh, Bắc Ninh dần thu hẹp so với thị trường Hà Nội.
- Từ đó, mặt bằng giá các tỉnh lân cận Hà Nội gia tăng khoảng cách so với các tỉnh lân cận Tp. Hồ Chí Minh.

(Đvt: triệu đồng)	Hà Nội	Hải Phòng	Quảng Ninh	Hưng Yên	Bắc Ninh
- Giá Nhà mặt phố trung bình (Hà Nội trừ Hoàn Kiếm)	352	214	260	97	166
- Trung bình cận dưới	160	36	43	20	21
- Trung bình cận trên	802	290	341	130	229
- Giá thấp nhất - cao nhất	58-1.100	17-380	21-341	20-130	19-325
- Khoảng cách đến Hà Nội (thời gian)	0	2h	2,5h	1h20	1h20

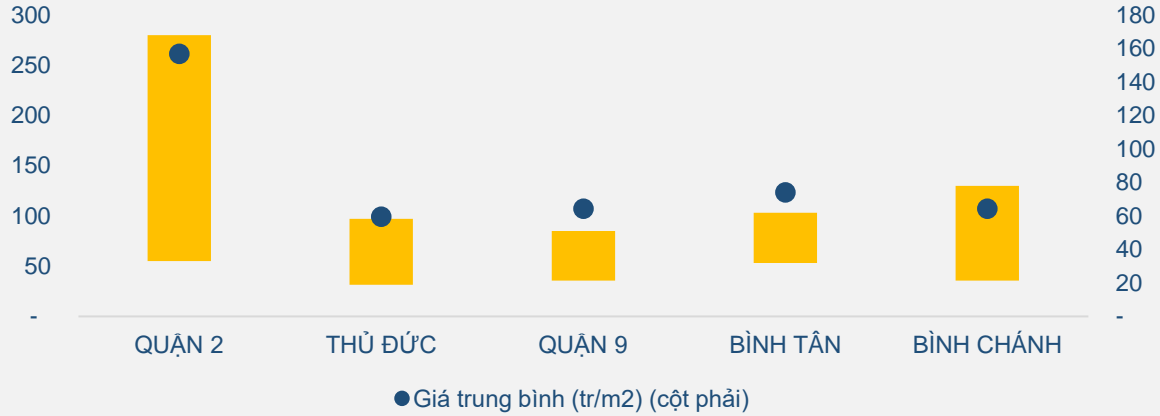
(Đvt: triệu đồng)	Hồ Chí Minh	Bình Dương	Đồng Nai	Long An	Bà Rịa – Vũng Tàu
- Giá Nhà mặt phố trung bình (Hồ Chí Minh trừ Quận 1)	279	86	69	104	91
- Trung bình cận dưới	106	16	9	9	16
- Trung bình cận trên	682	116	95	144	201
- Giá thấp nhất - cao nhất	72-986	8-193	10-310	8-389	7-560
- Khoảng cách đến Tp. Hồ Chí Minh (thời gian)	0	2h	1h30	1h30	2h

Nguồn: batdongsan.com.vn; BVSC tổng hợp, phân tích

Sự chênh lệch giá bất động sản ở Tp. Hồ Chí Minh với các tỉnh là động lực trong giai đoạn tới

Đánh giá tiềm năng các thị trường bất động sản ở khu vực tỉnh

Giá cao nhất – thấp nhất; giá trung bình đất nền dự án khu vực HCM (tr/m²)



Giá cao nhất – thấp nhất; giá trung bình đất nền dự án khu vực Đồng Nai (tr/m²)



Giá cao nhất – thấp nhất; giá trung bình đất nền dự án khu vực BD (tr/m²)



Giá cao nhất – thấp nhất; giá trung bình đất nền dự án khu vực Long An (tr/m²)



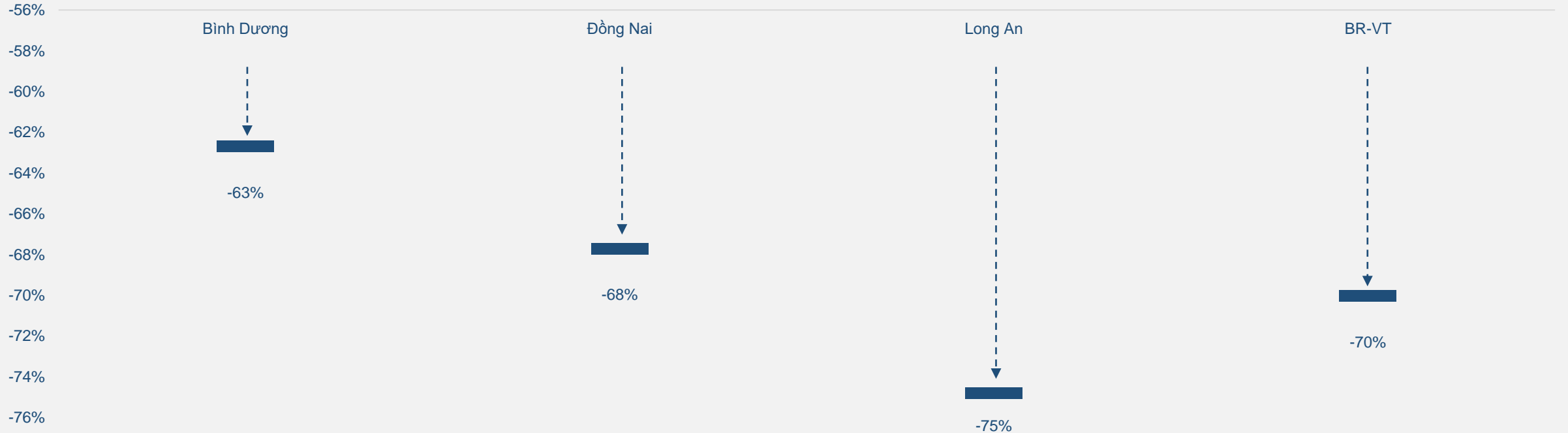
Sự chênh lệch giá bất động sản ở Tp. Hồ Chí Minh với các tỉnh là động lực trong giai đoạn tới

Đánh giá tiềm năng các thị trường bất động sản ở khu vực tỉnh

- **Quan điểm chung:** BVSC cho rằng thị trường bất động sản ở các tỉnh lân cận các thành phố lớn nói chung vẫn còn nhiều dư địa cho chu kỳ tới.
- **Cơ sở hạ tầng:** sự phát triển mạnh mẽ các dự án hạ tầng liên kết vùng trên một nền giá BĐS vẫn ở mức thấp so với Tp. Hồ Chí Minh là động lực chủ đạo.
- **Quy hoạch tổng thể 2030 và tầm nhìn 2050:** mở ra cơ hội tiếp cận các quỹ đất lớn cho các chủ đầu tư nhiều tiềm lực.
- **Ngành Khu công nghiệp:** tiếp tục phát triển sẽ cải thiện i) kinh tế địa phương; và ii) gia tăng mật độ dân số cho các địa phương.
- **Chính sách NOXH:** với nhiều ưu đãi hơn cho CĐT cùng với nhu cầu lớn ở các địa phương phát triển về KCN sẽ gia tăng đô thị hóa và hạ tầng kỹ thuật cho các tỉnh.

Mức độ chiết khấu giá trung bình BĐS tỉnh so với HCM

Nguồn: BVS tổng hợp, ước tính – Đvt: %



Nhiều doanh nghiệp đang sở hữu quỹ đất lớn trong các khu vực tiềm năng

Triển vọng doanh nghiệp và Khuyến nghị

- **Quan điểm chung:** BVSC cho rằng thị trường bất động sản ở các tỉnh lân cận các thành phố lớn nói chung và Tp. HCM nói riêng vẫn còn nhiều dư địa cho chu kỳ tới.
- **Đánh giá nhanh:** quỹ đất các doanh nghiệp này có tỷ lệ đền bù tốt; thời gian triển khai rơi vào giai đoạn 2025-2027.
- **Doanh số bán hàng:** thị trường BĐS các tỉnh sẽ phục hồi trở lại từ cuối 2024 thúc đẩy doanh số bán hàng các doanh nghiệp BĐS.
- **Triển vọng lợi nhuận:** sẽ sớm phục hồi cùng với doanh số bán hàng do thời gian bàn giao sản phẩm thấp tầng ngắn hơn so với cao tầng.

Quỹ đất tổng đã GPMB (ha)	TP. Hồ Chí Minh	Bình Dương	Long An	Đồng Nai	Bà Rịa – Vũng Tàu	Khu vực khác	Tổng
KDH	541					-	541
NLG	6	-	273	215	-	73	567
DIG				159	16	144	319
PDR		5			32	57	93
DXG	29	15	-	27		172	243
HDC					61		61
IJC		34					34

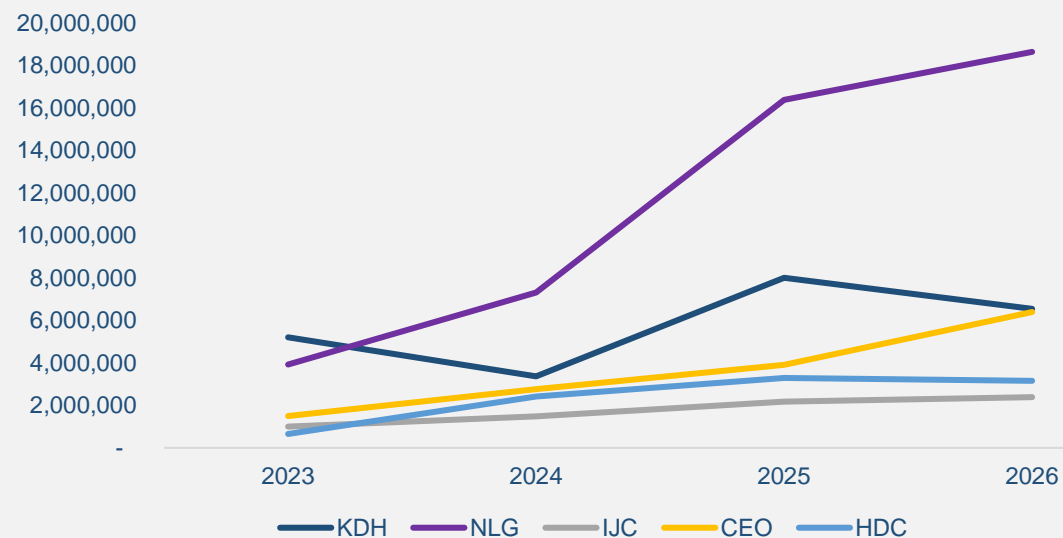
Doanh số bán hàng và lợi nhuận bước vào chu kỳ tăng trưởng mới

Triển vọng doanh nghiệp và Khuyến nghị

- **Quan sát chung:** BVSC nhận thấy triển vọng doanh số và LNST-MI các doanh nghiệp sẽ phục hồi trở lại trong 2024-2026.
- **Nam Long:** doanh số bán hàng sẽ phục hồi mạnh mẽ từ phân khu cao tầng Mizuki, Akari GD3; Central Lake; Izumi và Southgate.
- **Khang Điền:** doanh số sẽ gia tăng và neo ở mức cao 7.000–8.000 tỷ đồng với phần lớn là phân khúc thấp tầng.
- **DIG:** điểm nhấn sẽ đến từ chuyển nhượng Đại Phước; cũng như mở bán các dự án giá vốn thấp như Hậu Giang, Long Tân.
- **PDR:** quỹ đất phân bổ đa dạng ở các tỉnh ven biển. Sự phát triển mạnh mẽ trở lại các thị trường du lịch như Quy Nhơn, Phước Hải, Long Điền sẽ tác động lớn đến PDR.
- **HDC:** quỹ đất tập trung chủ yếu ở Vũng Tàu, Long Điền. Đây là các thị trường giàu tiềm năng khi cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu; tuyến đường ven biển, DT997 hoàn thành vào 2026-2027.

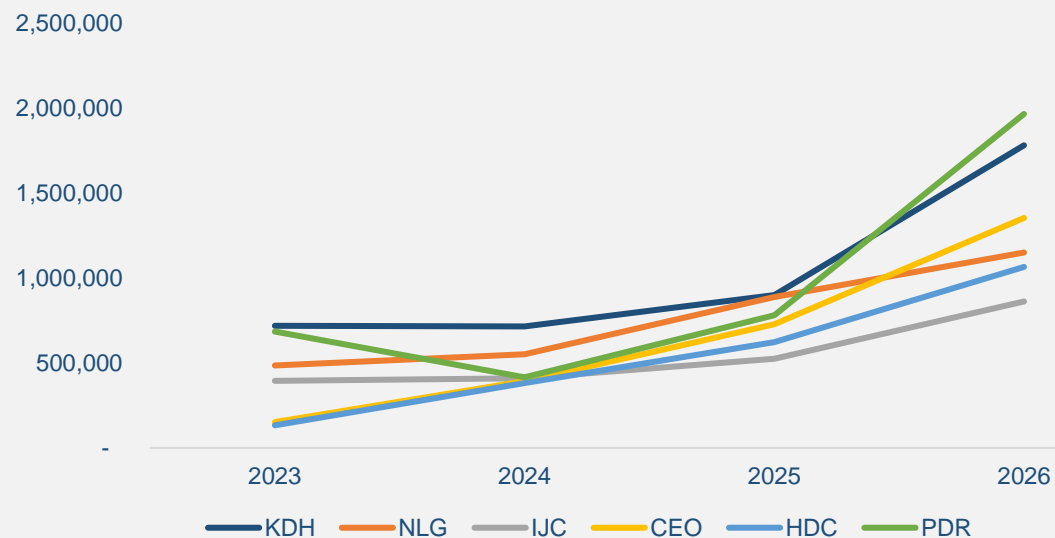
Doanh số bán hàng trong 2023-2026

(Nguồn: BVSC tổng hợp, dự báo; Đvt: triệu đồng)



LNST-MI trong 2023-2026

(Nguồn: BVSC tổng hợp, dự báo; Đvt: triệu đồng)



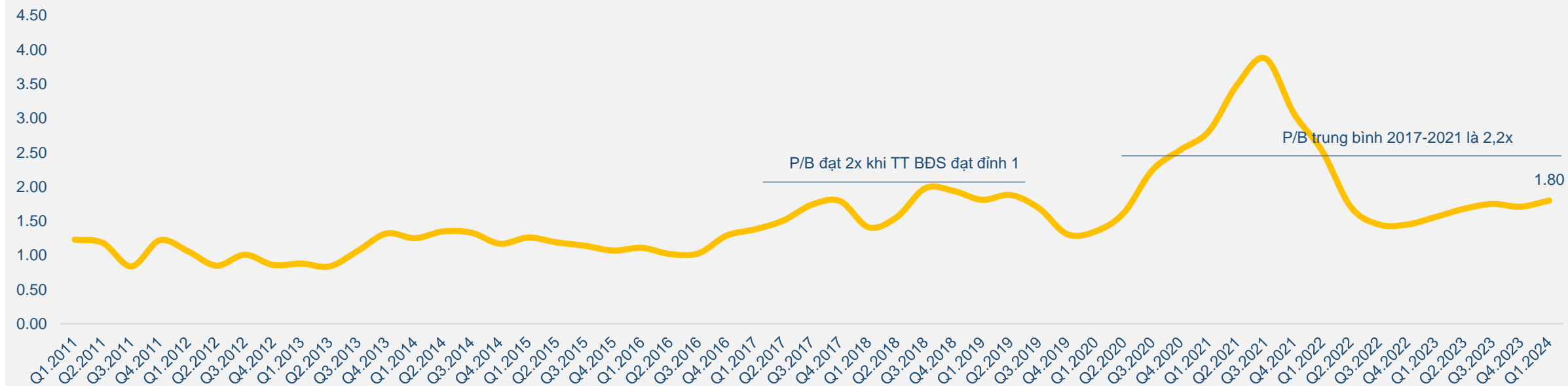
Định giá P/B vẫn đang ở giai đoạn đầu của chu kỳ mới

Triển vọng doanh nghiệp và Khuyến nghị

- **Chỉ số P/B:** định giá P/B nhóm các doanh nghiệp lớn đã có sự phục hồi so với đáy Q3.2022 và hiện đang giao dịch ở mức 1,8x.
- Chỉ số P/B giai đoạn TT BĐS đạt đỉnh lần 1: tiệm cận mức 2 lần trong 2018.
- Chỉ số P/B trung bình giai đoạn TT BĐS sôi động từ 2018-2021: ước tính 2,2x.
- BVSC cho rằng định giá P/B trung bình vẫn còn dư địa so với quá khứ. Ngoài ra, P/B ngành trong những thời điểm sôi động của thị trường (dự báo 2026-2027) có thể vượt mức trung bình 2,2x.
- **Mức P/B mục tiêu chung cho 2025-2026:** giả định ở mức trung bình 2,1x.

Thống kê P/B từ 2011-nay của nhóm các doanh nghiệp lớn đang niêm yết

(Nguồn: BVSC tổng hợp)



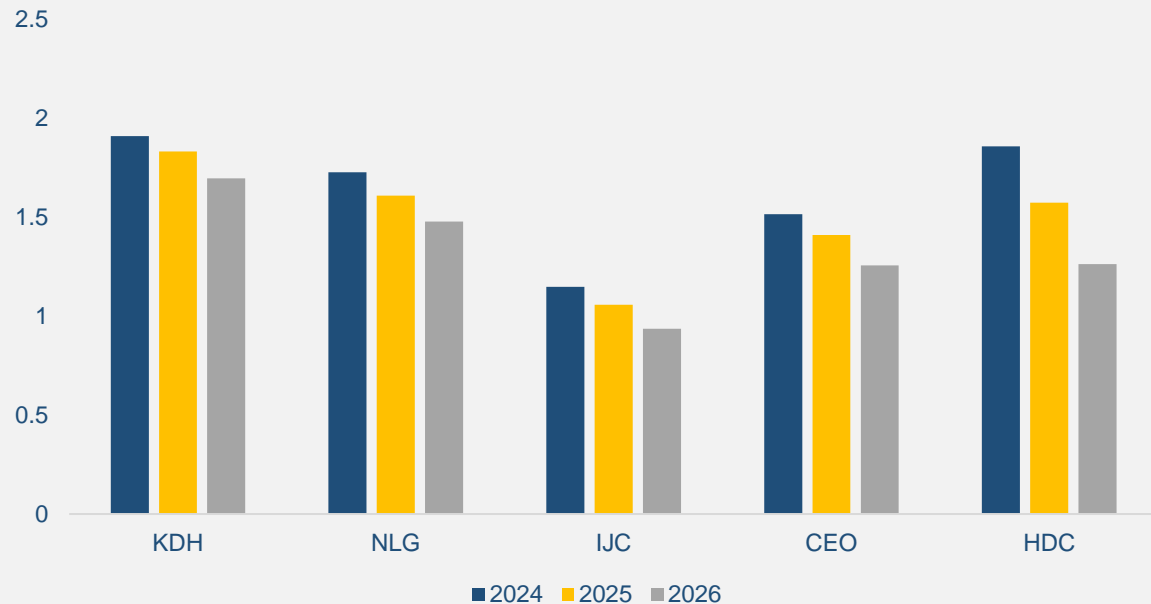
Lợi nhuận phục hồi, gia tăng sự hấp dẫn trong định giá các cổ phiếu bất động sản

Triển vọng doanh nghiệp và Khuyến nghị

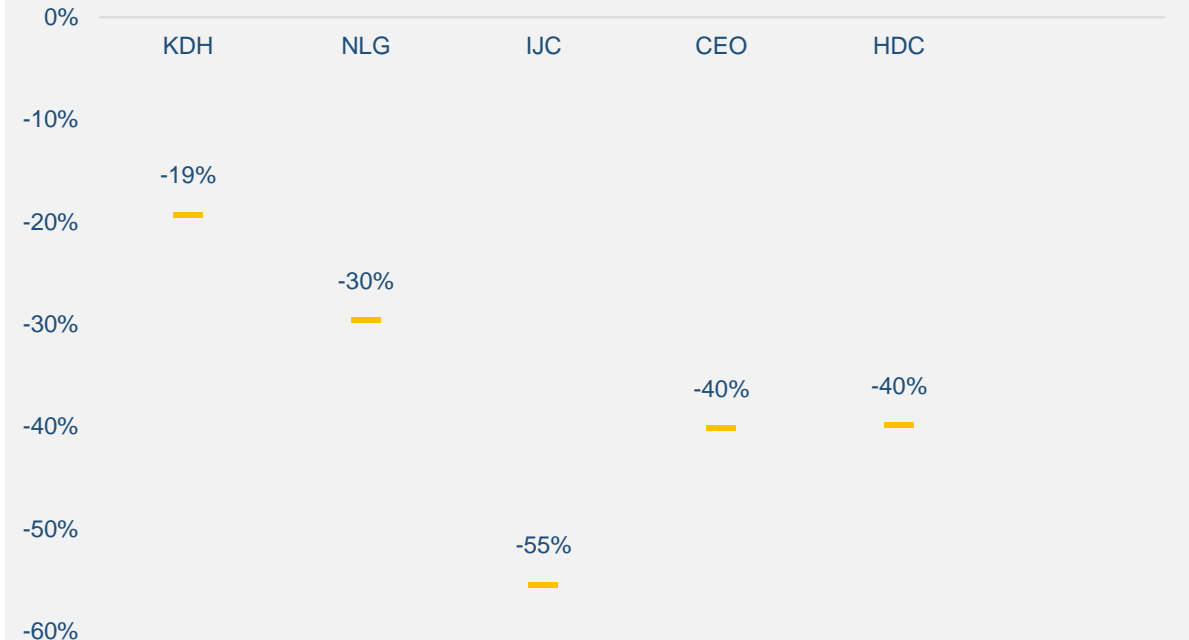
- **Xu hướng lợi nhuận:** sẽ phục hồi và gia tăng ở phần lớn các doanh nghiệp bất động sản do i) sự phục hồi sẽ lan tỏa hơn sang các khu vực ngoài Hồ Chí Minh, Hà Nội; ii) quỹ đất các doanh nghiệp BĐS phân bổ nhiều ở các tỉnh; iii) sản phẩm thấp tầng chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu sản phẩm ở thị trường tỉnh; và iv) GPM các sản phẩm thấp tầng sẽ tốt hơn cao tầng.
- **Định giá P/B forward 2025-2026:** cải thiện và tạo ra mức chiết khấu hấp dẫn so với mức trung bình của ngành.
- **Dư địa sẽ nhiều hơn** ở các doanh nghiệp BĐS có quy mô nhỏ, thương hiệu hoặc năng lực phát triển sản phẩm còn khoảng cách so với các doanh nghiệp lớn. Các doanh nghiệp này cải thiện được hạn chế sẽ có cơ hội tái định giá về sát mức hợp lý của ngành.
- Các doanh nghiệp có năng lực phát triển được kiểm chứng như NLG, KDH thì sẽ sớm tái định giá lại về mức hợp lý hoặc cao hơn mức trung bình của ngành.

P/B 2025-2026 các doanh nghiệp BVSC theo dõi

(Nguồn: BVSC ước tính)



Mức chiết khấu P/B 2026 sv P/B mục tiêu của ngành (2,1 lần)



Danh mục khuyến nghị hướng đến bức tranh năm 2025

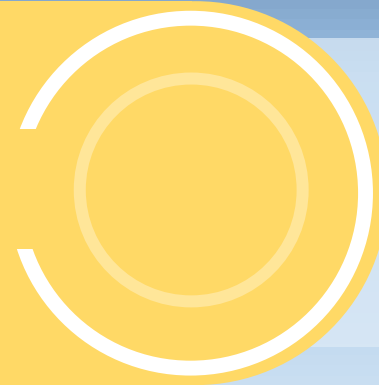
Triển vọng doanh nghiệp và Khuyến nghị

- **Quan điểm đầu tư:** lựa chọn các doanh nghiệp có quỹ đất lớn, hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường và hướng định giá mục tiêu sang 2025.
- **Dữ liệu PB tham chiếu:** từ P/B lịch sử của doanh nghiệp & P/B trung bình ngành.
- **Tài chính:** các doanh nghiệp có tình hình tài chính ổn định, có tài sản để cấu trúc đáo hạn cho các khoản vay.
- **Giá mục tiêu:** trung bình hai phương pháp NAV & P/B.

MCK	Giá mục tiêu (đồng/cp)	% upside	PB hiện tại	% tiền/TTS	% nợ vay/TTS	% tồn kho/TTS	Điểm nhấn
KDH	49.600	+31%	2,0	9%	28%	86%	- Triển khai các quỹ đất lớn KCN LMX, Solina, PP2 và KDT Tân Tạo.
NLG	54.000	+29%	1,7	11%	22%	71%	- Kinh doanh tại Central Lake và hoàn thiện pháp lý cho quỹ đất ở Đồng Nai.
HDC	40.000	+33%	2,2	1%	37%	71%	- Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu mở ra động lực lớn cho quỹ đất của HDC ở Vũng Tàu.
IJC	21.800	+45%	1,1	13%	15%	54%	- Vành đai 3 hoàn thành và sự phục hồi thị trường bất động sản Bình Dương.
CEO	24.400	+35%	1,6	24%	6%	63%	- Triển vọng còn nhiều dư địa ở Mê Linh, Phú Quốc, Nha Trang và Vân Đồn.

NLG

OUTPERFORM | Target: 54.000 VNĐ/CP | Upside: +29%



NLG - Chu kỳ mới bắt đầu với quỹ đất sẵn sàng kinh doanh lớn

NLG - OUTPERFORM | Target: 54.000 VNĐ/CP | Upside: +29%

Điểm nhấn đầu tư:

Dự phóng lợi nhuận 2024 tăng trưởng 14% so với 2023. Về ghi nhận, các dự án bàn giao trong 2024 có tỷ lệ trên 51% nên ghi nhận hợp nhất doanh thu. Do đó, doanh thu chuyển nhượng bất động sản đạt 6.268 tỷ đồng, tăng 116% yoy. Sau khi trừ chi phí, lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ là 550 tỷ đồng, tăng 14% yoy.

Doanh số bán hàng phục hồi trong 2024 dẫn dắt lợi nhuận trong 2025. Năm 2024-2026, danh mục dự án sẵn sàng để bán sẽ tiếp tục mở rộng với các phân khu tiếp theo của Southgate, Izumi, Mizuki, Akari giai đoạn 3 và từ các dự án mới là Central Lake Cần Thơ, Paragon, VSIP Hải Phòng. Theo đó, BVSC ước tính LNST thuộc cổ đông công ty mẹ năm 2025 là 886 tỷ đồng, tăng 61% so với năm 2024.

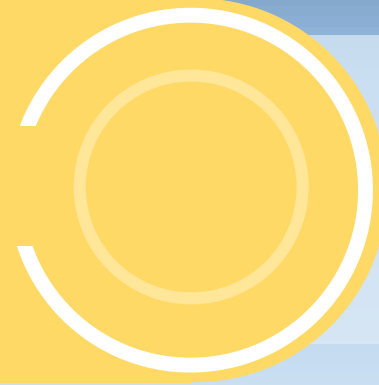
Những dự án hạ tầng lớn dần hình thành tạo câu chuyện cho các quỹ đất. Với khu vực phía Nam, khi các dự án tạo lực cho vùng như Vành đai 3, Sân bay Long Thành, cao tốc Bến Lức – Dầu Giây, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu hình thành. TP. HCM là hạt nhân của vùng, các tỉnh lân cận như Bình Dương, Đồng Nai, Long An, Bà Rịa – Vũng Tàu, Tây Ninh sẽ là các khu vực hưởng lợi mạnh mẽ.

Khuyến nghị. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu NLG cho giá mục tiêu là **54.000 đồng/cp** và thời gian nắm trong năm 2024. Xét dài hạn hơn, Nam Long vẫn còn nhiều dư địa để khẳng định vị thế là một trong số ít doanh nghiệp bất động sản lớn, uy tín khu vực phía Nam. Ngắn hạn, chuyển nhượng quỹ đất thương mại quy mô lớn sẽ là động lực hỗ trợ giá cổ phiếu trong 2024.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	4.338	3.181	6.582	5.410
Tăng trưởng	-17%	-27%	107%	-18%
NPAT-MI	556	483	550	886
Tăng trưởng	-48%	-13%	14%	61%
P/B (x)	1,4	1,5	1,7	1,6
EPS (đồng/cp)	1.453	1.257	1.430	2.316
Giá mục tiêu (đồng/cp)				54.000

KDH

OUTPERFORM | Target: 49.600 VNĐ/CP | Upside: +31%



KDH - Triển vọng trung hạn nhiều tiềm năng dần khai mở

KDH - OUTPERFORM | Target: 49.600 VNĐ/CP | Upside: +31%

Điểm nhấn đầu tư:

Lợi nhuận sau thuế năm 2025 tăng trưởng 26% so với năm 2024. Với trọng điểm là dự án Emeria, triển vọng lợi nhuận của KDH dự báo sẽ phục hồi trong năm 2025. Từ đó, BVSC dự phóng doanh thu năm 2025 là 3.515 tỷ, tăng 27% yoy. LNST trừ lợi ích thiểu số đạt 897 tỷ, tăng 26% so với năm 2024.

Sức mua khách hàng sớm trở lại giúp triển vọng giá bán các dự án gia tăng. Với tiến độ hiện tại, KDH sẽ hưởng lợi lớn với các dự án triển khai vào 2025-2026 ở khu vực phía Nam như KDT 11A (Solina) và Phong Phú 2. Giá bán các sản phẩm của các dự án này sẽ tương đương với mặt bằng giá của các dự án hiện tại đang triển khai ở Khu đông của KDH.

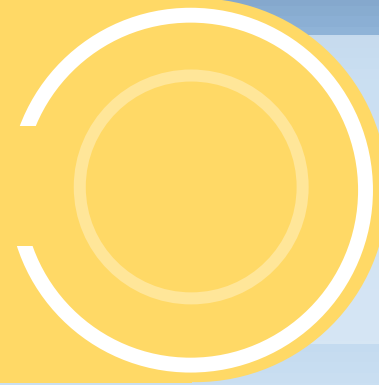
Giai đoạn khai mở giá trị quý đất lớn. Mặc dù, công tác đền bù và pháp lý cho dự án lớn là KDC Tân Tạo vẫn còn nhiều việc phải làm. Chúng tôi cho rằng giai đoạn 2024-2025 là rất quan trọng để KDH tập trung nguồn lực hoàn tất công tác đền bù và hoàn thiện pháp lý. Đây là yếu tố sẽ tái định giá mạnh mẽ giá trị của KDH trong 1-2 năm tới.

Khuyến nghị. Theo đó, chúng tôi cho rằng KDH sẽ hưởng lợi rất tích cực khi thị trường bất động sản có những bước tăng trưởng mạnh mẽ hơn từ 2025. Từ những đánh giá trên, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu mới cho KDH trong năm 2024 lên mức **49.600 đồng/cp**. Theo giá thị trường hiện tại, tiềm năng tăng giá cho cổ phiếu KDH là 31%.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	2.911	2.093	2.765	3.515
Tăng trưởng	-22%	-28%	32%	27%
NPAT-MI	1.102	716	714	897
Tăng trưởng	-8%	-35%	-0,4%	26%
P/B (x)	1,8	2,4	1,9	1,8
EPS (đồng/cp)	1.539	897	785	987
Giá mục tiêu (đồng/cp)				49.600

IJC

OUTPERFORM | Target: 21.800 VNĐ/CP | Upside: +45%



IJC - Hoạt động kinh doanh phục hồi nhanh hơn từ 2025

IJC - OUTPERFORM | Target: 21.800 VNĐ/CP | Upside: +45%

Doanh số bán hàng sẽ phục hồi nhanh hơn từ 2025

Giá trị bán hàng sẽ phục hồi từ năm 2025 do i) sự phục hồi TT BĐS sẽ mạnh mẽ hơn và lan sang các tỉnh thay vì chỉ ở Tp. Hồ Chí Minh và Hà Nội như năm 2024; ii) Siết chặt phân lô bán nền sau khi Luật Kinh doanh bất động sản có hiệu lực; và iii) các sản phẩm có giá trị cao như Sunflower, Prince Town sẽ bán hàng thuận lợi hơn trong năm 2025.

Lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh trở lại trong 2025 và 2026

Các dự án của IJC phần lớn là đất nền và nhà phố. Do đó, thời gian từ lúc bán hàng đến bàn giao sẽ rút ngắn so với các dự án cao tầng. Điểm quan trọng quyết định đến bàn giao sẽ là thời gian thanh toán cho sản phẩm. Năm 2025, với kỳ vọng triển vọng TT BĐS Bình Dương sẽ phục hồi trở lại, các sản phẩm bán mới của IJC trong 2024-2026 sẽ sớm phản ánh trong kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. BVSC dự phóng lợi nhuận sau thuế 2026 của IJC đạt 861 tỷ đồng, tăng 107% so với năm 2024.

Định giá hấp dẫn dù có áp lực pha loãng trong 2024

BVSC sử dụng phương pháp định giá NAV và PB để xác định giá trị hợp lý của IJC. Kết quả, giá trị hợp lý của IJC là **21.800 đồng/cp**. Định giá này cao hơn so với giá mục tiêu trong báo cáo chiến lược của BVSC đăng tải trong tháng 01.2024 (giá sau điều chỉnh là 15.800 đồng/cp). Một số cơ sở dẫn đến tăng giá mục tiêu là i) điều chỉnh tăng thêm 10% vốn chủ sở hữu sau khi định giá lại để phản ánh cơ hội ở Becamex Bình Phước; ii) giá bán và tiến độ bán hàng cải thiện; và iii) điều chỉnh mức P/B mục tiêu từ 1,3 lần lên 1,5 lần.

Khuyến nghị

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm lạc quan với cổ phiếu IJC. Mặc dù, hoạt động tăng vốn trong đầu năm sẽ tạo ra sự pha loãng với EPS trong năm 2024. Sự phục hồi mạnh mẽ hơn trong kết quả kinh doanh 2025-2026 sẽ hỗ trợ cho triển vọng của IJC. Thêm vào đó, với cơ chế linh hoạt hơn, IJC được định hướng sẽ là đơn vị năng động đồng hành cùng với sự phát triển của Becamex. Điều này được thể hiện trong việc IJC tham gia vào Becamex Bình Phước với tỷ lệ cao trong thời gian ngắn. Từ các phân tích trên, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với IJC cho giá mục tiêu mới là **21.800 đồng/cp**. Thời gian nắm giữ trong 6–12 tháng. Rủi ro: thị trường bất động sản phục hồi kéo dài hơn so với kỳ vọng.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
--------------------	------	------	-------	-------

Doanh thu	1.968	1.494	1.527	2.107
-----------	-------	-------	-------	-------

Tăng trưởng	-25%	-24%	2%	38%
-------------	------	------	----	-----

NPAT MI	511	394	408	524
---------	-----	-----	-----	-----

Tăng trưởng	-18%	-23%	4%	28%
-------------	------	------	----	-----

P/E (x)	6,5	8,7	14,6	11
---------	-----	-----	------	----

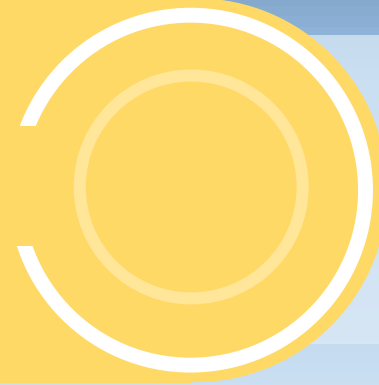
P/B (x)	0,86	1,1	1,06	0,94
---------	------	-----	------	------

EPS (đồng/cp)	2.029	1.647	1.082	1.338
---------------	-------	-------	-------	-------

Giá mục tiêu (đồng/cp)				21.800
------------------------	--	--	--	--------

HDC

OUTPERFORM | Target: 40.000 VNĐ/CP | Upside: +33%



HDC – Quỹ đất ở Bà Rịa – Vũng Tàu nhiều tiềm năng trong chu kỳ mới

HDC - OUTPERFORM | 40.000 VNĐ/CP | Upside: +33%

Hoàn thành pháp lý phần còn lại của The Light và mở bán trở lại trong 2024

Dự án bắt đầu kinh doanh đợt 1 với 111 căn từ năm 2020. Tuy nhiên, một số vướng mắc trong quá trình thanh tra và chuyển mục đích sử dụng đất. Dự án chưa có hoạt động bán mới sau đó. Năm 2023, công ty được chấp thuận đủ điều kiện bán hàng đợt 2 với 190 căn. Tuy nhiên, bối cảnh thị trường khá ảm đạm trong 2023, công ty hầu như không triển khai bán mới sản phẩm của đợt 2. Theo đó, sản phẩm chưa kinh doanh tại The Light ước tính khoảng 470-520 căn. Doanh số còn lại ước tính khoảng 5.300 tỷ. Theo kế hoạch, công ty hoàn tất công tác pháp lý trong 2024 để đủ điều kiện mở bán phần còn lại để chuẩn bị cho công tác bán hàng trở lại.

Triển khai một số dự án NOXH và chung cư quy mô vừa đảm bảo doanh thu trong 2-3 năm tới

Theo kế hoạch, HDC sẽ khởi công xây dựng 2 dự án là chung cư Seaside (Đồi Ngọc Tước) và NOXH EcoTown trong 2024. Hai dự án có tổng quy mô doanh số là 2.300 tỷ. Điều lợi thế của hai dự án là có giá vốn đất rất thấp sẽ giúp công tác bán hàng của Hodeco sẽ thuận lợi trong 2024-2025. Doanh số sẽ bắt đầu đóng góp từ cuối năm 2025 với tổng lợi nhuận ròng từ hai dự án là 500 tỷ.

Quỹ đất nhiều tiềm năng ở Vũng Tàu và Long Điền với quy mô 51ha

Hiện tại, Hodeco vẫn đang tiếp tục nhận chuyển nhượng quỹ đất từ dự án Long Điền (33ha) và Vũng Tàu (18,6ha). Mục tiêu năm 2024 sẽ nhận chuyển nhượng đủ theo hợp đồng nguyên tắc. Theo BVSC, đây là 2 quỹ đất rất tiềm năng từ 2026 khi i) cao tốc BH-VT hoàn thành; và ii) tuyến đường đầu nối với BH-VT đến Vũng Tàu và Long Điền cũng hoàn tất.

Khuyến nghị

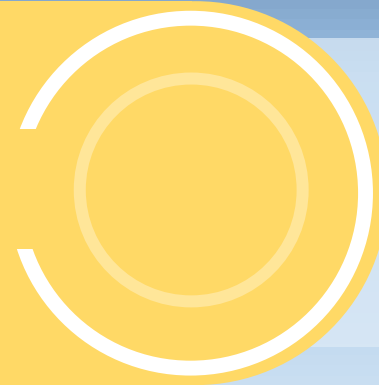
Với quan điểm thị trường bất động sản vào giai đoạn phục hồi, chúng tôi cho rằng tiềm năng với các doanh nghiệp BĐS có quỹ đất tốt ở các khu vực như Bà Rịa – Vũng Tàu là rất cao. Với dự án đang và chuẩn bị triển khai, điểm nhấn của HDC đến từ i) tăng trưởng lợi nhuận; và ii) tái định giá lại các quỹ đất đang phát triển. Từ nhận định trên, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với HDC với giá mục tiêu là **40.000 đồng/cp**. Thời gian nắm giữ 6–12 tháng.

Rủi ro: công tác hoàn thiện pháp lý của The Light và mua thêm quỹ đất chậm hơn so với kế hoạch.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	1.298	665	1.580	2.492
Tăng trưởng	-4%	-48%	137%	58%
NPAT MI	419	131	381	621
Tăng trưởng	35%	-69%	190%	63%
P/E	5,8x	31,8x	12x	7,7x
P/B	1,5x	2,2x	1,89x	1,6x
EPS (đồng/cp)	4.299	974	2.462	4.010
Giá mục tiêu (đồng/cp)				40.000

CEO

OUTPERFORM | Target: 24.400 VNĐ/CP | Upside: +35%



CEO – Sự hồi phục tốt hơn các thị trường tình hỗ trợ triển vọng của CEO

CEO - OUTPERFORM | 24.400 VNĐ/CP | Upside: +35%

Quỹ đất đang và chuẩn bị kinh doanh tập trung phần lớn ở Vân Đồn, Phú Quốc và một phần Hà Nội

Tổng quỹ đất thương phẩm còn lại triển khai của CEO ước tính khoảng 66ha đủ để kinh doanh từ nay đến 2028. Năm 2024-2025, dự án Hana Garden & các dự án thành phần ở Sonasea Vân Đồn vẫn là các dự án trọng điểm trong kinh doanh. Từ cuối 2025 trở đi, CEO sẽ mở bán dự án Sonasea Residence Phú Quốc, Sonasea Nha Trang.... Các dự án này sẽ hỗ trợ cho kết quả kinh doanh của CEO có sự tăng trưởng trở lại trong những năm tới.

Hoàn thiện pháp lý Hana Garden sẽ là động lực cho CEO trong nửa sau năm 2024

Dự án nhận được sự hỗ trợ từ UBND Mê Linh, cũng như TP.Hà Nội trong việc tháo gỡ vướng mắc trong chuyển mục đích sử dụng đất. Dự kiến, quy hoạch tổng thể Thủ đô sẽ được Quốc hội cho ý kiến trong kỳ họp tháng 7.2024. Theo đó, BVSC kỳ vọng Quy hoạch tổng thể 2021-2023 và tầm nhìn 2050 của Thủ đô sẽ thông qua trong năm. Từ đó, đây là sẽ điểm hỗ trợ cho tháo gỡ pháp lý cho các dự án nói chung, cũng như Hana Garden nói riêng. Với giá thị trường hiện tại khu vực, dự án có doanh số ước tính khoảng 4.200 tỷ đồng.

Hoạt động tăng vốn đã sớm hoàn thành trong 2023, giúp tình hình tài chính lành mạnh trở lại

CEO là một trong số ít các doanh nghiệp BĐS được chấp thuận tăng vốn trong năm 2023. Điều này cho thấy các dự án của CEO có pháp lý tương đối đầy đủ (các dự án ở Vân Đồn). Với việc tăng vốn sớm, tình hình tài chính của CEO hiện tại khá lành mạnh và sẵn sàng cho việc nộp bổ sung tiền sử dụng đất cho Hana Garden & Sonasea Residence 2. Do đó, BVSC cho rằng áp lực pha loãng với CEO trong 1-2 năm tới phần nào giảm thiểu so với những doanh nghiệp khác.

Lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh trở lại trong 2025 với LNST-MI ước đạt 727 tỷ, tăng mạnh so với mức 135 tỷ của 2023

Doanh thu từ BĐS trong 2025 sẽ đến từ 2 dự án thành phần Vân Đồn (Silk Path; Wyndham Villas) & dự án Hana Garden. Theo đó, doanh thu năm 2025 ước đạt 3.765 tỷ đồng và LNST-MI là 727 tỷ đồng, tương đương EPS là 1.414 đồng/cp.

Khuyến nghị

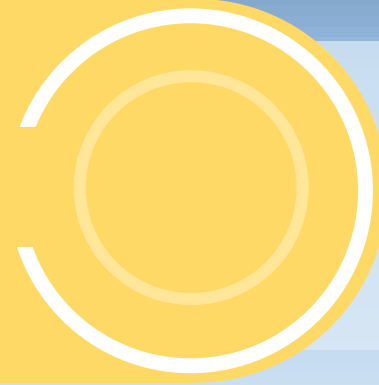
Từ những điểm nhấn trên, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** cho CEO với giá mục tiêu theo NAV, PB là **24.400 đồng/cp**. Thời gian nắm giữ 6-12 tháng với mức lợi nhuận kỳ vọng là 35%.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	2.549	1.393	3.507	3.765
Tăng trưởng	183%	-45%	152%	7%
NPAT MI	278	150	392	727
Tăng trưởng	199%	-64%	160%	85%
P/E	10x	78x	24x	13x
P/B	0,8x	1,5x	1,4x	1,2x
EPS (đồng/cp)	1.083	293	763	1.414
Giá mục tiêu (đồng/cp)				24.400

Khu công nghiệp

Chính sách và quy hoạch -

Gỡ rối điều chỉnh quy hoạch dự án cũ; Thúc đẩy phát triển dự án mới



Quan điểm đầu tư

Chính sách và quy hoạch - Gỡ rối điều chỉnh quy hoạch dự án cũ; Thúc đẩy phát triển dự án mới

1

Nhiều địa phương trọng điểm hoàn tất Quy hoạch mới – Gỡ rối điều chỉnh quy hoạch dự án cũ; Thúc đẩy phát triển dự án mới

2

Thúc đẩy đầu tư hạ tầng lan tỏa tích cực tới ngành

3

Khách thuê tiếp tục mở rộng hoạt động tại Việt Nam giúp tỉ lệ hấp thụ và giá chào thuê tiếp tục tăng

4

Lựa chọn doanh nghiệp: Tầm nhìn 2025 – 2026
Doanh số bán hàng và LNST tiếp tục tăng trưởng



Nhiều địa phương trọng điểm hoàn tất Quy hoạch mới – Gỡ rối điều chỉnh quy hoạch dự án cũ; Thúc đẩy phát triển dự án mới

Ngành Khu công nghiệp

- Đất xây dựng công nghiệp, dịch vụ sẽ còn tiếp tục tăng, dự báo đến năm 2050 diện tích đất khu, cụm công nghiệp sẽ cơ bản ổn định ở mức khoảng 300-350 nghìn ha. Theo như kế hoạch sử dụng đất 05 năm (2021-2025), diện tích đất KCN được phê duyệt vào 2025 là 148.300ha; tới 2030, tổng diện tích đất KCN vào khoảng 205.800ha, trong đó cụ thể như hình bên (a).
- Về không gian, quy hoạch đất khu công nghiệp bố trí tập trung tại 02 vùng:
 - ✓ Phía Bắc của vùng đồng bằng sông Hồng: Hải Phòng, Hà Nội, Quảng Ninh, Bắc Giang, Bắc Ninh, Thái Nguyên.
 - ✓ Trục Đồng Nai, Bình Dương, Tp. Hồ Chí Minh, Long An: tập trung tại các tỉnh Long An, Tp. Hồ Chí Minh, Cần Thơ, Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa - Vũng Tàu.

Trên cơ sở xu hướng nguồn vốn đầu tư FDI. Xem Hình bên - chỉ tiêu quy hoạch và kế hoạch sử dụng đất KCN.

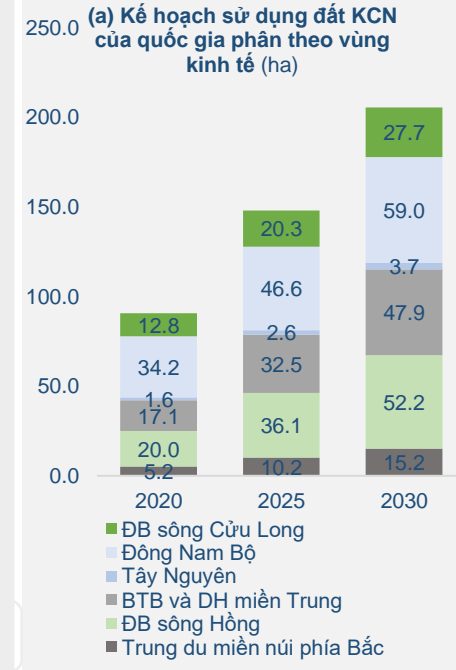
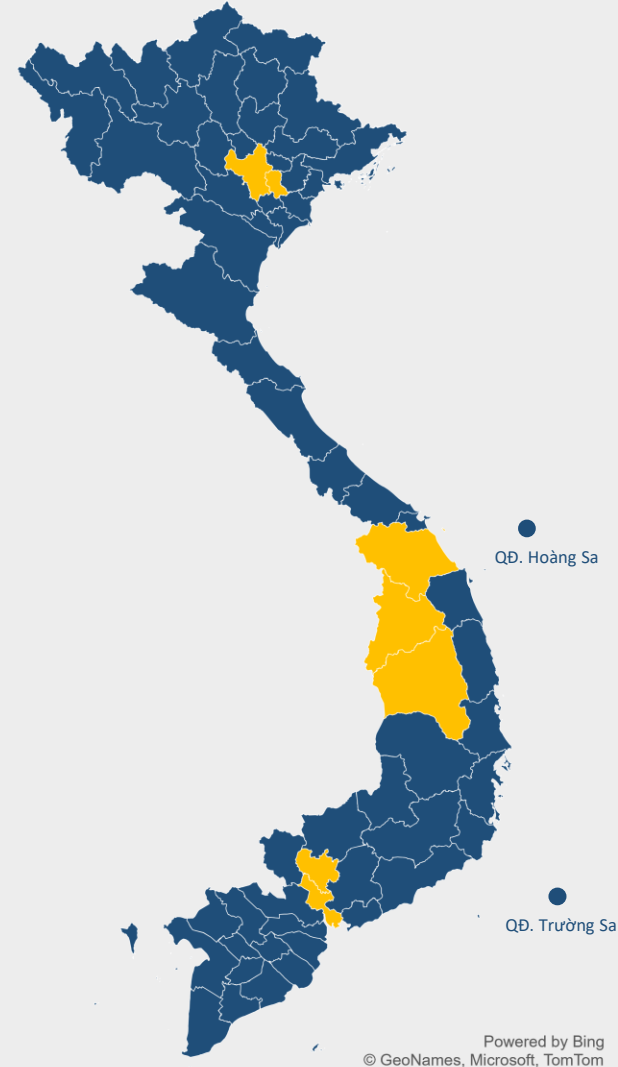
- Quyết định 227/QĐ-TTg ngày 12/03/2024 điều chỉnh một số chỉ tiêu sử dụng đất đến năm 2025 được Thủ tướng Chính phủ phân bổ tại Quyết định số 326/QĐ-TTg như sau: *Bắc Ninh: 5,540ha; Quảng Ninh: 3,808ha; Hải Dương 3,385ha; Hưng Yên: 4,209ha; Bình Phước: 8,079ha; BR – VT: 8,079ha.*

Các tỉnh không điều chỉnh giữ nguyên như Quyết định 326/QĐ-TTg.

56/63 tỉnh thành hoàn tất Quy hoạch mới, tạo điều kiện (i) thúc đẩy công tác điều chỉnh quy hoạch dự án cũ; và (ii) phát triển dự án mới.

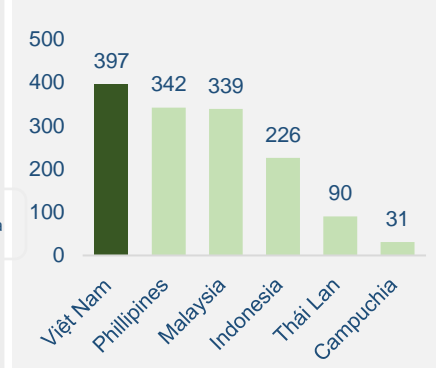
	Quyết định	Q1.2023	Q2.2023	Q3.2023	Q4.2023	2024
Hải Phòng	1516/QĐ-TTg	12/02/2023				
Bắc Giang	219/QĐ-TTg	17/02/2022				
Bắc Ninh	1589/QĐ-TTg				08/12/2023	
Quảng Ninh	80/QĐ-TTg				2/11/2023	
Hải Dương	1639/QĐ-TTg				19/12/2023	
Hưng Yên						Dự kiến trong 2024
Hà Nội						Dự kiến trong 2024
Đồng Nai						Dự kiến trong 2024
Bình Dương						Dự kiến trong 2024
Long An	686/QĐ-TTg		13/06/2023			
BR - VT	1629/QĐ-TTg				16/12/2023	
Bình Phước	1489/QĐ-TTg				24/11/2023	
Tp. Hồ Chí Minh						Dự kiến trong 2024
Tây Ninh	1736/QĐ-TTg				29/12/2023	

56/63 tỉnh thành đã được phê duyệt quy hoạch tỉnh thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến 2050



Quyết định 227/QĐ-TTg

Các Khu công nghiệp được thành lập trong 2023



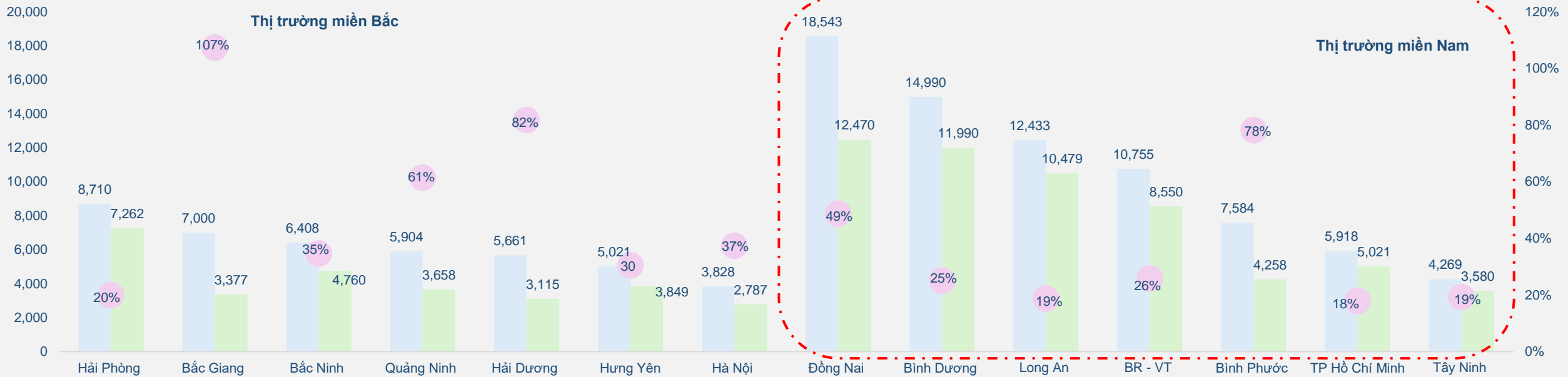
Nguồn: Savills, Invest Asia Magazine, Sufex Trading, 2023

Nhiều địa phương trọng điểm hoàn tất Quy hoạch mới – Gỡ rối điều chỉnh quy hoạch dự án cũ; Thúc đẩy phát triển dự án mới

Ngành Khu công nghiệp

Chỉ tiêu quy hoạch, kế hoạch sử dụng đất theo QĐ 326 - Đất KCN
(Đvt: ha)

Đến 2030 Đến 2025 % tăng chỉ tiêu



KBC IDC	KBC	KBC IDC VGC SGT	VGC	VGC KBC AAA	VGC KBC HPG		GVR SNZ SZG SZB SZL TID D2D	BCM VSIP NTC PHR	LHG IDC KBC	IDC SZC	BCM DPR MH3	SIP KBC KDH ITA	SIP
------------	-----	--------------------------	-----	-------------------	-------------------	--	---	---------------------------	-------------------	------------	-------------------	--------------------------	-----

Quyết định 227/QĐ-TTg điều chỉnh một số chỉ tiêu sử dụng đất đến năm 2025 được Thủ tướng Chính phủ phân bổ tại Quyết định số 326/QĐ-TTg như sau: **Bắc Ninh: 5,540ha; Quảng Ninh: 3,808ha; Hải Dương 3,385ha; Hưng Yên: 4,209ha; Bình Phước: 8,079ha; BR – VT: 8,079ha.** Các tỉnh không điều chỉnh giữ nguyên như Quyết định 326/QĐ-TTg.

Nhiều địa phương trọng điểm hoàn tất Quy hoạch mới – Gỡ rối điều chỉnh quy hoạch dự án cũ; Thúc đẩy phát triển dự án mới

Ngành Khu công nghiệp

Tên Khu công nghiệp	Doanh nghiệp	Tỉnh	Pháp lý	Quy hoạch tổng thể của tỉnh
Tràng Duệ 3	KBC	Hải Phòng	Chờ chấp thuận quy hoạch 1/500	Đã có quy hoạch tổng thể
Nam Sơn Hạp Lĩnh	KBC	Bắc Ninh	Vướng GPMB, chỉ tiêu sử dụng đất huyện Tiên Sơn - Bắc Ninh	Huyện Tiên Sơn đã hoàn thành quy hoạch tổng thể Đã có chỉ tiêu sử dụng đất
Tân Tập	KBC	Long An	Chờ quy hoạch 1/2000	Đã có quy hoạch tổng thể
Lộc Giang	KBC	Long An	Chờ quy hoạch 1/2000	Đã có quy hoạch tổng thể
Phước Vĩnh Đông 1,2,4	KBC	Long An	Đang trong quá trình đền bù, GPMB	Đã có quy hoạch tổng thể
Nam Tân Tập	KBC	Long An	Chờ quy hoạch 1/500	Đã có quy hoạch tổng thể
Bình Giang	KBC	Hải Dương	Chờ chấp thuận chủ trương	Đã có quy hoạch tổng thể
Kim Đông Ân Thi	KBC	Hưng Yên	Chờ quy hoạch 1/2000	Dự kiến có quy hoạch trong 2024
Dốc Đá Trắng	VGC	Khánh Hòa	Chờ quy hoạch 1/2000	Đã có quy hoạch tổng thể
Sông Công II	VGC	Thái Nguyên	Chờ quy hoạch 1/2000	Đã có quy hoạch tổng thể
Trần Yên	VGC	Yên Bái	Chờ quy hoạch 1/2000	Đã có quy hoạch tổng thể
Mỹ Xuân B1 MR	IDC	Bà Rịa – Vũng Tàu	Chờ chủ trương đầu tư	Đã có quy hoạch tổng thể
Tân Phước 1	IDC	Tiền Giang	Chờ quy hoạch 1/500	Đã có quy hoạch tổng thể
Vinh Quang	IDC	Hải Phòng	Chờ quy hoạch 1/2000	Đã có quy hoạch tổng thể
Bắc Đồng Phú MR	DPR	Bình Phước	Chờ chấp thuận chủ trương	Đã có quy hoạch tổng thể
Nam Đồng Phú MR	DPR	Bình Phước	Chờ chấp thuận chủ trương	Đã có quy hoạch tổng thể
Tân Lập 1	PHR	Tiền Giang	Chờ chấp thuận chủ trương	Đã có quy hoạch tổng thể
Lai Hưng	PHR	Bình Dương	Chờ chấp thuận chủ trương	Dự kiến có quy hoạch trong 2024
Tân Bình MR	PHR	Bình Dương	Chờ chấp thuận chủ trương	Dự kiến có quy hoạch trong 2024

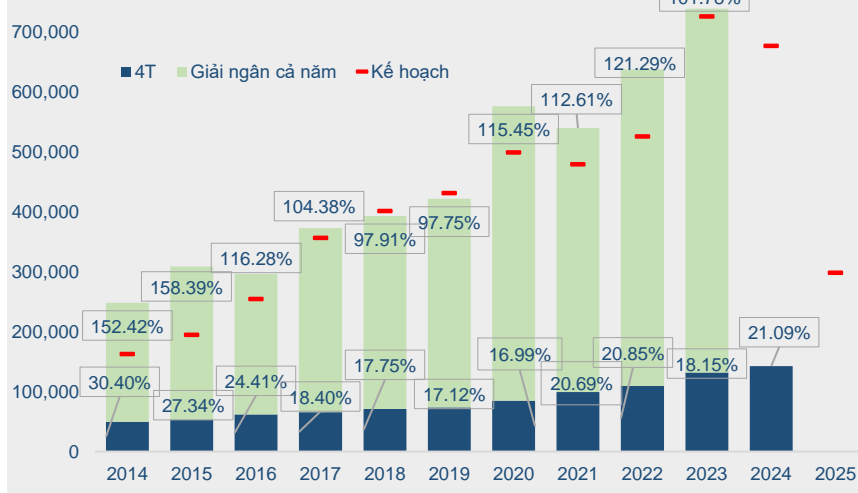
Nguồn: BVSC tổng hợp

Thúc đẩy đầu tư hạ tầng lan tỏa tích cực tới ngành

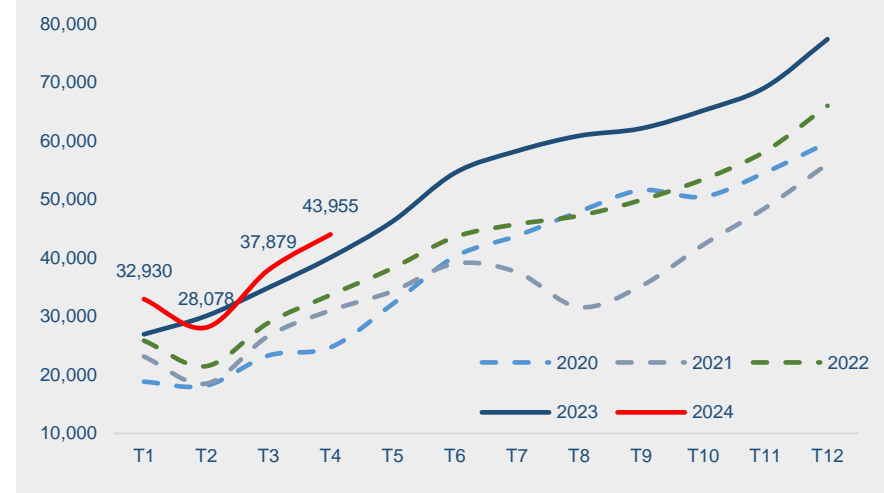
Ngành Khu công nghiệp

- Đến hết tháng 4/2024, giải ngân vốn đầu tư công đạt 16,41% tổng kế hoạch năm. Tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công trên tất cả các lĩnh vực đều có sự khởi sắc, tuy nhiên, tiến độ giải ngân vẫn chưa đạt như kỳ vọng, nên các bộ, ngành, địa phương cần nhanh chóng giải quyết các vướng mắc liên quan để đẩy nhanh giải ngân vốn đầu tư công năm 2024.
- Giải ngân đầu tư công được chú trọng là **động lực gián tiếp cho các KCN khi tăng tính hấp dẫn do việc cải thiện hạ tầng** dẫn tới sự thuận lợi về logistics. Đặc biệt là các KCN trong các tỉnh thành được phân bổ vốn lớn, các dự án trọng điểm.
- Thị trường phía Bắc từ 2015 được đầu tư rất mạnh vào hạ tầng, hoàn thiện đường cao tốc, tạo sự kết nối giữa HN-HP-QN-BN tạo ra sự gia tăng lớn ở các thị trường này.
- Kế hoạch 5 năm sẽ hướng về phía Nam nhiều hơn.
- Một số dự án hạ tầng đáng chú ý ở khu vực miền Nam bao gồm:**
 - ✓ cao tốc Dầu Giây - Phan Thiết (hoàn thành vào tháng 4 năm 2023).
 - ✓ cao tốc Bến Lức - Long Thành (hoàn thành vào năm 2025).
 - ✓ cao tốc Tp. HCM - Mộc Bài (dự kiến hoàn thành vào năm 2027).
 - ✓ quy hoạch tương lai cho dự án đường vành đai 4, cao tốc Bắc - Nam được kỳ vọng sẽ hỗ trợ thêm.
 - ✓ KCN Châu Đức, KCN Phú Mỹ 2 (gần cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu).
 - ✓ KCN Hựu Thạnh, KCN Nam Tân Uyên, KCN Tân Phú Trung (gần Vành đai 3 Tp. Hồ Chí Minh).
- Một số dự án hạ tầng đáng chú ý ở khu vực miền Bắc bao gồm:**
 - ✓ các KCN tại Bắc Ninh (đường vành đai 4 Hà Nội).
 - ✓ các KCN tại Hải Phòng (cao tốc HN-HP, đã hoàn thành).
 - ✓ cao tốc Vân Đồn – Móng Cái gần đây.

Kế hoạch và lượng giải ngân trong các năm gần đây
(Tỷ đồng)

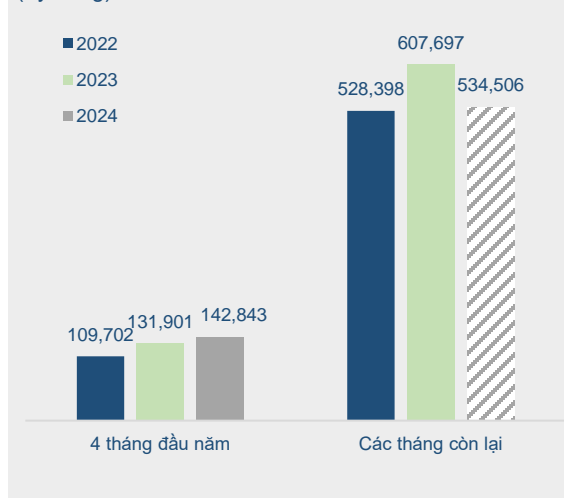


Giá trị giải ngân đầu tư công theo tháng
(Tỷ đồng)

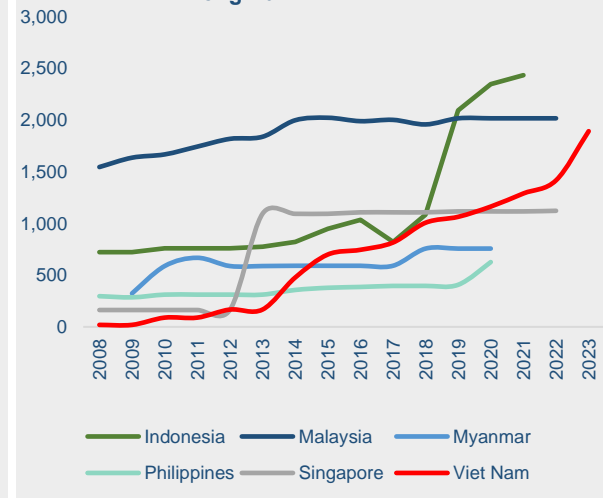


Nguồn: TMX

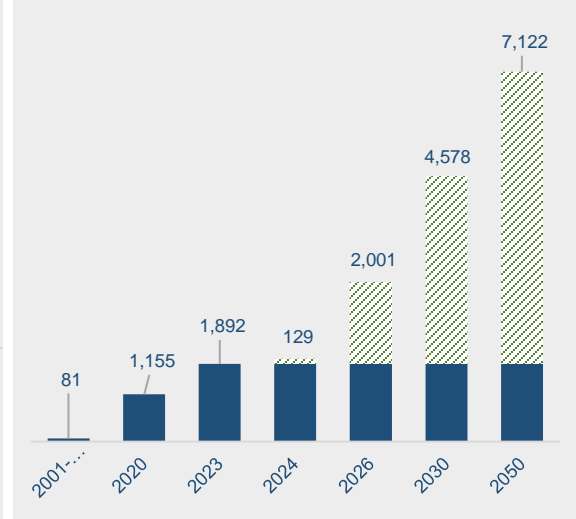
Dự địa giải ngân vốn đầu tư công
(Tỷ đồng)



Số km đường cao tốc của một số quốc gia Đông Nam Á



Tốc độ gia tăng số km cao tốc

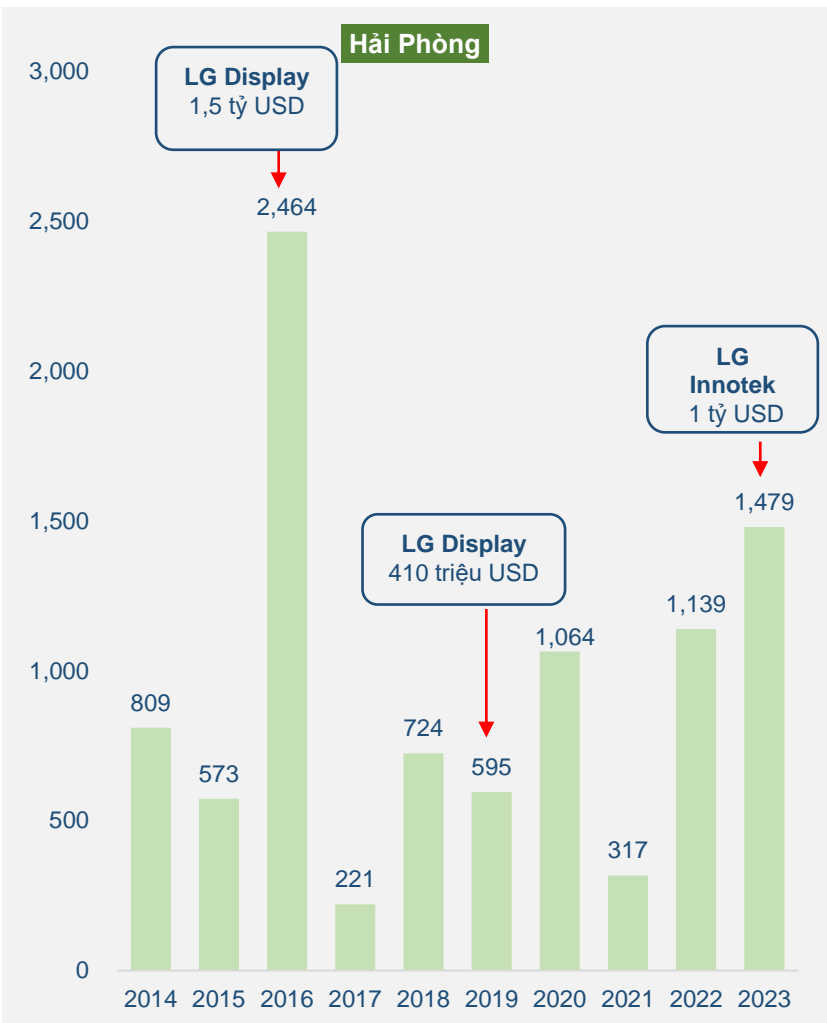


Nguồn: Viện Chiến lược và Phát triển GTVT

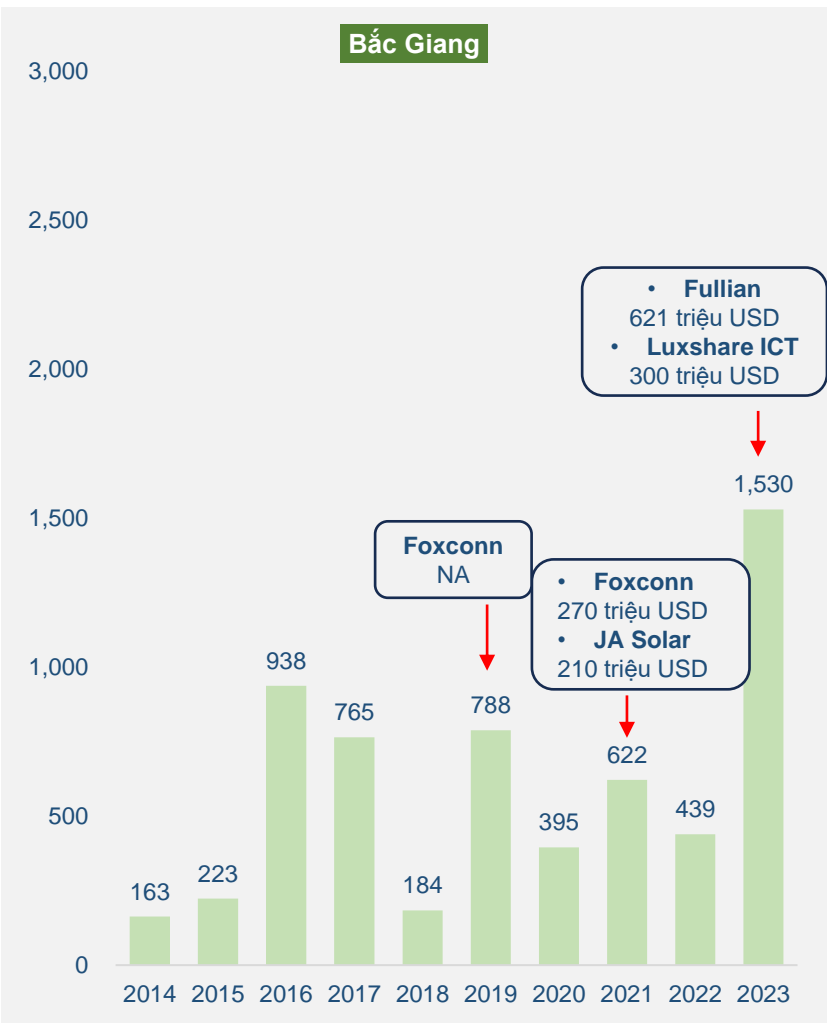
Hệ thống cao tốc, đường vành đai phát triển ở Phía Bắc là một trong các yếu tố giúp thu hút FDI mạnh mẽ từ 2015 tới nay

Ngành Khu công nghiệp

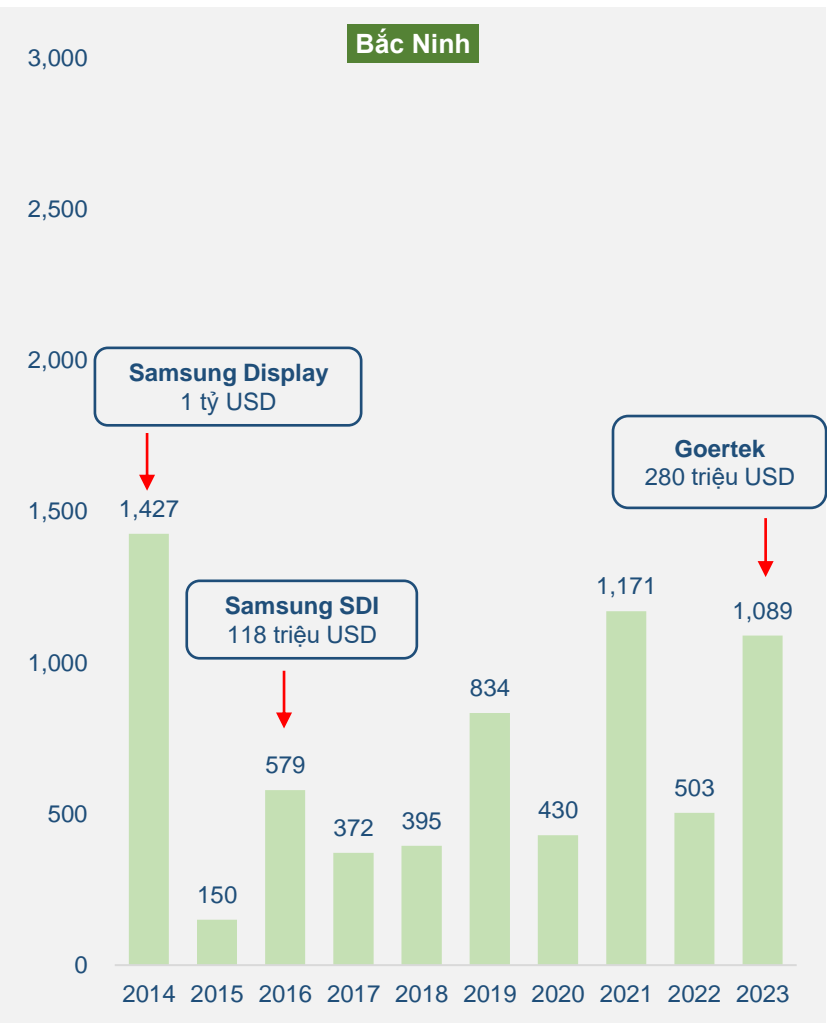
Cao tốc Hà Nội – Hải Phòng (đường 5B)
Đường liên tỉnh: 10, 37



Cao tốc Hà Nội – Bắc Giang (CT01)
Đường liên tỉnh: quốc lộ 1, 17, 31, 37



Cao tốc Hà Nội – Bắc Ninh (CT01)
Đường liên tỉnh: quốc lộ 1B, 18 và 38



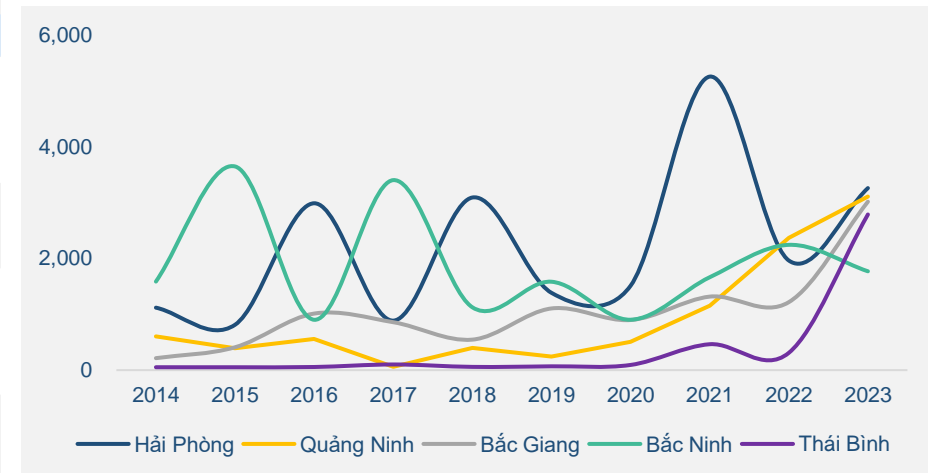
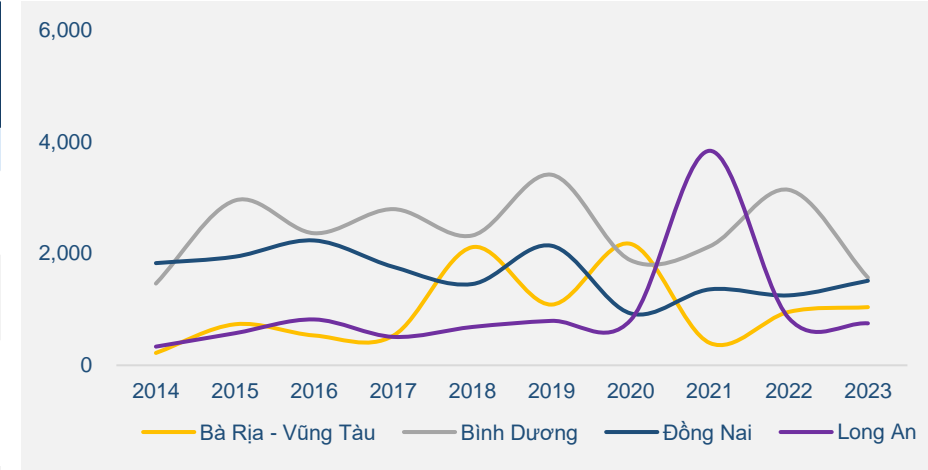
Nguồn: FIA, MPI; BVSC tổng hợp

Tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng

Ngành Khu công nghiệp

- Nhiều dự án lớn đầu tư vào cả hai miền.
- Vốn đăng ký vào các tỉnh tại miền Bắc vẫn trong xu hướng tăng.

Danh sách các dự án lớn nhất vào KCN trong 2023	Quốc gia	Vốn đầu tư (triệu USD)	Khu công nghiệp	Doanh nghiệp trên sàn	Tỉnh	Diện tích (ha)
Khu vực phía Bắc						
Fulian Precision Technology	Singapore	621	Quang Châu	KBC	Bắc Giang	49,6
Công ty TNHH Goertek	Hong Kong	280	Nam Sơn Hạp Lĩnh	KBC	Bắc Ninh	51,5
Tập đoàn Boltun & Tập đoàn Quốc tế QST	Đài Loan	165	Bắc Tiền Phong	NA	Quảng Ninh	35,3
Autoliv Vietnam	Thụy Điển	154	Amata Sông Khoai	NA	Quảng Ninh	9,0
Khu vực phía Nam						
Công ty TNHH Shandong Haohua Tire	Trung Quốc	500	Sikico	NA	Bình Phước	42,4
Suntory Pepsico Việt Nam	Hà Lan	185	Hựu Thạnh	IDC	Long An	20,0
Pandora Production Holdings A/S	Đan Mạch	163	VSIP III	BCM (VSIP)	Bình Dương	7,5
Công ty TNHH Crown	Singapore	95	Tân Phú	NA	Bình Dương	7,0

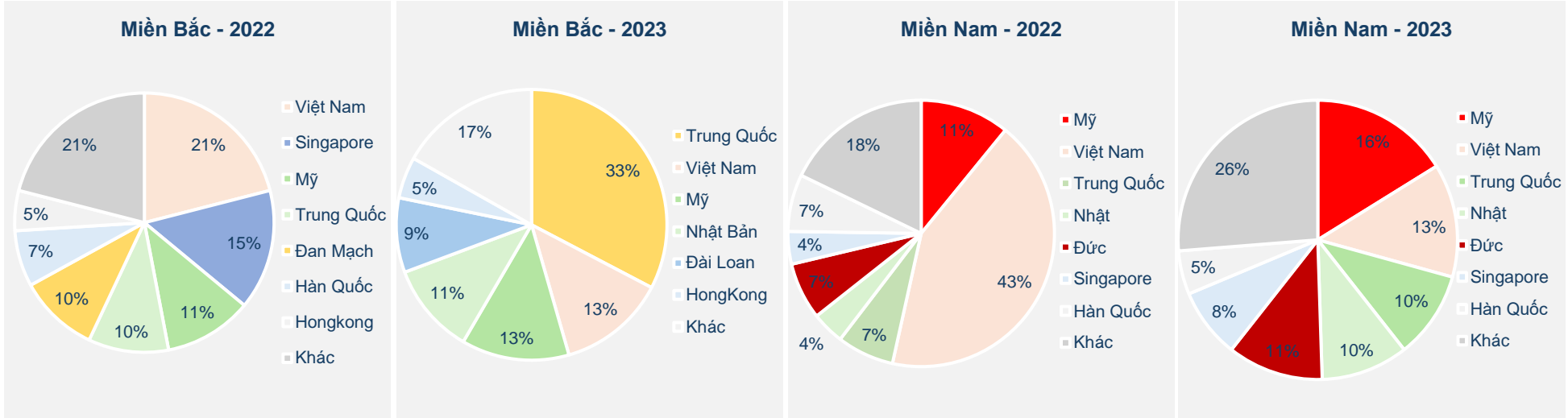


Nguồn: Savills

Khách thuê tiếp tục mở rộng hoạt động tại Việt Nam giúp tỉ lệ hấp thụ và giá chào thuê tiếp tục tăng

Ngành Khu công nghiệp

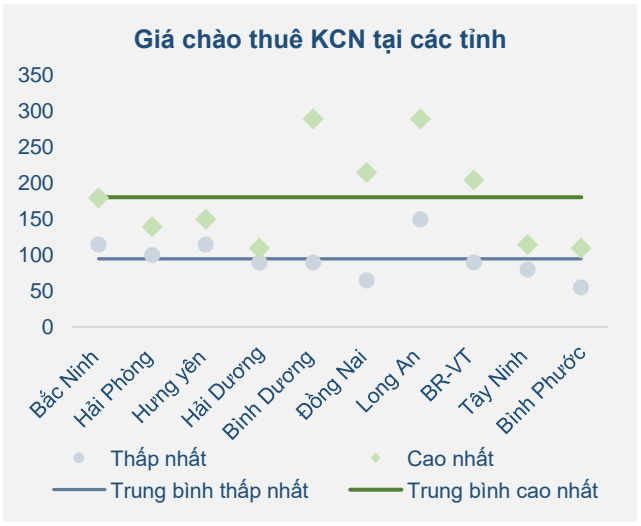
- Thị trường BĐS KCN vẫn tiếp tục là điểm sáng với tỉ lệ hấp thụ tốt và giá chào thuê tiếp tục ở mức cao.
- Miền Bắc:** Theo CBRE, Đất KCN tại thị trường cấp 1 miền Bắc giá chào thuê đạt 133 USD/m2/kỳ thuê (+7,8% yoy). Với việc đầu tư FDI công nghệ cao thúc đẩy hoạt động tích cực; và không có dự án mới đi vào hoạt động trong quý; tỉ lệ lấp đầy tại miền Bắc đạt 83%.
- Miền Nam:** duy trì tích cực trong nửa đầu 2024 nhờ vào xu hướng mở rộng của các nhà sản xuất. Theo CBRE, Giá đất KCN tại TT cấp 1 đạt 189 USD/m2/kỳ thuê (+2,4% yoy). Quỹ đất KCN còn lại ở miền Nam tương đối hạn chế, với tỉ lệ lấp đầy khoảng 92%.
- Với nhu cầu mở rộng sản xuất và xu hướng FDI dồi dào vẫn tiếp tục; cùng với nguồn cung hạn chế; chúng tôi dự báo giá chào thuê tại các KCN sẽ duy trì ở mức cao và tiếp tục tăng trong thời gian tới.



Nhà sản xuất Trung Quốc mở rộng tại Miền Bắc

Khách hàng Âu Mỹ phát triển tại Miền Nam

Nguồn: CBRE, BVSC tổng hợp



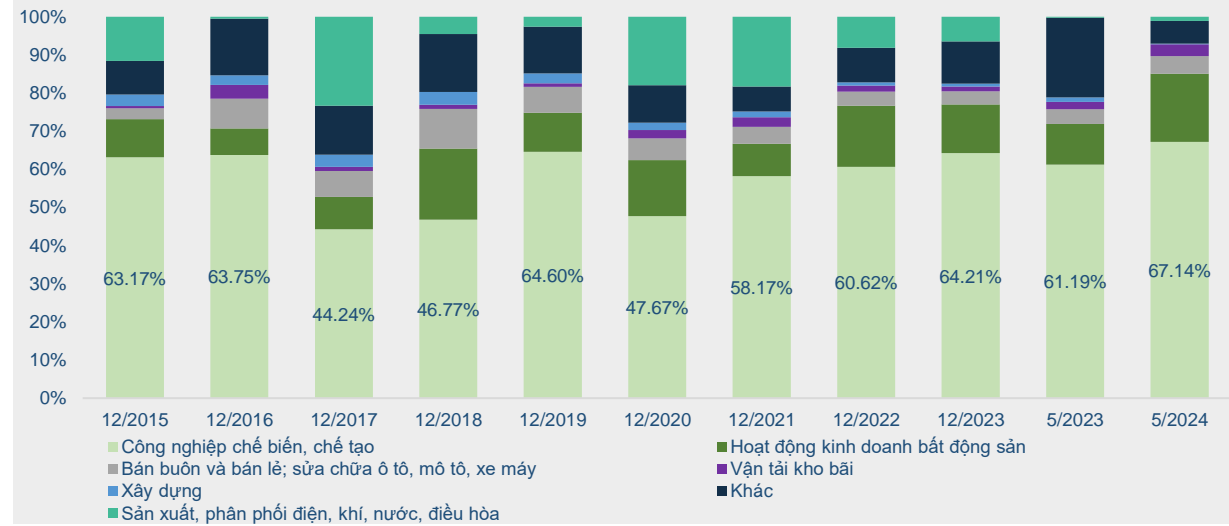
Nguồn: CBRE, BVSC tổng hợp

Tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng

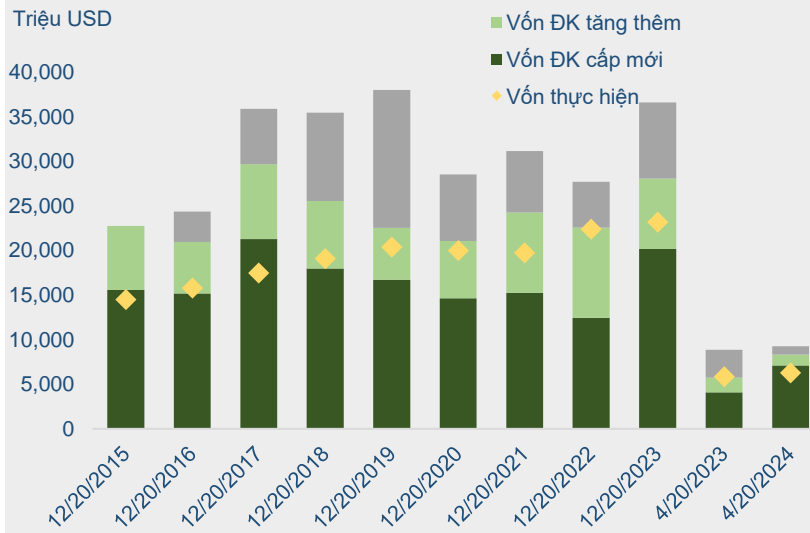
Ngành Khu công nghiệp

- FDI vào Việt Nam vẫn duy trì xu hướng tích cực trong 4 tháng đầu năm khi vốn đăng ký mới và số dự án đầu tư tăng so với cùng kỳ. Bốn tháng đầu năm ghi nhận mức tăng 28,8% về số lượng dự án mới được cấp Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư và tăng 73,2% về tổng vốn đăng ký đầu tư mới.
- Việt Nam đang có quan hệ đối tác chiến lược toàn diện với Trung Quốc, Nga, Ấn Độ, Hàn Quốc, Mỹ, Nhật Bản và Úc; giúp tăng cường sức hấp dẫn đầu tư của Việt Nam. Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam - EU (EVFTA), Hiệp định Đối tác toàn diện và tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP), Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam - Vương quốc Anh (UKFTA)... cũng tạo điều kiện và môi trường thuận lợi để Việt Nam có được lợi thế tương đối trong hoạt động thương mại và đầu tư.
- Các dự án lớn có thể kể tới: Intel, Amkor (đóng gói, kiểm thử); Marvell, Qualcomm (thiết kế); Synopsys, Cadence (cung cấp công cụ thiết kế chip)... đầu tư vào ngành công nghiệp bán dẫn.
- Các nhà sản xuất trong chuỗi cung ứng toàn cầu của những hãng lớn đang dần tập trung vào Việt Nam: Apple đã chuyển 11 nhà máy của các doanh nghiệp Đài Loan (Trung Quốc) trong chuỗi cung ứng của hãng này sang Việt Nam; nhiều hãng khác như Foxconn, Luxshare, Pegatron, Wistron cũng mở rộng cơ sở sản xuất sẵn có tại Việt Nam.

