

○○○○

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 2025

DĨ BẤT BIẾN, ỨNG VẠN BIẾN

Tháng 1/2025

VNDIRECT



• Thông điệp đầu tư – [Trang 3](#)

• Triển vọng vĩ mô – [Trang 12](#)

• Triển vọng thị trường – [Trang 46](#)

• Ngân hàng – Ngày vàng đã qua, con đường phía trước phân hóa hơn - [Trang 66](#)

• Chứng khoán – Đón chờ nâng hạng thị trường.– [Trang 83](#)

• Bán lẻ - Tiêu dùng –Phục hồi thận trọng vào năm 2025 – [Trang 91](#)

• Công nghệ – Bước vào chu kỳ tăng trưởng mới – [Trang 105](#)

• Hàng không– Đang trên đà mở rộng công suất – [Trang 113](#)

• Bất động sản Khu công nghiệp – FDI ngắn hạn có thể chậm lại nhưng triển vọng dài hạn vẫn mạnh mẽ – [Trang 121](#)

• Cảng và Vận tải Container – Hoạt động vận tải toàn cầu đứng trước những biến số – [Trang 132](#)

• Xuất khẩu – Bước vào giai đoạn nhiều biến động – [Trang 141](#)

• Bất động sản dân cư– Đón nhận một chu kỳ tăng trưởng mới – [Trang 152](#)

• Xây dựng – Tăng trưởng trong mọi lĩnh vực trong năm 2025 – [Trang 167](#)

• Thép – Dư cung thép toàn cầu chưa chấm dứt – [Trang 173](#)

• Ống nhựa– Hưởng lợi từ nhu cầu của Trung Quốc suy yếu – [Trang 182](#)

• Dầu khí– Tâm lý bi quan với giá dầu mở ra cơ hội để đầu tư – [Trang 187](#)

• Điện – Xây nền cho giai đoạn phát triển mới – [Trang 199](#)

• Phân bón – Giá dầu giảm hỗ trợ chi phí sản xuất của các doanh nghiệp Urea – [Trang 213](#)

Gỡ cửa 1.300

Thông điệp đầu tư

3

VNDIRECT



2025 là một năm đầy biến động đối với nền kinh tế toàn cầu, trong đó, Việt Nam nỗ lực duy trì sự ổn định

Nhà đầu tư bước vào nửa sau năm 2024 với tâm lý lạc quan. Trong nửa đầu năm, VN-Index ghi nhận mức tăng ấn tượng 10,2%, vượt trội hơn chỉ số chứng khoán Bangkok SET (-8%), Jakarta JCI (-3%) và Philippine PCOMP (-1%). 20/22 ngành trong chỉ số VN-Index tăng điểm. VN-Index đã “gõ ngưỡng cửa 1.300” vài lần mặc dù khối ngoại bán ròng 2 tỷ USD. Nhà đầu tư đã kỳ vọng vào việc Fed sẽ sớm cắt giảm lãi suất, hạ nhiệt chỉ số DXY xuống 100, từ đó thúc đẩy dòng vốn đầu tư quốc tế quay trở lại các thị trường mới nổi và cận biên. Mặc dù DXY đã giảm xuống ngưỡng 100 trong thời gian ngắn, chỉ số sức mạnh đồng USD sau đó đã tăng vọt lên mức 108 khi Donald Trump chiến thắng trong cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ 2024 và nhà đầu tư lo ngại chính sách thuế quan mà ông đề xuất có thể gây tổn hại cho các nền kinh tế phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu. Việc khối ngoại bán ròng mạnh và đồng VND mất giá đã khiến mọi hy vọng VN-Index chinh phục ngưỡng 1.300 điểm tan biến về cuối năm.