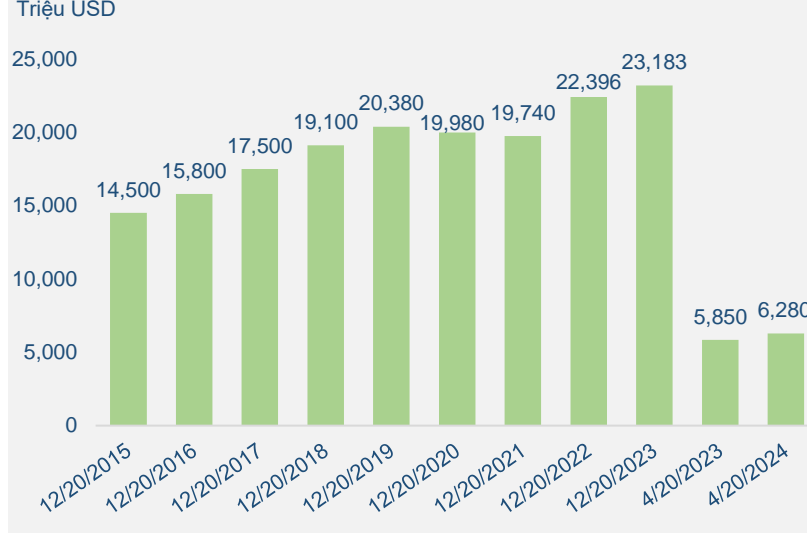
Tỷ trọng vốn FDI đăng ký vào các ngành



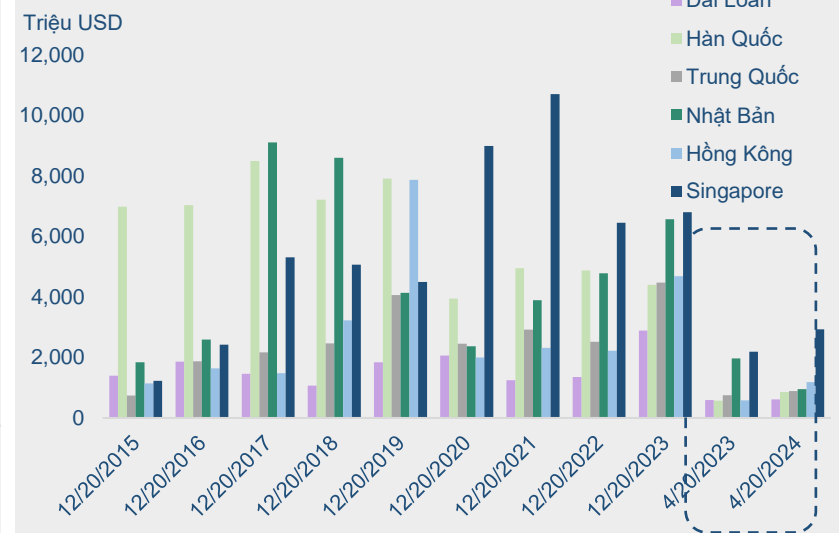
Vốn đầu tư FDI



Giá trị giải ngân vốn FDI hàng năm

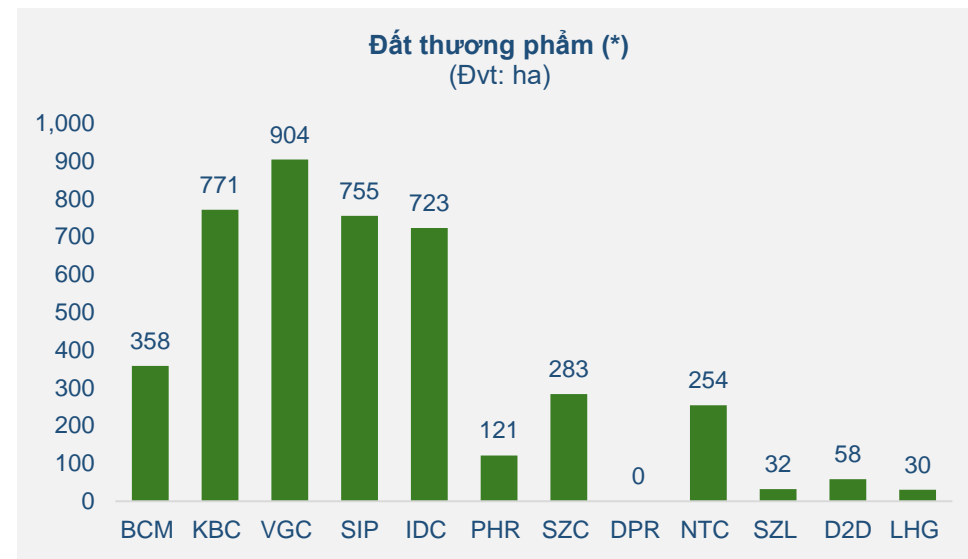
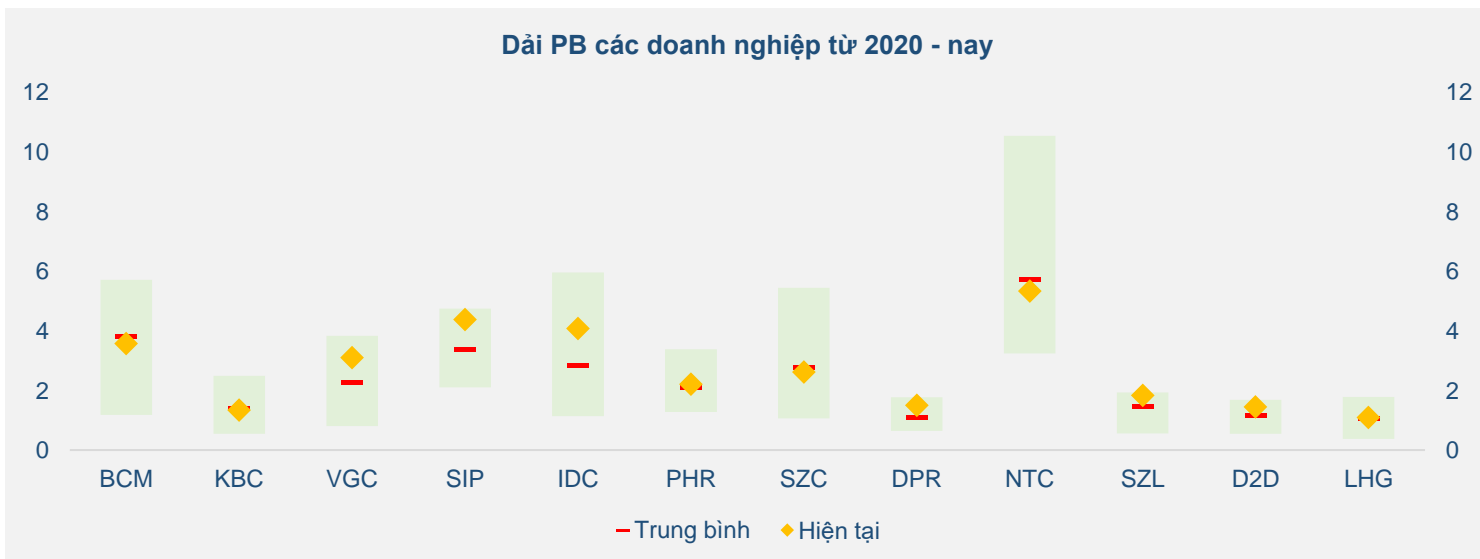
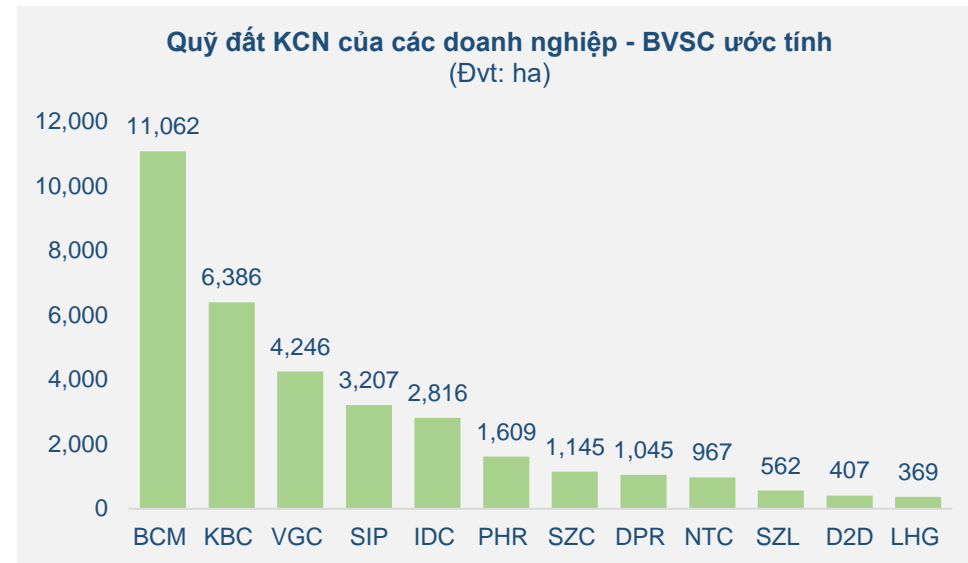
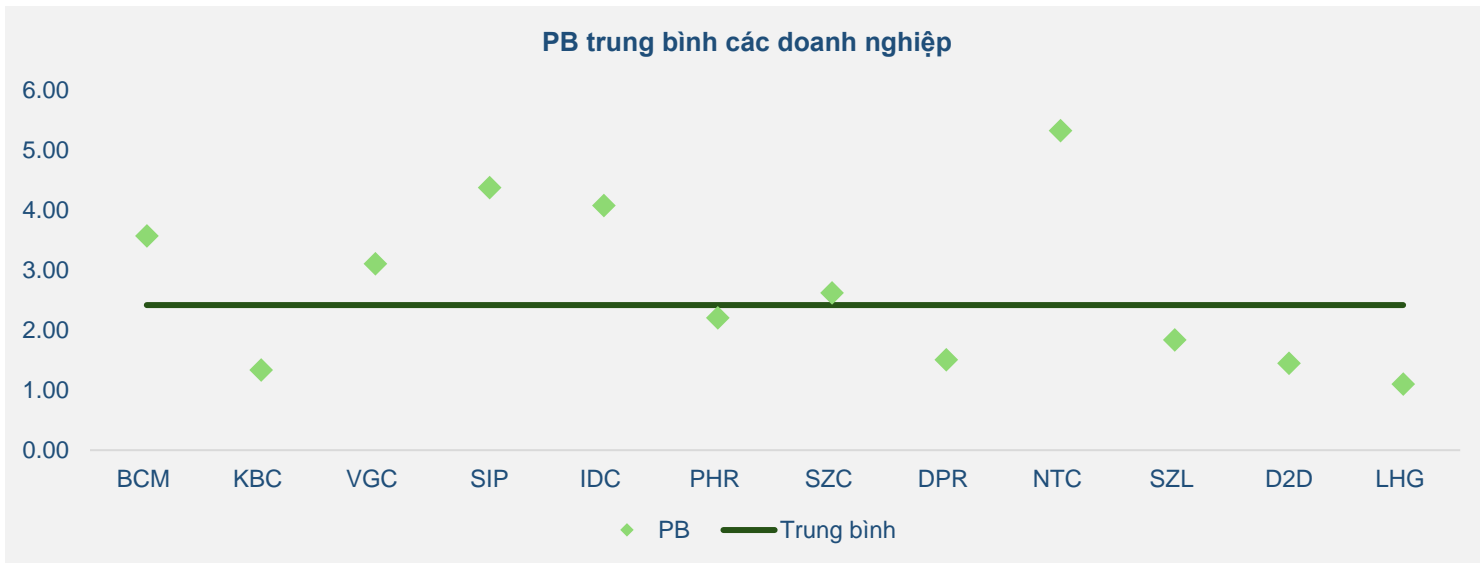


Các đối tác FDI lớn của Việt Nam



Quỹ đất các doanh nghiệp và định giá

Ngành Khu công nghiệp

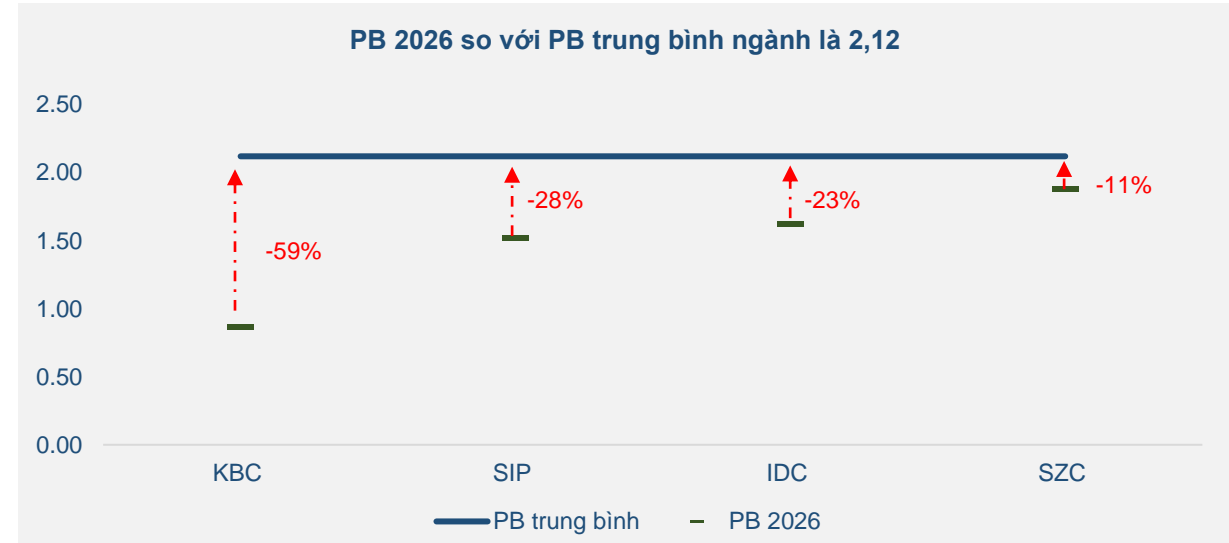
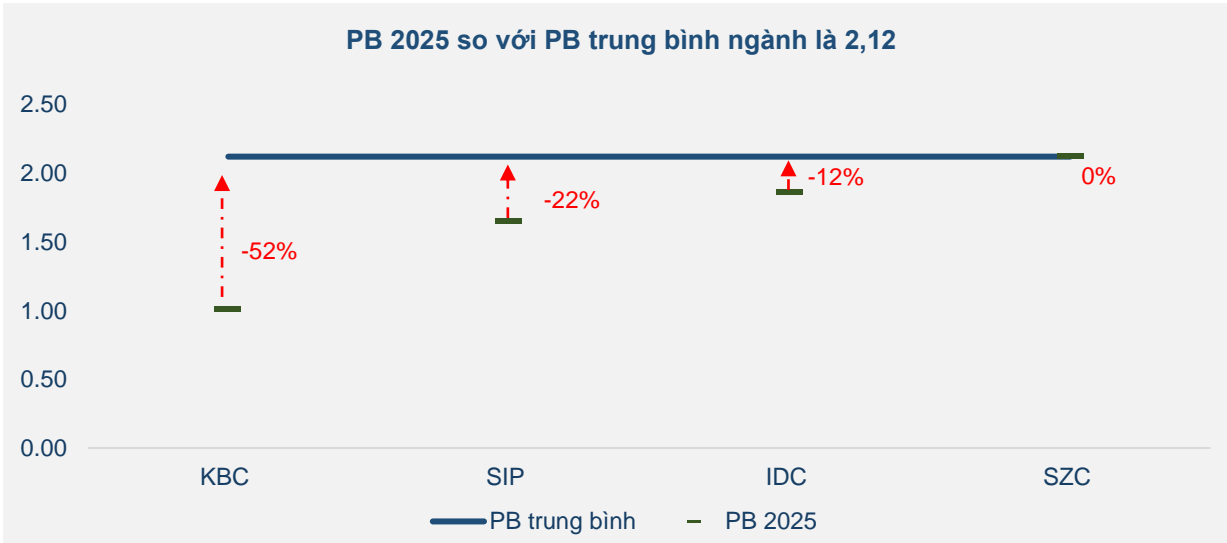
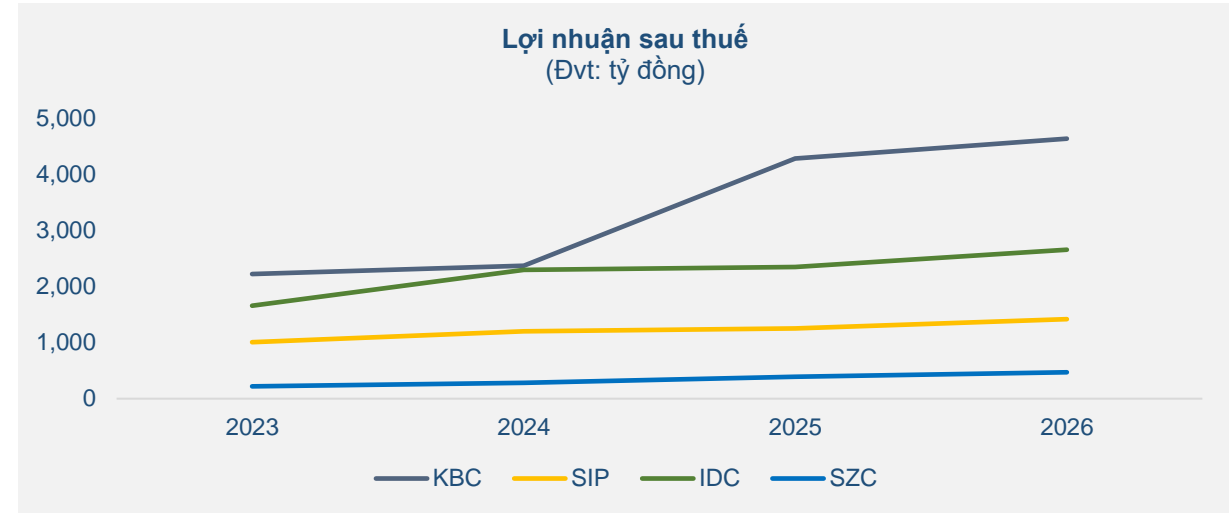
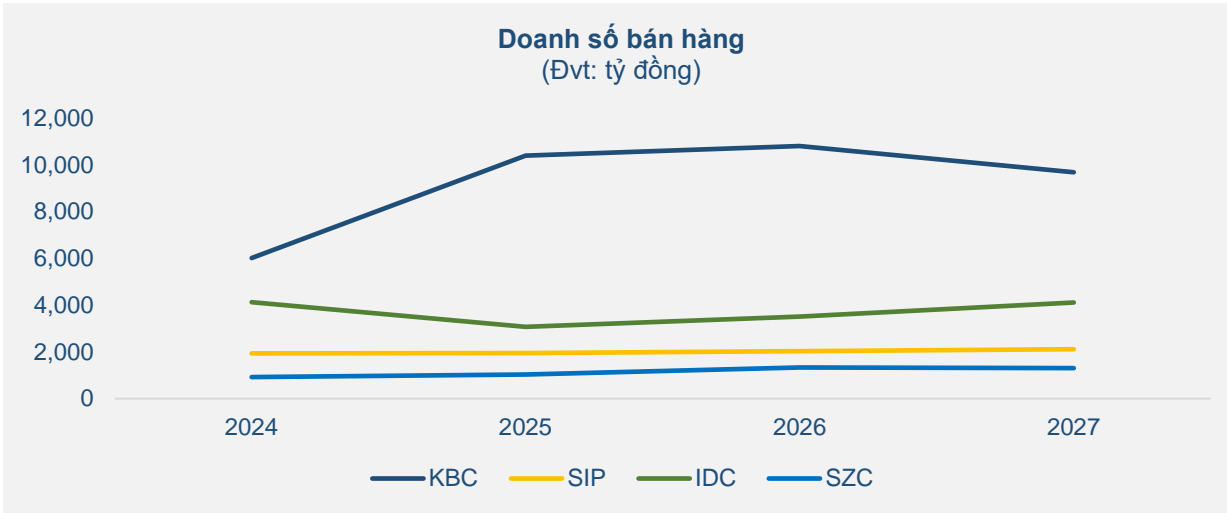


Nguồn: BVSC tổng hợp

(*) Chỉ tính phần diện tích đã GPMB

Tầm nhìn 2025-2026: Doanh số bán hàng và LNST tiếp tục tăng trưởng

Ngành Khu công nghiệp



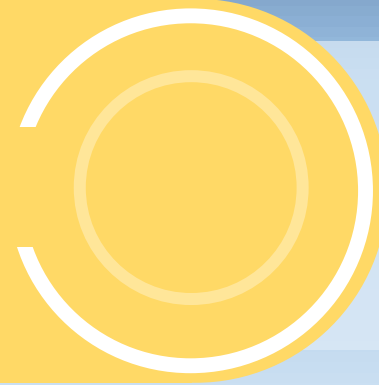
(*) PB của IDC được điều chỉnh phần doanh thu chưa thực hiện từ hợp đồng KCN ghi nhận 50 năm

Tổng hợp khuyến nghị

MCK	Khuyến nghị	Giá hiện tại (đồng/cp)	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside	Điểm nhấn đầu tư
KBC	OUTPERFORM	30.400	40.275	+32,5%	<ul style="list-style-type: none"> - Kỳ vọng tiến độ các dự án KCN tích cực hơn. - Kỳ vọng vấn đề pháp lý được giải quyết.
SIP	NEUTRAL	91.500	104.112	+13,8%	<ul style="list-style-type: none"> - Hoàn thành GPMB tại KCN Phước Đông sẽ giúp tăng lượng lớn đất thương phẩm cho doanh nghiệp. - Giá trị hợp đồng quỹ đất còn lại lớn.
IDC	NEUTRAL	62.200	61.743	-0,7%	<ul style="list-style-type: none"> - Backlog tại các KCN ký từ năm 2023 đạt 138,3ha đảm bảo doanh thu cho năm 2024. - Đang chờ phê duyệt một loại dự án mới.
SZC	OUTPERFORM	41.850	51.386	+22,8%	<ul style="list-style-type: none"> - Quỹ đất thương phẩm KCN vẫn duy trì nhưng chi phí gia tăng nhanh. - Quỹ đất KĐT là điểm nhấn trung hạn.
DPR	NEUTRAL	43.950	50.247	+14,3%	<ul style="list-style-type: none"> - Quyết định 227/QĐ-TTg và hoàn thành quy hoạch chung của Bình Phước tạo điều kiện thuận lợi cho câu chuyện xin chủ trương đầu tư của Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú MR.
PHR	OUTPERFORM	60.900	72.351	+18,8%	<ul style="list-style-type: none"> - Quy hoạch tổng thể tỉnh Bình Dương có thể được chấp thuận trong 2024 giúp thúc đẩy quá trình xin chủ trương đầu tư của KCN Tân Lập 1 và Tân Bình 2.

IDC

NEUTRAL | Target: 61.743 VNĐ/CP | Upside: -0,7%



IDC – LNST tăng trưởng mạnh nhờ vào lượng backlog lớn từ năm 2023

IDC - NEUTRAL | Target: 61.743 VNĐ/CP | Upside: -0,7%

Backlog tại các KCN ký từ năm 2023 đạt 138,3ha đảm bảo doanh thu cho năm 2024

Trong năm 2023, diện tích cho thuê của IDC đạt 169,8ha (bao gồm cả MOU) cao nhất trong 4 năm trở lại đây. Tuy nhiên, hợp đồng ký mới chỉ đạt 31,4ha tương đương khoảng 1/3 diện tích ký mới trong năm 2022. Diện tích ký MOU lớn sẽ là tiền đề cho tăng trưởng doanh thu trong năm 2024.

Giá chào thuê các KCN vẫn trong xu hướng tăng khi giá cho thuê đất tại các KCN Hữu Thạnh là 148 USD/m² (+6% yoy); Quế Võ 2 là 119 USD/m² (+3% yoy); và Cầu Ngàn là 77 USD/m² (+18% yoy); Phú Mỹ 2 là 124 USD/m² (0% yoy) và Phú Mỹ 2 MR là 126 USD/m² (+0% yoy).

IDC tiếp tục tích cực phát triển quỹ đất mới cũng như nhà xưởng, nhà kho xây sẵn

Hiện tại, IDC còn 580,2ha diện tích đất thương phẩm sẵn sàng cho thuê từ các KCN hiện hữu. Điều này giúp IDC là một trong những doanh nghiệp sở hữu diện tích đất sẵn sàng cho thuê lớn nhất khu vực phía Nam. IDC cũng rất tích cực phát triển thêm diện tích đất KCN mới nhằm bổ sung vào quỹ đất hiện có với KCN Mỹ Xuân B1 MR, Tân Phước 1 và Vinh Quang.

LNST 2024 dự báo tăng trưởng 39% nhờ tăng trưởng mạnh ở mảng KCN

Giả định 138,3ha MOUs IDC ký trong năm 2023 được bàn giao và ghi nhận 80% doanh thu trong năm 2024. Ngoài ra, trong năm 2024, BVSC ước tính IDC sẽ ký chính thức thêm 90ha KCN từ các KCN sau: Hữu Thạnh: 30ha; Cầu Ngàn: 15ha; Phú Mỹ 2: 10ha; Phú Mỹ 2 MR: 20ha; Quế Võ 2: 15ha. BVSC giả định doanh thu từ các hợp đồng mới này sẽ bắt đầu được ghi nhận từ năm 2025. Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST-MI của IDC trong năm 2024 lần lượt là 7.807 tỷ đồng (+8% yoy) và 2.098 tỷ đồng (+51% yoy).

Khuyến nghị

BVSC đánh giá khả quan về triển vọng dài hạn của IDC. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng của IDC nằm ở quỹ đất khu công nghiệp thương phẩm sẵn sàng kinh doanh lớn, nằm tại các vị trí thuận lợi với nhu cầu từ khách hàng cao. Điều này sẽ mang đến dòng tiền rất lớn cho IDC và nguồn tiền này sẽ là động lực để IDC đảm bảo cho sự phát triển dài hạn hơn thông qua: i) mở rộng quỹ đất; ii) M&A dự án...

Mặc dù vậy, giá cổ phiếu IDC có sự gia tăng nhanh đáng kể trong năm 2023 và phản ánh phần nhiều các triển vọng trong trung hạn. Điều này làm cho mức dự giá với giá hợp lý không còn nhiều trong ngắn hạn. Với giá mục tiêu theo các phương pháp, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** với IDC với mức giá là **61.743 đồng/cp**. Chúng tôi sẽ theo dõi thêm tiến độ phê duyệt các dự án mới và xem xét cập nhật vào định giá trong thời gian tới.

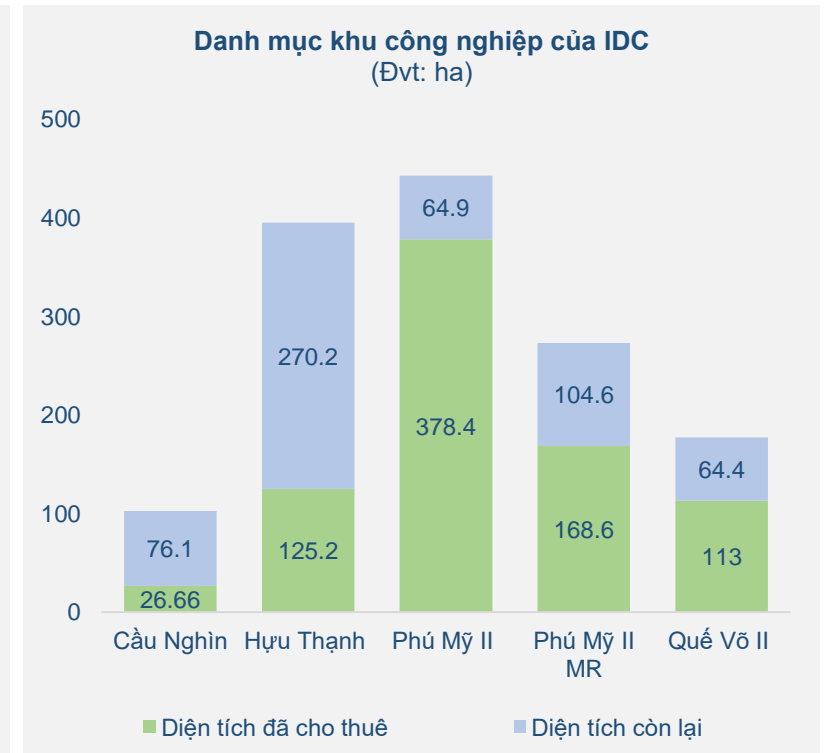
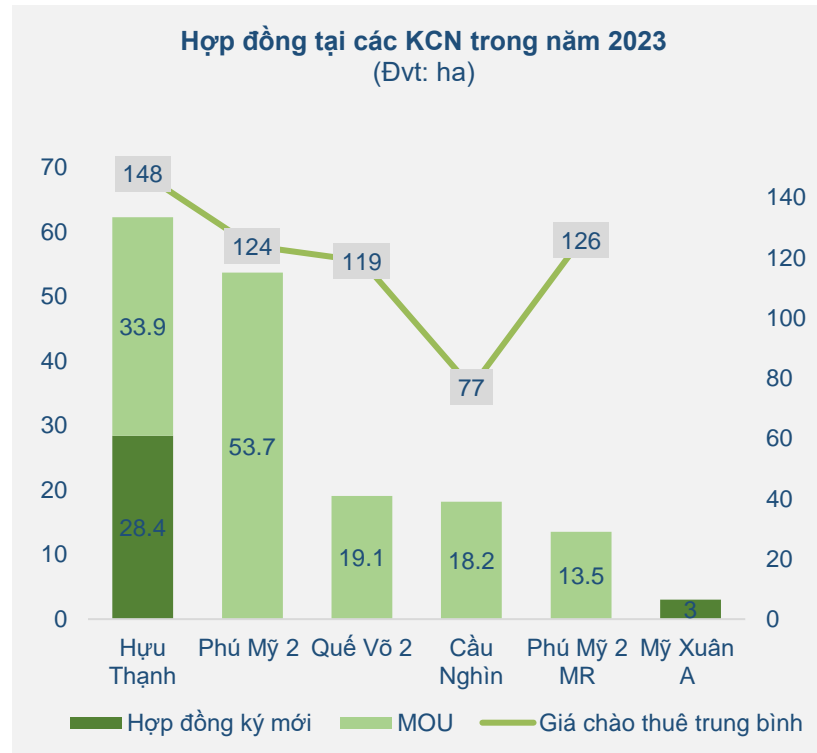
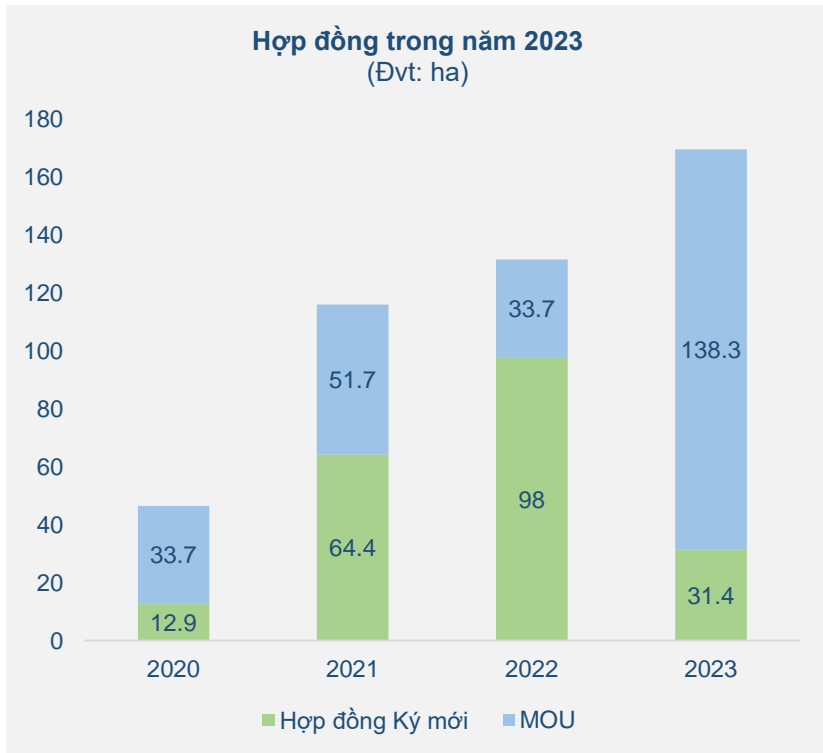
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	7.485	7.237	7.807	7.528
Tăng trưởng	74,0%	-3,3%	7,9%	-3,6%
NPAT-MI	1.768	1.393	2.098	2.148
Tăng trưởng	289,1%	-21,2%	50,6%	2,4%
P/E (x)	5,6	33,4	7,8	9,1
P/B (x)	1,9	3,8	2,1 (*)	1,9 (*)
EPS (đồng/cp)	5.605	4.221	6.358	6.509
Giá mục tiêu (đồng/cp)				61.743

(*) PB 2024F và 2025F của IDC được điều chỉnh phần doanh thu chưa thực hiện từ hợp đồng KCN ghi nhận 50 năm

IDC – LNST tăng trưởng mạnh nhờ vào lượng backlog lớn từ năm 2023

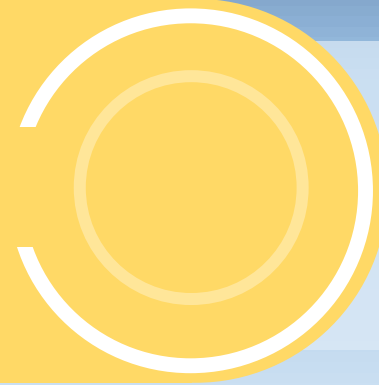
IDC - NEUTRAL | Target: 61.743 VNĐ/CP | Upside: -0,7%

Dự án	Địa điểm	Diện tích (ha)	Tình trạng
Mỹ Xuân B1 MR	Bà Rịa – Vũng Tàu	110-500	Đang chờ các quyết định phê duyệt chủ trương đầu tư.
Tân Phước 1	Tiền Giang	470	Đã phê duyệt quy hoạch 1/2000. Đã được phê duyệt trong quy hoạch chung tỉnh Tiền Giang, kỳ vọng sẽ nhận được chủ trương đầu tư trong năm 2025 và triển khai trong năm 2026.
Vinh Quang	Hải Phòng	350	Đang lập hồ sơ quy hoạch 1/2000 và xin chủ trương đầu tư. Đã có tên trong quy hoạch chung tỉnh Hải Phòng.



SZC

OUTPERFORM | Target: 51.386 VNĐ/CP | Upside: +22,8%



SZC – Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ bàn giao Shophouse tại KĐT Hữu Phước

SZC - OUTPERFORM | Target: 51.386 VNĐ/CP | Upside: +22,8%

Kết quả kinh doanh Q1.2024 tăng trưởng mạnh nhờ có doanh thu từ hoạt động cho thuê KCN

Doanh thu thuần và LNST cho Q1.2024 lần lượt là 214 tỷ đồng (gấp 3,3 lần cùng kỳ năm ngoái) và 65 tỷ đồng (gấp 5,6 lần cùng kỳ năm ngoái). Trong đó, doanh thu từ KCN đạt 194 tỷ đồng (gấp 7,5 lần cùng kỳ năm ngoái) chiếm 91% doanh thu thuần của SZC, còn lại là doanh thu từ Sonadezi Hữu Phước, sân Golf và các hoạt động khác. Biên LNG mảng KCN ghi nhận là 55% giảm so với biên LNG cùng kỳ năm trước là 68%.

Quỹ đất thương phẩm KCN vẫn duy trì nhưng chi phí gia tăng nhanh

SZC đang sở hữu KCN Châu Đức với diện tích quy hoạch lớn 1.145 ha; tổng diện tích thương phẩm là 1.109ha với diện tích còn lại tính tới hết 31.12.2023 ước tính khoảng 574,4ha; trong đó diện tích thương phẩm đã đền bù GPMB sẵn sàng kinh doanh là 283ha. Hiện tại, giá chào thuê trung bình ở KCN Châu Đức đang thấp hơn khoảng 50% so với mặt bằng chung các KCN tại Bà Rịa – Vũng Tàu. Từ nay đến 2026, sân bay Long Thành, đường cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu được kỳ vọng là các động lực giúp giá chào thuê cũng như tốc độ cho thuê ở Bà Rịa – Vũng Tàu tăng trưởng mạnh mẽ trong tương lai.

Bất động sản khu đô thị là động lực tăng trưởng trung hạn

SZC hiện tại đang sở hữu dự án KDC Sonadezi Hữu Phước (nằm trong KĐT Châu Đức) và KĐT Châu Đức. Trong đó, tổng quỹ đất đã đền bù vào khoảng 673ha với chi phí đền bù thấp, có tiềm năng mang lại giá trị lớn cho SZC. Trong 2-3 năm tới, doanh thu và lợi nhuận từ mảng BĐS nhà ở sẽ đến từ KDC Sonadezi Hữu Phước. Chúng tôi ước tính, GD2 sẽ được đưa vào kinh doanh vào 2024. Tổng giá trị hợp đồng của KDC ước tính 1.792 tỷ đồng, với biên lợi nhuận gộp trung bình khoảng 42% (bao gồm phần còn lại GD1).

Đối với KĐT Châu Đức, đây là quỹ đất lớn với nhiều phân khu nên sẽ là câu chuyện trong dài hạn. SZC đang thực hiện các thủ tục để gia hạn chủ trương đầu tư cho dự án.

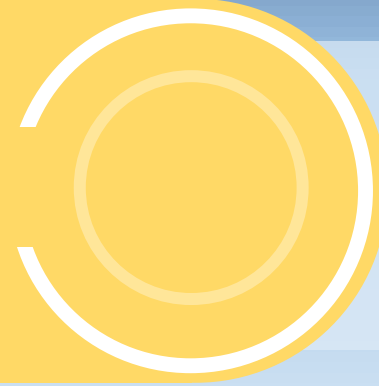
Lợi nhuận thuần 2024 tiếp tục cải thiện

BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2024 của SZC lần lượt là 838 tỷ đồng (+2% yoy) và 281 tỷ đồng (+28% yoy). Chúng tôi dự phóng SZC sẽ ký thêm 45ha chào thuê KCN và ghi nhận KQKD từ một phần bán shophouse tại dự án Sonadezi Hữu Phước trong năm 2024. Nhà liền kề sẽ đóng góp doanh thu từ 2026.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	858,9	817,9	838,0	1,106,9
Tăng trưởng	-4,8%	2,4%	2,4%	32,1%
NPAT-MI	197,4	218,9	280,8	385,7
Tăng trưởng	10,9%	28,3%	28,3%	37,4%
P/E (x)	14,82	25,59	27,24	19,83
P/B (x)	1,75	3,14	2,40	2,12
EPS (đồng/cp)	1.513	1.621	1.560	2.143
Giá mục tiêu (đồng/cp)				51.386

KBC

OUTPERFORM | Target: 40.275 VNĐ/CP | Upside: +32,5%



KBC – Tiềm năng trung và dài hạn tới từ quỹ đất lớn; KĐT Tràng Cát dẫn dắt KQKD trung hạn

KBC - OUTPERFORM | Target: 40.275 VNĐ/CP | Upside: +32,5%

▪ KQKD Quý 1.2024:

Doanh thu thuần đạt 152 tỷ đồng (-93% yoy) và LNST -77 tỷ đồng (cùng kỳ 1.056 tỷ đồng). Trong kỳ, KBC không ghi nhận doanh thu từ mảng BĐS KCN, cùng kỳ năm trước KBC ghi nhận 2.068 tỷ đồng từ mảng này. KBC cũng không ghi nhận doanh thu tài chính đột biến từ lãi chuyển nhượng cổ phần như cùng kỳ năm ngoái. Thiếu vắng hai nguồn doanh thu này, doanh thu của KBC giảm mạnh; chi phí QLDN và chi phí bán hàng tương đương với năm trước; dẫn tới LNST của KBC âm.

▪ Trong 2024, BVSC kỳ vọng các dự án KCN của KBC sẽ có những diễn biến tích cực hơn:

- ✓ KCN NSHL: có thể đẩy nhanh tiến độ GPMB do nút thắt về việc chỉ tiêu sử dụng đất cho diện tích còn lại thuộc xã Lạc Vệ, huyện Tiên Du đã được UBND tỉnh Bắc Ninh phê duyệt. Cụ thể, chỉ tiêu sử dụng đất KCN năm 2023 của huyện là 705,29ha; năm 2024 tăng lên 808,29ha (+103ha). Diện tích còn lại của KCN NSHL kỳ vọng có thể bàn giao từ nửa cuối 2024.
- ✓ KCN Tràng Duệ 3: hiện tại đã có phê duyệt 1/2000 (ngày 28/11/2023) và đang xin chủ chương đầu tư. Với diện tích đã GPMB là 200ha, KBC kỳ vọng có thể ký hợp đồng với LG khoảng 90ha, trong đó sẵn sàng bàn giao 50ha nếu được chấp thuận chủ trương đầu tư. Kỳ vọng KCN Tràng Duệ 3 sẽ được đưa vào kinh doanh trong nửa cuối 2024.
- ✓ KĐT Phúc Ninh: hiện tại vẫn đang trong quá trình chờ UBND tỉnh tính toán phần tiền sử dụng đất cần nộp bổ sung. Đồng thời triển khai thi công hệ thống hạ tầng kỹ thuật gói 2 trên diện tích 20,3ha tại khu Phương Vỹ và Thị Cầu; Triển khai thi công hạ tầng kỹ thuật đối với phần diện tích đã được bàn giao trên thực địa khoảng 14ha còn lại.
- ✓ KĐT Tràng Cát: đã đền bù 581,9ha, san lấp 80ha. Trên quy hoạch chi tiết 1/500 mới được phê duyệt diện tích thương phẩm mới là 282,14ha; đang chờ để đóng bổ sung tiền sử dụng đất cho diện tích tăng thêm.

▪ Năm 2024: kế hoạch sẽ ký thêm được khoảng 150ha KCN; trong đó TPT 30ha, NSHL 50ha còn lại là các KCN khác.

KCN Lộc Giang, Long An 466ha (diện tích thương phẩm 326,5ha): Đã được chấp thuận chủ trương đầu tư từ tháng 4.2022. Dự kiến tới quý 2.2024 sẽ hoàn thành giấy tờ thủ tục cho quy hoạch 1/2000; KBC hiện đang làm việc với ngân hàng để tính toán kế hoạch tài chính cho tiền sử dụng đất và GPMB của KCN. Dự kiến sẽ được đưa vào kinh doanh trong Q1.2025.

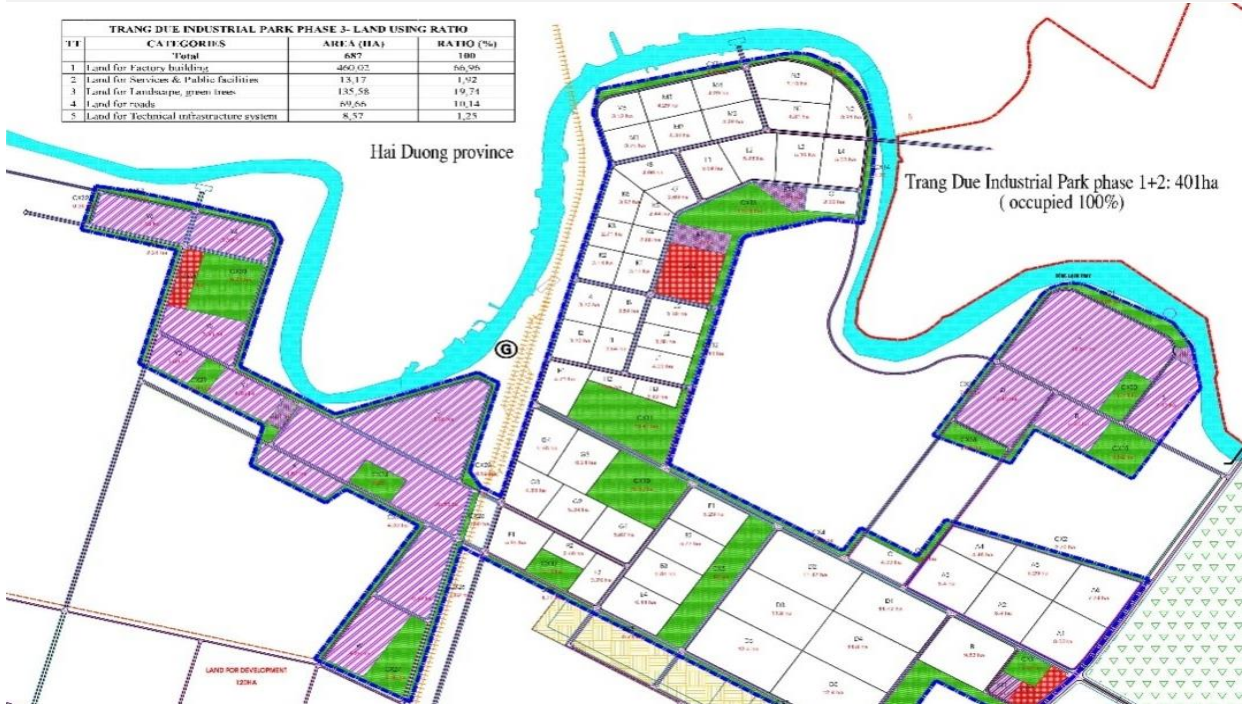
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	950	5.645	5.121	11.528
Tăng trưởng	-78%	494%	-9%	125%
NPAT-MI	1.577	2.218	2.369	4.276
Tăng trưởng	17%	41%	7%	80%
P/E (x)	12,30	17,24	11,34	6,28
P/B (x)	1,16	1,35	1,20	1,01
EPS (đồng/cp)	3.314	4.663	2.904	5.242
Giá mục tiêu (đồng/cp)				40.275

KBC – Tiềm năng trung và dài hạn tới từ quỹ đất lớn; KĐT Trảng Cát dẫn dắt KQKD trung hạn

KBC - OUTPERFORM | Target: 40.275 VNĐ/CP | Upside: +32,5%

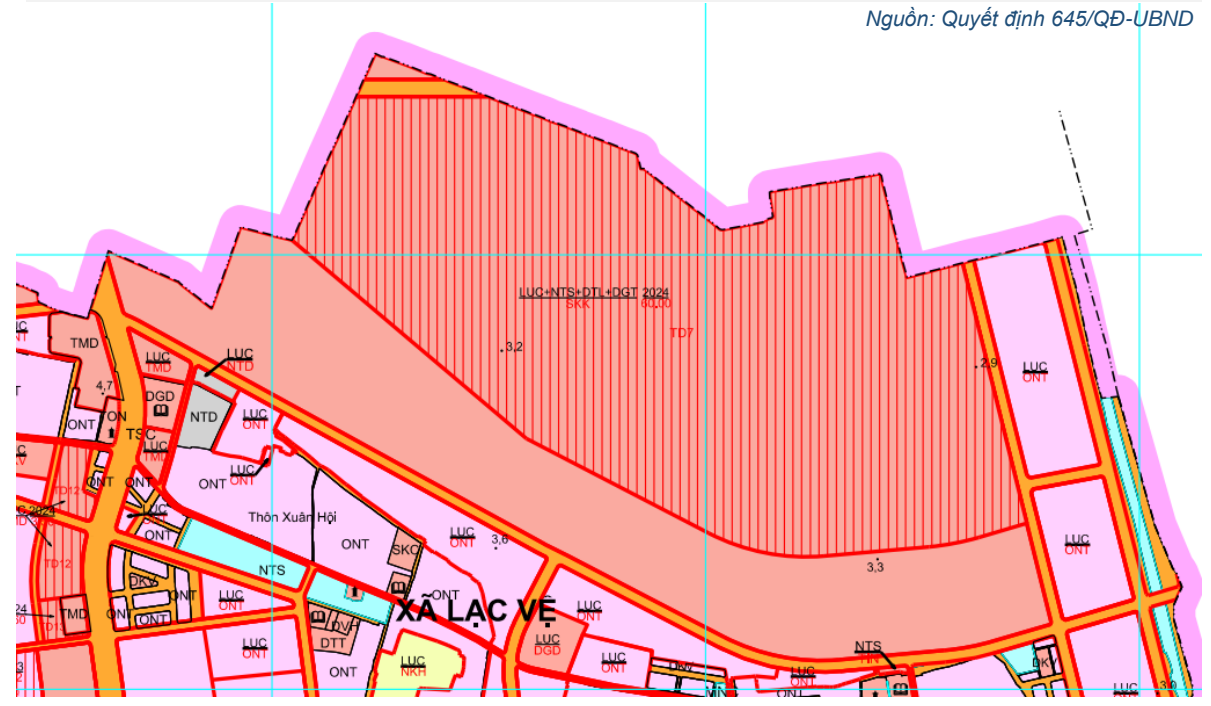
Quy hoạch 1/2000 Khu công nghiệp Trảng Duệ 3

TRANG DUE INDUSTRIAL PARK PHASE 3- LAND USING RATIO		
TT	CATEGORY	RATIO (%)
	Total	100
1	Land for Factory building	60,96
2	Land for Services & Public facilities	1,92
3	Land for Landscape, green trees	19,71
4	Land for roads	10,14
5	Land for Technical infrastructure system	1,25



Bản đồ kế hoạch sử dụng đất huyện Tiên Du – Bắc Ninh 2024. Đã có kế hoạch sử dụng đất cho NSHL.

Nguồn: Quyết định 645/QĐ-UBND

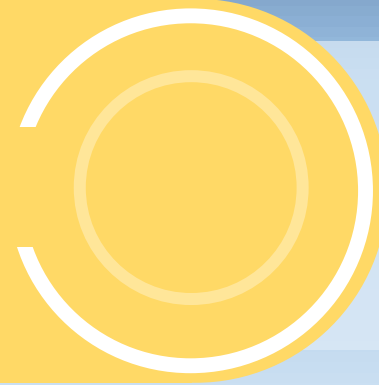


Tên KCN	Tỷ lệ sở hữu	Vị trí	Diện tích quy hoạch (ha)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tình trạng pháp lý
Tân Tập	56,8%	Long An	654	10.000	Chấp thuận chủ trương 3.2022.
Lộc Giang	72,4%	Long An	466	5.200	Chấp thuận chủ trương 4.2022.
Phước Vĩnh Đông 1, 2, 4	88,1%	Long An	149	NA	Chấp thuận 1/500; Đang thực hiện quá trình đền bù, GPMB.
Nam Tân Tập	21,5% (*)	Long An	245	NA	Chấp thuận chủ trương: 8.2021; Phê duyệt phương án bồi thường với số tiền 2.112 tỷ đồng vào 12.2022. Đến hết 9.2023, dự án đã bồi thường được 55,84% về diện tích.
Bình Giang	NA	Hải Dương	860	NA	Chấp thuận chủ trương. GD1: 495ha; GD2: 365ha.
Kim Động Ân Thi	93,7%	Hưng Yên	375	NA	Chấp thuận chủ trương. Đang trong quá trình thực hiện xin chấp thuận phương án bồi thường.

Nguồn: BVSC tổng hợp

SIP

NEUTRAL | Target: 104.112 VNĐ/CP | Upside: +13,8%



SIP – Quỹ đất khu công nghiệp lớn tại miền Nam

SIP - NEUTRAL | Target: 104.112 VNĐ/CP | Upside: +13,8%

Hoàn thành GPMB tại KCN Phước Đông sẽ giúp tăng lượng lớn đất thương phẩm cho doanh nghiệp

SIP là một trong những doanh nghiệp có quỹ đất KCN lớn nhất tại miền Nam với 3.205ha đất khu công nghiệp đang khai thác, trong đó tổng diện tích đất thương phẩm là 2.450ha và diện tích cho thuê còn lại còn có thể khai thác là 1.061ha tại Tây Ninh, TP. HCM và Đồng Nai.

Dự kiến, 564ha đất còn lại chưa đền bù GPMB của KCN Phước Đông B sẽ được hoàn thành trong 2024. Việc hoàn thành đền bù cho KCN Phước Đông B sẽ tăng diện tích đất thương phẩm sẵn sàng cho thuê của KCN Phước Đông thêm 362ha; lên tới 755ha.

Giá trị hợp đồng các quỹ đất còn lại là rất lớn

Cùng với KCN Phước Đông, SIP còn đang phát triển KCN Lê Minh Xuân 3 với 105ha đất còn lại tại TP. HCM và KCN Lộc An Bình Sơn là KCN có diện tích lớn thứ 6 tại Đồng Nai với tổng diện tích thương phẩm còn lại có thể kinh doanh là 131ha.

Các khu công nghiệp đều tại các tỉnh tập trung lượng lớn vốn FDI tại miền Nam, tạo cho SIP cơ hội đón dòng vốn và tăng trưởng trong dài hạn. BVSC ước tính tổng giá trị hợp đồng tới từ các KCN đang hoạt động của SIP là 22.238 tỷ đồng (chưa tính phần đất chưa hoàn thành GPMB).

Dịch vụ cung cấp tiện ích điện nước vẫn chiếm phần lớn doanh thu đem lại dòng tiền ổn định; tăng trưởng đều cùng với tỷ lệ lấp đầy của khu công nghiệp

Trong cơ cấu doanh thu thuần của SIP, doanh thu cung cấp tiện ích điện nước luôn chiếm trên 85% tổng doanh thu công ty mẹ và 75% tổng doanh thu hợp nhất qua các năm; luôn duy trì ổn định với tỉ trọng đóng góp doanh thu lớn nhất qua các năm.

SIP đồng thời mua điện của EVN, hạ áp và bán lại cho các doanh nghiệp hoạt động trong KCN. Hiện tại, SIP cũng đang hợp tác với First Solar (một trong những khách hàng trong KCN Đông Nam) để triển khai hệ thống điện mặt trời áp mái cho các nhà máy trong KCN.

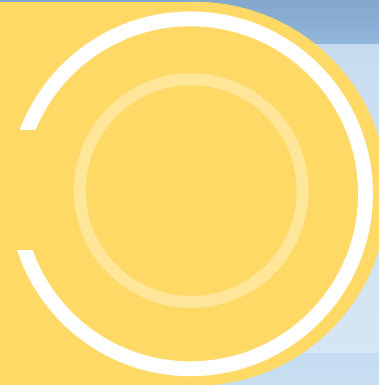
Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi nhận thấy tiềm năng trung và dài hạn của SIP đến từ quỹ đất lớn còn lại từ các khu công nghiệp tại các vị trí thuận lợi, giá chào thuê hợp lý cũng như diện tích thương phẩm sẵn sàng cho thuê lớn. Các quỹ đất này sẽ mang đến dòng tiền thu lớn và đều cho SIP. Điều này sẽ mở ra những cơ hội phát triển lớn hơn cho SIP nếu doanh nghiệp có những định hướng mạnh mẽ trong dài hạn. Xét trong ngắn hạn 2024, sự ổn định trong hoạt động kinh doanh là điểm mà doanh nghiệp hướng đến. Do đó, một thay đổi lớn về chiến lược trong năm 2024 là vẫn cần theo dõi.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	6.035	6.677	6.957	7.461
Tăng trưởng	-78%	494%	-9%	125%
NPAT-MI	977	927	1,119	1,171
Tăng trưởng	17%	41%	7%	80%
P/E (x)	NA	13,31	14,58	13,93
P/B (x)	NA	3,28	1,8	1,65
EPS (đồng/cp)	3.314	4.663	2.904	5.242
Giá mục tiêu (đồng/cp)				104.112

DPR

NEUTRAL | Target: 50.247 VNĐ/CP | Upside: +14,3%



DPR – Quy hoạch chung ủng hộ câu chuyện xin chủ trương đầu tư của BDP và NDP mở rộng

DPR - NEUTRAL | Target: 51.247 VNĐ/CP | Upside: +14,3%

Quyết định 227/QĐ-TTg và hoàn thành quy hoạch chung của Bình Phước tạo điều kiện thuận lợi cho câu chuyện xin chủ trương đầu tư của Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú MR.

- Quyết định 227/QĐ-TTg điều chỉnh một số chỉ tiêu sử dụng đất đến năm 2025 được Thủ tướng Chính phủ phân bổ tại Quyết định số 326/QĐ-TTg; điều chỉnh cho Bình Phước số diện tích sử dụng khu công nghiệp là 4.908 ha; so với Quyết định 326 trước đó là 4.258ha (tăng thêm 650ha). Chúng tôi kỳ vọng KCN Bắc Đồng Phú MR và Nam Đồng Phú MR sẽ nhận được chủ trương đầu tư trong 2024; Bắc Đồng Phú MR được triển khai trong 2026 và Nam Đồng Phú MR được triển khai trong 2027.

Quy hoạch chung của tỉnh Bình Phước được chấp thuận trong Quyết định số 1489/QĐ-TTg, ngày 24/11/2023 phê duyệt Quy hoạch tỉnh Bình Phước thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050.

- Điều này giúp cho câu chuyện chuyển đổi diện tích đất cao su của DPR thuận lợi hơn, tạo điều kiện ghi nhận tiền đền bù lớn trong tương lai.
- Hiện tại, DPR đang có 1.621ha đất cao su chuyển đổi tại khu vực Bình Phước; với đơn giá đền bù 0,98 tỷ/ha; tổng số tiền DPR có thể nhận về khoảng 1.588 tỷ đồng.

KQKD 2024 phục hồi nhờ vào:

- Giá cao su hồi phục trở lại; chúng tôi ước tính giá cao su trung bình trong năm có thể đạt được mức 41 triệu đồng/tấn.
- Tiền đền bù dự án Tiến Hưng 2 ước tính khoảng 41 tỷ đồng ghi nhận trong 2024.
- Chúng tôi ước tính Doanh thu và LNST trong 2024 của DPR lần lượt là 1.149 tỷ đồng (+10% yoy) và 243 tỷ đồng (+16% yoy).

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	1.211	1.041	1.149	1.211
Tăng trưởng	-1%	-14%	10%	5%
NPAT-MI	252	209	243	256
Tăng trưởng	-41%	-17%	16%	5%
P/E (x)	8,69	14,77	15,23	14,44
P/B (x)	0,95	1,17	1,36	1,25
EPS (đồng/cp)	5.083	4.166	2.796	2.950
Giá mục tiêu (đồng/cp)	50.247			

DPR – Quy hoạch chung ủng hộ câu chuyện xin chủ trương đầu tư của BDP và NDP mở rộng

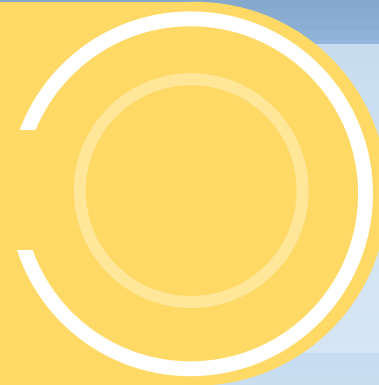
DPR - NEUTRAL | Target: 51.247 VNĐ/CP | Upside: +14,3%

Các khu công nghiệp thành lập mới khi đáp ứng các điều kiện theo quy định của pháp luật về khu công nghiệp theo Quyết định 1489/QĐ-TTg về Phê duyệt quy hoạch tỉnh Bình Phước thời kỳ 2021-2030 tầm nhìn đến 2050:

	Tên khu công nghiệp	Vị trí	Diện tích
Các khu công nghiệp thực hiện theo chỉ tiêu sử dụng đất được phân bổ tại Quyết định số 326/QĐ-TTg ngày 09/3/2022			
1	KCN Bắc Đồng Phú	Huyện Đồng Phú	190
2	KCN Nam Đồng Phú	Huyện Đồng Phú	72
3	KCN Đồng Xoài I	TP. Đồng Xoài	163
4	KCN Đồng Xoài II	TP. Đồng Xoài	85
5	KCN Đồng Xoài III	TP. Đồng Xoài	121
6	KCN Chơn Thành I	TX. Chơn Thành	125
7	KCN Chơn Thành II	TX. Chơn Thành	76
8	KCN Minh Hưng-Hàn Quốc	TX. Chơn Thành	197
9	KCN Minh Hưng III	TX. Chơn Thành	292
10	KCN Becamex-Bình Phước	TX. Chơn Thành	2.000
11	KCN Minh Hưng-Sikico	Huyện Hớn Quản	655
12	KCN Việt Kiều	Huyện Hớn Quản	104
Tổng cộng			4.080
Các khu công nghiệp thành lập mới khi đáp ứng các điều kiện theo quy định của pháp luật về khu công nghiệp			
1	KCN Tân Khai II	Huyện Hớn Quản	160
2	KCN Minh Hưng III - Mở rộng giai đoạn II	TX. Chơn Thành	578
3	KCN Bắc Đồng Phú- Mở rộng giai đoạn II (Đồng Xoài 214ha+ Đồng Phú 293ha)	TP. Đồng Xoài và huyện Đồng Phú	317
4	KCN Nam Đồng Phú- Mở rộng giai đoạn II	Huyện Đồng Phú	480
5	KCN Hoa Lư	KKTCK Hoa Lư	150
6	KCN Ledana	KKTCK Hoa Lư	200
7	Các Khu Công nghiệp Đông Nam Đồng Phú	Huyện Đồng Phú	1,619
Tổng cộng			3.504

PHR

OUTPERFORM | Target: 72.351 VNĐ/CP | Upside: +18,8%



PHR – Quy hoạch chung thúc đẩy pháp lý của KCN Tân Lập 1 và Tân Bình 2

PHR - OUTPERFORM | Target: 72.351 VNĐ/CP | Upside: +18,8%

Quy hoạch tổng thể tỉnh Bình Dương có thể được chấp thuận trong 2024 giúp thúc đẩy quá trình xin chủ trương đầu tư của KCN Tân Lập 1 và Tân Bình 2

- Ngày 6/6, các đại biểu HĐND tỉnh Bình Dương đã nhất trí biểu quyết thông qua hồ sơ Quy hoạch tỉnh Bình Dương thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050 và một số nội dung quan trọng khác.
- BVSC kỳ vọng chủ trương đầu tư của:
 - ✓ Tân Lập 1 (200ha) sẽ được cấp trong 2024 và sẽ đóng góp vào KQKD vào 2026.
 - ✓ Tân Bình 2 (1.056ha) sẽ được cấp trong 2026 và sẽ đóng góp vào KQKD từ 2028.

VSIP III và Nam Tân Uyên 3 tiếp tục đóng góp lớn vào KQKD

- Với việc đang nắm giữ 32,85% vốn tại Nam Tân Uyên, kết quả kinh doanh của công ty sẽ được cải thiện khi Dự án Nam Tân Uyên 3 ghi nhận doanh thu và lợi nhuận. KCN Nam Tân Uyên 3 của NTC đang trong quá trình phê duyệt tiền sử dụng đất từ UBND tỉnh Bình Dương. Dự kiến sẽ hoàn thành trong năm nay, và bắt đầu đóng góp doanh thu từ 2026.
- PHR được hưởng 20% LNG thu được từ diện tích mà VSIP cho khách thuê lại; trên 691ha theo thỏa thuận bồi thường đất.
- Về tiến độ góp vốn vào dự án VSIP III, PHR hiện đang trình tập đoàn phương án góp 20% vốn theo hình thức hợp tác kinh doanh (BCC) và dự kiến sẽ thực hiện trong năm nay. VSIP III Đang chờ xác định tổng mức đầu tư điều chỉnh để góp vốn thêm 20% trên tổng diện tích 1.000ha.

KQKD 2024 dự kiến giảm do thiếu hụt khoản tiền bồi thường đất

- KQKD 2024 của PHR chủ yếu tới từ mảng cao su và lợi nhuận chia sẻ từ VSIP III và lợi nhuận từ NTC.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	1,709	1,351	1,591	2,284
Tăng trưởng	-12%	-21%	18%	44%
NPAT-MI	889	620	317	510
Tăng trưởng	86%	-30%	-49%	61%
P/E (x)	8,97	13,39	17,47	11,06
P/B (x)	0,99	1,18	2,09	2,82
EPS (đồng/cp)	6.556	4.309	3.606	5.696
Giá mục tiêu (đồng/cp)				72.351

PHR – Quy hoạch chung thúc đẩy pháp lý của KCN Tân Lập 1 và Tân Bình 2

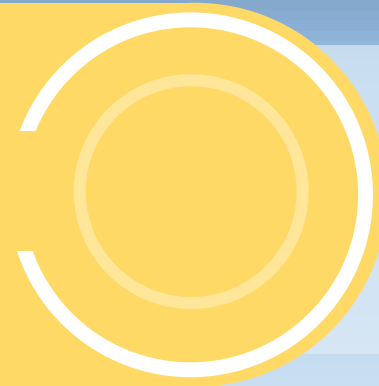
PHR - OUTPERFORM | Target: 72.351 VNĐ/CP | Upside: +18,8%

Khu công nghiệp	Vị trí	Sở hữu của PHR	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm còn có thể kinh doanh (ha)	Tình trạng pháp lý
Tân Bình 1	Bình Dương	80%	352	0	Đã lấp đầy.
Tân Bình 2	Bình Dương	80%	1,056	739	Chờ xin chủ trương đầu tư. Dự kiến được chấp thuận trong 2026.
Tân Lập 1	Bình Dương	51%	202	141	Chờ xin chủ trương đầu tư. Dự kiến được chấp thuận trong 2024.
VSIP 3	Bình Dương	20% (*)	1,000	650	<ul style="list-style-type: none">- Đã bàn giao 45ha cho LEGO và 20ha cho Pandora.- PHR đang làm việc để xác định tổng mức đầu tư điều chỉnh, sau đó góp vốn 20% vào dự án này.- PHR được nhận 20% LNG từ VSIP III (trên diện tích 691ha) theo thỏa thuận đền bù đất.
Nam Tân Uyên 3	Bình Dương	33%	346	259	Đang chờ phê duyệt tiền sử dụng đất từ UBND tỉnh Bình Dương.

(*) PHR được hưởng 20% LNG trong 691ha theo thỏa thuận bồi thường đất
- Đang chờ xác định tổng mức đầu tư điều chỉnh để góp vốn thêm 20% trên tổng diện tích 1.000ha

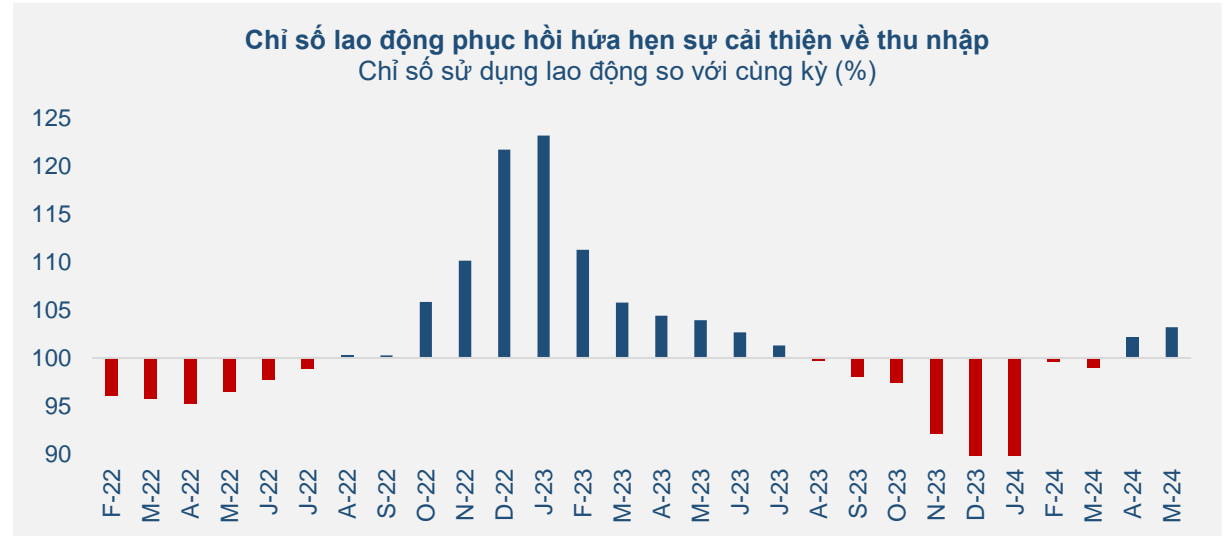
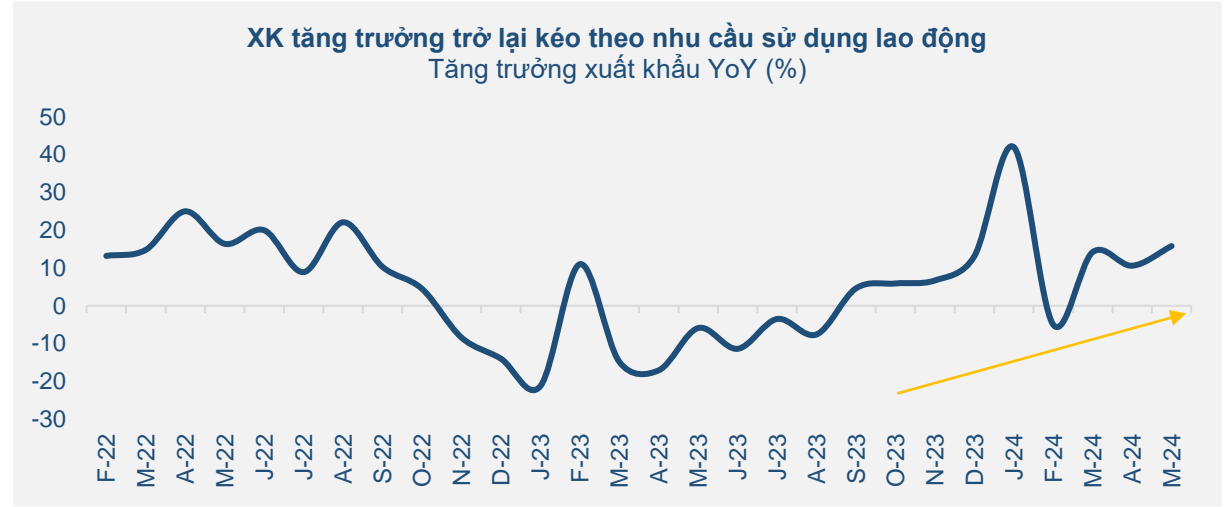
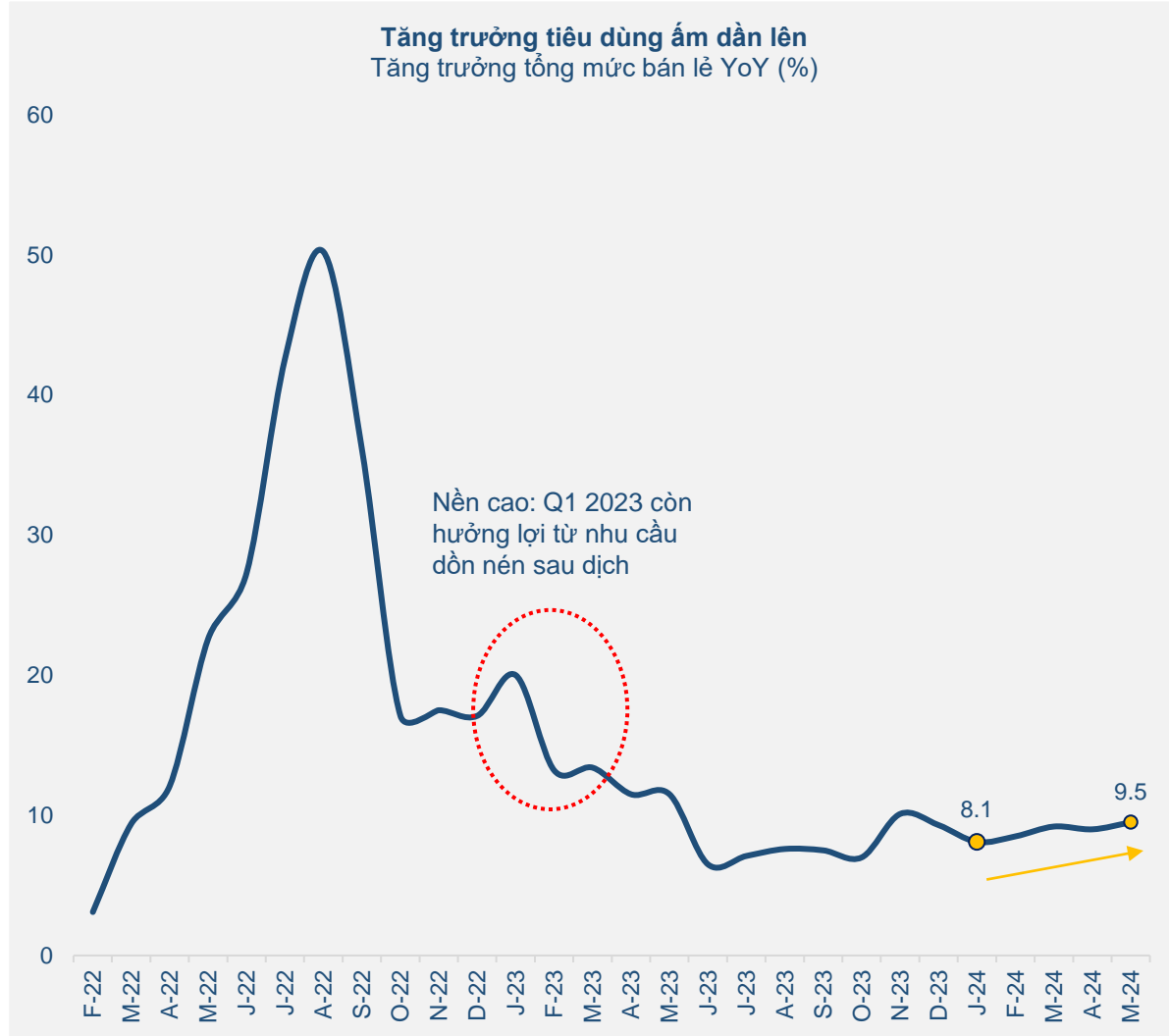
Tiêu dùng & Bán lẻ

Triển vọng 2H 2024



Tăng trưởng tiêu dùng trên đà phục hồi

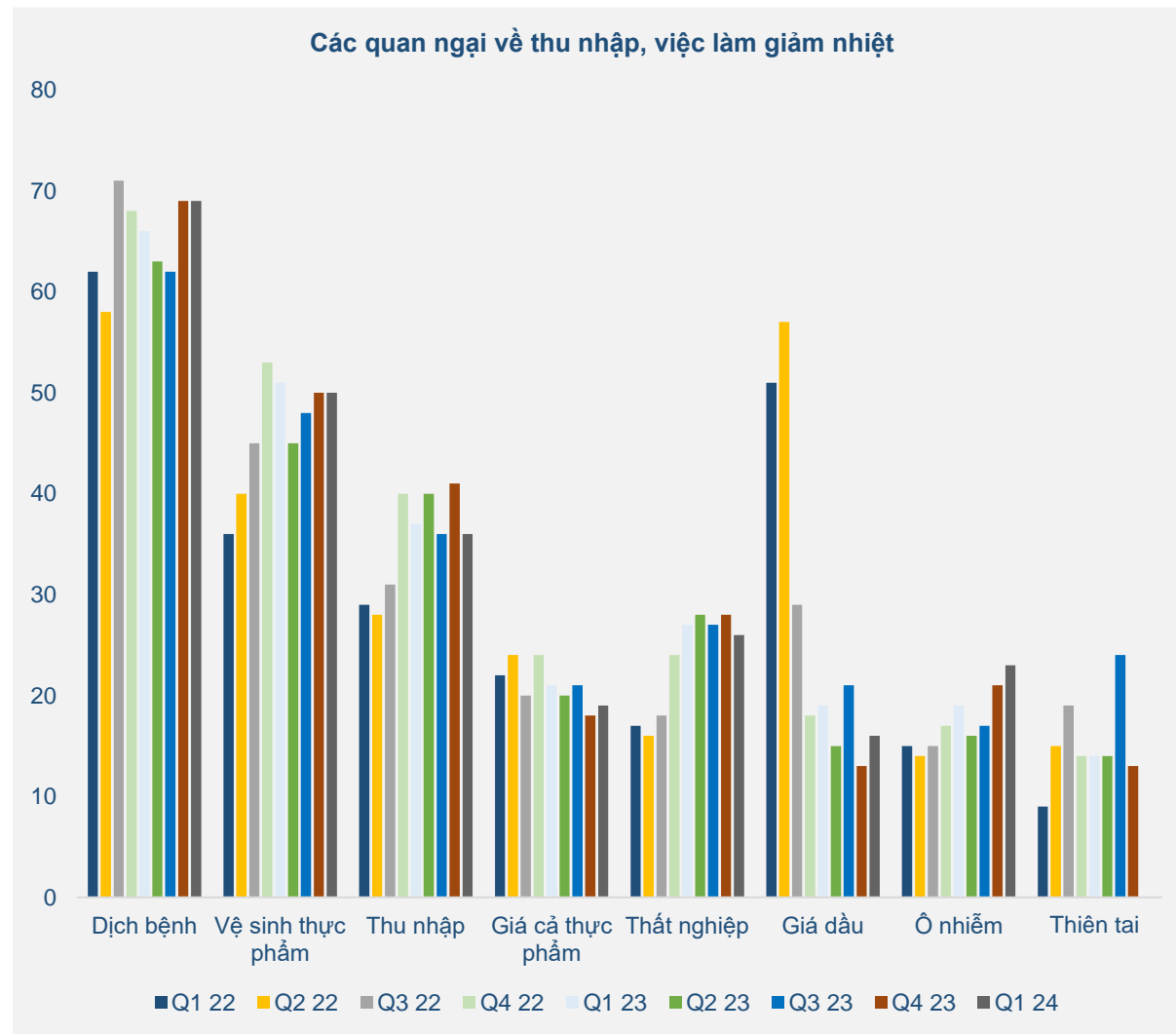
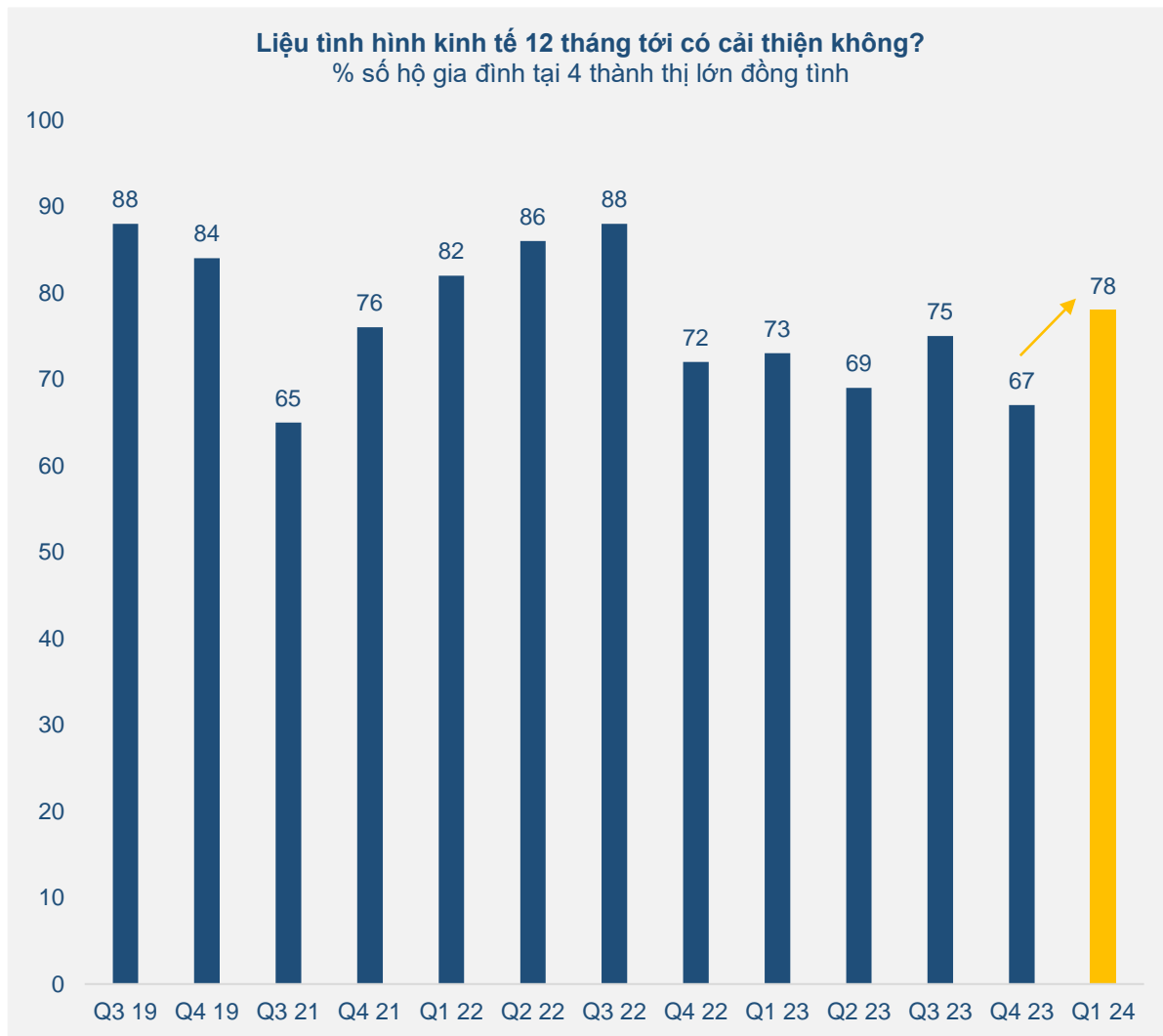
Triển vọng Tiêu dùng & Bán lẻ 2H 2024



Nguồn: GSO

Niềm tin tiêu dùng đang dần quay trở lại

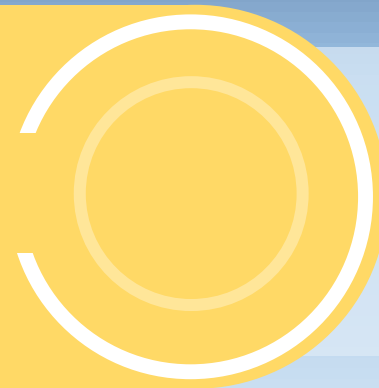
Triển vọng Tiêu dùng & Bán lẻ 2H 2024



Nguồn: Kantar

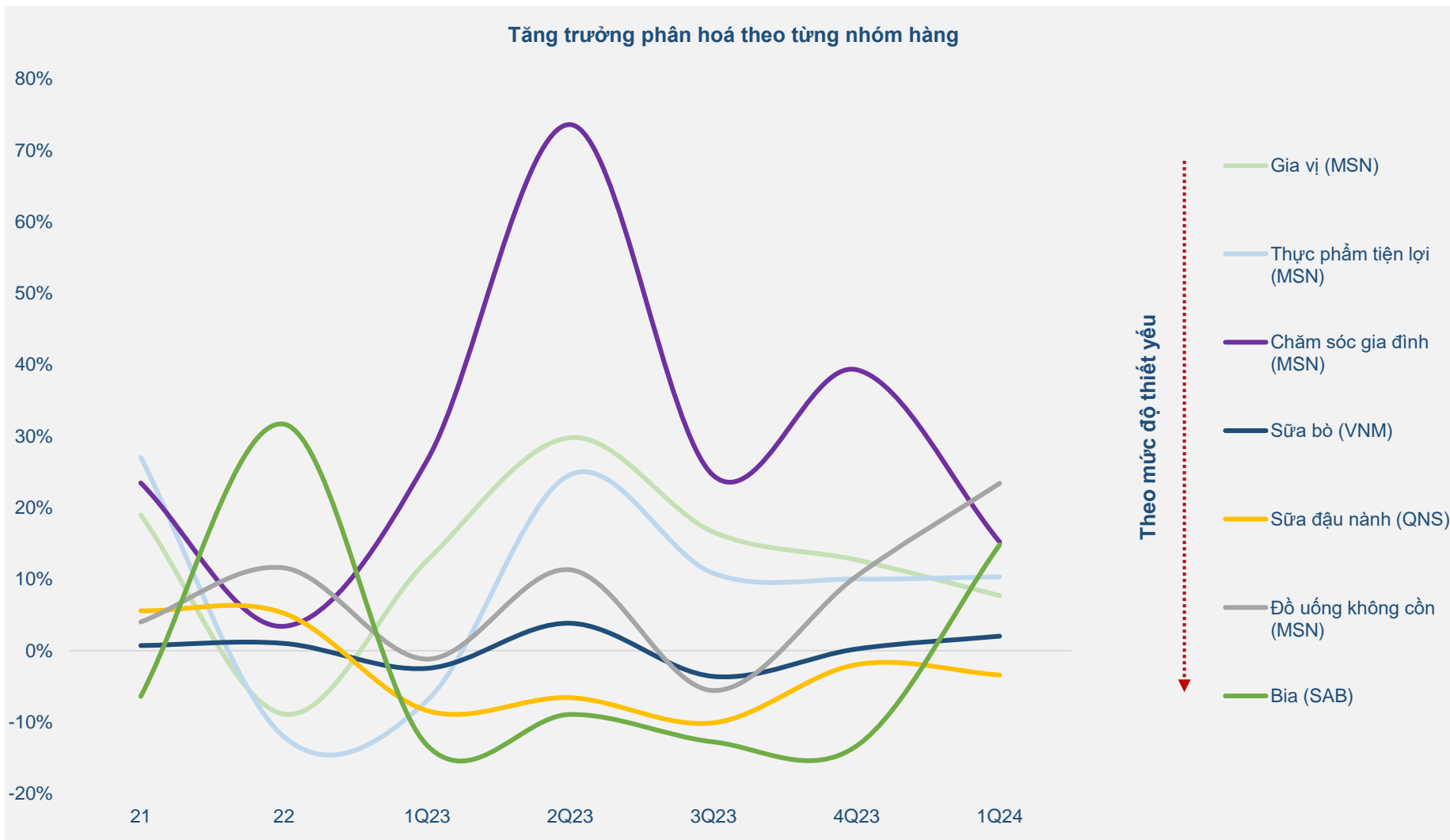
Tiêu dùng nhanh

Triển vọng 2H 2024



Mức hồi phục ấn tượng của nhóm Đồ uống là điểm nhấn

Triển vọng Tiêu dùng nhanh 2H 2024



Theo mức độ thiết yếu

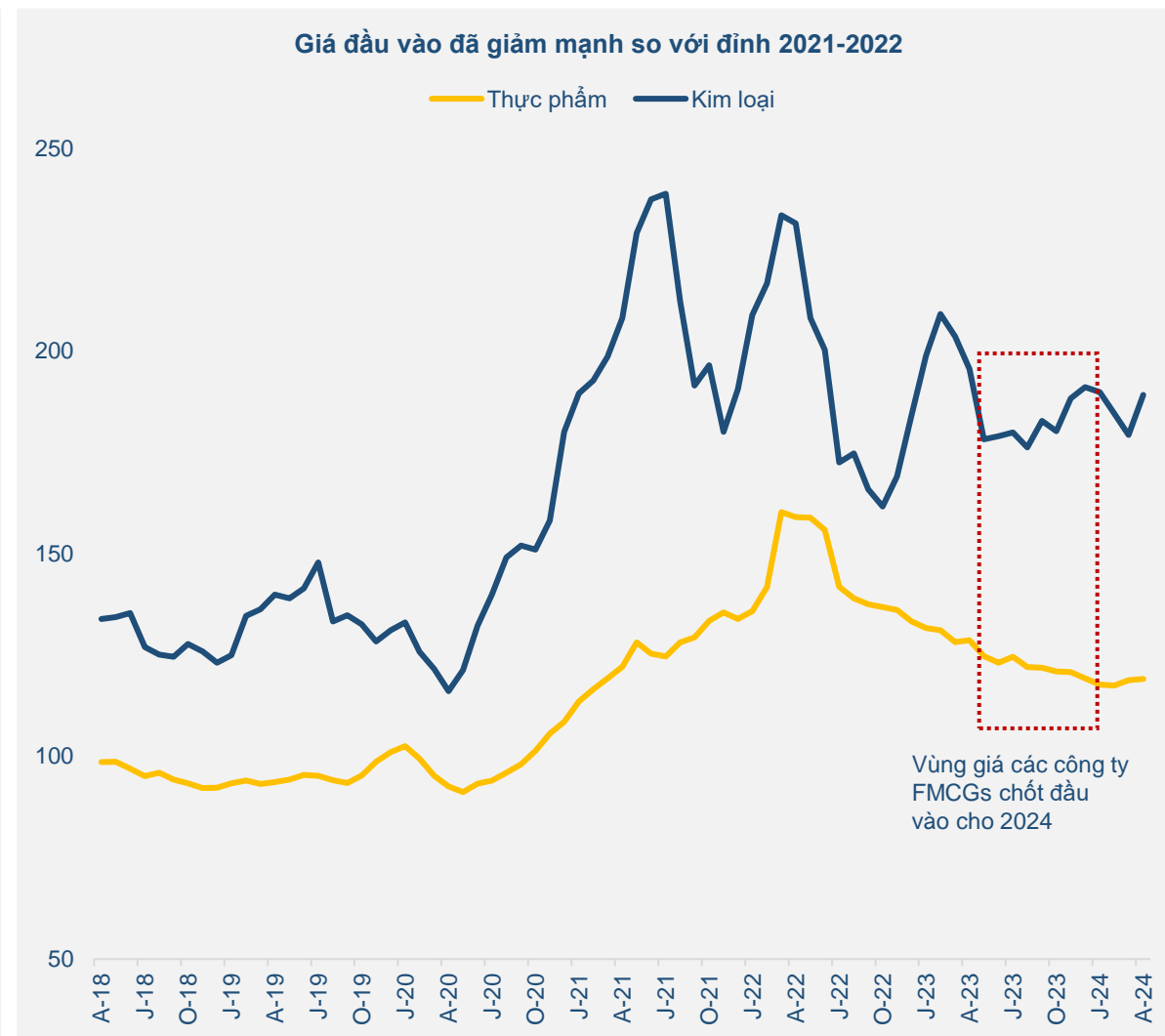
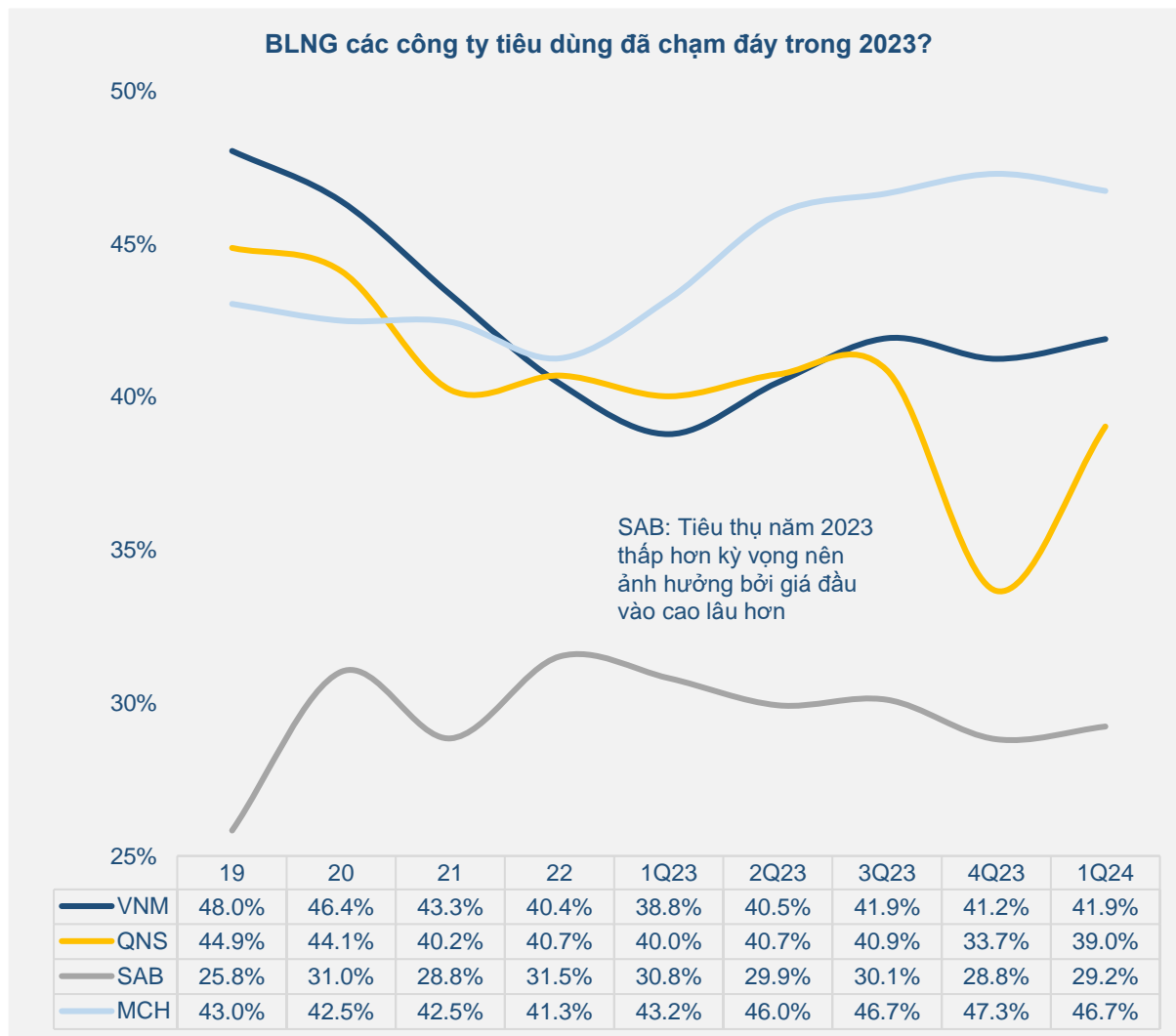
Tiêu điểm:

- Mặt hàng thiết yếu như Gia vị và Thực phẩm tiện lợi duy trì tăng trưởng khả quan, doanh nghiệp đầu ngành như MSN tăng thị phần.
- Mặt hàng Sữa tiếp tục thu hẹp mức giảm so với cùng kỳ, doanh nghiệp đầu ngành như VNM tăng thị phần.
- Đồ uống không cồn hồi phục mạnh mẽ từ nền thấp. Thu nhập và niềm tin tiêu dùng cải thiện sẽ tiếp tục củng cố xu hướng này trong các quý tới.
- Bia có cùng điểm nhấn với nhóm Đồ uống nói chung nhưng chịu tác động ngắn hạn bởi chính sách. Chúng tôi thận trọng hơn với nhóm này trong 2H 2024.

Nguồn: BCTC DN

Biên lợi nhuận duy trì đà mở rộng vững chắc nhờ giá đầu vào giảm

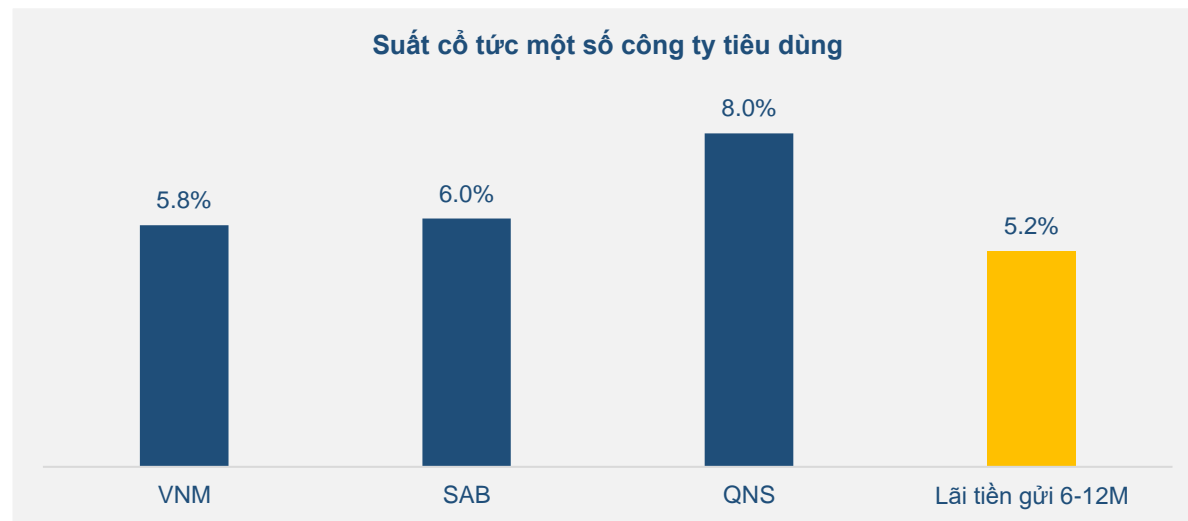
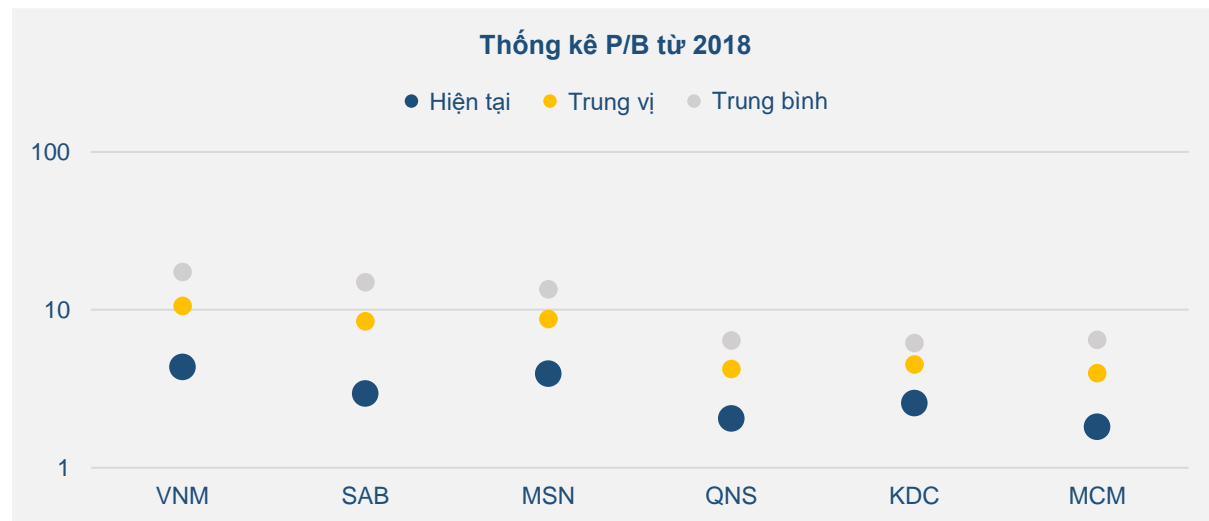
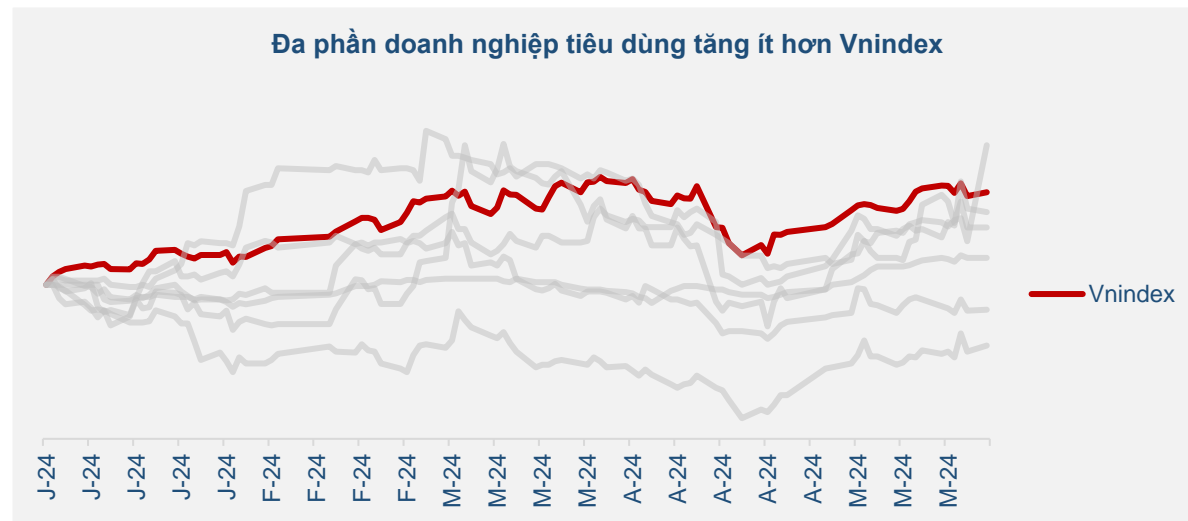
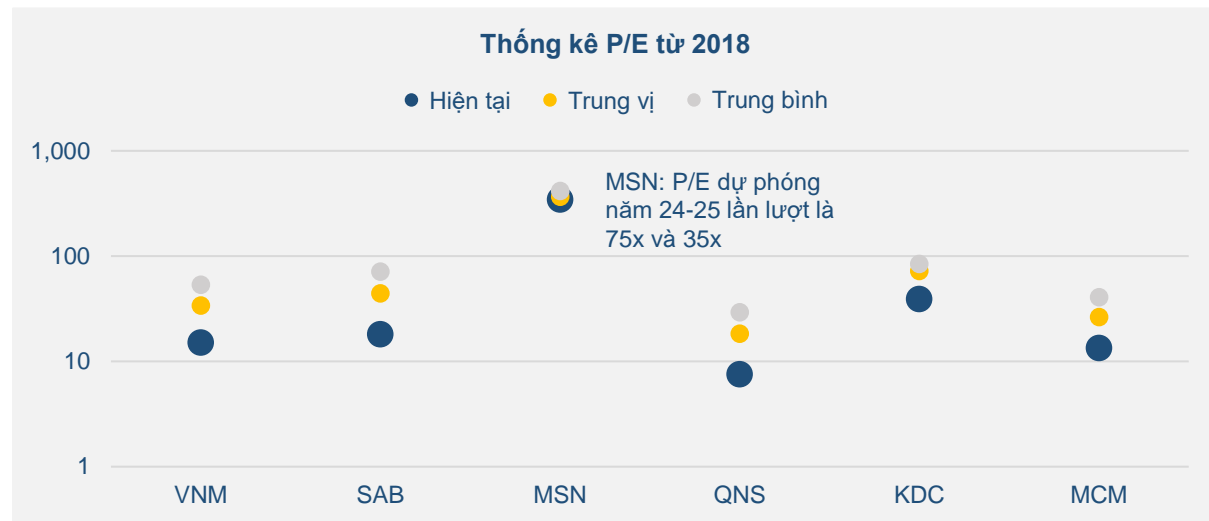
Triển vọng Tiêu dùng nhanh 2H 2024



Nguồn: BCTC DN, Bloomberg

Định giá thấp hơn lịch sử, suất cổ tức hấp dẫn

Triển vọng Tiêu dùng nhanh 2H 2024



Nguồn: Fiinpro

Tổng hợp dự báo 2024 - 2025

Triển vọng Tiêu dùng nhanh 2H 2024

Đvt: tỷ đồng	Doanh thu thuần (DTT)			Lợi nhuận sau thuế (LNST)			Tăng trưởng DTT			Tăng trưởng LNST		
MCK	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
VNM	60.369	62.405	65.085	8.874	9.751	10.644	0,7%	3,4%	4,3%	4,2%	9,9%	9,2%
SAB	30.461	32.783	34.752	4.118	4.155	4.759	-12,9%	7,6%	6,0%	-21,2%	0,9%	14,5%
MSN	78.252	86.853	96.049	419	1.494	3.192	2,7%	11,0%	10,6%	-88,3%	256,9%	113,6%
QNS	10.023	10.056	10.675	2.189	2.271	2.388	21,4%	0,3%	6,2%	70,2%	3,7%	5,1%
Tổng	179.105	192.097	206.561	15.600	17.672	20.982	-0,2%	7,3%	7,5%	-16,1%	13,3%	18,7%

MCK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside	KQKD Q2 2024	Điểm nhấn đầu tư
VNM	OUTPERFORM	77.100	+16,9%	Tăng nhẹ	<ul style="list-style-type: none"> - Biên lợi nhuận tăng, thị phần mở rộng. - Suất cổ tức hấp dẫn. - Tiền mặt dồi dào, hưởng lợi từ lãi suất tăng.
SAB	NEUTRAL	71.200	+11,9%	Đi ngang	<ul style="list-style-type: none"> - Biên lợi nhuận mở rộng và tiêu thụ bia khả quan hơn trong 2025. - Suất cổ tức hấp dẫn. - Tiền mặt dồi dào, hưởng lợi từ lãi suất tăng.
MSN	OUTPERFORM	95.500	+25,3%	Tăng mạnh từ nền thấp	<ul style="list-style-type: none"> - Biên lợi nhuận mở rộng nhờ mảng tiêu dùng và bán lẻ. - Mảng chăn nuôi và khoáng sản giảm lỗ. Lợi nhuận đột biến tiềm năng từ thoái vốn HCS. - Chi phí tài chính ròng cải thiện sau tái cơ cấu nợ.
QNS	NEUTRAL	55.000	+11,5%	Giảm nhẹ từ nền cao	<ul style="list-style-type: none"> - Giá đường duy trì mặt bằng cao so với quá khứ, sản lượng mía vẫn còn có thể tăng nhẹ trong vụ 24/25. - Suất cổ tức hấp dẫn. - Tiền mặt dồi dào, hưởng lợi từ lãi suất tăng.