Trên thực tế, diễn biến thị trường 6 tháng cuối năm “không đến nỗi tệ”. VN-Index đã tăng thêm 2%. Về bức tranh vĩ mô, NHNN đã can thiệp kịp thời để giảm thiểu áp lực tỷ giá. Mặt bằng lạm phát được kiểm soát tốt. Sản xuất-xuất khẩu và FDI tiếp tục tăng trưởng mạnh. Khu vực tiêu dùng và thị trường bất động sản dần phục hồi và quan trọng hơn cả, tăng trưởng GDP vượt kỳ vọng.

Việt Nam sở hữu những “con gió thuận” để có thể lạc quan trong thời gian tới. Năm 2024, cả nước hoàn tất bổ nhiệm 3 vị trí lãnh đạo chủ chốt: Tổng Bí thư, Chủ tịch nước, Chủ tịch Quốc hội, hoàn thành kiện toàn đội ngũ lãnh đạo cấp chiến lược. Nhiều chính sách hỗ trợ đầu tư công hay thu hút FDI chất lượng cao đang được đẩy nhanh nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, giúp Việt Nam hướng tới mục tiêu trở thành nước thu nhập cao vào năm 2045. Trên thực tế, GDP bình quân đầu người có thể vượt qua mức 5.000 USD trong năm 2025, đánh dấu điểm khởi đầu của giai đoạn bùng nổ thu nhập khả dụng.

Tuy nhiên, trong ngắn hạn, thị trường chứng khoán dường như đang đi ngang tích lũy và chờ đợi các yếu tố hỗ trợ quan trọng trong bối cảnh nhà đầu tư lo ngại về quan hệ thương mại Mỹ- Trung thời gian tới. Mặc dù chúng tôi tương đối lạc quan về triển vọng kinh tế Việt Nam, chúng tôi có phần thận trọng hơn về triển vọng thị trường chứng khoán trong ngắn hạn. Chúng tôi tin rằng những động lực tăng trưởng của thị trường vẫn hiện hữu, có thể kể đến như việc nâng hạng từ thị trường cận biên lên mới nổi và nâng hạng tín nhiệm quốc gia lên mức đầu tư. Ở kịch bản tích cực, Trump thậm chí có thể đạt được thỏa thuận với Trung Quốc và các kịch bản thuế quan có thể sẽ ít hà khắc hơn nhiều trên thực tế, và thị trường chứng khoán được kỳ vọng sẽ bứt phá nếu những điều này xảy ra.

Chúng tôi tin rằng đây là thời điểm tốt để tích lũy cổ phiếu trong trung và dài hạn vì định giá hiện ở mức hợp lý với VN-Index giao dịch quanh mức P/E 13 lần. Chúng tôi ước tính mức tăng trưởng EPS đạt 17% vào năm 2025 và khá tự tin về con số này. Tuy nhiên, dự báo về tỷ lệ P/E kỳ vọng của chúng tôi có phần ít chắc chắn hơn. Cụ thể, tùy thuộc vào chính sách thương mại của Mỹ và quyết định của FTSE về việc nâng hạng TTCK Việt Nam, VN-Index có thể kết thúc năm 2025 với P/E dao động từ 12x đến 15x. Với phạm vi P/E từ 12x-15x, TTCK có thể có một năm rực rỡ, tăng hơn 30%, hoặc ngược lại chỉ tăng khiêm tốn 6%. Dự báo của chúng tôi dựa trên 66 doanh nghiệp đang theo dõi với kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng trưởng 19% trong năm nay. Tuy vậy, nhà đầu tư nên theo dõi kỹ các tín hiệu trong và ngoài nước và ưu tiên quản trị rủi ro cho đến khi các chính sách của Trump trở nên rõ ràng hơn.

Về mặt tích cực, 2026 hứa hẹn sẽ là một năm đầy triển vọng cho thị trường Việt Nam. Nếu Việt Nam chưa được nâng hạng vào năm 2025, gần như chắc chắn chúng ta sẽ được nâng hạng trong năm 2026. Bên cạnh đó, với việc 2026 là năm bầu cử Mỹ, nếu lạm phát Mỹ tăng mạnh trong kỷ nguyên Trump 2.0, có khả năng Trump sẽ mất đi sự ủng hộ vốn có. Mặt khác, các kế hoạch phát triển kinh tế của Việt Nam để trở thành nước thu nhập cao có tầm nhìn vượt xa năm 2025, và nhà đầu tư cũng nên như vậy.