VNM - Biên lợi nhuận tiếp đà phục hồi

VNM - Target: 77.100 VNĐ/CP | Upside: +16,9%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	77.100 đồng/cp
Giá thị trường:	65.900 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+16,9%

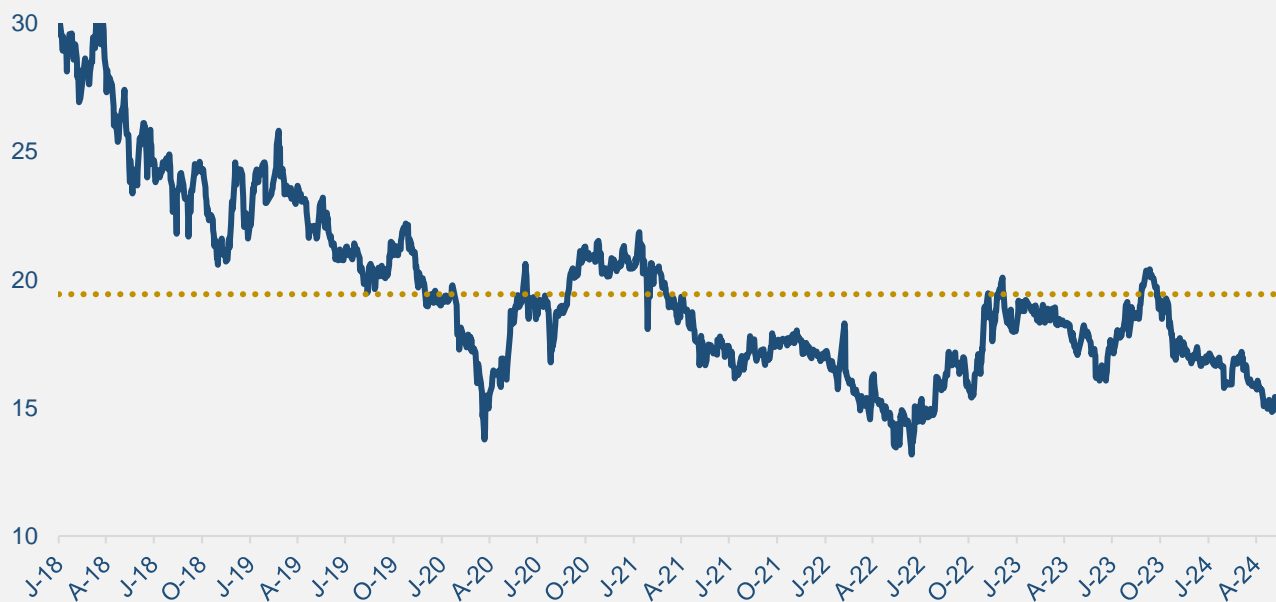
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022	2023	2024F	2025F	4YR CAGR
Doanh thu	59.956	60.369	62.405	65.085	2,8%
% T.Trưởng	-1,6%	0,7%	3,4%	4,3%	
Lợi nhuận gộp	23.897	24.545	26.325	27.419	4,7%
% T.Trưởng	-9,1%	2,7%	7,3%	4,2%	
Lợi nhuận ròng	8.516	8.874	9.751	10.644	7,7%
% T.Trưởng	-19,1%	4,2%	9,9%	9,2%	
EPS (đồng/cp)	3.624	3.790	4.165	4.546	
P/E	17,9	16,8	15,8	14,5	

Điểm nhấn đầu tư:

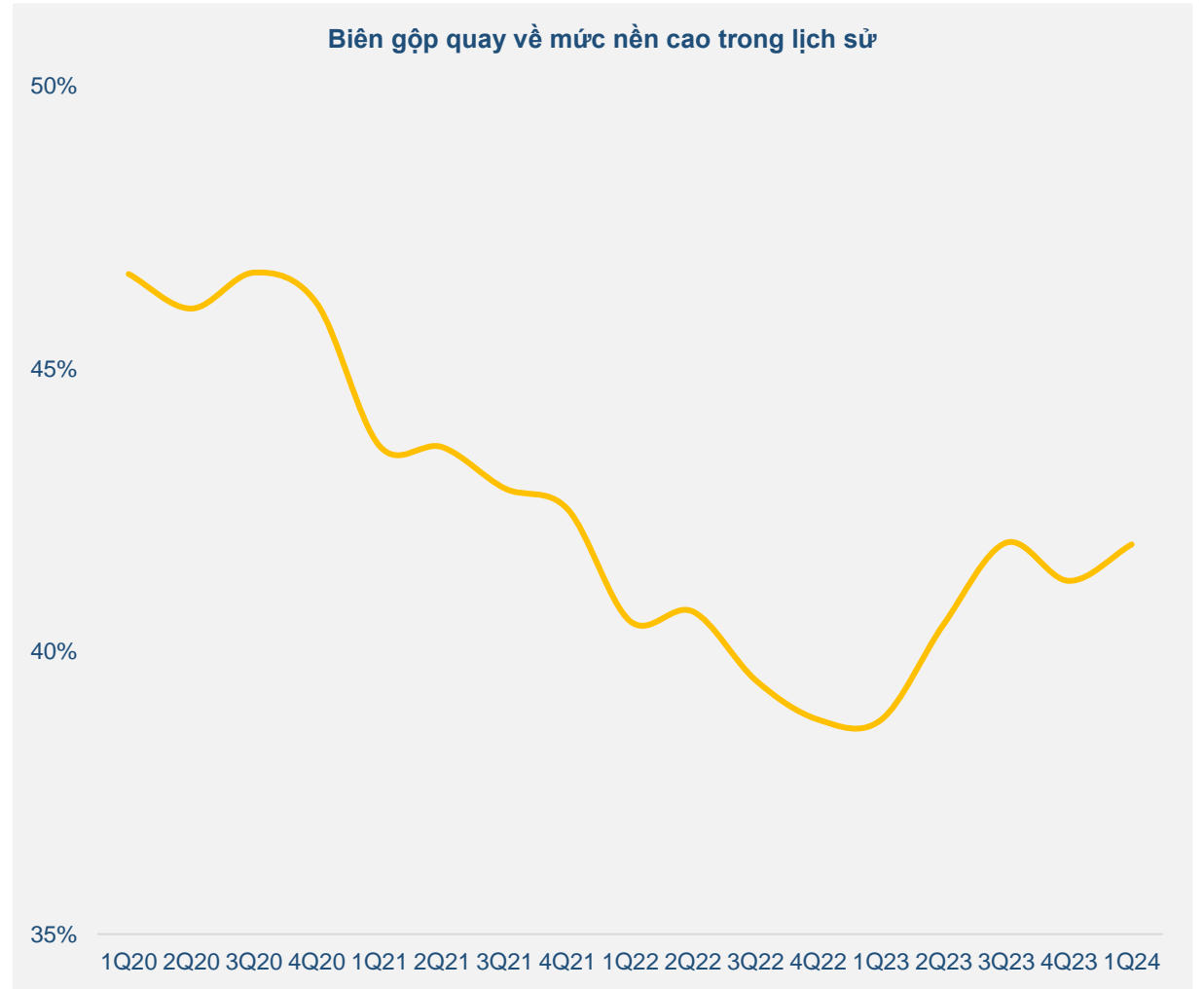
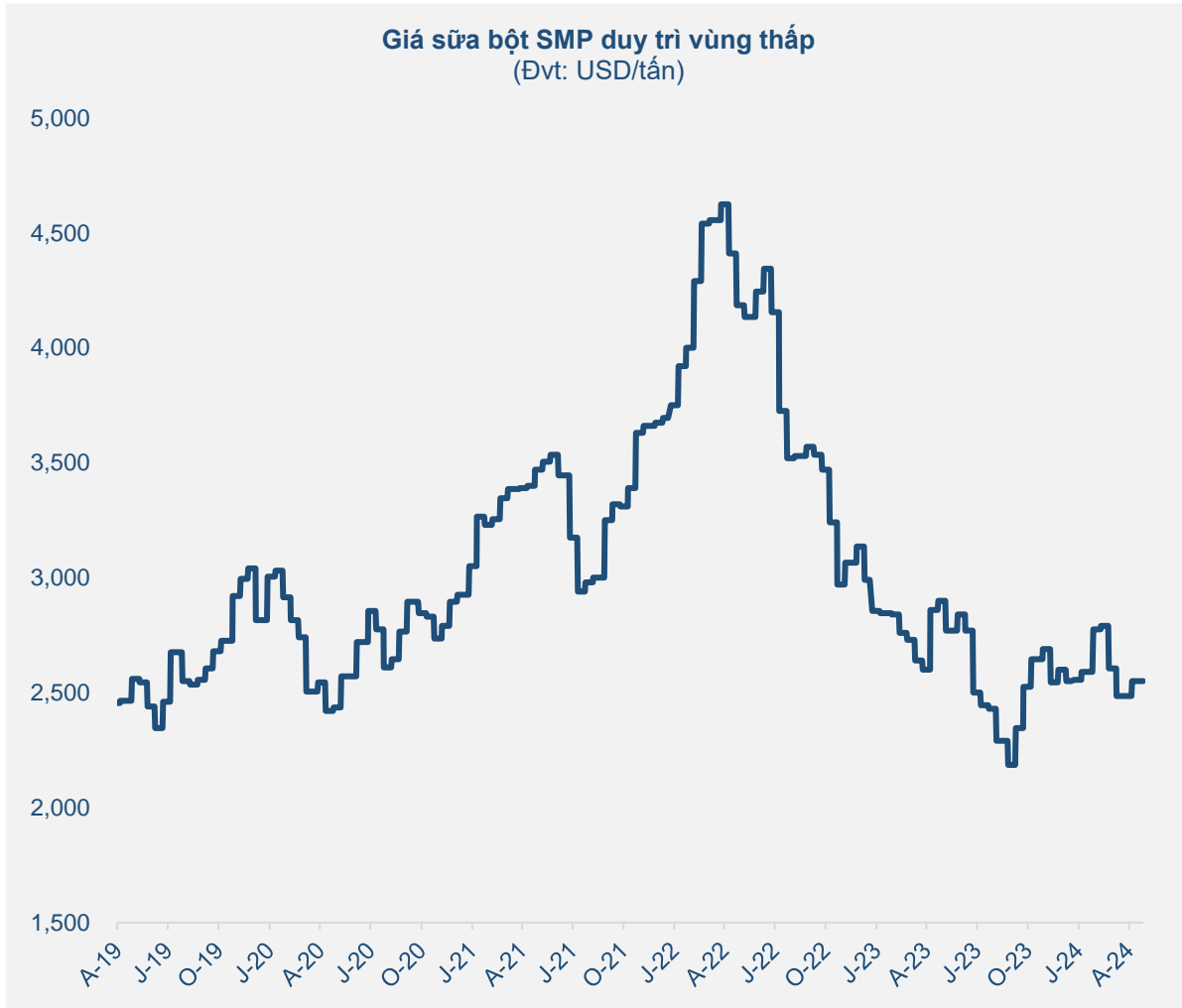
- VNM là nhà vô địch ngành Sữa tại Việt Nam. Đề cao xu hướng cao cấp hoá, đa dạng hoá sản phẩm và tăng công vào các phân khúc khác.
- Cơ cấu tài chính khoẻ mạnh và tiền mặt dồi dào, có thể hưởng lợi từ lãi tiền gửi tăng.
- Kỳ vọng giá sữa bột đã tạo đỉnh trong 2022. Qua đó, biên lợi nhuận của VNM kỳ vọng sẽ tiếp tục xu hướng cải thiện trong các quý tiếp theo, là động lực tăng trưởng chính cho 2024 và 2025.

P/E lịch sử từ đầu 2018



VNM - Biên lợi nhuận tiếp đà phục hồi

VNM - Target: 77.100 VNĐ/CP | Upside: +16,9%



SAB - Tiêu thụ bia cải thiện và biên lợi nhuận phục hồi trong 2025

SAB - Target: 71.200 VNĐ/CP | Upside: +11,9%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	NEUTRAL
Giá mục tiêu:	71.200 đồng/cp
Giá thị trường:	63.600 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+11,9%

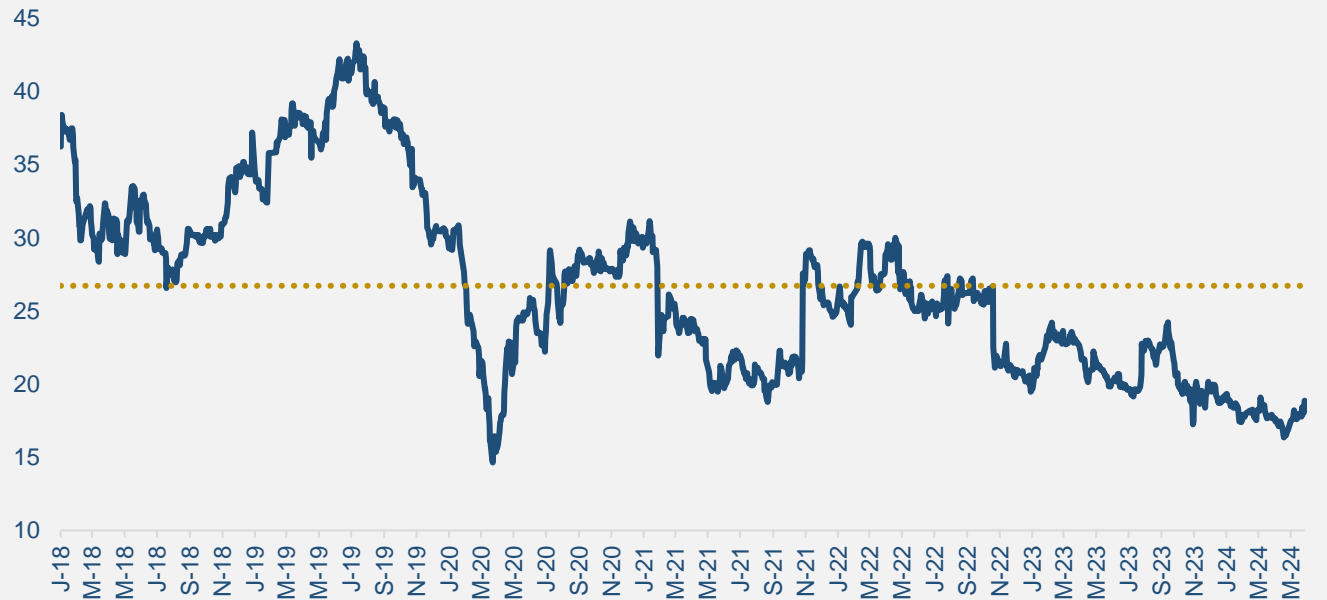
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022	2023	2024F	2025F	4YR CAGR
Doanh thu	34.979	30.461	32.783	34.752	-0,2%
% T.Trưởng	32,6%	-12,9%	7,6%	6,0%	
Lợi nhuận gộp	10.771	9.091	9.594	10.553	-0,7%
% T.Trưởng	41,6%	-15,6%	5,5%	10,0%	
Lợi nhuận ròng	5.224	4.118	4.155	4.759	-3,1%
% T.Trưởng	42,1%	-21,2%	0,9%	14,5%	
EPS (đồng/cp)	4.073	3.210	3.240	3.710	
P/E	19,5	19,1	19,6	17,1	

Điểm nhấn đầu tư:

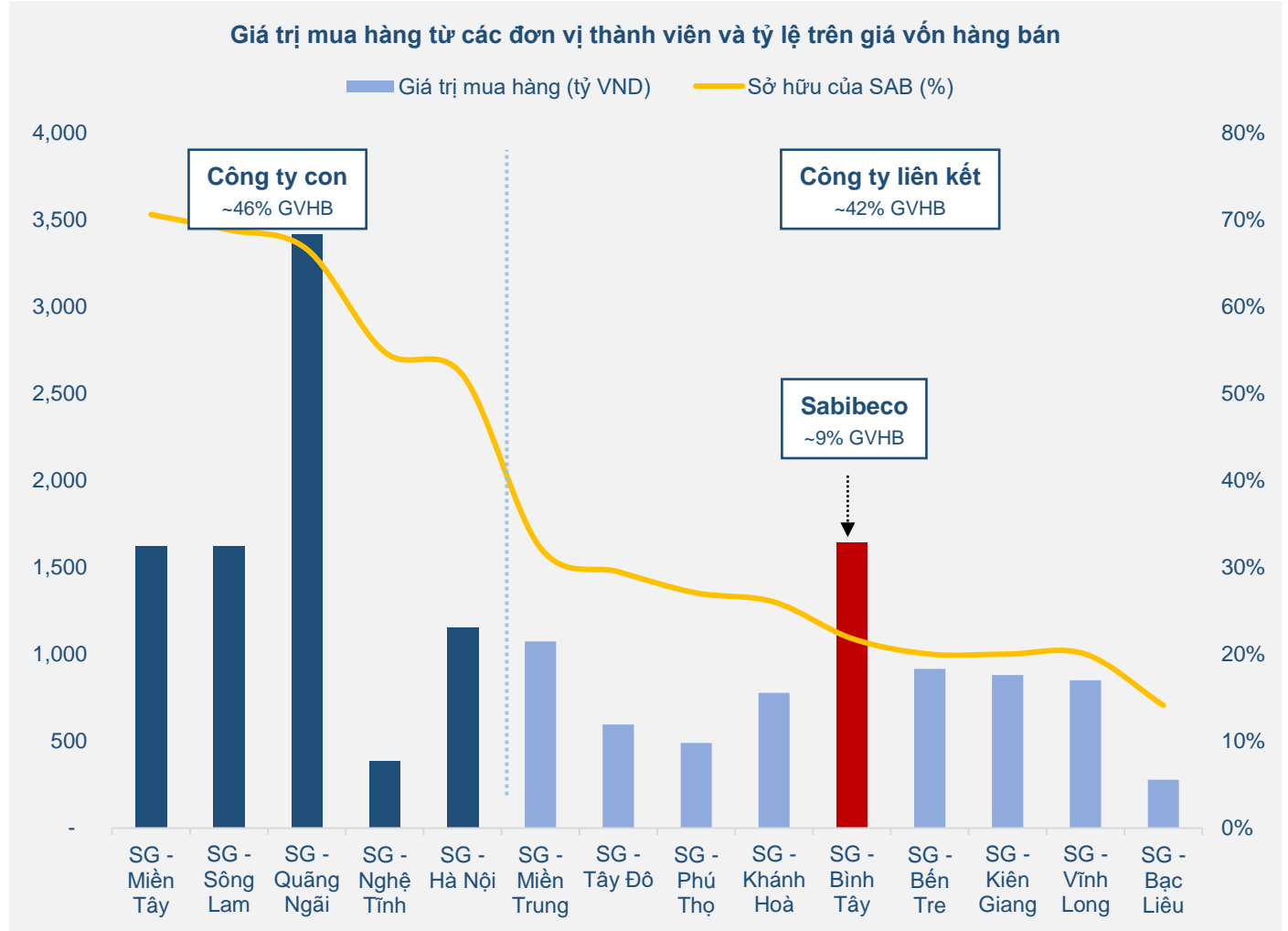
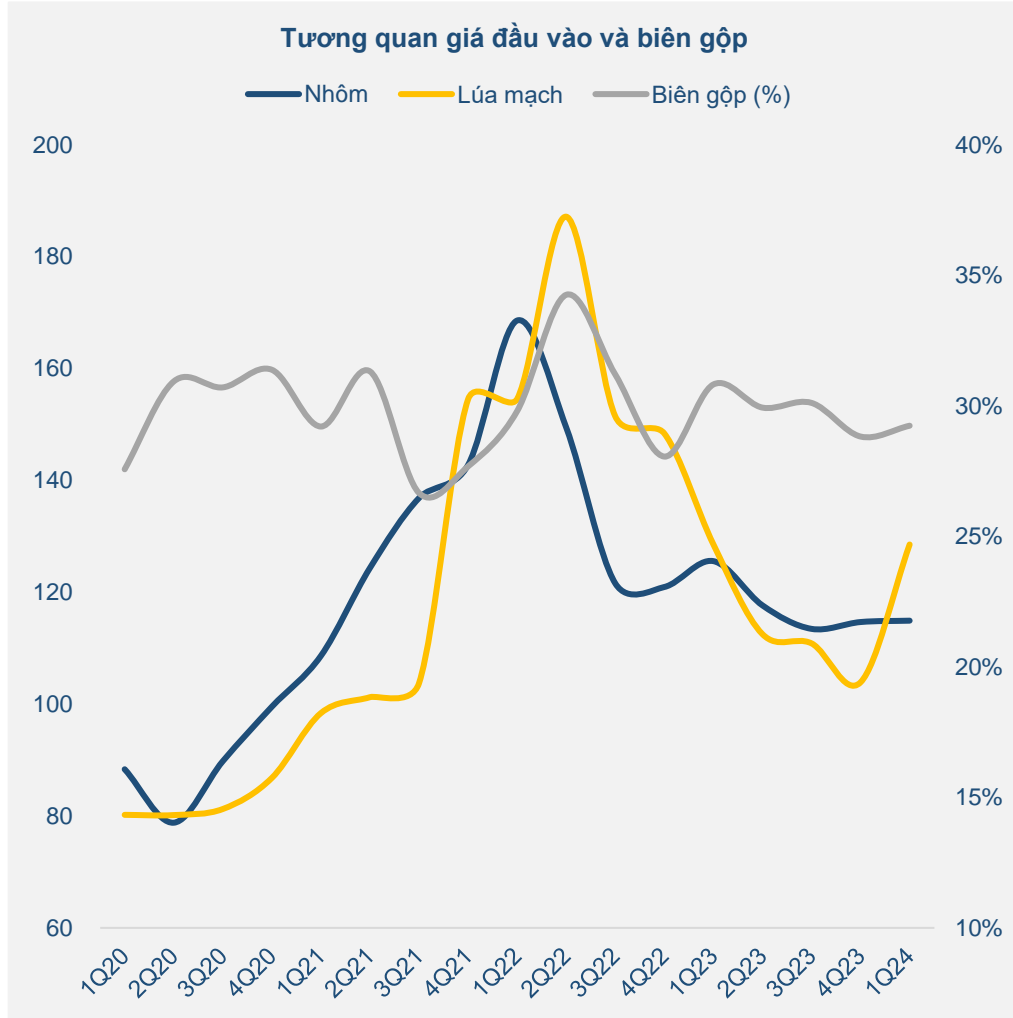
- Kỳ vọng tiêu thụ bia hướng đến mặt bằng trước dịch COVID-19 trong 2024.
- SAB tập trung phát triển portfolio sản phẩm toàn diện hơn. Ngoài ra, ở phân khúc phổ thông, SAB cũng hưởng lợi xu hướng trade-down do lạm phát và thu nhập giảm.
- Giá nhôm và lúa mạch giảm hứa hẹn biên lợi nhuận phục hồi trong 2025. Giá trị cộng hưởng từ hợp nhất Sabibeco cũng là một câu chuyện thú vị.

P/B lịch sử từ đầu 2018



SAB - Tiêu thụ bia cải thiện và biên lợi nhuận phục hồi trong 2025

SAB - Target: 71.200 VNĐ/CP | Upside: +11,9%



MSN - Lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ nhờ khối Tiêu dùng – Bán lẻ, các mảng không cốt lõi giảm lỗ

MSN - Target: 95.500 VNĐ/CP | Upside: +25,3%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	95.500 đồng/cp
Giá thị trường:	76.200 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+25,3%

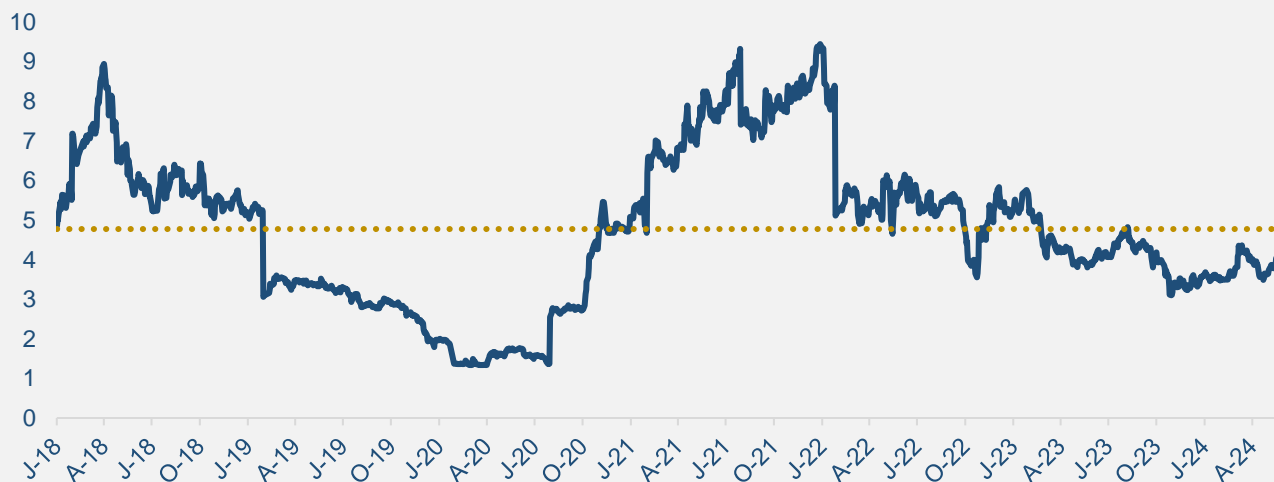
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022	2023	2024F	2025F	4YR CAGR
Doanh thu	76.198	78.252	86.853	96.049	8,0%
% T.Trưởng	-14,0%	2,7%	11,0%	10,6%	
Lợi nhuận gộp	21.035	22.121	26.032	30.612	5,6%
% T.Trưởng	-5,0%	5,2%	17,7%	17,6%	
Lợi nhuận ròng	3.567	419	1.494	3.192	-3,6%
% T.Trưởng	-58,3%	-88,3%	256,9%	113,6%	
EPS (đồng/cp)	2.369	278	993	2.120	
P/E	13,8	117,0	76,7	35,9	

Điểm nhấn đầu tư:

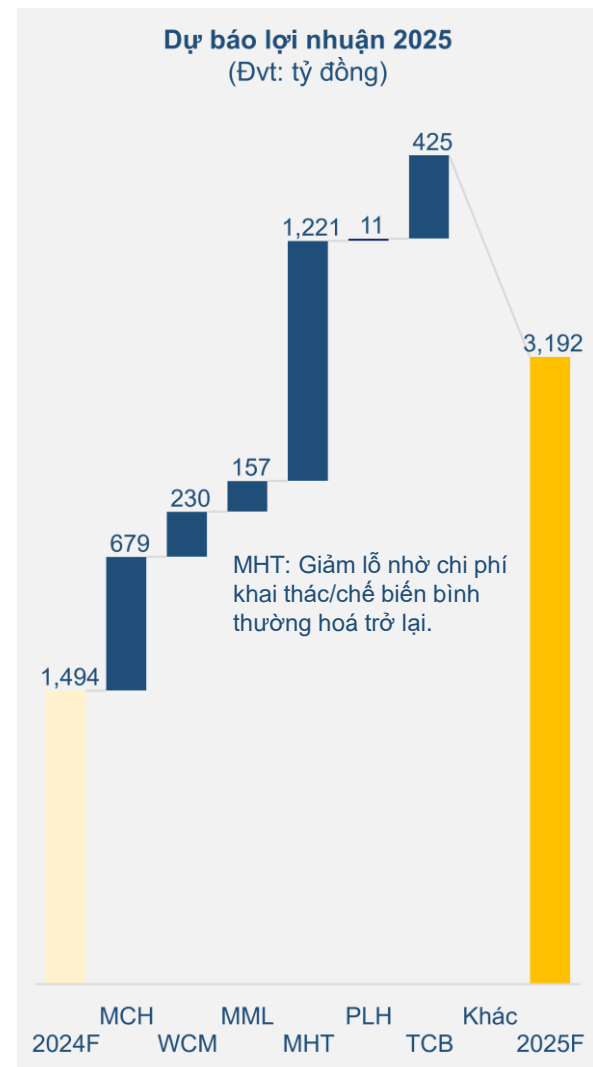
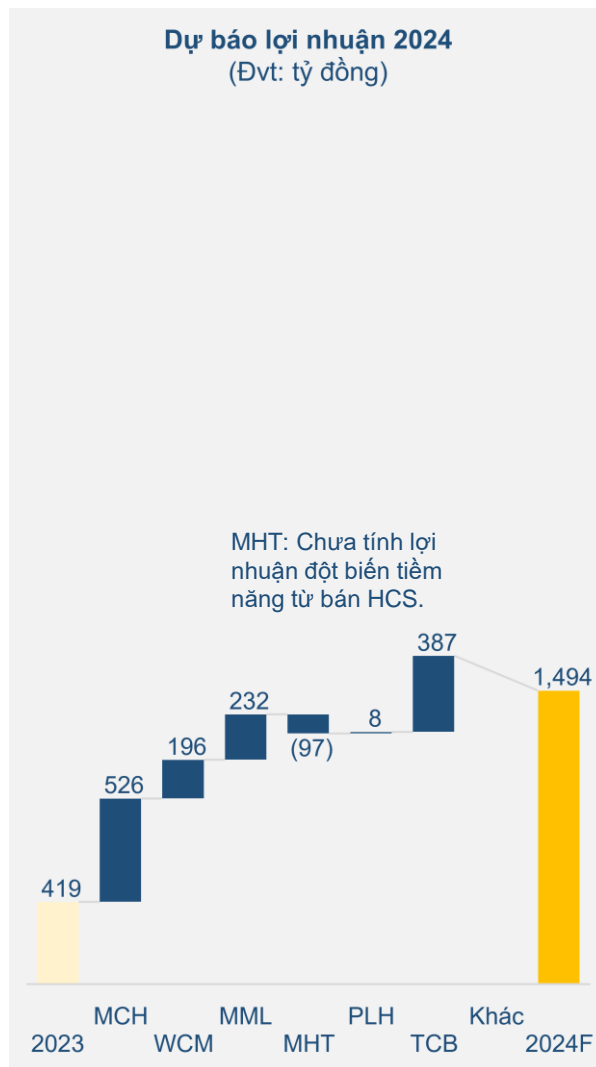
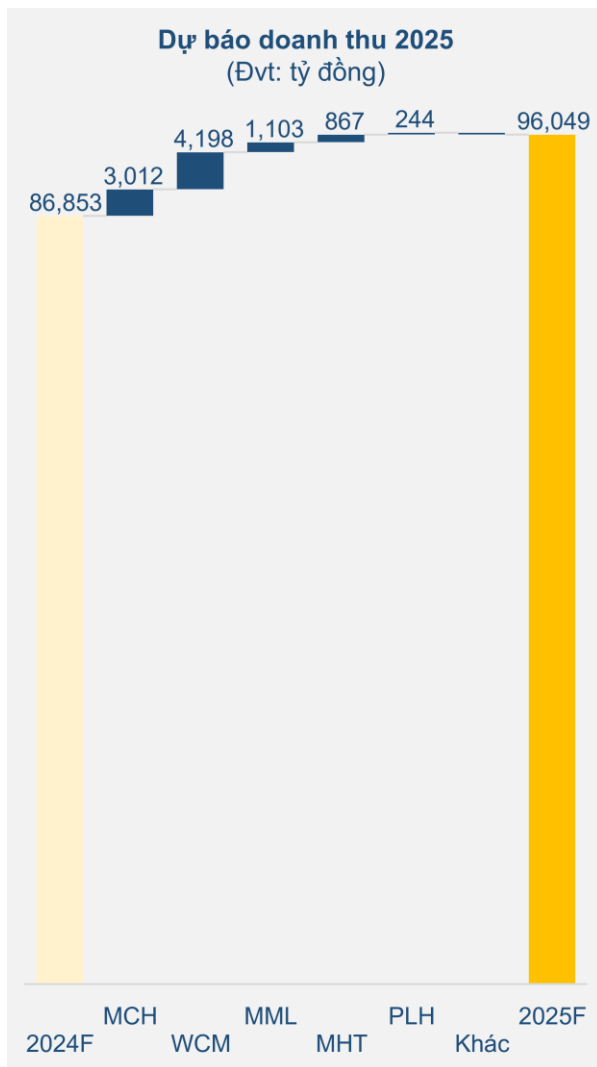
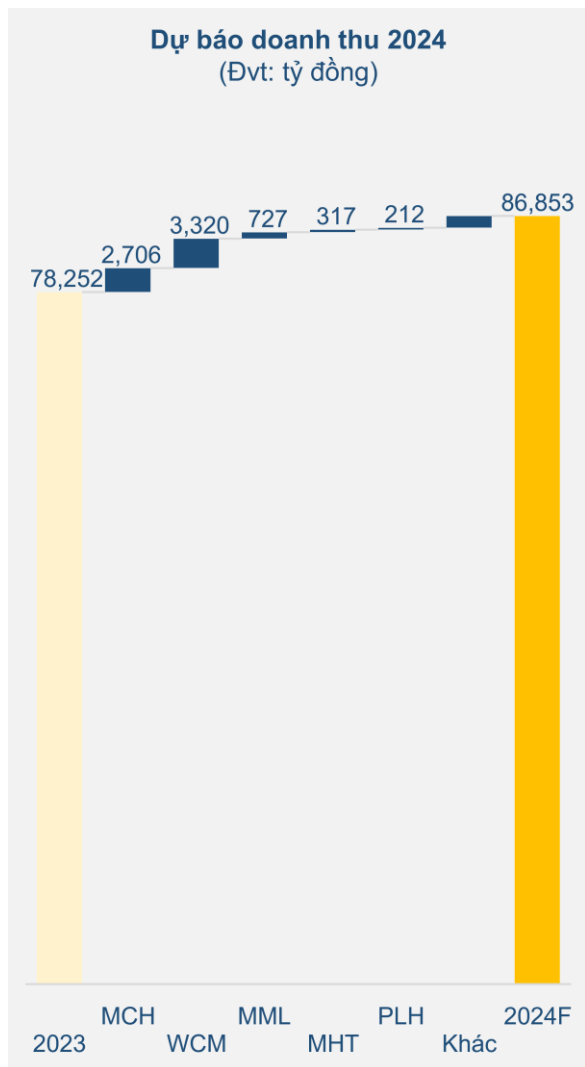
- MCH duy trì tăng trưởng ổn định, tập trung vào cao cấp hoá và xây dựng thương hiệu, biên lợi nhuận mở rộng nhờ giá đầu vào giảm.
- WCM giảm lỗ so với 2023 nhờ doanh thu mỗi cửa hàng cải thiện, tối ưu hoá chi phí vận hành, tiếp tục thử nghiệm các mô hình mới cho nông thôn và kênh GT nói chung.
- MML giảm lỗ nhờ giá heo cải thiện, đẩy mạnh mảng thịt chế biến.
- MHT giảm lỗ sau khi khôi phục nỗ lực, khả năng ghi nhận lợi nhuận đột biến từ thoái vốn HCS.
- Rủi ro cơ cấu nợ đến hạn đã giảm đáng kể.

P/B lịch sử từ đầu 2018



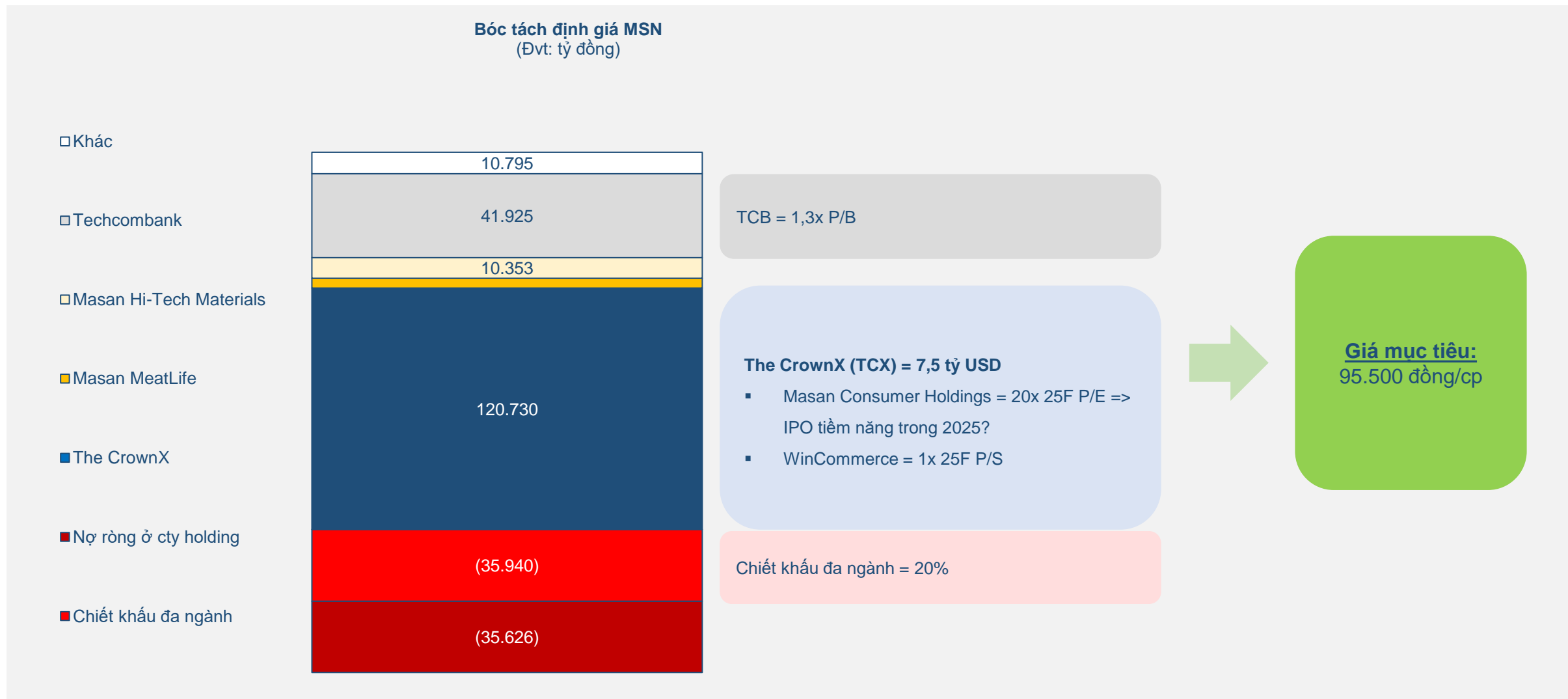
MSN - Lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ nhờ khối Tiêu dùng – Bán lẻ, các mảng không cốt lõi giảm lỗ

MSN - Target: 95.500 VNĐ/CP | Upside: +25,3%



MSN - Lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ nhờ khối Tiêu dùng – Bán lẻ, các mảng không cốt lõi giảm lỗ

MSN - Target: 95.500 VNĐ/CP | Upside: +25,3%



QNS - Giá đường duy trì nền cao, suất cổ tức hấp dẫn

QNS - Target: 55.000 VNĐ/CP | Upside: +11,5%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	NEUTRAL
Giá mục tiêu:	55.000 đồng/cp
Giá thị trường:	49.300 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+11,5%

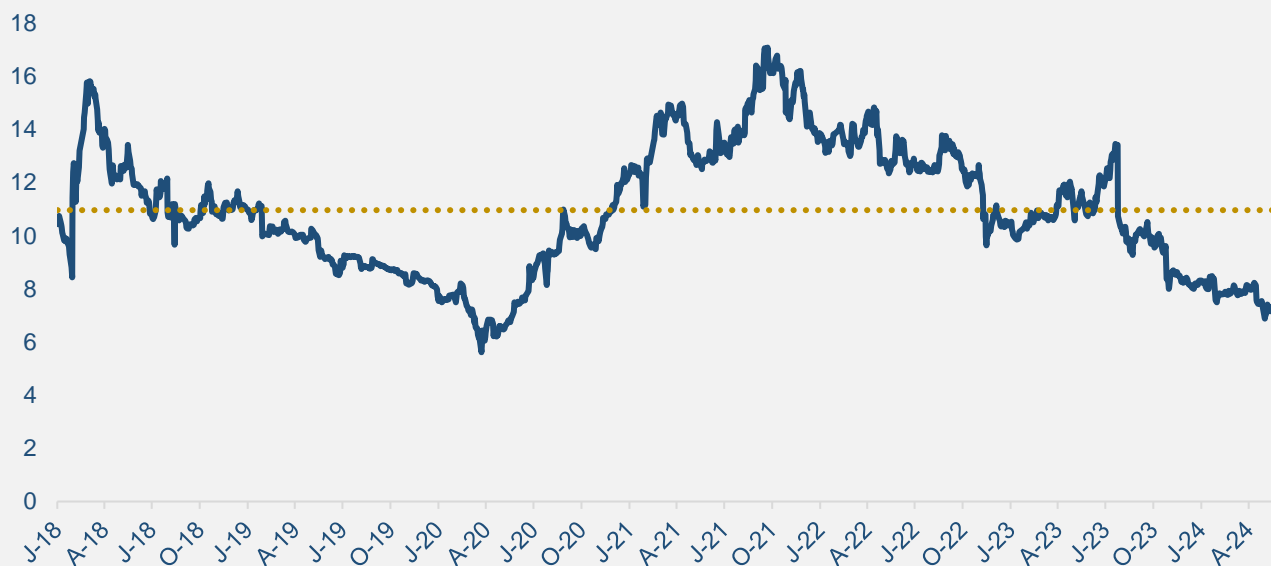
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022	2023	2024F	2025F	4YR CAGR
Doanh thu	8.255	10.023	10.056	10.675	8,9%
% T.Trưởng	12,5%	21,4%	0,3%	6,2%	
Lợi nhuận gộp	2.459	3.357	3.440	3.572	13,3%
% T.Trưởng	8,7%	36,5%	2,5%	3,8%	
Lợi nhuận ròng	1.287	2.189	2.271	2.388	22,9%
% T.Trưởng	2,6%	70,2%	3,7%	5,1%	
EPS (đồng/cp)	4.269	7.264	7.535	7.922	
P/E	10,4	8,3	6,5	6,2	

Điểm nhấn đầu tư:

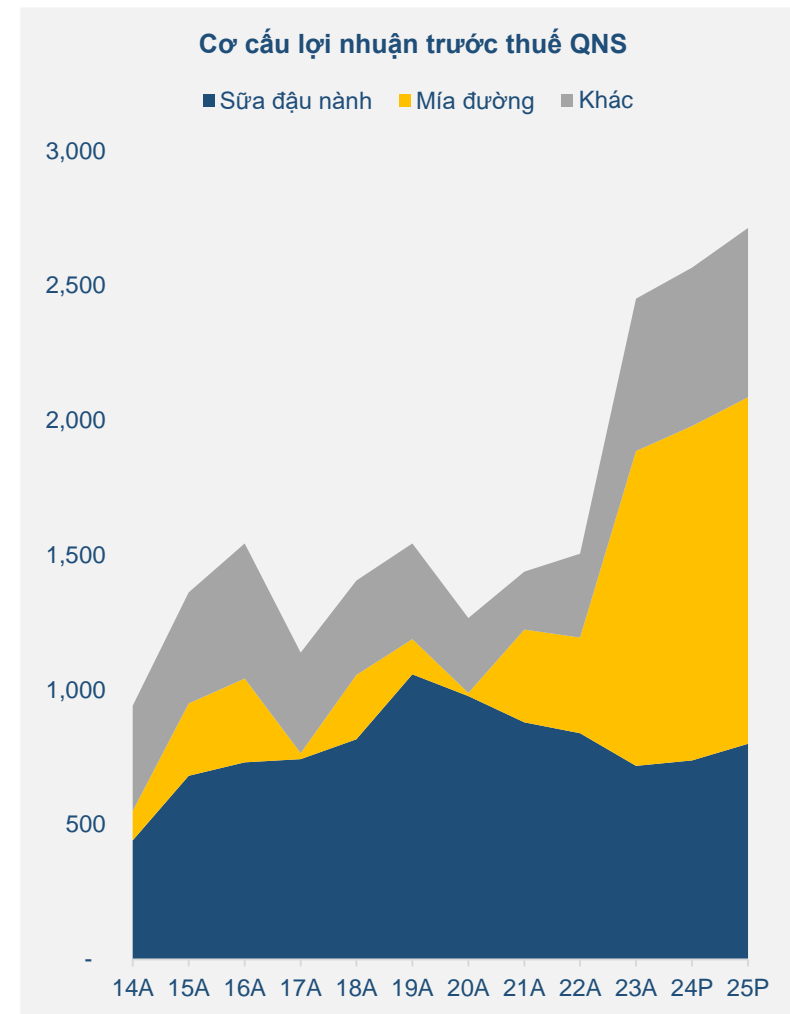
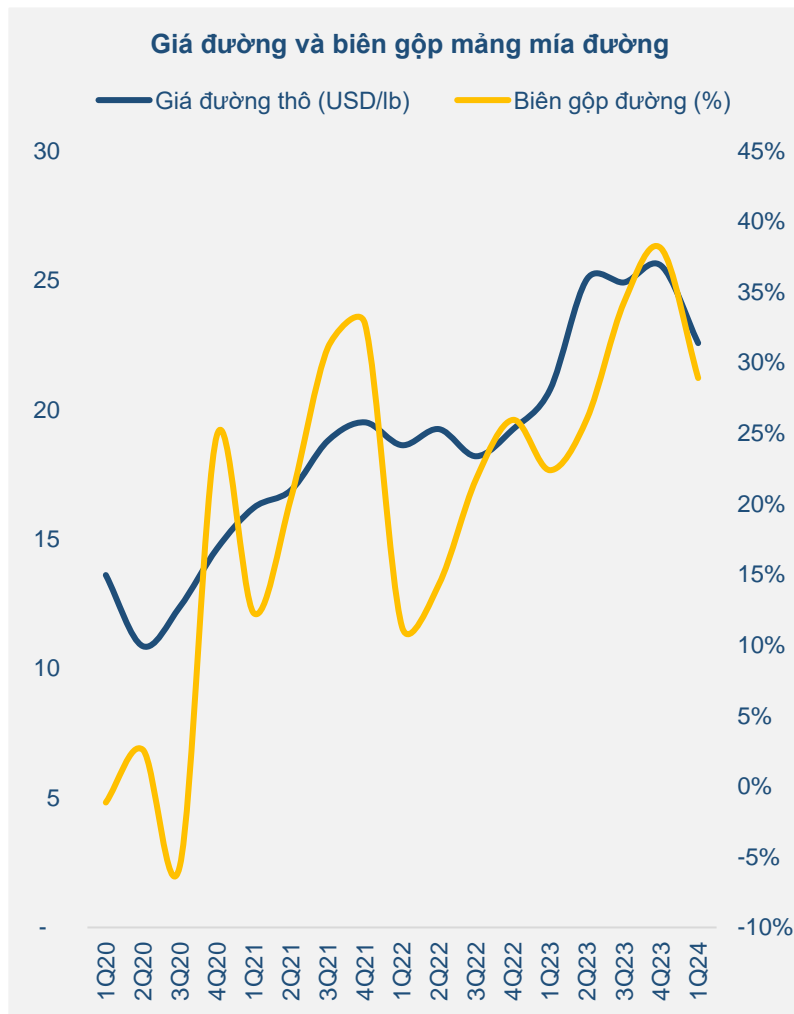
- Lợi nhuận duy trì mức cao trong 2024 – 2025 nhờ giá đường.
- Giữ vững vị thế là thương hiệu sữa đậu nành số 1 tại Việt Nam.
- Biên lợi nhuận sữa phục hồi từ 2025 nhờ giá đầu vào giảm.
- Tiền mặt dồi dào, có thể hưởng lợi từ xu hướng lãi suất tăng trở lại.
- Suất cổ tức hấp dẫn.

P/E lịch sử từ đầu 2018



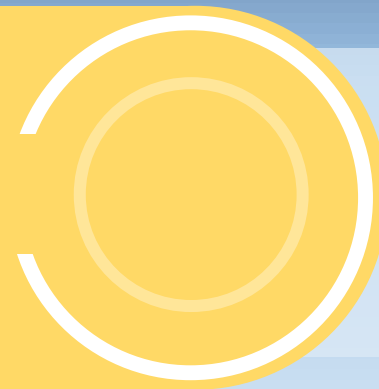
QNS - Giá đường duy trì nền cao, suất cổ tức hấp dẫn

QNS - Target: 55.000 VNĐ/CP | Upside: +11,5%



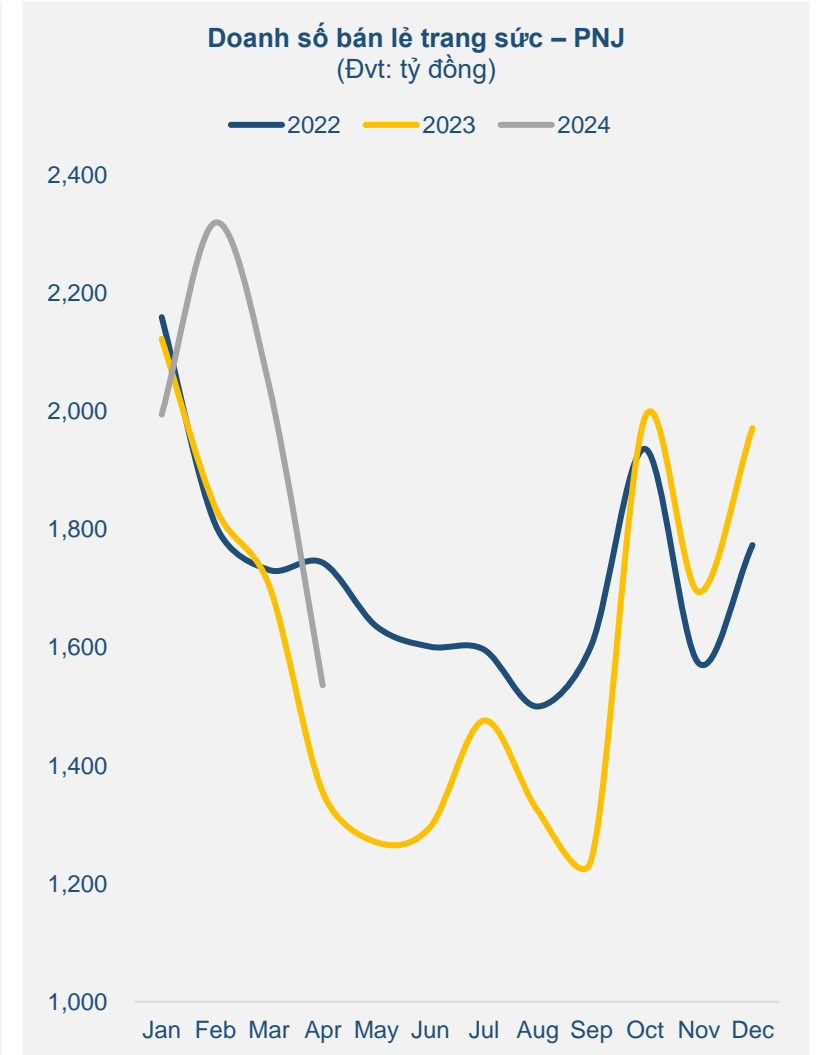
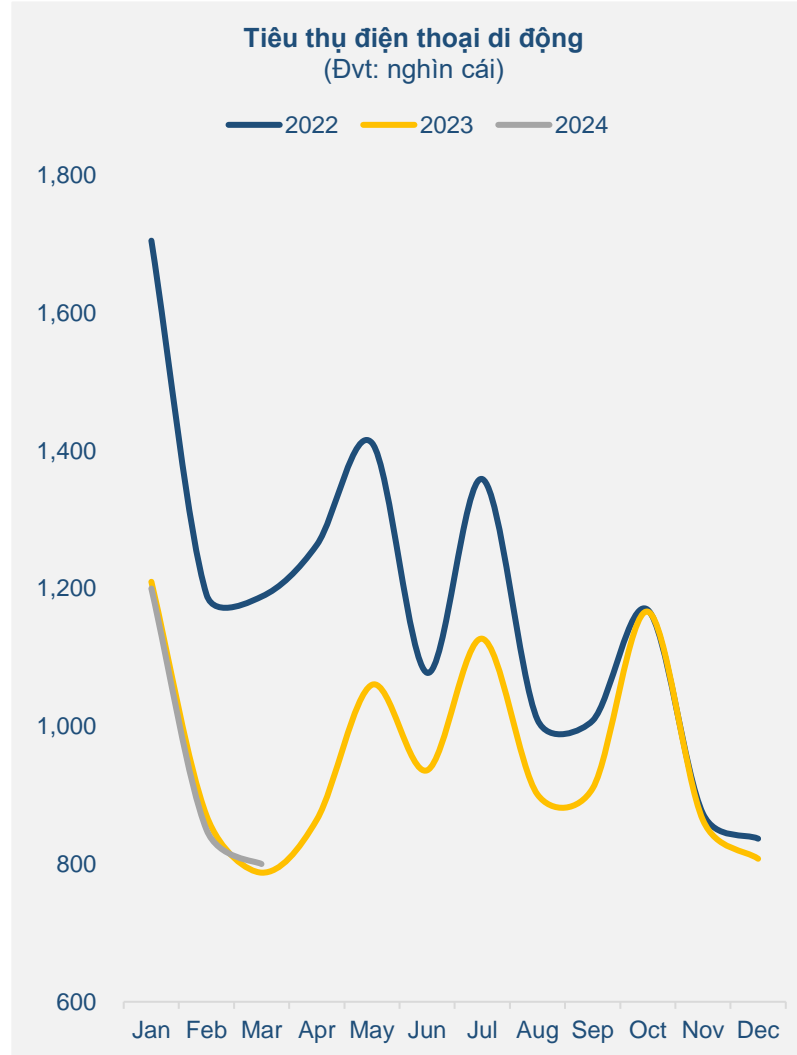
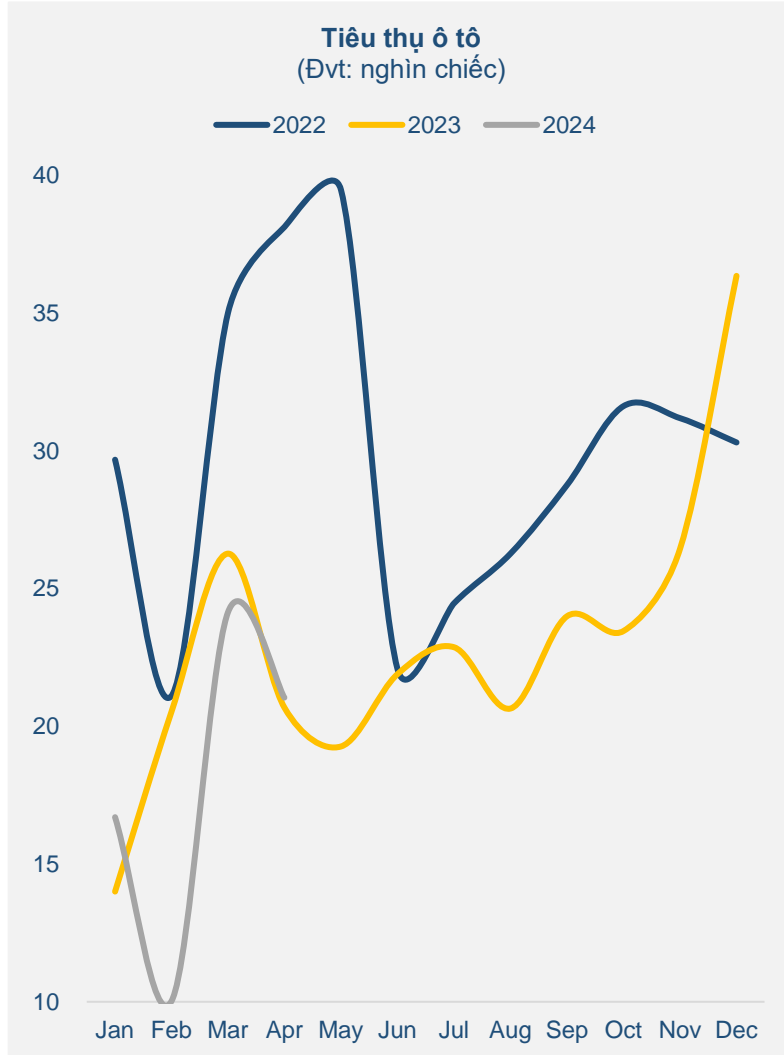
Bán lẻ

Triển vọng 2H 2024



Doanh số bán lẻ các mặt hàng không thiết yếu đã chạm đáy trong 2H 2023 và 1H 2024?

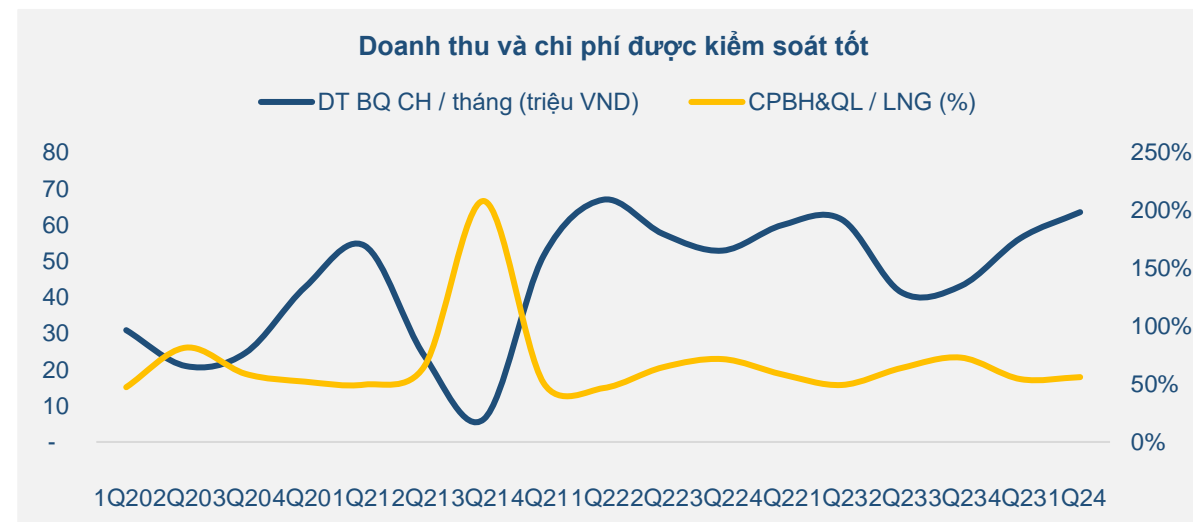
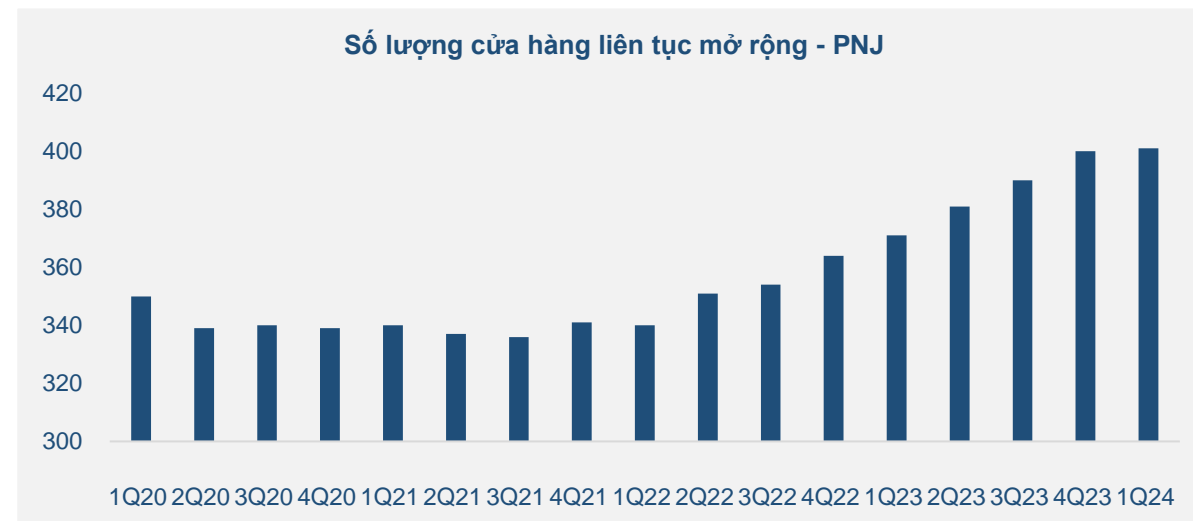
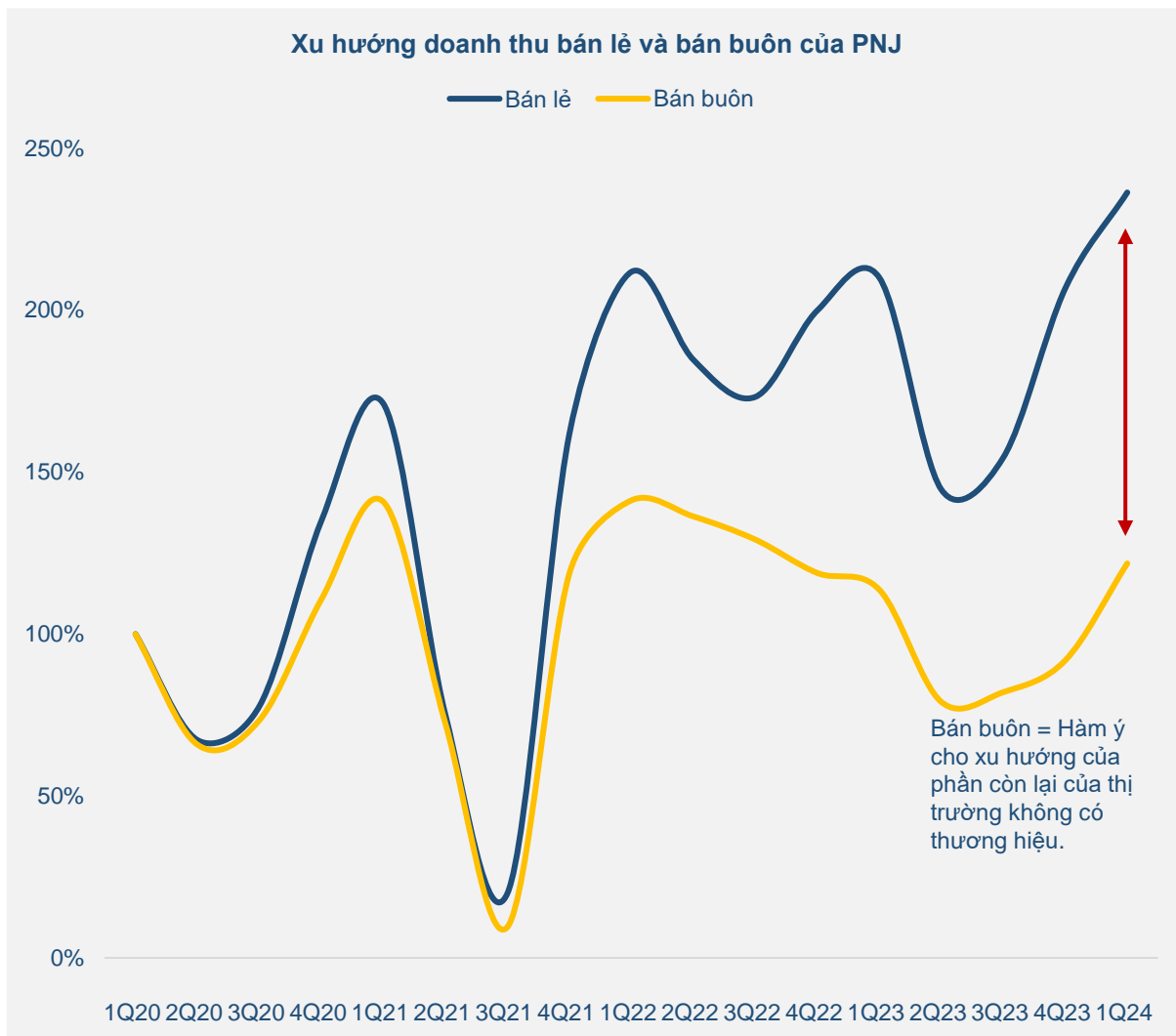
Triển vọng Bán lẻ 2H 2024



Nguồn: VAMA, GFK, BVSC tổng hợp

Bán lẻ trang sức - Doanh nghiệp dẫn đầu là PNJ tiếp tục củng cố thị phần

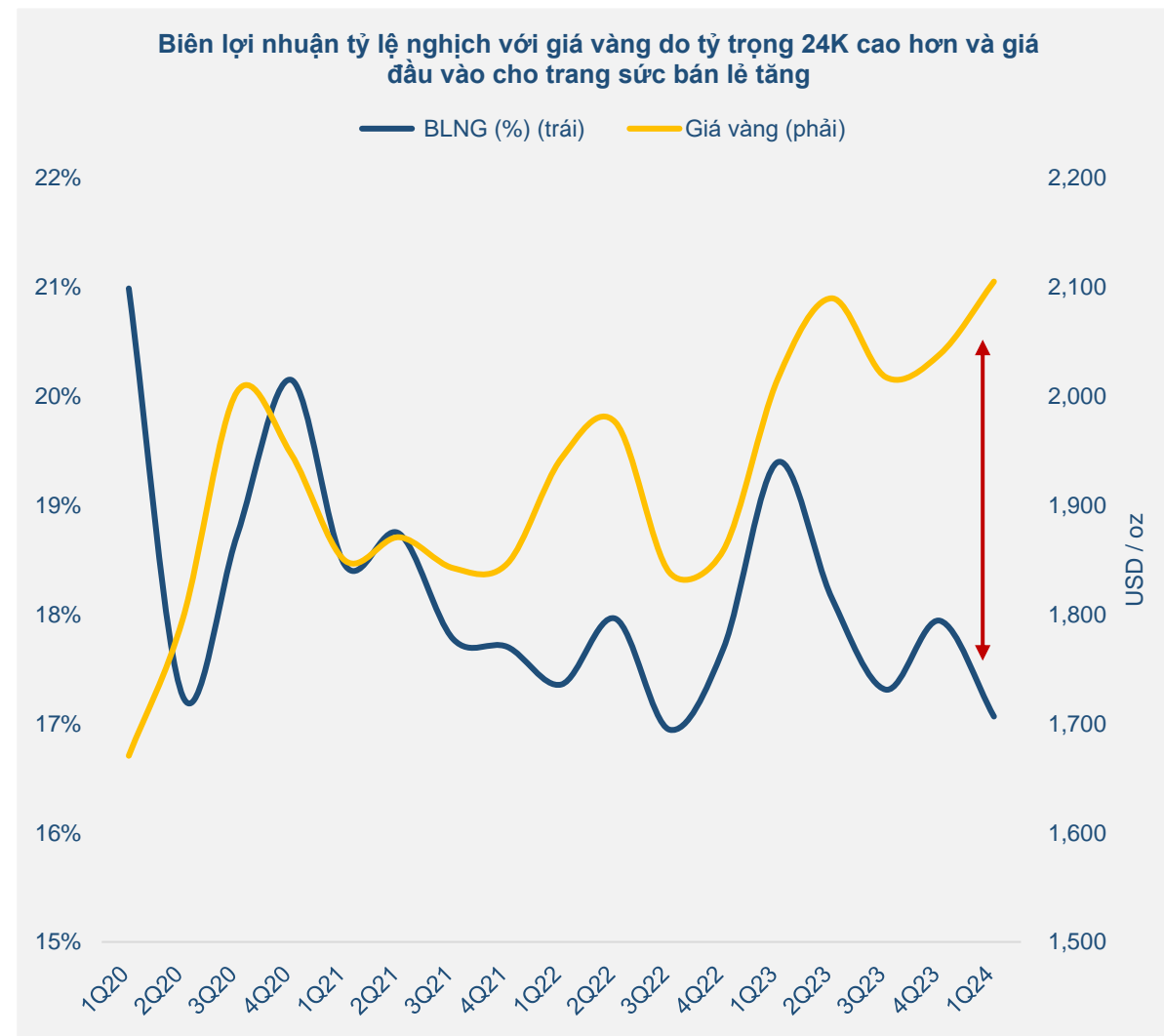
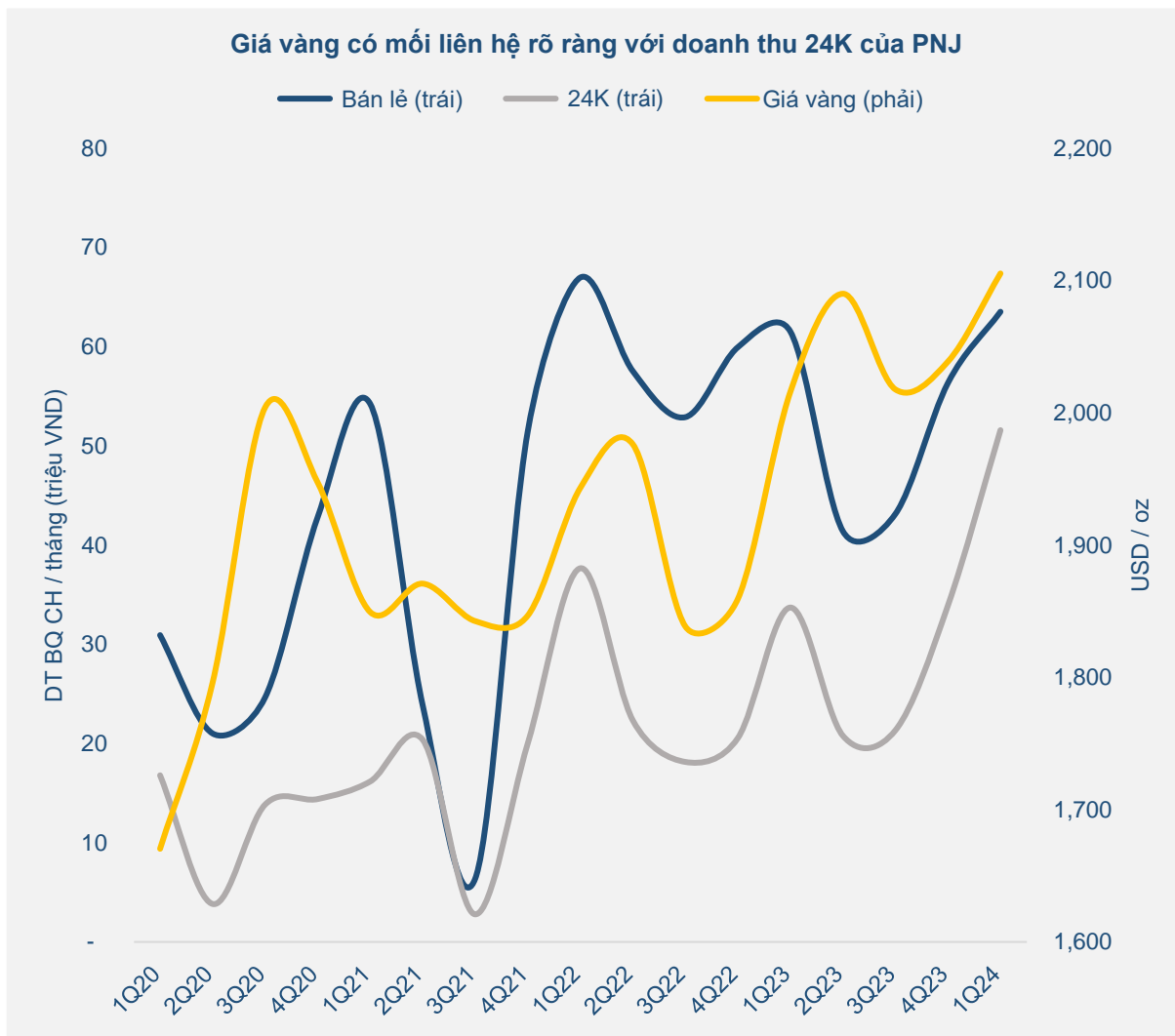
Triển vọng Bán lẻ 2H 2024



Nguồn: BVSC tổng hợp

Bán lẻ trang sức - Giá vàng tăng phần nào gây áp lực cho biên lợi nhuận của doanh nghiệp

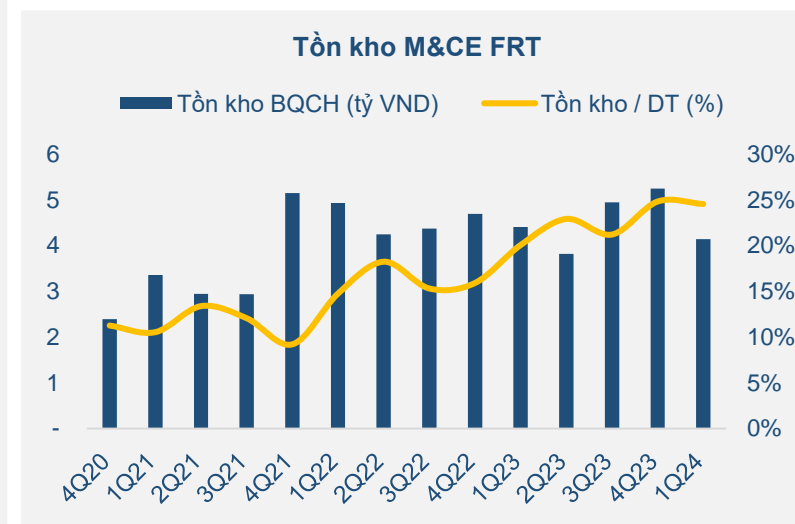
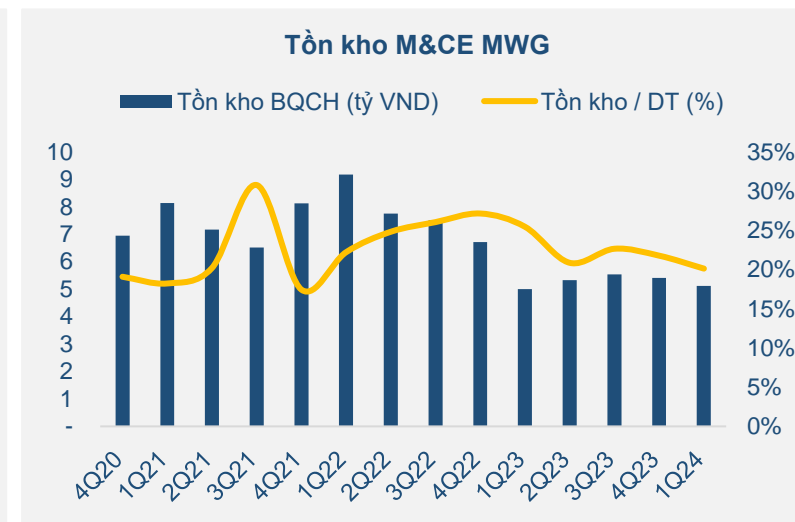
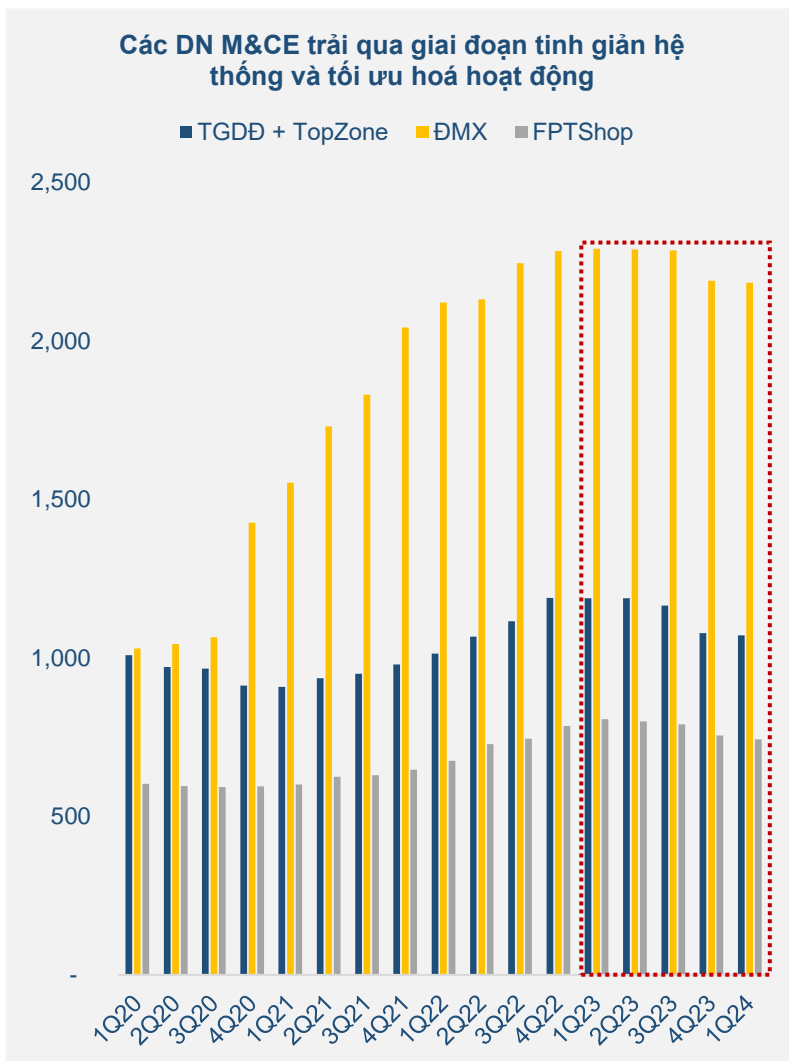
Triển vọng Bán lẻ 2H 2024



Nguồn: BVSC tổng hợp

Bán lẻ M&CE - Cuộc đua về giá đã hạ nhiệt, doanh nghiệp bước vào giai đoạn tối ưu hoá hoạt động

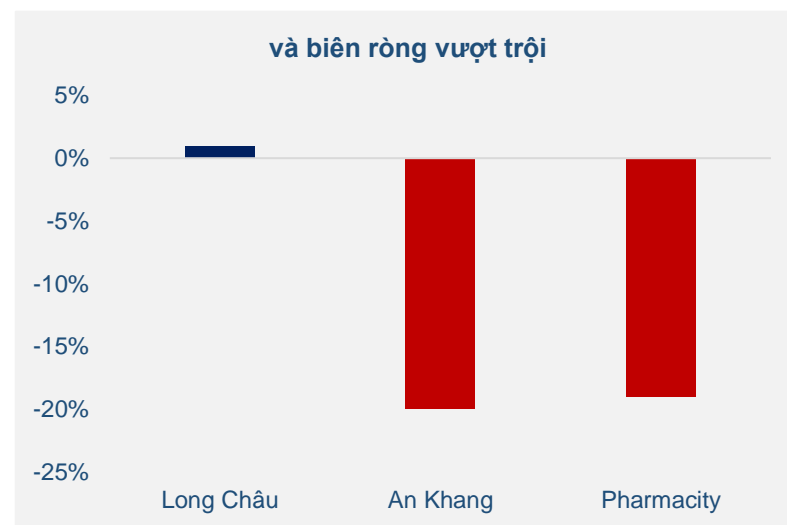
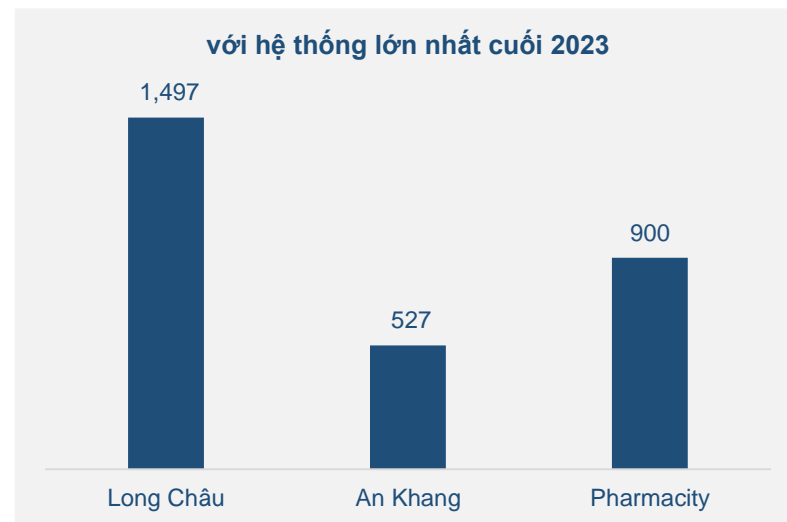
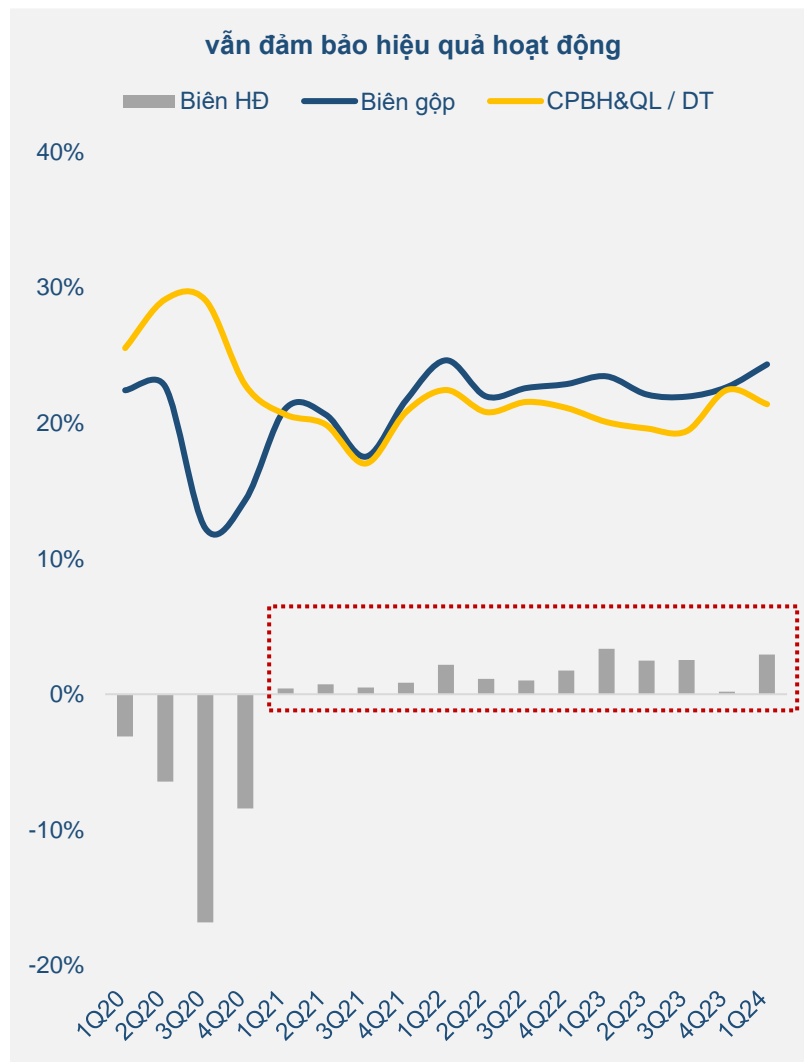
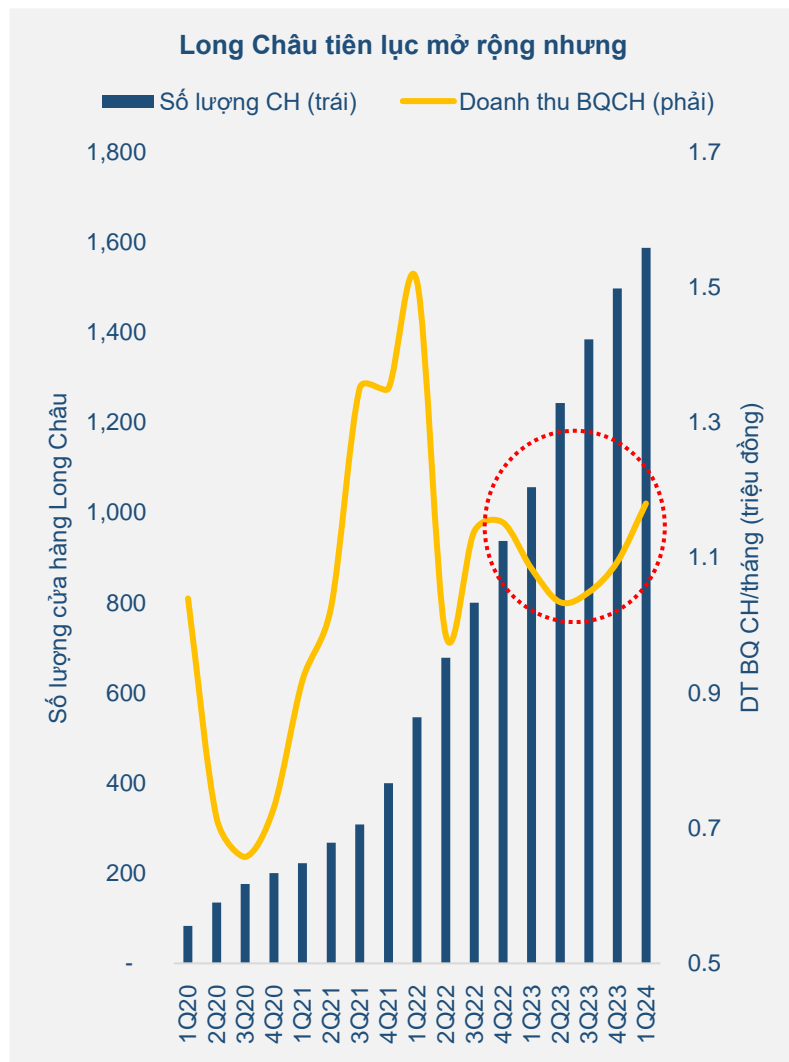
Triển vọng Bán lẻ 2H 2024



Nguồn: BVSC tổng hợp

Bán lẻ Dược phẩm - Long Châu tiếp tục nhân rộng mô hình chiến thắng

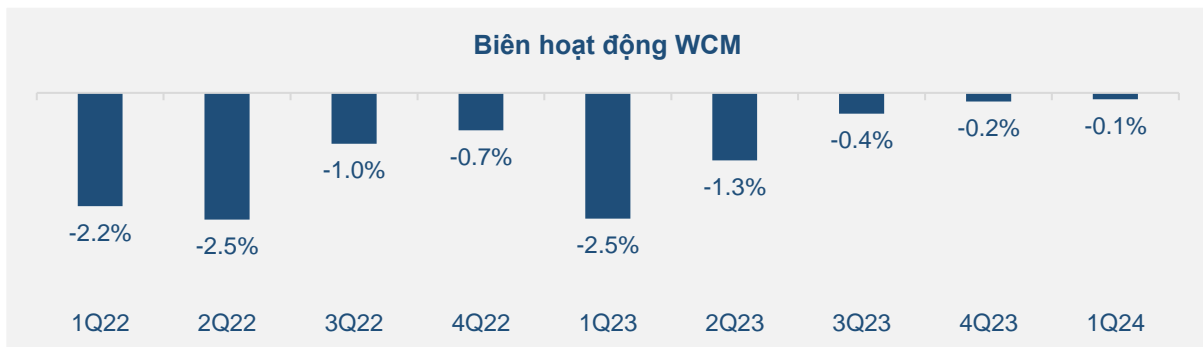
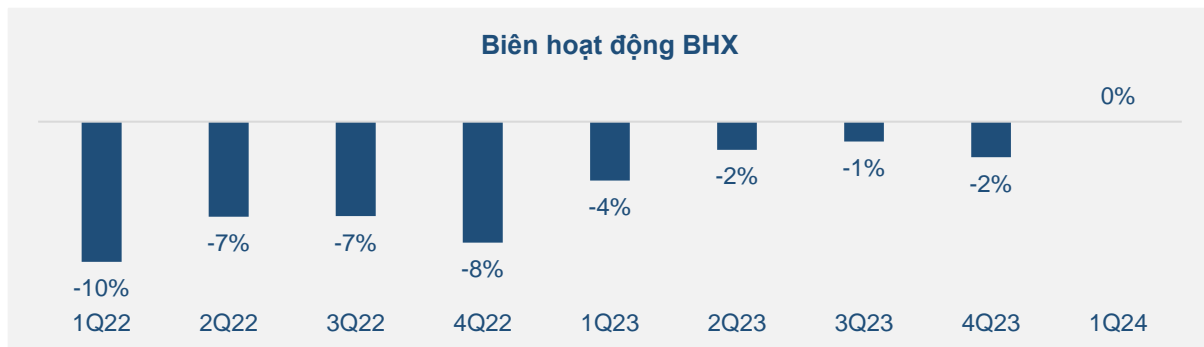
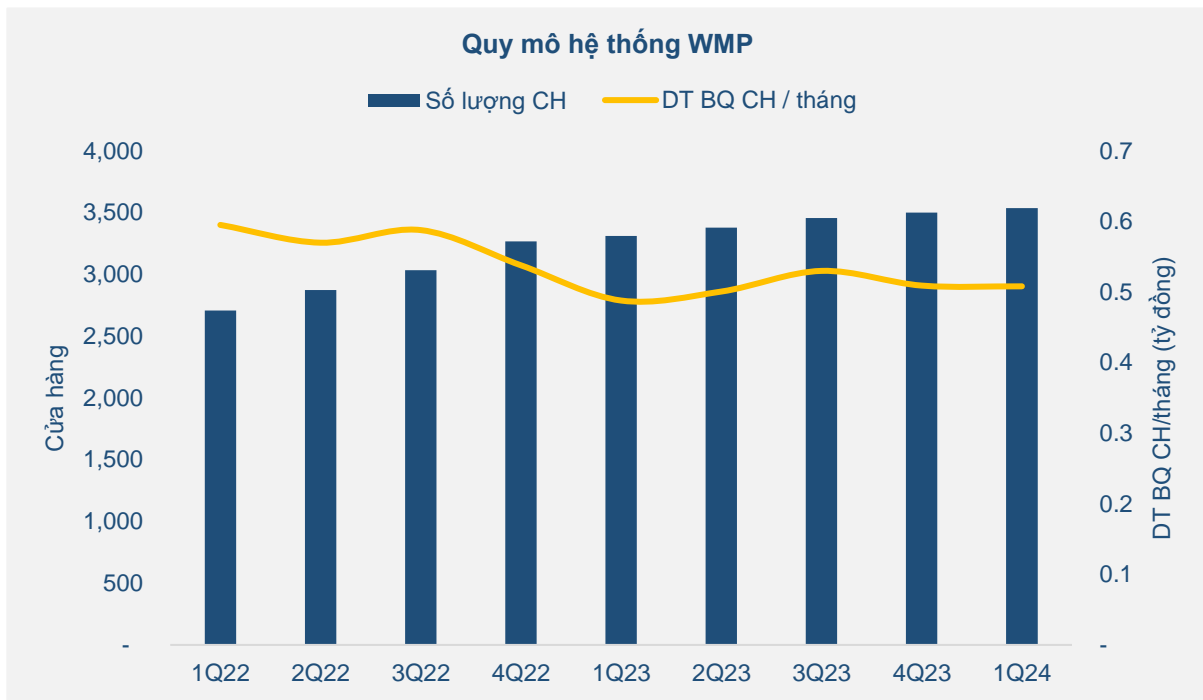
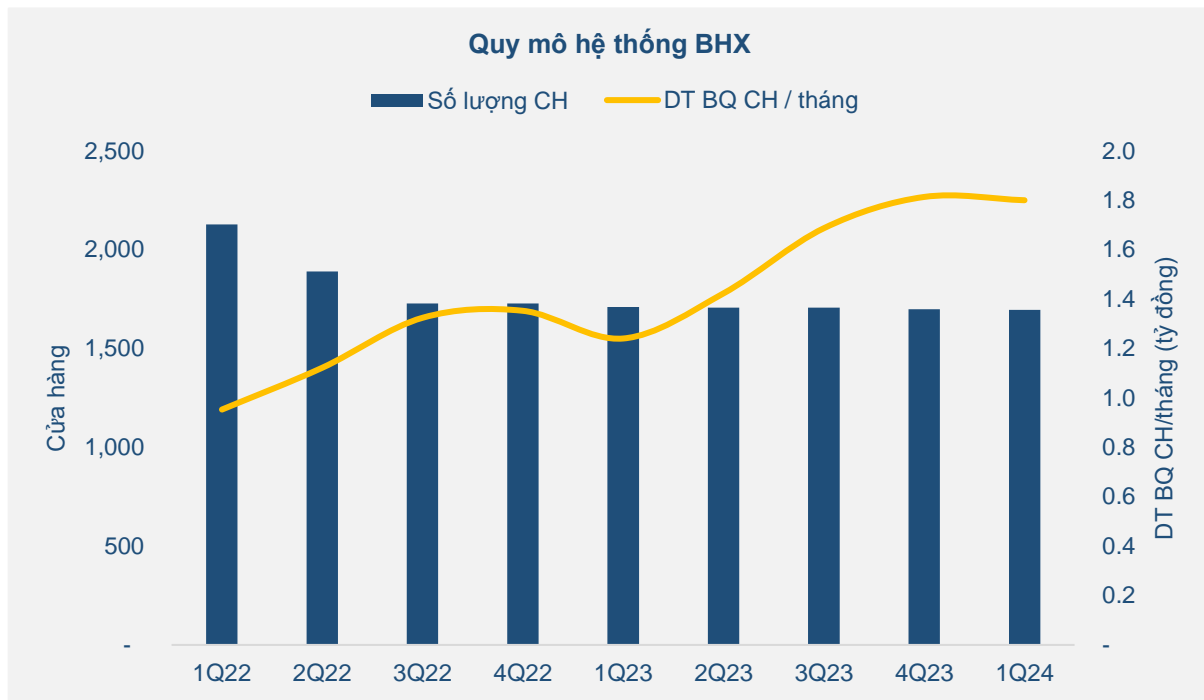
Triển vọng Bán lẻ 2H 2024



Nguồn: BVSC tổng hợp

Bán lẻ Tạp hoá - Các chuỗi bán lẻ lớn tiến gần đến mốc tạo ra lợi nhuận

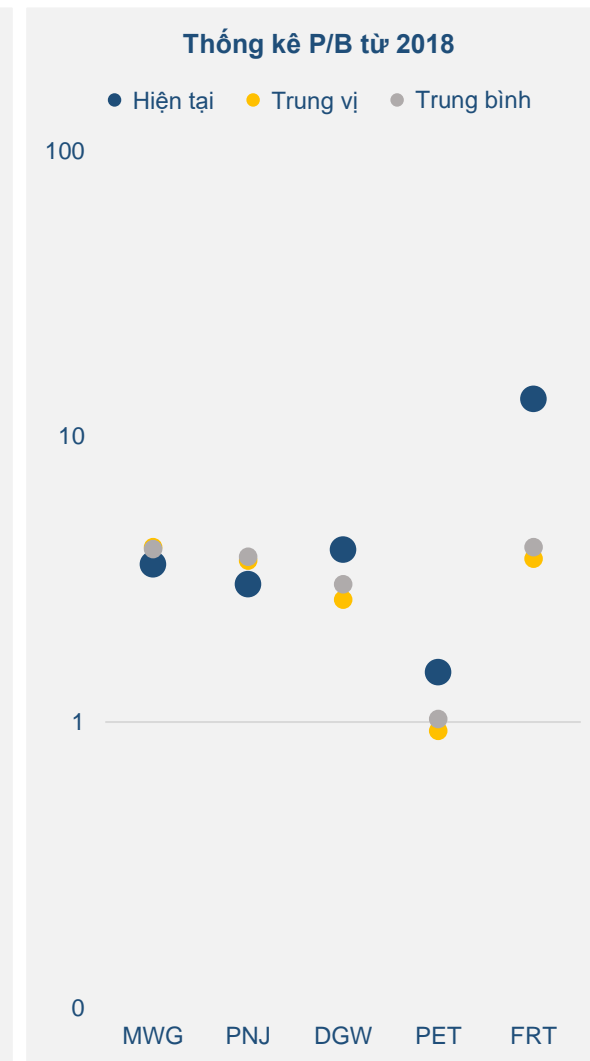
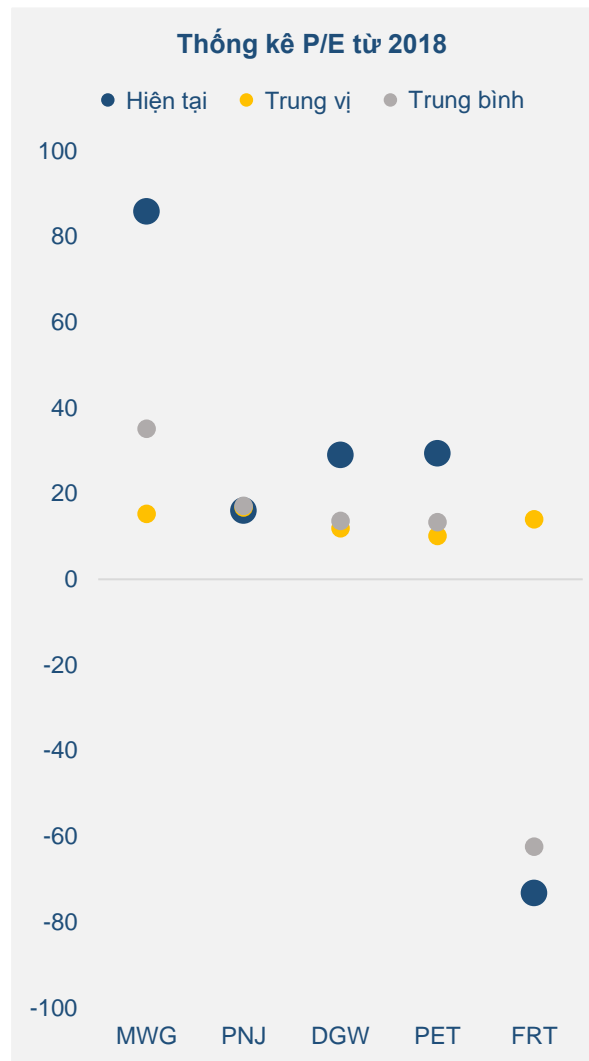
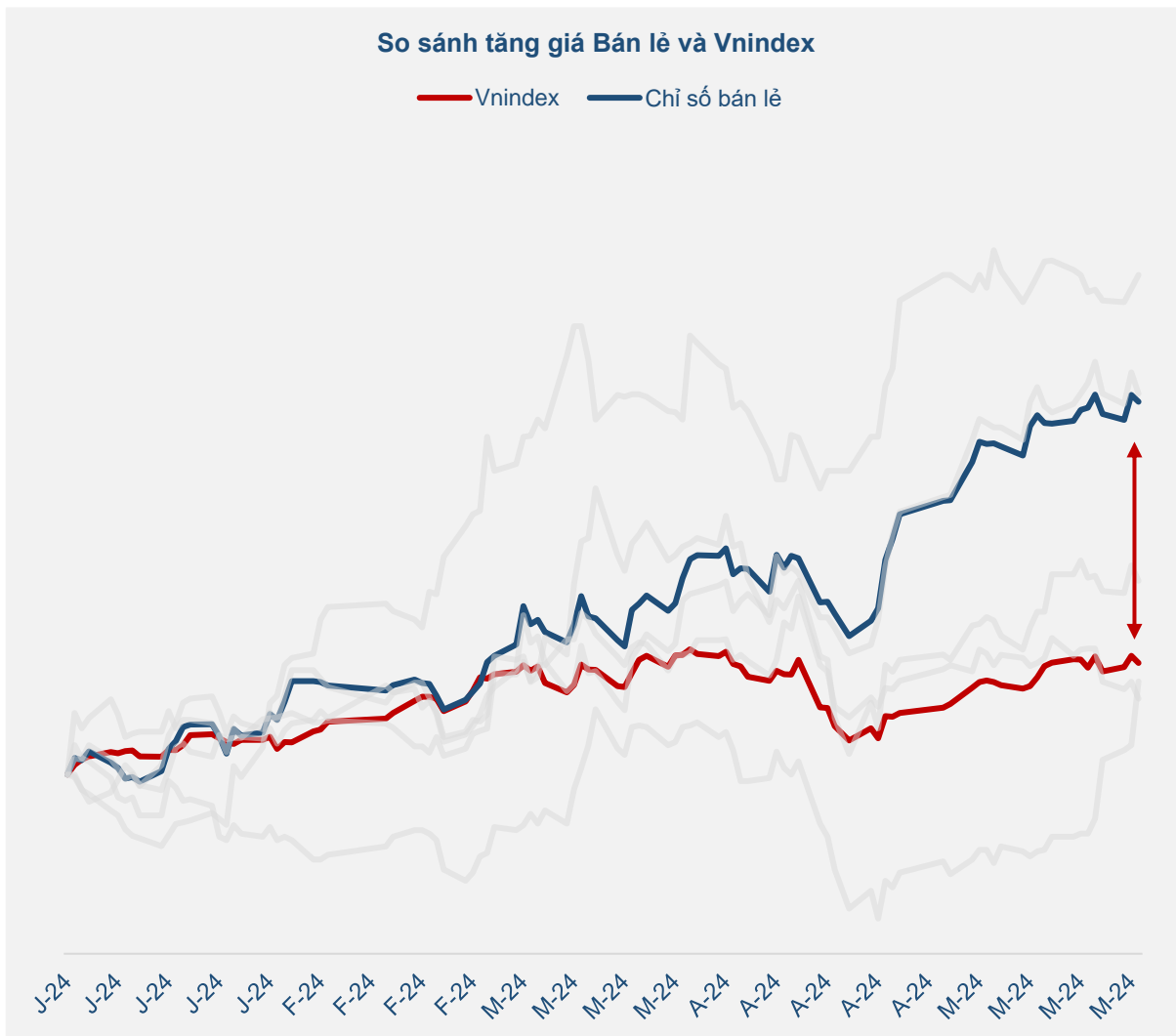
Triển vọng Bán lẻ 2H 2024



Nguồn: BVSC tổng hợp

Nhờ KQKD quay đầu ấn tượng, các cổ phiếu bán lẻ & bán buôn có mức tăng vượt trội so với Vnindex

Triển vọng Bán lẻ 2H 2024



Nguồn: BVSC tổng hợp

Tổng hợp dự báo 2024 - 2025

Triển vọng Bán lẻ 2H 2024

Đvt: tỷ đồng	Doanh thu thuần (DTT)			Lợi nhuận sau thuế (LNST)			Tăng trưởng DTT			Tăng trưởng LNST		
MCK	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
MWG	118.280	131.228	140.288	131	3.639	5.557	-11,3%	10,9%	6,9%	-96,8%	2.682,6%	52,7%
FRT	31.850	38.468	47.130	(346)	220	678	5,6%	20,8%	22,5%	-188,5%	-163,5%	208,7%
PNJ	33.137	42.090	43.274	1.959	2.272	2.620	-2,2%	27,0%	2,8%	8,7%	16,0%	15,3%
Tổng	183.266	211.785	230.692	1.744	6.131	8.855	-7,2%	15,6%	8,9%	-72,0%	251,5%	44,4%

MCK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside	KQKD Q2 2024	Điểm nhấn đầu tư
MWG	OUTPERFORM	75.400	+21,2%	Tăng mạnh	<ul style="list-style-type: none"> - Chuỗi M&CE cải thiện hiệu quả hoạt động, mở rộng thị phần. - BHX tiến gần hơn đến mốc tạo ra lợi nhuận.
FRT	OUTPERFORM	220.000	+27,2%	Tăng mạnh	<ul style="list-style-type: none"> - Chuỗi M&CE giảm lỗ so với cùng kỳ. - Long Châu tiếp tục đà mở rộng, đóng góp lợi nhuận ngày càng lớn cho FRT.
PNJ	OUTPERFORM	125.800	+30,2%	Tăng mạnh	<ul style="list-style-type: none"> - Mở rộng thị phần. - Tăng trưởng trang sức bán lẻ khả quan. - Tăng trưởng mạnh từ nền thấp cùng kỳ.

MWG - Điểm sáng về sự vững vàng của mảng M&CE, BHX hướng đến mốc có lợi nhuận

MWG - Target: 75.400 VNĐ/CP | Upside: +21,2%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	75.400 đồng/cp
Giá thị trường:	62.200 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+21,2%

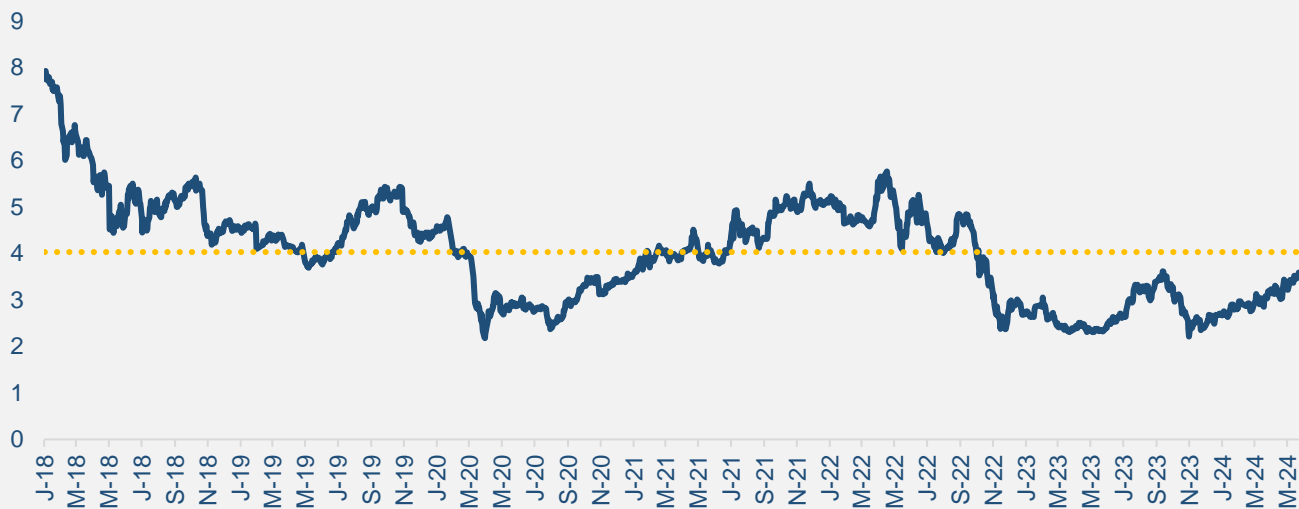
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022	2023	2024F	2025F	4YR CAGR
Doanh thu	133.405	118.280	131.228	140.288	1,7%
% T.Trưởng	8,5%	-11,3%	10,9%	6,9%	
Lợi nhuận gộp	30.862	22.521	26.972	29.852	-1,1%
% T.Trưởng	11,7%	-27,0%	19,8%	10,7%	
Lợi nhuận ròng	4.038	131	3.639	5.557	11,2%
% T.Trưởng	-16,6%	-96,8%	2682,6%	52,7%	
EPS (đồng/cp)	3.710	89	2.462	3.723	
P/E	12,4	89,9	25,2	16,7	

Điểm nhấn đầu tư:

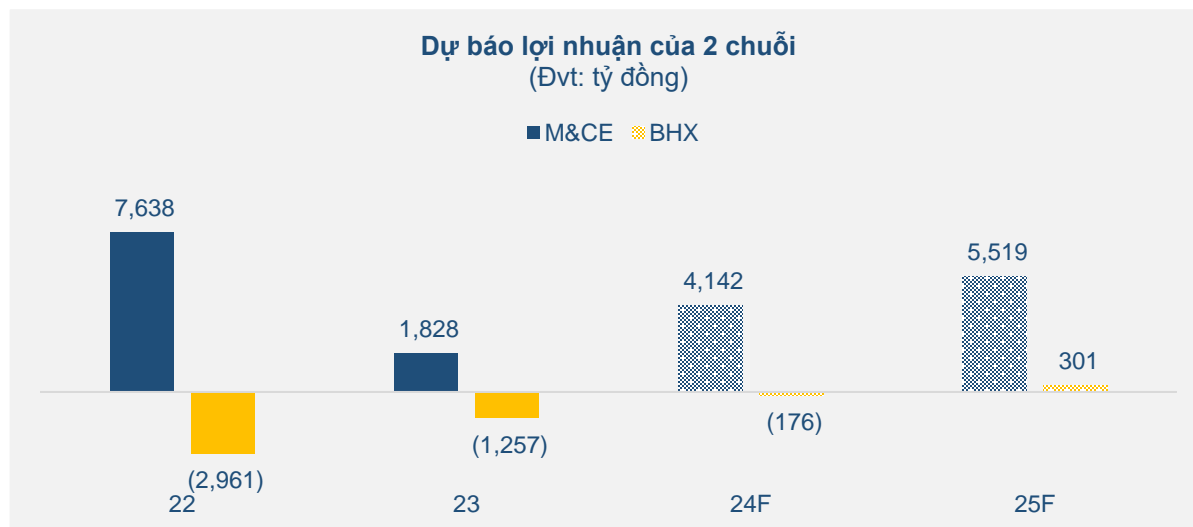
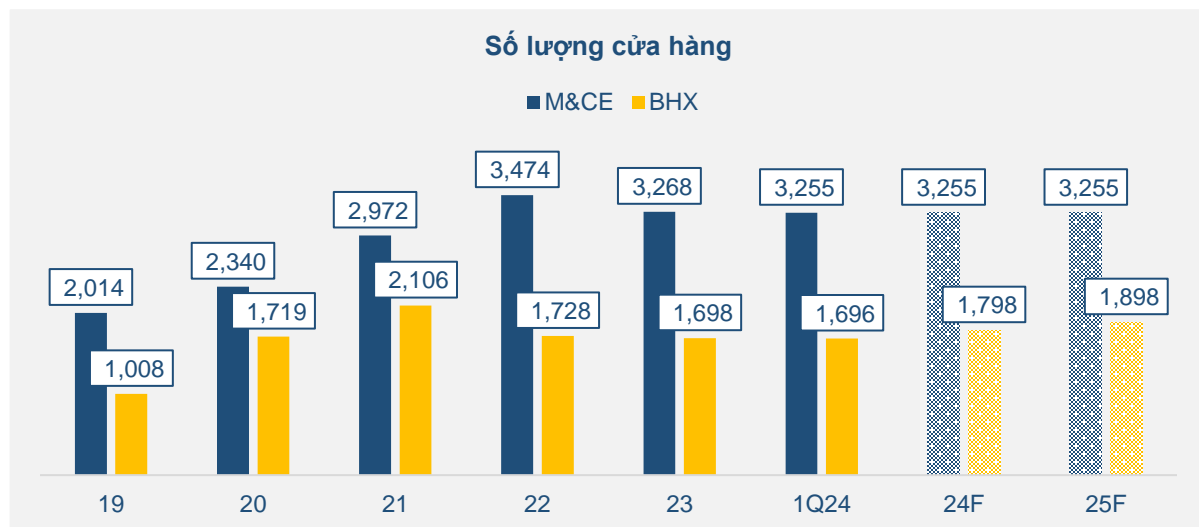
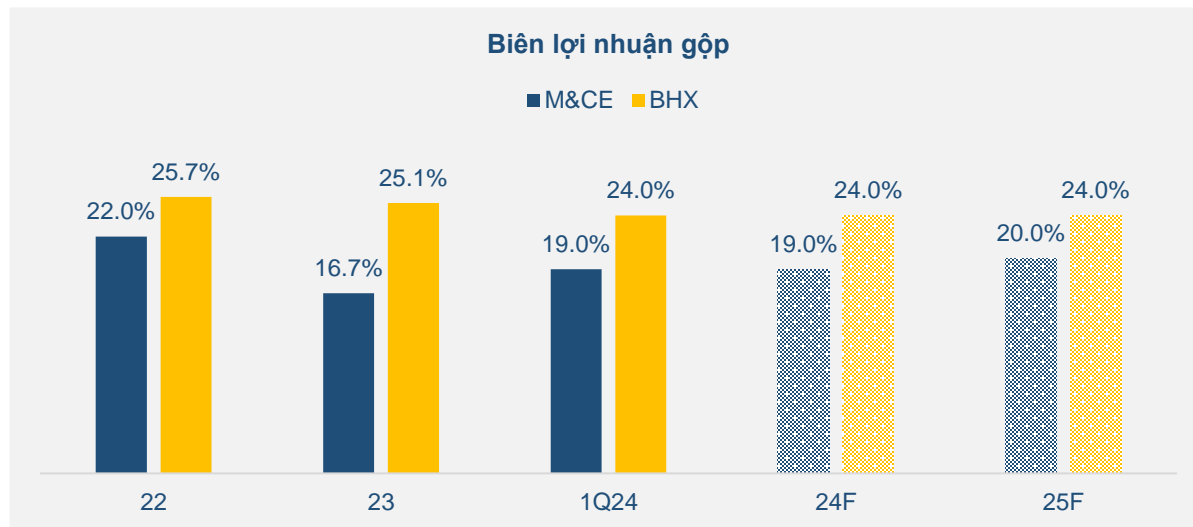
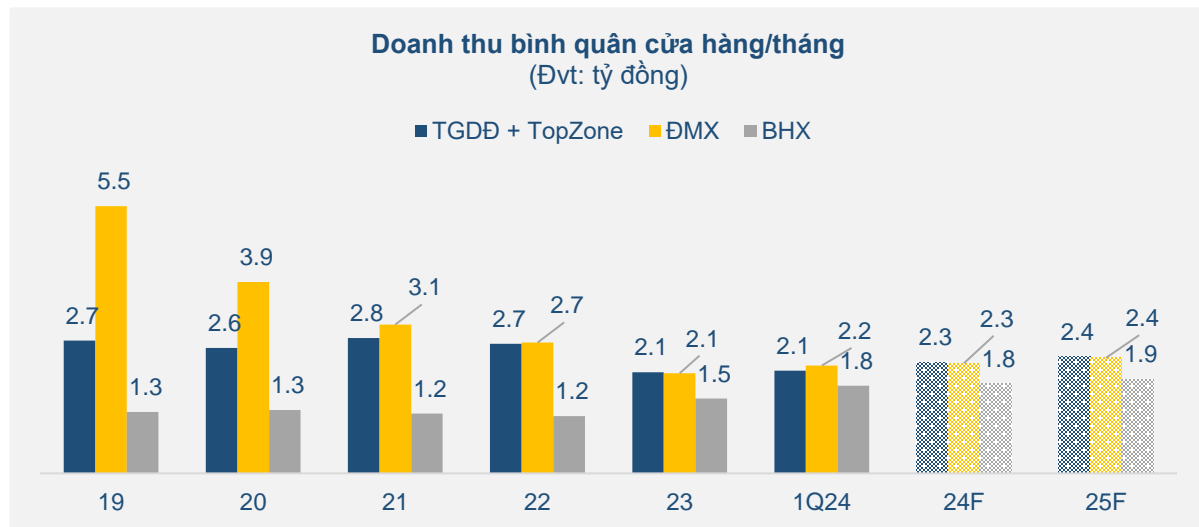
- Doanh thu chuỗi M&CE của công ty không những không giảm mà còn tăng sau khi tinh giản hệ thống trong 2022 – 2023 giúp hiệu quả của mảng này cải thiện mạnh mẽ trong 2024. Điều này cũng cộng hưởng với việc biên gộp cũng cải thiện khi cạnh tranh về giá trong ngành đã dần hạ nhiệt.
- Là một nhà bán lẻ M&CE hàng đầu thị trường với tập khách hàng, sản phẩm đa dạng và sự nhanh nhạy trong việc dự đoán xu hướng tiêu dùng, chúng tôi tin rằng 2025 sẽ tiếp tục là một năm tốt đối với MWG khi nhu cầu cho sản phẩm ICT hồi phục rõ nét hơn.
- BHX dần tìm ra được công thức thành công, hướng tới tạo ra lợi nhuận trong 2H 2024 và 2025.

P/B lịch sử từ 2018



MWG - Điểm sáng về sự vững vàng của mảng M&CE, BHX hướng đến mốc có lợi nhuận

MWG - Target: 75.400 VNĐ/CP | Upside: +21,2%



FRT - Long Châu chứng minh hiệu quả, dẫn dắt tăng trưởng

FRT - Target: 220.000 VNĐ/CP | Upside: +27,2%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	220.000 đồng/cp
Giá thị trường:	172.900 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+27,2%

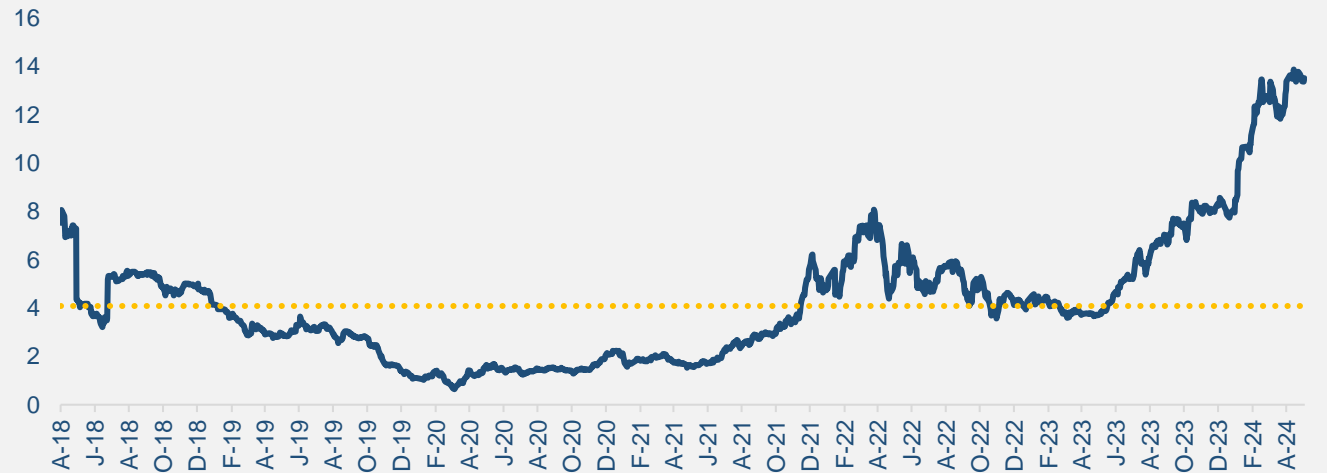
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022	2023	2024F	2025F	4YR CAGR
Doanh thu	30.166	31.850	38.468	47.130	16,0%
% T.Trưởng	34,1%	5,6%	20,8%	22,5%	
Lợi nhuận gộp	4.703	5.162	7.503	9.641	27,0%
% T.Trưởng	49,2%	9,7%	45,4%	28,5%	
Lợi nhuận ròng	390	(346)	220	678	20,2%
% T.Trưởng	-12,0%	-188,5%	-163,5%	208,7%	
EPS (đồng/cp)	2.865	(2.537)	1.612	4.975	
P/E	12,9	N/a	107,2	34,7	

Điểm nhấn đầu tư:

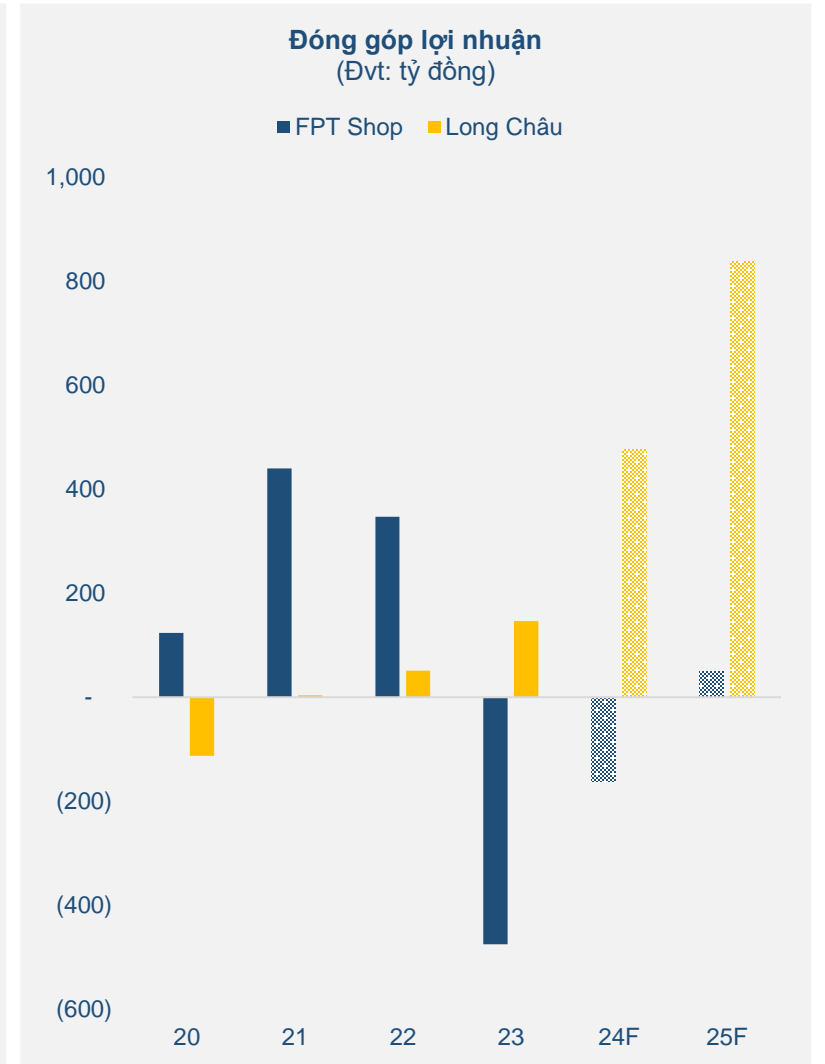
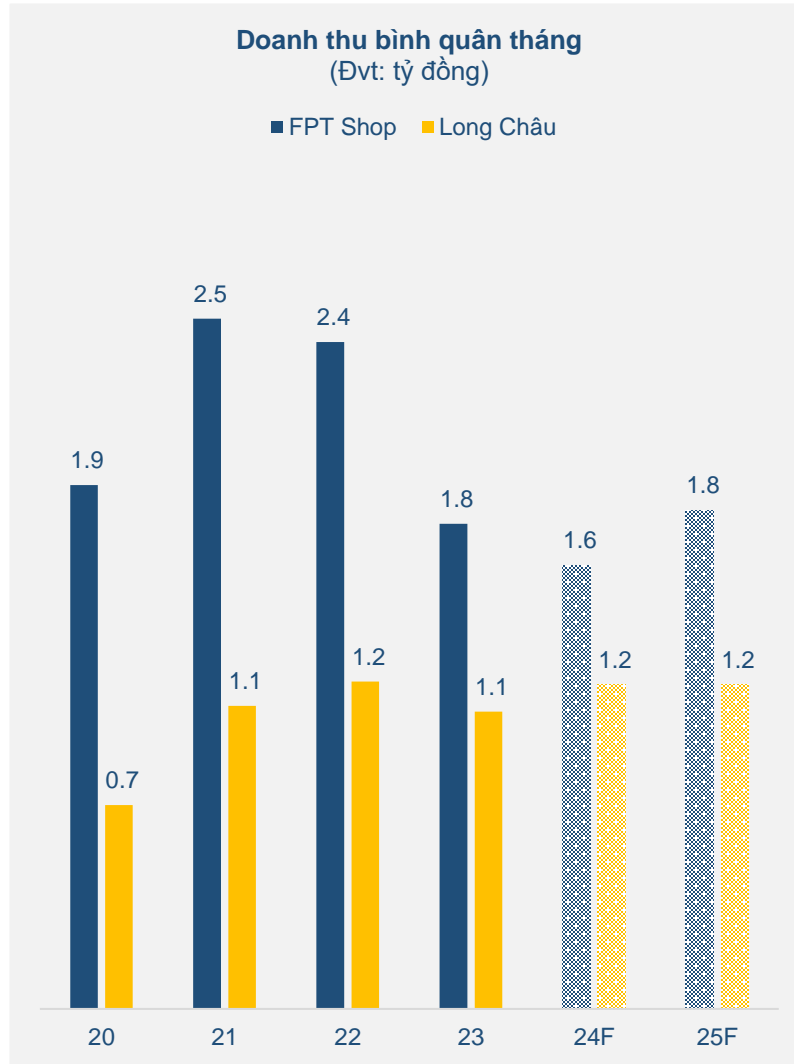
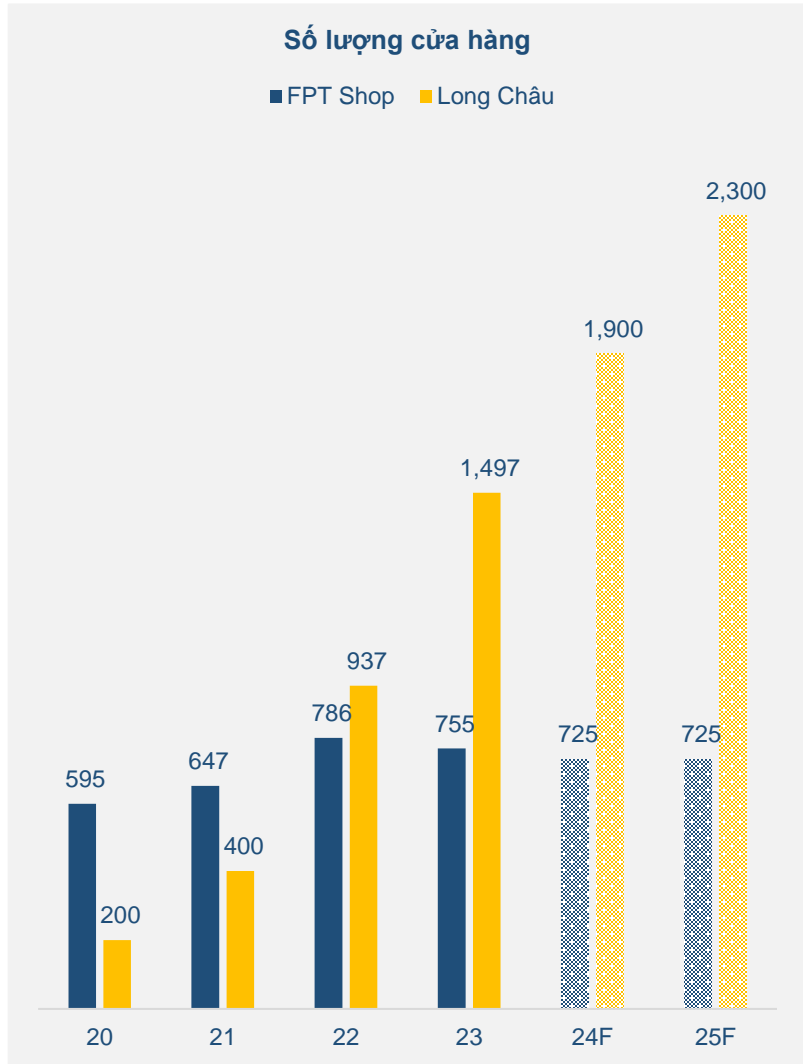
- Cũng giống như MWG, hiệu quả hoạt động mảng M&CE của FRT cũng cải thiện khi cạnh tranh trong ngành hạ nhiệt. Chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng trong 2H 2024 và 2025 sẽ khả quan hơn, qua đó thúc đẩy nhu cầu các sản phẩm ICT, đặc biệt là phân khúc cao cấp (ví dụ sản phẩm iPhone chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu của FRT so với MWG), qua đó giúp mảng này có lãi lại trong 2025.
- Long Châu đã chứng minh được mô hình thành công của mình khi liên tục mở rộng nhưng vẫn duy trì được doanh thu bình quân cửa hàng tốt và biên lợi nhuận ấn tượng. Việc mở rộng chuỗi này trong 2024 và nhiều năm về sau sẽ là động lực tăng trưởng trong ngắn – trung – dài hạn của FRT. Ngoài ra, câu chuyện bán vốn chiến lược của Long Châu cũng sẽ cho thị trường một góc nhìn về định giá mới của doanh nghiệp.

P/B lịch sử từ 2018



FRT - Long Châu chứng minh hiệu quả, dẫn dắt tăng trưởng

FRT - Target: 220.000 VNĐ/CP | Upside: +27,2%



PNJ - Tiếp tục gia tăng thị phần, kỳ vọng hưởng lợi lớn khi tiêu dùng phục hồi

PNJ - Target: 125.800 VNĐ/CP | Upside: +30,2%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	125.800 đồng/cp
Giá thị trường:	96.600 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+30,2%

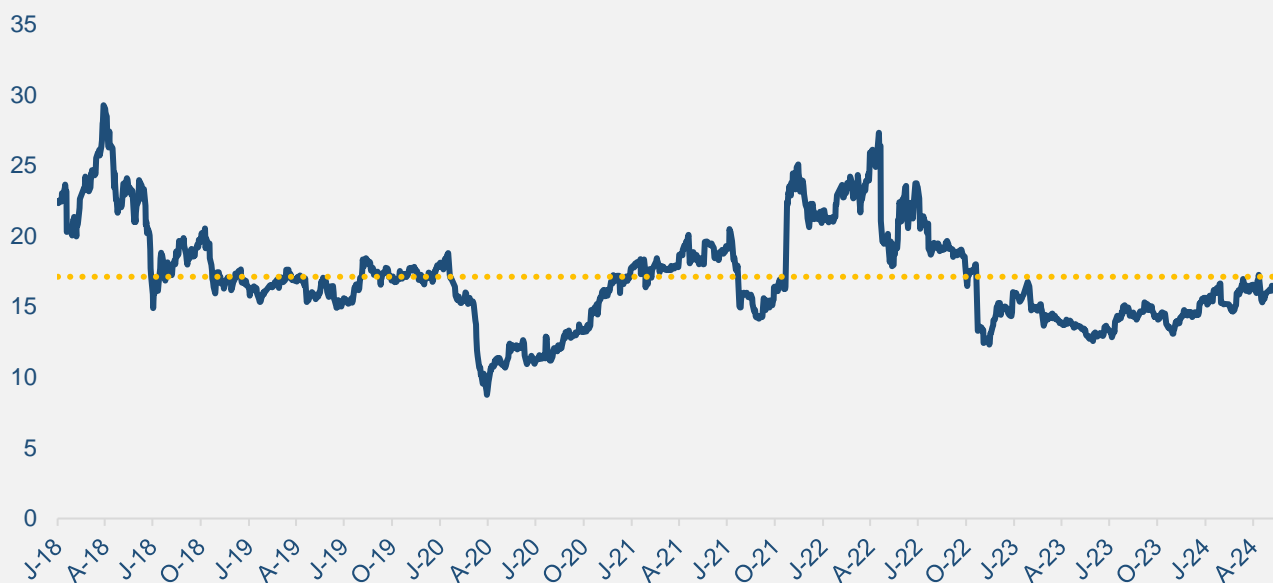
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022	2023	2024F	2025F	4YR CAGR
Doanh thu	33.876	33.137	42.090	43.274	8,5%
% T.Trưởng	73,3%	-2,2%	27,0%	2,8%	
Lợi nhuận gộp	5.927	6.059	7.022	7.934	10,2%
% T.Trưởng	64,7%	2,2%	15,9%	13,0%	
Lợi nhuận ròng	1.802	1.959	2.272	2.620	13,3%
% T.Trưởng	76,6%	8,7%	16,0%	15,3%	
EPS (đồng/cp)	7.075	6.345	6.407	7.337	
P/E	16,3	15,6	15,0	13,1	

Điểm nhấn đầu tư:

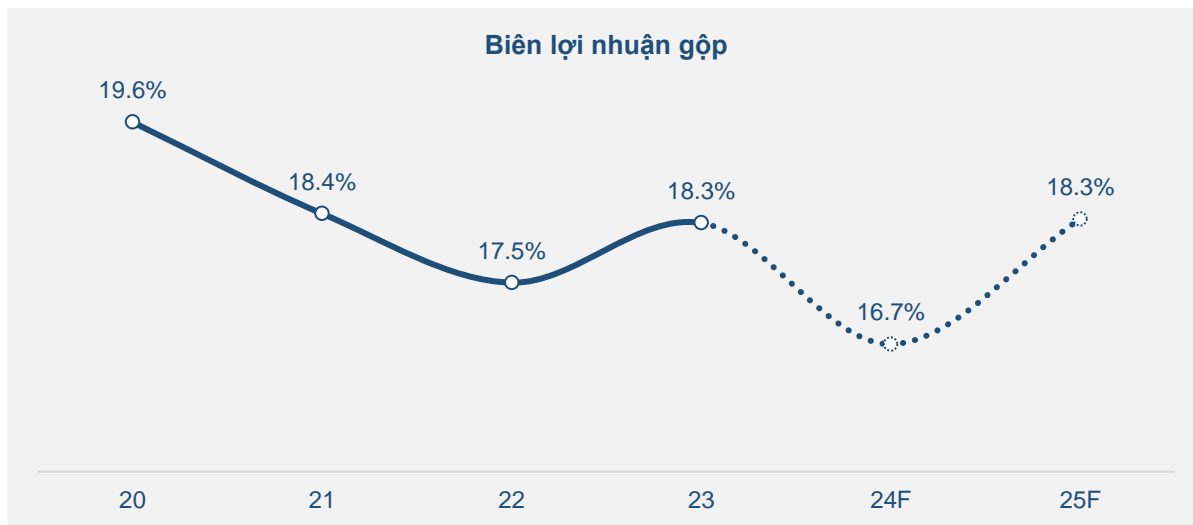
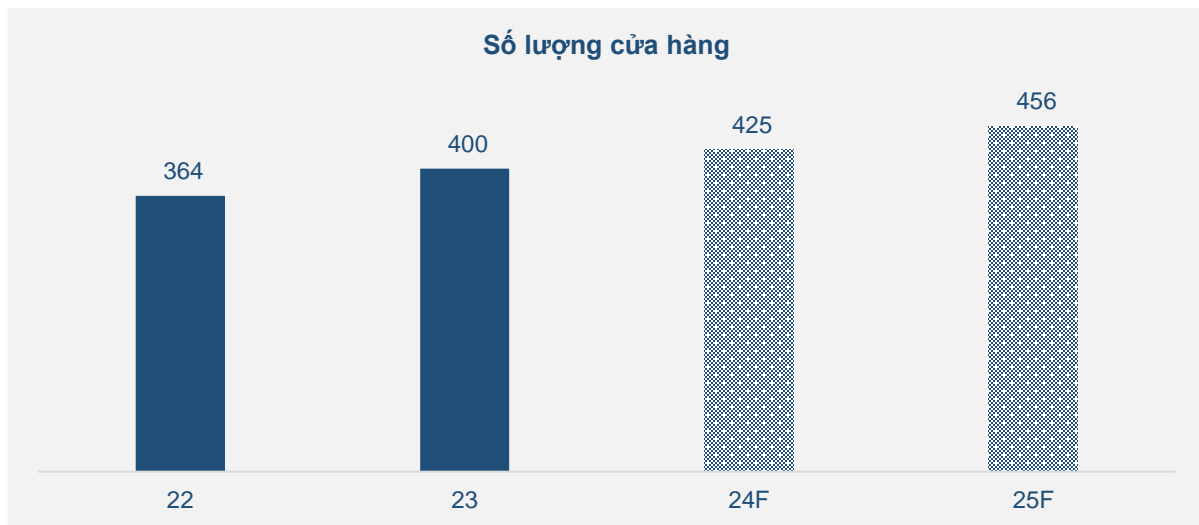
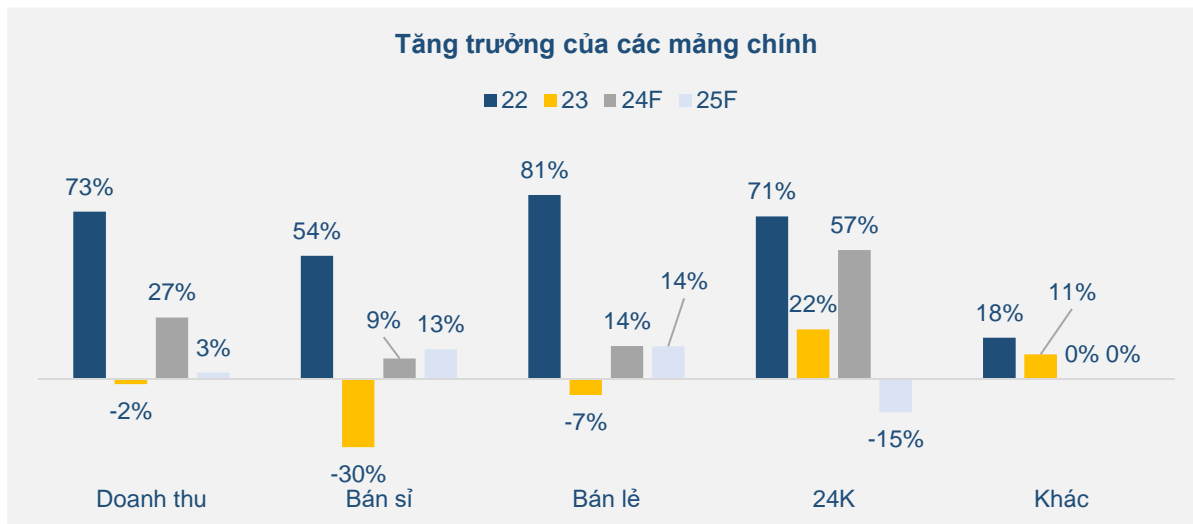
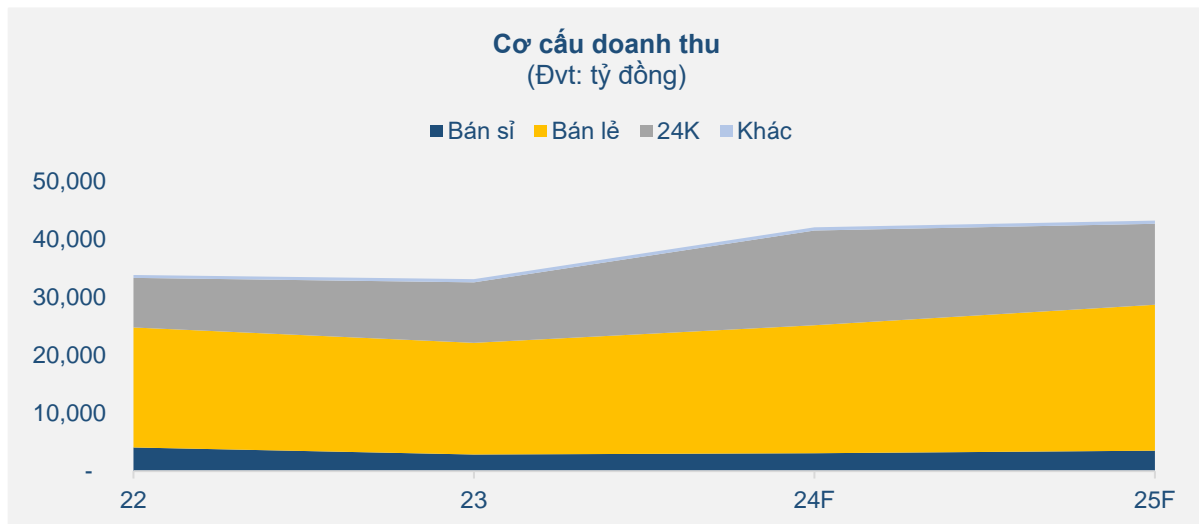
- Doanh nghiệp bán lẻ trang sức hàng đầu Việt Nam với tập khách hàng và sản phẩm đa dạng.
- Hưởng lợi xu hướng tiêu sản hoá của tiêu thụ trang sức tại Việt Nam, bắt nguồn từ tập khách hàng trẻ.
- Trụ vững và thậm chí mở rộng được trong giai đoạn thị trường khó khăn, PNJ sẽ hưởng lợi lớn nếu toàn bộ thị trường hồi phục theo đà kinh tế chung của Việt Nam.
- Nền tảng tài chính vững chắc, quản trị minh bạch.

P/E lịch sử từ 2018



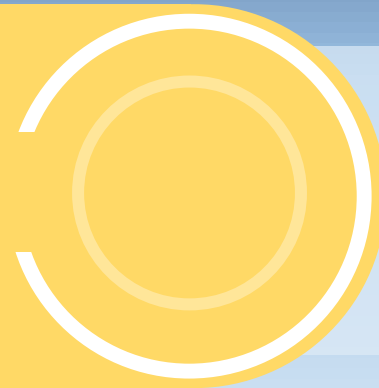
PNJ - Tiếp tục gia tăng thị phần, kỳ vọng hưởng lợi lớn khi tiêu dùng phục hồi

PNJ - Target: 125.800 VNĐ/CP | Upside: +30,2%



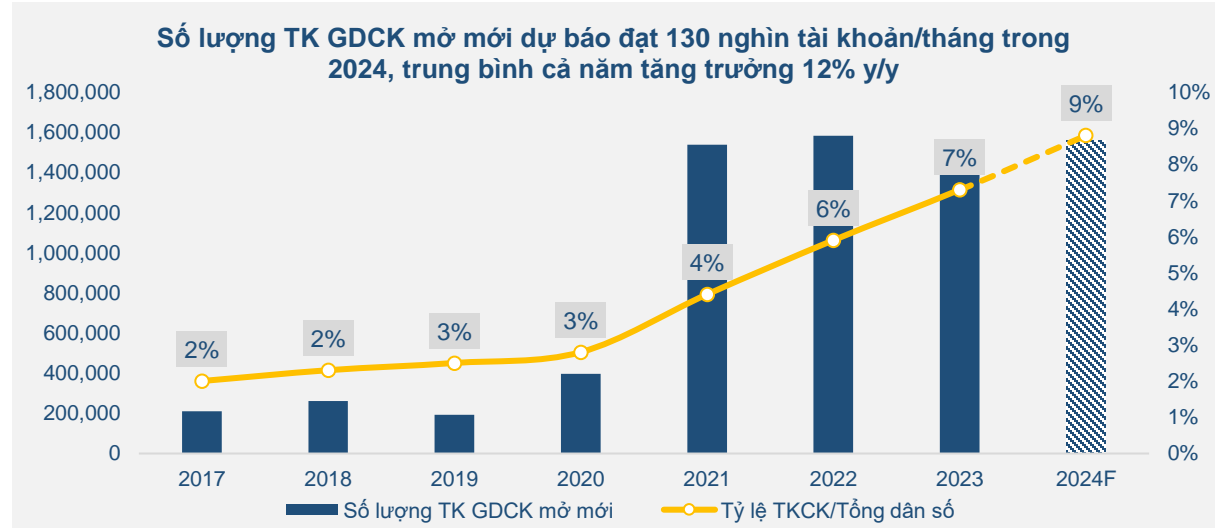
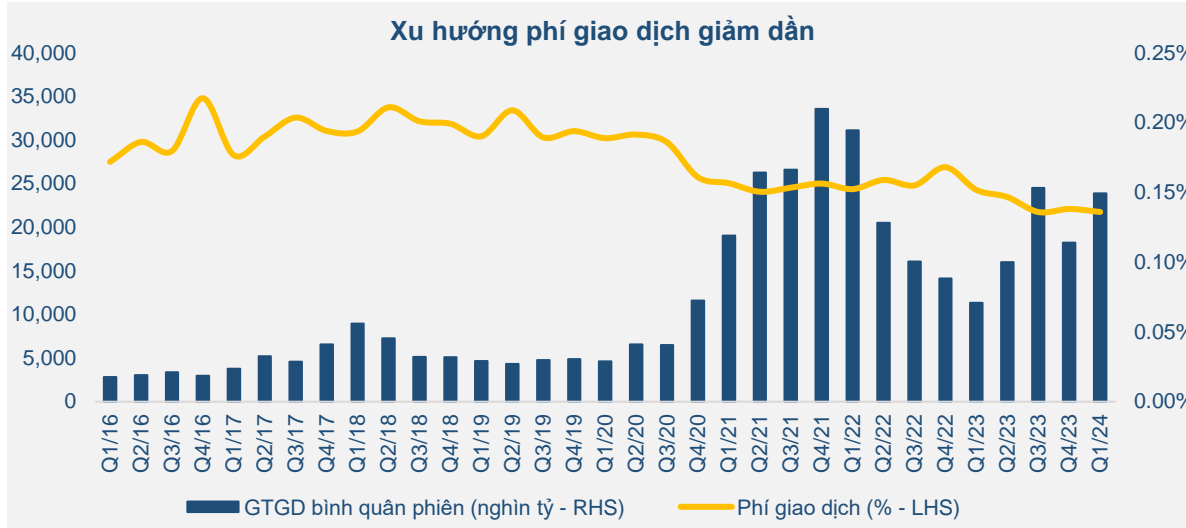
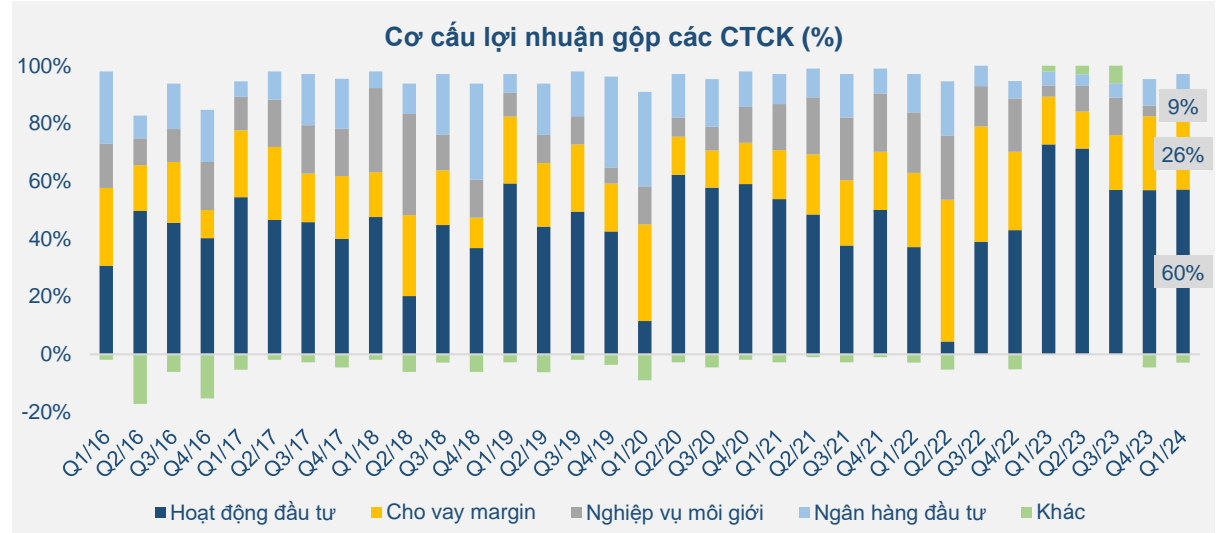
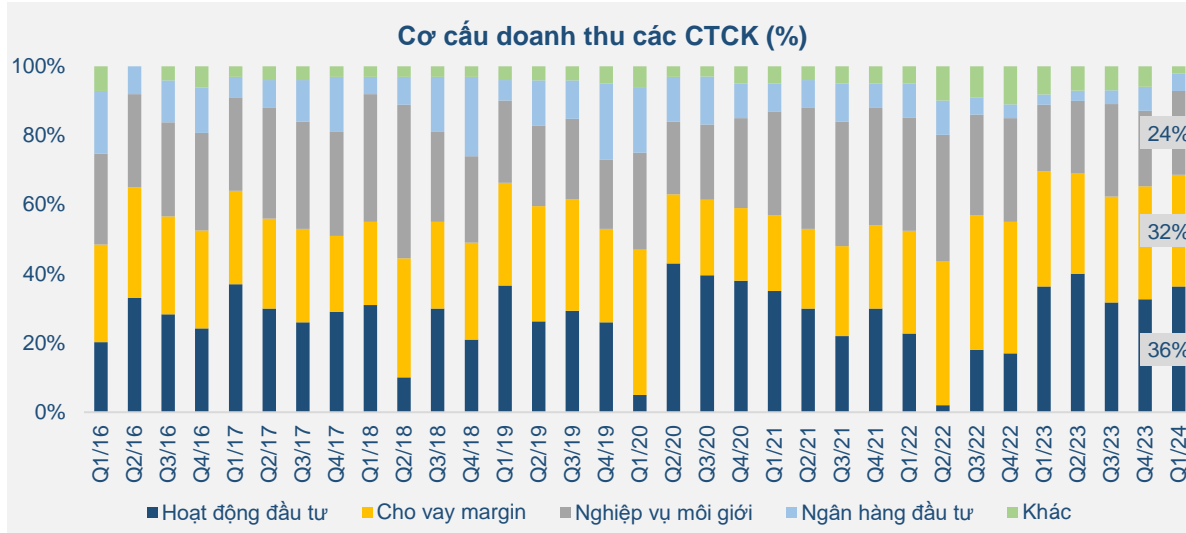
Ngành Chứng khoán

Còn nhiều động lực tăng trưởng



Các mảng hoạt động kinh doanh chính

Ngành Chứng khoán

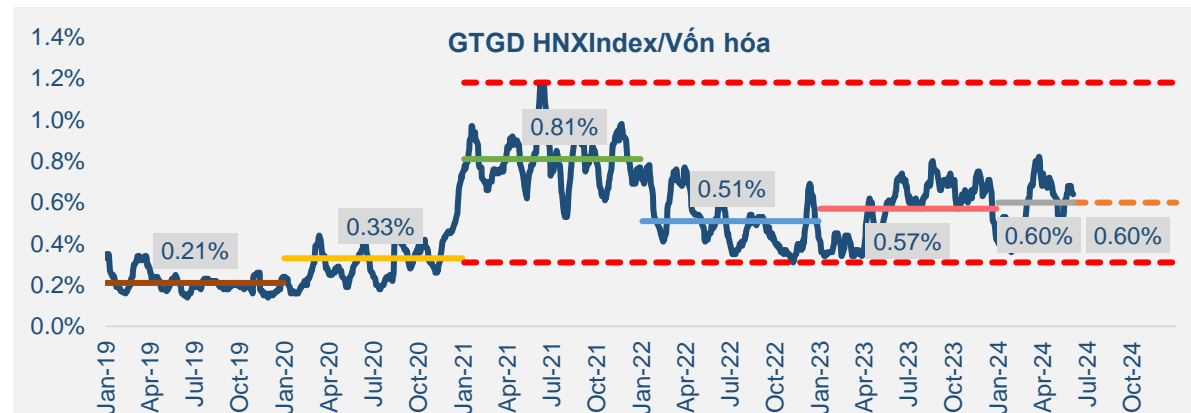
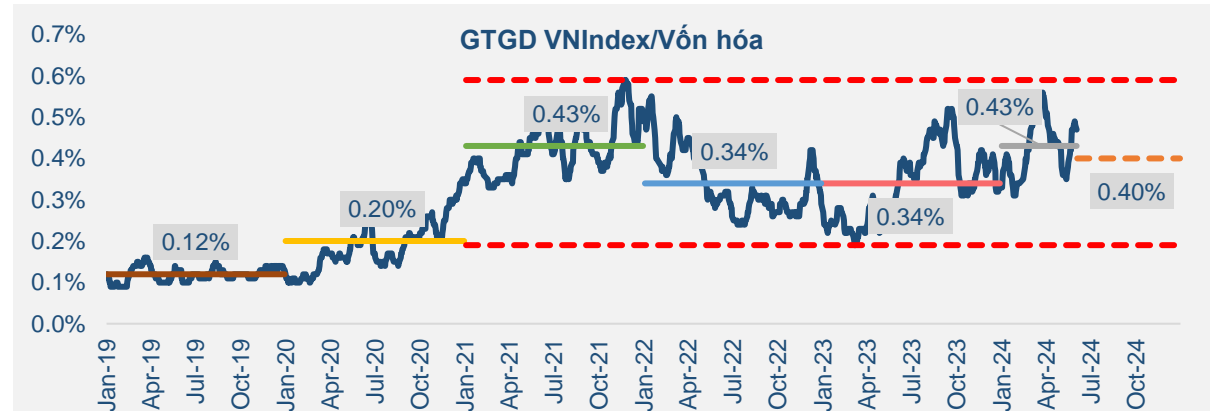
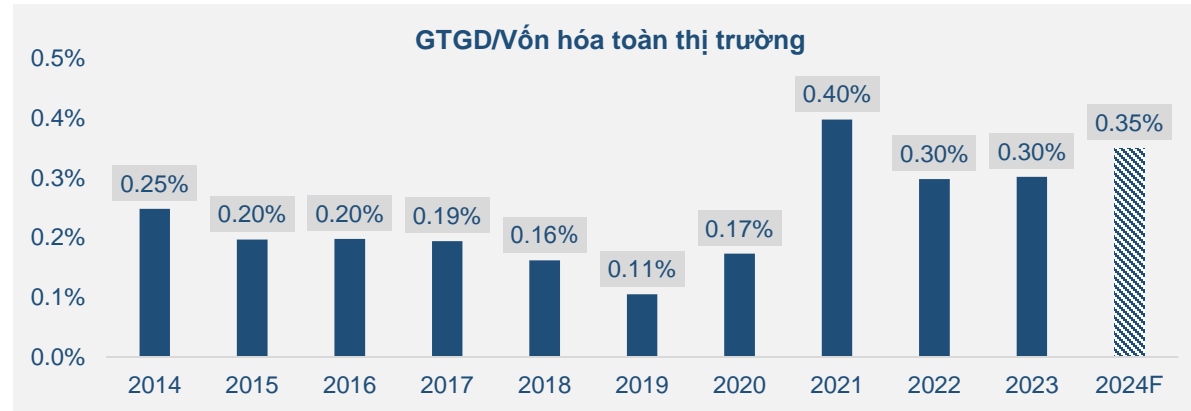


Nguồn: Báo cáo Công ty, BVSC ước tính và tổng hợp

Thanh khoản 2024 dự báo tăng trưởng 40% y/y, hỗ trợ doanh thu mảng môi giới và cho vay margin

Ngành Chứng khoán

- BVSC kỳ vọng thanh khoản trung bình phiên toàn thị trường sẽ tăng trưởng khoảng 40% y/y, đạt mức 24.640 tỷ đồng/phiên trong năm 2024. Các yếu tố thuận lợi chủ yếu: (1) chính sách tiền tệ nới lỏng cùng với mặt bằng lãi suất được giữ ở mức thấp; (2) doanh nghiệp tiếp cận được vốn cùng tăng trưởng tín dụng dần trở lại; (3) lợi nhuận năm 2024 các DN niêm yết trên sàn dự báo tăng trưởng tích cực 19-20% y/y (theo BVS-80); và (4) TTCK Việt Nam được xem xét nâng hạng lên thị trường mới nổi loại 2 FTSE. Giá trị giao dịch/Vốn hóa toàn thị trường năm 2024 dự báo đạt 0,35%.
- Việc thanh khoản dự báo tăng trưởng mạnh mẽ sẽ hỗ trợ doanh thu nghiệp vụ môi giới và cho vay margin của các CTCK, bù đắp cho sự sụt giảm của phí giao dịch theo xu hướng chung của toàn thị trường.

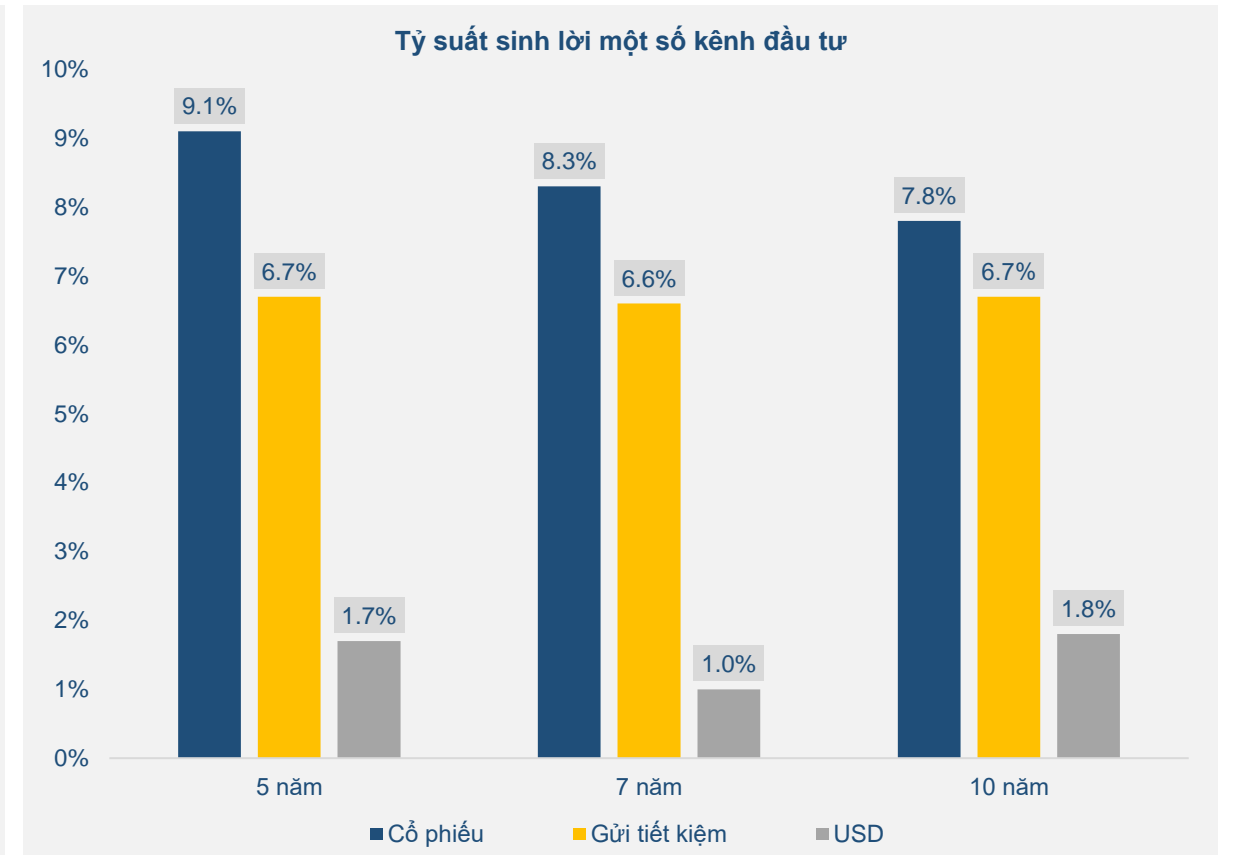
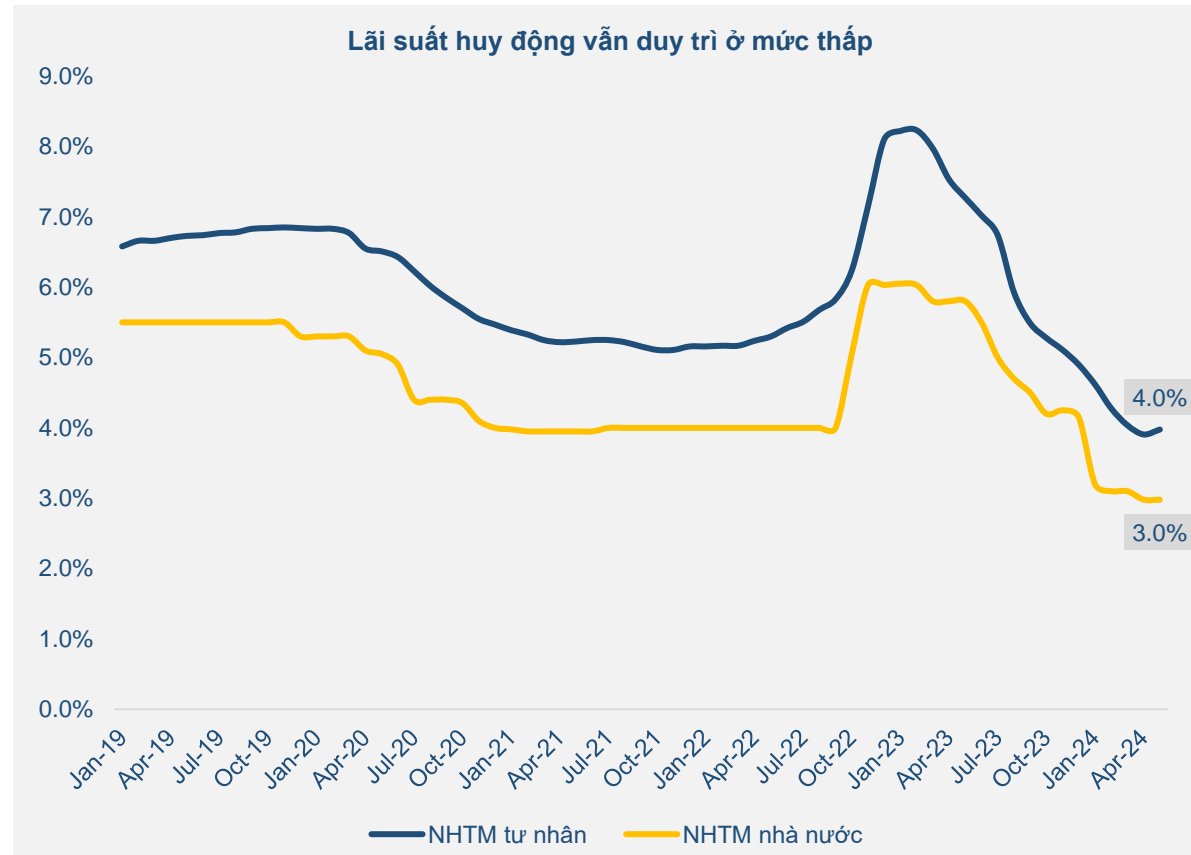


Nguồn: HSX, HNX, BVSC ước tính và tổng hợp

Mặt bằng lãi suất thấp thúc đẩy dòng tiền nhà đầu tư chuyển dịch vào TTCK

Ngành Chứng khoán

- Mặt bằng lãi suất hiện tại tiếp tục duy trì ở mức thấp – từ đó đã thúc đẩy dòng tiền của nhà đầu tư tìm đến các tài sản tài chính có độ rủi ro cao hơn, bao gồm cả TTCK. Số dư tiền gửi của khách hàng tại các CTCK cao kỷ lục, đạt gần 104 nghìn tỷ đồng trong Q1.24 – cho thấy tâm lý sẵn sàng giao dịch của nhà đầu tư, đặc biệt sẽ có dòng tiền vào “bắt đáy” khi có những nhịp điều chỉnh sâu của thị trường.

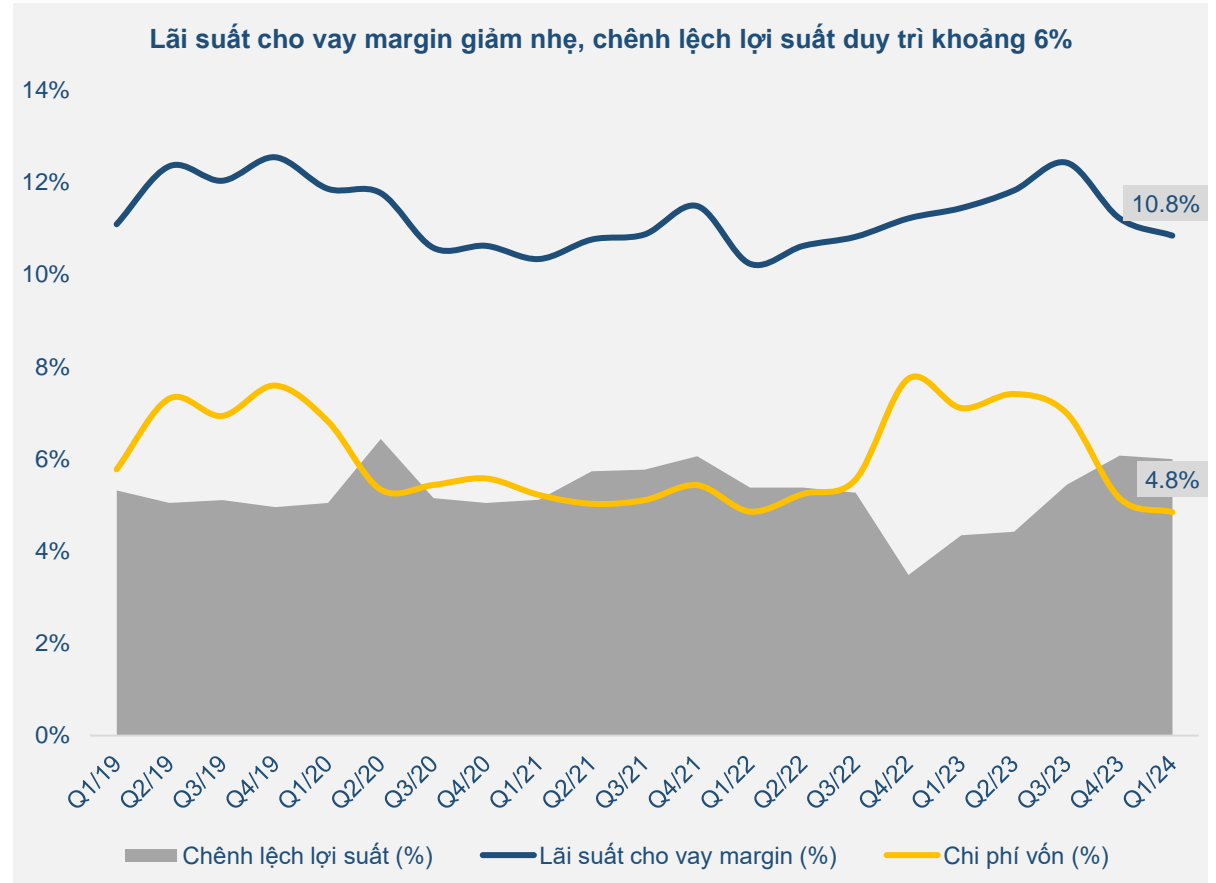
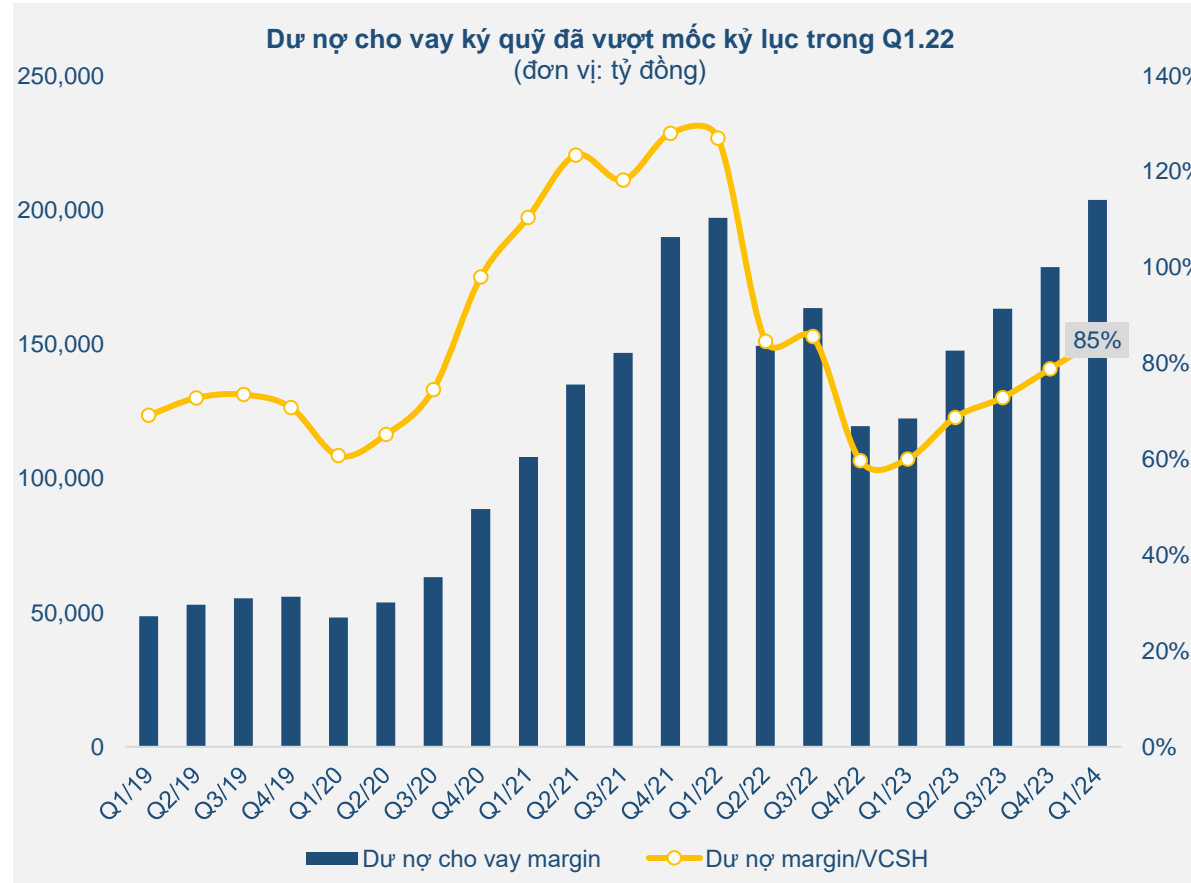


Nguồn: FiinPro, BCTC doanh nghiệp, BVSC ước tính và tổng hợp

Mặt bằng lãi suất thấp thúc đẩy dòng tiền nhà đầu tư chuyển dịch vào TTCK

Ngành Chứng khoán

- Dư nợ cho vay margin/VCSH cũng đang ở mức an toàn 85% (quy định là 200%).
- Lãi suất cho vay margin giảm nhẹ cùng với xu hướng của chi phí vốn, cũng thúc đẩy nhu cầu sử dụng đòn bẩy của nhà đầu tư. Chênh lệch lợi suất duy trì khoảng 6%.

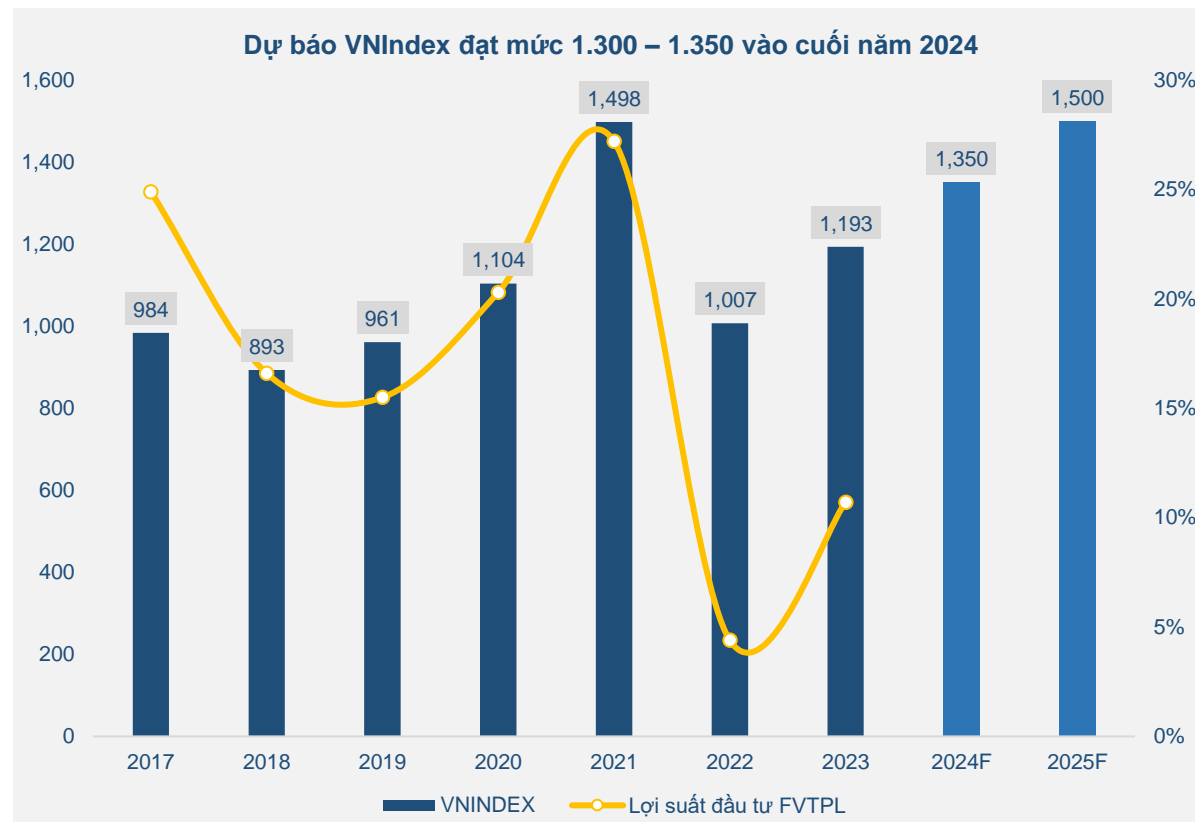
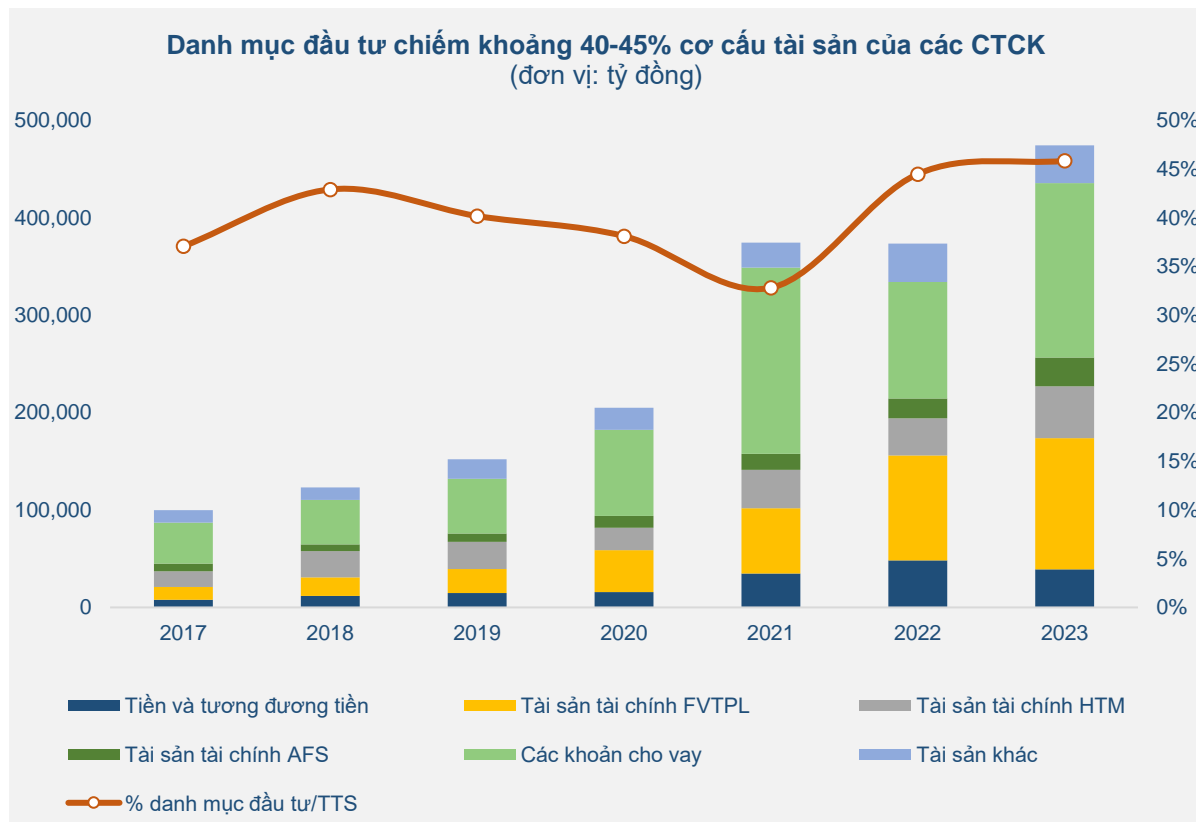


Nguồn: FiinPro, BCTC doanh nghiệp, BVSC ước tính và tổng hợp

Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tăng trưởng nhờ quy mô danh mục mở rộng và VNIndex tăng điểm

Ngành Chứng khoán

- Một số CTCK đầu tư tập trung phần lớn vào trái phiếu và chứng chỉ tiền gửi như SSI, VND, MBS sẽ chịu ảnh hưởng ít hơn từ những biến động của thị trường, mà sẽ tăng trưởng chủ yếu nhờ quy mô danh mục. Trong thời gian vừa qua, các CTCK này đều có những kế hoạch phát hành cổ phiếu tăng vốn, phát hành trái phiếu, hoặc đã ký kết được các hạn mức tín dụng lớn với các ngân hàng, tổ chức tín dụng... Chúng tôi dự báo lợi nhuận hoạt động đầu tư của các CTCK này sẽ tăng trưởng tích cực trong năm 2024, bù đắp cho sự sụt giảm của mặt bằng lãi suất đầu tư so với cùng kỳ 2023.
- Các CTCK phân bổ tỷ trọng lớn cổ phiếu như VCI, SHS, VIX, HCM, VDS, FTS dự kiến cũng ghi nhận lợi nhuận tích cực trong năm 2024 khi điểm số VNIndex dự báo đạt 1.300–1.350 điểm vào cuối năm.



Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BVSC ước tính và tổng hợp

Kế hoạch tăng vốn chuẩn bị cho chu kỳ mới

Ngành Chứng khoán

- Nhiều CTCK đặt kế hoạch tăng vốn trong giai đoạn 2024-25 để đáp ứng nhu cầu giao dịch của nhà đầu tư khi hệ thống mới đi vào hoạt động; và đón đầu xu hướng nâng hạng TTCK Việt Nam.

Công ty	KH LNTT 2024 (tỷ đồng)	Tăng trưởng y/y	KH tăng vốn điều lệ	VĐL sau phát hành (tỷ đồng)	Tăng trưởng
SSI	3.398	19%	- Phát hành 10 triệu cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho người lao động (ESOP) giá 12.000 đồng/cp (đã hoàn thành). - Phát hành quyền mua cổ phần cho cổ đông hiện hữu giá 15.000 đồng/cp (tỷ lệ 10%). - Phát hành cổ phiếu để tăng vốn từ nguồn VCSH (tỷ lệ 20%). - Phát hành 104,0 triệu cổ phiếu riêng lẻ.	20.685	38%
VCI	700	23%	- Phát hành 4,4 triệu cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho người lao động (ESOP) giá 12.000 đồng/cp. - Phát hành cổ phiếu để tăng vốn cổ phần từ nguồn VCSH (tỷ lệ 30%). - Chào bán 143,6 triệu cổ phiếu riêng lẻ.	7.181	64%
HCM	1.450	72%	- Phát hành cổ phiếu trả cổ tức, tỷ lệ 15% (đã hoàn thành). - Phát hành quyền mua cổ phần cho cổ đông hiện hữu giá 10.000 đồng/cp (đã hoàn thành). - Phát hành 16 triệu cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho người lao động (ESOP) giá 10.000 đồng/cp.	7.048	54%
VND	2.525	2%	- Phát hành cổ phiếu trả cổ tức, tỷ lệ 5% (đã hoàn thành). - Phát hành quyền mua 243,6 triệu cổ phần cho cổ đông hiện hữu giá 10.000 đồng/cp (đã hoàn thành). - Phát hành 268,6 triệu cổ phiếu riêng lẻ. - Phát hành 30 triệu cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho người lao động (ESOP) giá 10.000 đồng/cp.	18.209	50%
MBS	930	36%	- Phát hành quyền mua cổ phần cho cổ đông hiện hữu giá 10.000 đồng/cp (tỷ lệ 4:1). - Phát hành 28,7 triệu cổ phiếu riêng lẻ.	5.758	32%
SHS	1.035	151%	- Phát hành cổ phiếu trả cổ tức (tỷ lệ 5%). - Phát hành cổ phiếu để tăng vốn cổ phần từ nguồn VCSH (tỷ lệ 5%). - Phát hành quyền mua cổ phần cho cổ đông hiện hữu giá 10.000 đồng/cp (tỷ lệ 1:1). - Phát hành 5 triệu cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho người lao động (ESOP) giá 10.000 đồng/cp.	17.126	111%
VIX	1.320	10%	- Phát hành cổ phiếu trả cổ tức (tỷ lệ 10%). - Phát hành cổ phiếu để tăng vốn cổ phần từ nguồn VCSH (tỷ lệ 10%). - Phát hành quyền mua cổ phần cho cổ đông hiện hữu giá 10.000 đồng/cp (tỷ lệ 100:95). - Phát hành 20 triệu cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho người lao động (ESOP) giá 10.000 đồng/cp.	14.593	118%
VDS	360	-13%	- Phát hành cổ phiếu để trả cổ tức (tỷ lệ 11,5%). - Phát hành 8,9 triệu cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho người lao động (ESOP) giá 10.000 đồng/cp. - Phát hành tối đa 81 triệu cổ phiếu riêng lẻ.	3.240	54%

Nguồn: BC doanh nghiệp, BVSC ước tính và tổng hợp

Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ trong 2024-2025

Ngành Chứng khoán

Đvt: tỷ đồng	Doanh thu thuần (DTT)			Lợi nhuận sau thuế (LNST)			Tăng trưởng DTT		Tăng trưởng LNST	
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
MCK										
SSI	6.476	8.140	9.941	2.293	2.967	3.683	26%	22%	29%	24%
VCI	1.936	2.803	3.177	492	875	1.030	45%	13%	78%	18%
HCM	2.254	3.303	4.463	674	1.249	1.794	47%	35%	85%	44%
VIX	1.323	1.568	1.965	966	1.130	1.418	18%	25%	17%	26%

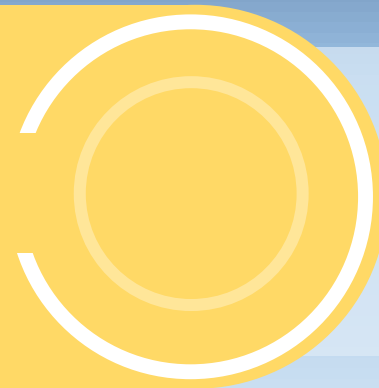
Diễn biến thị trường cùng với định giá vẫn còn hấp dẫn tạo động lực cho cổ phiếu ngành Chứng khoán

Ngành Chứng khoán



Ngành Điện

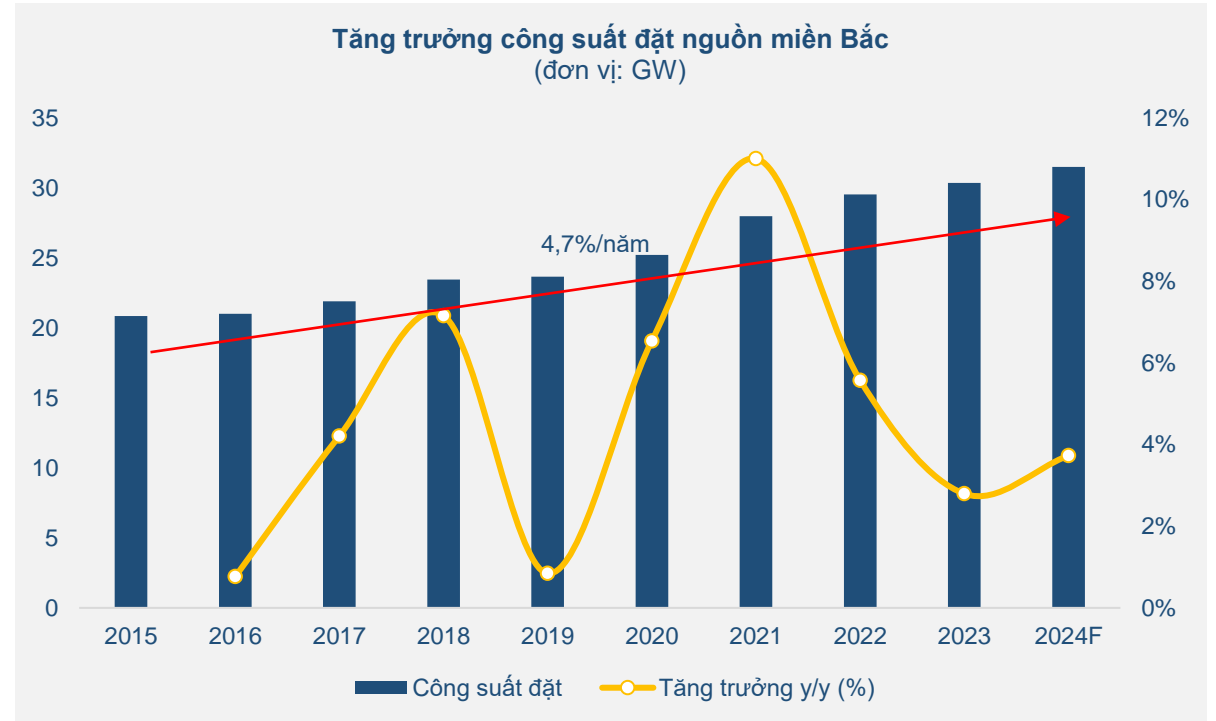
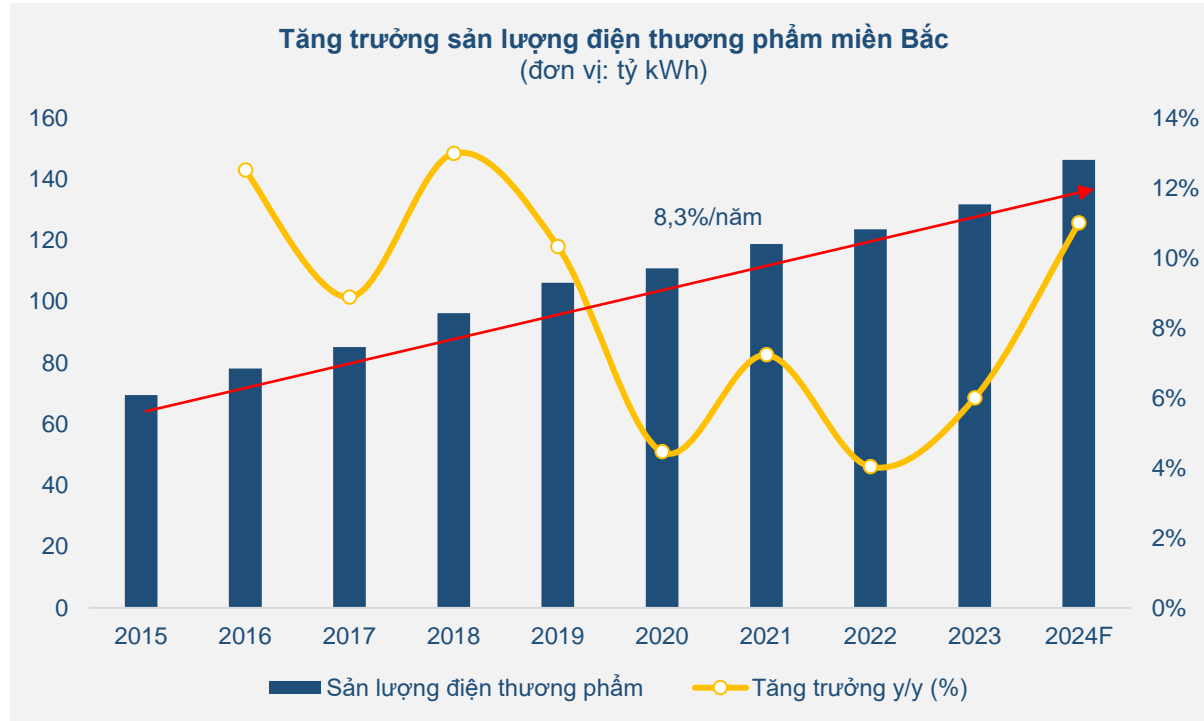
Triển vọng 2024



Miền Bắc tiềm ẩn rủi ro thiếu điện

Ngành Điện 2024

- Tổng công suất đặt nguồn NLTT (bao gồm điện gió, điện mặt trời và sinh khối) hiện tại chiếm 27% tổng công suất đặt nguồn cả nước. Mặc dù vậy, tổng sản lượng từ các nguồn NLTT này chỉ đóng góp 14% vào tổng sản lượng điện cả nước. Đồng thời, phần lớn các nguồn điện NLTT tập trung ở miền Trung và miền Nam, chưa phù hợp với phân bố và phát triển phụ tải, gây mất cân bằng cung – cầu điện trong từng miền.
- Tăng trưởng nguồn điện ở miền Bắc chỉ đạt mức trung bình 4,7%/năm, thấp hơn rất nhiều so với mức tăng 8,3%/năm của nhu cầu tiêu thụ điện. Điều này là một phần lý do khiến miền Bắc gặp rủi ro thiếu điện trong giai đoạn từ nay đến năm 2025.
- Dự phóng nhu cầu tiêu thụ điện năm 2024 tăng 11% y/y, đạt mức 311 tỷ kWh, trong đó miền Bắc tiêu thụ 146 tỷ kWh. Đặc biệt trong mùa khô (tháng 5 đến tháng 7), nhu cầu phụ tải ở miền Bắc dự kiến tăng 17% y/y.



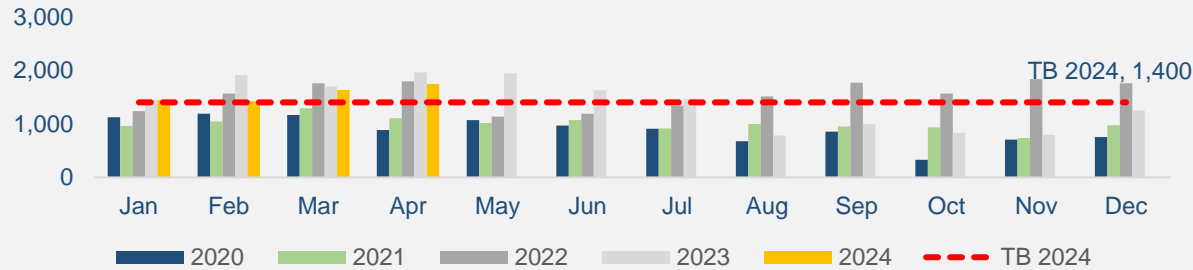
Nguồn: EVN, BVSC ước tính và tổng hợp

Giá thanh toán thị trường toàn phần duy trì ở mặt bằng cao

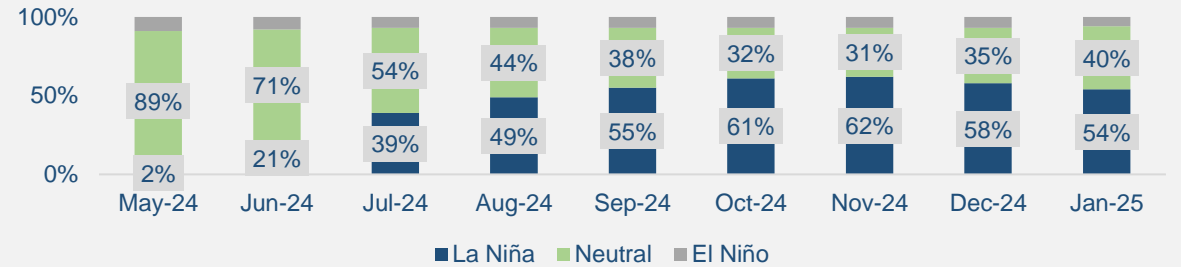
Ngành Điện 2024

- Hình thái thủy văn duy trì ở trạng thái El Niño và trung tính đến giữa năm 2024. Như vậy, sản lượng điện huy động từ nguồn thủy điện suy giảm, giúp: (1) sản lượng đóng góp từ các nhà máy nhiệt điện nhiều hơn; và (2) giá điện trên thị trường cạnh tranh duy trì ở mặt bằng cao.
- Chúng tôi dự báo giá CGM năm 2024 đạt mức 1.400 đồng/kWh - đi ngang trong so với năm 2023, tuy nhiên cao hơn 18% so với trung bình giai đoạn 2018 – 2023.
- Các nhà máy nhiệt điện than, đặc biệt là miền Bắc, sẽ được hưởng lợi trong ngắn hạn về tăng trưởng KQKD, khi (1) sản lượng từ nguồn thủy điện sụt giảm; (2) công suất lắp đặt mới đi vào hoạt động còn hạn chế; (3) nhu cầu phụ tải tăng cao, đặc biệt trong mùa nắng nóng cùng với tình trạng thiếu điện tại miền Bắc; và (4) giá điện CGM duy trì ở mặt bằng cao.
- Kể từ nửa sau năm 2024 và trong năm 2025, chúng tôi đánh giá nhóm thủy điện sẽ tích cực khi La Nina quay trở lại.

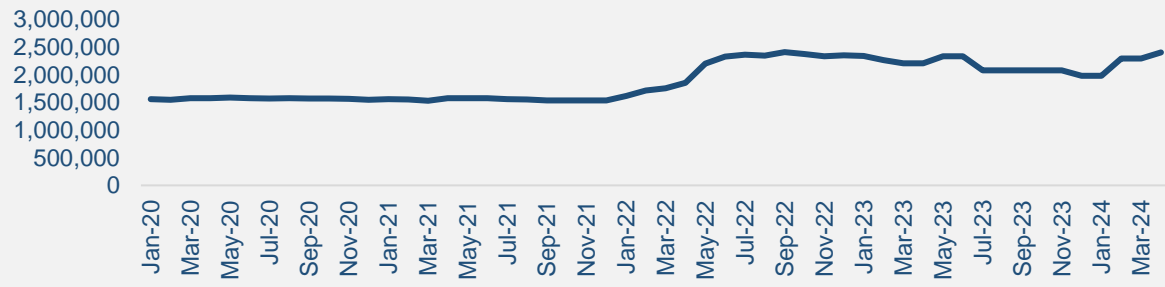
Giá thanh toán thị trường toàn phần (FMP)
(đơn vị: đồng/kWh)



Xác suất tình hình thủy văn
(cập nhật tháng 5/2024)



Giá than TKV
(đơn vị: đồng/tấn)



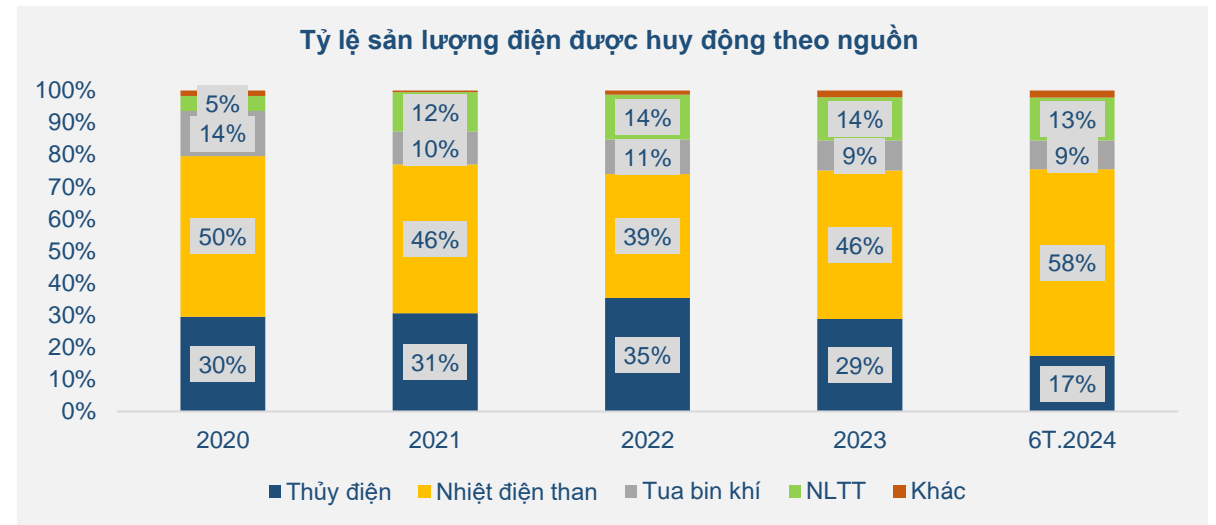
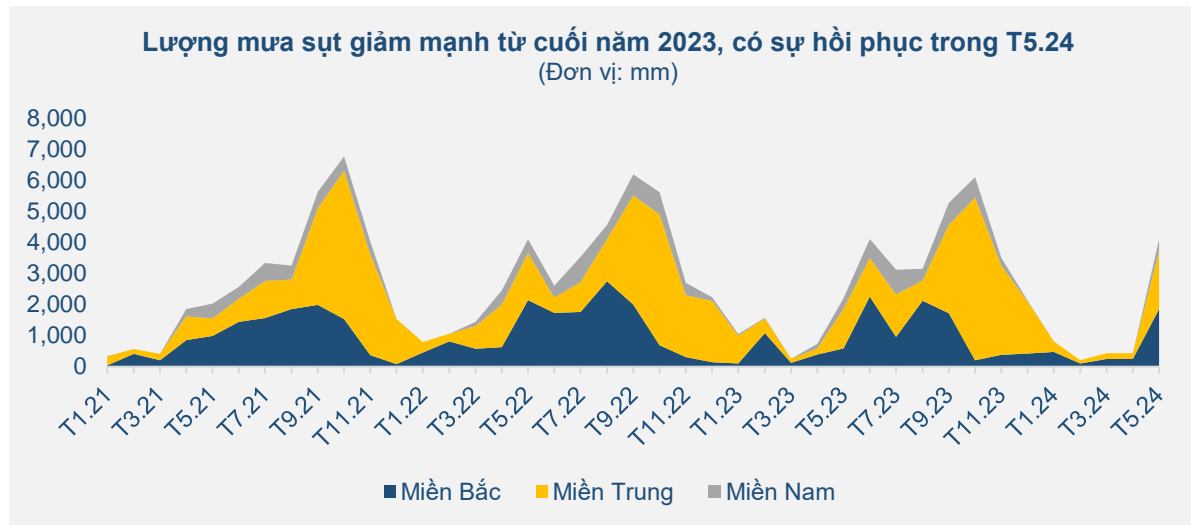
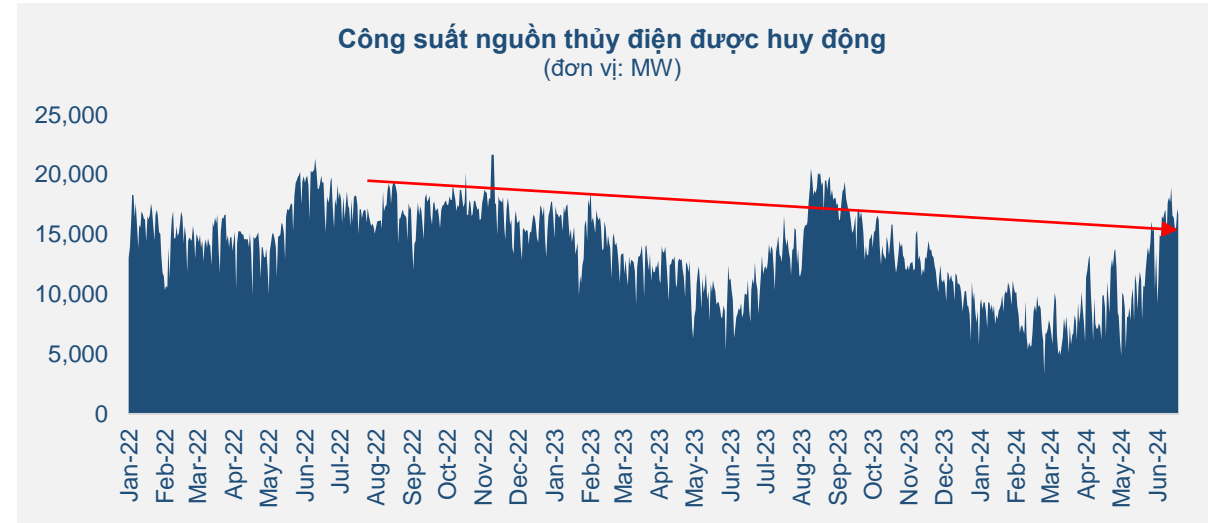
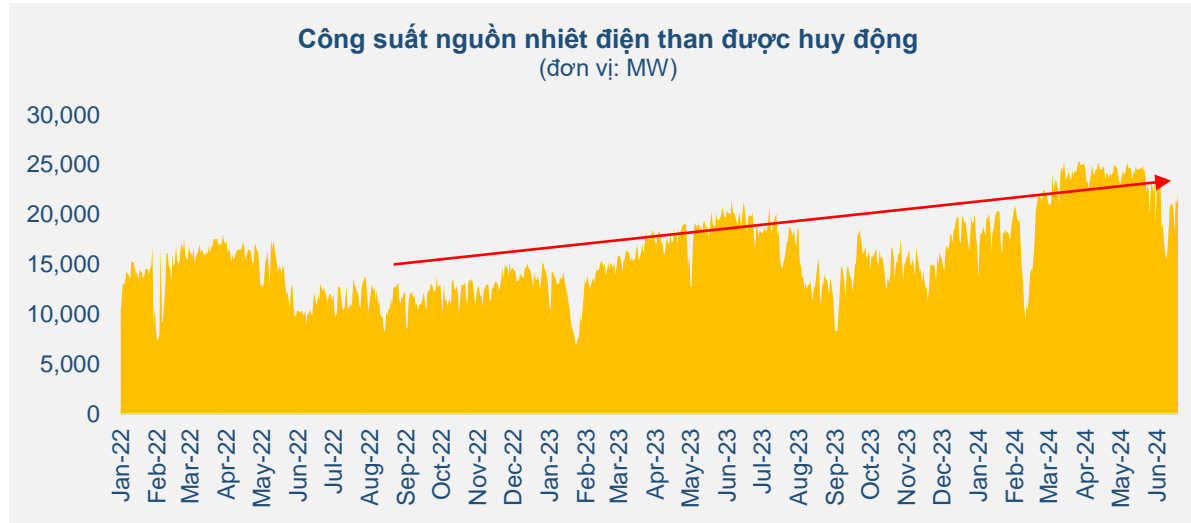
Giá khí đầu vào
(đơn vị: USD/mmBTU)



Nguồn: Genco3, IRI, TKV, BVSC tổng hợp

Nhiệt điện than được huy động tối đa, hưởng lợi trong ngắn hạn, thủy điện sẽ tích cực hơn từ T6.24

Ngành Điện 2024



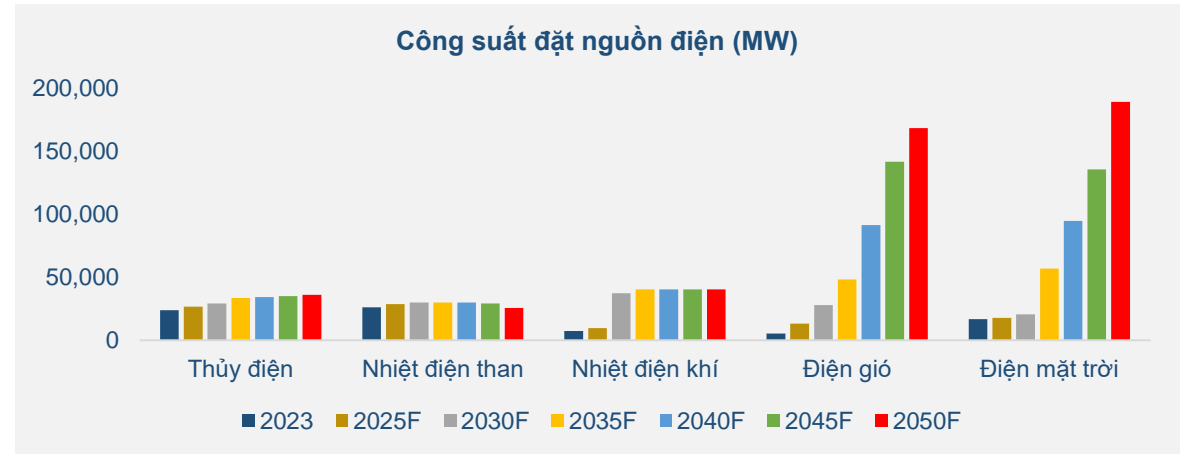
Nguồn: A0, EVN, IMHEN, BVSC tổng hợp

Dàn hoàn thiện các cơ chế chính sách

Ngành Điện 2024

- Ngày 01/11/2023, Bộ Công thương đã ban hành Thông tư số 19/2023/TT-BCT Quy định phương pháp xây dựng khung giá phát điện áp dụng cho nhà máy điện mặt trời, điện gió. Tuy nhiên đến nay vẫn chưa có khung giá trần chính thức cho các dự án NLTT mới. Điều này gây khó khăn cho các nhà phát triển, khi không có căn cứ để có thể đánh giá hiệu quả dự án, dẫn đến chậm tiến độ đầu tư.
- Trong tương lai, chúng tôi cho rằng hiệu quả phát triển một dự án NLTT sẽ phụ thuộc rất lớn vào năng lực phát triển của chủ đầu tư:
 - ✓ Suất đầu tư hợp lý.
 - ✓ Khả năng huy động nguồn vốn lãi suất thấp.
 - ✓ Khả năng vận hành dự án một cách hiệu quả.
- DPPA sẽ là “cú hích” cho các nhà máy NLTT trong dài hạn.
- Ngày 27/5/2024, Bộ Công thương ban hành Quyết định 1260/QĐ-BCT về Phê duyệt khung giá phát điện cho nhà máy nhiệt điện khí sử dụng LNG. Theo đó, mức giá trần cho loại hình nhà máy này là 2.590,85 đồng/kWh. Căn cứ vào khung giá phát điện này, EVN và đơn vị phát điện sẽ đàm phán giá mua bán điện PPA không vượt quá mức giá trần này. Chúng tôi cho rằng đây là một bước tiến quan trọng, giúp tháo gỡ khó khăn cho các dự án nhiệt điện khí sử dụng LNG.