LUẬN ĐIỂM		TÓM TẮT	CỔ PHIẾU
Trump 2.0	FDI	Sự trở lại của Trump có thể gây gián đoạn dòng vốn FDI trong ngắn hạn khi nhà đầu tư thận trọng đánh giá lại các rủi ro thuế quan lên hàng hóa từ Trung Quốc, Việt Nam và các nước khác.	KBC, IDC
	XNK	Thuế quan sẽ tạo cơ hội để Việt Nam giành được thị phần nhập khẩu của Mỹ vốn thuộc về Trung Quốc và Mexico. Chúng tôi tin rằng khả năng Mỹ áp thuế trên diện rộng đối với Việt Nam (hơn mức 10-20% dự kiến toàn cầu) là rất thấp. Thay vào đó, Việt Nam có nguy cơ bị áp thuế CBPG đối với các sản phẩm liên quan đến trung chuyển như thép.	VHC, HAH, GMD, SCS, BMP, HPG, HSG, NKG
	Tỷ giá	Áp thuế có thể đẩy lạm phát Mỹ, khiến Fed phải tạm dừng hoặc tăng lãi suất, dẫn đến đồng USD mạnh lên và lợi suất TPCP Mỹ tăng. Điều này sẽ gây áp lực lớn lên tỷ giá, buộc NHNN phải điều chỉnh tăng lãi suất hoặc bán dự trữ.	Đây là rủi ro cần theo dõi nhất trong năm 2025
	Giảm thuế TNDN	Kế hoạch giảm thuế TNDN của Mỹ tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp Mỹ tăng cường đầu tư vào máy móc thiết bị, phát triển công nghệ thông tin.	FPT
Nâng hạng thị trường	Nhiều khả năng Việt Nam sẽ được FTSE nâng hạng vào T9/25 hơn là vào T3/25. Mặc dù khả năng được MSCI nâng hạng trong năm nay là tương đối thấp, việc được FTSE nâng hạng sẽ kích thích dòng tiền đổ vào các cổ phiếu thuộc rổ chỉ số FTSE, thúc đẩy thanh khoản thị trường.	SSI, HPG, VHM, VCB, VIC, VNM	
Đầu tư công	Để thúc đẩy tăng trưởng GDP đạt mức 7,5% và hướng tới mục tiêu 8%, Chính phủ sẽ tập trung nguồn lực để đầu tư vào các công trình hạ tầng trọng điểm và cải cách thủ tục hành chính	ACV, HHV, HPG, HSG, NKG, PLC	
FDI vào lĩnh vực công nghệ cao	Việt Nam đang hướng tới mục tiêu trở thành một quốc gia có thu nhập trung bình cao. Để đạt được mục tiêu này, Chính phủ sẽ tập trung thu hút FDI vào các ngành công nghệ cao như sản xuất chất bán dẫn và trung tâm dữ liệu AI. Tuy nhiên, quá trình này sẽ đòi hỏi nguồn nhân lực chất lượng cao và đầu tư mạnh mẽ vào cơ sở hạ tầng.	FPT, POW, NT2, CTD	
BASEL 3	Để tuân thủ BASEL 3, các Ngân hàng quốc doanh sẽ cần cải thiện tỷ lệ CAR. Điều này thúc đẩy làn sóng huy động vốn. Việc tăng vốn không chỉ giúp đảm bảo an toàn hệ thống ngân hàng mà còn có thể góp phần nâng cao xếp hạng tín nhiệm của Việt Nam.	VCB, BID	
Trung Quốc	Kinh tế Trung Quốc giảm tốc tác động tiêu cực lên giá cả hàng hóa toàn cầu. Trước những biện pháp hạn chế thương mại từ Mỹ, Trung Quốc đang bắt đầu áp dụng các chính sách bảo hộ thương mại đối với khoáng sản đất hiếm.	DGC, BMP, HPG, HSG, NKG	