Loại hình NMD (đồng/kWh)	Khung giá mới (ước tính của BVSC)	Đơn giá chính thức tối đa cho các dự án chuyển tiếp	Giá FIT (quy đổi ra VNĐ)
NMĐMT mặt đất	1.100 – 1.300	1.185	1.674
NMĐMT nổi	1.400 – 1.600	1.508	1.815
NMĐG trong đất liền	1.300 – 1.700	1.587	2.006
NMĐG trên biển	1.700 – 2.000	1.816	2.313



Nguồn: Bộ Công thương, BVSC ước tính và tổng hợp

Ban hành Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII

Ngành Điện 2024

- Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII đã được ban hành vào đầu Tháng 4/24. Ở các giải pháp để thực hiện Quy hoạch, Quyết định cũng nêu ra danh mục các đề án/dự án ưu tiên về hoàn thiện chính sách pháp luật và tăng cường năng lực của ngành điện; cũng như là danh mục các nguồn điện và lưới điện truyền tải được ưu tiên phát triển trong giai đoạn từ nay đến 2030.
- Việc Kế hoạch cụ thể thực hiện Quy hoạch điện VIII đã được phê duyệt, sẽ (1) bước đầu tạo ra tâm lý tích cực cho ngành điện nói chung; (2) kế hoạch đã ban hành danh mục các dự án ưu tiên phát triển, để các cấp quản lý Nhà nước và nhà đầu tư có cơ sở triển khai thủ tục chuẩn bị đầu tư xây dựng cho giai đoạn tiếp theo; và (3) các dự án lưới điện truyền tải có vai trò trục xương sống của hệ thống điện Quốc gia sẽ có cơ sở triển khai, nhằm đảm bảo an ninh năng lượng cho cả nước.

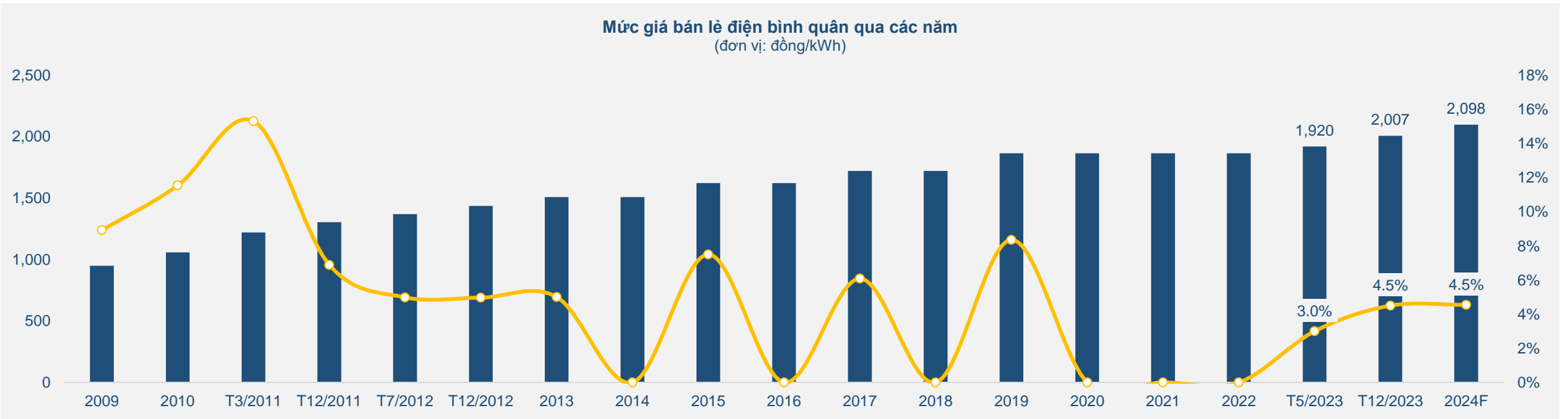
Doanh nghiệp	Dự án	Công suất (MW)	Thời gian triển khai
REE	NMĐG V1-3 giai đoạn 2	48	2026-2030
	NMTĐ Trà Khúc 2	30	2025
	NMTĐ Thác Bà 2	19	2025
HDG	NMĐG 7A mở rộng	21	2023-2025
	NMĐG Phước Hữu	50	2023-2025
	NMĐG Bình Gia	80	2026-2030
	NMTĐ Sơn Nham & Sơn Linh	26	2026-2030
PC1	NMTĐ Bảo Lạc A	30	2026-2030
	NMTĐ Thượng Hà	13	2026-2030
POW	NMĐ khí NT3; NT4	1.624	2024-2025

Nguồn: Bộ Công thương, BVSC tổng hợp

Tăng giá bán lẻ điện bình quân

Ngành Điện 2024

- Trong năm 2023, EVN đã hai lần điều chỉnh giá điện và thực hiện trong thẩm quyền, với mức tăng 3% và 4,5%, giá điện đã tăng thêm hơn 142,35 đồng/kWh.
- Với việc điều chỉnh mức giá bán lẻ điện bình quân mới, từ nay đến cuối năm EVN dự kiến sẽ thu thêm khoảng 3.200 tỷ đồng, giúp giảm bớt phần nào khó khăn tài chính và sức ép về kết quả kinh doanh lỗ trong năm 2023. Tuy nhiên, giá thành sản xuất điện trong năm 2023 trung bình đạt mức 2.098 đồng/kWh. Như vậy, kể cả sau lần tăng giá bán lẻ điện này, EVN vẫn đang kinh doanh dưới giá vốn khoảng 92 đồng/kWh. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng sẽ còn một đợt tăng giá bán lẻ điện tiếp theo trong năm 2024.
- Việc tăng giá bán lẻ điện sẽ giúp EVN cân đối được dòng tiền để chi trả cho các đơn vị phát điện, huy động vốn, cân đối vốn, đồng thời chính EVN sẽ có thêm nguồn lực để có thể đầu tư các dự án lưới điện, nguồn điện trong thời gian tới – nhằm đảm bảo khả năng cung ứng điện trong dài hạn. Tác động đến các công ty sản xuất điện đa phần sẽ là gián tiếp (các công ty sẽ thu được dòng tiền về để phục vụ sản xuất kinh doanh – khi hiện các công ty đang phải treo các khoản phải thu rất lớn từ EVN khi EVN chưa cân đối được dòng tiền). Ngoài ra, một vài doanh nghiệp có thể hưởng lợi trực tiếp vì sẽ ghi nhận thu nhập bất thường từ bồi thường chênh lệch tỷ giá từ các năm trong quá khứ như NT2, POW, QTP, HND...



Nguồn: EVN, BVSC ước tính và tổng hợp

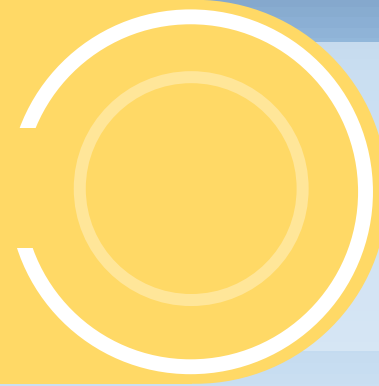
Khuyến nghị đầu tư

Ngành Điện 2024

MCK	P/E forward 2025	P/E trung bình 2 năm	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Tiềm năng tăng giá	Khuyến nghị	Điểm nhấn
QTP	9,9x	9,1x	21.300	+26,8%	OUTPERFORM	- KQKD 2024 tăng trưởng, tỷ suất cổ tức hấp dẫn 9–15%.
HND	12,5x	14,2x	19.500	+30,9%	OUTPERFORM	- KQKD 2024 tăng trưởng, tỷ suất cổ tức hấp dẫn 7–10%.
PC1	11,0x	31,6x	35.000	+18,0%	OUTPERFORM	- Vị thế đầu ngành Xây lắp điện Việt Nam. - Các dự án đầu tư dần đi vào hoạt động hỗ trợ tăng trưởng KQKD trong các năm tiếp theo.
HDG	8,6x	9,9x	37.050	+26,3%	OUTPERFORM	- Kế hoạch mở rộng danh mục điện thêm hơn 850MW từ nay đến 2030, trong đó 4 dự án (177MW) đã được đưa vào danh sách ưu tiên đầu tư trong Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII. - Dự thảo thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại đối với đất khác sẽ là điểm hỗ trợ tích cực cho 2 dự án Green Lane và Linh Trung.
REE	10,1x	10,5x	76.300	+16,1%	OUTPERFORM	- La Nina trở lại giúp danh mục thủy điện được hưởng lợi. - Vị thế tài chính vững chắc, an toàn, hỗ trợ mở rộng trong tương lai.

PC1

OUTPERFORM | Target: 35.000 VNĐ/CP | Upside: +18,0%



PC1 - Các trụ cột chiến lược hỗ trợ tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn

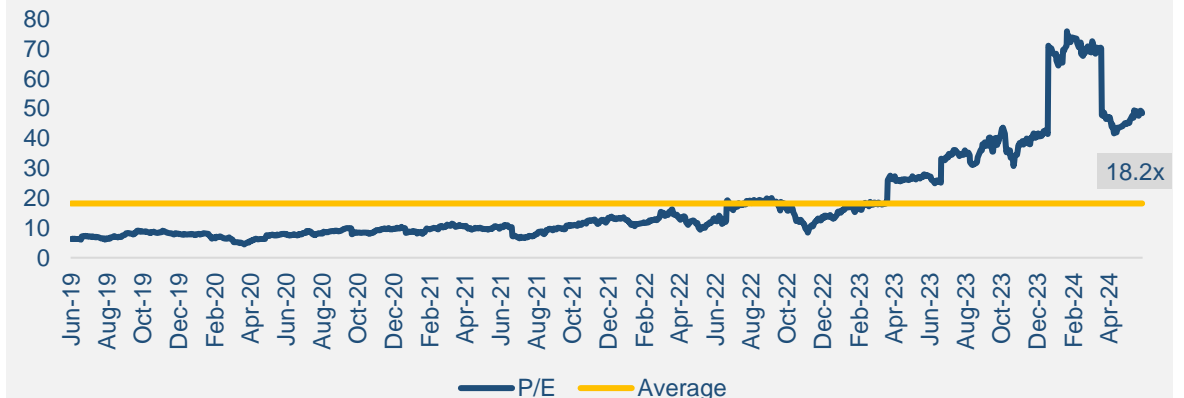
Giá hiện tại: **29.650 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **35.000 VNĐ/CP** – Tiềm năng tăng giá: **+18,0%** - Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Dự báo KQKD 2024.** BVSC dự báo doanh thu **9.959 tỷ đồng (+28% y/y)** và LNST sau CĐTS **415 tỷ đồng (+197% y/y)**. Cơ sở dự báo: (1) doanh thu hoạt động tổng thầu EPC và sản xuất tăng trưởng 38% y/y khi công ty đã ký hợp đồng thành công và hoàn thành nhiều dự án lớn; (2) doanh thu từ khai thác mỏ Nickel đạt khoảng 1.078 tỷ đồng (+53% y/y) khi nhà máy hoạt động cả năm; (3) lợi nhuận từ Công ty liên kết Western Pacific dự kiến đạt 105 tỷ đồng khi dự án Yên Phong II-A chính thức bàn giao và ghi nhận KQKD; và (4) chi phí tài chính giảm khoảng 83 tỷ đồng khi dư nợ vay giảm. EPS dự phóng đạt 1.308 đồng/cp.
- **Chiến lược rõ ràng của ban lãnh đạo cùng với tham vọng tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn.** Trong chiến lược phát triển Tập đoàn 2021-2025, tầm nhìn 2035, công ty nêu rõ các trụ cột: (1) Tổng thầu EPC; (2) Năng lượng tái tạo; (3) Bất động sản, bao gồm KCN và nhà ở; (4) Khai thác khoáng sản. Một số kế hoạch của Ban lãnh đạo có thể kể đến như: mở rộng lĩnh vực tổng thầu EPC thêm xây dựng KCN, nhà xưởng xây sẵn, đồng thời hướng đến thị trường nước ngoài như Úc, Đài Loan, Đông Nam Á...; đầu tư và quản lý vận hành 1.500 ha KCN từ nay đến 2030; phát triển 2 dự án thủy điện nhỏ và nghiên cứu đầu tư thêm 1.000 MW điện gió; xây dựng dự án giai đoạn 2 của nhà máy chế biến Nickel, giúp tăng giá thành sản phẩm... Hiện tại, PC1 đang ở giai đoạn bản lề khi liên tục đầu tư vốn để khảo sát, nghiên cứu các dự án ở khắp cả nước và có mở rộng sang nước ngoài, khiến dư nợ vay và chi phí tài chính những năm đầu còn cao. Tuy nhiên, trong các năm tiếp theo, việc các dự án sẽ lần lượt được đưa vào hoạt động, đồng thời các dự án hiện hữu đều đem về dòng tiền rất khoẻ và đều đặn khi được vận hành hiệu quả nhờ năng lực triển khai tốt, sẽ giúp công ty đảm bảo an toàn tài chính, và hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn.
- Khuyến nghị **OUTPERFORM** cho PC1 với mức định giá **35.000 đồng/cp**. BVSC ưa thích PC1 do đây là doanh nghiệp có vị thế đầu ngành Xây lắp điện Việt Nam, có năng lực triển khai dự án hiệu quả đã được chứng minh, và tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận rất tích cực trong giai đoạn 5-7 năm tiếp theo.

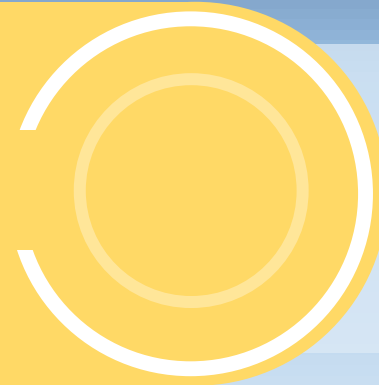
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	8.358	7.775	9.906	11.822
Tăng trưởng	-15%	-7%	27%	19%
LNST sau CĐTS	460	140	407	733
Tăng trưởng	-34%	-70%	191%	80%
P/E (x)	10,6	56,4	21,6	12,0
P/B (x)	0,8	1,2	1,1	1,0
EPS (đồng/cp)	1.700	450	1.308	2.357
Giá mục tiêu (đồng/cp)				35.000

Diễn biến P/E lịch sử của PC1 2019 - nay



QTP

OUTPERFORM | Target: 21.300 VNĐ/CP | Upside: +26,8%



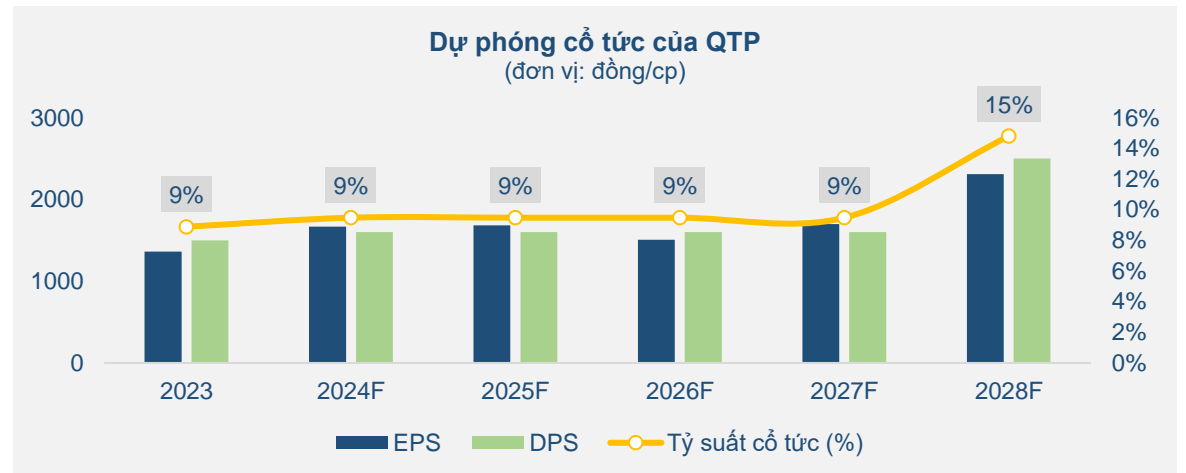
QTP – KQKD 2024 tăng trưởng, tỷ suất cổ tức hấp dẫn

Giá hiện tại: **16.800 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **21.300 VNĐ/CP** – Tiềm năng tăng giá: **+26,8%** - Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

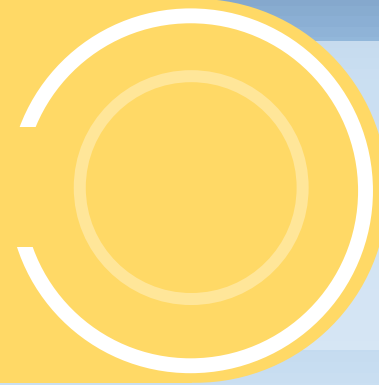
- KQKD 2024 dự kiến sẽ **tăng trưởng mạnh**:
 - ✓ Sản lượng điện thương phẩm đạt **7,1 tỷ kWh**, trong đó Qc đạt 4,9 tỷ kW (-13% y/y).
 - ✓ Chi phí tài chính giảm 49 tỷ so với năm 2023, do QTP giảm dần dư nợ vay.
 - ✓ Chi phí khấu hao giảm 304 tỷ khi một số hạng mục hết khấu hao.
 - ✓ BVSC dự báo doanh thu **11.437 tỷ đồng (-5% y/y)** và LNST **751 tỷ đồng (+23% y/y)**. EPS và DPS dự báo lần lượt đạt **1.670 đồng/cp** và **1.600 đồng/cp**.
- **Kỳ vọng công ty sẽ chuẩn bị bước vào giai đoạn chi trả cổ tức tỷ lệ cao cho các cổ đông.**
 Tại cuối Q1.2024, QTP chỉ còn dư nợ vay khoảng gần 300 tỷ đồng, tất cả bằng đồng VND. Chúng tôi dự báo QTP sẽ trả toàn bộ nghĩa vụ nợ vay trong năm 2024. Như vậy, công ty sẽ giảm được các chi phí lãi vay và không phải chịu rủi ro tỷ giá trong các năm tiếp theo. Chi phí khấu hao của QTP cũng sẽ bắt đầu giảm dần kể từ năm 2024 (giảm khoảng 300 tỷ) và đến năm 2027-2028, hạng mục máy móc, thiết bị sẽ hết khấu hao. Điều này sẽ giúp công ty mở rộng biên lợi nhuận, cải thiện KQKD, và hứa hẹn mức chi trả cổ tức cho cổ đông với tỷ lệ cao, **suất cổ tức hấp dẫn (dự báo khoảng 9-15%)**.
- BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu cho QTP là **21.300 đồng/cp**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	10.417	12.058	11.437	11.018
Tăng trưởng	22%	16%	-5%	-4%
LNST	764	612	751	757
Tăng trưởng	32%	-20%	23%	1%
P/E (x)	7,7	10,9	10,1	10,0
P/B (x)	1,0	1,3	1,4	1,4
EPS (đồng/cp)	1.698	1.360	1.668	1.682
Giá mục tiêu (đồng/cp)				21.300



HND

OUTPERFORM | Target: 19.500 VNĐ/CP | Upside: +30,9%



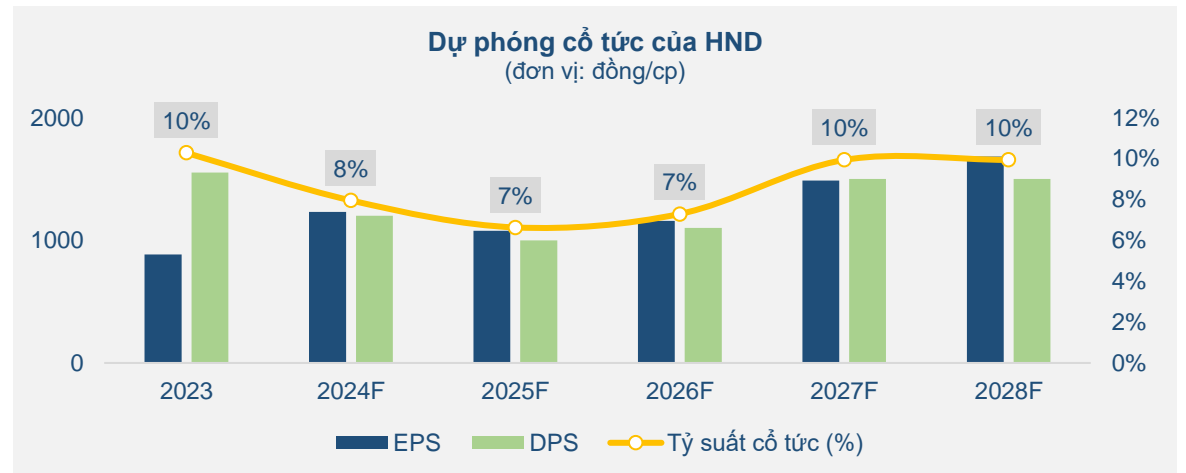
HND – KQKD 2024 phục hồi, tiềm năng chi trả cổ tức cao trong các năm tới

Giá hiện tại: **14.900 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **19.500 VNĐ/CP** – Tiềm năng tăng giá: **+30,9%** - Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

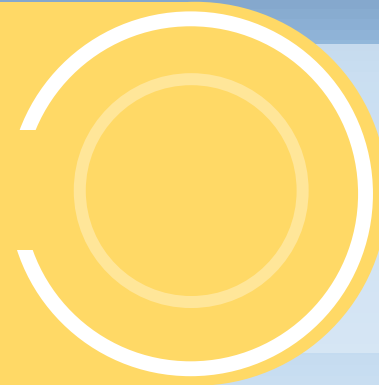
- BVSC dự báo doanh thu **11.692 tỷ đồng (+2% y/y)** và **LNST 607 tỷ đồng (+38% y/y)**:
 - ✓ Sản lượng điện thương phẩm 2024 đạt 6,8 tỷ kWh (+5% y/y) - tương đương hiệu suất nhà máy 96%, trong đó Qc được giao là 4,9 tỷ kWh.
 - ✓ Chi phí tài chính đạt 32 tỷ đồng, giảm 48 tỷ nhờ dư nợ vay tài chính giảm dần.
 - ✓ Chi phí khấu hao giảm 226 tỷ đồng khi một số hạng mục hết khấu hao.
 - ✓ EPS và DPS dự phóng lần lượt đạt **1.214 đồng/cp** và **1.200 đồng/cp**.
- **Kỳ vọng HND sẽ tăng mức chi trả cổ tức trong các năm tiếp theo.** Tại cuối Q1.2024, HND chỉ còn khoảng 413 tỷ đồng nợ vay ngắn hạn. Chúng tôi dự báo HND sẽ hoàn thành nghĩa vụ nợ vay vào năm 2024, giúp giảm áp lực chi phí lãi vay và rủi ro ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá cho công ty. Đồng thời, hạng mục thiết bị máy móc của HND dự kiến sẽ hết khấu hao vào năm 2027-2028, giúp mở rộng biên lợi nhuận và nâng cao hiệu quả kinh doanh cho công ty. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh hàng năm của HND rất khỏe, trung bình đạt 1.100–1.300 tỷ đồng/năm. Chúng tôi kỳ vọng HND sẽ chi trả mức cổ tức tỷ lệ cao cho cổ đông trong các năm tiếp theo, suất cổ tức khoảng 7–10%.
- BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu cho HND là **19.500 đồng/cp**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	10.511	11.443	11.692	11.219
Tăng trưởng	16%	9%	2%	-4%
LNST	547	441	607	599
Tăng trưởng	20%	-19%	38%	-1%
P/E (x)	11,9	15,9	12,4	12,6
P/B (x)	1,0	1,2	1,3	1,2
EPS (đồng/cp)	1.094	883	1.214	1.198
Giá mục tiêu (đồng/cp)				19.500



REE

OUTPERFORM | Target: 76.300 VNĐ/CP | Upside: +16,1%



REE - La Nina trở lại, KQKD tăng trưởng

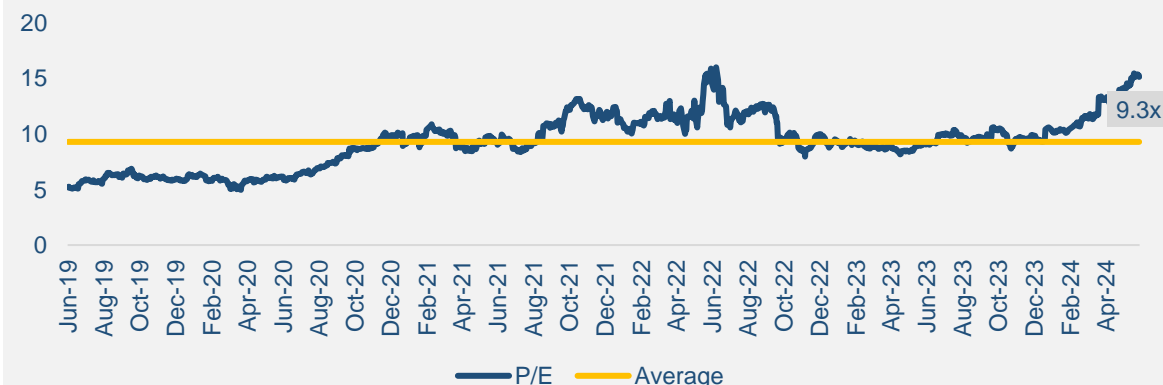
Giá hiện tại: **65.700 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **76.300 VNĐ/CP** – Tiềm năng tăng giá: **+16,1%** - Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- **La Nina trở lại** sẽ đóng góp tích cực vào KQKD của REE kể từ nửa sau năm 2024. Ngoài ra, vị thế tài chính khỏe mạnh sẽ giúp REE có thể tiếp tục đầu tư, mở rộng danh mục điện trong tương lai.
- **Etown 6 sẽ chính thức đóng góp vào KQKD của REE kể từ năm 2024.** Dự án đã chính thức hoàn thành xây dựng, đã bàn giao mặt bằng cho khách thuê vào cuối Tháng 3/24, đóng góp gần 37.000 m2 vào tổng diện tích sàn cho thuê (tăng 25%) – dự kiến sẽ chính thức ghi nhận KQKD kể từ Tháng 6/24. Dự báo Etown 6 sẽ mang về hơn 500 tỷ đồng doanh thu và gần 80 tỷ lợi nhuận ròng cho REE trong năm 2024. Như vậy, KQKD hoạt động cho thuê BĐS trong năm 2024 dự báo sẽ tăng trưởng 19% về doanh thu và 17% về LNST.
- **Dự án nhà ở thương mại The Light Square sẽ bàn giao, ghi nhận phần thấp tầng trong năm 2024.** Dự án giai đoạn 1 bao gồm hầm để xe chung, hạ tầng và 45 căn nhà thấp tầng đã được chính thức khởi công từ đầu Tháng 7/2023, đến hết quý 1 về cơ bản đã hoàn thành xây dựng, chỉ còn hạng mục sơn mặt ngoài chưa thực hiện do điều kiện thời tiết nồm ẩm kéo dài. REE đã chính thức mở bán 45 căn này vào ngày 23/01/2024, với giá bán trung bình khoảng 160 triệu/m2. Chúng tôi cho rằng REE sẽ hoàn thành bàn giao và ghi nhận KQKD tại dự án giai đoạn 1 này trong năm 2024, đem về hơn 800 tỷ đồng doanh thu và 187 tỷ đồng LNST (phần thuộc về REE). Dự án giai đoạn 2 (chung cư cao tầng) sẽ được khởi công xây dựng trong năm 2024 và bàn giao, ghi nhận KQKD trong năm 2025-26.
- **Dự báo KQKD 2024 khả quan.** BVSC dự báo doanh thu **9.682 tỷ đồng (+13% y/y)** và LNST sau CĐTS **2.428 tỷ đồng (+11% y/y)**. Mạng kinh doanh BĐS (bao gồm cho thuê văn phòng và BĐS nhà ở) sẽ là yếu tố trọng yếu đóng góp vào KQKD của REE trong năm 2024. Ngoài ra, chi phí lãi vay giảm 126 tỷ đồng nhờ dư nợ vay giảm cũng sẽ đóng góp tích cực vào KQKD của REE. EPS dự phóng đạt **5.147 đồng/cp**.
- BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với REE với giá mục tiêu **76.300 đồng/cp**.

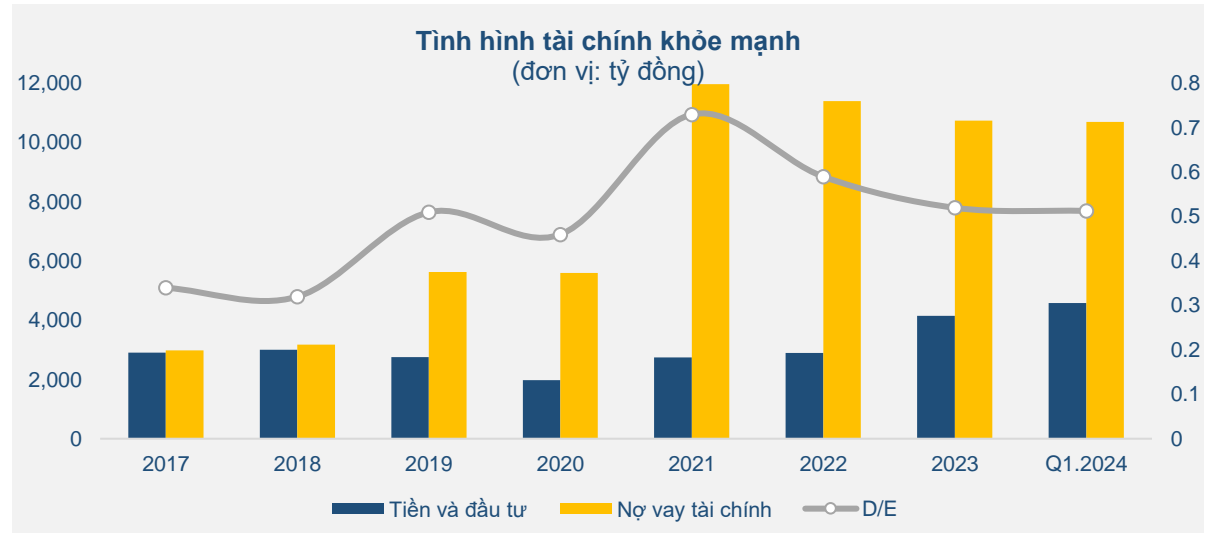
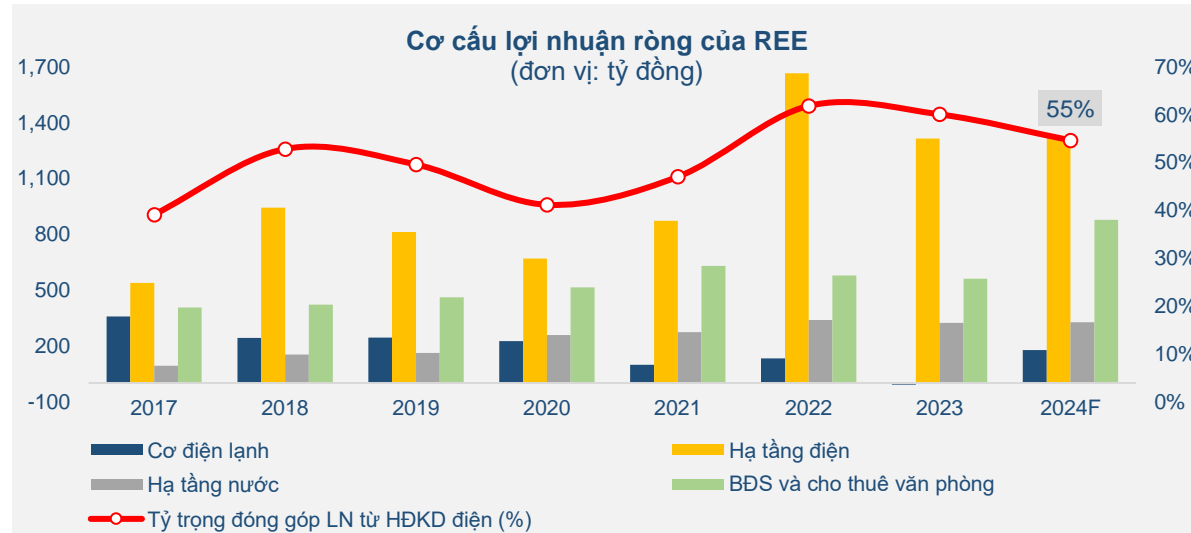
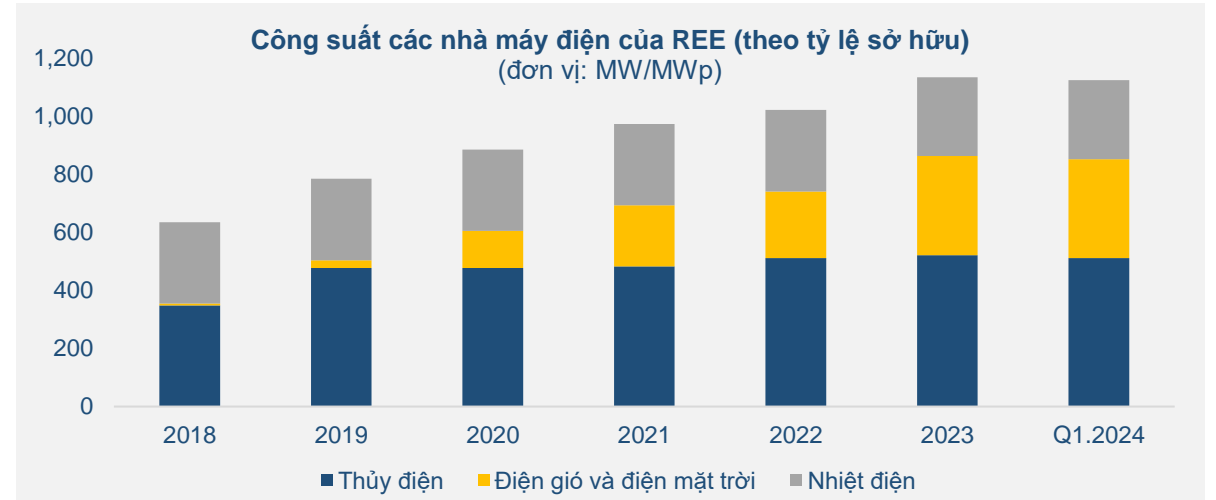
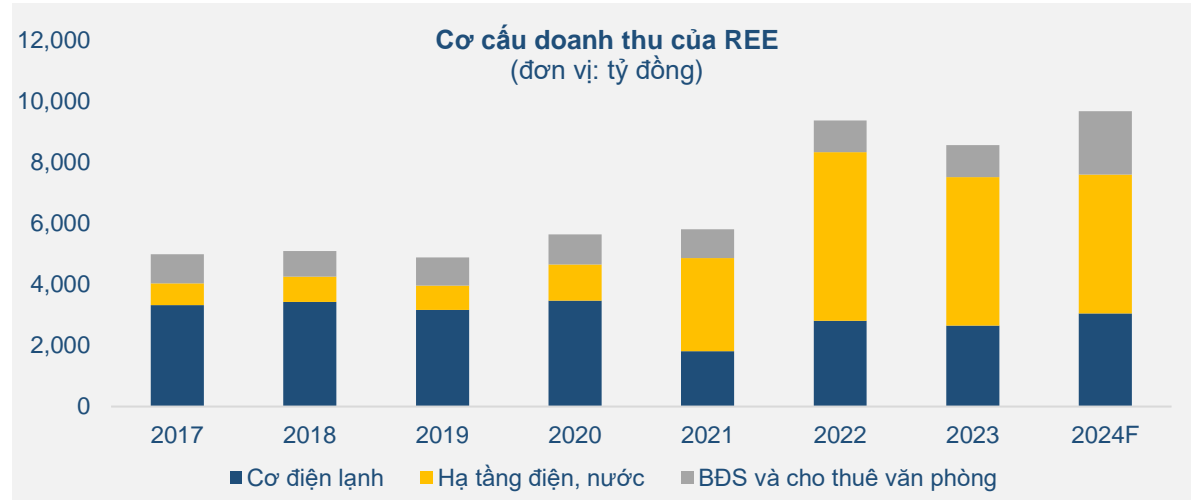
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	9.372	8.570	9.682	10.687
Tăng trưởng	61%	-9%	13%	10%
LNST sau CĐTS	2.693	2.188	2.428	2.855
Tăng trưởng	45%	-19%	11%	18%
P/E (x)	9,0	10,1	12,1	10,3
P/B (x)	1,3	1,1	1,3	1,2
EPS (đồng/cp)	6.588	5.354	5.147	6.074
Giá mục tiêu (đồng/cp)				76.300

Diễn biến P/E lịch sử của REE 2019 - nay



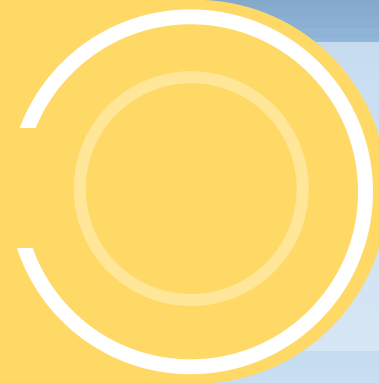
REE - La Nina trở lại, KQKD tăng trưởng

Giá hiện tại: **65.700 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **76.300 VNĐ/CP** – Tiềm năng tăng giá: **+16,1%** - Khuyến nghị: **OUTPERFORM**



HDG

OUTPERFORM | Target: 37.050 VNĐ/CP | Upside: +26,3%



HDG – Hoạt động hiệu quả, tiếp tục mở rộng danh mục đầu tư

Giá hiện tại: **29.350 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **37.050 VNĐ/CP** – Tiềm năng tăng giá: **+26,3%** - Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Danh mục điện hoạt động hiệu quả, đem về dòng tiền đều đặn, khoảng 1.200–1.500 tỷ đồng lợi nhuận gộp** mỗi năm cho HDG. Dòng tiền đem về từ danh mục điện sẽ có vai trò rất quan trọng với HDG, giúp công ty đảm bảo được sự an toàn về tài chính. Ngoài ra, công ty đặt kế hoạch mở rộng danh mục điện thêm hơn 850 MW từ nay đến 2030, trong đó 4 dự án (177MW) đã được đưa vào danh sách ưu tiên đầu tư trong Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII.
- **Dự án Charm Villas vẫn đóng góp trọng yếu vào KQKD của HDG trong 2024-26.** HDG còn 108 căn ở giai đoạn 3 chưa mở bán, và đặt kế hoạch sẽ mở bán từng phần trong thời gian sắp tới, giá sẽ cân đối tham chiếu theo các dự án lân cận (hiện tại khoảng 115–150 triệu/m²). Các sản phẩm ở giai đoạn 1 và giai đoạn 2 đã được công ty bàn giao hết. Do đó, KQKD của HDG mảng bất động sản sẽ phụ thuộc vào thời điểm mở bán giai đoạn 3. Chúng tôi cho rằng HDG sẽ chính thức mở bán vào cuối năm 2025, và ghi nhận KQKD vào giai đoạn 2025-26.
- **Dự báo KQKD 2024-25.** Doanh thu và LNST sau CĐTS của HDG năm 2024 dự báo lần lượt đạt mức **2.879 tỷ đồng (-0% y/y)** và **740 tỷ đồng (+4% y/y)**. Áp lực tài chính sẽ được hạ nhiệt đáng kể, chi phí lãi vay dự báo giảm 100 tỷ đồng y/y. Trong 2023, HDG đã đàm phán giảm bớt lãi vay, tái cơ cấu nợ theo hướng có lợi cho Tập đoàn. Cụ thể, dự án Thủy điện Nhạc Hạc có biên độ giảm xuống 1,3% (từ mức 2,8%); dự án Thủy điện Đắc Mi 2 có biên độ giảm xuống 2,2% (từ mức 2,8%); các dự án khác đang được xem xét điều chỉnh. Cho năm 2025, BVSC dự báo doanh thu **3.325 tỷ đồng (+16% y/y)** và **LNST sau CĐTS 1.148 tỷ đồng (+55% y/y)**.
- Chúng tôi cho rằng sự phục hồi KQKD, tác động tích cực từ việc chính thức mở bán giai đoạn 3 Charm Villas, và thông tin về Dự thảo thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại đối với đất khác sẽ là động lực cho giá cổ phiếu trong thời gian sắp tới. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** cho HDG, mức giá mục tiêu **37.050 đồng/CP**.

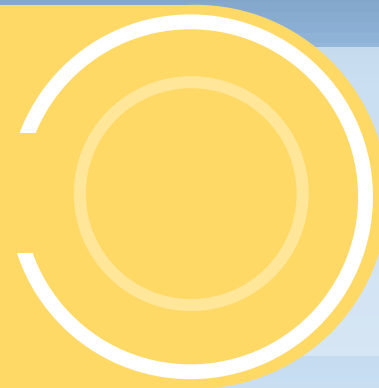
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	3.581	2.882	2.879	3.325
Tăng trưởng	-5%	-20%	-0%	16%
LNST sau CĐTS	1.096	712	740	1.148
Tăng trưởng	-0%	-35%	4%	55%
P/E (x)	6,4	11,4	14,2	9,2
P/B (x)	1,2	1,2	1,3	1,2
EPS (đồng/CP)	4.479	2.327	2.421	3.754
Giá mục tiêu (đồng/CP)				37.050

Diễn biến P/E lịch sử của HDG từ 2019 - nay



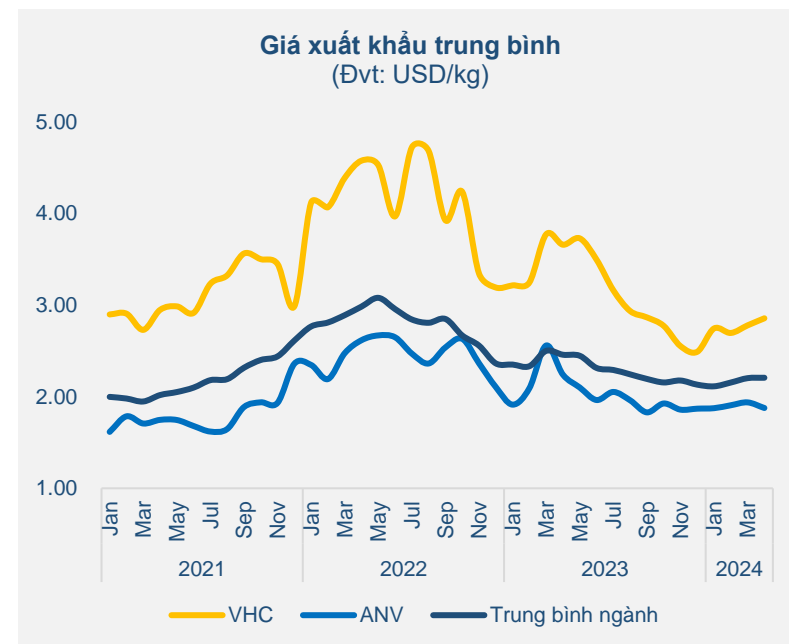
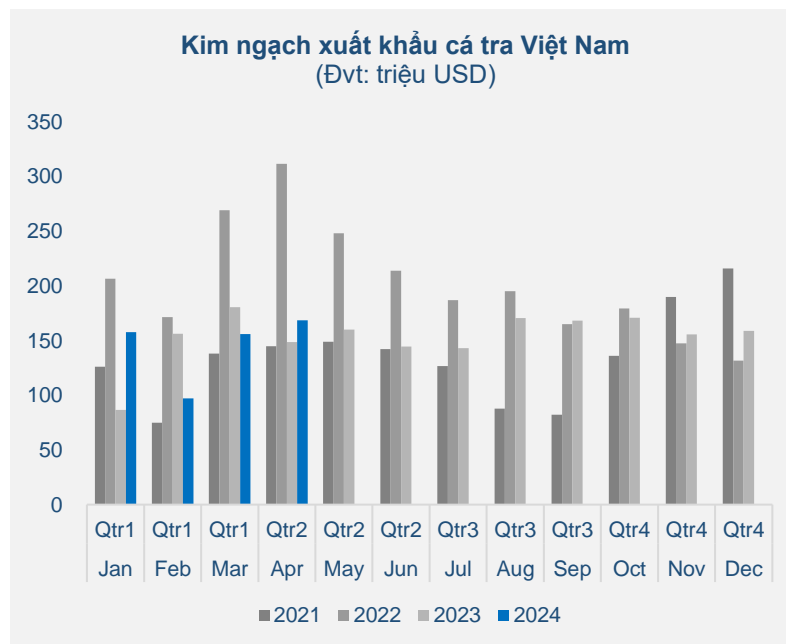
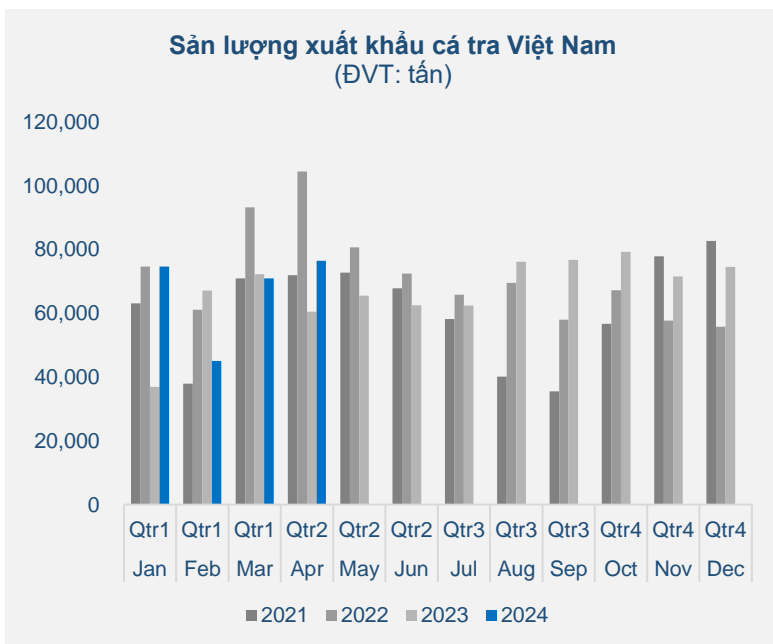
Thủ sản

Tăng trưởng từ nền thấp năm 2023



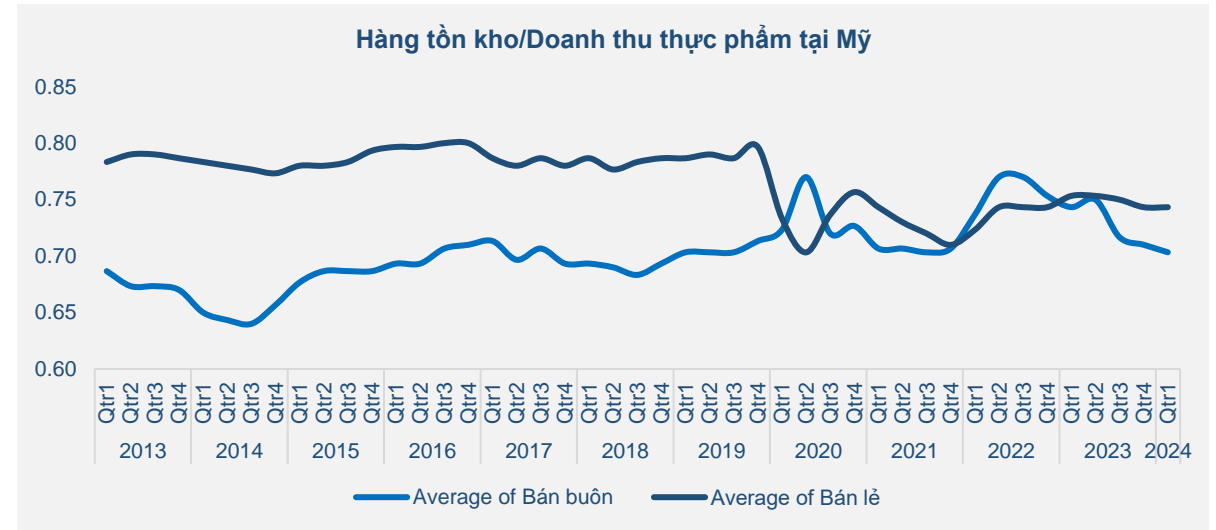
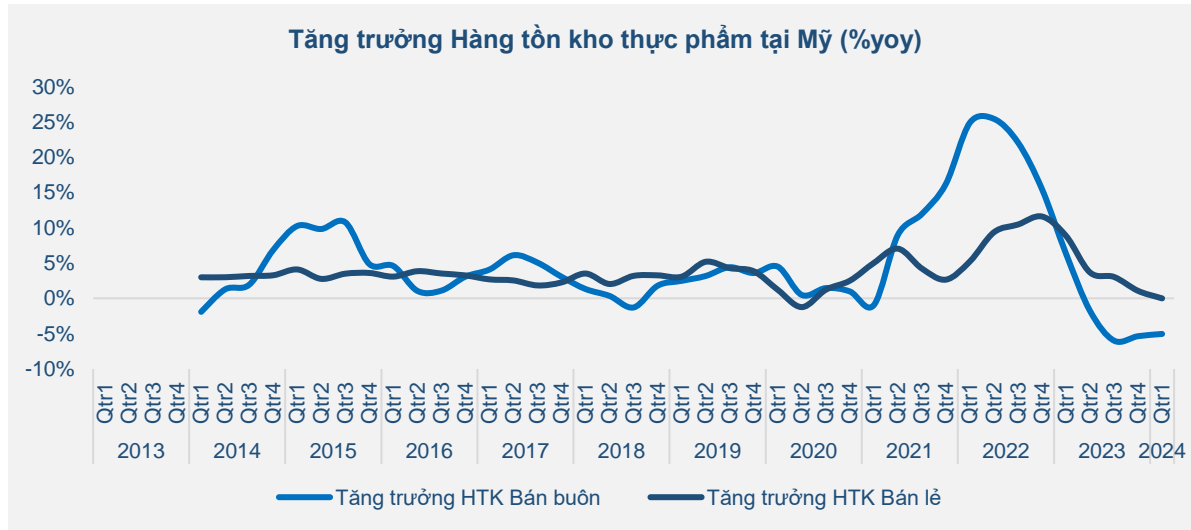
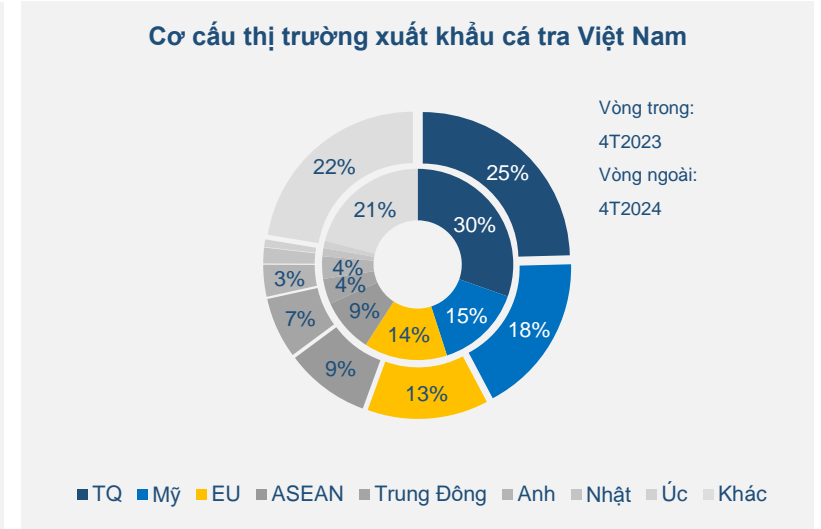
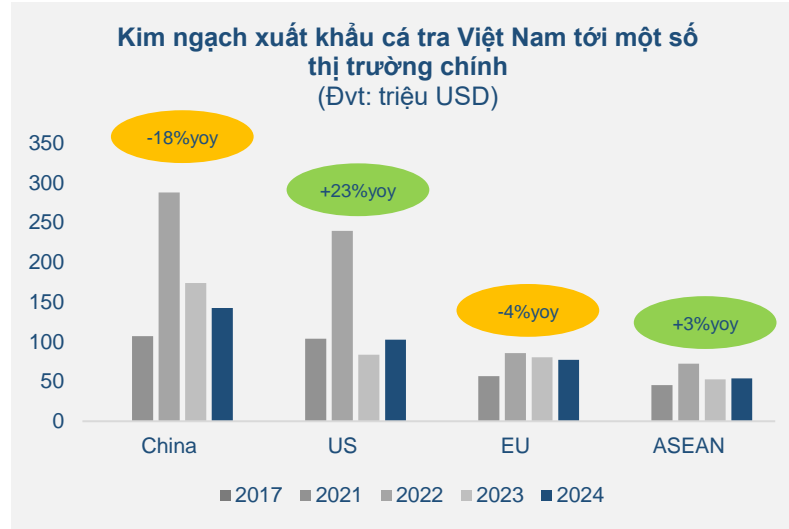
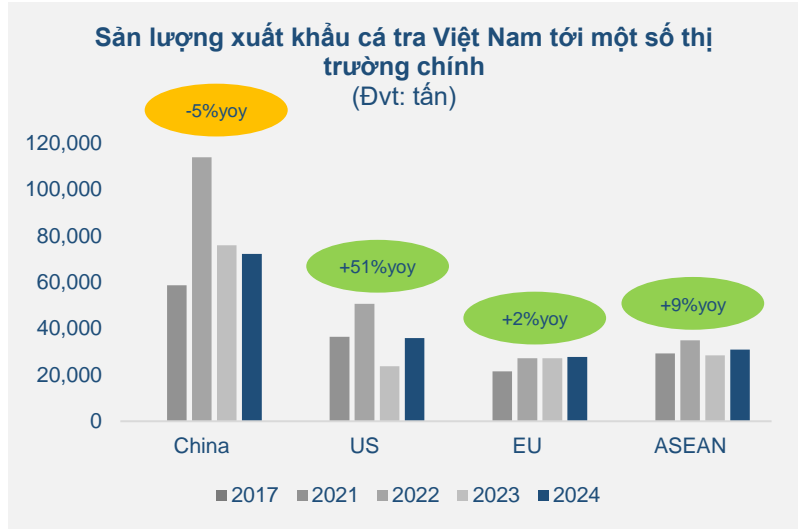
Ngành Cá Tra – Nhu cầu tiêu thụ cho thấy tín hiệu hồi phục khả quan

- Sản lượng/Kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam 4T2024 đạt 267 nghìn tấn (+12,8%yoy)/579 triệu USD (+1,3%yoy). Sản lượng cho thấy tăng trưởng hai chữ số, trong khi kim ngạch có phần chậm chạp hơn do giá bán vẫn ở vùng đáy.
- Thị trường Mỹ dẫn dắt tăng trưởng trong 4T2024, trong khi EU và Trung Quốc tiêu thụ tương đối chậm.
- Điểm nhấn năm 2024:
 - ✓ Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ hồi phục từ nền thấp của năm 2023.
 - ✓ Giá nguyên liệu TACN tiếp tục ở mức thấp, giảm gánh nặng cho người nuôi.
 - ✓ Cá tra có giá bán cạnh tranh với các cá thịt trắng khác.



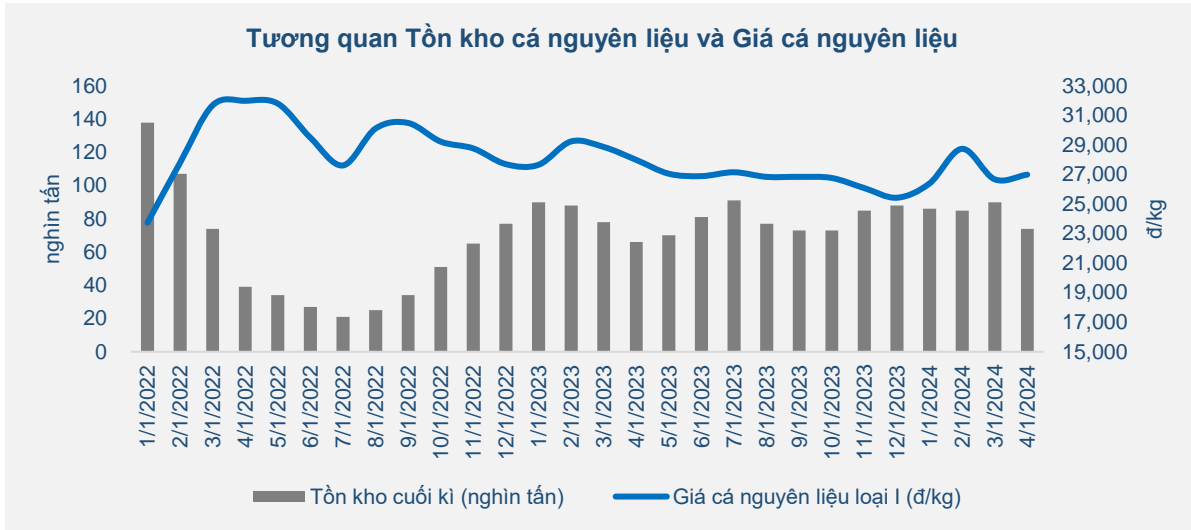
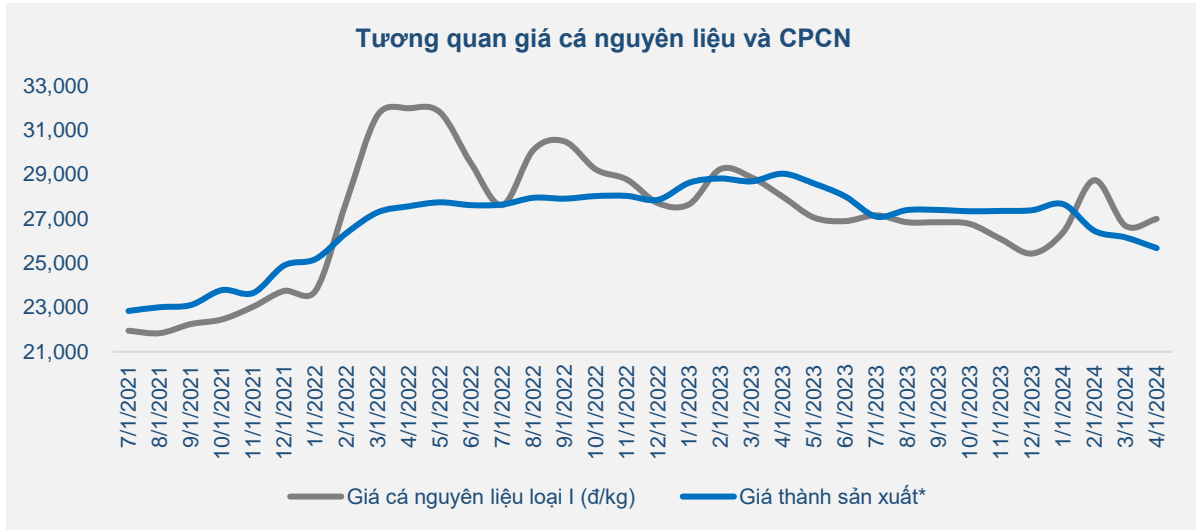
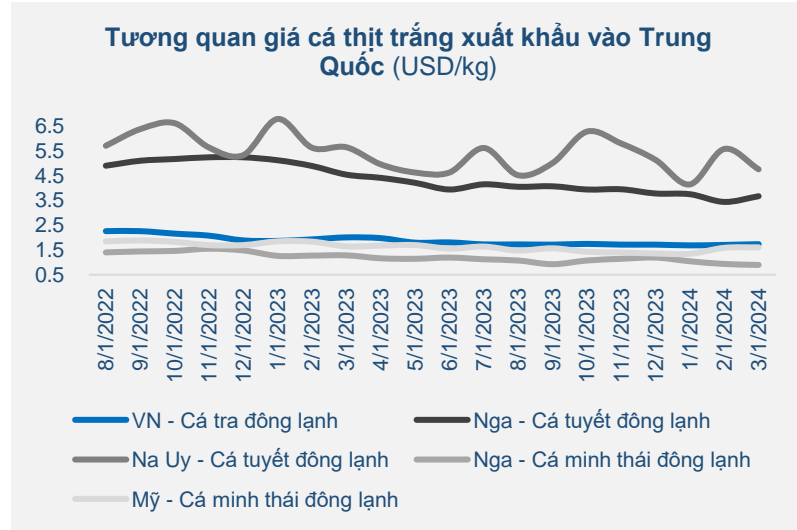
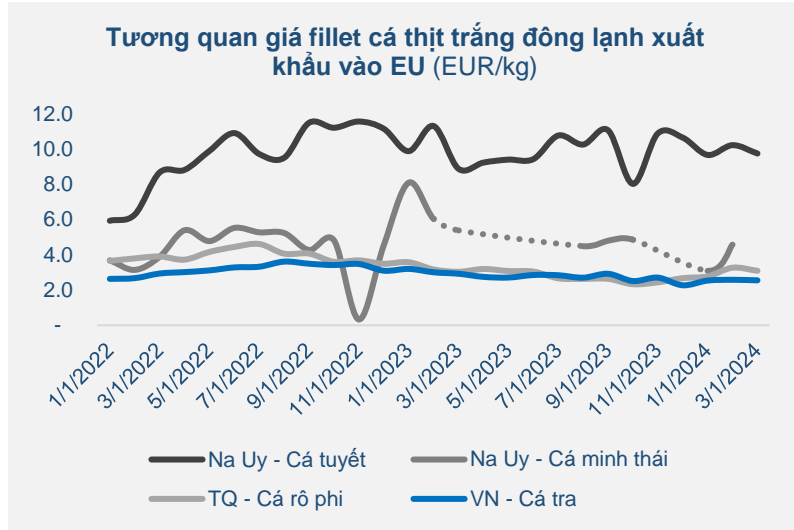
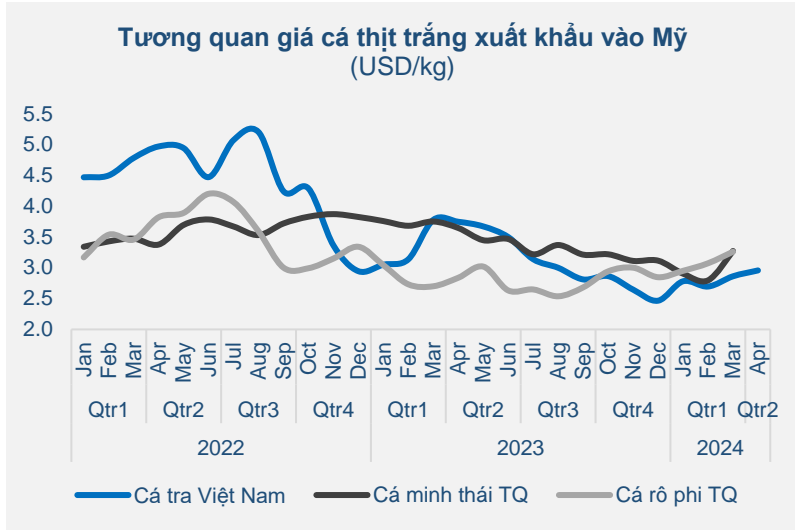
Nguồn: Agromonitor

Ngành Cá Tra – Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ hồi phục từ nền thấp của năm 2023



Nguồn: Federal Reserve Economic Data (cập nhật ngày 24/5/2024), Viettrader

Ngành Cá Tra – Giá xuất khẩu có tính cạnh tranh cao tại Mỹ và EU, giá đầu vào ổn định



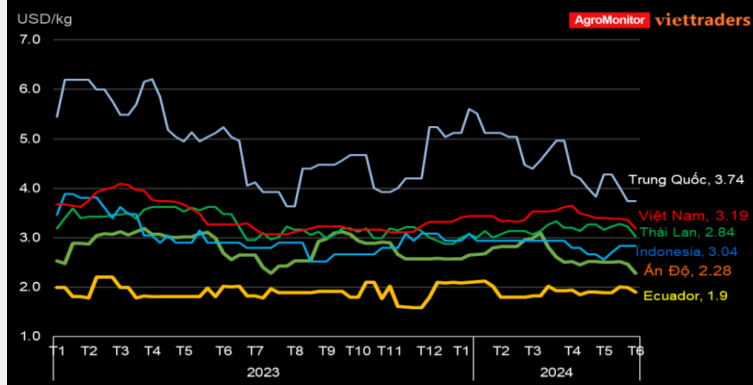
* BVSC ước tính dựa trên dữ liệu Viettrader

Nguồn: NOAA, Eurostats, Trademap, Viettrader

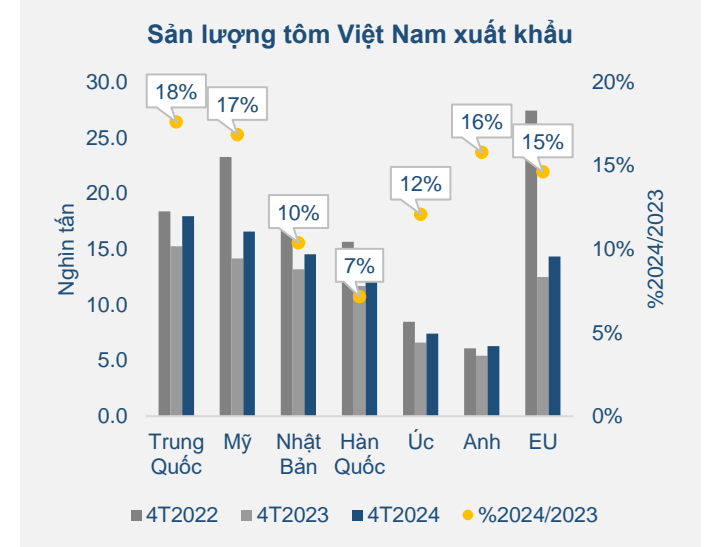
Ngành Tôm – Tăng trưởng từ nền thấp 2023

- Kim ngạch/sản lượng xuất khẩu tôm Việt Nam 4T2024 đạt 975 triệu USD (+12%/yoy)/108 nghìn tấn (+17%/yoy). Lũy kế 4 tháng, giá xuất khẩu của các thị trường lớn trung bình thấp hơn 5-15%/yoy, thúc đẩy tăng trưởng sản lượng tại hầu hết các thị trường chính.
- Điểm nhấn năm 2024:
 - ✓ Đối với thị trường Mỹ, Nhật Bản, EU: Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ hồi phục từ nền thấp của năm 2023.
 - ✓ Giá nguyên liệu TACN hạ nhiệt, giảm gánh nặng cho người nuôi.
 - ✓ Khai thác cơ hội ở thị trường gần Việt Nam như Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Úc, trong đó, 3 nước đầu tiên là đối tác chiến lược toàn diện của Việt Nam.
 - ✓ Tiếp tục cập nhật thông tin liên qua tới vụ kiện AD và CVD tại Mỹ.

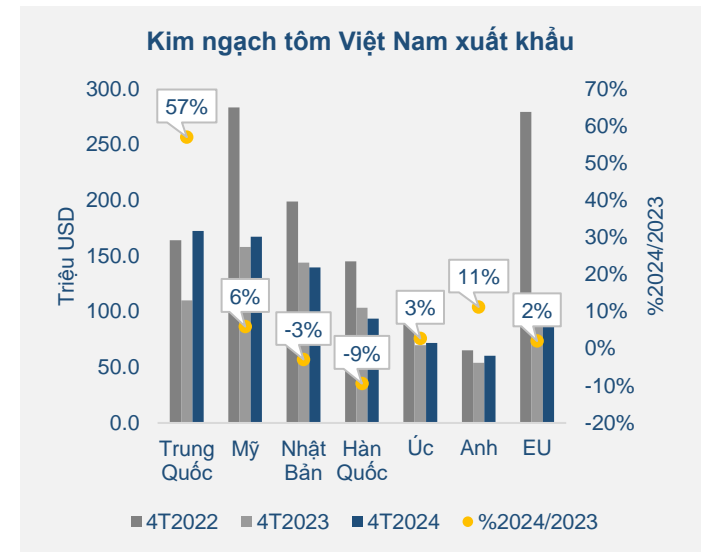
Giá tôm thẻ nguyên liệu cỡ 100 con/kg tại một số nguồn cung lớn (USD/kg)



Tăng trưởng Sản lượng trong Q1/2024 (%yoy)	Nước nhập khẩu					
	Trung Quốc	Mỹ	Nhật Bản	EU	Hàn Quốc	
Nước xuất khẩu	Trung Quốc	#N/A	-16%	23%	55%	40%
	Ecuador	-5%	9%	126%	9%	-30%
	Ấn Độ	-3%	7%	3%	-16%	4%
	Indonesia	-3%	-19%	-7%	-6%	-50%
	Thái Lan	3%	-18%	-3%	20%	6%
	Việt Nam*	18%	29%	12%	10%	2%



Tăng trưởng Kim ngạch trong Q1/2024 (%yoy)	Nước nhập khẩu					
	Trung Quốc	Mỹ	Nhật Bản	EU	Hàn Quốc	
Nước xuất khẩu	Trung Quốc	N/A	-12%	5%	60%	27%
	Ecuador	-19%	10%	101%	-1%	-35%
	Ấn Độ	7%	-4%	-9%	-25%	-8%
	Indonesia	-17%	-27%	-16%	-19%	-65%
	Thái Lan	14%	-24%	-16%	4%	-2%
	Việt Nam*	57%	17%	-1%	1%	-13%



* Sử dụng số Viettrader, còn lại sử dụng số Hải Quan

Nguồn: Viettrader, Hải quan Trung Quốc, Nhật Bản, Eurostats

Ngành Tôm – Theo dõi thông tin thuế CBPG và Chống lẩn tránh tại thị trường Mỹ

Thông tin về vụ kiện thuế CBPG tại Mỹ:

Nước xuất khẩu	Kỳ rà soát mới nhất	Kết quả	Kết quả chính thức ở kỳ rà soát liền trước
Việt Nam	POR 18 chính thức (rà soát giai đoạn 1/2/2022-31/1/2023)	25,76% (mức Vietnam-wide đối với 118 doanh nghiệp) 0% (các doanh nghiệp vốn được hưởng mức này từ trước và không bị xếp vào Vietnam-wide, trong đó có FMC)	25,76% (mức Vietnam-wide đối với 118 doanh nghiệp) 0% (các doanh nghiệp vốn được hưởng mức này từ trước và không bị xếp vào Vietnam-wide, trong đó có FMC)
Ấn Độ	POR 18 sơ bộ (rà soát giai đoạn 1/2/2022-31/1/2023)	2,49% (NK Marine, 33 doanh nghiệp khác) 0% (RSA Marines, Royal Oceans) 10,17% (India-wide)	3,88% (India-wide) 7,92% (Megaa Moda) 1,43% (NK Marine)
Ecuador	POR 18 sơ bộ (rà soát giai đoạn 1/2/2022-31/1/2023)	10,58% (Ecuador-wide) 1,54%(Santa Priscila)	0,00%
Trung Quốc	POR 18 chính thức (rà soát giai đoạn 1/2/2022-31/1/2023)	112,81% (China-wide)	112,81% (China-wide)
Thái Lan	POR 17 chính thức (rà soát giai đoạn 1/2/2021-31/1/2022)	5,34% (Thailand-wide) 0% (Thai Union)	5,34% (Thailand-wide)
Indonesia	POR 18 sơ bộ (rà soát giai đoạn 1/2/2022-31/1/2023)	6,3% (Indonesia-wide) 0% (BMS)	0,00%

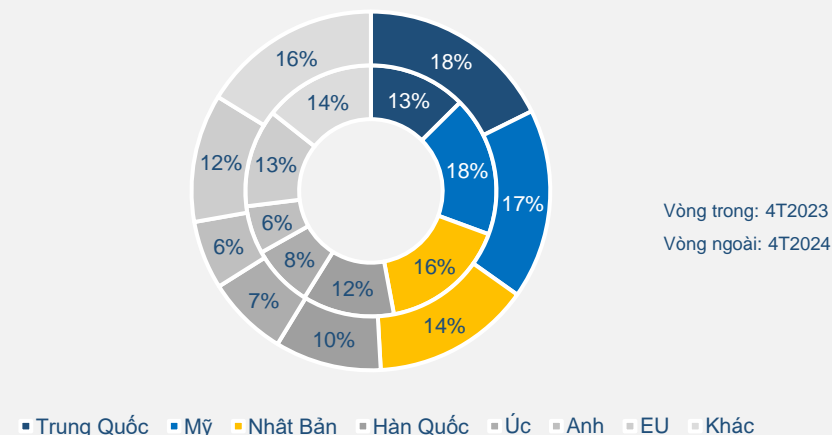
Thông tin về vụ kiện thuế Chống lẩn tránh tại Mỹ:

Nước xuất khẩu	Kết quả sơ bộ	Ngày dự kiến có kết quả chính thức
Việt Nam	2,84% (All Others, Stapimex) 196,41% (Thông Thuận)	5/8/2024
Ấn Độ	4,36% (All Others) 3,89% (Sandhya Aqua Exports, ; Neeli Sea Foods, Vijay Aqua Processors) 4,72% (Devi Sea Foods)	5/8/2024
Ecuador	2,89% (All Others) 1,69% (Sociedad Nacional de Galapagos C.A) 2,89% (Industrial Pesquera Santa Priscila)	5/8/2024
Indonesia	Hủy bỏ (All Others) 0,39% (PT Bahari Makmur Sejati) 0,71% (PT First Marine Seafoods)	5/8/2024

Thông tin về EVFTA:

Mã HS	Định nghĩa	Việt Nam, 2021-2026 (EVFTA)	Việt Nam, 2027 (EVFTA)	Ecuador (EU-Ecuador FTA)	Ấn Độ (GSP)	Indonesia (GSP)
030617	Tôm và tôm thương phẩm thuộc loài <i>Penaeus vannamei</i> và <i>Penaeus monodon</i> , có hoặc không có vỏ, chưa được nấu chín, dùng cho sơ chế.	0,00%	0,00%	0,00%	4,20%	4,20%
160521	Tôm và tôm thương phẩm, đã được chế biến hoặc bảo quản, không được đóng trong hộp kín.	7,00% về 2,50%	0,00%	0,00%	7,00%	7,00%
160529	Tôm và tôm thương phẩm, đã được chế biến hoặc bảo quản, các loại khác.	7,00% về 2,50%	0,00%	0,00%	7,00%	7,00%

Cơ cấu thị trường xuất khẩu tôm Việt Nam



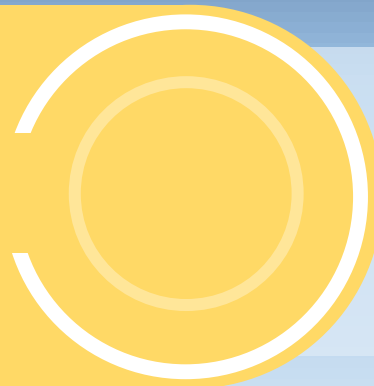
Nguồn: Federal Register, Tài liệu EVFTA, BVSC tổng hợp

Tổng hợp khuyến nghị

Mã CK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Lợi nhuận kỳ vọng	P/E forward @ Giá đóng cửa ngày 18/6/2024		Điểm nhấn đầu tư
				2024	2025	
VHC	OUTPERFORM	90.015	+17%	12,0	11,0	<ul style="list-style-type: none"> - Nhu cầu hồi phục từ nền thấp. - Giá bán đầu ra có khả năng cạnh tranh tốt. - Giá đầu vào ổn định.
FMC	NEUTRAL	54.155	+5%	10,3	8,6	<ul style="list-style-type: none"> - Nhu cầu hồi phục từ nền thấp. - Tận dụng công suất từ nhà máy và vùng nuôi đã mở rộng. - Thông tin thuế CBPG và Chống lẩn tránh là điểm cần chú ý.

VHC

OUTPERFORM | Target: 90.015 VNĐ/CP | Upside: +17%

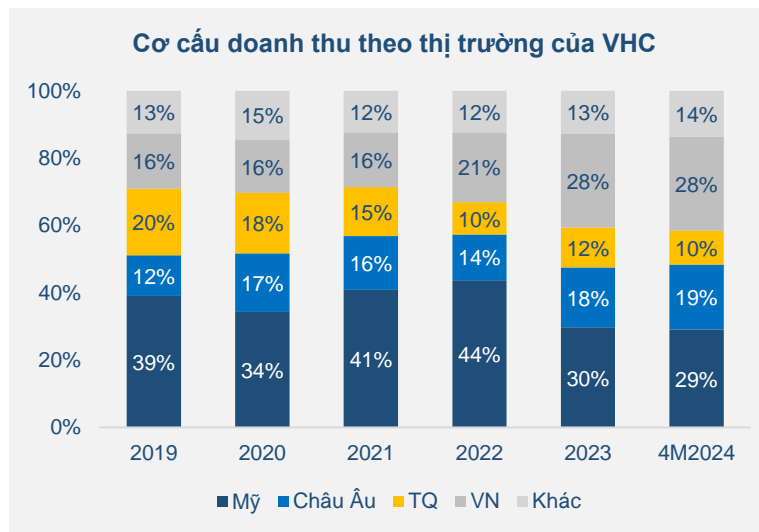
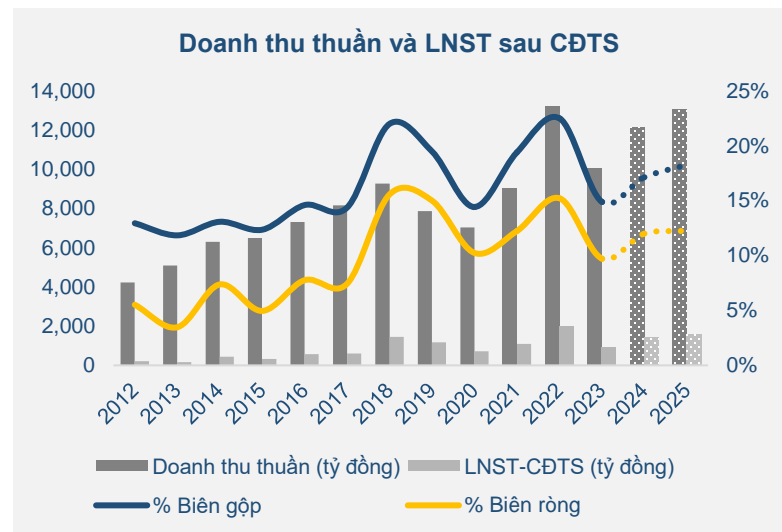


Hồi phục từ đáy lợi nhuận

VHC - OUTPERFORM | Target: 90.015 VNĐ/CP | Upside: +17%

Điểm nhấn đầu tư:

- **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu **90.015 đồng/cp**, sử dụng phương pháp SoTP và DCF.
- Kim ngạch/sản lượng xuất khẩu cá tra 4T2024 của VHC +46%/yoy/+15%/yoy. Kim ngạch xuất khẩu ghi nhận tăng trưởng dương svck từ tháng 12/2023.
- BVSC dự phóng Doanh thu thuần và LNST-CĐTTS năm 2024 lần lượt là 12.133 tỷ đồng (+21%/yoy) và 1.431 tỷ đồng (+60%/yoy). Chúng tôi kì vọng KQKD sẽ có tăng trưởng dương so với nền thấp của năm 2023, tuy nhiên vẫn chưa quay lại mức đỉnh của năm 2022 do nhu cầu tiêu thụ cá tra chưa thực sự mạnh mẽ. Gia tăng sản lượng cá tra là động lực gia tăng doanh thu, nhờ nhu cầu tiêu thụ dần quay trở lại tại thị trường Mỹ và EU sau khi xử lý lượng hàng tồn kho lớn của giai đoạn 2022-2023.
- Về trung và dài hạn, chiến lược mở rộng chuỗi nông nghiệp-thủy sản của VHC có tiềm năng thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận, giảm thiểu phụ thuộc vào ngành Cá tra vốn biến động theo chu kì.

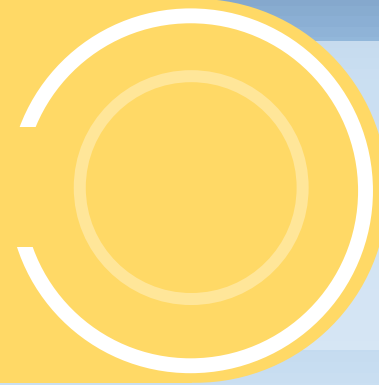


Nguồn: VHC

Chỉ số (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	10.033	12.133	13.034
Tăng trưởng	-24%	21%	7%
LNST-CĐTTS	919	1.431	1.571
Tăng trưởng	-54%	56%	10%
BLNG	15%	17%	18%
Forward P/E @ Giá hiện tại (x)	15,6	12,0	11,0
EPS (đồng/cp)	4.914	6.377	7.001
Giá mục tiêu (đồng/cp)			90.015

FMC

NEUTRAL | Target: 54.155 VNĐ/CP | Upside: +5%



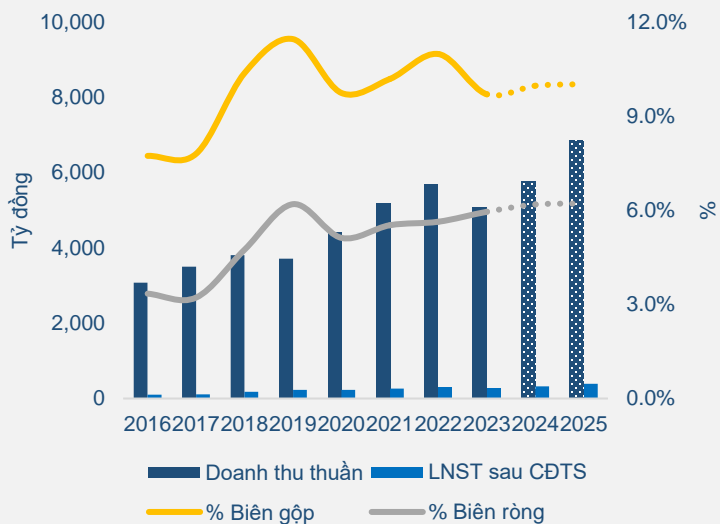
Tận dụng vùng nuôi và nhà máy mới

FMC - NEUTRAL | Target: 54.155 VNĐ/CP | Upside: +5%

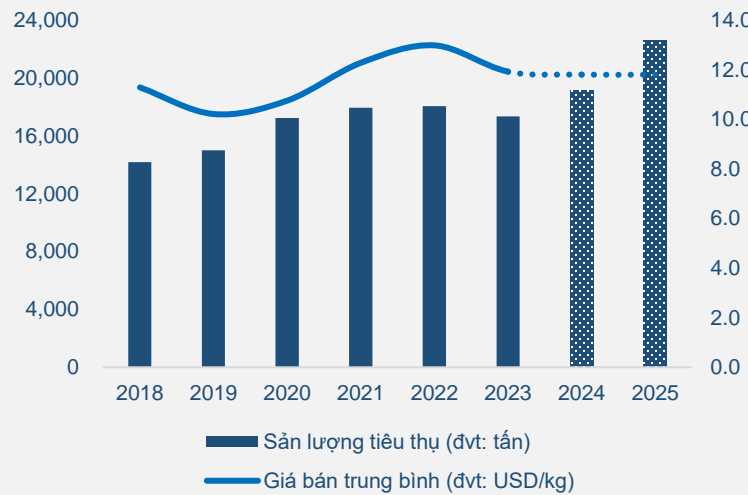
Điểm nhấn đầu tư:

- **NEUTRAL** với mức giá mục tiêu **54.412 đồng/cp**, sử dụng phương pháp P/E và DCF.
- Kim ngạch/sản lượng tiêu thụ tôm 4T2024 của FMC +26%/yoy/+35%/yoy. Tổng doanh thu 4T2024 đạt 66 triệu USD (~1.650 tỷ đồng) tăng trưởng 15% từ nền thấp của năm ngoái.
- BVSC kì vọng KQKD 2024 sẽ bật tăng từ nền thấp của năm 2023 nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ hồi phục, dẫn dắt bởi thị trường Nhật Bản; và (2) doanh nghiệp tận dụng nhà máy và vùng nuôi mới. Chúng tôi dự phóng Doanh thu thuần và LNST-CĐTS năm 2024 sẽ tăng trưởng +13%/yoy và +18%/yoy.
- Yếu tố đáng chú ý: Kết quả thuế CBPG và Chống lẩn tránh đối với sản phẩm tôm xuất khẩu tới thị trường Mỹ.

KQKD theo năm của FMC



Sản lượng tiêu thụ & Giá bán tôm trung bình của FMC

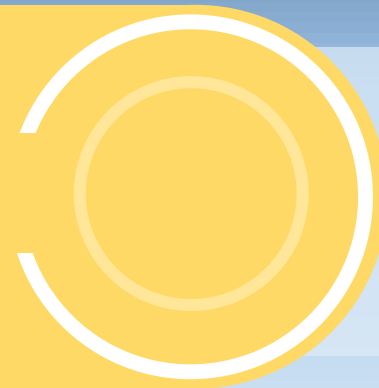


Nguồn: FMC, Viettrader

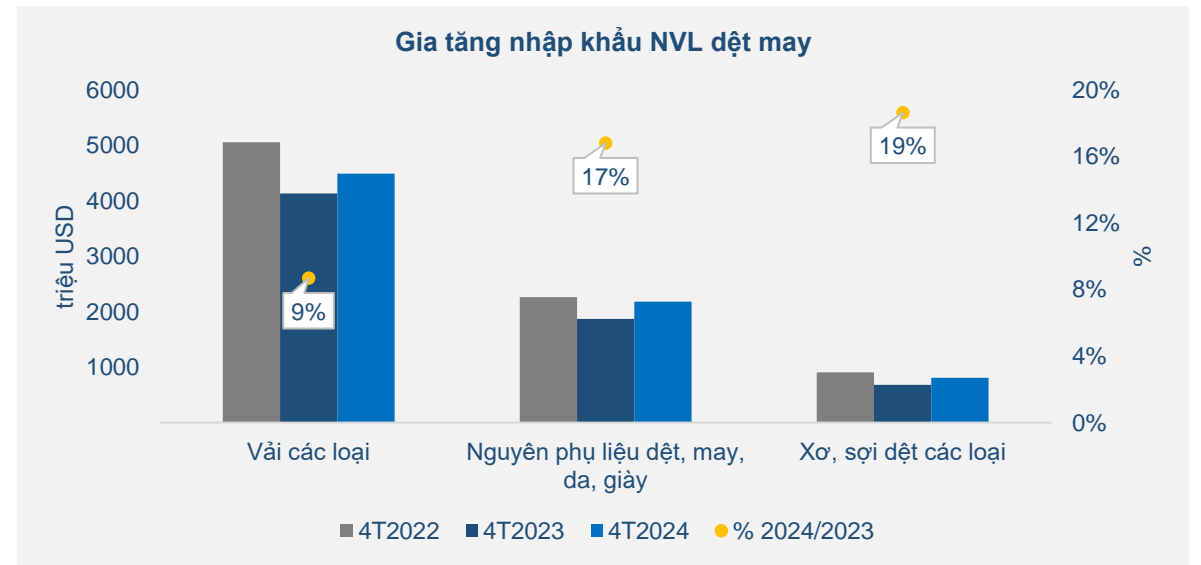
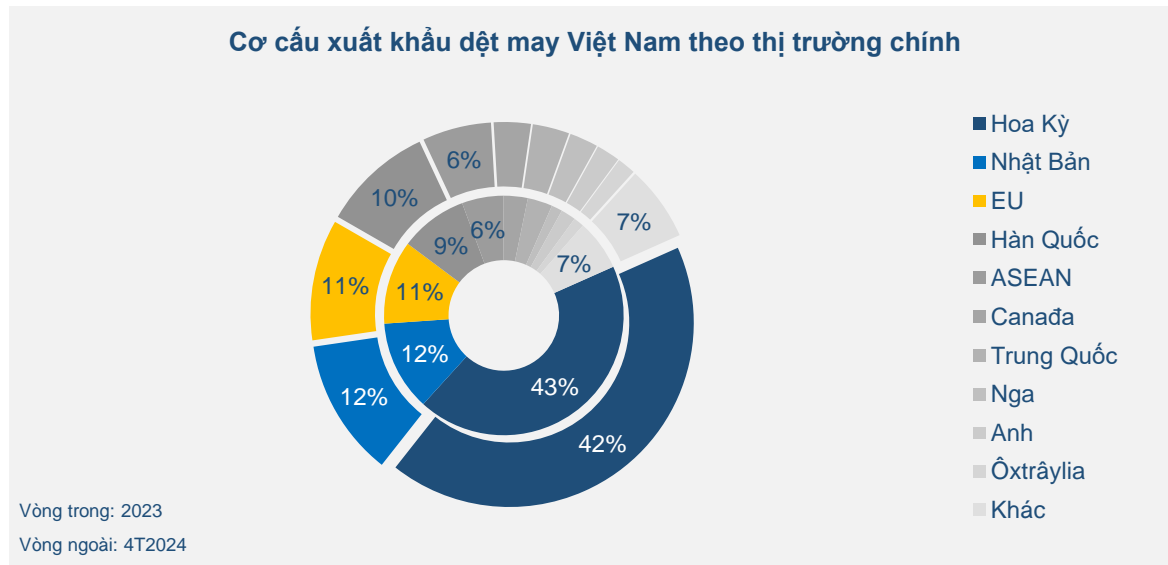
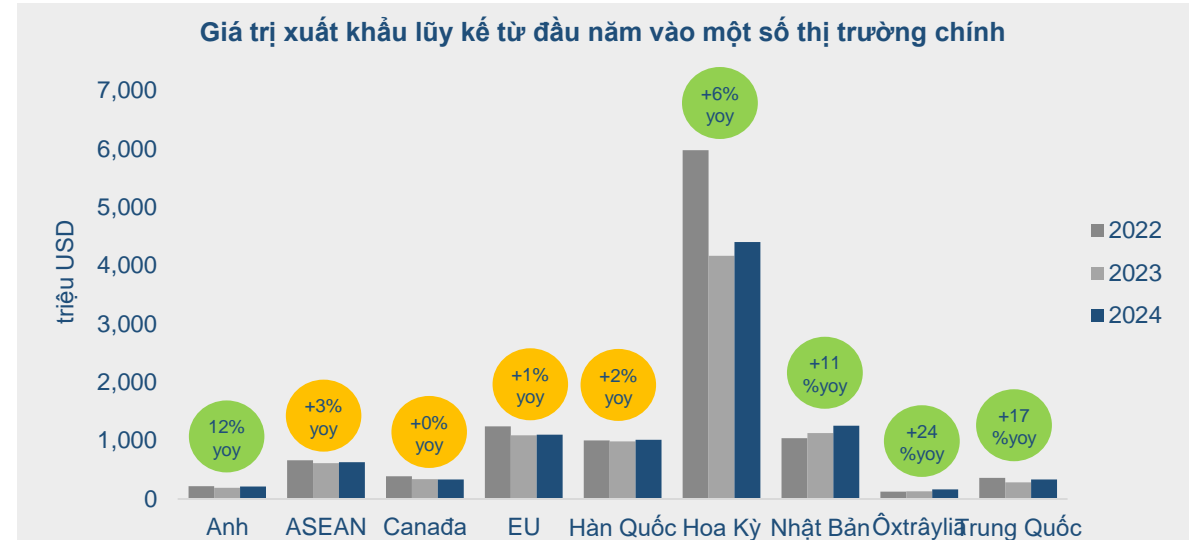
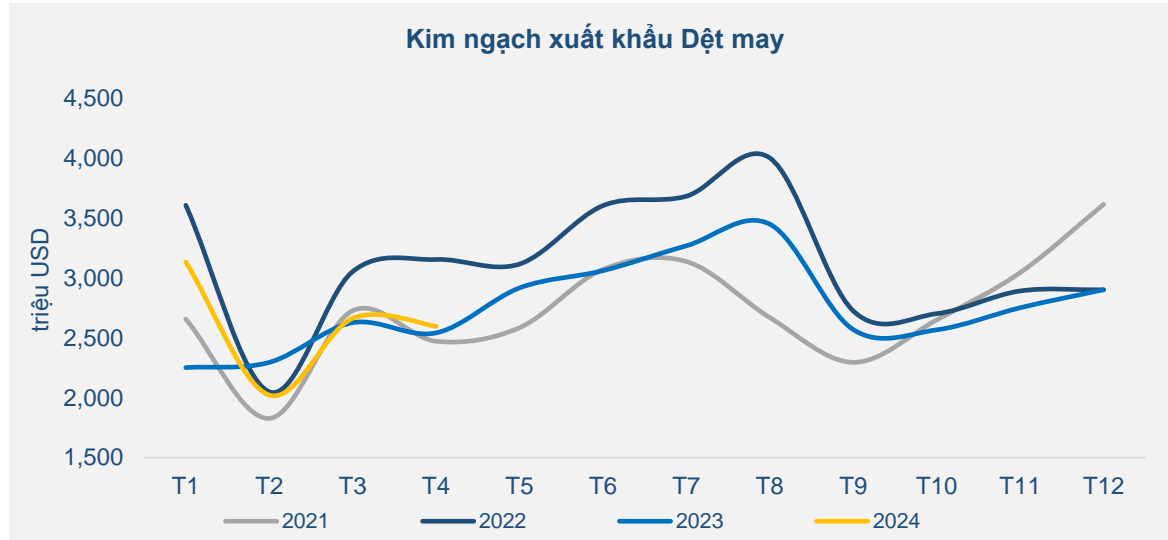
Chỉ số (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	5.087	5.759	6.854
Tăng trưởng	-10,8%	13,2%	19,0%
LNST-CĐTS	276	326	390
Tăng trưởng	-10,7%	18,1%	19,7%
BLNG	9,7%	10,0%	10,0%
Forward P/E @ Giá hiện tại (x)	12,2	10,3	8,6
EPS (đồng/cp)	4.222	4.987	5.967
Giá mục tiêu (đồng/cp)			54.155

Dệt May

Hồi phục từ nền thấp của năm 2023

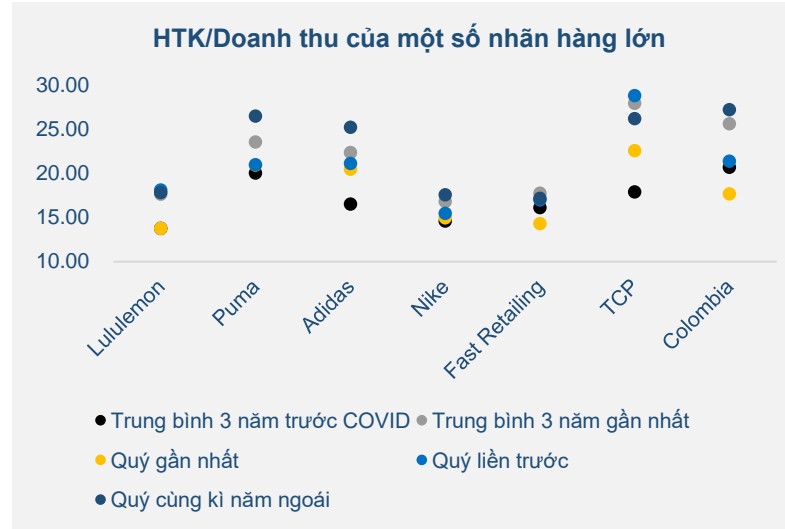
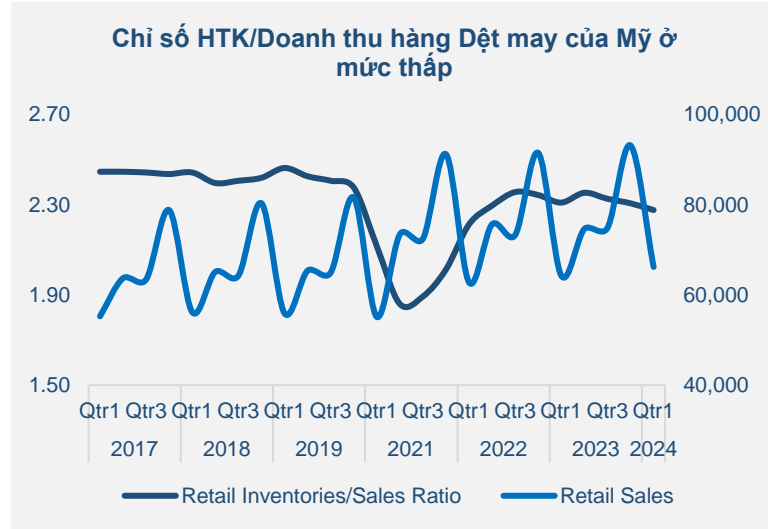


Ngành Dệt May - Hồi phục từ nền thấp của năm 2023



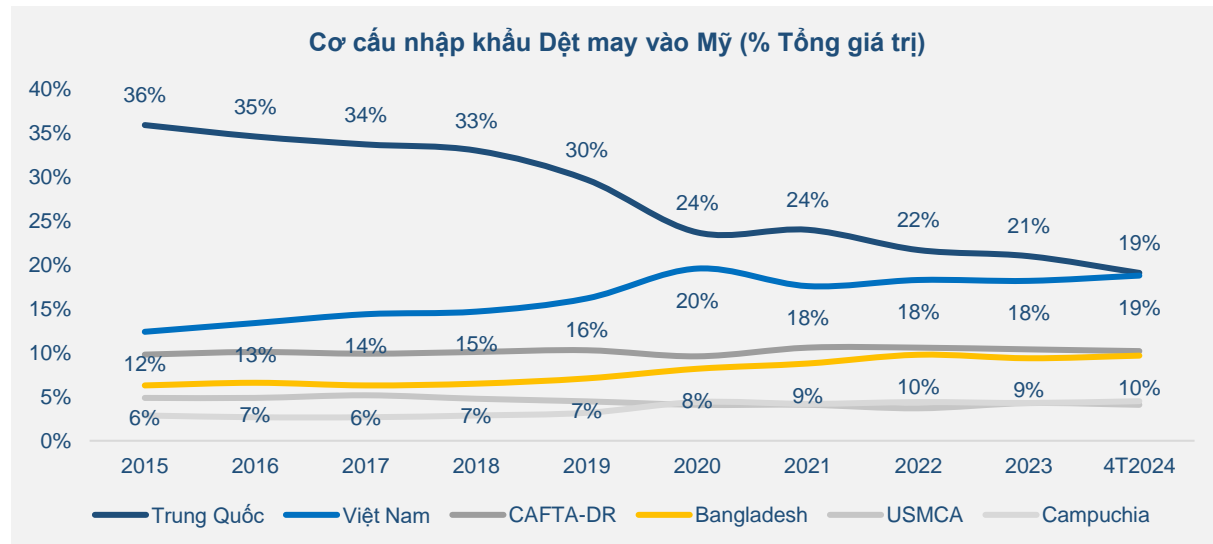
Nguồn: Hải quan Việt Nam

Ngành Dệt May - Thị trường Mỹ tiếp tục có tiềm năng trong ngắn và trung hạn



Kế hoạch tổng doanh thu của một số nhãn hàng		
Nhãn hàng	Tăng trưởng doanh thu dự kiến (%yoy)	Năm tài chính kết thúc vào
Nike	1%	30/5/2024
Adidas	4 đến 6%	31/12/2024
Columbia	-4% đến -2%	31/12/2024
Decathlon	N/A	N/A
Abercrombie & Fitch	4 đến 6%	3/2/2025
The Children Place	N/A	28/1/2025

Nguồn: Federal Reserve Economic Data, cập nhật ngày 22/05/2024
Loại bỏ dữ liệu năm 2020 do ảnh hưởng của COVID khiến HTK/Doanh thu trung bình năm 2020 tăng mạnh lên mức 4,23, có lúc lên tới 18,31 vào tháng 4/2020



Khảo sát các nhãn hàng thời trang tại Mỹ về nguồn cung năm 2023:

Nguồn cung	Đóng góp vào tổng nguồn cung trong một doanh nghiệp				
	>50%	31-50%	11-30%	1-10%	0%
Mỹ	0%	0%	9%	50%	41%
Trung Quốc	19%	11%	30%	41%	0%
Việt Nam	7%	15%	67%	11%	0%
Bangladesh	7%	15%	30%	44%	4%
Nước Châu Á khác	0%	8%	71%	21%	0%
Châu Âu	0%	0%	0%	38%	63%
Thổ Nhĩ Kỳ	0%	0%	6%	47%	47%
USMCA	5%	0%	10%	55%	30%
CAFTA-DR	5%	0%	24%	52%	19%
Châu Phi	0%	0%	16%	47%	37%
Trung Đông	13%	8%	2%	0%	0%

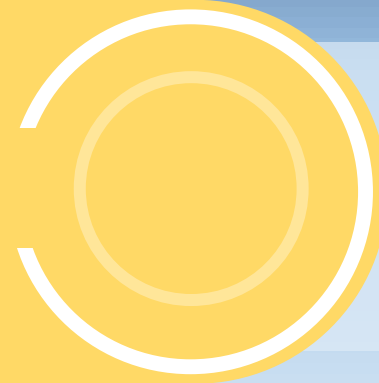
Nguồn: USFIA, Bloomberg

Tổng hợp khuyến nghị

Mã CK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Lợi nhuận kỳ vọng	P/E forward @ Giá đóng cửa ngày 14/6/2024		Điểm nhấn đầu tư
				2024	2025	
TNG	OUTPERFORM	33.958	+33%	9,5	7,5	<ul style="list-style-type: none"> - Tăng trưởng chuyên may +14%yoy. - Nhu cầu đặt hàng hồi phục.
MSH	OUTPERFORM	59.583	+24%	11,8	9,1	<ul style="list-style-type: none"> - Gia tăng công suất sau khi Nhà máy Xuân Trường 2 đi vào hoạt động trong năm 2025. - Nhu cầu đặt hàng hồi phục.
STK	NEUTRAL	35.295	+11%	21,5	13,9	<ul style="list-style-type: none"> - Gia tăng công suất sau khi Nhà máy Unitex GD1 đi vào hoạt động vào tháng 7/2024. - Tín hiệu hồi phục khả quan, tuy nhiên vẫn đang chủ động nhận thêm đơn hàng sợi nguyên sinh để duy trì sản xuất.

TNG

OUTPERFORM | Target: 33.958 VNĐ/CP | Upside: +33%

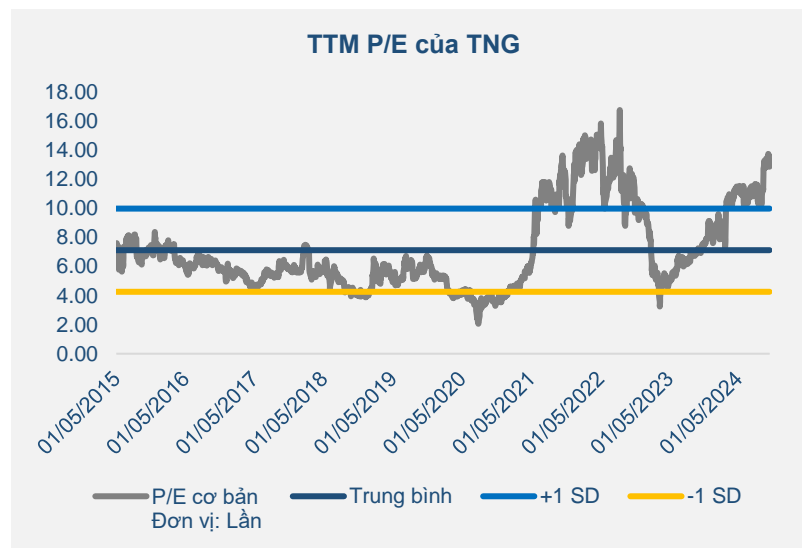
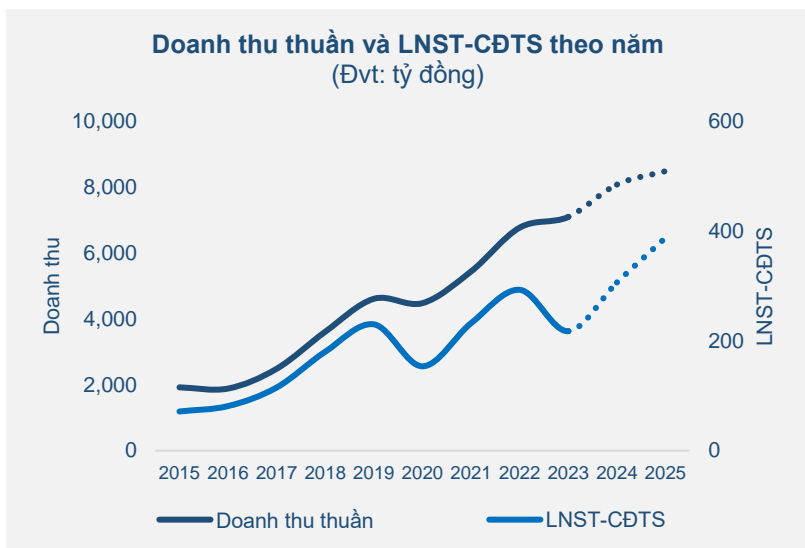


Hồi phục nhờ tệp khách hàng lớn trung thành và mở rộng chuyên may

TNG - OUTPERFORM | Target: 33.958 VNĐ/CP | Upside: +33%

Điểm nhấn đầu tư:

- **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu **33.958 đồng/cp**, sử dụng phương pháp DCF và EV/EBITDA.
- **TNG đã kí kết 75% đơn hàng cho năm 2024.** Tình hình đơn hàng khả quan nhờ (1) các nhãn hàng có nhu cầu xuống đơn hàng trong bối cảnh hàng tồn kho đã được hấp thụ, và (2) hưởng lợi nhờ chuyển dịch đơn từ đối thủ Bangladesh, trong bối cảnh công nhân ngành Dệt may của nước này tổ chức đình công. Ban lãnh đạo chia sẻ hai khách hàng lớn nhất là Decathlon và Abercrombie & Fitch (lần lượt chiếm 20% và 15% doanh thu mảng may năm 2023) có kế hoạch tăng trưởng đơn hàng khả quan.
- **Kế hoạch mở rộng thêm 45 chuyên may.** Nhằm đảm bảo phục vụ nhu cầu đặt hàng, TNG có kế hoạch mở rộng 45 chuyên may trong năm 2024, tương đương với tăng trưởng khoảng 14%. Chuyên may mới sẽ tập trung tại nhà máy Việt Thái-Sơn Cẩm, Việt Đức-Sơn Cẩm và Đồng Hỷ.
- **Dự phóng năm 2024.** BVSC dự phóng Doanh thu thuần và LNST-CĐTS 2024F của TNG lần lượt là 8.081 tỷ đồng (+14%yoy) và 307 tỷ đồng (+40%yoy).

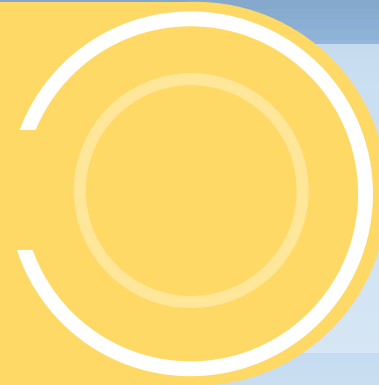


Nguồn: TNG, fiipro

Chỉ số (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	7.095	8.081	8.486
Tăng trưởng	4,8%	13,9%	5,0%
LNST-CĐTS	218	307	388
Tăng trưởng	-25,7%	40,8%	26,6%
BLNG	13,8%	14,4%	14,9%
Forward P/E @ Giá hiện tại (x)	13,4	9,5	7,5
EPS (đồng/cp)	1.917	2.700	3.417
Giá mục tiêu (đồng/cp)			33.958

MSH

OUTPERFORM | Target: 59.583 VNĐ/CP | Upside: +24%

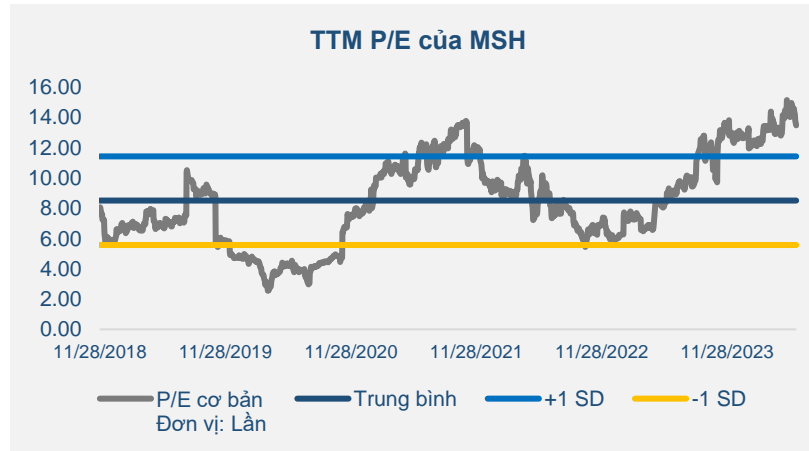
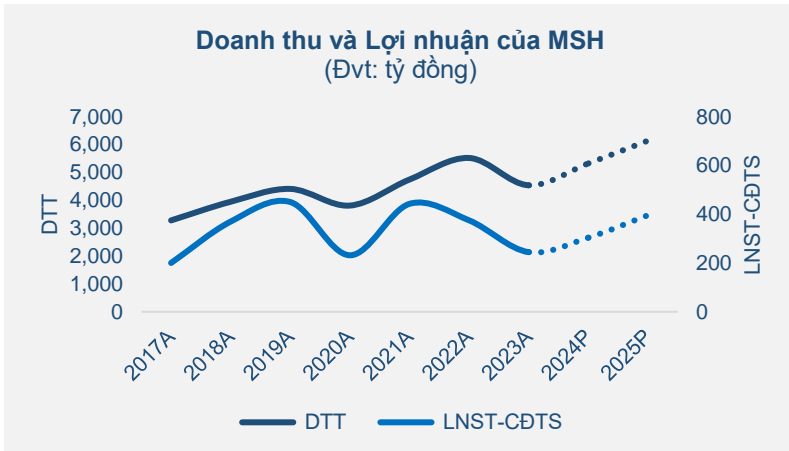


Đơn hàng cho thấy dấu hiệu hồi phục tích cực

MSH - OUTPERFORM | Target: 59.583 VNĐ/CP | Upside: +24%

Điểm nhấn đầu tư:

- **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu **59.583 đồng/cp**, sử dụng phương pháp DCF.
- **Số lượng đơn hàng Q1/2024 tăng trưởng svck.** Tuy nhiên, Ban lãnh đạo chia sẻ đơn giá vẫn chưa khả quan, vì vậy ít khả năng BLNG năm 2024 trở về mức của năm 2022.
- **Tiềm năng tăng trưởng dài hạn với nhà máy Sông Hồng 10 và Xuân Trường 2.** Việc nhà máy Sông Hồng 10 (SH10) chạy đầy công suất và nhà máy Xuân Trường 2 (XT2) đi vào hoạt động dự kiến tăng tổng năng lực sản xuất của MSH lên 62% trong giai đoạn 2025 - 2027. Bên cạnh đó, các nhà máy này còn được ưu đãi thuế và được chú trọng đầu tư về yếu tố ESG, hứa hẹn đánh vào các phân khúc sản phẩm cao cấp với biên lợi nhuận tốt hơn.
- **Nâng dự phóng năm 2024.** BVSC nâng dự phóng KQKD 2024 so với Báo cáo lần đầu (phát hành ngày 15/02/2024) nhờ thông tin đơn hàng tương đối tích cực. Doanh thu và LNST-CĐTS 2024F mới lần lượt là 5.329 tỷ đồng (+17%svck) và 305 tỷ đồng (+25%svck).

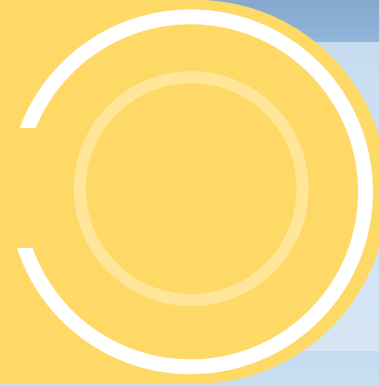


Nguồn: MSH, Fiinpro

Chỉ số (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	4.542	5.329	6.140
Tăng trưởng	-18%	17%	15%
LNST-CĐTS	245	305	395
Tăng trưởng	-35%	25%	30%
BLNG	12,4%	14,3%	15,0%
Forward P/E @ Giá hiện tại (x)	15,9	11,8	9,1
EPS (đồng/cp)	3.011	3.914	5.080
Giá mục tiêu (đồng/cp)	59.583		

STK

NEUTRAL | Target: 35.295 VNĐ/CP | Upside: +11%



Đơn hàng khả quan từ Q2/2024, tuy nhiên chi phí tài chính là gánh nặng lớn

STK - NEUTRAL | Target: 35.295 VNĐ/CP | Upside: +11%

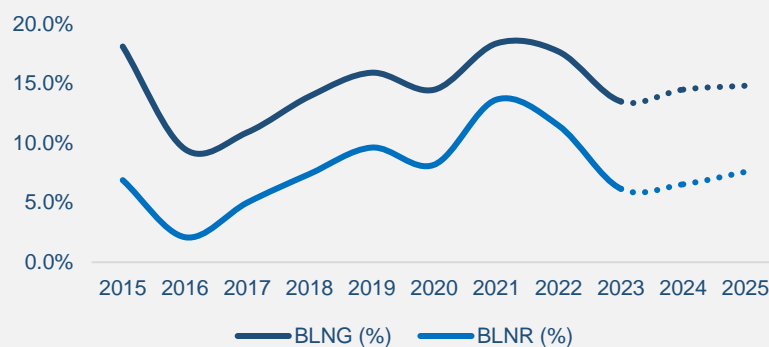
Điểm nhấn đầu tư:

- **NEUTRAL** với mức giá mục tiêu **35.295 đồng/cp**, sử dụng phương pháp DCF và P/E.
- **Nhà máy Unitex giai đoạn 1 (Unitex GD 1) dự kiến đi vào hoạt động vào tháng 7/2024.** Tới tháng 2/2024, STK đã hoàn thành 90% khối lượng xây dựng tổng thể, 50% tiến độ lắp đặt máy móc. Dự kiến việc xây dựng sẽ được hoàn tất trong Q2/2024, và nhà máy bắt đầu vận hành từ tháng 7/2024.
- **Tín hiệu hồi phục bước đầu.** Ban lãnh đạo kì vọng đơn hàng Q2/2024 sẽ đạt khoảng 9.000 tấn (+66%qoq, +14%yoy), và kết quả kinh doanh sẽ khả quan hơn trong 2H2024. Đơn hàng tháng 5 và tháng 6/2024 cho thấy tăng trưởng tích cực so với các tháng đầu năm, trong đó các đơn hàng từ Unify và Lear tương đối khả quan.
- **Dự phóng năm 2024.** BVSC dự phóng Doanh thu và LNST-CĐTS 2024 của STK lần lượt là 2.152 tỷ đồng (+51%svck) và 141 tỷ đồng (+60%svck). Chúng tôi kì vọng KQKD sẽ tăng trưởng từ nền thấp năm ngoái, tuy nhiên BLNG sẽ chưa trở về mức trung bình 5 năm là 16% do (1) nhu cầu tiêu thụ chưa thực sự mạnh mẽ, và (2) ghi nhận chi phí khấu hao sau khi nhà máy Unitex GD 1 đi vào hoạt động vào tháng 7/2024.

Doanh thu thuần và LNST-CĐTS của STK theo năm
(Đvt: tỷ đồng)



Biên lợi nhuận của STK theo năm

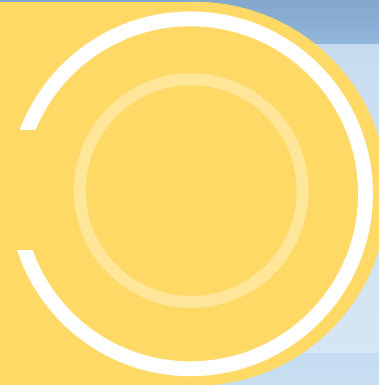


Nguồn: STK

Chỉ số (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	1.425	2.152	2.875
Tăng trưởng	51,0%	33,6%	18,3%
LNST-CĐTS	88	141	218
Tăng trưởng	-63,8%	60,4%	54,5%
BLNG	13,5%	14,5%	14,8%
Forward P/E @ Giá hiện tại (x)	34.1	21,5	13,9
EPS (đồng/cp)	933	1.480	2.287
Giá mục tiêu (đồng/cp)			35.295

Ngành Bảo hiểm

Vốn lớn tạo cơ hội tăng trưởng doanh thu

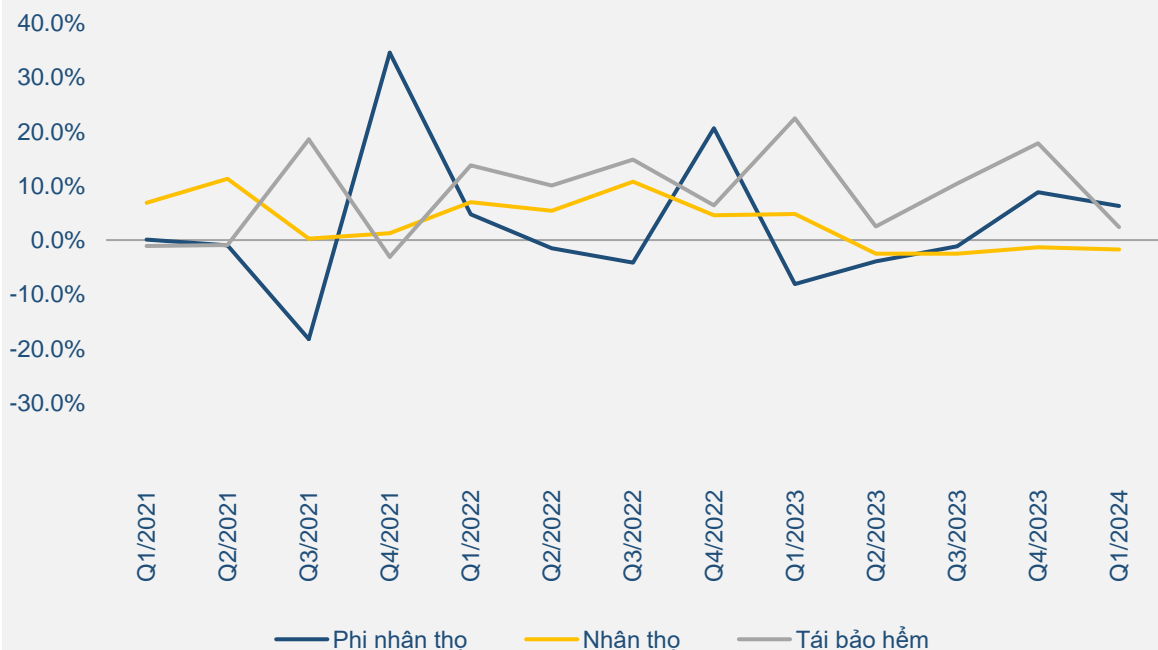


Nghiệp vụ tài sản dẫn dắt tăng trưởng doanh thu phi nhân thọ

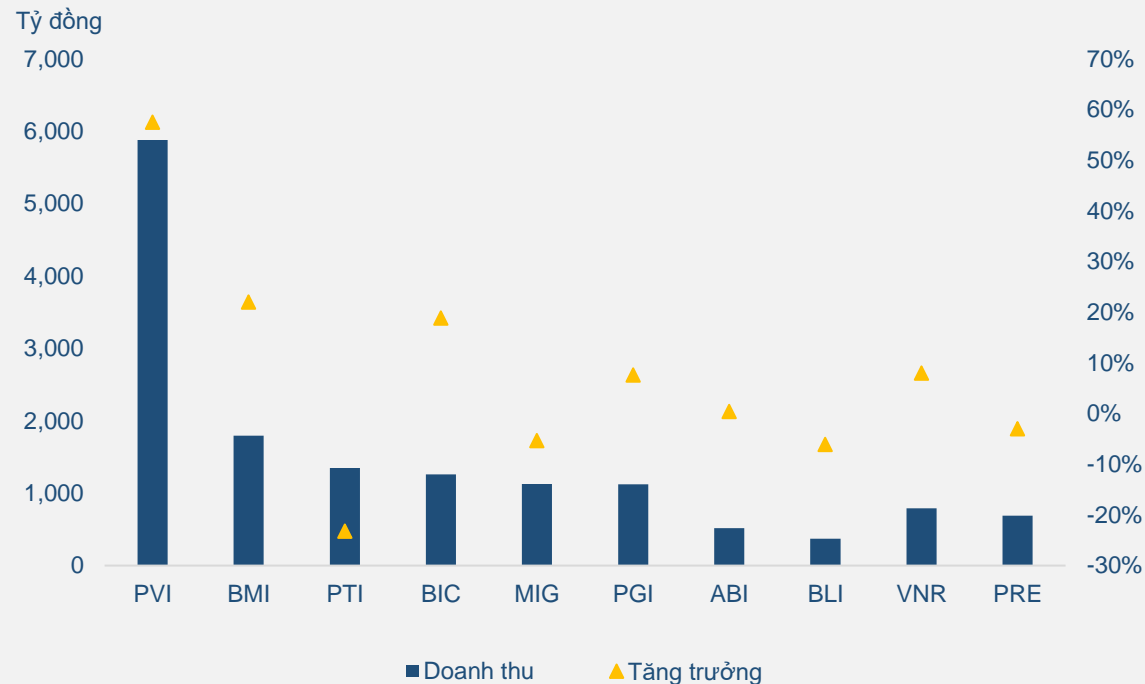
Ngành Bảo hiểm 2024

- Tính chung Q1/2024, tổng doanh thu phí bảo hiểm đạt 53.295 tỷ đồng (-4,3% yoy), trong đó, doanh thu phí lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ giảm 10,9%; lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ tăng 9,8%.
- Đối với BHPNT, động lực tăng trưởng chính đến từ hoạt động bảo hiểm tài sản, với các dự án đầu tư xây dựng lớn như cảng hàng không quốc tế Long Thành, dự án xây dựng Nhà ga T3, Sân bay quốc tế Nội Bài, dự án Nhà máy Nhiệt điện Quảng Trạch I. Nghiệp vụ bảo hiểm sức khỏe và bảo hiểm xe cơ giới tuy vẫn giữ được tăng trưởng dương, tuy nhiên, tốc độ giảm so với giai đoạn trước. **Trong năm 2023, bảo hiểm tài sản và cháy nổ tăng trưởng lần lượt 6,2% và 9,3%, trong khi bảo hiểm sức khỏe và bảo hiểm xe cơ giới chỉ tăng trưởng lần lượt 0,1% và -1,8%.**
- Đối với BHNT, chúng tôi cho rằng yếu tố niềm tin vẫn sẽ tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực tới tăng trưởng của các doanh nghiệp trong ngành trong thời gian tới. Sẽ cần nhiều thời gian để lấy lại niềm tin của khách hàng.

Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm Q1/2024



Tăng trưởng doanh thu phí BH các doanh nghiệp Q1/2024

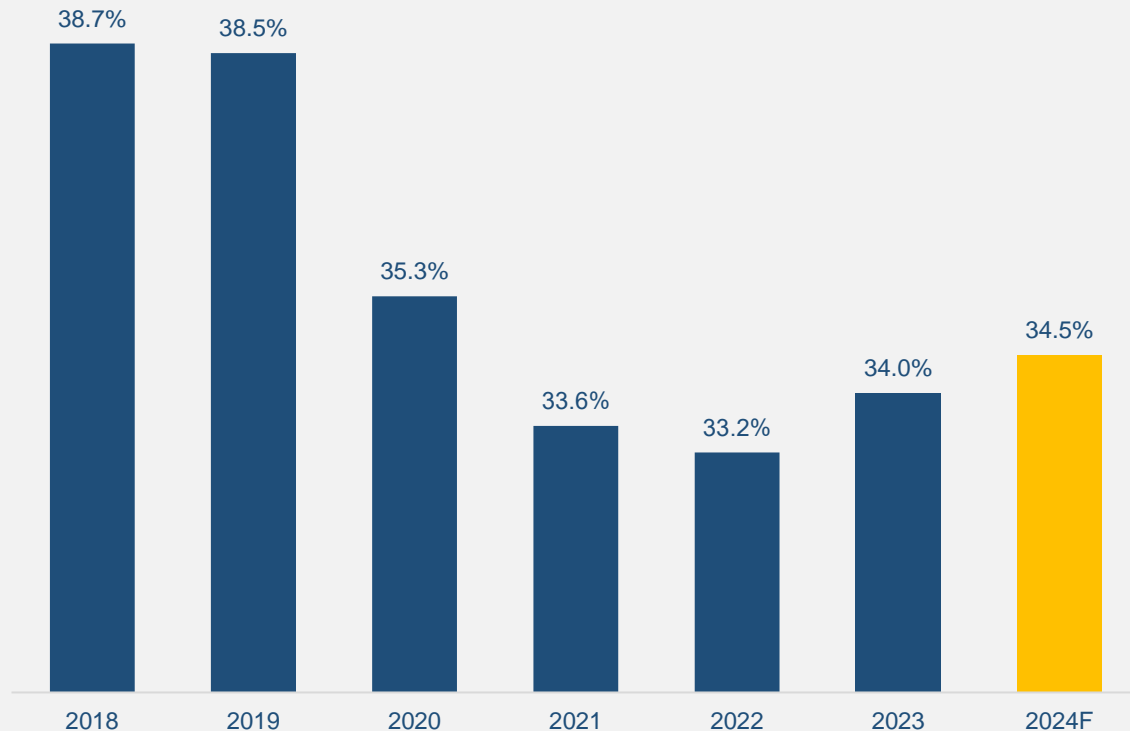


Lợi nhuận dự kiến tăng trưởng thấp do lãi suất giảm

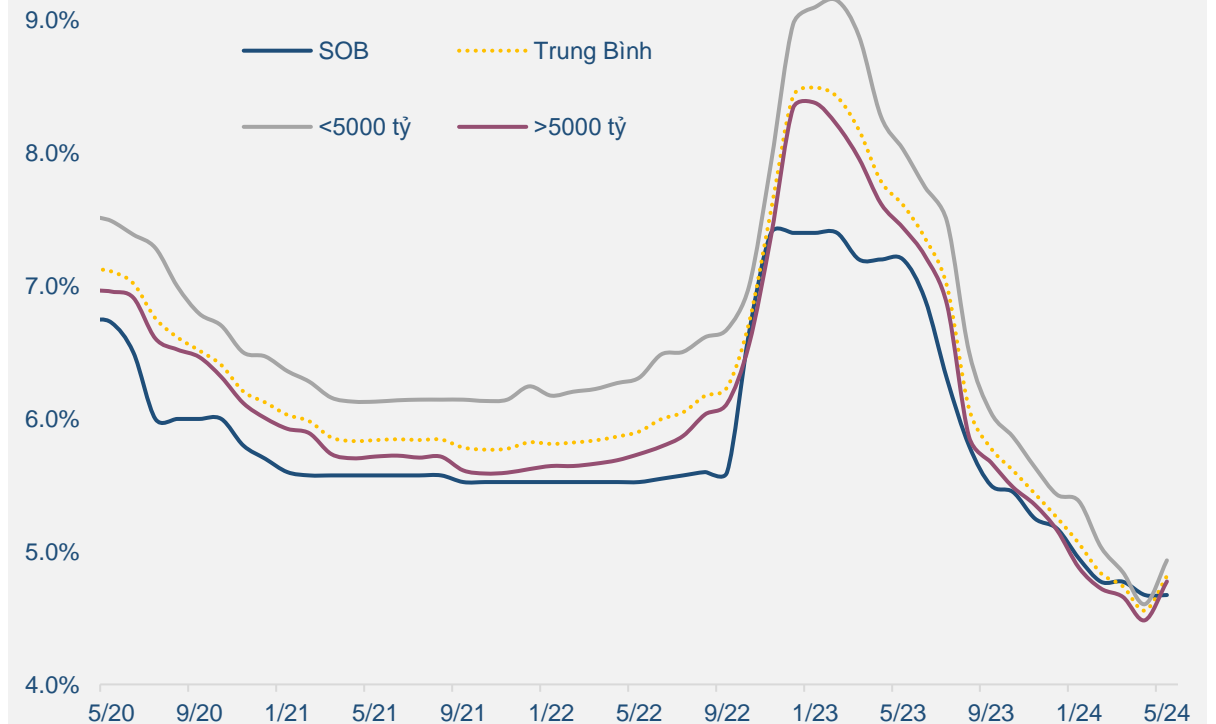
Ngành Bảo hiểm 2024

- Tỷ lệ bồi thường đang có xu hướng tăng trở lại từ mức thấp trong năm 2022 do nhu cầu khám chữa bệnh tăng cao, đồng thời các sự kiện bảo hiểm như cháy nổ, tai nạn, thiên tai có xu hướng xảy ra thường xuyên hơn.
- Trong khi đó, lãi suất tiền gửi sau giai đoạn tăng cao kỷ lục đã giảm xuống mức thấp từ Q1/2024, điều này sẽ ảnh hưởng tới hoạt động đầu tư tài chính các các doanh nghiệp bảo hiểm khi phần lớn tài sản là tiền gửi.

Tỷ lệ bồi thường qua các năm

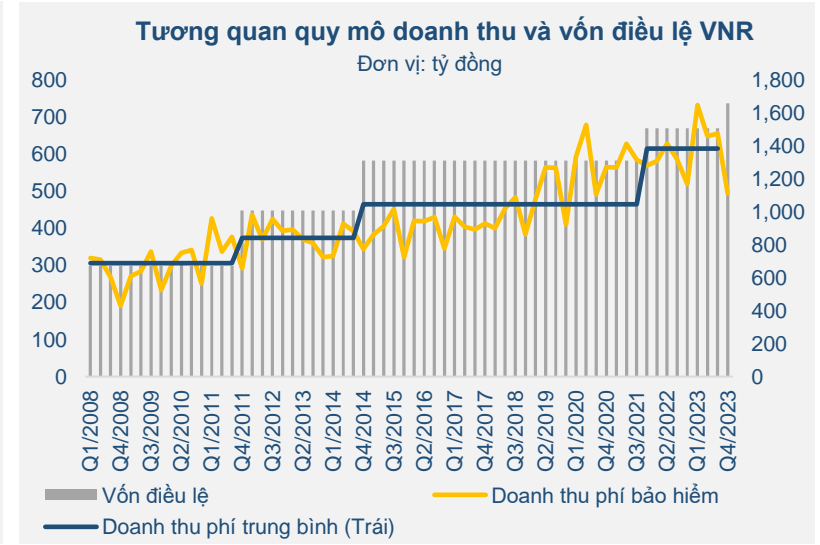
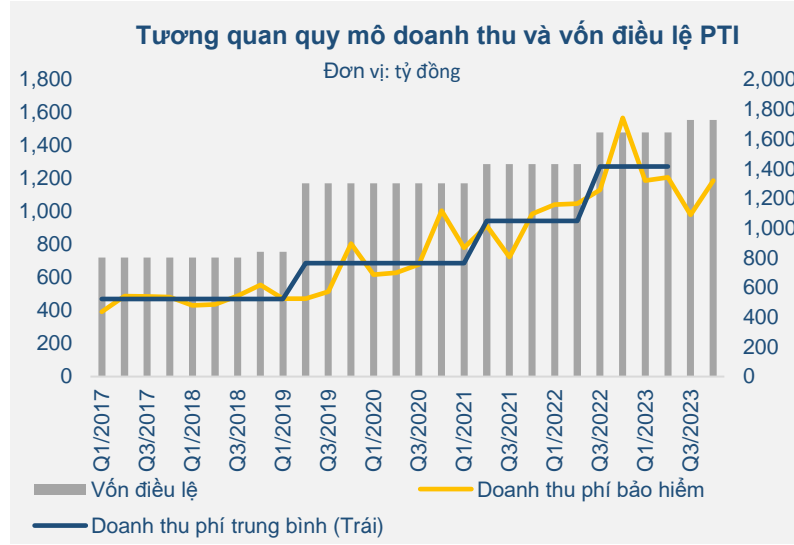
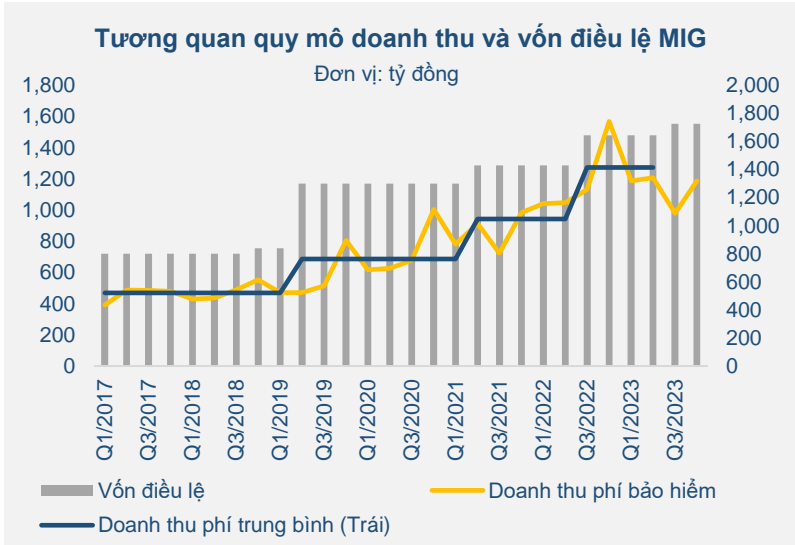
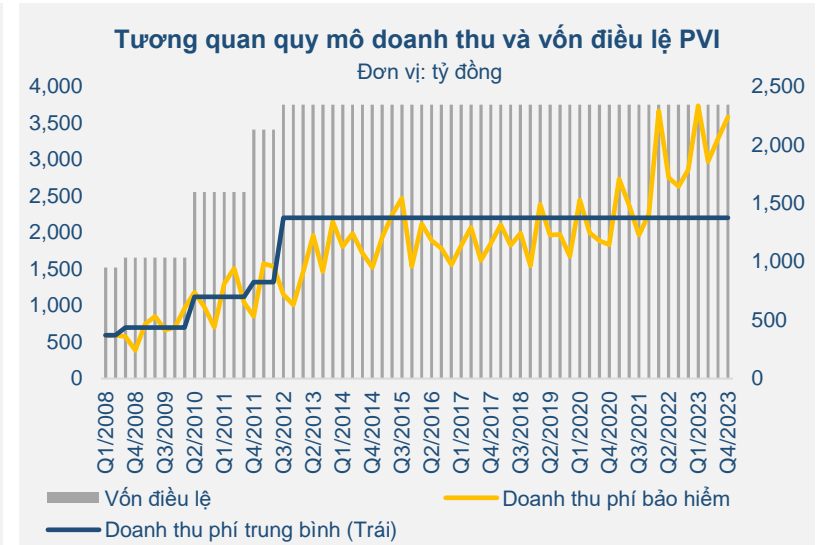
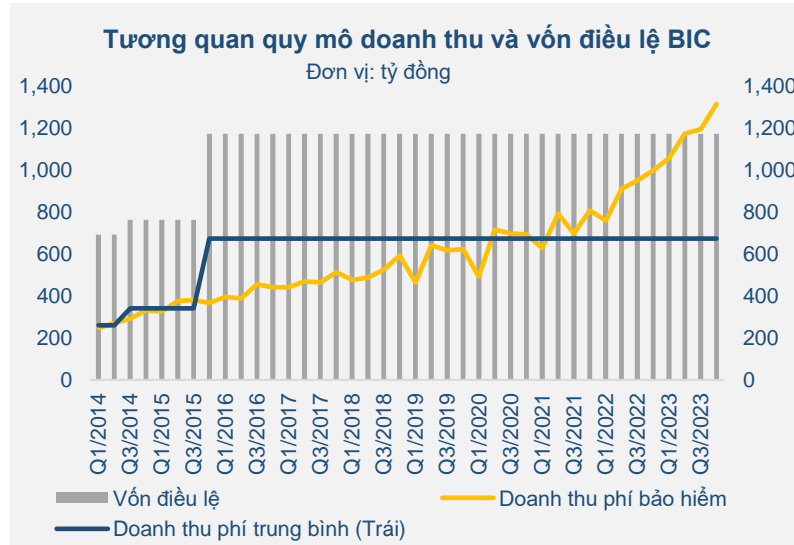
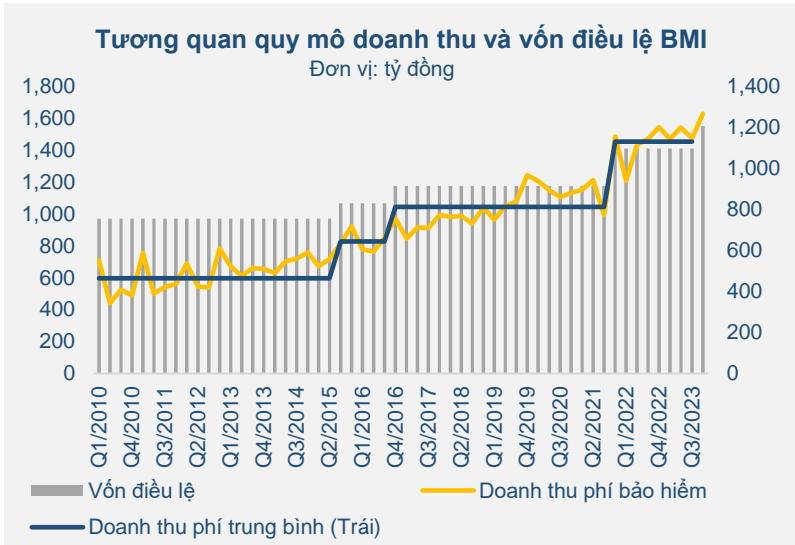


Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng



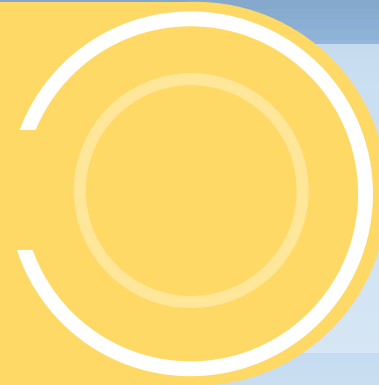
Gia tăng vốn điều lệ là nền tảng để tăng trưởng doanh thu

Ngành Bảo hiểm 2024



PVI

OUTPERFORM | Target: 72.300 VNĐ/CP | Upside: +21,7%



PVI – Doanh nghiệp đầu ngành hưởng lợi từ các dự án lớn

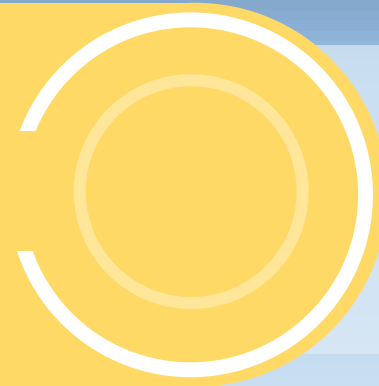
Current price: 59.400 VNĐ/CP- Target: 72.300 VNĐ/CP | Upside: +21,7% - Recommendation: Outperform

- Là doanh nghiệp dẫn đầu mảng bảo hiểm phi nhân thọ. Hết năm 2023, PVI duy trì vị thế là doanh nghiệp đầu ngành bảo hiểm phi nhân thọ, với thị phần 15,5%. Hiện tại, PVI là doanh nghiệp có vốn chủ lớn nhất ngành, đạt 2.342 tỷ đồng.
- Doanh thu phí ước tăng trên 20% trong 2 năm tới nhờ đẩy mạnh hoạt động xây dựng lớn, điển hình như các dự án trọng điểm như Cảng hàng không quốc tế Long Thành, dự án xây dựng Nhà ga T3, Sân bay quốc tế Nội Bài, dự án Nhà máy Nhiệt điện Quảng Trạch I. Ngoài ra, các dự án xây lắp dầu khí lớn như Lô B – Ô Môn, Lạc Đà Vàng và các dự án xây dựng điện gió ngoài khơi có thể đóng góp thêm trên 500 tỷ đồng mỗi năm trong thời gian tới. Là doanh nghiệp duy nhất được nâng hạng từ B++ lên A- (Xuất sắc) là doanh nghiệp duy nhất được xếp hạng A- (Xuất Sắc) – nâng từ B++, PVI có lợi thế lớn để nhận nhiều hợp đồng trong thời gian tới.
- Tỷ lệ bồi thường giảm lần lượt 2% và 1% trong 2 năm tiếp theo. Nhờ xếp hạng A-, PVI sẽ có khả năng lựa chọn những hợp đồng với chất lượng tốt, qua đó có khả năng giảm tỷ lệ bồi thường để tăng hiệu quả hoạt động khai thác. Tỷ lệ bồi thường giảm giúp lợi nhuận tăng thêm 123 tỷ đồng và 78 tỷ đồng lần lượt trong năm 2024 và 2025.
- Tỷ lệ cổ tức cao và ổn định. Trong năm 2024, PVI đặt mục tiêu chi trả cổ tức bằng tiền mặt tối thiểu 28,5%. Các năm gần đây, tỷ lệ cổ tức của PVI luôn được duy trì ở mức 20 đến trên 30%/năm. Mức này tương đương với tỷ suất cổ tức trên thị giá vào khoảng 6%, là suất sinh lời hấp dẫn hơn so với lãi tiền gửi hiện nay.
- Định giá và khuyến nghị đầu tư: Sử dụng PB target 1,7x, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với PVI với giá mục tiêu là **72.300 đồng/cp**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu phí BH gốc	10.032	11.002	13.272	16.591
Tăng trưởng	29,3%	9,7%	20,6%	25,0%
NPAT	877	1.030	1.448	1.790
Tăng trưởng	0,7%	17,3%	40,6%	23,6%
P/E	16,94x	14,42x	11,69x	9,03x
P/B	1,88x	1,83x	1,85x	1,55x
EPS (đồng/cp)	3.742	4.396	6.182	7.642
Giá mục tiêu (đồng/cp)				72.300

BMI

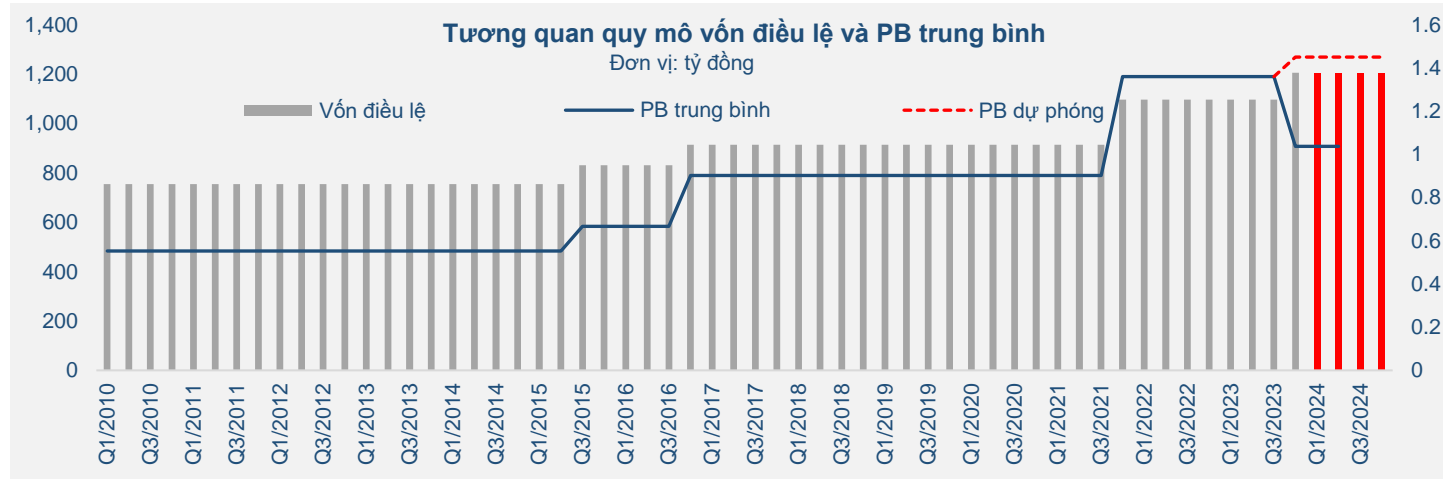
OUTPERFORM | Target: 31.400 VNĐ/CP | Upside: +21,9%



BMI – Nguồn vốn gia tăng giúp thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn

Current price: 25.600 VNĐ/CP - Target: 31.400 VNĐ/CP | Upside: +21,9% - Recommendation: Outperform

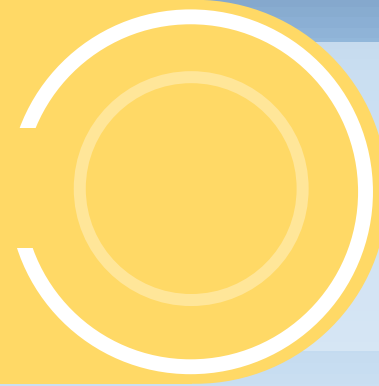
- **Tiềm năng tăng trưởng trong trung và dài hạn nhờ vốn điều lệ gia tăng.** BMI đã hoàn thành việc tăng vốn điều lệ từ 1.096 tỷ đồng lên hơn 1.205 tỷ đồng trong cuối năm 2023 và tiếp tục có kế hoạch tăng lên 1.500 tỷ đồng vào năm 2025. Việc tăng vốn giúp BMI gia tăng khả năng đấu thầu thành công vào các hợp đồng tài sản có giá trị lớn hơn, trong chiến lược giảm phụ thuộc vào các sản phẩm bán lẻ có hiệu quả không cao. Ngoài ra, tài sản gia tăng cũng giúp tăng lượng tiền gửi, qua đó cải thiện lợi nhuận tài chính trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức thấp.
- **Hiệu quả hoạt động kinh doanh được cải thiện dần.** Chúng tôi kì vọng tỉ lệ kết hợp của BMI sẽ giảm 100bps trong năm 2024, xuống còn 97,1% nhờ việc tỉ lệ bồi thường giảm so với mức cao trong giai đoạn 2022-2023. Ngoài ra, BMI cũng đang nỗ lực cải thiện tỉ lệ bồi thường thông qua việc (1) giảm dần sự phụ thuộc vào bảo hiểm sức khỏe; và (2) đẩy mạnh hợp tác với các cơ sở khám chữa bệnh để tránh các trường hợp trực lợi bảo hiểm.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư:** Với PB target là 1,3x, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu BMI với mức giá mục tiêu là **31.400 đồng/cp**.



Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu phí BH gốc	5.399	5.560	6.407	6.888
Tăng trưởng	20,1%	3,0%	15,2%	7,5%
NPAT	292	329	305	342
Tăng trưởng	14,6%	12,6%	-7,4%	12,2%
P/E	8,3x	7,3x	7,9x	7,1x
P/B	1,32x	1,21x	1,30x	1,17x
EPS (đồng/cp)	3.199	3.603	3.337	3.744
Giá mục tiêu (đồng/cp)				31.400

Ngành Dầu khí

Tiềm năng từ các doanh nghiệp thượng nguồn

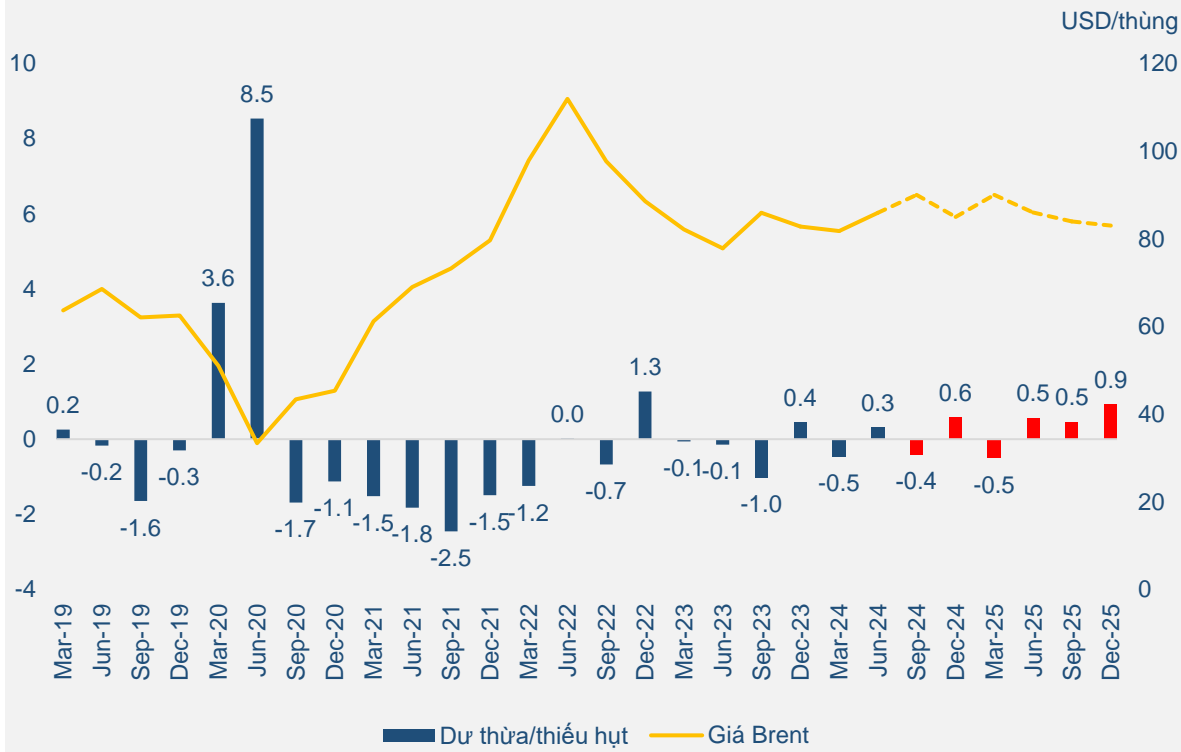


Ước tính giá dầu đạt trung bình 83 USD/thùng trong 2024

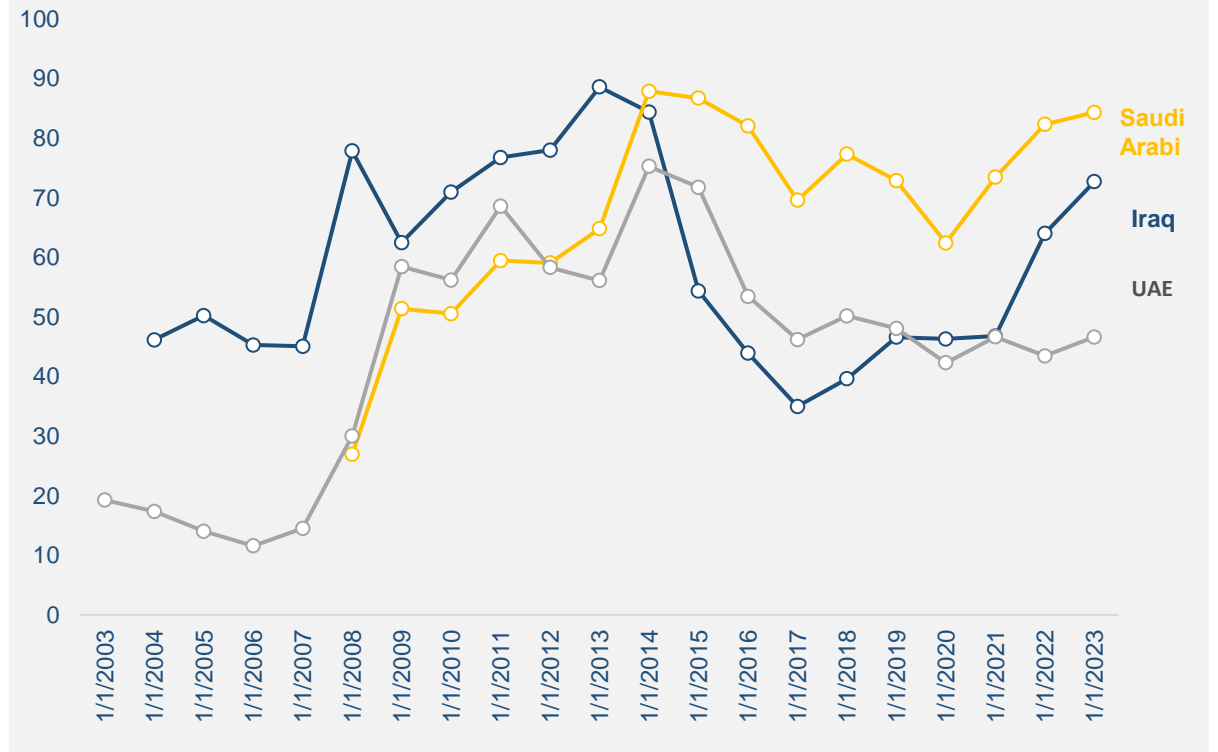
Ngành Dầu khí 2024

- Do nhu cầu đầu tư lớn, điểm hòa vốn tài khóa của Ả Rập – Saudi đã tăng lên đến 84 USD/thùng, do đó, chúng tôi tin rằng OPEC sẽ có nhiều động lực để duy trì giá dầu trên 80 USD/thùng trong thời gian tới.
- Chúng tôi ước tính giá dầu trung bình Brent trong 2024 đạt trung bình 83 USD/thùng, tương đương năm 2023.

Thiếu hụt nguồn cung hỗ trợ giá dầu đến hết Q1/2024



Động lực giữ giá dầu trên 80 USD/thùng do điểm hòa vốn cao



Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp

Hoạt động thăm dò và khai thác trong nước thúc đẩy các doanh nghiệp thượng nguồn

Ngành Dầu khí 2024

- Trong bối cảnh suy giảm sản lượng khai thác dầu khí, cùng với việc giá dầu đang được neo ở mức cao, chúng tôi cho rằng hoạt động đầu tư thăm dò, tìm kiếm các mỏ mới trong giai đoạn này là rất cần thiết. Ước tính giá trị đầu tư trung bình trong 10 năm tới (*dựa trên các dự án đã có số liệu đầu tư ước tính*) là khoảng 1,3 tỷ USD/năm, gấp đôi giá trị đầu tư trung bình trong 6 năm trước đây.
- Bên cạnh các dự án hiện tại, trong ngày 06/5/2024, PVN công bố 2 phát hiện dầu khí mới ở giếng R79, mỏ Rồng thuộc Lô 09/01 và giếng BA-1X, mỏ Bunga Aster thuộc lô PM3 CAA. Trong đó, giếng BA-1X đã được khoan thành công và đưa vào khai thác ngay.
- Việc đẩy mạnh đầu tư xây dựng các dự án mới sẽ đem lại **triển vọng tích cực đối với các công ty thượng nguồn như PVD, PVS.**

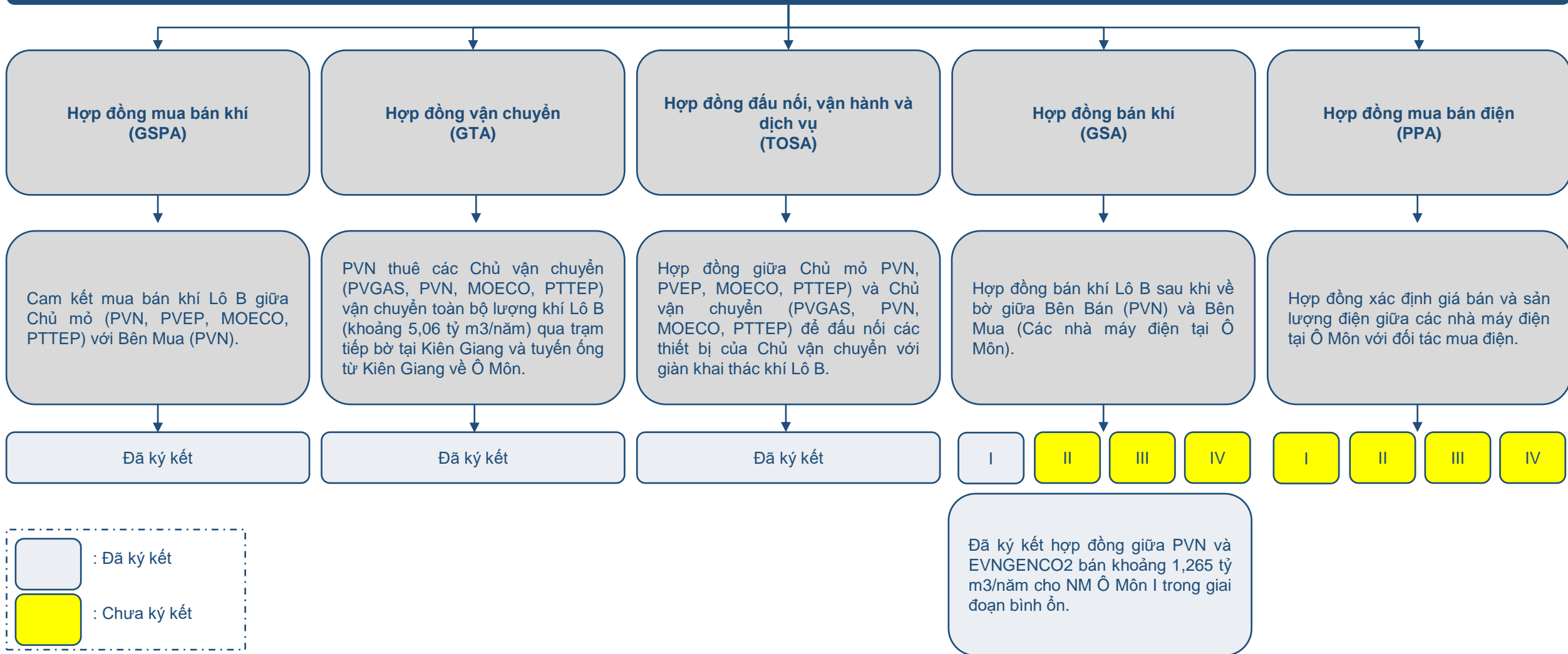
Tên mỏ	Trữ lượng	Vị trí	Tổng vốn đầu tư (triệu USD)	Chi tiết
Lô B	107 tỷ m3 khí	Bể Malay - Thổ Chu	6600	Kỳ vọng nhận FID trong nửa cuối năm 2024, khai thác dòng khí đầu tiên vào Q4/2026.
Lạc Đà Vàng	100 triệu thùng dầu	Bể Cửu Long	693	Đã nhận FID vào tháng 11/2023, khai thác dòng dầu đầu tiên vào năm 2027.
Sư Tử Trắng 2B	20 tỷ m3 khí	Bể Cửu Long	1300	Hợp đồng hiện tại hết hạn vào tháng 9/2025, giai đoạn 2B của mỏ Sư Tử Trắng sẽ gia tăng tuổi thọ cho Lô 15-1 thêm hơn 20 năm dự kiến dòng khí đầu tiên vào năm 2027.
Kinh Ngư Trắng	6 triệu thùng dầu 2,16 tỷ m3 khí đồng hành	Bể Cửu Long	650	Dự kiến dòng dầu đầu tiên vào 2025.
Thiên Nga Hải Âu	10,03 tỷ m3 khí	Nam Côn Sơn	348,69	Dự kiến nhận dòng khí đầu tiên vào Q4/2026.
Nam Du U Minh	5,6 tỷ m3 khí	Bể Malay - Thổ Chu		Đã ký thỏa thuận mua bán khí vào tháng 1/2024, dự kiến nhận dòng khí đầu tiên vào Q4/2026.
Hải Sư Vàng	170-430 triệu thùng dầu	Bể Cửu Long		Dự kiến thực hiện thăm dò vào Q3/2024.
Lạc Đà Hồng	65-135 triệu thùng dầu	Bể Cửu Long		Dự kiến thực hiện thăm dò vào Q4/2024.
Kèn Bầu	200-250 tỷ m3 khí	Bể Sông Hồng		Đang thăm dò, lên kế hoạch.
Cá Voi Xanh	150 tỷ m3 khí	Bể Sông Hồng – Lô 117		Đang tạm dừng.
Cá Rồng Đỏ	45 triệu thùng dầu 235 tỷ m3 khí	Bể Nam Côn Sơn – Lô 136/03		Đang tạm dừng.

Nguồn: BVSC tổng hợp

Lô B – Ô Môn đang vào giai đoạn cuối để đạt được FID

Ngành Dầu khí 2024

CÁC HỢP ĐỒNG THƯƠNG MẠI DỰ ÁN LÔ B – Ô MÔN



 : Đã ký kết
 : Chưa ký kết

Các doanh nghiệp ở khu vực thượng nguồn sẽ hưởng lợi trước tiên từ dự án Lô B

Ngành Dầu khí 2024

Phạm vi công việc	Doanh nghiệp hưởng lợi							Nhận xét
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029-2049	
Thượng nguồn - 1 giàn xử lý trung tâm (CPP) - 1 FSO - 47 giàn đầu giếng (WHP) - 5 giàn thu gom (Hub) - 911 giếng khai thác		PVS (xây lắp giàn CPP, WHP, Hub, cho thuê FSO)						- Giai đoạn đầu: 1 CPP, 1 FSO, 1 LQ, 1 WHP và 3 hub, khoảng 80 giếng. - Giai đoạn sau: trung bình 2-3 giàn WHP/năm. Đồng thời các HUB và giếng còn lại sẽ được tiếp tục xây dựng sau FG. - Mất khoảng 2-3 năm để xây dựng và lắp, do đó, PVS sẽ được hưởng lợi đầu tiên. Ngoài ra, khả năng PVS có thể trúng thầu kho chứa FSO. - Chiến dịch khoan sẽ bắt đầu sau khoảng 2 năm.
Trung nguồn - Xây lắp, đấu nối các tuyến ống nội mỏ và đường ống ngoài khơi về bờ cũng như trên bờ. - Bọc ống.			PVB (bọc ống)				GAS (vận chuyển khí)	- PVB là doanh nghiệp cung cấp dịch vụ bọc ống cho dự án, với thời gian bọc vào khoảng 16-20 tháng. - Sau FG, GAS sẽ tăng sản lượng vận chuyển khí từ trung bình 9 tỷ m3/năm lên 15 tỷ m3/năm.
Hạ nguồn Nhà máy điện Ô Môn II, III và IV.								

Tổng hợp khuyến nghị

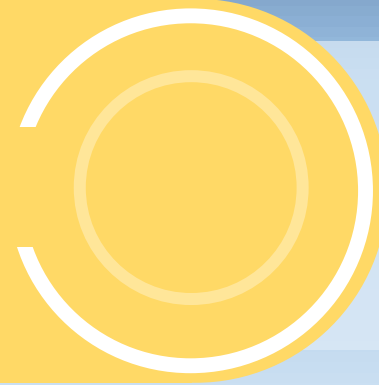
Triển vọng 2024

- BVSC ưa thích các doanh nghiệp hoạt động ở khâu thượng nguồn trong bối cảnh nhu cầu đầu tư là tương đối lớn.
- Các doanh nghiệp ở khâu hạ nguồn sẽ bị ảnh hưởng bởi diễn biến giá dầu, trong bối cảnh kinh tế còn nhiều rủi ro.

MCK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside	Điểm nhấn đầu tư
PVS	OUTPERFORM	53.000	+21,5%	<ul style="list-style-type: none">- Nguồn công việc dồi dào đến từ các dự án xây lắp dầu khí trong nước cũng như quốc tế.- Mạng điện gió ngoài khơi cũng là động lực lớn cho tăng trưởng trung và dài hạn. Hiện tại, PVS vẫn tiếp tục đấu thầu các dự án quốc tế.
PVD	OUTPERFORM	37.900	+20,7%	<ul style="list-style-type: none">- Nhu cầu đầu tư thượng nguồn tăng cao giúp cho tỷ suất hoạt động của các giàn khoan của PVD có sự cải thiện rõ rệt so với năm 2023, đồng thời giúp giá thuê giàn tiếp tục được duy trì ở mức cao trong các năm tới.- Động lực tăng trưởng mới từ giàn cho thuê trong năm 2024 và giàn đầu tư mới trong năm 2025.
GAS	NEUTRAL	84.800	+8,7%	<ul style="list-style-type: none">- Động lực tăng trưởng mới nhờ kinh doanh LNG.- Dự án Lô B – Ô Môn giúp sản lượng tăng thêm 60% từ năm 2027.
PLX	NEUTRAL	44.500	+8,5%	<ul style="list-style-type: none">- Kì vọng phục hồi kinh tế thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ xăng dầu.- Điểm mới trong Nghị định 80 và dự thảo nghị định mới về kinh doanh xăng dầu tạo môi trường kinh doanh thuận lợi hơn, giúp PLX gia tăng vị thế cạnh tranh và cải thiện biên lợi nhuận.

PVS

OUTPERFORM | Target: 53.000 VNĐ/CP | Upside: +21,5%



PVS – Triển vọng tích cực trong trung và dài hạn

Current price: 43.600 VNĐ/CP - Target: 53.000 VNĐ/CP | Upside: +21,5% - Recommendation: Outperform

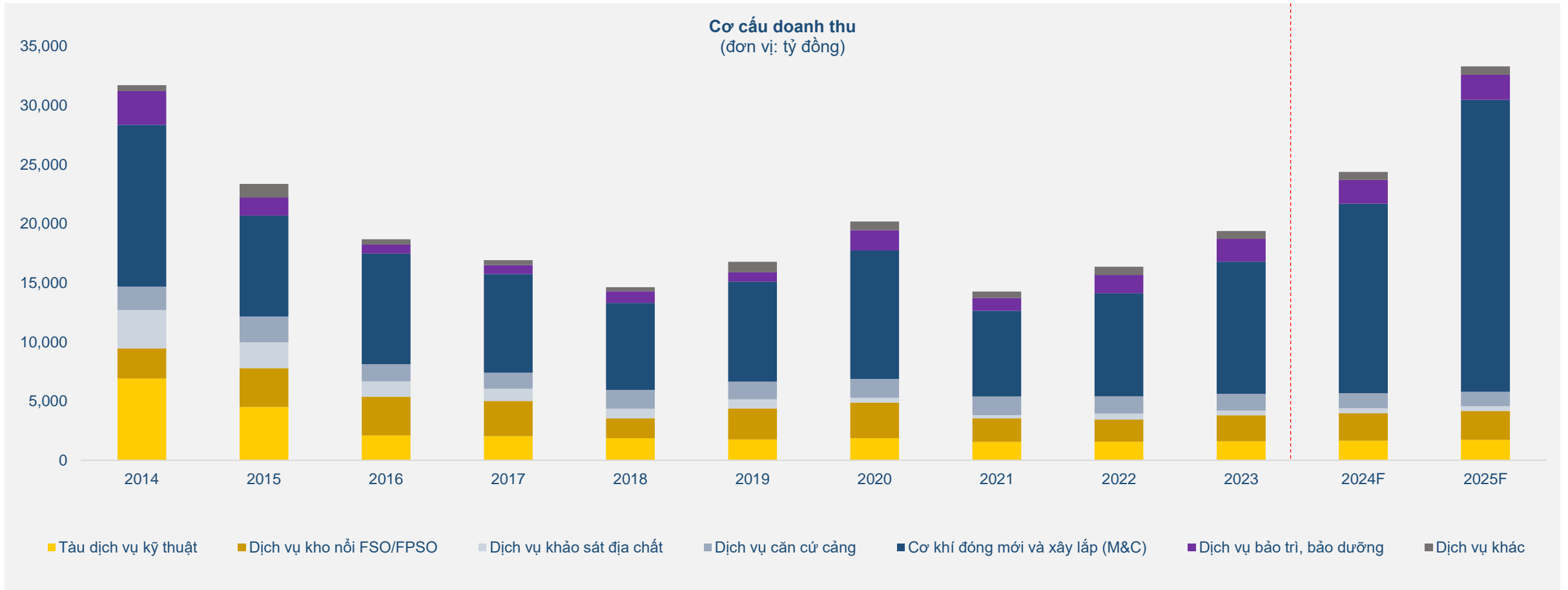
- **Các dự án dầu khí trong nước ước đóng góp thêm 4 nghìn tỷ và 12 nghìn tỷ trong năm 2024 và 2025.** Có thể kể đến các dự án sắp được triển khai như: Lạc Đà Vàng, Đại Hùng giai đoạn 3, đặc biệt là dự án Lô B – Ô Môn. Các dự án khác như Sư Tử Trắng đoạn 2, Cá Voi Xanh với tổng giá trị tiềm năng cho PVS vào khoảng 1.100 nghìn tỷ có thể đem lại nhiều dư địa trong trung và dài hạn. Với dự án Lô B – Ô Môn, chúng tôi cho rằng dự án này có thể nhận được FID vào cuối năm 2024, qua đó giúp năm 2025 sẽ là điểm rơi doanh thu do ghi nhận lớn từ dự án này.
- **Tiềm năng từ các dự án dầu khí và điện gió quốc tế nhờ thị trường xây lắp được đẩy mạnh,** đặc biệt là các dự án dầu khí ở Trung Đông và điện gió ngoài khơi. Ước tính các dự án này đóng góp 11,5 nghìn tỷ đồng và 8,3 nghìn tỷ đồng doanh thu trong năm 2024 và 2025
- **Dịch vụ kho nổi FSO/FPSO từ công ty liên kết đóng góp 500 tỷ vào lợi nhuận PVS trong năm 2024 và 2025,** đặc biệt khi các dự án lớn như Lạc Đà Vàng và Lô B – Ô Môn đi vào hoạt động. Chúng tôi kì vọng 6 tàu của PVS sẽ tiếp tục được kí hợp đồng dài hạn với giá thuê tương đương so với năm 2023.
- **Hưởng lợi trong dài hạn nhờ Quy hoạch điện VIII.** Với việc tổng công suất điện gió quy hoạch đến năm 2030 đạt 6.000 MW (*gấp 53 lần so với hiện tại*) - tương đương với tổng giá trị đầu tư vào khoảng 1.000 tỷ đồng. Điều này tạo ra lượng công việc ổn định cho PVS sau giai đoạn năm 2025, với giá trị hợp đồng mỗi năm vào khoảng 100-200 triệu USD/năm.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư:** Sử dụng bình quân của phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu PVS với mức giá mục tiêu là **53.000 đồng/cp**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	16.413	19.349	24.377	33.298
Tăng trưởng	15,4%	17,9%	26,0%	36,6%
NPAT	944	899	1.152	1.457
Tăng trưởng	39,5%	-4,8%	20,7%	35,9%
P/E	26,83x	28,18x	23,35x	17,19x
P/B	1,96x	1,89x	1,78x	1,69x
EPS (đồng/cp)	1.976	1.882	2.270	3.085
Giá mục tiêu (đồng/cp)				53.000

PVS – Mạng cơ khí đóng mới tăng trưởng mạnh từ năm 2024

Current price: 43.600 VNĐ/CP - Target: 53.000 VNĐ/CP | Upside: +21,5% - Recommendation: Outperform

Nhờ nhận được nhiều dự án xây lắp trong và ngoài nước, doanh thu mạng cơ khí đóng mới lần lượt đạt 16.012 tỷ đồng (+44% yoy) trong năm 2024 và 24.677 tỷ đồng (+54% yoy) trong năm 2025. Mức tăng trưởng cao trong năm 2025 đến từ dự án Lô B – Ô Môn kì vọng sẽ nhận được hợp đồng toàn phần, và sẽ được đẩy mạnh xây dựng từ năm 2025. Trong khi đó, năm 2024, PVS chủ yếu sẽ xây lắp các dự án điện gió ngoài khơi.



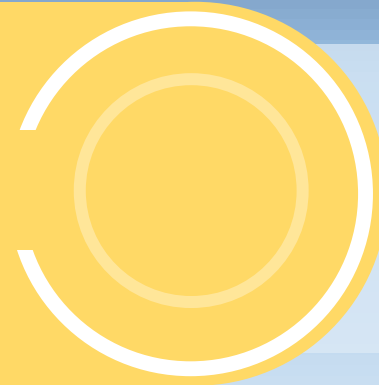
PVS – Các dự án dự kiến

Current price: 43.600 VNĐ/CP - Target: 53.000 VNĐ/CP | Upside: +21,5% - Recommendation: Outperform

BACKLOG PVS														
No.	Onshore projects	Timeline	Contract value	Progress till 9M15	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F		
1	Thi Vai LPG Tanker	2023-H2 2024	32		13	19								
	% of completion				40%	60%								
2	Thi Vai LNG terminal - phase 1	2020-2022	100											
	% of completion													
3	Thi Vai LNG terminal - phase 2	2022-2024	300		120	0								
	% of completion				40%	0%								
4	Thi Vai LNG terminal - phase 3													
	% of completion													
5	Son My LNG	2024-2026	300		0	0	75	75	75	75				
	% of completion					0	25%	25%	25%	25%				
Onshore projects (USDm)					100	133	19	5	75	75	75	-		
Offshore projects				Timeline	Contract value (USDm)	Total CAPEX	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
6	Gallaf Batch 3 (in Qatar)	2022-2023	370		148									
	% of completion				40%									
7	Shwe (in Myanmar, sub-contract)	2021-2023	200		60	0	0	0	0					
	% of completion				30%	0%								
8	Hai Long offshore wind power (in Taiwan, sub-contract)		60		12	12								
	% of completion	2022-2024			20%	20%								
9	Taiwan offshore wind farm projects (CHW2204)		300		120	180	0	0						
	% of completion	2023-2024			40%	60%	0%							
10	White Lion - Phase 2	2023-2025	250	2.000	0	0	0							
	% of completion													
11	Block B	2024-2026	1.100	11.000		165	440	385	110					
	% of completion					15%	40%	35%	10%					
12	Blue Whale	2024-2028	800	10.000	0	0	0	80	320	320	0			
	% of completion							10%	40%	40%				
13	Lac Da Vang		228,69	693	0	0	46	46	46	46	46			
	% of completion					0	20%	20%	20%	20%	20%			
14	Baltica 2 (in Poland)		180		36	36	54	54	0	0	0			
	% of completion				20%	20%	30%	30%						
15	Qatar project		800		0	240	280	280	0	0	0			
	% of completion				0%	30%	35%	35%						
16	Other domestic offshore wind farm projects	2024-2030	1.000				100	100	100	100	100	500		
	% of completion						10%	10%	10%	10%	10%	50%		
Total (USDm)					509	652	995	1.020	651	541	146	500		
Total (VNDb)					12.129	16.013	24.677	25.550	16.467	11.904	-	-		

PVD

OUTPERFORM | Target: 37.900 VNĐ/CP | Upside: +20,7%



PVD – Giá thuê giàn cao hỗ trợ lợi nhuận

Current price: 31.400 VNĐ/CP - Target: 37.900 VNĐ/CP | Upside: +20,7% - Recommendation: Outperform

- **Các giàn khoan của PVD đều có việc đến hết năm 2024.** Ngoài giàn V đã có hợp đồng 6 năm chắc chắn & 2+2 năm tùy chọn gia hạn, các giàn khác đều đã được kí hợp đồng kéo dài từ 1–1,5 năm, một số giàn có công việc đến năm 2025. Nhờ đó giúp đảm bảo doanh thu của doanh nghiệp trong năm 2024 và cả 2025.
- **Giá thuê giàn tăng trên 30% so với năm 2023, tiếp tục neo ở mức cao đến hết năm 2025.** Với nhu cầu các giàn trên thế giới là khá lớn, trong bối cảnh nguồn cung hạn chế, đồng thời các dự án trong nước cũng bắt đầu được khởi động trong năm tới, chúng tôi kì vọng các giàn khai thác sẽ kí được với mức giá mới cao hơn 30% so với cùng kì. Trong Q1/2024, giá thuê giàn của PVD đã tăng lên trung bình - khoảng 94.000 USD/ngày (+34% yoy). Theo chia sẻ, giá giàn trung bình cho thuê tiếp tục tăng trong Q2/2024 sau khi các giàn bắt đầu hợp đồng mới, với giá vào khoảng 110.000 USD/ngày.
- **Doanh thu ước tăng thêm 13% nhờ giàn thuê HAKURYU-11.** Theo lịch, giàn này bắt đầu hoạt động từ cuối tháng 3 (22/03-30/03) với giá thuê giàn tương đương với các giàn hiện tại. Chúng tôi ước tính giàn này sẽ đóng góp 730 tỷ vào doanh thu năm 2024 (tương đương khoảng 12% doanh thu dự phóng). Tuy nhiên, biên lợi nhuận của các giàn này thì thấp, chỉ khoảng 3-5%, tương đương lợi nhuận đóng góp là 38 tỷ đồng (3,8% LNTT dự phòng 2024).
- **Dự kiến đầu tư thêm 1 giàn khoan mới vào cuối năm 2024, giúp hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2025.** Đây là lần đầu tiên sau 10 năm PVD mới lại có kế hoạch mở rộng đội giàn JU của mình. Công ty có thể đầu tư toàn bộ, hoặc đầu tư dưới hình thức liên doanh, tùy thuộc vào điều kiện thị trường.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư:** Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu PVD tại mức giá mục tiêu là **37.900 đồng/cổ phiếu** với tiềm năng tăng trưởng **+20,7%**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	5.360	5.543	7.352	8.197
Tăng trưởng	34,0%	3,4%	26,7%	11,5%
NPAT	(151)	566	764	833
Tăng trưởng	n/a	n/a	35,1%	9,1%
P/E	n/a	37,26x	27.58x	25,30x
P/B	1,50x	1,42x	1,36x	1,28x
EPS (đồng/cp)		1.018	1.374	1.497
Giá mục tiêu (đồng/cp)				37.900

PVD – Các giàn đã có hợp đồng dài hạn kéo dài đến hết năm 2025

Current price: 31.400 VNĐ/CP - Target: 37.900 VNĐ/CP | Upside: +20,7% - Recommendation: Outperform

- Hiện 04 giàn khoan tự nâng của PV Drilling đã ký hợp đồng cố định đến hết năm 2025. Trong đó, có 02 giàn khoan có thể được gia hạn đến năm 2030 nếu đồng ý gia hạn với giá thuê khoảng 105.000-115.000 USD/ngày. Hai giàn còn lại sau khi hết hợp đồng vào cuối năm 2025 có thể được cân nhắc mang về Việt Nam khoan cho các dự án trong nước hoặc tiếp tục chương trình khoan tại nước ngoài.
- Ngoài ra, giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm (TAD) vẫn đang trong chiến dịch khoan dài hạn 6 năm cho Brunei.
- Giàn khoan đất liền PV DRILLING 11 đang tạm ngưng và chờ ký hợp đồng mới dự kiến vào tháng 9/2024 với giá thuê giàn khoảng 23.000 USD-25.000 USD/ngày.

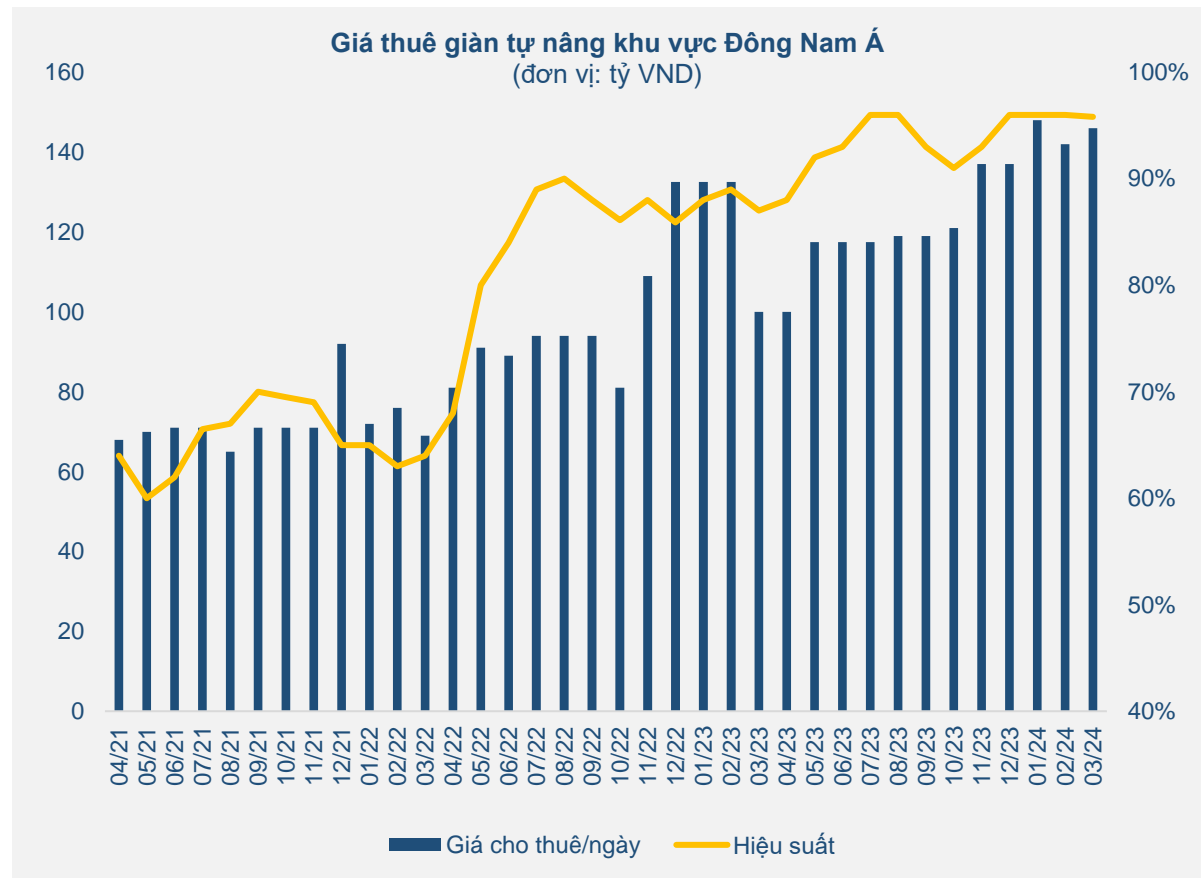
	2024												2025											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
PVD I (GIÀN JACKUP)	PETRONAS (MALAYSIA)																							
PVD II (GIÀN JACKUP)	PERTAMINA (INDONESIA)						PERTAMINA (INDONESIA)																	
PVD III (GIÀN JACKUP)	HIBICUS (MALAYSIA)						PERTAMINA (INDONESIA)																	
PVD IV (GIÀN JACKUP)	PETRONAS (MALAYSIA)																							
PVD V (GIÀN TAD)	BRUNEI SHELL PETROLEUM (BRUNEI)																							
Landrig 11	GB RS	GBRS (ALGERIA)			R&M (ALGERIA)	STACK (ALGERIA)						HỢP ĐỒNG MỚI												
HAKURYU-11 (THUÊ NGOÀI)	IDEMITSU (VIETNAM)												MURPHY (VIETNAM)											
BORR-THOR (THUÊ NGOÀI)	HOANG LONG JOC (VIETNAM)																							

PVD – Giá thuê giàn tiếp tục neo cao tạo điều kiện kinh doanh thuận lợi

Current price: 31.400 VNĐ/CP - Target: 37.900 VNĐ/CP | Upside: +20,7% - Recommendation: Outperform

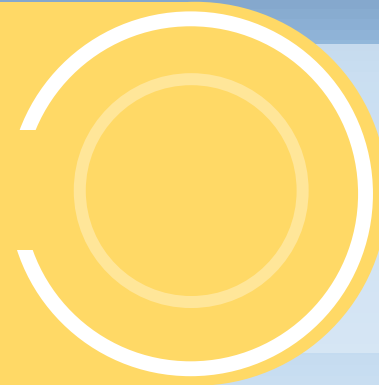
- Về giá thuê giàn khoan tự nâng, hiện giá thuê giàn trung bình cả năm 2024 của PV Drilling ước đạt 95.000 USD/ngày, tăng 20% so với năm 2023. Trong năm 2025, mức giá thuê ước đạt trung bình khoảng 105.000 USD/ngày, tăng 11% so với mức ước tính của năm 2024.
- Nhu cầu khai thác ở khu vực thượng nguồn vẫn ở mức cao, tạo điều kiện thuận lợi cho giá thuê giàn duy trì ở mức cao trong 2-3 năm tới.

Giá thuê giàn ước tính (USD/ngày)	2024F	2025F
PVD I	50.000	55.000
PVD II	112.000	120.000
PVD III	112.000	120.000
PVD VI	112.000	120.000
PVD V	112.000	120.000
LANDRIG 11	30.000	50.000



PLX

NEUTRAL | Target: 44.500 VNĐ/CP | Upside: +8,5%



PLX – Tác động tích cực từ Nghị định 80

Current price: 41.000 VNĐ/CP - Target: 44.500 VNĐ/CP | Upside: +8,5% - Recommendation: Neutral

- **Kỳ vọng phục hồi kinh tế thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ xăng dầu.** Trong Q1/2024, cả nước tiêu thụ khoảng 6,5 triệu m³/tấn, trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ xăng dầu còn tiếp tục tăng mạnh vào các tháng nửa cuối năm, Bộ Công thương dự báo tổng nguồn cung xăng dầu tối thiểu năm 2024 đạt 28,42 triệu m³/tấn (tăng 13,7% so với mức tiêu thụ thực tế năm 2023). Bên cạnh đó, kỳ vọng kinh tế trong nước và thế giới sẽ có sự phục hồi và tăng trưởng trở lại trong nửa cuối 2024 và 2025 tạo ra động lực tăng trưởng cho nhu cầu tiêu thụ xăng dầu cho vận tải.
- **Sự kiểm soát chặt chẽ hơn có thể tạo điều kiện thuận lợi để tăng trưởng sản lượng.** Việc Xuyên Việt Oil và Hải Hà Petro bị thu hồi giấy phép tạm thời tạo điều kiện thuận lợi giúp PLX gia tăng sản lượng khi khách hàng tìm đến các đơn vị cung cấp xăng dầu thay thế khác. Chúng tôi ước tính sản lượng sẽ tăng 9% yoy.
- **Điểm mới trong Nghị định 80 và dự thảo Nghị định mới về kinh doanh xăng dầu kì vọng giúp biên gộp tăng 49bps trong năm 2024.** Trong đó, với việc chu kỳ điều chỉnh giá xăng dầu thay đổi từ 10 ngày xuống còn 7 ngày sẽ giúp giá xăng dầu trong nước sẽ theo sát diễn biến giá thế giới. Ngoài ra, việc điều chỉnh tần suất thay đổi các yếu tố trong công thức tính giá xăng dầu như chi phí vận chuyển, chi phí/lợi nhuận định mức, thuế và phí (điều chỉnh theo quý thay vì 2 lần/năm như trước đây), sẽ giúp giá xăng dầu phản ánh phù hợp hơn các chi phí hoạt động của nhà phân phối. Bên cạnh đó, dự thảo nghị định mới cho phép thương nhân kinh doanh xăng dầu chủ động quyết định giá bán lẻ xăng dầu tạo điều kiện cho PLX với quy mô bao phủ rộng khắp toàn quốc có thể tận dụng lợi thế để cải thiện biên lợi nhuận nhờ: **(1)** đặt giá mức giá phù hợp hơn tại các địa điểm khác nhau để cải thiện biên lợi nhuận; và **(2)** tăng giá tại các khu vực có ít sự cạnh tranh.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư:** Sử dụng bình quân của phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu PLX với mức giá mục tiêu là **44.500 đồng/cp**.

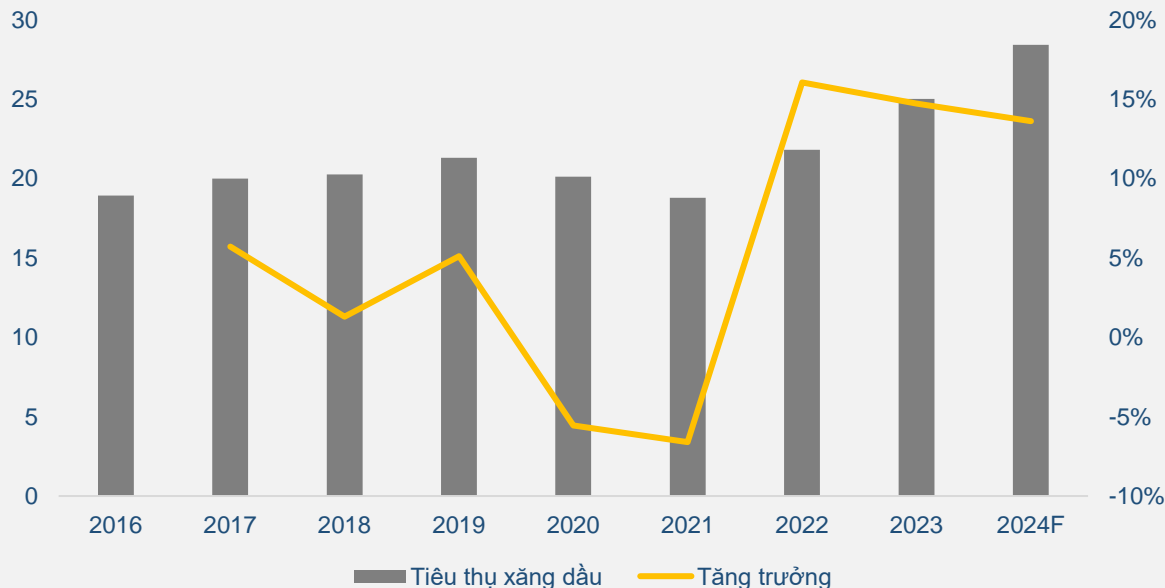
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	304.080	274.253	298.843	319.762
Tăng trưởng	79,8%	-9,8%	9,0%	7,0%
NPAT	1.913	3.044	3.861	4.221
Tăng trưởng	-38,5%	59,1%	26,8%	9,3%
P/E	-	-	12,1x	11,1x
EPS (đồng/cp)	1.483	2.804	3.664	4.010
Giá mục tiêu (đồng/cp)				44.500

PLX – Một số điểm mới trong Nghị định 80/2023/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định 95/2021/NĐ-CP và Nghị định 83/2014/NĐ-CP về kinh doanh xăng dầu

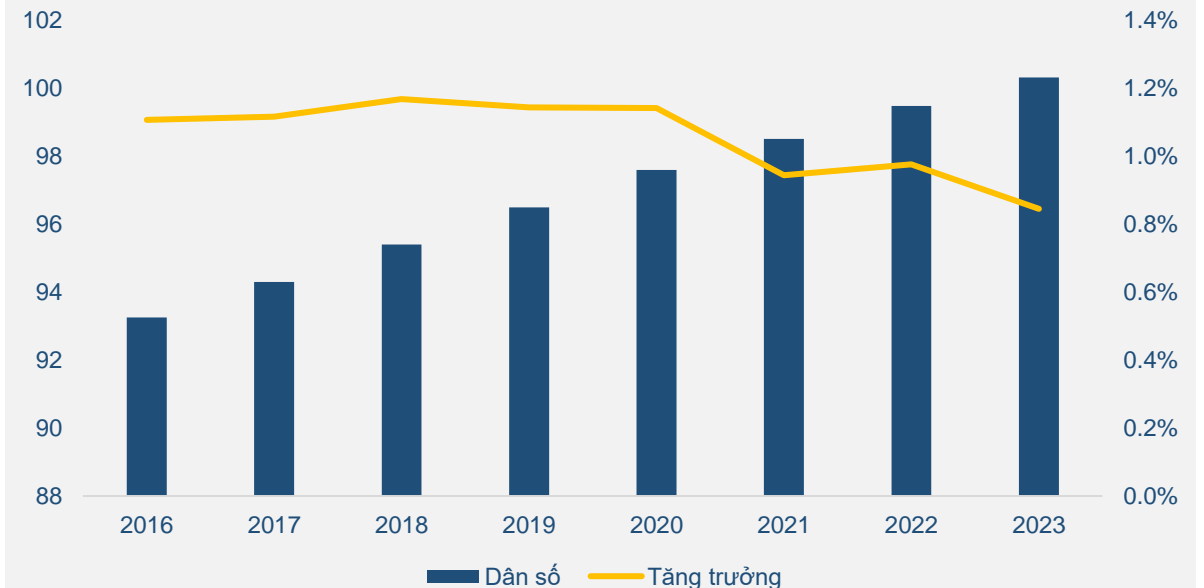
Current price: 41.000 VNĐ/CP - Target: 44.500 VNĐ/CP | Upside: +8,5% - Recommendation: Neutral

- Điều chỉnh thời gian rà soát, công bố chi phí đưa xăng dầu từ nước ngoài về cảng Việt Nam, chi phí đưa xăng dầu từ các nhà máy lọc dầu trong nước về cảng, premium để tính giá xăng dầu từ nguồn sản xuất trong nước **từ 06 tháng xuống 03 tháng**.
- Rút ngắn thời gian điều hành giá xăng dầu **từ 10 ngày xuống 07 ngày**, thời gian điều hành giá xăng dầu được thực hiện vào ngày thứ Năm hàng tuần.
- Vấn đề về đại lý bán lẻ xăng dầu: Đại lý bán lẻ xăng dầu được lấy xăng dầu từ **tối đa 3 nguồn khác nhau**.
- Bãi bỏ loại hình tổng địa lý bán lẻ xăng dầu nhằm giảm bớt khâu trung gian trong hệ thống phân phối xăng dầu.
- Sửa đổi, bổ sung quy định về các trường hợp thu hồi Giấy phép kinh doanh xăng dầu của thương nhân: nhằm đảm bảo tuân thủ quy định của pháp luật, tránh việc làm đứt gãy đột ngột nguồn cung xăng dầu.
- Bổ sung các quy định, biện pháp quản lý, giám sát chặt chẽ hơn đối với Quỹ Bình ổn giá xăng dầu.

Sản lượng tiêu thụ xăng dầu
(đơn vị: triệu m3/tấn)

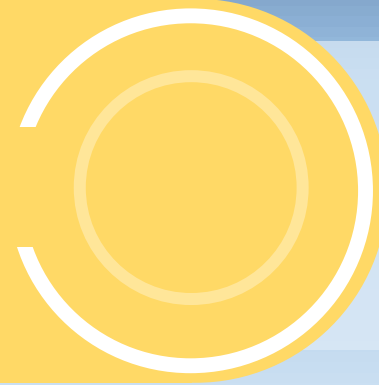


Dân số Việt Nam
(đơn vị: triệu người)



GAS

NEUTRAL | Target: 84.800 VNĐ/CP | Upside: +8,7%



GAS – Tiềm năng tăng trưởng dài hạn nhờ Lô B và LNG

Current price: 78.000 VNĐ/CP - Target: 84.800 VNĐ/CP | Upside: +8,7% - Recommendation: Neutral

- **Doanh thu được thúc đẩy trong dài hạn nhờ gia tăng kinh doanh LNG.** Trong 5 tháng đầu năm, GAS đã nhập khoảng 320 triệu m3 LNG. Dự kiến công ty sẽ tiếp tục kí các hợp đồng mua khí với POW để cung cấp LNG cho các nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 với sản lượng ước tính vào khoảng 980 triệu m3/năm. Ngoài ra, trong dài hạn, GAS dự kiến cũng sẽ cung cấp LNG cho các nhà máy điện khác như Phú Mỹ 2&3, GENCO 3 và Nhơn Trạch 1. Ước tính lượng khí LNG bán trong năm 2024 là 600 triệu m3, đóng góp 6.900 tỷ doanh thu (tương đương 8% doanh thu dự phòng cả năm 2024).
- **Dự án Lô B – Ô Môn giúp sản lượng tăng thêm 60% từ năm 2027.** Là nhà vận chuyển cho dự án điện khí Lô B – Ô Môn, mỗi năm GAS sẽ vận chuyển 6-7 tỷ m3 khí tự nhiên, bắt đầu từ năm 2026-2027, đảm bảo khối lượng ổn định trong 23 năm tiếp theo.

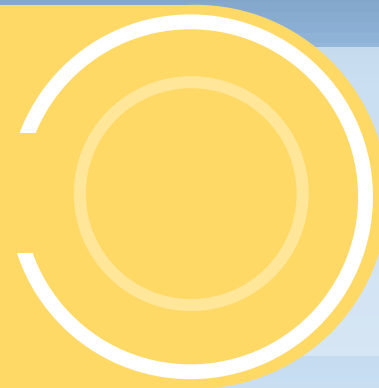
RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Triển vọng ngắn hạn chưa tích cực do thiếu hụt nguồn cung khí.** Các mỏ khí trong nước đang trong giai đoạn suy giảm sản lượng khí tự nhiên do (1) các mỏ đã được khai thác trong thời gian dài khiến trữ lượng khí còn lại không nhiều và khó khai thác hơn, (2) gia tăng sản lượng từ các dự án thăm dò không đáp ứng đủ nhu cầu khai thác, và (3) các dự án khí lớn chậm tiến độ nhiều năm vì vướng mắc pháp lý và tranh chấp chủ quyền.
- **Khai thác LNG trong giai đoạn đầu có thể chưa đem lại hiệu quả.** Mặc dù Bộ Công thương đã phê duyệt khung giá phát điện nhà máy điện khí LNG tuy nhiên vẫn còn tồn tại những khó khăn đến từ thỏa thuận sản lượng hợp đồng dài hạn (Qc) trong hợp đồng PPA do giá huy động điện khí cao hơn tương đối so với điện huy động từ các nguồn khác dẫn đến tiềm năng triển khai hoạt động các nhà máy điện khí LNG vẫn chưa rõ ràng. Ngoài ra, chi phí cao trong giai đoạn đầu vận hành có thể sẽ khiến việc kinh doanh LNG chưa hiệu quả.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư:** Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu GAS tại mức giá mục tiêu là **84.800 đồng/cổ phiếu** với tiềm năng tăng trưởng **+8,7%**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	100.723	89.954	87.936	93.335
Tăng trưởng	27,5%	-10,7%	-2,2%	6,1%
NPAT	15.066	11.793	9.395	9.917
Tăng trưởng	70,2%	-21,7%	-20,3%	5,6%
P/E	12,97x	16,57x	20,73x	19,64x
EPS (đồng/cp)	6.560	5.135	4.088	4.309
Giá mục tiêu (đồng/cp)				84.800

Ngành Hàng không

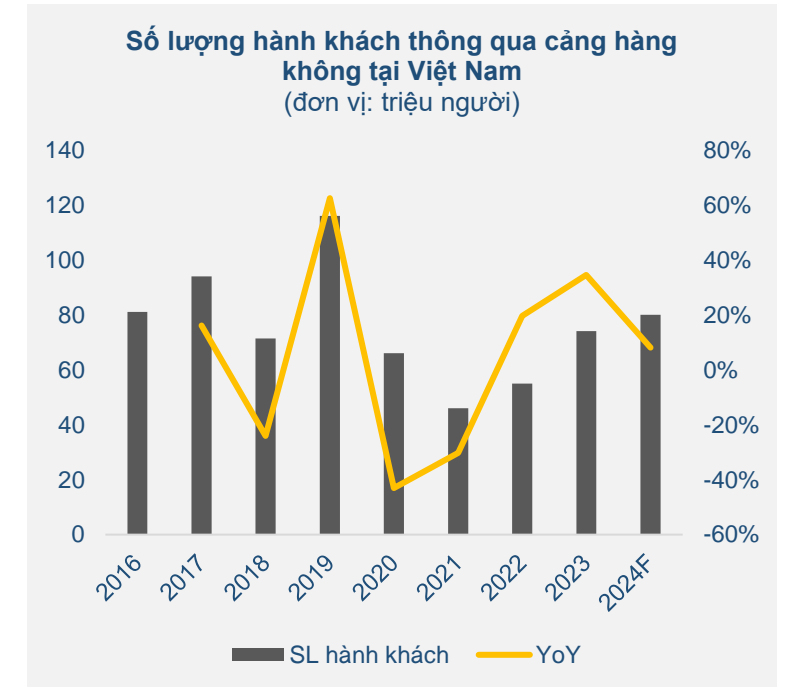
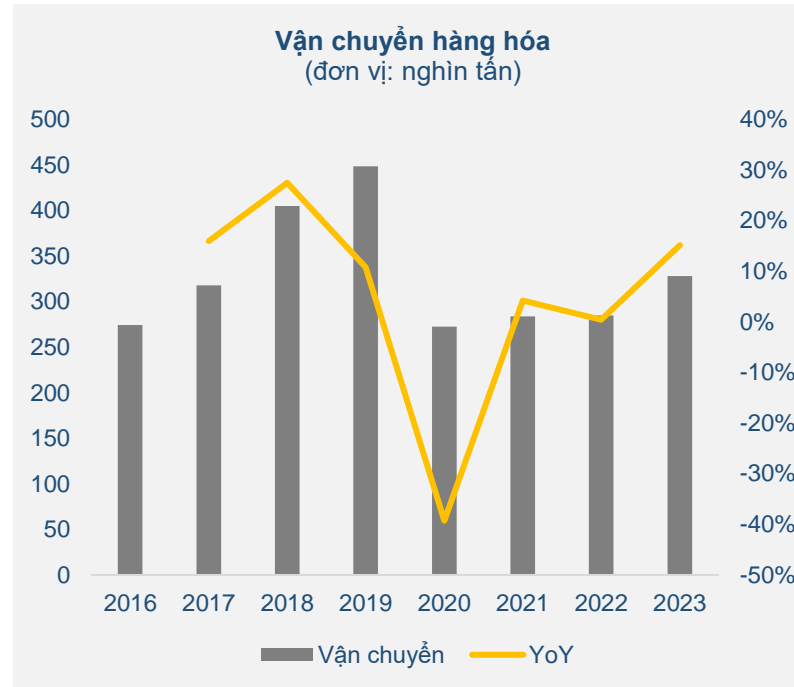
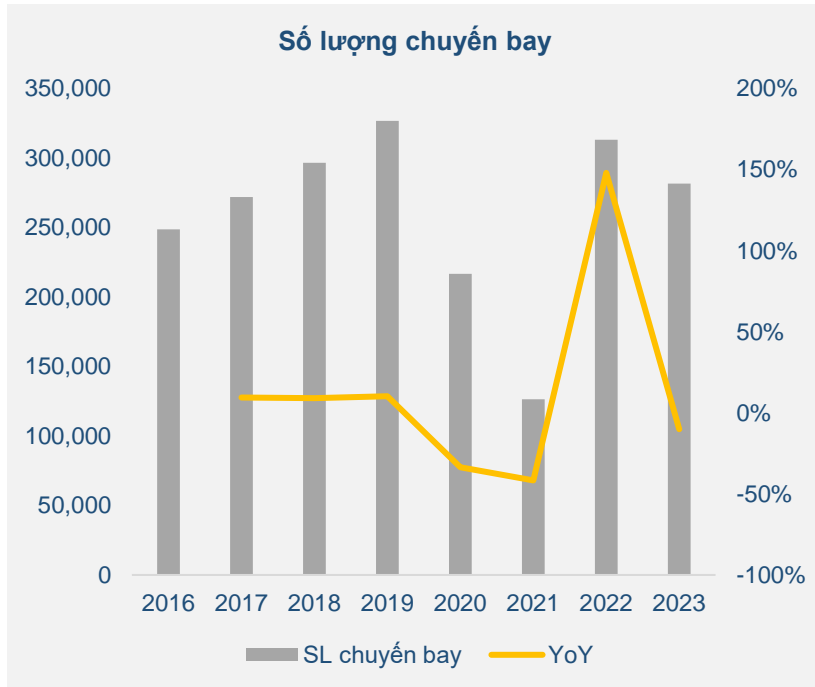
Hàng hóa và hành khách tiếp tục hồi phục



Lượng khách và hàng hóa qua các cảng hàng không hồi phục tốt trong năm 2023

Ngành Hàng không 2024

- Trong năm 2023, số lượng chuyến bay giảm 10% so với cùng kì, nguyên nhân do Bamboo Airways thu hẹp đội tàu bay. Điều này sẽ làm giảm sự cạnh tranh trong ngành, khi hiện tại chỉ còn 2 công ty chính là VJC và HVN.
- Khối lượng hàng hóa vận chuyển và số lượng hành khách tuy hồi phục tốt trong năm 2023 tuy nhiên vẫn thấp hơn so với giai đoạn năm 2019, một phần do lượng khách du lịch Trung Quốc vẫn chưa hồi phục hoàn toàn. Điều này tạo dư địa tăng trưởng mạnh về cả lượng khách lẫn lượng hàng hóa trong thời gian tới.



Mặt bằng giá vé cao sẽ duy trì đến hết năm 2024

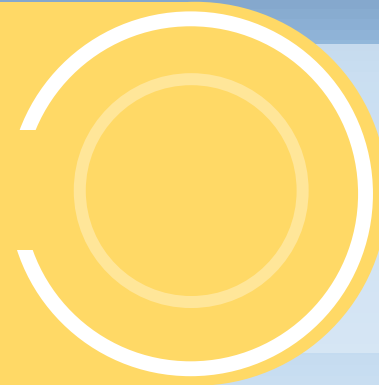
Ngành Hàng không 2024

- Thông tư 34/2023/TT-BGTVT sửa đổi bổ sung có hiệu lực từ 01/03/2024 đã tăng trần giá vé máy bay nội địa giúp các hãng hàng không chủ động hơn trong việc đề xuất giá vé, bù đắp chi phí phát sinh theo thay đổi của thị trường và cải thiện biên lợi nhuận.
- Trong 5 tháng đầu năm, giá vé máy bay các chặng chính đã tăng 20-40% so với năm 2023, do các yếu tố: **(1)** giá nhiên liệu tăng cao; **(2)** chênh lệch tỷ giá; **(3)** nhu cầu đi lại tăng vào các dịp Lễ Tết; và **(4)** thiếu hụt nguồn cung máy bay. Chúng tôi đánh giá tình trạng thiếu hụt máy bay nhiều khả năng kéo dài đến hết năm nay do quá trình bảo dưỡng có thể kéo dài 250–300 ngày.
- Tuy nhiên, giá vé cao có thể khiến lượng khách sụt giảm khi họ ưu tiên sử dụng các phương tiện khác với chi phí tiết kiệm hơn.

Nhóm	Khoảng cách đường bay	Thông tư 17/2019	Thông tư 34/2023	Thay đổi tuyệt đối	Thay đổi tương đối
I	Dưới 500 km				
1	Nhóm đường bay phát triển kinh tế xã hội	1.600	1.600	0	0%
2	Nhóm đường bay khác dưới 500 km	1.700	1.700	0	0%
II	Từ 500 km đến dưới 850 km	2.200	2.250	50	2,3%
III	Từ 850 km đến dưới 1.000 km	2.790	2.890	100	3,6%
IV	Từ 1.000 km đến dưới 1.280 km	3.200	3.400	200	6,3%
V	Từ 1.280 km trở lên	3.750	4.000	250	6,7%

SCS

OUTPERFORM | Target: 109.000 VNĐ/CP | Upside: +27,1%



SCS – Động lực tăng trưởng từ Qatar Airways

Current price: 85.700 VNĐ/CP - Target: 109.000 VNĐ/CP | Upside: +27,1% - Recommendation: Outperform

- **Sản lượng vận chuyển hàng không hồi phục nhờ hoạt động xuất nhập khẩu.** Theo báo cáo gần đây của IATA, sản lượng hàng không sẽ tăng 4-5% yoy trong năm 2024, nhờ sự phục hồi của nhu cầu xuất khẩu toàn cầu. Ngoài ra, sự hồi phục của ngành Sản xuất tại Việt Nam cũng giúp sản lượng đơn hàng xuất khẩu phục hồi. Chúng tôi kỳ vọng giá trị xuất khẩu sẽ tăng 6% svck năm 2024, điều này sẽ hỗ trợ dịch vụ vận chuyển hàng hóa hàng không.
- **Hợp tác với Qatar Airways giúp sản lượng hàng hóa tăng thêm 30% trong năm 2024.** Đây là khách hàng mới từ TCS chuyển sang khi công ty này đang quá tải công suất và không còn quỹ đất để mở rộng. Kỳ vọng hợp đồng này sẽ đóng góp khoảng 40.000 tấn hàng hóa, tương đương 30% sản lượng năm 2023. Bên cạnh đó, Qatar Airways cũng đang có kế hoạch mở rộng đường bay quốc tế, qua đó gián tiếp tạo động lực tăng trưởng hàng hóa vận chuyển trong dài hạn.
- **Cơ hội gia tăng sản lượng khi giá vận chuyển bằng đường biển tăng cao.** So với đầu năm, giá vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không giảm 28%, trong khi giá vận chuyển bằng đường biển tăng 264,1%. Việc giá vận chuyển bằng đường biển tăng cao cùng thời gian vận chuyển kéo dài có thể khiến nhiều doanh nghiệp lựa chọn thay thế vận chuyển bằng đường hàng không tương tự giai đoạn năm 2022.
- **Tiềm năng tăng trưởng trong trung và dài hạn nhờ dự án tại LTIA.** Hiện tại, SCS cũng đang tham gia đấu thầu để xây dựng và lắp đặt thiết bị Nhà ga hàng hóa số 1 tại sân bay Long Thành. Nhà ga này có thể chứa tới 1,2 triệu tấn hàng hóa. Chúng tôi kỳ vọng với kinh nghiệm lâu năm trong ngành, nguồn lực tài chính ổn định, SCS sẽ có thể giành được một phần trong gói thầu sắp tới. Tuy nhiên, do hiện tại chúng tôi không có thông tin về gói thầu này nên chúng tôi không đưa vào định giá của mình.
- **Tỉ lệ cổ tức cao và ổn định.** SCS luôn duy trì cổ tức bằng tiền cao, với tỉ lệ trong khoảng 50%.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư:** Sử dụng bình quân của phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu SCS với mức giá mục tiêu là **109.000 đồng/cp**.

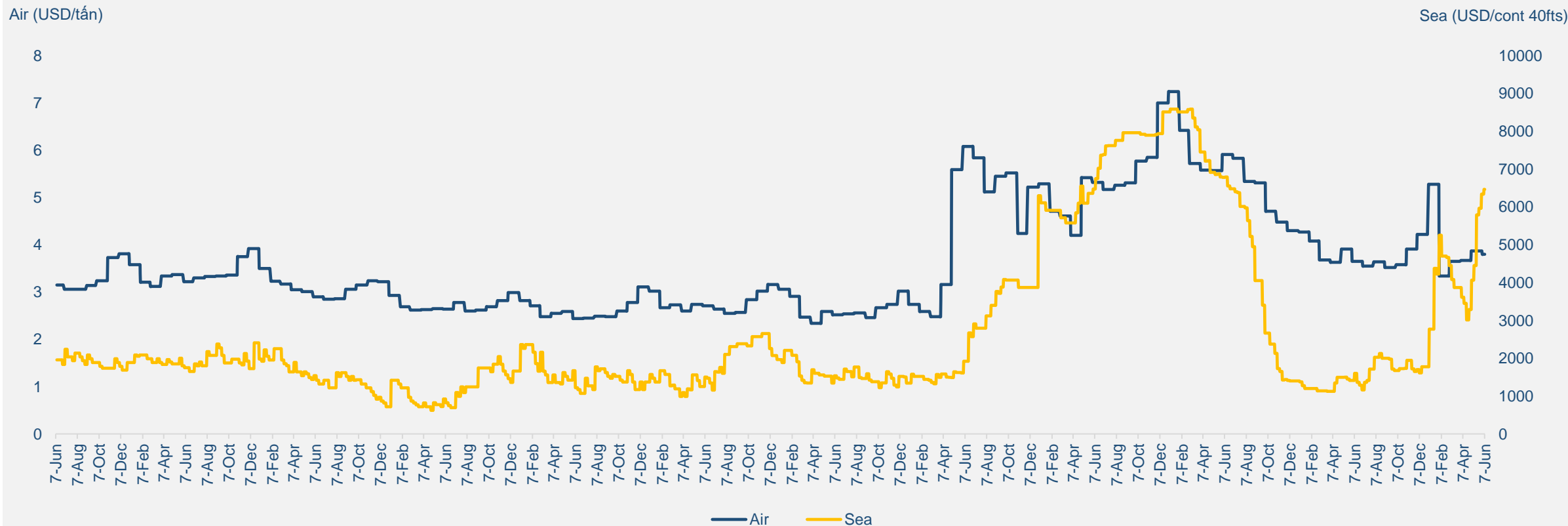
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	851	705	996	1.123
Tăng trưởng	1,4%	-17,2%	41,3%	12,7%
NPAT	646	498	712	801
Tăng trưởng	14,4%	-22,9%	42,9%	12,5%
P/E	17,13x	22,22x	15,62x	13,89x
P/B	7,72x	8,27x	7,21x	6,41x
EPS (đồng/cp)	6.362	4.906	6.977	7.846
Giá mục tiêu (đồng/cp)				109.000

SCS - Giá vận chuyển đường biển tăng cao có thể tạo cơ hội cho SCS trong ngắn hạn

Current price: 85.700 VNĐ/CP - Target: 109.000 VNĐ/CP | Upside: +27,1% - Recommendation: Outperform

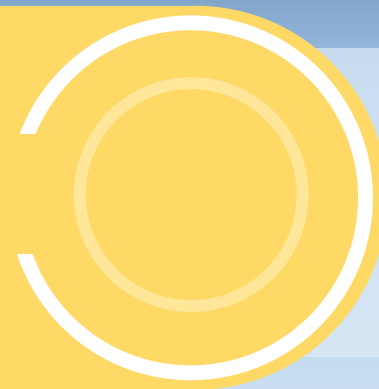
So với đầu năm, giá vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không giảm 28%, trong khi giá vận chuyển bằng đường biển tăng 264,1%. Mức giá này tương đương 52,5% và 75,3% so với mức đỉnh trong năm 2022. Việc giá vận chuyển bằng đường biển tăng cao cùng thời gian vận chuyển kéo dài có thể khiến nhiều doanh nghiệp lựa chọn thay thế vận chuyển bằng đường hàng không tương tự giai đoạn năm 2022.

Thay đổi giá vận chuyển hàng hóa



ACV

NEUTRAL | Target: 136.000 VNĐ/CP | Upside: +3,6%



ACV – Lượt khách quốc tế trên đà phục hồi

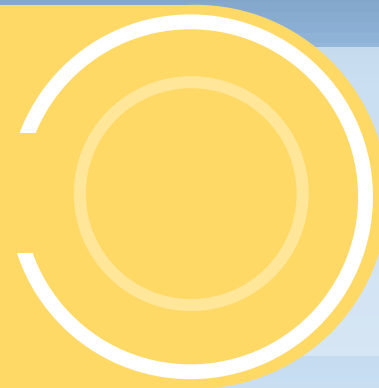
Current price: **131.200 VNĐ/CP** - Target price: **136.000 VNĐ/CP** | Upside: **+3,6%** - Recommendation: **Neutral**

- **Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi lượng khách quốc tế là động lực chính trong năm 2024 và 2025.** Từ tháng 3/2023, Trung Quốc đã cho phép hoạt động đưa khách đoàn tới Việt Nam và điều này đã làm cho tốc độ phục hồi khách du lịch tăng nhanh (lượng khách Trung Quốc chiếm hơn 30% tổng lượng khách quốc tế trước dịch). Dự kiến, lượt khách quốc tế trong năm 2024 sẽ tăng 15% so với năm 2023, đạt khoảng gần 80% so với thời kỳ trước dịch và sẽ hồi phục hoàn toàn vào năm 2025.
- **Biên lợi nhuận cải thiện nhờ lượng khách quốc tế hồi phục,** do mức phí dịch vụ hành khách quốc tế cao hơn so với nội địa. Ngoài ra, kỳ vọng tình hình hoạt động của các hãng bay cải thiện tạo điều kiện cho ACV thui hồi nợ xấu nhanh hơn và giảm bớt trích lập dự phòng.
- **Dự án Sân bay Long Thành hỗ trợ tăng trưởng trong dài hạn.** Dự án đã được khởi công trong năm 2021 và dự kiến bắt đầu vận hành thương mại vào năm 2026.
- Chia cổ tức bằng cổ phiếu có thể là động lực cho giá cổ phiếu. Cuối năm 2023, Bộ Tài chính đề xuất sửa Nghị định để ACV tăng vốn nhờ chia cổ tức bằng cổ phiếu, giúp thực hiện các dự án sân bay trọng điểm. Đây có thể là chất xúc tác cho cổ phiếu trong thời gian tới, khi việc chia cổ tức bằng cổ phiếu có thể cải thiện thanh khoản của cổ phiếu này.
- **Việc chuyển sàn vẫn còn nhiều khó khăn.** Báo cáo tài chính kiểm toán của ACV vẫn còn 2 điểm nhấn mạnh là chưa hoàn thành quyết toán cổ phần hóa và Bộ Giao thông vận tải chưa phê duyệt giá trị tài sản kết cấu hạ tầng khu bay dẫn tới ACV chưa ghi nhận nguyên giá cũng như khấu hao của khu bay. Khi ACV hoàn thành các công việc này thì ACV sẽ thực hiện chuyển sang niêm yết trên sàn HOSE và thu hút dòng tiền tốt hơn.

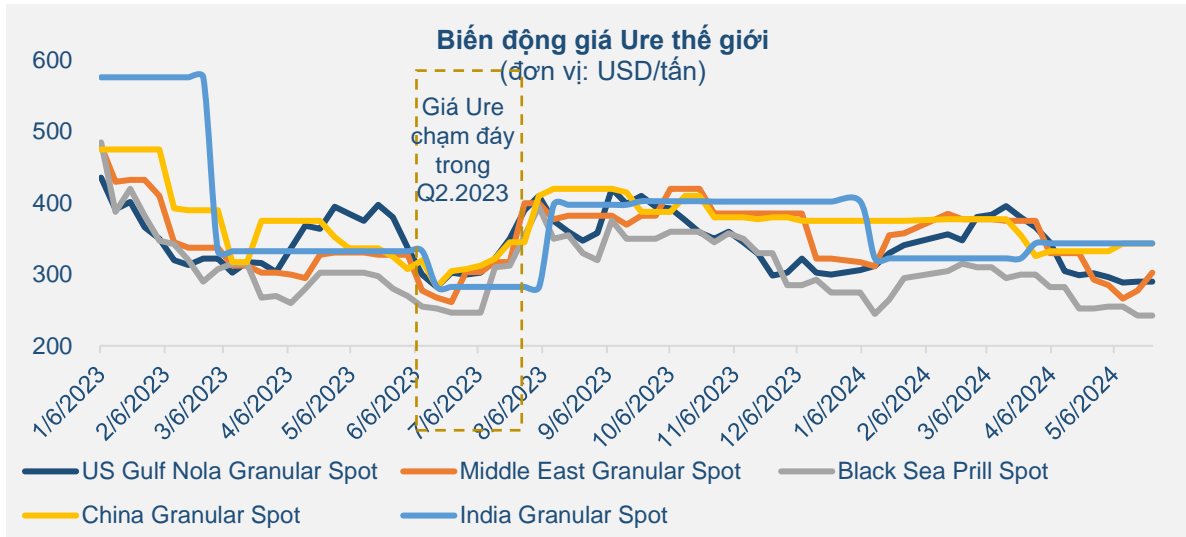
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	13.900	20.102	23.307	26.012
Tăng trưởng	191,1%	44,6%	16,3%	11,6%
NPAT	5.539	10.004	10.985	12.296
Tăng trưởng	n/a	80,6%	9,8%	11,9%
P/E	53,45x	29,60x	26,95x	24,08x
EPS (đồng/cp)	2.544	4.595	5.045	5.648
Giá mục tiêu (đồng/cp)				136.000

Ngành Phân bón

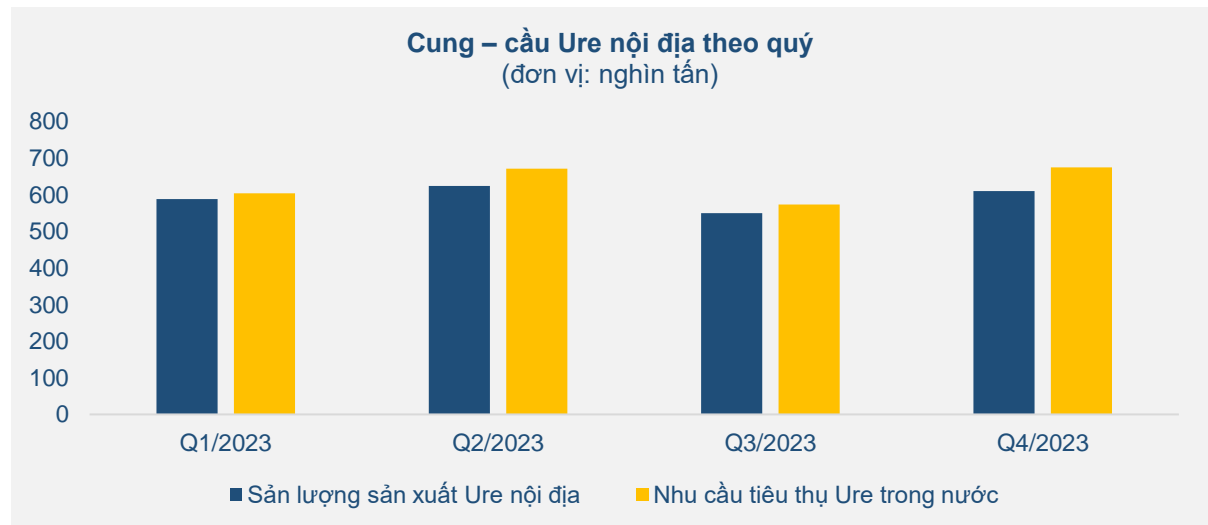
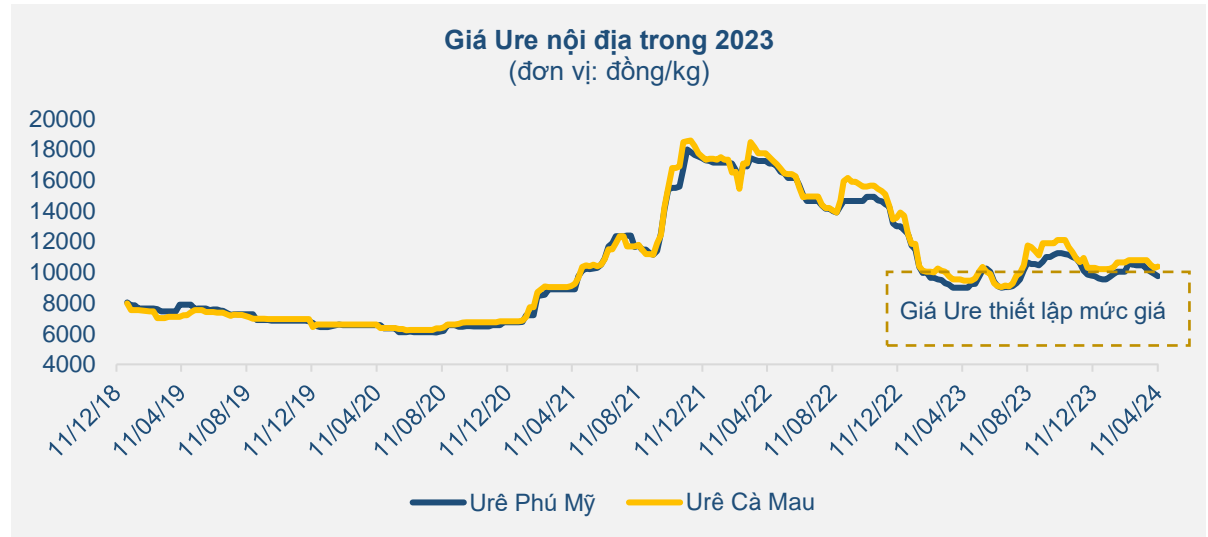
Triển vọng 2H2024



Diễn biến giá Ure trong 2023 – Giá Ure thiết lập mức giá sàn mới



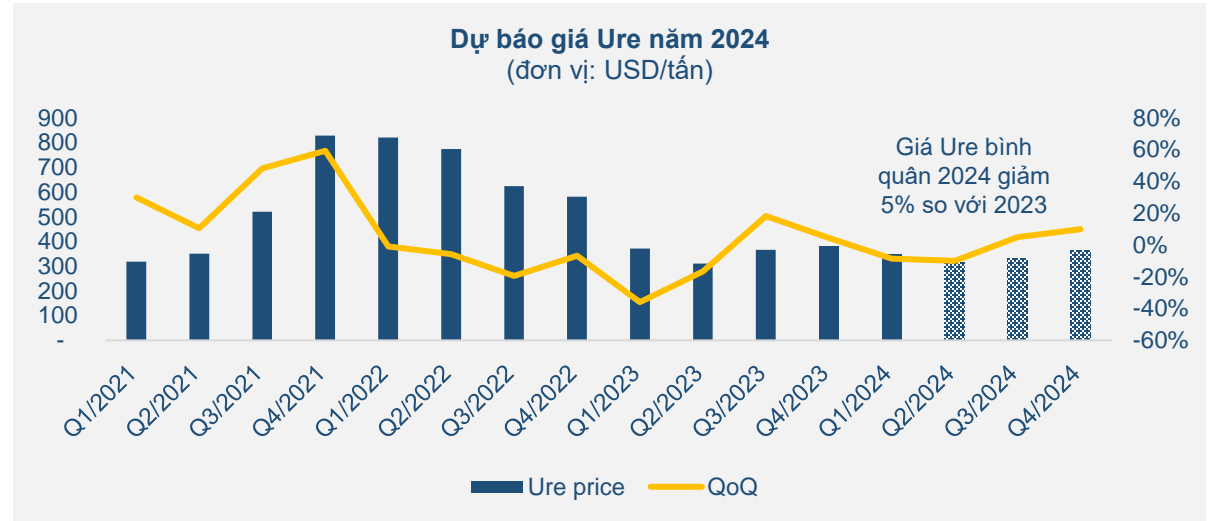
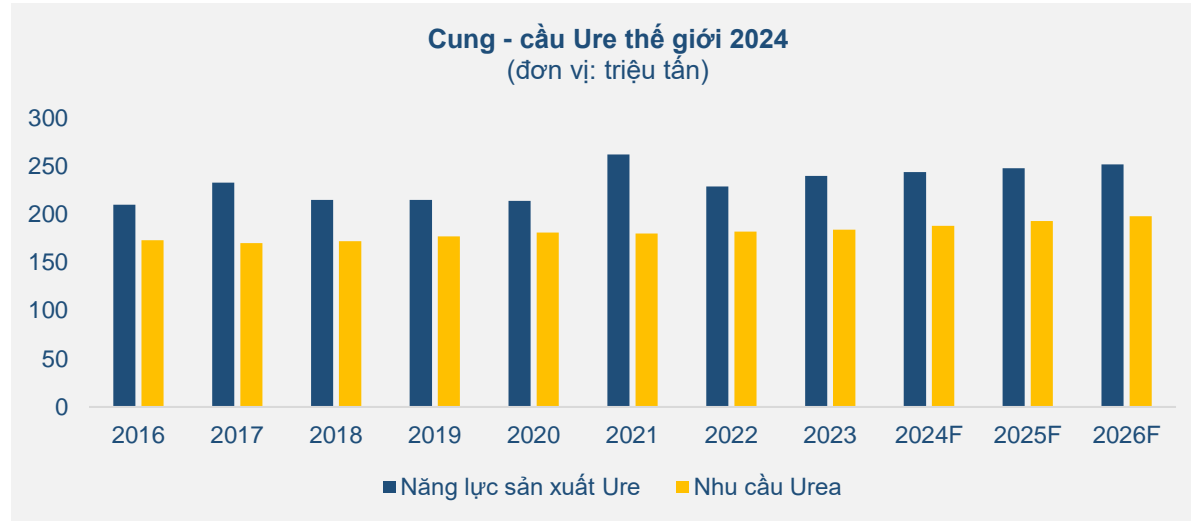
- Giá Ure thế giới trong 2023 giảm mạnh so với mức nền cao của 2022, dao động ở mức 300-390 USD/tấn (giảm 36%-51%YoY) do (1) Nhu cầu tiêu thụ giảm sâu khi giá bán neo ở mức quá cao trong thời gian dài; và (2) Sản lượng sản xuất Ure tại khu vực Châu Âu tăng mạnh trở lại khi giá khí đầu vào “hạ nhiệt”.
- Giá Ure nội địa biến động cùng pha theo giá thế giới, dao động 9.500-10.500 đồng/kg và cao hơn mức giá thế giới từ 15-20% do (1) Nguồn cung Ure ở khu vực Châu Á vẫn bị thu hẹp khi Trung Quốc hạn chế xuất khẩu; và (2) Giá nông sản neo ở mức cao, đặc biệt là giá gạo giúp cho nông dân có khả năng chi trả chi phí đầu vào.



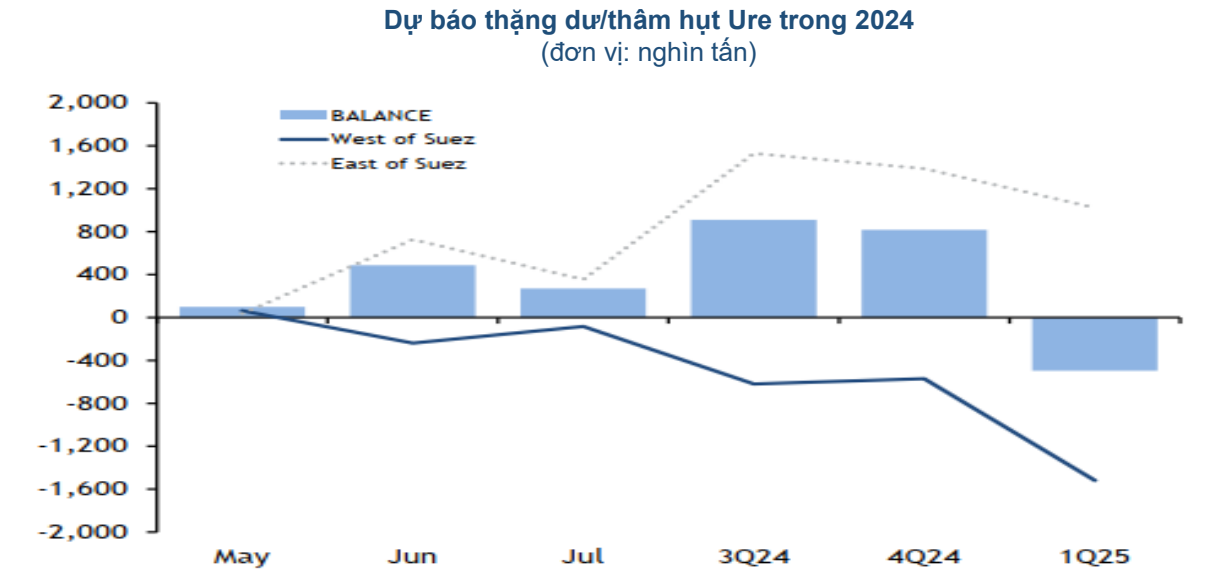
Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, Bộ Công Thương Việt Nam

Triển vọng thị trường Ure 2024

Thị trường Ure thế giới – Dư cung, giá Ure giảm nhẹ



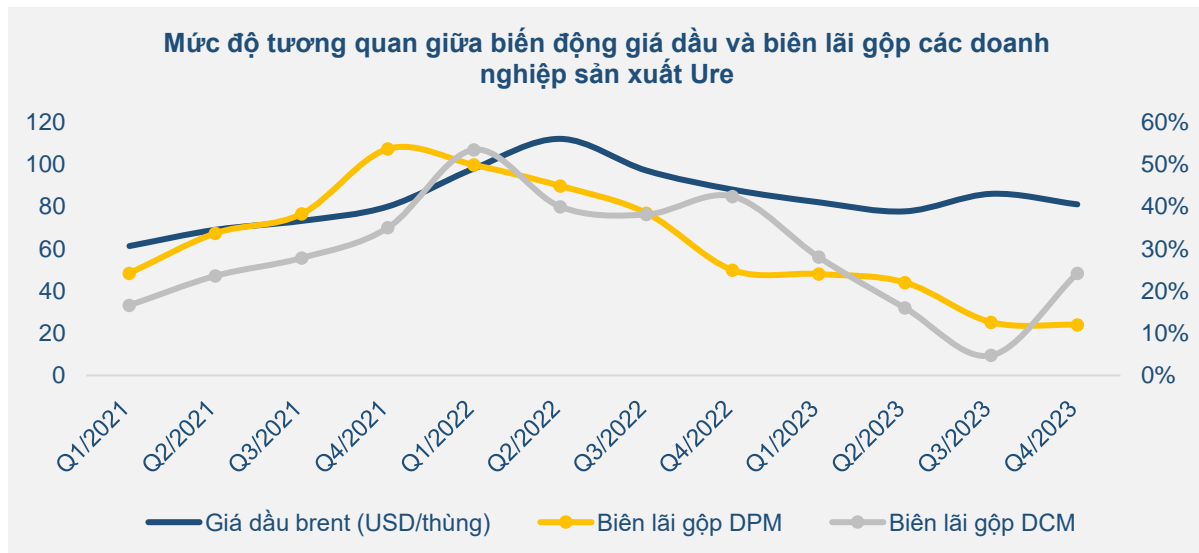
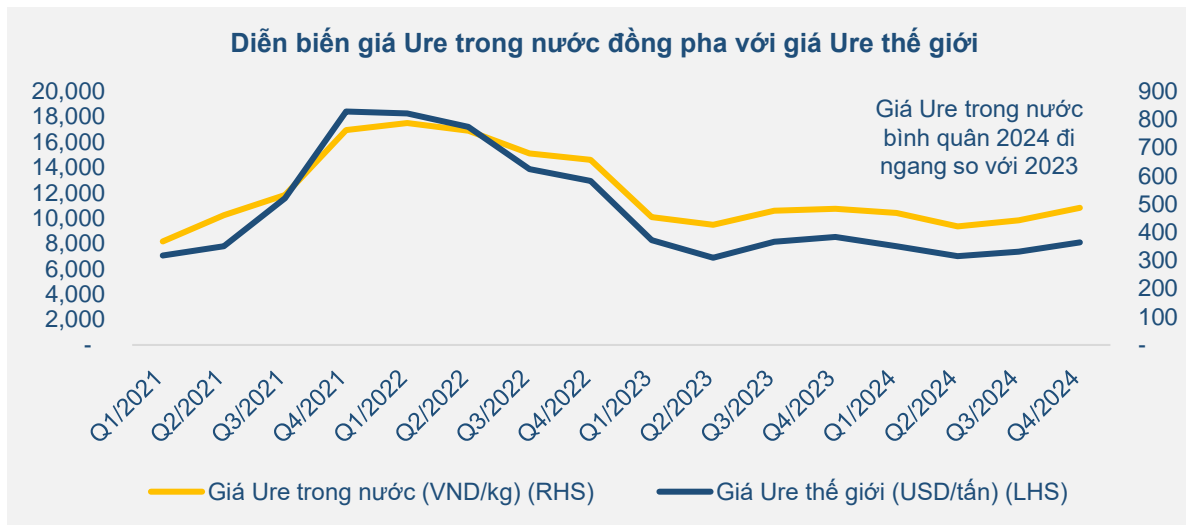
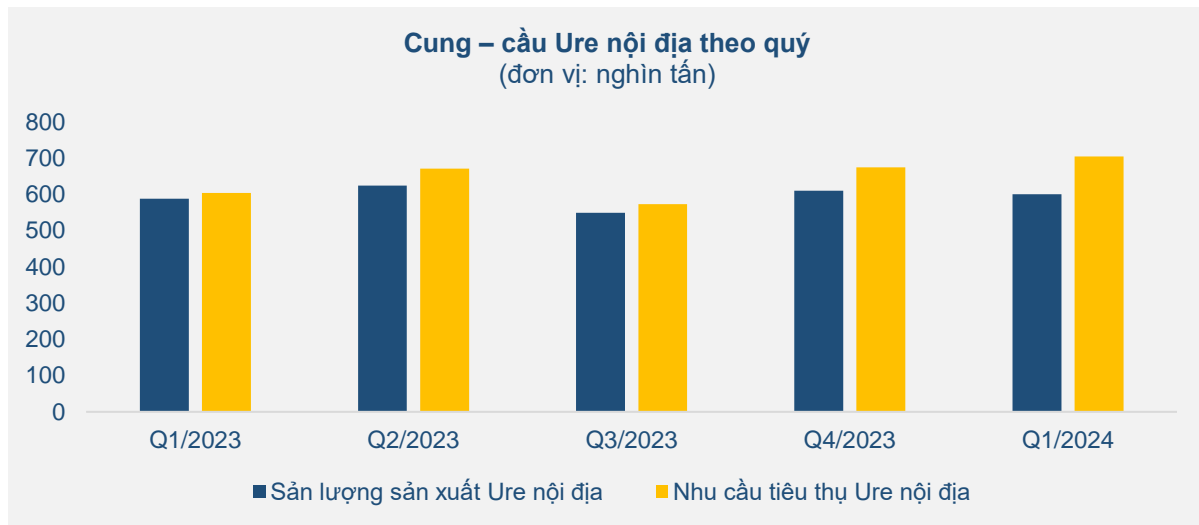
- Bloomberg dự báo năng lực sản xuất Ure trong 2024 đạt 244 triệu tấn (+1,7%YoY) và nhu cầu tiêu thụ Ure đạt 188 triệu tấn (+2,2%YoY) → dự báo thặng dư Ure vẫn sẽ tiếp diễn trong 2024.
- Giá Ure thế giới trong 2024 ước tính giảm nhẹ 5%YoY do nguồn cung tiếp tục mở rộng trong quý 3, trong khi đó nhu cầu tiêu thụ lại thu hẹp lại. Đối với nguồn cung, lệnh hạn chế xuất khẩu phân bón của Nga kết thúc vào cuối tháng 5/2024, bên cạnh đó Trung Quốc dự kiến sẽ đẩy mạnh xuất khẩu trở lại vào cuối tháng 6 hoặc tháng 7. Trong khi đó, nhu cầu sụt giảm ở một số quốc gia trọng điểm như (1) Thời tiết nóng và khô hạn tại thị trường Đông Nam Á trong quý 2 làm trì hoãn việc “khởi động” nhu cầu Ure; (2) Ấn Độ giảm nhập khẩu trong ngắn hạn do dự trữ Ure của quốc gia này đã tăng lên hơn 10 triệu tấn vào đầu tháng 5 (~28% sản lượng hàng năm); và (3) Nhu cầu của Brazil dự báo sẽ giảm từ đầu quý 3 do có thể bị ảnh hưởng bởi lũ lụt ở các bang miền Nam.
- Giá nguyên liệu đầu vào dự báo giảm: Theo IEA, dự báo giá khí đốt trung bình năm từ 9,0USD/MMBTU xuống 7,3 USD/MMBTU (-28% YoY) so với báo cáo tháng 1/2024. Giá than cũng ước tính sẽ giảm 28% YoY xuống 131 USD/tấn trong năm 2024.



Nguồn: Agrus, Bloomberg

Triển vọng thị trường Ure 2024

Thị trường Ure trong nước

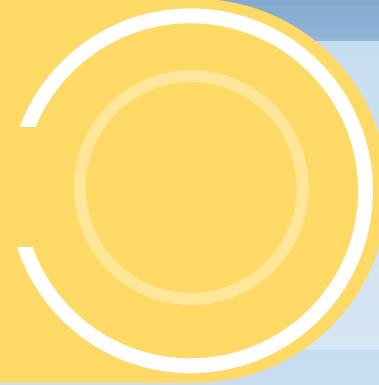


- Giá Ure nội địa sẽ biến động cùng pha với giá Ure thế giới, giá Ure nội địa 2024 ước tính ở mức 10.200 đồng/kg, đi ngang so với 2023.
- Hiện nay, các mỏ dầu khí lớn của Việt Nam đang suy giảm sản lượng tự nhiên từ 5-8%/năm do hầu hết các mỏ đã khai thác quá lâu. Tỷ trọng nguồn khí ngày càng suy giảm nhanh hơn so với dự báo và tỷ lệ cấp bù từ nguồn khí giá cao khác tăng lên dẫn đến chi phí cước phí vận chuyển tăng cao. Chúng tôi nhận định rằng giá Ure tăng khó bù đắp được mức tăng của chi phí nguyên liệu đầu vào trong 2024, khiến các doanh nghiệp sản xuất Ure bị “ăn mòn” lợi nhuận.
- Đưa phân bón vào mặt hàng chịu thuế VAT 5%: Nếu dự thảo được thông qua, doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước sẽ được hoàn thuế VAT với các chi phí đầu vào thay vì đưa vào chi phí như trước đây, từ đó giúp tăng tính cạnh tranh với phân bón nhập khẩu.

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Bộ Công Thương, BVSC ước tính

DCM

NEUTRAL | Target: 41.300 VNĐ/CP | Upside: +7,4%



DCM - Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ trong 2024

DCM - Target: 41.300 VNĐ/CP | Upside: +7,4%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	NEUTRAL
Giá mục tiêu:	41.300 đồng/cp
Giá thị trường:	38.450 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+7,4%

Bảng dự báo

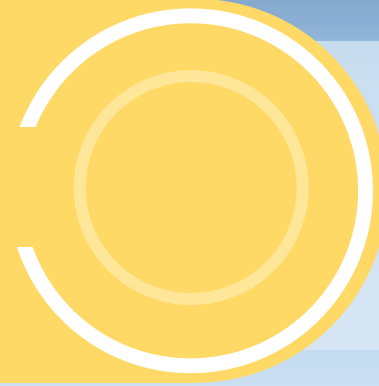
Tỷ đồng FY 31/12	2023	2024F	2025F	3YR CAGR
Doanh thu	12.602	12.586	13.916	5,1%
Tăng trưởng	-21%	-0,13%	10,6%	
Lợi nhuận gộp	1.982	2.727	3.615	15,2%
Tăng trưởng	-64,70%	37,6%	52,0%	
Lợi nhuận ròng	1.107	1.738	2.498	50,2%
Tăng trưởng	-74,10%	57,0%	43,7%	
EPS (đồng/cp)	2.091	3.283	4.721	
P/E	20,85	12,6	8,7	
P/B	1,55	2,1	2,0	

Điểm nhấn đầu tư:

- **Bức tranh ngành Phân bón chưa thực sự sáng sủa trong 2H2024:** Giá Ure năm 2024 trong nước và thế giới ước giảm nhẹ 5% và đi ngang so với 2023 do Trung Quốc sẽ đẩy mạnh xuất khẩu vào cuối tháng 6 và lệnh hạn chế xuất khẩu phân bón của Nga hết hiệu lực từ tháng 5/2024 trong khi đó nhu cầu tiêu thụ tại một số quốc gia trọng điểm như Đông Nam Á, Brazil và Ấn Độ sụt giảm.
- **Khấu trừ thuế VAT 5%:** BVSC ước tính DCM có thể được hoàn khoảng 505 tỷ đồng tiền thuế VAT đầu vào. Điều này giúp LNST của DCM tăng gần 450 tỷ đồng so với mức lợi nhuận khi chưa được khấu trừ thuế trong 2025.
- **Tiềm lực tài chính mạnh mẽ hỗ trợ cho việc chi trả cổ tức cao:** DCM có năng lực tài chính mạnh mẽ với số dư tiền mặt ròng 9.520 tỷ trong khi đó tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH là -92,5% vào cuối Q1/2024. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của DCM duy trì ở mức 1.700–2.800 tỷ đồng trong giai đoạn 2024–2028, duy trì dự báo cổ tức giai đoạn 2024-2028 là 2.000–2.500 đồng/cp (lợi suất cổ tức 5%-7%), tương ứng tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận trung bình là 60% trong giai đoạn 2024-2028.
- **Nhà máy Ure hết khấu hao trong quý 3, lợi nhuận tăng mạnh trong 2024:** Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao hàng năm của nhà máy Ure dao động từ 1.000–1.200 tỷ đồng mỗi năm (tương đương 50%, 26% và 88% LNTT năm 2021-2022-2023). Trong năm 2024, chi phí khấu hao sẽ giảm 877 tỷ đồng so với 2023. Chúng tôi nhận định việc hết khấu hao nhà máy Ure là đòn bẩy giúp DCM có lợi nhuận tăng trưởng mạnh ~57%YoY trong 2024.
- **Nâng công suất sản xuất NPK gấp đôi trong 2024:** DCM đã hoàn tất thương vụ mua lại Công ty TNHH Phân Bón Việt Hàn (KVF) vào cuối năm 2023, nâng tổng công suất thiết kế NPK lên 660 nghìn tấn/năm. Công ty ước tính giá mua lại là 25 triệu USD so với vốn đầu tư là 89 triệu USD. Ban lãnh đạo DCM cho rằng đây là mức giá tốt do thương vụ này bao gồm quỹ đất với diện tích 8,7 ha, kho chứa nguyên liệu và 2 dây chuyền sản xuất theo công nghệ intro của Tây Ban Nha. Bên cạnh đó, công ty sẽ tận dụng lợi thế của KVF để chủ động nhập khẩu nguyên liệu đầu vào với mức giá cạnh tranh hơn. Ban lãnh đạo DCM cho biết công ty sẽ đẩy mạnh phân phối NPK lên 150.000 tấn trong 2024 cho khu vực Đông Nam Bộ, miền Trung và Tây Nguyên và kỳ vọng KVF sẽ có lãi vào cuối 2024.

DPM

NEUTRAL | Target: 39.800 VNĐ/CP | Upside: +6,4%



DPM - Hưởng lợi từ việc khấu trừ thuế VAT

DPM - Target: 39.800 VNĐ/CP | Upside: +6,4%

Bảng khuyến nghị

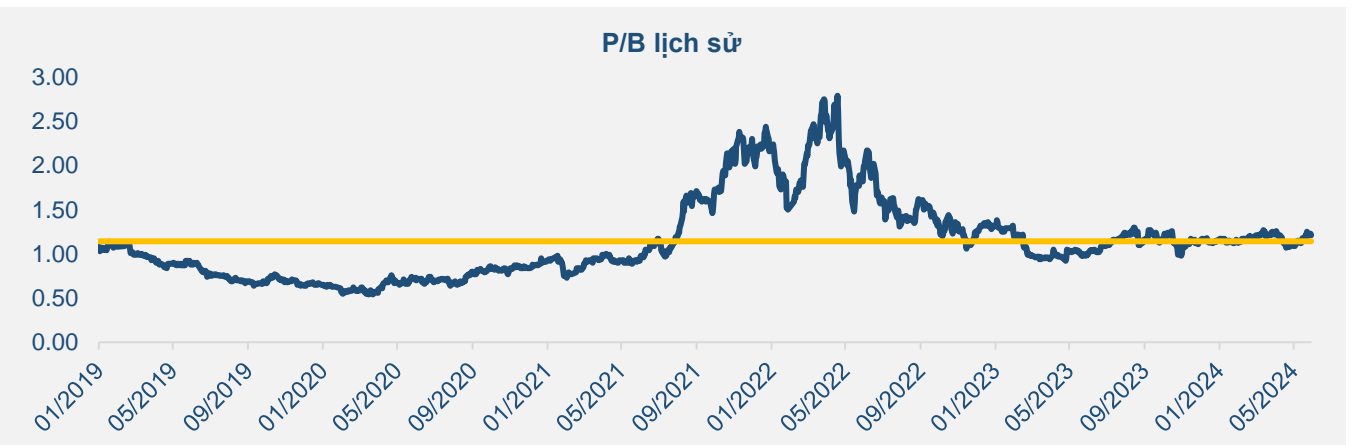
Khuyến nghị:	NEUTRAL
Giá mục tiêu:	39.800 đồng/cp
Giá thị trường:	37.400 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+6,4%

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2023	2024F	2025F	3YR CAGR
Doanh thu	13.569	12.903	14.388	3%
Tăng trưởng	-27,2%	-4,9%	11,5%	
Lợi nhuận gộp	1.652	2.055	2.599	25%
Tăng trưởng	-75%	25%	26%	
Lợi nhuận ròng	533	916	1.254	53%
Tăng trưởng	-85,2%	71%	37%	
EPS (đồng/cp)	1.361	2.342	3.205	
P/E	35,8	16,9	12,4	
P/B	1,34	1,45	1,4	

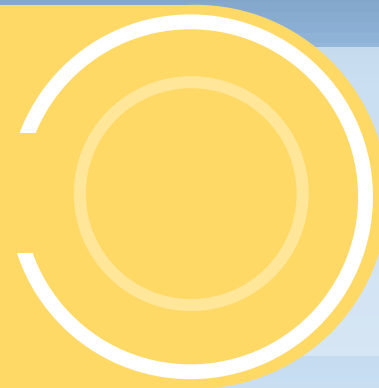
Điểm nhấn đầu tư:

- **Bức tranh ngành Phân bón chưa thực sự sáng sủa trong 2H2024:** Giá Ure năm 2024 trong nước và thế giới ước giảm nhẹ 5% và đi ngang so với 2023 do Trung Quốc sẽ đẩy mạnh xuất khẩu vào cuối tháng 6 và lệnh hạn chế xuất khẩu phân bón của Nga hết hiệu lực từ tháng 5/2024 trong khi đó nhu cầu tiêu thụ tại một số quốc gia trọng điểm như Đông Nam Á, Brazil và Ấn Độ sụt giảm.
- **Khấu trừ thuế VAT 5%:** BVSC ước tính DPM có thể được hoàn khoảng 545 tỷ đồng tiền thuế VAT đầu vào. Điều này giúp LNST của DPM tăng gần 550 tỷ đồng so với mức lợi nhuận khi chưa được khấu trừ thuế trong 2025.
- **Tiềm lực tài chính mạnh mẽ hỗ trợ cho việc chi trả cổ tức cao:** DPM có tiềm lực tài chính mạnh mẽ với số dư tiền mặt ròng 7.040 tỷ đồng trong khi tỷ lệ nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu -59% vào cuối Q1/2024, hỗ trợ Công ty chi trả cổ tức tiền mặt cao và ổn định 2.000–3.000 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 2024–2028 (Công ty dự kiến chi trả cổ tức tiền mặt 2024 là 20%). Chúng tôi nhận định rằng DPM là cơ hội đầu tư nhận cổ tức hấp dẫn (với lợi suất cổ tức dao động từ 5%-7%) trong giai đoạn 2024-2028 trong bối cảnh giá Ure có xu hướng giảm và đi ngang.



Ngành Thép

Triển vọng 2H2024

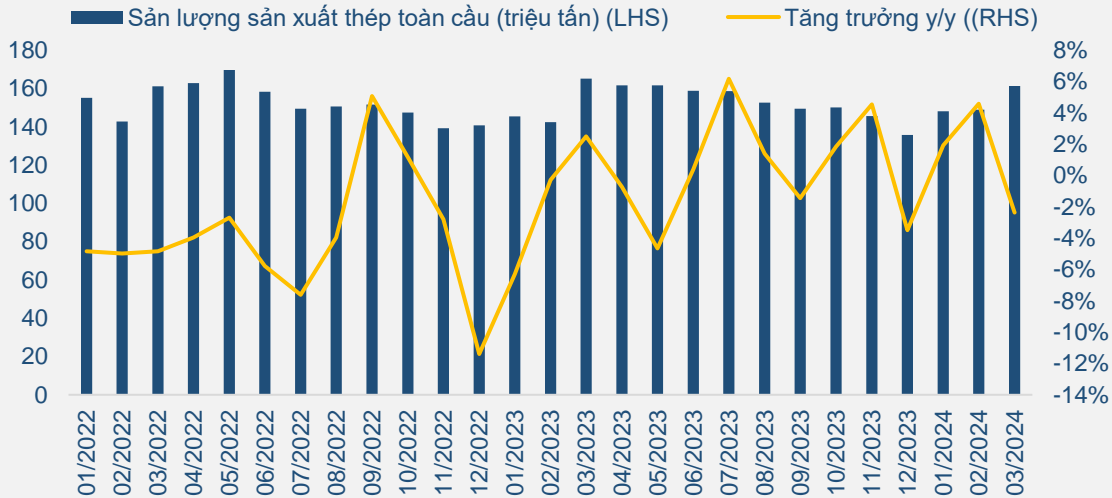


Triển vọng 2024

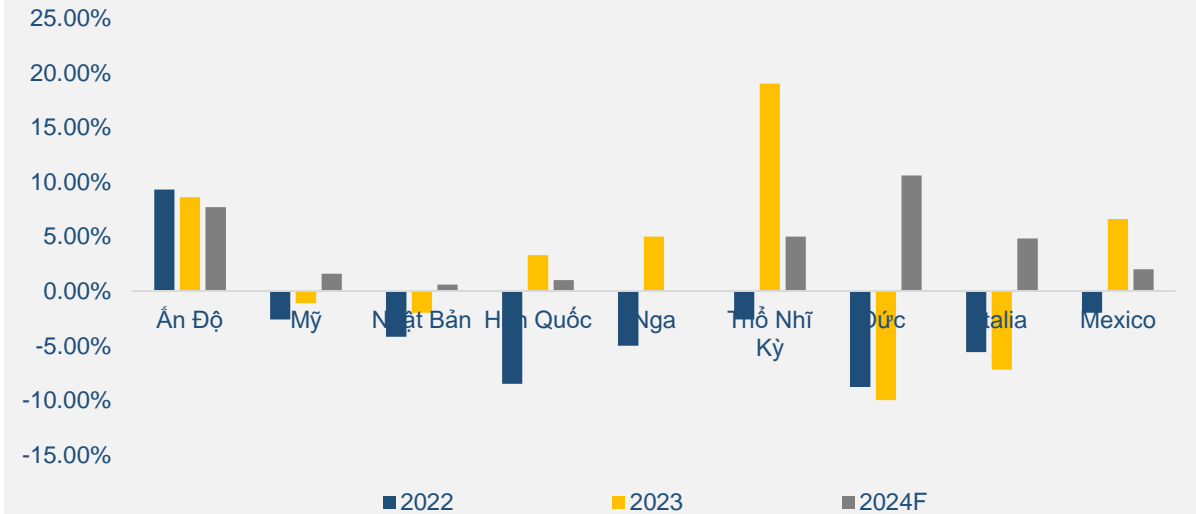
Ngành Thép - Nhu cầu tiêu thụ thế giới dự báo hồi phục

- Sản lượng sản xuất thép trong quý 1/2024 đạt 496 triệu tấn, tăng 0,5% so với cùng kỳ. Điểm sáng chính là Ấn Độ và các nước Châu Âu (ngoài EU) với tổng sản lượng sản xuất lần lượt đạt 37,3 triệu tấn (+9,7% YoY) và 11,5 triệu tấn (+20,5%YoY) nhờ đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng, tiêu thụ ô tô và sản xuất công nghiệp.
- Theo Worldsteel, tăng trưởng nhu cầu thép toàn cầu có thể sẽ vẫn yếu do tác động của việc thắt chặt tiền tệ, chi phí cao và bất ổn địa chính trị. Dự báo nhu cầu tiêu thụ thép toàn cầu tăng khoảng 1,7% lên 1,79 tỷ tấn trong năm 2024, và tăng 1,2% lên 1,81 tỷ tấn trong năm 2025. Trong đó:
 - Nhu cầu của các khu vực khác có thể tăng trưởng trên diện rộng, ở mức tương đối mạnh 3,5%/năm trong giai đoạn 2024-2025. Trong đó, động lực tăng trưởng sẽ đến từ Ấn Độ và các quốc gia Châu Âu.
 - Nhu cầu thép ở Trung Quốc vào năm 2024 sẽ duy trì ở mức tương đương năm 2023, do đầu tư bất động sản tiếp tục giảm, nhưng nhu cầu tiêu thụ thép sẽ được bù đắp nhờ các lĩnh vực đầu tư cơ sở hạ tầng và sản xuất.

Sản lượng thép tiêu thụ toàn cầu



Dự báo tăng trưởng nhu cầu thép của một số quốc gia năm 2024



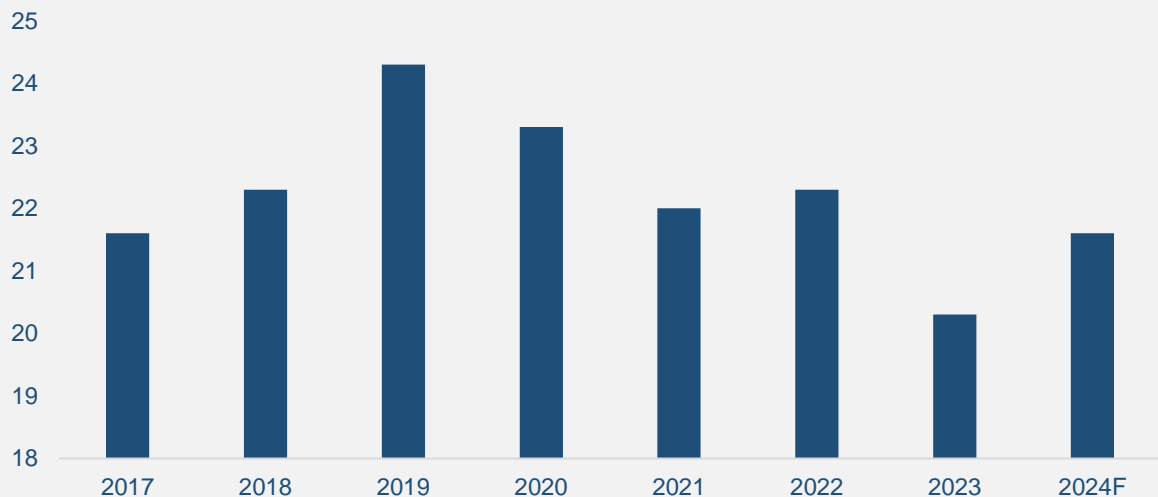
Nguồn: Worldsteel, BVSC tổng hợp

Triển vọng 2024

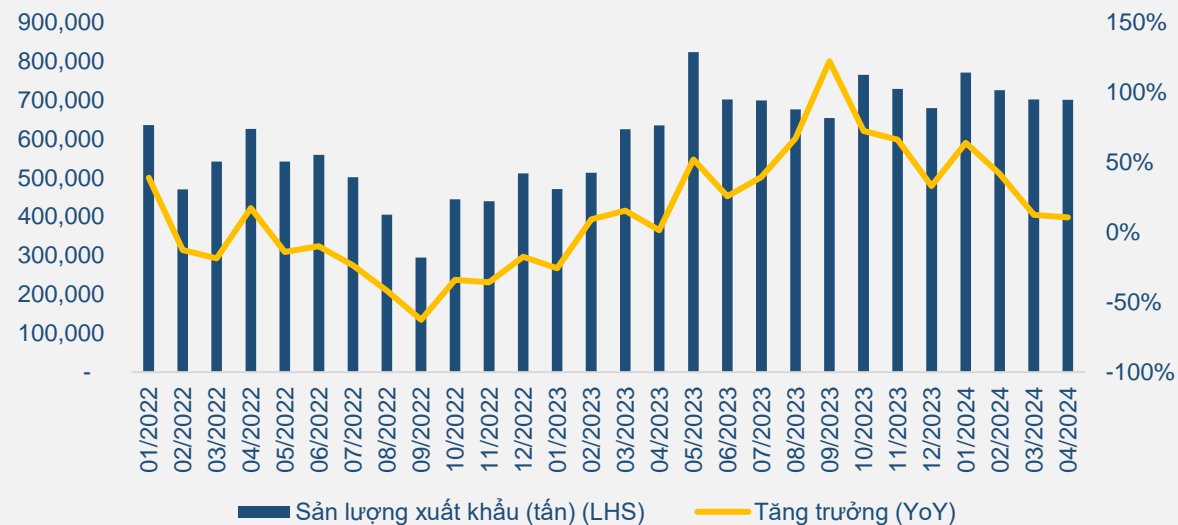
Ngành Thép - Nhu cầu tiêu thụ nội địa

- **Thị trường thép nội địa có dấu hiệu phục hồi tích cực trong 4 tháng đầu năm 2024:** Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và tôn mạ & ống thép trong nước tăng 11% và 7%YoY. Đáng chú ý, trong tháng 4, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và tôn mạ & ống thép đạt 822 nghìn tấn (+ 88%YoY, 37%MoM) và 414 nghìn tấn (+42%YoY; 37%MoM) - đây là mức cao nhất kể từ tháng 1/2023.
- VSA ước tính nhu cầu tiêu thụ thép nội địa xấp xỉ 21,6 triệu tấn trong 2024 (+6,4%YoY) với kỳ vọng những chương trình thúc đẩy nền kinh tế của Chính phủ có hiệu quả, trong đó có tháo gỡ khó khăn lĩnh vực bất động sản, hỗ trợ lãi suất, đẩy mạnh đầu tư công.
- **Thép xây dựng sẽ trở thành điểm sáng hồi phục** của thị trường thép nội địa trong 2024 khi ngành xây dựng dân dụng và đầu tư công đang ghi nhận tín hiệu phục hồi tích cực kể từ cuối năm 2023.
- **Xuất khẩu là “điểm sáng” của ngành Thép trong 2024:** Sản lượng khẩu thép xây dựng và tôn mạ & ống thép trong nước tăng 51% và 54%YoY trong 4T2024. Những động lực tăng trưởng xuất khẩu thép trong 2024 đến từ (1) Chênh lệch giữa giá thép HRC ở Bắc Mỹ và Châu Âu cao hơn so với giá thép ở Việt Nam dao động 150-200 USD/tấn (tương đương tăng cao hơn so với giá HRC nội địa khoảng 25-35%); (2) Châu Âu kiểm soát chặt hơn việc nhập thép bán thành phẩm do Nga sản xuất cũng sẽ hỗ trợ xuất khẩu thép Việt Nam sang Châu Âu; và (3) Tăng trưởng hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng tại thị trường ASEAN, Mỹ và EU sẽ thúc đẩy hoạt động xuất khẩu thép của Việt Nam.

Sản lượng tiêu thụ thép tại Việt Nam giai đoạn 2017-2024
(đơn vị: triệu tấn)



Sản lượng xuất khẩu thép



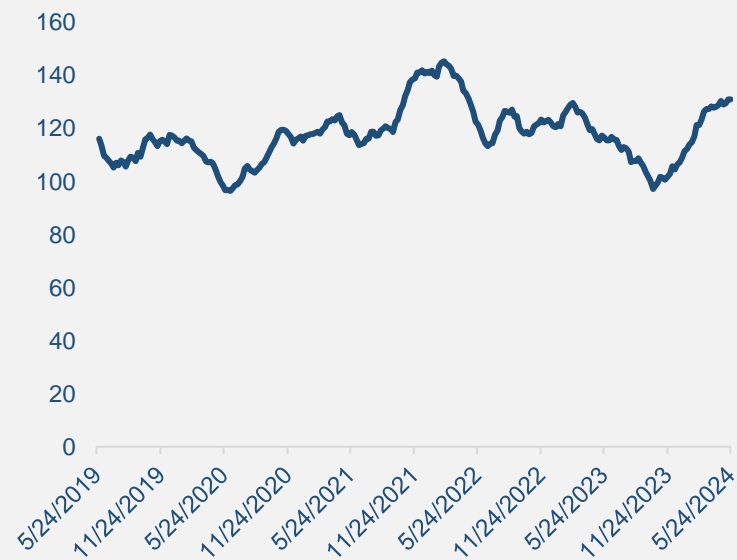
Nguồn: VSA, Tổng cục hải quan, BVSC tổng hợp

Triển vọng 2024

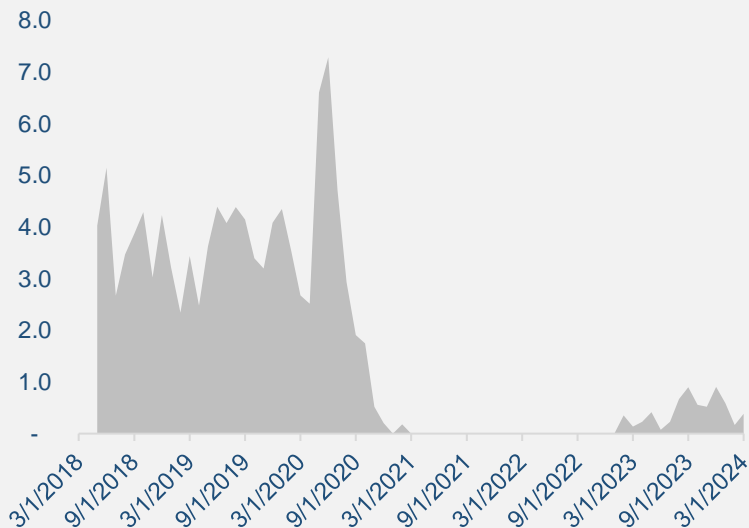
Ngành Thép - Giá nguyên vật liệu “hạ nhiệt”

- Giá nguyên vật liệu có xu hướng giảm trong Q1/2024: Giá quặng sắt bình quân khoảng 123,2 USD/tấn (-3%YoY; -5%QoQ), giá than cốc bình quân là 311 USD/tấn (-10%YoY; -7%QoQ).
- BVSC kỳ vọng năm 2024 giá nguyên liệu sẽ hạ nhiệt và biến động với biên độ hẹp hơn, khi (1) Mức tồn kho nguyên liệu trở lại mức cao (đặc biệt tại Trung Quốc, thị trường tiêu thụ chính); (2) Nguồn cung quặng toàn cầu dự kiến sẽ tăng từ 2-3%/năm trong giai đoạn 2024-2028, sẽ có thêm nguồn cung mới xuất hiện tại Canada, Ấn Độ và Châu Phi; và (3) Nhu cầu tiêu thụ quặng sắt, than cốc có thể giảm dần khi Trung Quốc đang nỗ lực giảm lượng khí thải carbon trong sản xuất (đặc biệt là sản xuất thép). Chính phủ Trung Quốc mong muốn sản xuất “thép xanh” bằng việc chuyển đổi lò BOF sang lò EAF, đặt mục tiêu sản xuất 15% lượng thép thô sử dụng lò EAF vào 2025 và nâng tỷ lệ lên 20% vào 2030.
- Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng giá quặng sắt giao dịch ở mức 118 USD/tấn (-3%YoY), giá than cốc giao dịch ở mức 260 USD/tấn (-6%YoY) trong 2024.

Tồn kho quặng sắt Trung Quốc
(đơn vị: triệu tấn)



Sản lượng xuất khẩu than cốc từ Australia sang Trung Quốc
(đơn vị: triệu tấn)



Biến động giá nguyên liệu đầu vào
(đơn vị: USD/tấn)



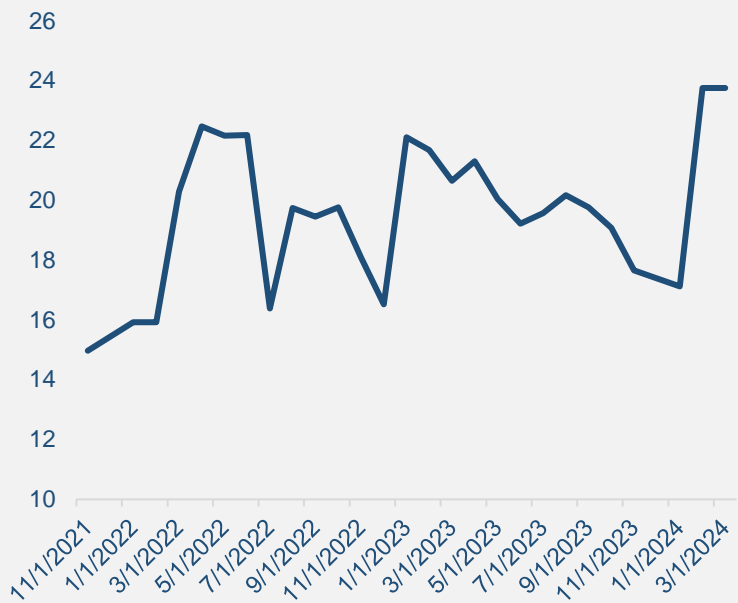
Nguồn: Bloomberg, BVSC ước tính

Triển vọng 2024

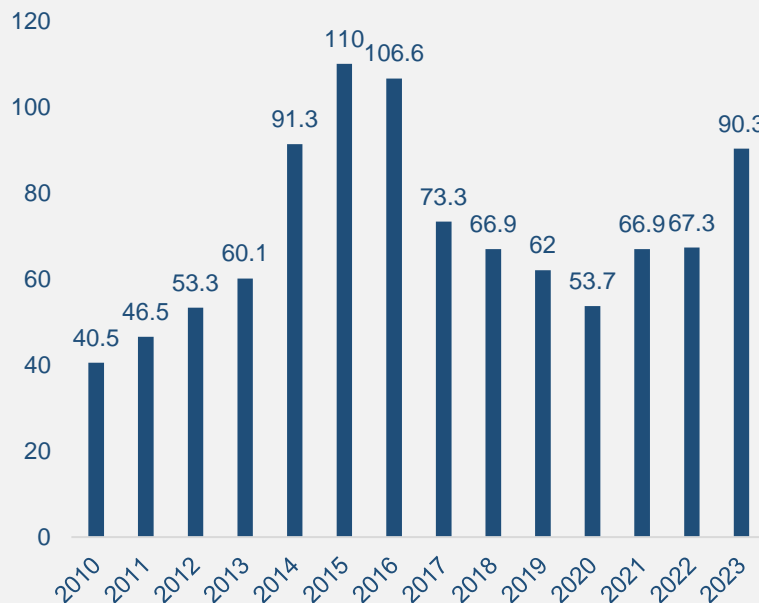
Xu hướng giá thép: chưa có sự bứt phá mạnh mẽ trong 2024

- Trung Quốc đã xuất khẩu 26 triệu tấn thép trong 4T2024 do tồn kho cao trong khi mức tiêu thụ của thị trường nội địa của quốc gia này còn thấp.
- Giá thép Việt Nam trong 2024 vẫn sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực từ giá thép Trung Quốc do (1) Trung Quốc vẫn là nhà xuất khẩu thép lớn tại Việt Nam (chiếm 60% sản lượng nhập khẩu thép); (2) Sự cạnh tranh về giá thép Trung Quốc và thép nội địa. Giá thép Việt Nam có sự tương quan khá cao với sự biến động của giá thép Trung Quốc.
- Chúng tôi kỳ vọng giá thép trong 2H2024 và 2025 sẽ tăng so với 1H2024, động lực đến từ nhu cầu tiêu thụ phục hồi “rõ rệt” hơn. Giá thép xây dựng hiện tại đang khoảng 14.400 đồng/kg, dự báo tăng lên khoảng 14.650 đồng/kg trong 2H2024 và 14.835 đồng/kg trong 2025. Giá HRC hiện tại đang ở mức 13.750 đồng/kg, dự báo tăng lên 14.250 đồng/kg trong 2H2023 và 14.525 đồng/kg trong 2025.

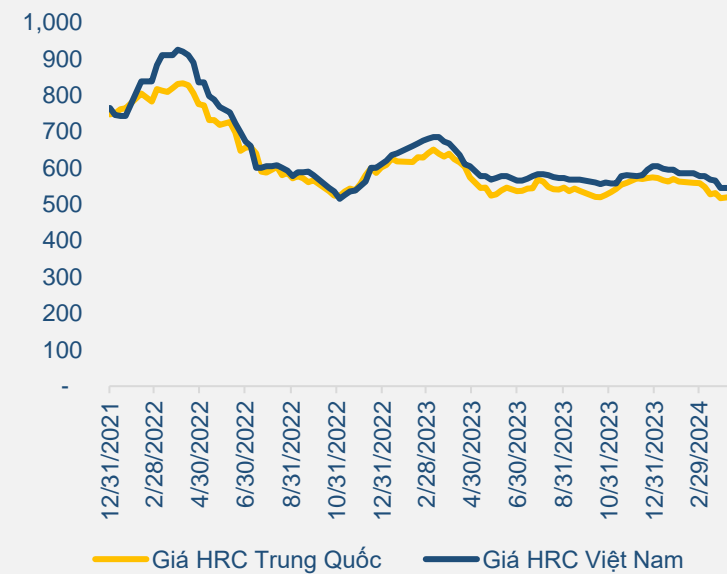
Tồn kho thép Trung Quốc (đơn vị: triệu tấn)



Sản lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc (đơn vị: triệu tấn)



Giá HRC Việt Nam biến động cùng pha với giá HRC Trung Quốc (đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CISA, BVSC tổng hợp

Khuyến nghị đầu tư

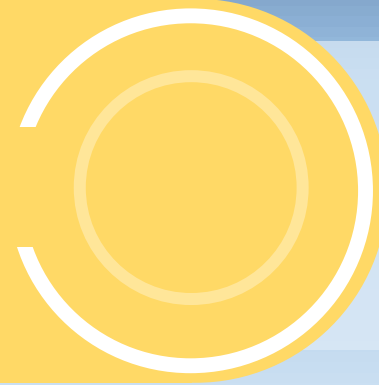
Ngành Thép

Đvt: tỷ đồng	Doanh thu thuần (DTT)			Lợi nhuận sau thuế (LNST)			Tăng trưởng DTT			Tăng trưởng LNST		
	MCK	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F
HPG	118.953	142.917	183.687	6.800	12.492	16.458	-15,9%	20,1%	28,5%	-19,5%	83,7%	31,7%
NKG	18.596	21.942	23.320	117	610	832	-19%	18%	6,0%	N/A	421%	37,7%
HSG	31.650	38.314	42.629	31	921	1.322	-36,3%	21%	11%	-87,6%	2833%	44%
Tổng	169.199	208.866	249.636	6.948	14.023	18.612	-21%	12,3%	19,5%	--19%	102%	32,7%

Mã CK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside	P/E forward		Điểm nhấn đầu tư
				2024	2025	
HPG	OUTPERFORM	37.800	+28,6%	19,4	14,7	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng tiêu thụ phục hồi. Biên lợi nhuận cải thiện. Tiềm năng tăng trưởng dài hạn nhờ Dung Quất 2.
NKG	OUTPERFORM	33.000	+24%	14,2	10,2	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng tiêu thụ phục hồi. Biên lợi nhuận cải thiện. Tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ nhà máy Nam Kim Phú Mỹ.
HSG	NEUTRAL	28.500	+13,3%	19,1	13,7	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng tiêu thụ phục hồi. Biên lợi nhuận cải thiện.

HPG

OUTPERFORM | Target: 37.800 VNĐ/CP | Upside: +28,6%



HPG - Bước vào chu kỳ tăng trưởng mới

HPG - Target: 37.800 VNĐ/CP | Upside: +28,6%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	37.800 đồng/cp
Giá thị trường:	29.400 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+28,6%

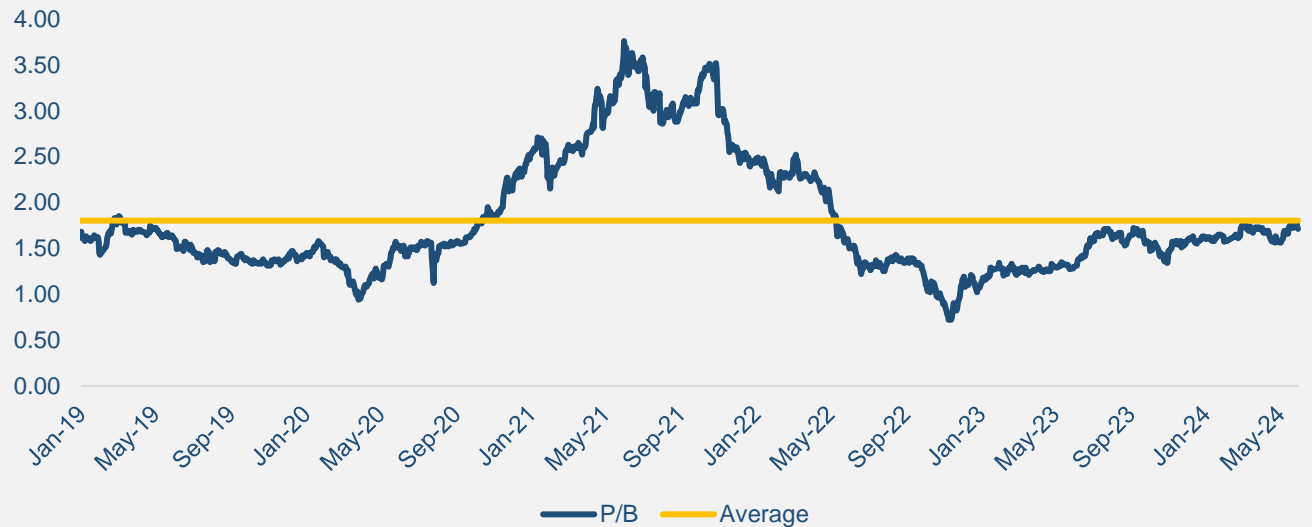
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022	2023	2024F	2025F	4YR CAGR
Doanh thu	141.409	118.953	142.917	183.687	9,1%
Tăng trưởng	-5,5%	-15,9%	20,1%	28,5%	
Lợi nhuận gộp	16.763	12.938	20.343	27.339	17,7%
Tăng trưởng	-59,2%	-22,8%	57,3%	35,1%	
Lợi nhuận ròng	8.444	6.800	12.492	16.464	24,9%
Tăng trưởng	-75,4%	-19,9%	83,7%	31,7%	
EPS (đồng/cp)	1.320	1.069	1.953	2.573	
P/E	19,2	26,2	19,4	14,7	
P/B	1,7	1,66	2,00	1,79	

Điểm nhấn đầu tư:

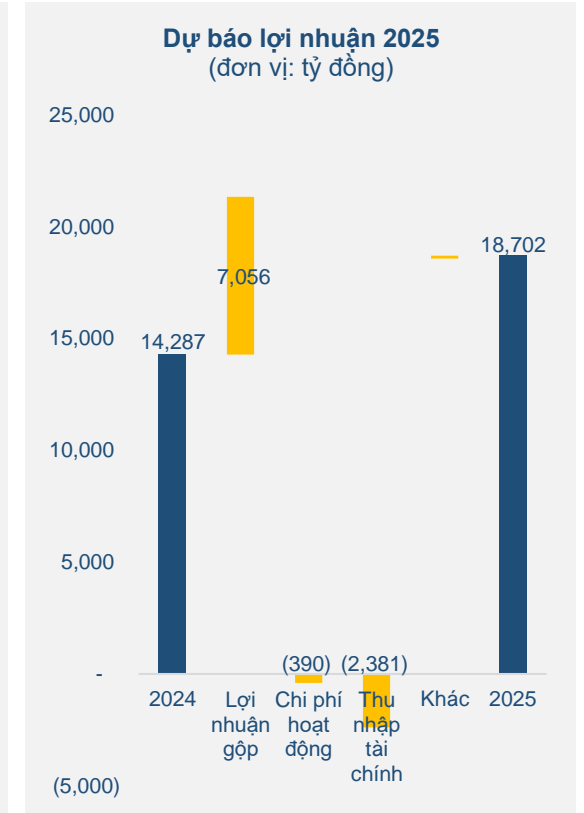
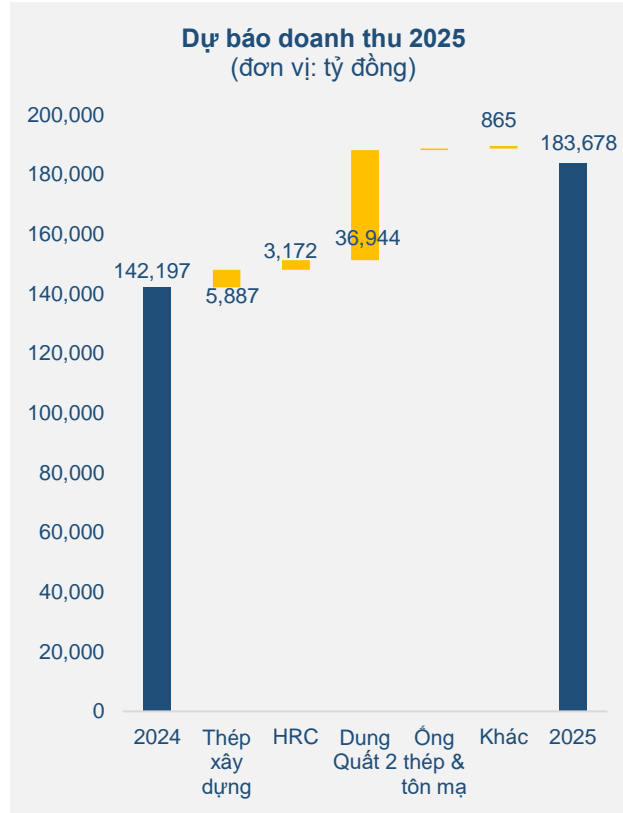
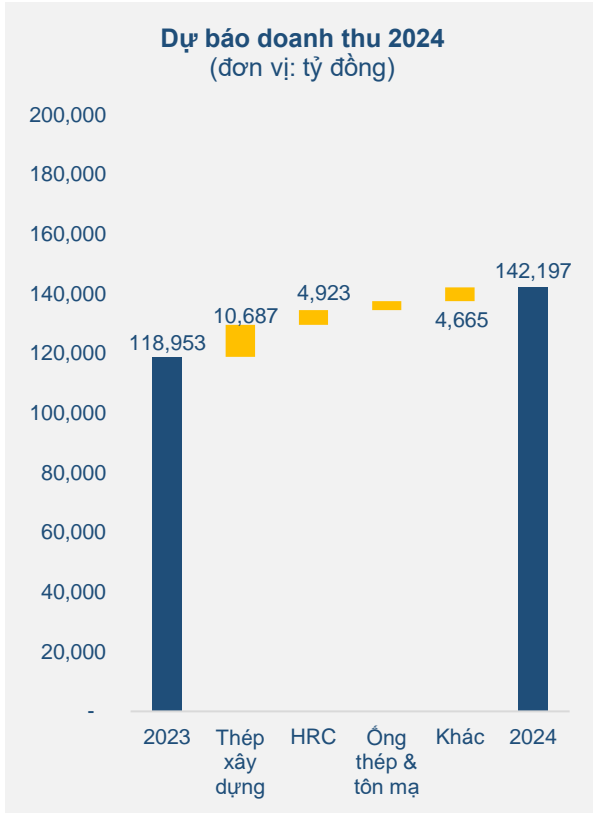
- **Sản lượng tiêu thụ tăng nhờ cả thị trường nội địa và xuất khẩu hồi phục:** Dự báo trong năm 2024, tổng tiêu thụ thép xây dựng đạt 4,35 triệu tấn (+15,3% y/y); tổng tiêu thụ HRC đạt 3 triệu tấn (+7% y/y).
- **Biên lợi nhuận HPG dự báo hồi phục:** Ước tính biên lãi gộp của HPG ở mức 14% trong 2024 nhờ (1) Công ty đã bán hết tồn kho giá cao; và (2) Giá NVL giảm.
- **Tài chính tốt, có vị thế doanh nghiệp sản xuất thép có quy mô lớn nhất tại Việt Nam** và vẫn duy trì được lợi nhuận trong năm 2023 trong bối cảnh thị trường khó khăn. Tiềm năng tăng trưởng dài hạn với dự án Dung Quất 2.

Diễn biến P/B lịch sử của HPG



HPG - Phân tích động lực tăng trưởng

HPG - Target: 37.800 VNĐ/CP | Upside: +28,6%

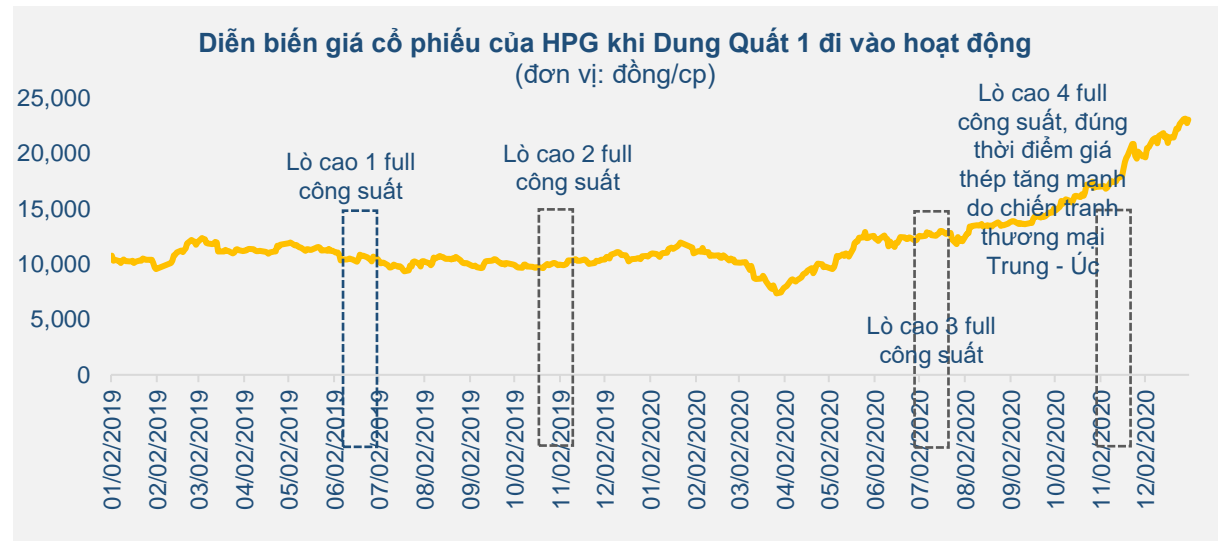
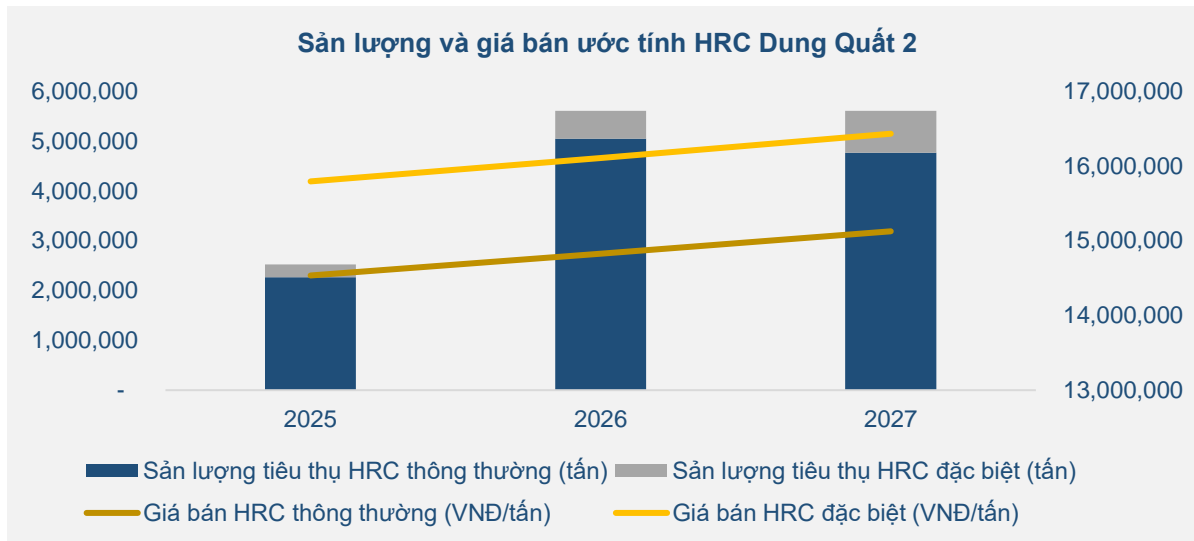
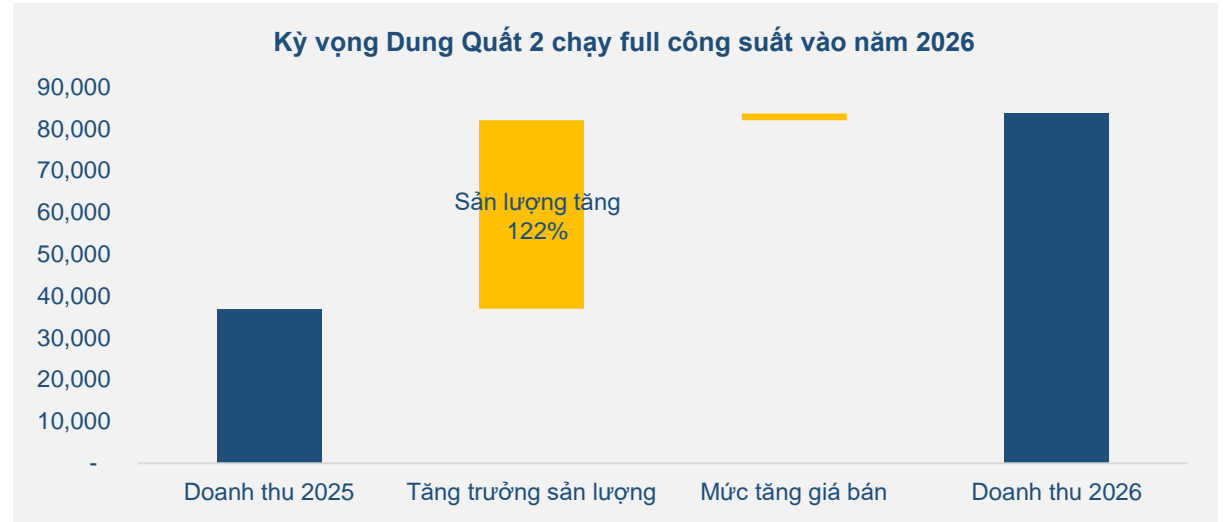
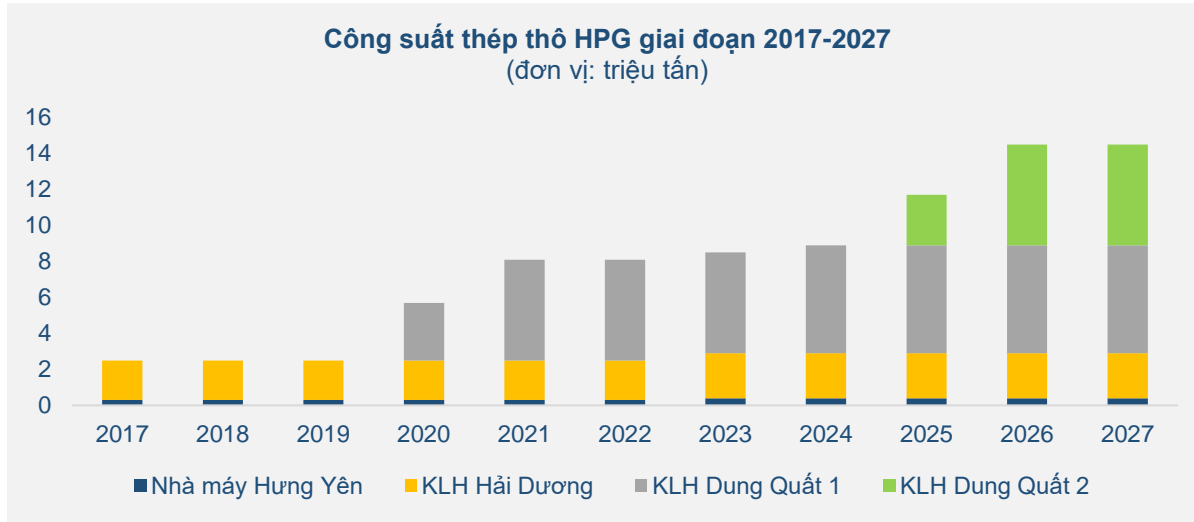


Động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận chủ yếu đến từ mảng thép:

- Sản lượng tiêu thụ là động lực tăng trưởng doanh thu trong năm 2024. Trong đó, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và HRC ước tính có mức tăng trưởng 18% và 12%, trong khi đó giá bán đi ngang so với cùng kỳ. Sang 2025, sản lượng tăng 30% nhờ Dung Quất 2 giai đoạn 1 đi vào hoạt động, đóng góp 2,5 triệu tấn HRC, giá bán tăng nhẹ 2%YoY với kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ phục hồi “rõ nét” hơn 2024.
- Lợi nhuận gộp mảng thép cải thiện là động lực tăng trưởng lợi nhuận trong 2024 và 2025.

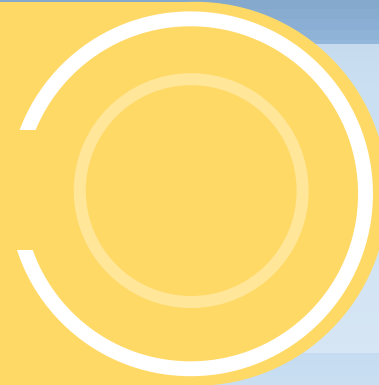
HPG - Câu chuyện dài hạn đến từ Dung Quất 2

HPG - Target: 37.800 VNĐ/CP | Upside: +28,6%



HSG

NEUTRAL | Target: 28.500 VNĐ/CP | Upside: +13,3%



HSG - Kết quả kinh doanh phục hồi

HSG - Target: 28.500 VNĐ/CP | Upside: +13,3%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	NEUTRAL
Giá mục tiêu:	28.500 đồng/cp
Giá thị trường:	25.150 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+13,3%

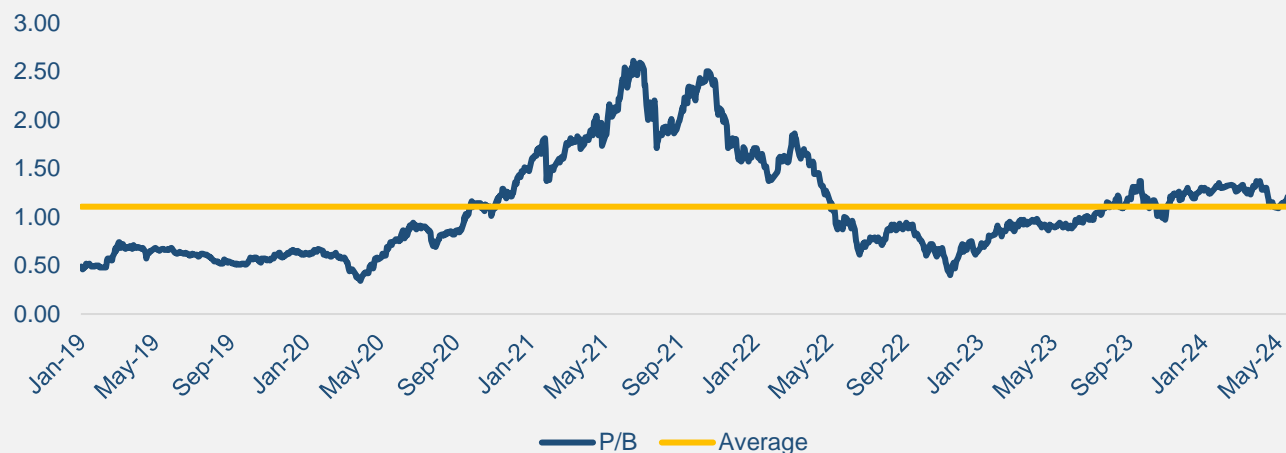
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022-2023	2023-2024	2024-2025	3YR CAGR
Doanh thu	31.650	38.314	42.629	16,2%
Tăng trưởng	-36,3%	21%	11,3%	
Lợi nhuận gộp	3.060	4.549	5.624	35,5%
Tăng trưởng	-38,0%	48,7%	24%	
Lợi nhuận ròng	31	921	1,322	
Tăng trưởng	-87,6%	2833%	44%	
EPS (đồng/cp)	47	1.495	2.084	
P/E		19,1	13,7	
P/B		1,42	1,29	

Điểm nhấn đầu tư:

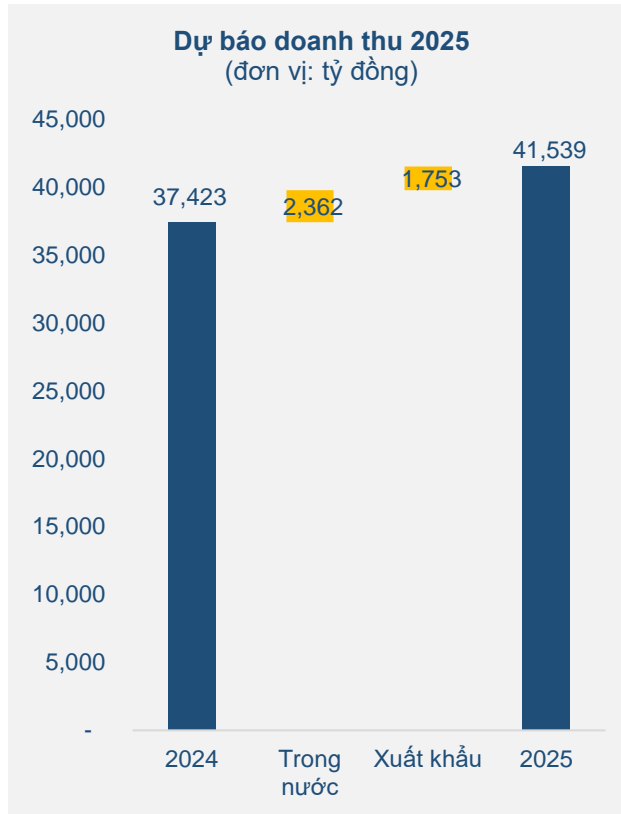
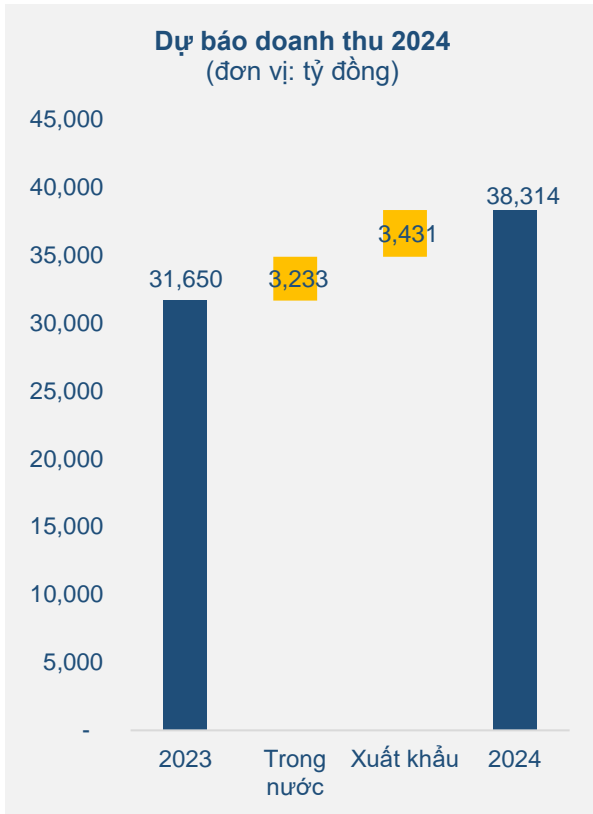
- **Sản lượng tiêu thụ phục hồi, trong đó thị trường xuất khẩu là động lực tăng trưởng chính của HSG trong 2024:** Ước tính tổng tiêu thụ tôn mạ & ống thép nội địa khoảng 870 nghìn tấn (+13,1% YoY); sản lượng xuất khẩu khoảng 955 nghìn tấn (+51,8% YoY).
- **Biên lợi nhuận cải thiện:** Ước tính biên lãi gộp của HSG ở mức 11,7% trong 2024 nhờ (1) Công ty chủ động tích trữ tồn kho giá rẻ; và (2) Giá HRC kỳ vọng ổn định hơn trong 2024, ở mức 580-600 USD/tấn.
- **Lợi thế từ hệ thống cửa hàng phủ khắp cả nước** (gồm ~400 cửa hàng truyền thống và ~110 cửa hàng HoasenHome) giúp HSG có biên lợi nhuận cao hơn so với các doanh nghiệp tôn mạ khác.
- **Đòn bẩy tài chính ở mức thấp** (HSG đã tắt toán hết khoản nợ vay dài hạn) và lượng tiền mặt tương đối ổn định.

Diễn biến P/B lịch sử của HSG



HSG - Phân tích động lực tăng trưởng

HSG - Target: 28.500 VNĐ/CP | Upside: +13,3%

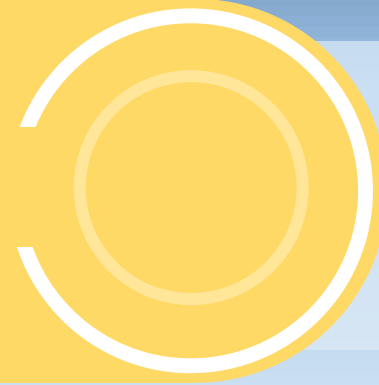


Động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận:

- Sản lượng tiêu thụ là động lực tăng trưởng doanh thu trong năm 2024. Trong đó, sản lượng tiêu thụ nội địa và xuất khẩu ước tính có mức tăng trưởng 20% và 49%, trong khi đó giá bán giảm 8-10% với cùng kỳ. Sang 2025, tiêu thụ nội địa là động lực tăng trưởng chính với sản lượng tiêu thụ tăng 49,7%, giá bán ước tính tăng 5-7%.
- Lợi nhuận gộp cải thiện là động lực tăng trưởng lợi nhuận trong 2024 và 2025, biên lãi gộp mảng nội địa 15-18%, cao hơn so với mức 11% của năm 2023.

NKG

OUTPERFORM | Target: 33.000 VNĐ/CP | Upside: +24%



NKG – Giá HRC tăng tại các thị trường xuất khẩu chính

NKG - Target: 33.000 VNĐ/CP | Upside: +24%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	33.000 đồng/cp
Giá thị trường:	26.600 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+24%

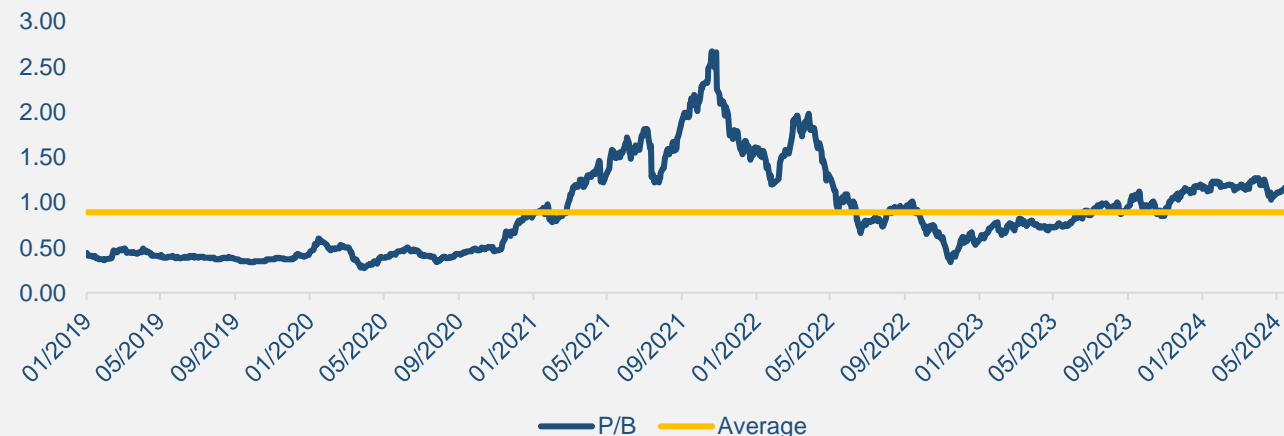
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2023	2024F	2025F	3YR CAGR
Doanh thu	18.596	21.942	23.320	11,6%
Tăng trưởng	-19,4%	18%	6,3%	
Lợi nhuận gộp	1.112	2.272	2.465	48,9%
Tăng trưởng	-25%	104%	7%	
Lợi nhuận ròng	117	610	840	167,9%
Tăng trưởng	-194%	421%	37,7%	
EPS (đồng/cp)	446	2.316	3.162	
P/E	59,4	14,2	10,2	
P/B	1,25	1,49	1,36	

Điểm nhấn đầu tư:

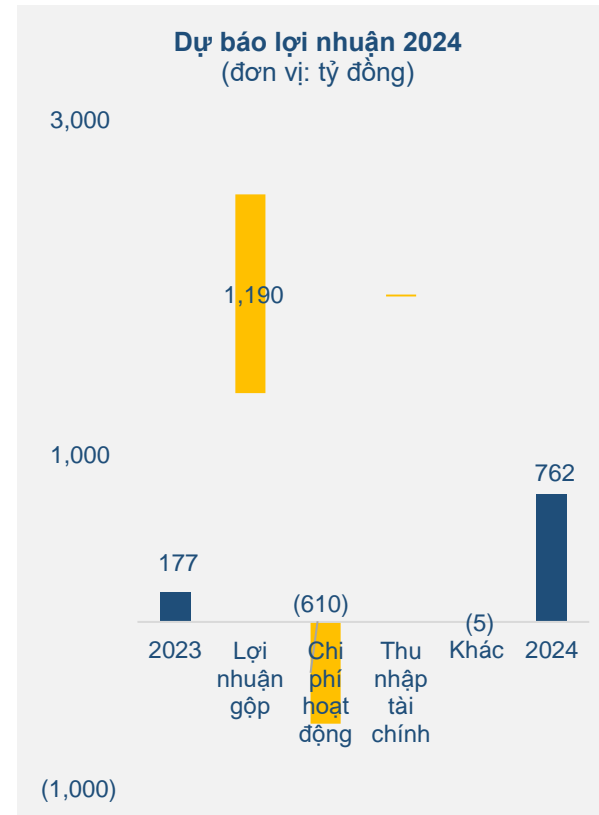
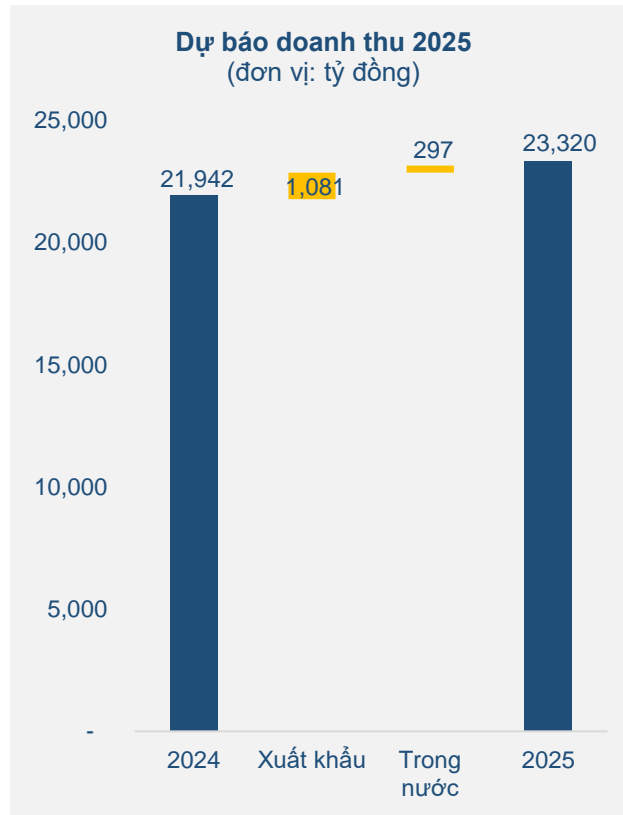
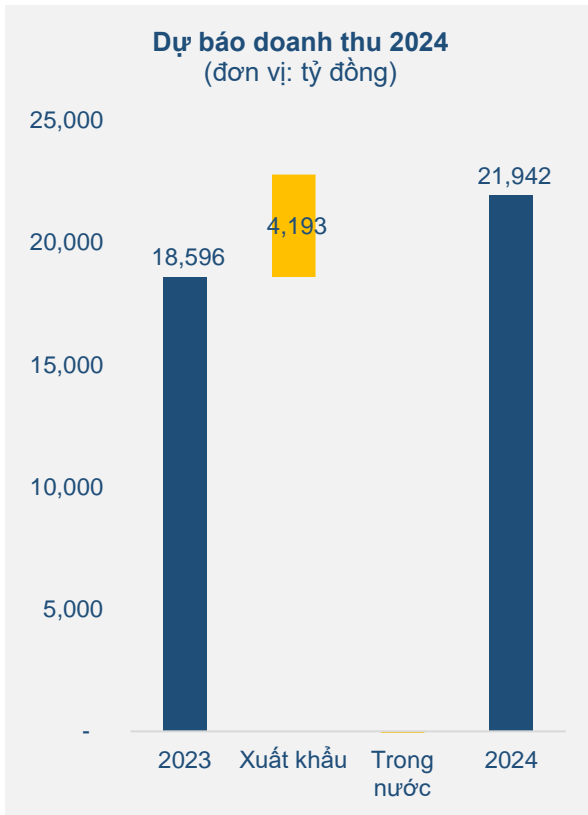
- **Sản lượng tiêu thụ phục hồi, trong đó thị trường xuất khẩu là động lực tăng trưởng chính của NKG trong 2024:** Ước tính tổng tiêu thụ tôn mạ & ống thép nội địa khoảng 333 nghìn tấn (-4% YoY); sản lượng xuất khẩu khoảng 727 nghìn tấn (+37% YoY).
- **Biên lợi nhuận cải thiện:** Ước tính biên lãi gộp của NKG ở mức 10,4% trong 2024 nhờ (1) Công ty chủ động tích trữ tồn kho giá rẻ; (2) Giá HRC kỳ vọng ổn định hơn trong 2024, ở mức 580-600 USD/tấn.
- **Tăng trưởng dài hạn đến từ nhà máy Nam Kim Phú Mỹ:** Với tổng đầu tư 4.500 tỷ đồng, nhà máy mới dự kiến hoàn thành vào Q1.2025 đến Q1.2026 và từ năm 2027 sẽ có thể hoạt động hết công suất. Việc đầu tư vào nhà máy mới giúp NKG đi sâu hơn vào chuỗi giá trị ngành Tôn mạ, hướng tới sản xuất sản phẩm đầu ra sẽ phục vụ cho ngành Công nghiệp cơ khí phụ trợ, ngành Hàng điện gia dụng, và cả một số linh kiện phụ kiện cho xe hơi - phân khúc này còn dự địa tăng trưởng cả trong nước và xuất khẩu, trong nước chỉ có 1-2 doanh nghiệp FDI đi theo phân khúc này.

Diễn biến P/B lịch sử của NKG



NKG - Phân tích động lực tăng trưởng

NKG - Target: 33.000 VNĐ/CP | Upside: +24%

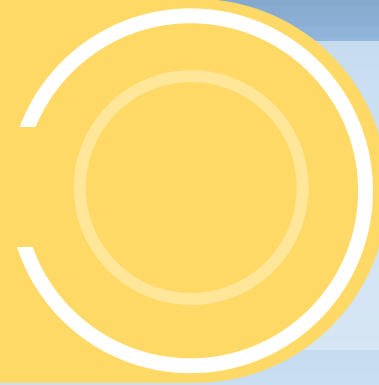


Động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận:

- Sản lượng tiêu thụ tăng 21,6%, là động lực tăng trưởng doanh thu trong năm 2024. Trong đó, sản lượng tiêu thụ nội địa đi ngang và xuất khẩu ước tính có mức tăng trưởng 36%, trong khi đó giá bán giảm 3-5% với cùng kỳ. Sang 2025, tiêu thụ tăng 5%YoY, giá bán ước tính tăng 2%.
- Lợi nhuận gộp kỳ vọng duy trì ở mức 10,4%-10,6% trong năm 2024 và 2025.

DHA

OUTPERFORM | Target: 54.422 VNĐ/CP | Upside: +15%



DHA - Mỏ đá trữ lượng lớn, hưởng lợi từ đẩy mạnh đầu tư công

DHA - Target: 54.422 VNĐ/CP | Upside: +15%

Bảng khuyến nghị

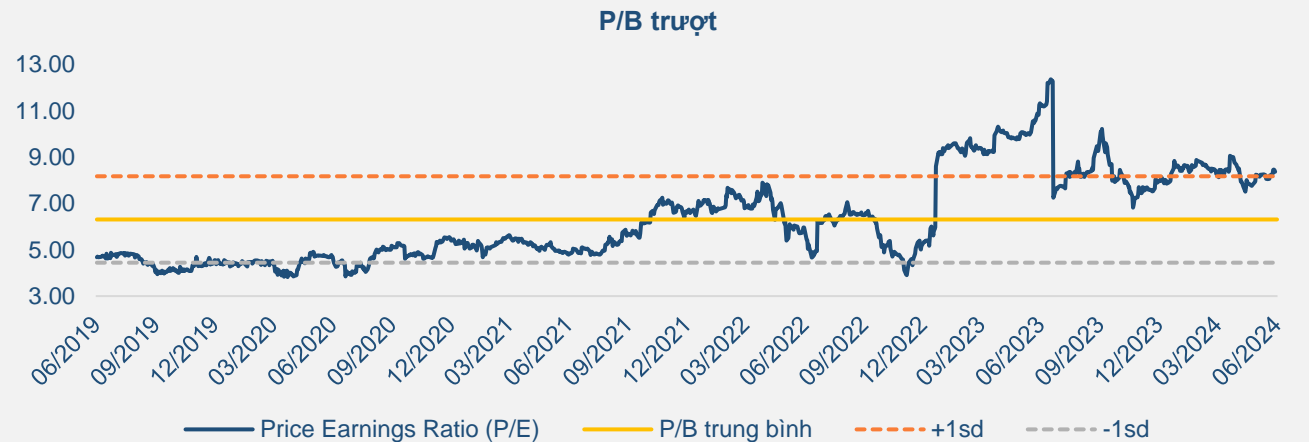
Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	54.422 đồng/cp
Giá thị trường:	45.450 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+15%

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022	2023	2024F	2025F	4YR CAGR
Doanh thu	387.820	375.398	398.110	423.126	
Tăng trưởng	14,9%	-3,2%	6,1%	6,3%	5,8%
Lợi nhuận gộp	102.847	104.697	111.689	118.754	
Tăng trưởng	8,2%	1,8%	6,7%	6,3%	5,7%
Lợi nhuận ròng	52.332	87.054	73.989	90.992	
Tăng trưởng	-42,0%	66,3%	-15,0%	23,0%	0,2%
EPS (đồng/cp)	3.412	5.912	5.024	6.179	
P/E	6,2	9,0	9,1	7,4	

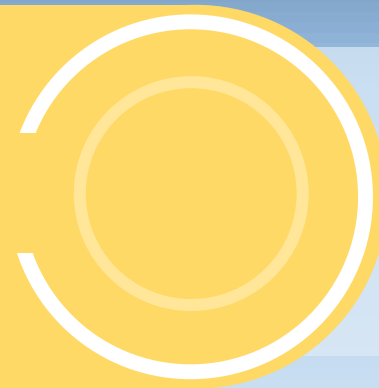
Điểm nhấn đầu tư:

- **Giá bán đá dự báo tiếp tục tăng** trong thời gian tới do: (1) nguồn cung hạn chế; và (2) nhu cầu tiếp tục tăng mạnh do nhu cầu xây dựng hồi phục và nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng.
- **Hiệu quả kinh doanh tốt.** Biên lợi nhuận hoạt động của DHA dao động từ 23–27%, cao so với các DN tương tự. DHA đã tắt toán khoản đầu tư cổ phiếu HPG, tránh bị ảnh hưởng biến động bởi thị trường chứng khoán. Chúng tôi cũng kỳ vọng DHA giảm trích lập khoản phải thu trong 2025 giúp KQKD tăng.
- **Bảng cân đối kế toán lành mạnh.** Tiền mặt và đầu tư tài chính của DHA đạt mức 302 tỷ đồng. Vị thế tiền mặt cao giúp DHA hưởng lợi khi lãi suất huy động bắt đầu tăng trở lại.
- **Tỷ lệ chi trả cổ tức DHA cao,** trung bình ở mức 50–60% trong giai đoạn 2017–2023. Tại ngày 05/6/2024, suất cổ tức nhận từ DHA đang rơi vào khoảng 11%/năm.



VCS

OUTPERFORM | Target: 97.381 VNĐ/CP | Upside: +16%



VCS - Xuất khẩu thị trường Mỹ hồi phục

VCS - Target: 97.381 VND/CP | Upside: +16%

Bảng khuyến nghị

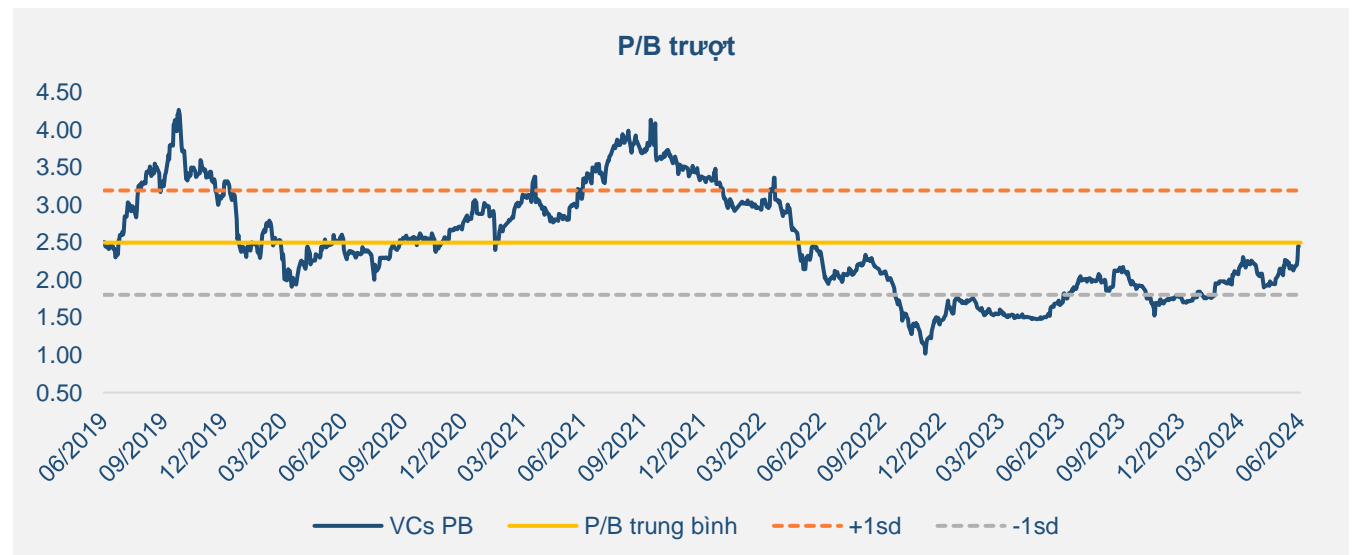
Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	97.381 đồng/cp
Giá thị trường:	83.900 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+16%

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022	2023	2024F	2025F	4YR CAGR
Doanh thu	5.660	4.354	5.205	5.882	
Tăng trưởng	-19,9%	-23,1%	19,6%	13,0%	-4,5%
Lợi nhuận gộp	1.743	1.221	1.484	1.706	
Tăng trưởng	-29,2%	-30,0%	21,5%	15,0%	-8,8%
Lợi nhuận ròng	1.149	846	1.031	1.193	
Tăng trưởng	-35,2%	-26,3%	21,8%	15,7%	-9,4%
EPS (đồng/cp)	7.179	5.290	6.443	7.456	
P/E	7,5	9,9	12,3	10,6	

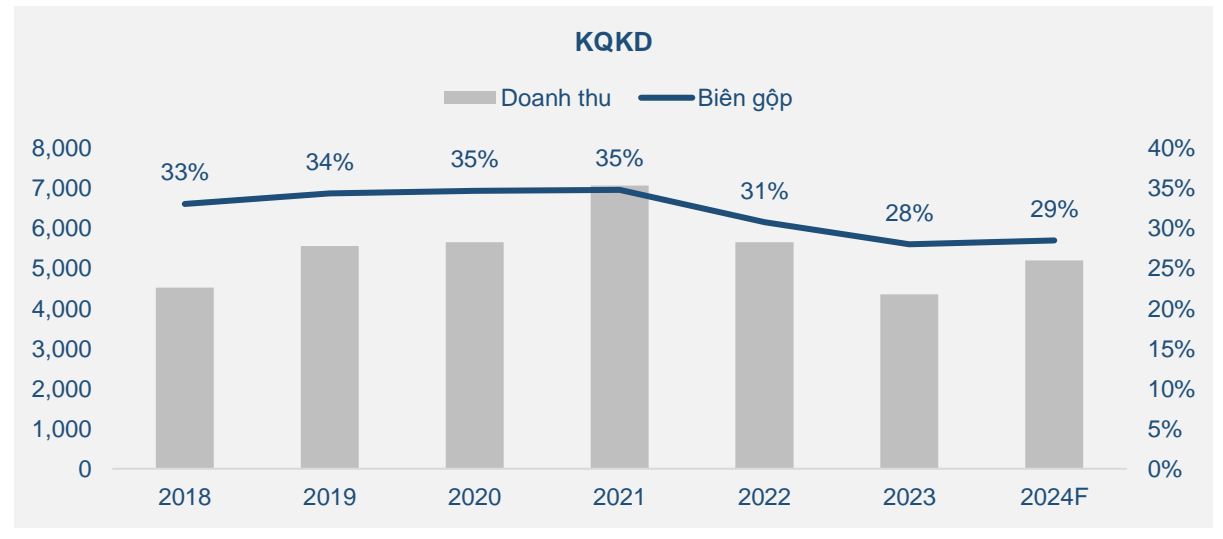
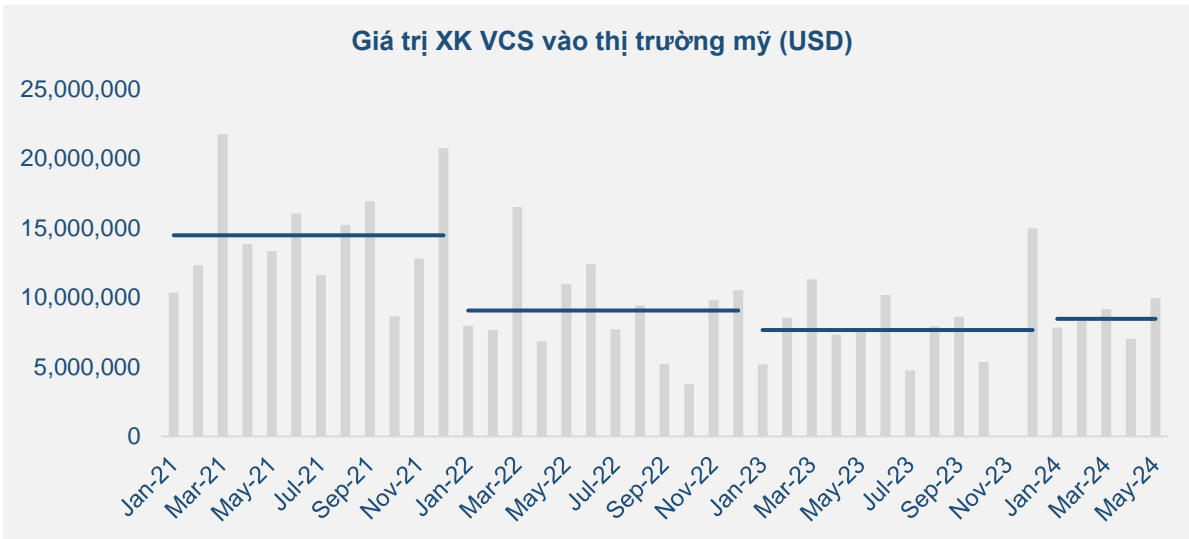
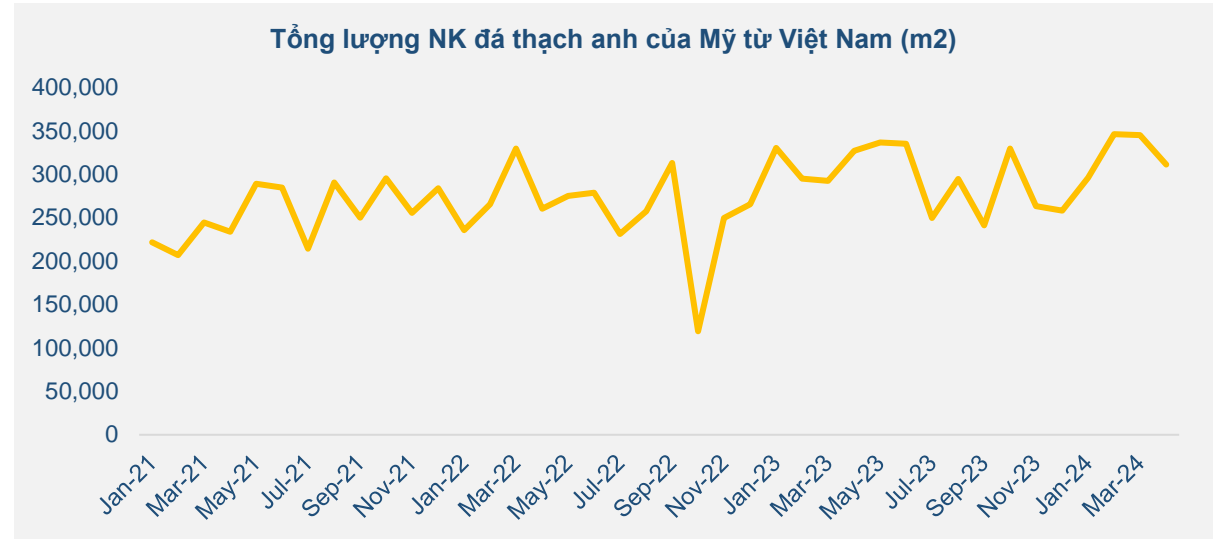
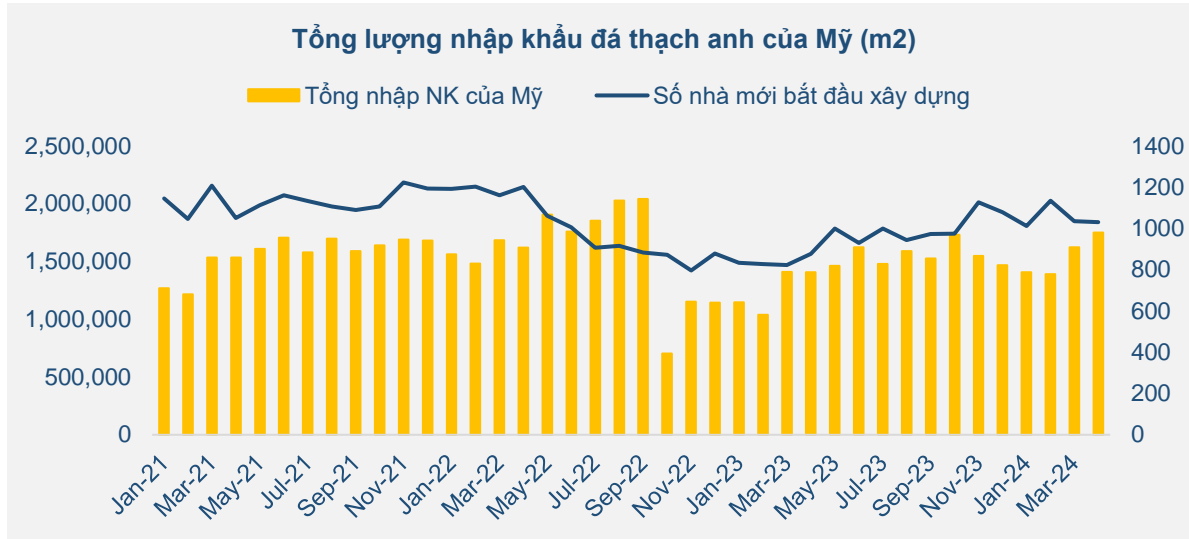
Điểm nhấn đầu tư:

- KQKD năm 2024 dự báo tăng trưởng. LNST tăng lên 1.031 tỷ đồng (+22% y/y) nhờ tăng sản lượng tiêu thụ.
- Sản lượng xuất khẩu sang thị trường Mỹ dự báo tăng trưởng tốt khi nhu cầu tiêu thụ tại Mỹ hồi phục. Dự báo giá trị xây dựng nhà để ở tại Mỹ sẽ hồi phục 9% y/y trong năm 2024. Số cấp phép xây dựng và số nhà để ở xây mới cũng đều trong xu hướng hồi phục giúp nhu cầu tiêu thụ đá thạch anh xây dựng sẽ hồi phục tốt. Tỷ lệ lấp đầy nhà cho thuê tiếp tục duy trì ở mức cao. Nhu cầu sửa chữa, nâng cấp nhà sẽ tiếp tục ở mức cao. Xu hướng lựa chọn đá Quartz làm counter vẫn rất lớn ở Mỹ.
- Biên lợi nhuận dự báo hồi phục khi dự báo giá bán VCS có thể hồi phục và giá NVL dự báo giảm.
- Trong 3 năm gần nhất, tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền mặt của VCS khoảng 40-60%, tương đương với Dividend yield khoảng 6,3%, cao hơn so với lãi suất tiết kiệm 12 tháng.



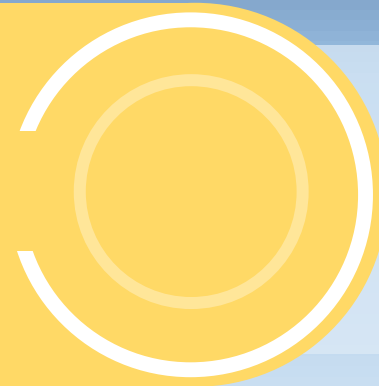
VCS - Xuất khẩu thị trường Mỹ hồi phục

VCS - Target: 97.381 VNĐ/CP | Upside: +16%



CTD

OUTPERFORM | Target: 87.429 VNĐ/CP | Upside: +21%



CTD - KQKD tăng trưởng tốt

CTD - Target: 87.429 VNĐ/CP | Upside: +21%

Bảng khuyến nghị

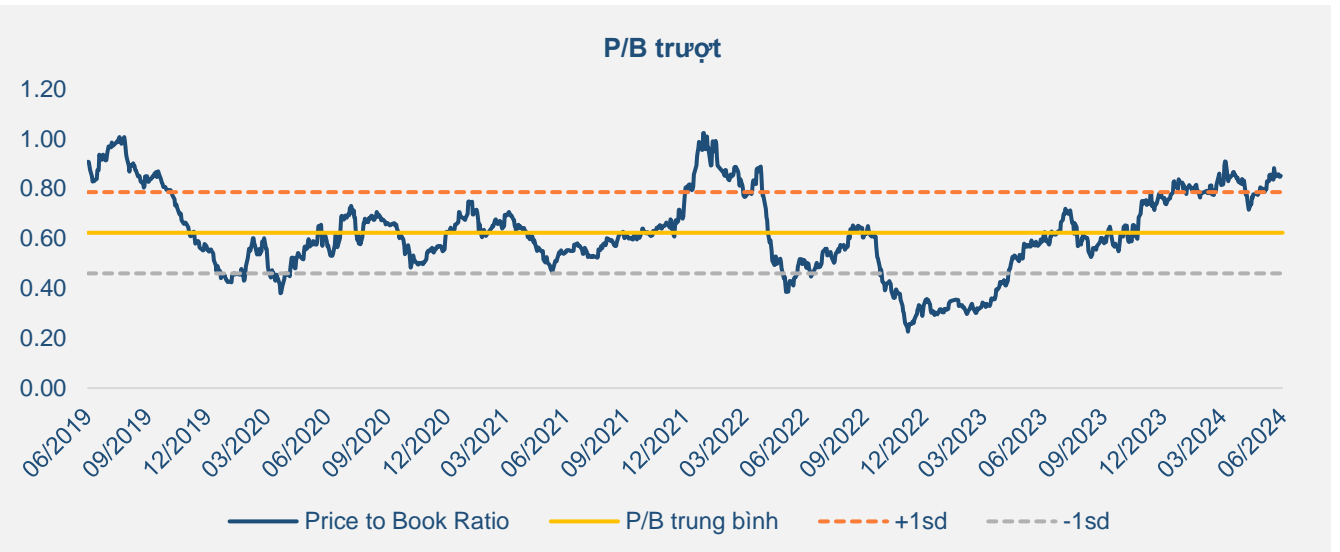
Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	87.429 đồng/cp
Giá thị trường:	72.000 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+21%

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022	2023	2024F	2025F	4YR CAGR
Doanh thu	14.537	16.528	18.700	20.945	
Tăng trưởng	60,14%	13,70%	13,14%	12,01%	12,95%
Lợi nhuận gộp	487	426	505	580	
Tăng trưởng	76,87%	-12,48%	18,53%	14,91%	6,03%
Lợi nhuận ròng	21	188	281	336	
Tăng trưởng	-13,77%	803,83%	49,36%	19,87%	152,94%
EPS (đồng/cp)	263	1.814	2.709	3.247	
P/E	311,1	58,2	25,8	21,6	

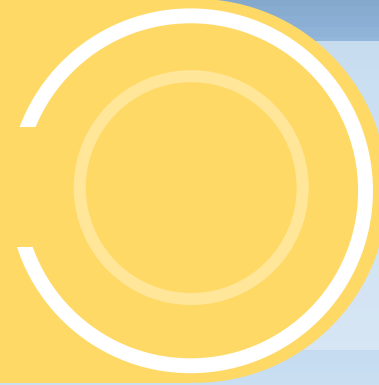
Điểm nhấn đầu tư:

- Backlog tại thời điểm tháng 05/2024 của CTD khoảng 20.000 tỷ đồng. Dự kiến giá trị hợp đồng ký mới trong 2024 đạt 21.000 tỷ đồng nhờ nguồn việc chính từ các dự án công nghiệp và dân dụng. CTD có năng lực cạnh tranh các dự án có yêu cầu chất lượng cao, đạt tiêu chuẩn xanh theo tiêu chuẩn LEED.
- Tăng nguồn thu từ các dự án xây lắp hạ tầng công nghiệp với các khách hàng FDI. Tỷ trọng đóng góp trong doanh thu tăng lên 35% trong năm 2023 từ mức 14% của năm 2022. Các dự án FDI có biên lợi nhuận gộp cao hơn và tiến độ thanh toán tốt, rủi ro nợ xấu thấp hơn.
- Biên lợi nhuận của CTD dự báo hồi phục lên 3,2% trong năm 2024. CTD cũng đã M&A hai doanh nghiệp cơ điện M&E và lắp đặt hệ thống nhôm kính nhằm phát triển chuỗi giá trị theo chiều dọc. CTD cũng bắt đầu ghi nhận DT của các dự án ký kết từ 2023 tới nay với biên lợi nhuận tốt hơn.



DGC

NEUTRAL | Target: 141.000 VNĐ/CP | Upside: +8,5%



DGC – Câu chuyện dài hạn còn tiếp diễn

DGC - Target: 141.000 VNĐ/CP | Upside: +8,5%

Bảng khuyến nghị

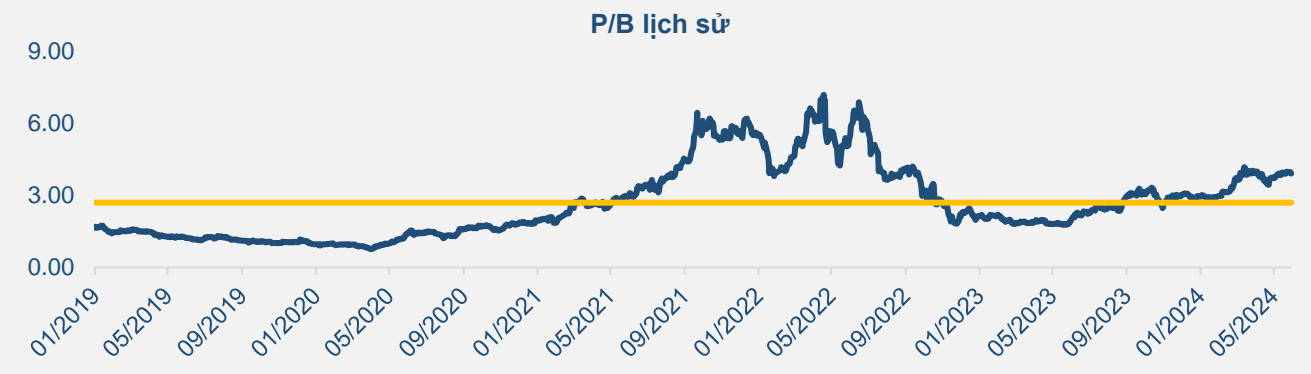
Khuyến nghị:	NEUTRAL
Giá mục tiêu:	141.000 đồng/cp
Giá thị trường:	130.000 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+8,5%

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2023	2024F	2025F	3YR CAGR
Doanh thu	9.748	10.558	13.632	18,3%
Tăng trưởng	-32,5%	8,3%	29,1%	
Lợi nhuận gộp	3.455	3.781	5.413	25,2%
Tăng trưởng	-48,8%	9,4%	43,2%	
Lợi nhuận ròng	3.100	3.552	4.901	25,7%
Tăng trưởng	-44,3%	14,6%	38,0%	
EPS (đồng/cp)	8.186	9.353	12.906	
P/E	15,9	15,0	11,0	
P/B	3,95	3,77	3,06	

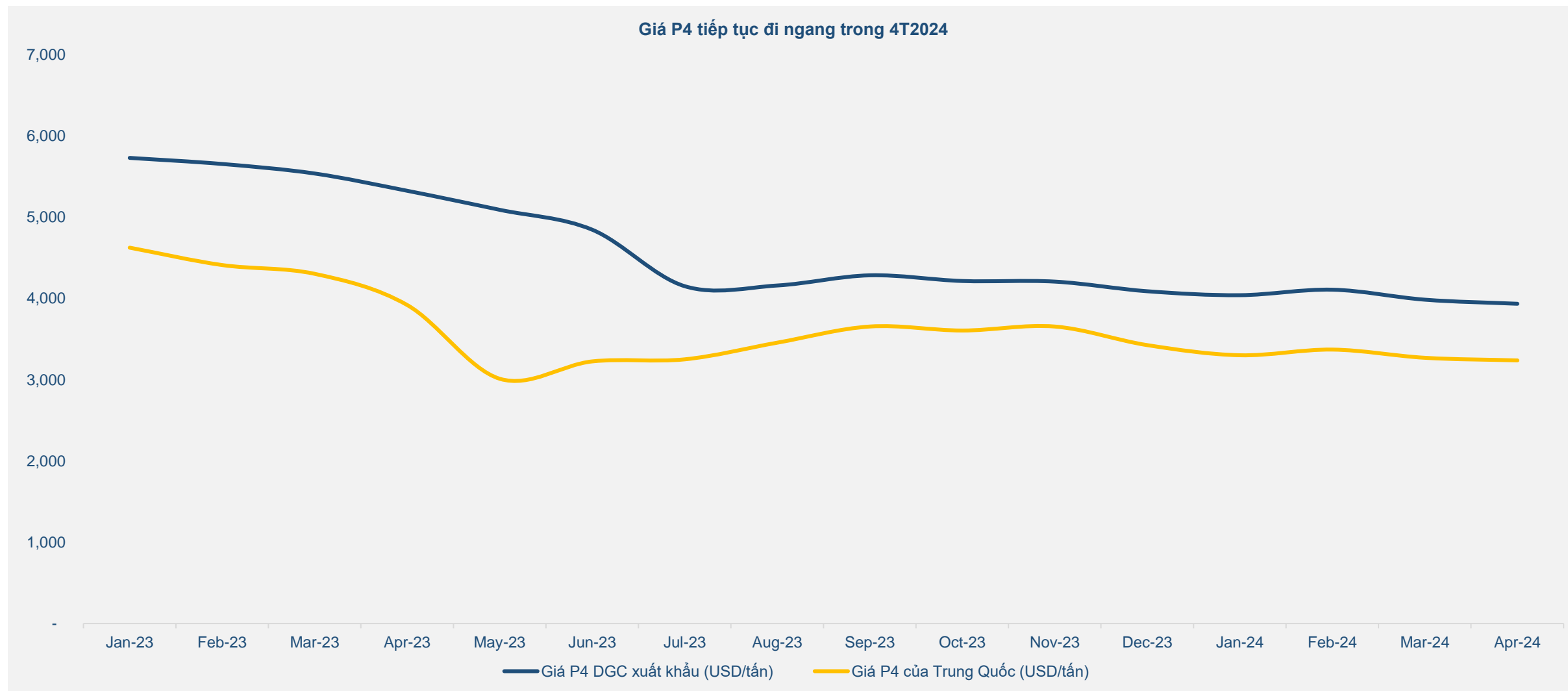
Điểm nhấn đầu tư:

- **DGC** – Doanh nghiệp đứng đầu trong ngành Hóa chất, sở hữu chuỗi sản xuất khép kín, sản xuất các sản phẩm gốc Phot pho đa dạng nên công ty linh hoạt trong việc chuyển đổi sản phẩm nhằm đáp ứng kịp thời nhu cầu thị trường.
- **Màng Phot pho vàng (P4) kỳ vọng phục hồi trong 2024:** doanh thu P4 tăng 24% trong 2024, trong đó doanh thu P4 trong 2H2024 ước tính tăng 50%YoY và tăng 20% so với 1H2024 với kỳ vọng giá bán và sản lượng P4 sẽ tăng mạnh trong 2H2024 khi (1) việc bảo trì nhà máy kết thúc; và (2) nhu cầu bán dần dần phục hồi “rõ nét” hơn. BVSC ước tính giá P4 xuất khẩu của DGC trong 2H2024 ở mức 4.200-4.500 USD/tấn, tăng 5-8% so với 2 quý đầu năm 2024 và sản lượng xuất khẩu khoảng 11.500–12.500 tấn (tăng 5-10%QoQ, +35%YoY).
- **Nâng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu đầu vào trong 2025:** DGC đang xin thay đổi giấy phép khai thác sản lượng quặng gấp đôi tại Khai trường 25, kỳ vọng cuối năm 2024 sẽ xin được giấy phép, do đó, công ty có thể nâng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu đầu vào ở mức 100%.
- **Nhà máy Ethanol sẽ đi vào hoạt động vào Quý 4 năm 2024:** Nhà máy sản xuất ethanol của Công ty TNHH Đại Việt chuyển đổi bột sắn từ nông dân thành ethanol 96% dùng trong thực phẩm và y tế. DGC ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng của ethanol trong năm 2025 lần lượt là 1.500 tỷ đồng và 150 tỷ đồng.
- **Dự án Đức Giang – Nghi Sơn bị trì hoãn khởi công trong Q2/2024, sẽ bắt đầu trong Q4.2024:** Dự án này sẽ cung cấp sản phẩm Xút và các dẫn xuất từ Clo, trong đó có PCl_3 – một thành phần quan trọng trong sản xuất pin xe điện. Ban lãnh đạo kỳ vọng dự án Nghi Sơn ghi nhận kết quả kinh doanh vào 2026 với mức doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt 2.000–2.500 tỷ đồng và 220–250 tỷ đồng.



Thị trường Phốt pho vàng

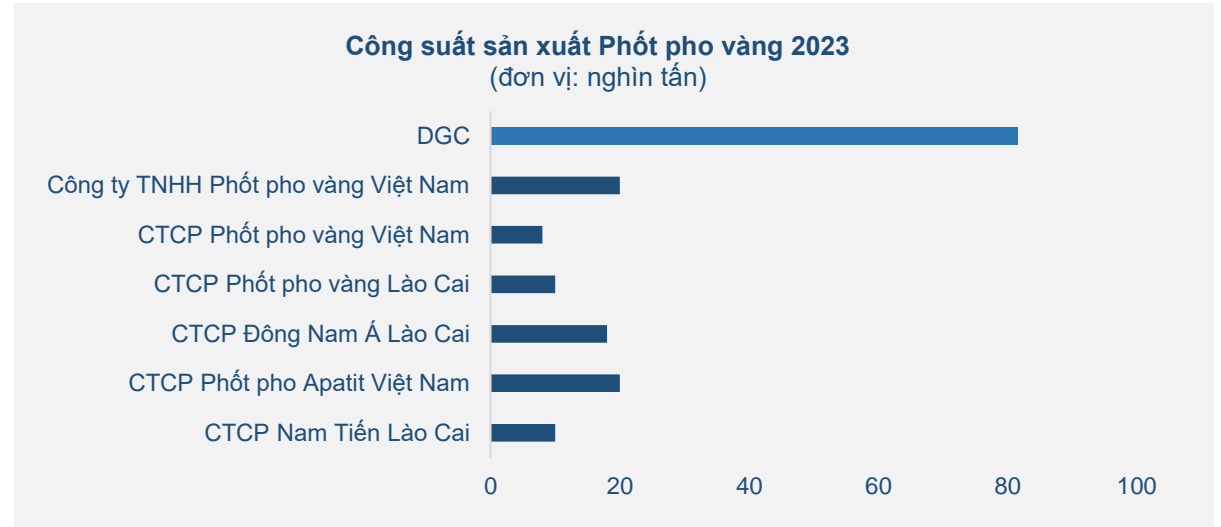
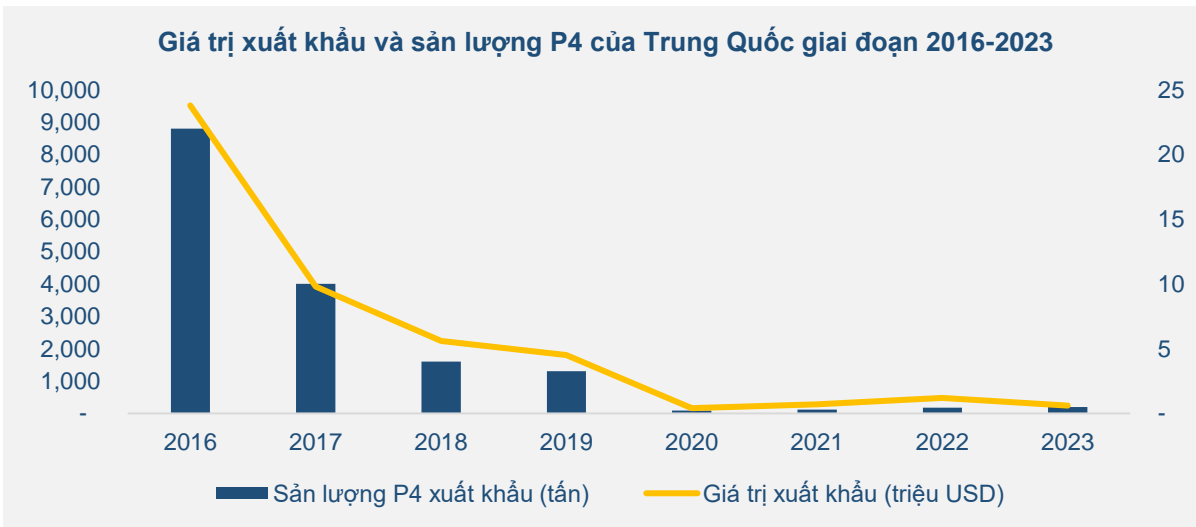
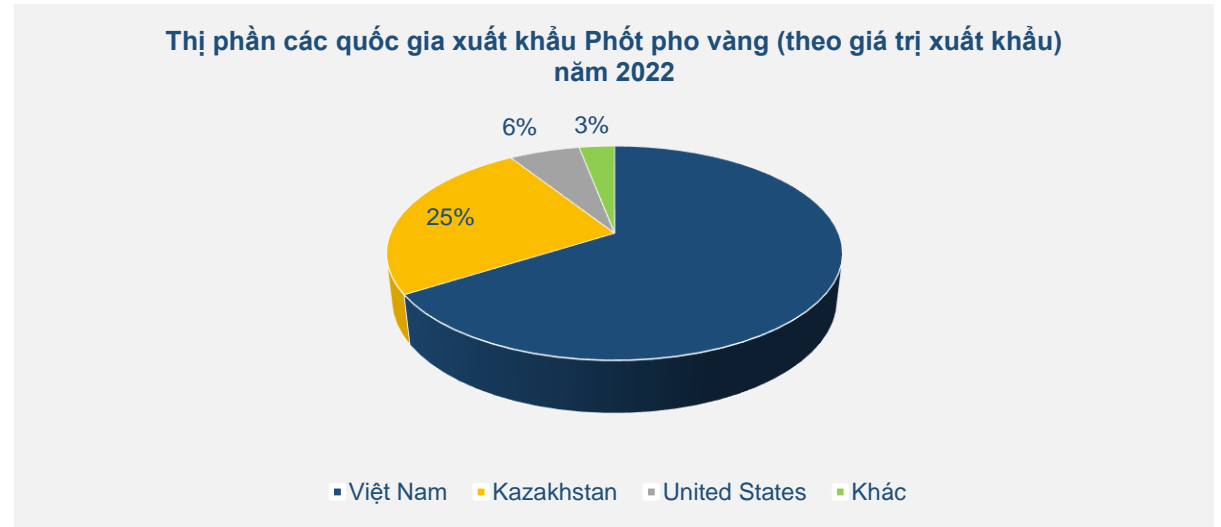
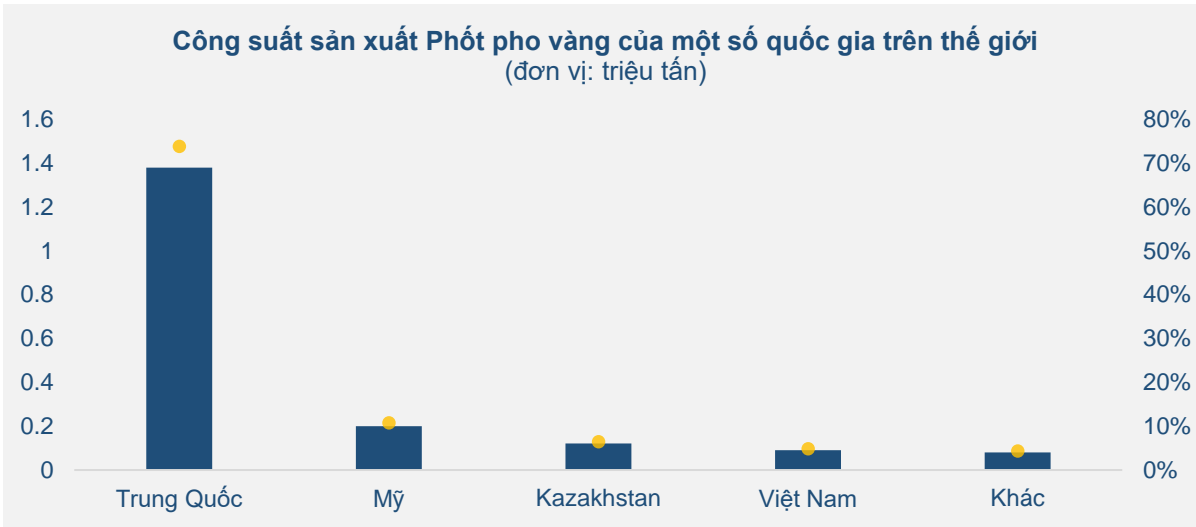
Diễn biến giá P4 giai đoạn 2023-2024



Nguồn: Sunsirs, số liệu hải quan

Thị trường Phốt pho vàng

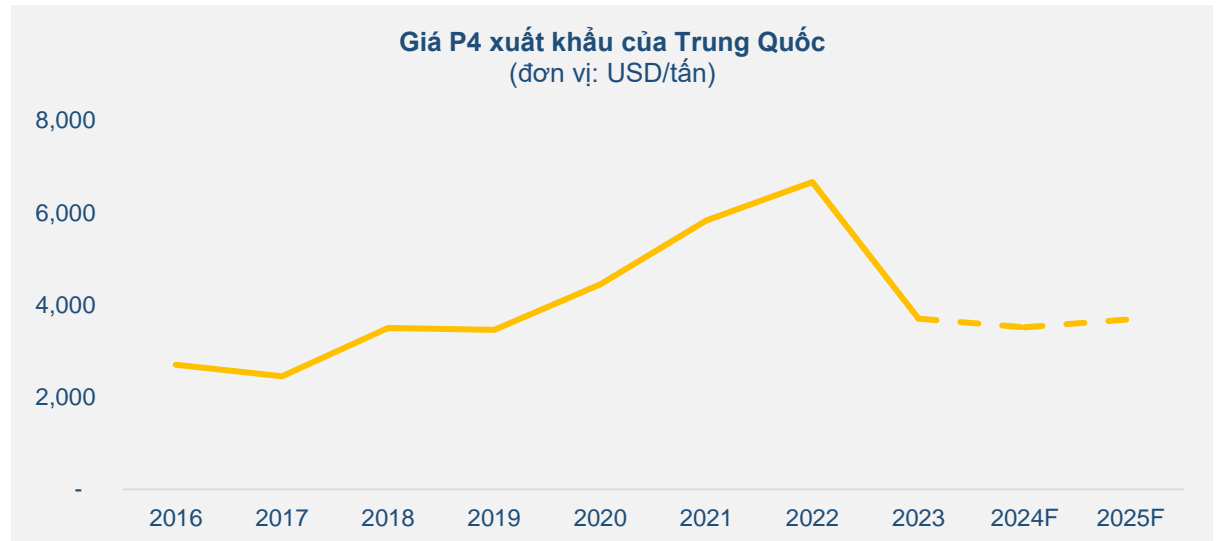
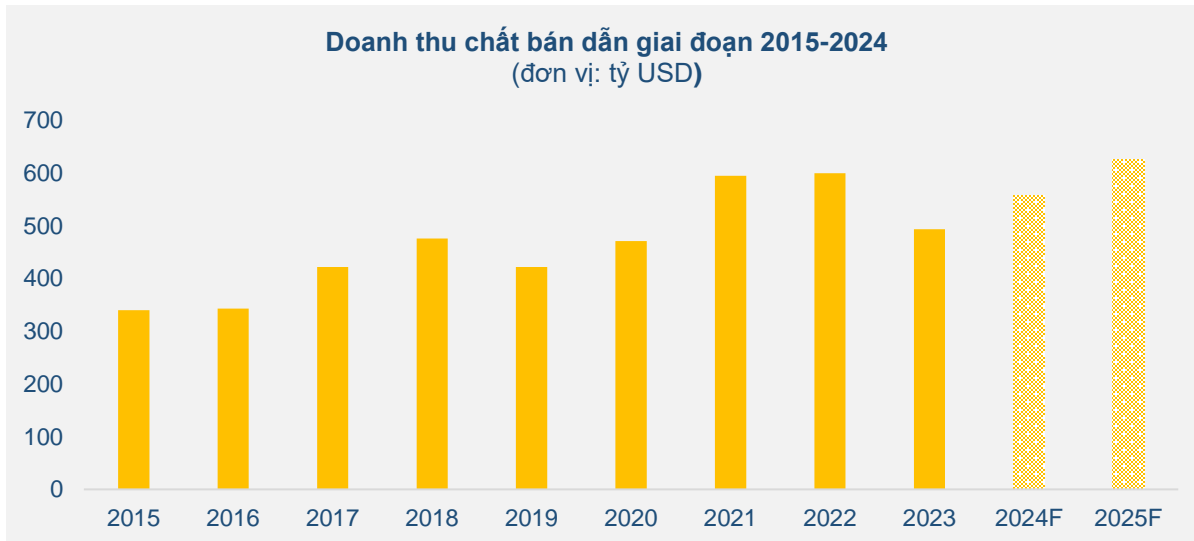
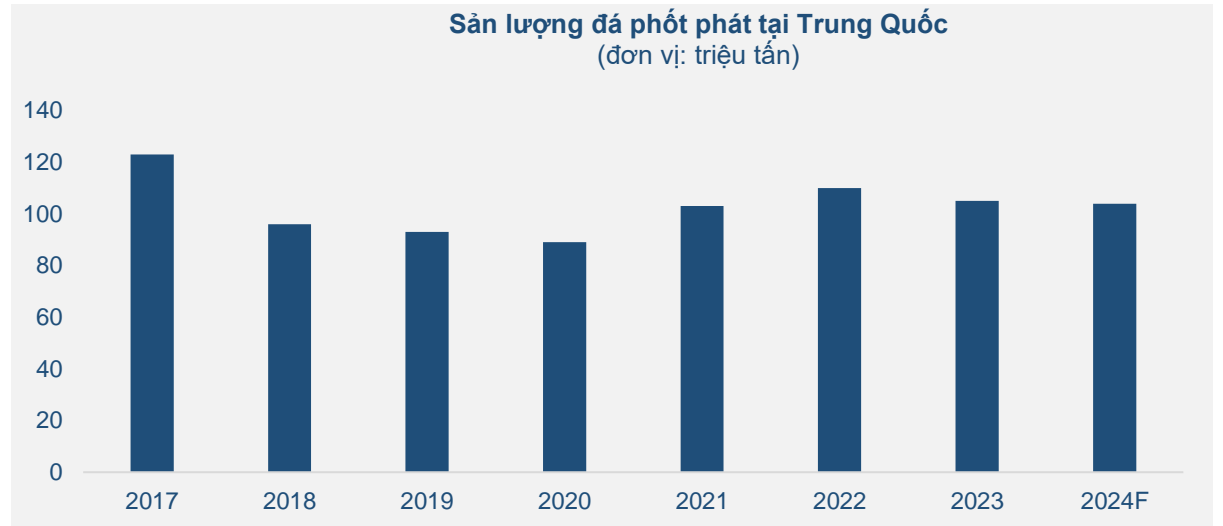
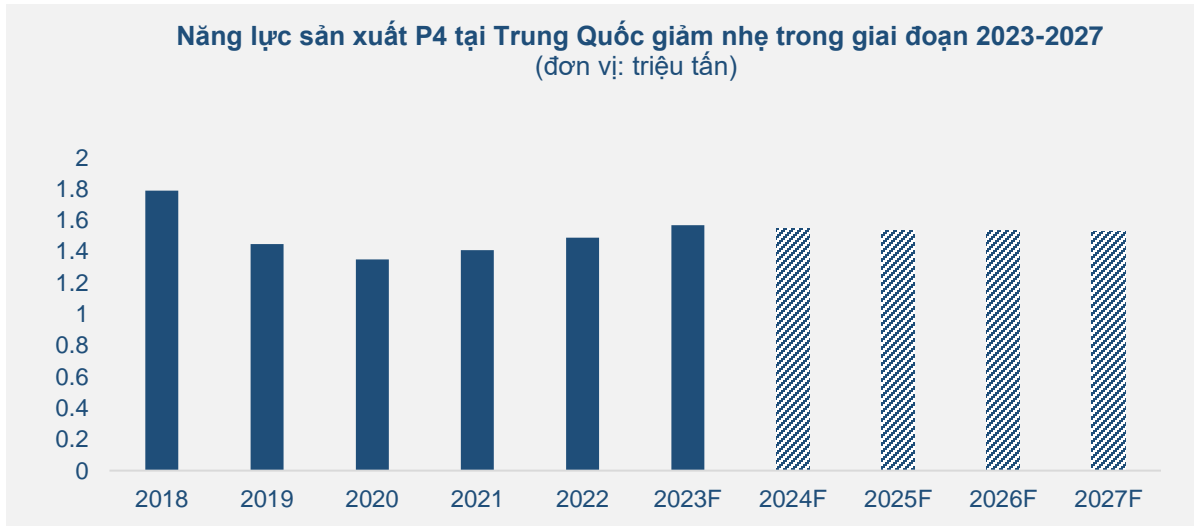
Việt Nam thuộc top 3 quốc gia có giá trị xuất khẩu P4 lớn nhất năm 2022



Nguồn: Tổng cục Hải quan Trung Quốc, SDIC Anxin Futures, World Integrated Trade Solution, Báo cáo Chiến lược phát triển ngành Hóa chất của Bộ Công thương Việt Nam tới 2035

Cung/cầu Phốt pho vàng

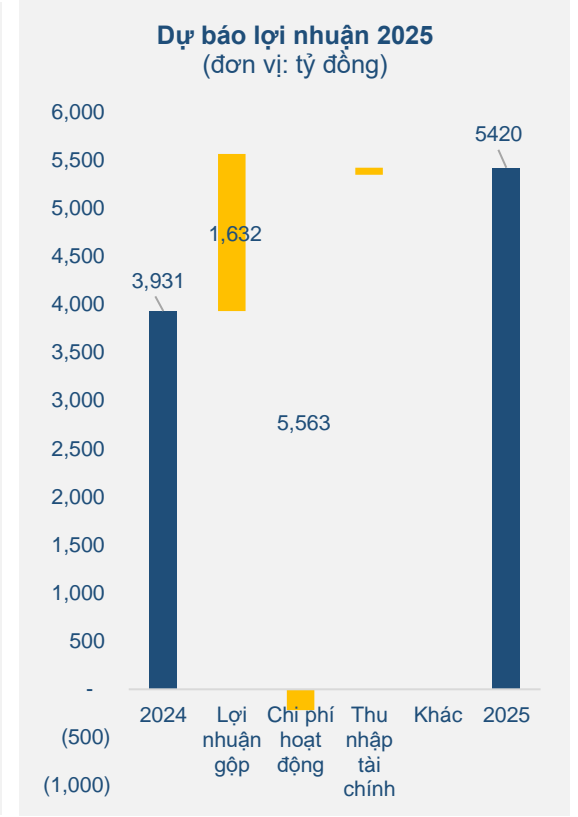
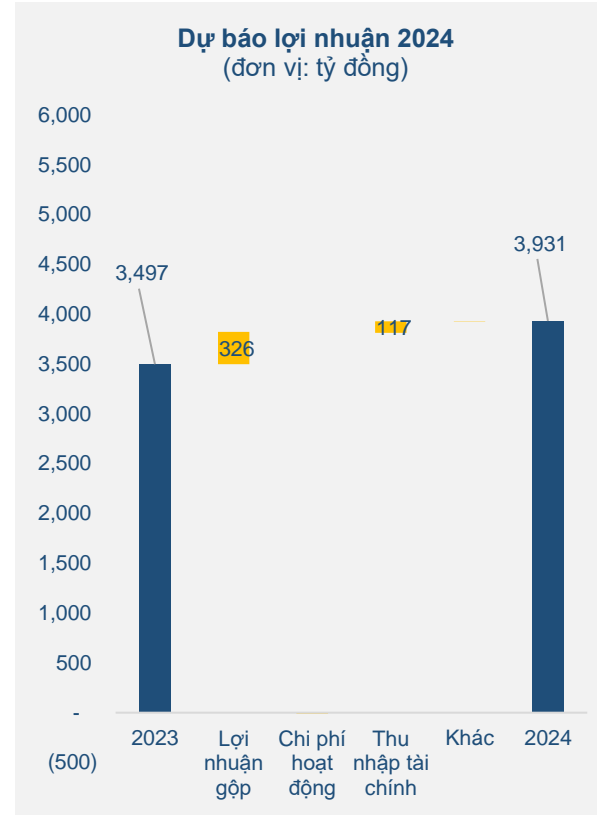
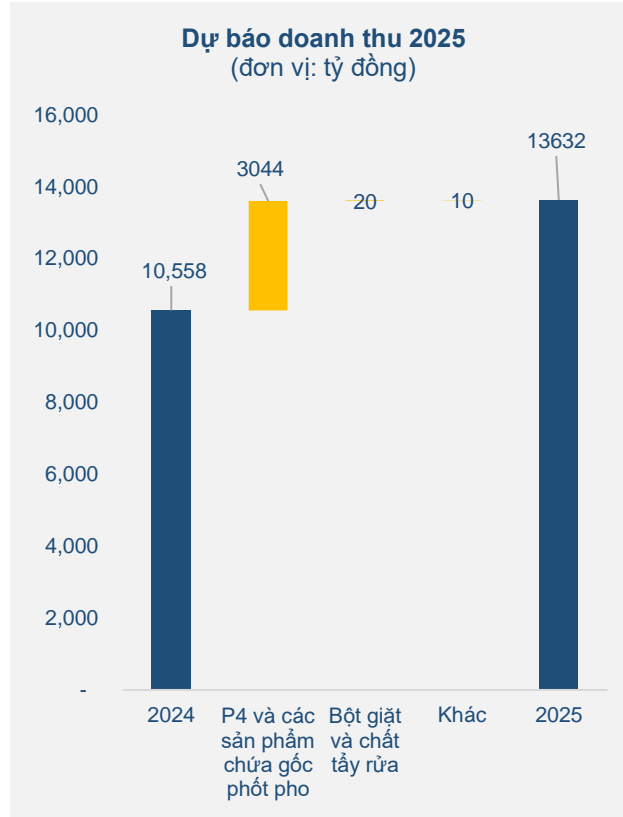
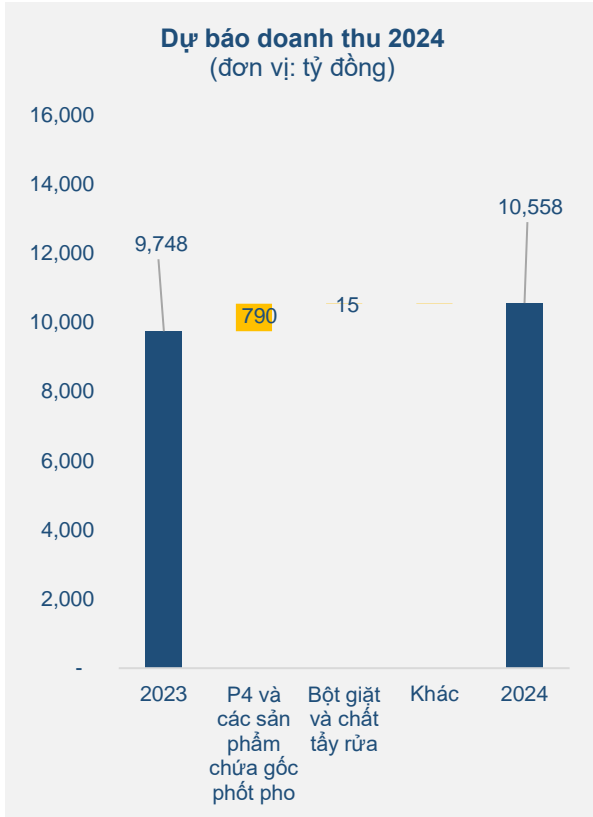
Triển vọng 2024



Nguồn: Longzhong Information; Financial.sina, Precedence research, SIA

DGC - Phân tích động lực tăng trưởng

DGC - Target: 141.000 VNĐ/CP | Upside: +8,5%



Động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận chủ yếu đến từ P4 và các sản phẩm chứa gốc photpho. Trong đó:

- P4 có mức tăng trưởng sản lượng 31% trong 2024, tuy nhiên, giá bán P4 lại giảm nhẹ so với 2023. Sang 2025, P4 có mức tăng trưởng sản lượng 30% và giá bán P4 kỳ vọng tăng nhẹ 5% do nhu cầu tiêu thụ P4 phục hồi ở Trung Quốc trong bối cảnh nền kinh tế chung phục hồi.
- Lợi nhuận gộp P4 ước tính tăng 30% trong 2024, đóng góp khoảng 316 tỷ đồng, biên lãi gộp 35,8% (tăng 1.2 bps so với 2023). Sang 2025, lợi nhuận P4 ước tính tăng 43%YoY, đóng góp nhờ DGC nâng tỷ lệ tự chủ lên 100% và giá bán phục hồi.

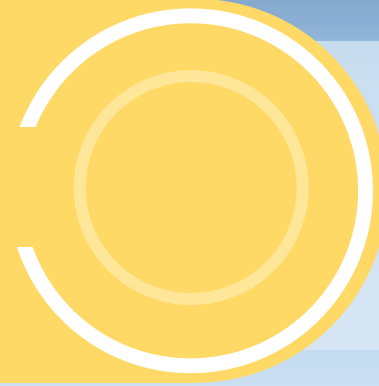
DGC - Cập nhật các dự án mới trong dài hạn

DGC - Target: 141.000 VNĐ/CP | Upside: +8,5%

Dự án	Đức Giang - Nghi Sơn	Alumin
Tổng vốn đầu tư	- 2.400 tỷ đồng, ưu tiên nguồn vốn tự có.	- 57.000 tỷ đồng, VCB đã ký cam kết cho vay 14.500 tỷ đồng.
Công suất hằng năm	- Giai đoạn 1: 50 nghìn tấn Xút. - Giai đoạn 2: 100 nghìn tấn Xút và 160 nghìn tấn PVC.	- 1,2 triệu tấn Alumin.
Tiến độ mới nhất	- Đã được phê duyệt báo cáo tác động môi trường. - Đặt hàng các thiết bị chính để khởi công dự án. - Hoàn thành thiết kế cơ bản và thiết kế chi tiết cho nhà máy. - Đang xin giấy phép xây dựng.	- Đã ký MOU với tỉnh Đắk Nông cho dự án bauxit với mức đầu tư khoảng 2,3 tỷ USD (chỉ đứng sau TH True Milk với tổng mức đầu tư 3,6 tỷ USD). - Ưu tiên những nhà đầu tư có năng lực tài chính và công nghệ cao. - DGC bắt đầu tuyển dụng những vị trí chủ chốt cho dự án Alumin. - DGC đã xây dựng nhà máy phân bón NPK tại tỉnh Đắk Nông như một dịch vụ xã hội. - Công ty đang nộp đơn xin khai thác bauxit và chế biến thành Alumin.
Bắt đầu khởi công	- Giai đoạn 1: delay đến Q4.2024 - Giai đoạn 2: 4-5 năm tới.	- 2-3 năm tới (trong điều kiện thuận lợi).
Kết quả kinh doanh dự kiến	- Mất khoảng 1,5 năm để hoàn thành xong tổ hợp Nghi Sơn, bắt đầu ghi nhận KQKD vào Q4.2025. - Ban lãnh đạo tự tin chỉ mất 2 tháng nhà máy sẽ chạy full công suất. - Doanh thu: 2.000–2.500 tỷ đồng/năm. - Lợi nhuận ròng: 200-220 tỷ đồng/năm. Tỷ suất sinh lời 10% do nguyên liệu đầu vào phải mua từ bên ngoài.	- Mất khoảng 2 năm xây dựng, bắt đầu ghi nhận KQKD vào 2029–2030. - Doanh thu: 4.800 tỷ đồng/năm. - Tỷ suất sinh lời 20%.
Tiềm năng tăng trưởng	- Nguồn cung Xút tại Việt Nam chỉ mới đáp ứng 40% nhu cầu tiêu thụ. - Tiềm năng tăng trưởng ngành Xút là 10%/năm. - Tận dụng Xút để sản xuất Alumina (cần 70 nghìn tấn/năm). - Tận dụng khí Cl2 từ quá trình sản xuất Xút để sản xuất photpho triclorea - một thành phần quan trọng trong sản xuất chất bán dẫn và pin xe điện. - Ban lãnh đạo DGC cho biết thị trường pin LFP đang rất tiềm năng trong bối cảnh 90% công suất sản xuất pin LFP toàn cầu đang nằm tại Trung Quốc nhưng các tập đoàn đa quốc gia lại đang muốn đa dạng hoá nhà cung cấp thay vì phụ thuộc vào Trung Quốc. - DGC nỗ lực hướng tới việc sản xuất PVC vì tỷ suất sinh lợi cao, ước tính lợi nhuận có thể đạt 400-500 USD/tấn nếu giá PVC đạt 800-900 USD.	- Tốc độ tăng trưởng thị trường Alumin tại Khu vực Châu Á Thái Bình Dương 9 - 10%/năm trong giai đoạn 2022 -2032.

FPT

NEUTRAL | Target: 138.800 VNĐ/CP | Upside: +8,5%



FPT - Khối IT quốc tế tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng

FPT - Target: 138.800 VNĐ/CP | Upside: +8,5%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	NEUTRAL
Giá mục tiêu:	138.800 đồng/cp
Giá thị trường:	128.000 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+8,5%

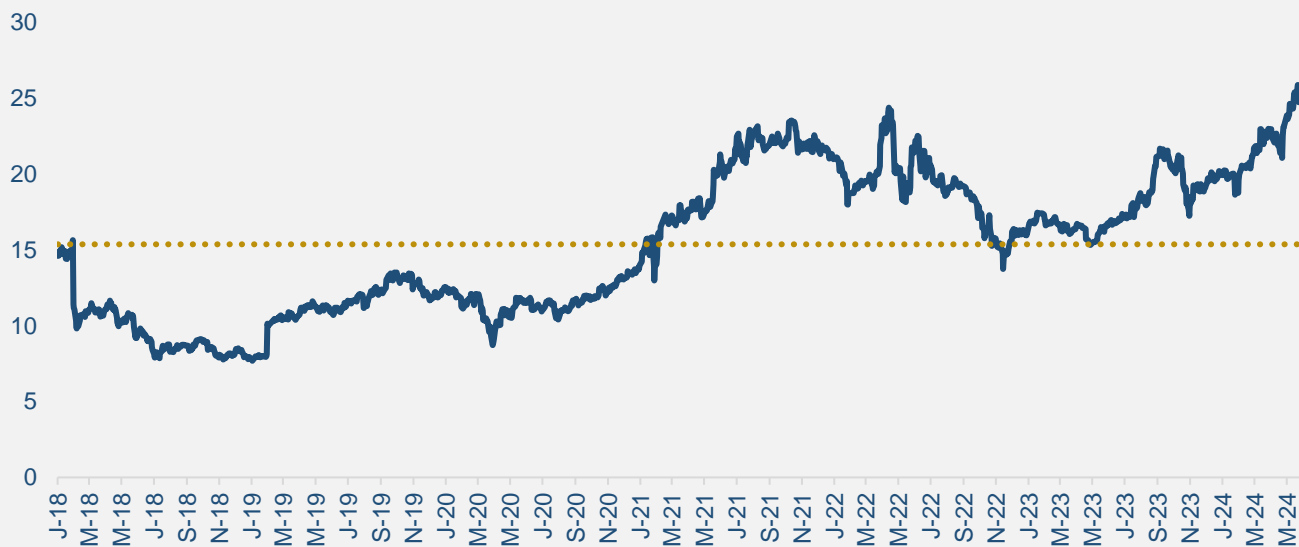
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022	2023	2024F	2025F	4YR CAGR
Doanh thu	44.010	52.618	63.447	75.325	19,6%
% T.Trưởng	23,4%	19,6%	20,6%	18,7%	
Lợi nhuận gộp	17.167	20.320	24.554	29.106	19,2%
% T.Trưởng	25,3%	18,4%	20,8%	18,5%	
Lợi nhuận ròng	5.310	6.465	7.794	9.506	21,4%
% T.Trưởng	22,6%	21,8%	20,5%	22,0%	
EPS (đồng/cp)	3.620	4.408	5.313	6.480	
P/E	35,4	29,0	24,1	19,8	

Điểm nhấn đầu tư:

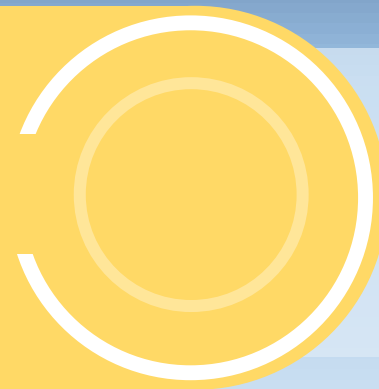
- Gartner dự báo nhu cầu chi tiêu cho dịch vụ IT trên toàn thế giới đạt 5,06 tỷ USD trong 2024, tăng 8% so với 2023 với điểm nhấn là Phần mềm và Trung tâm dữ liệu.
- Khối dịch vụ IT ngoài nước duy trì tăng trưởng 2 chữ số nhờ sự phục hồi của thị trường Nhật, trong khi đó các thị trường khác dù hạ nhiệt những vẫn tăng trưởng cao.
- Tiếp tục đẩy mạnh đầu tư khối giáo dục. Đây là ngành có biên lợi nhuận cao và còn có ý nghĩa lâu dài và quan trọng cho nhu cầu nhân sự để mở rộng hoạt động.

P/E lịch sử từ đầu 2018

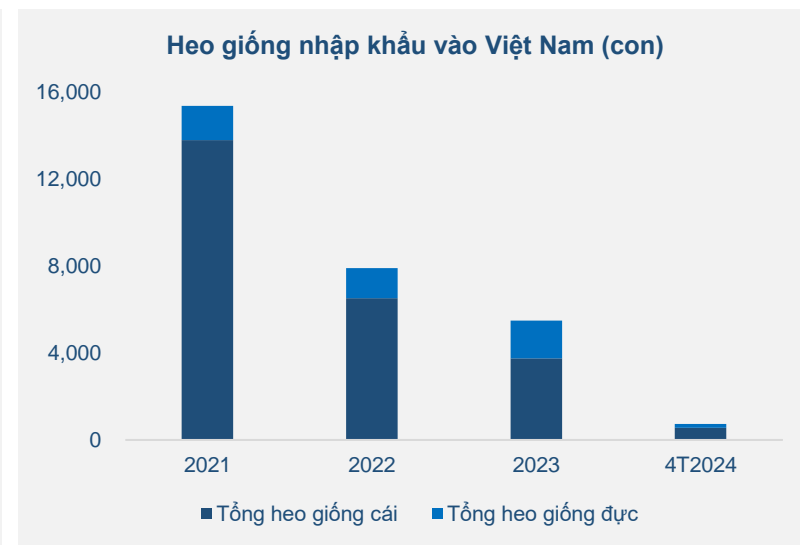
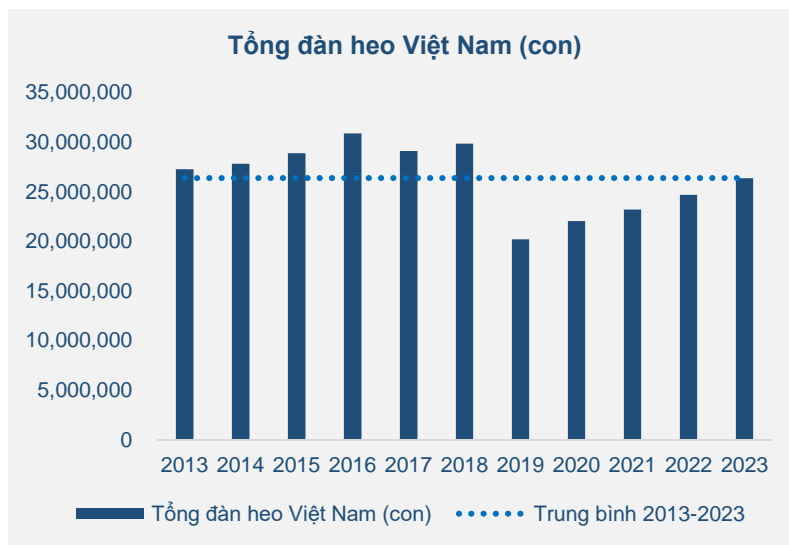
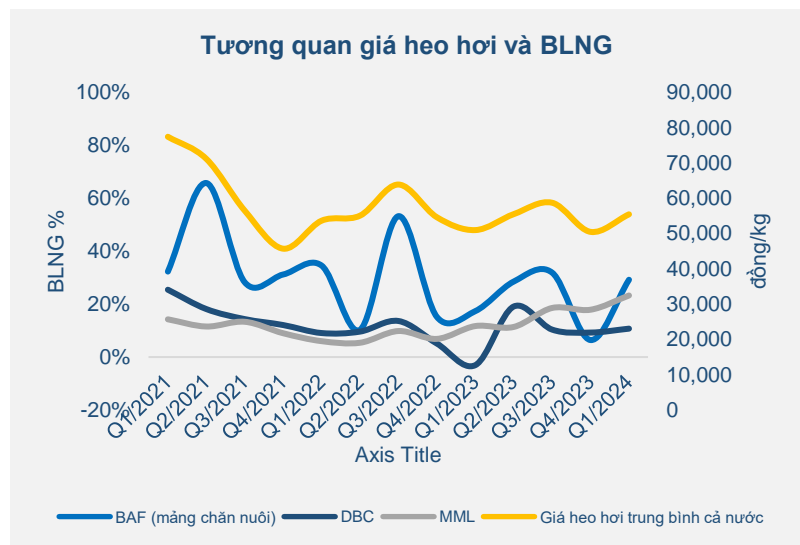
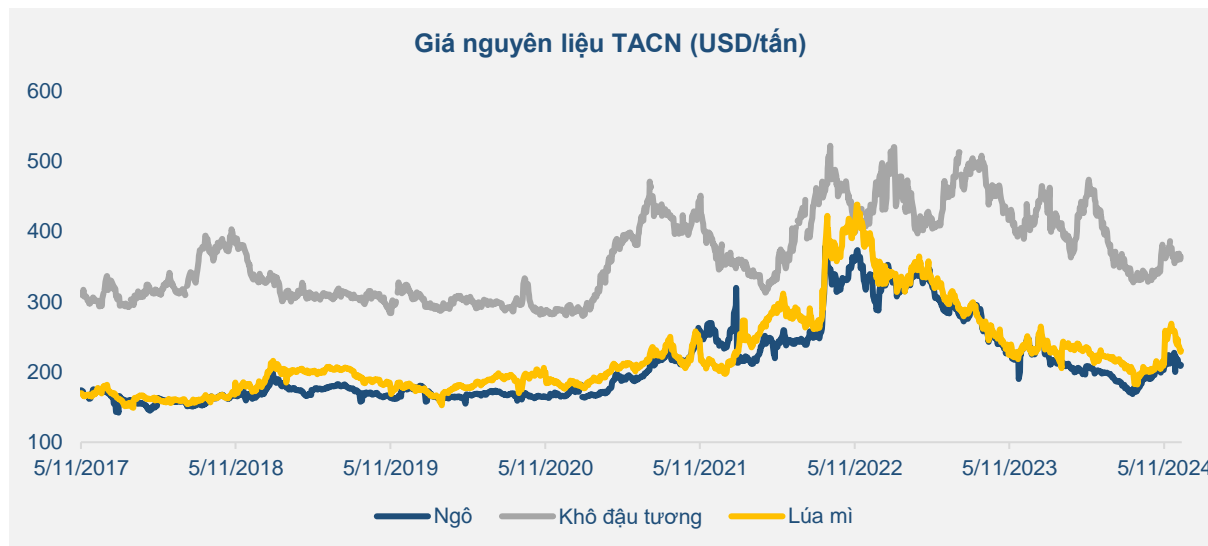
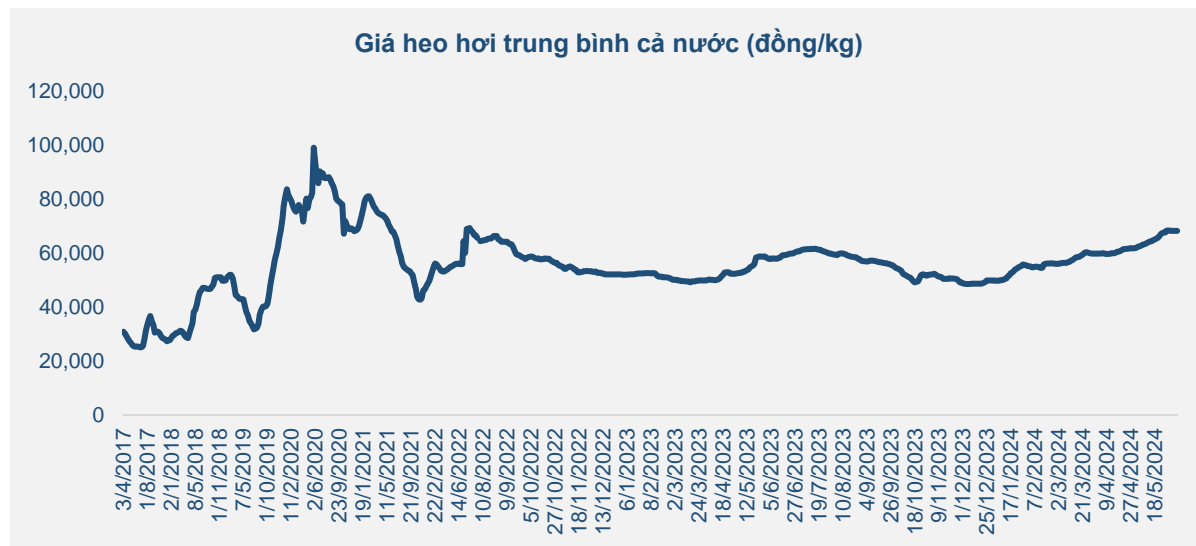


Chăn nuôi heo

Dự địa tăng trưởng ngắn và trung hạn

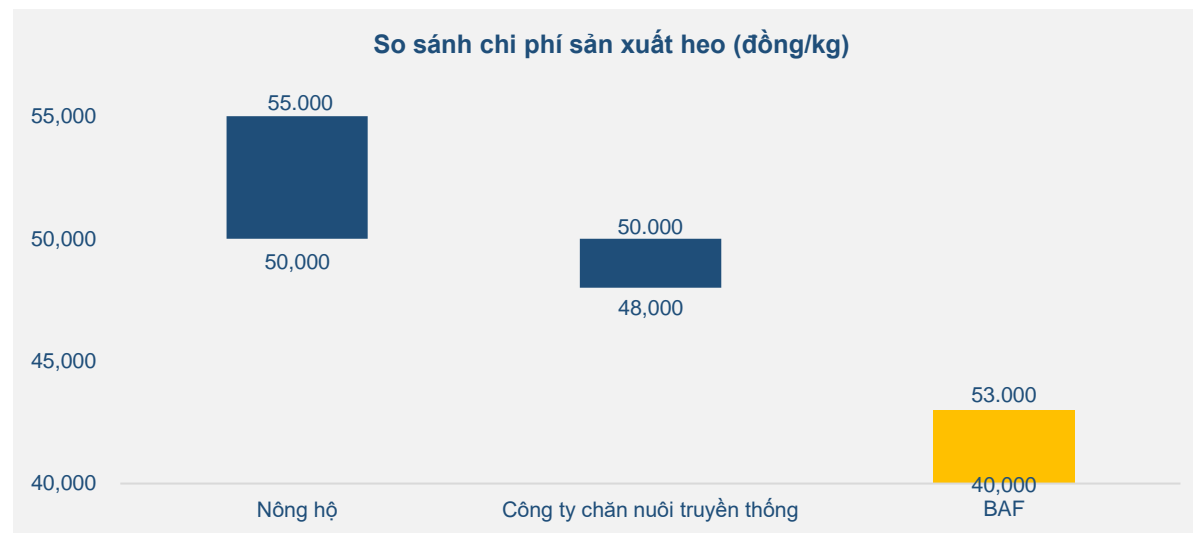
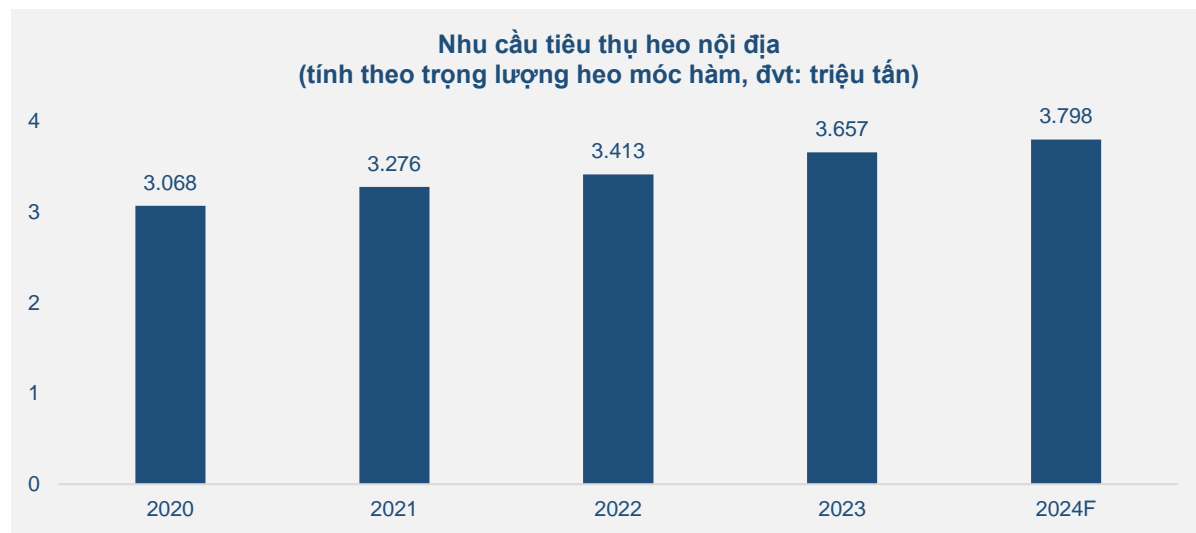
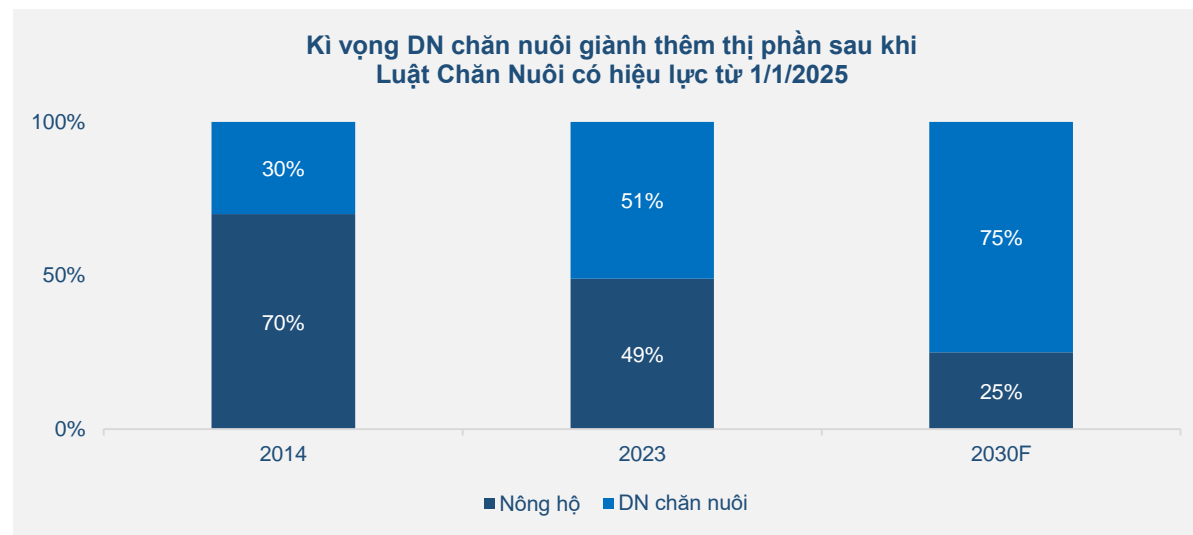
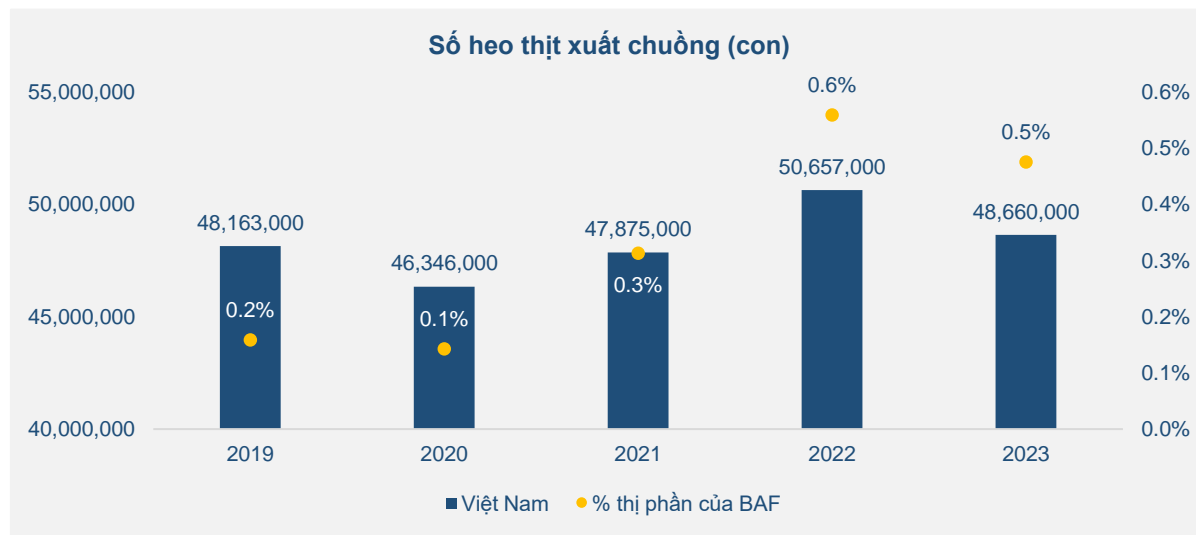


Ngành Chăn nuôi Heo – Hưởng lợi nhờ giá bán khả quan và giá TACN ở vùng thấp



Nguồn: BAF, Anova Feed, TCTK

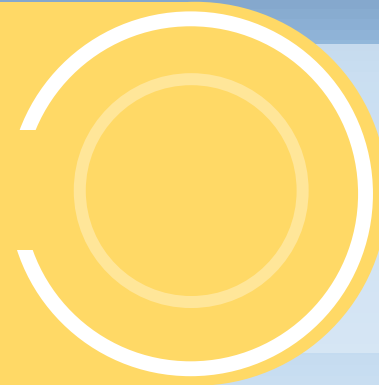
Ngành Chăn nuôi Heo – Dự đạ còn nhiều cho doanh nghiệp quy mô lớn



Nguồn: BAF, USDA, TCTK

BAF

OUTPERFORM | Target: 28.140 VNĐ/CP | Upside: +34%

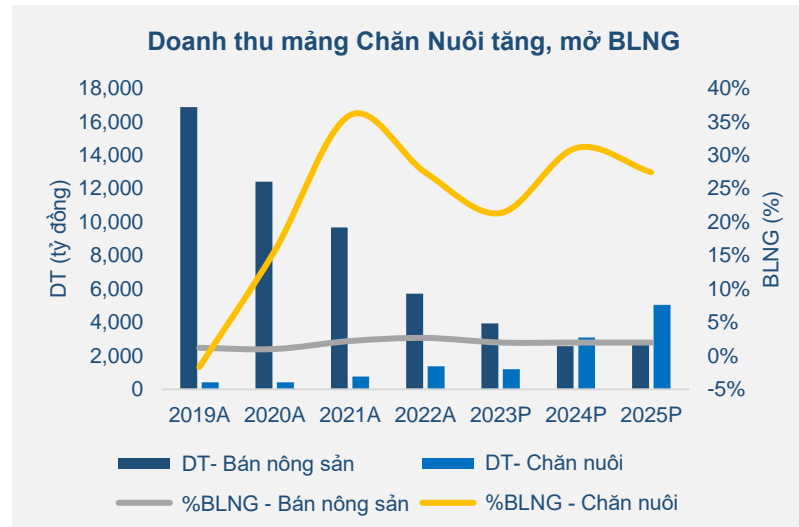
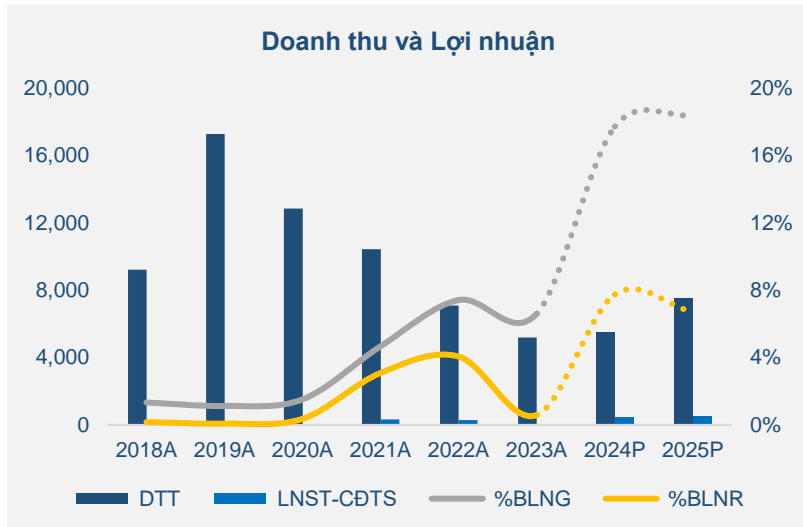


Kỳ vọng hưởng lợi nhờ Luật Chăn nuôi 1/1/2025

BAF - OUTPERFORM | Target: 28.140 VNĐ/CP | Upside: +34%

Điểm nhấn đầu tư:

- **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu **28.140 đồng/cp**, sử dụng phương pháp P/E, P/B và EV/EBITDA.
- **Dự kiến đưa 10 trại đi vào hoạt động trong năm 2024.** Tới tháng 6/2024, BAF đã khai trương 1 cụm trại lớn và 2 trại nhỏ đi vào hoạt động. Dự kiến sẽ tiếp tục đưa thêm một số trại tại Quảng Ninh và Đắk Nông đi vào hoạt động trong 2H2024, nâng tổng số lượng trại lên 38 trại, tổng công suất heo thịt lên gần 1 triệu con.
- **Chênh lệch giá bán và chi phí chăn nuôi mở rộng.** Giá bán heo hơi đã có diễn biến tích cực trong 1H2024, trong khi chi phí TACN vẫn ở vùng thấp. Hiện BAF có khả năng sản xuất 100% cám đầu vào, có lợi thế nguyên liệu TACN từ tập đoàn Tân Long.
- **Hưởng lợi nhờ Luật Chăn Nuôi.** Luật Chăn nuôi có hiệu lực từ 1/1/2020, cho phép các cơ sở chăn nuôi nằm trong khu vực không được phép chăn nuôi của thành phố, thị xã, thị trấn ngừng hoạt động/thực hiện di dời trong vòng 5 năm (thời hạn là tới ngày 1/1/2025). Chúng tôi kỳ vọng quy định này sẽ giúp doanh nghiệp chăn nuôi quy mô lớn gia tăng thị phần vốn chiếm bởi hộ nuôi nhỏ lẻ.
- **Dự phóng năm 2024.** BVSC dự phóng Doanh thu và LNST-CĐTS 2024 của BAF lần lượt là 5.740 tỷ đồng (+10%yoy) và 448 tỷ đồng (+1565%yoy).



Nguồn: BAF

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	5.199	5.740	7.856
Tăng trưởng	-27%	10%	37%
LNST sau CĐTS	27	448	541
Tăng trưởng	-91%	1565%	21%
BLNG	6,6%	17,7%	18,3%
Forward P/E @ Giá hiện tại (x)	111,8	11,4	9,4
EPS (đồng/cp)	187	1.839	2.221
Giá mục tiêu (đồng/cp)			28.140

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 24) 3 928 8080

Fax: (8 24) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 28) 3 914 6888

Fax: (84 28) 3 914 7999