Bối cảnh thế giới bất định đòi hỏi nhà đầu tư phải lựa chọn kỹ càng trong năm 2025

Các ngành khuyến nghị dựa trên danh sách cổ phiếu theo dõi:

- **Ngân hàng:** Đầu tư công và Đầu tư tư nhân sẽ thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong khi tâm lý người tiêu dùng và lĩnh vực bất động sản mở rộng sẽ cải thiện chất lượng tài sản.
- **Chứng khoán:** Hệ thống KRX và Thông tư 68 không yêu cầu ký quỹ trước là động lực hiện tại trong khi nâng hạng thị trường được kỳ vọng sẽ là động lực quan trọng.
- **Xây dựng:** Bất động sản dân cư đang phục hồi nhưng phát triển cơ sở hạ tầng là động lực chính.
- **Dầu khí:** Việc triển khai các dự án lớn sẽ thúc đẩy các hoạt động thượng nguồn trong nước trong khi các nhà phân phối sẽ được hưởng lợi từ mức tiêu thụ xăng ngày càng tăng.
- **Năng lượng:** Việc mở rộng sản xuất, đặc biệt là trong lĩnh vực công nghệ cao, sẽ thúc đẩy nhu cầu năng lượng.

Ngành	Tỷ trọng thấp	Trung lập	Tỷ trọng cao	Tiềm năng tăng giá bình quân
Hàng Không	●	●	●	9,8%
Ngân Hàng	●	●	●	20,6%
Xây Dựng	●	●	●	13,2%
Tiêu Dùng/ Công Nghệ	●	●	●	15,2%
BDS KCN	●	●	●	12,3%
Vận Tải	●	●	●	10,7%
Sản Xuất	●	●	●	15,6%
Vật Liệu Cơ Bản	●	●	●	27,4%
Dầu Khí	●	●	●	33,9%
Hóa Chất Dầu Khí	●	●	●	14,2%
Điện	●	●	●	25,8%
Bất Động Sản	●	●	●	13,3%
Dịch Vụ Tài Chính	●	●	●	19,0%
Tổng				18,8%

*Dữ liệu ngày 31/12/2024

Cổ phiếu ưa thích theo ngành	
Ngành	Cổ phiếu ưa thích
Ngân Hàng	HDB , MBB , VCB
Bất Động Sản	CTD , KDH
Vật Liệu Cơ Bản	BMP
Tiêu Dùng	MWG , BAF
Hàng Không	ACV
Công Nghệ	FPT
Vận Tải	HAH , GMD
BDS KCN	IDC , BCM
Điện	PC1 , POW
Dầu Khí	PVD , PLX
Sản Xuất	VHC

* Nhấn vào link để đọc luận điểm đầu tư

Dự báo Vĩ mô	2024A	2025F
Tăng trưởng GDP	7,1%	7,3%
Tăng trưởng xuất khẩu	14,3%	11,3%
Cán cân thương mại (Tỷ USD)	25,7	24,1
FDI thực hiện (Tỷ USD)	25,4	27,5
Dự trữ ngoại hối (Tỷ USD)	84,0	96,0
CPI bình quân	3,6%	3,2%
Tăng trưởng tín dụng	15,1%	14,0%
Tỷ giá VND/USD	25.485	25.500
Thị trường chứng khoán	Kịch bản tích cực	Kịch bản tiêu cực
VN-Index cuối năm 2025	1.670	1.340
VN-Index 2025 svck	32%	6%
P/E VNI cuối năm 2025	15,0x	12,0x
Tăng trưởng EPS VNI svck	17%	17%

Danh sách cổ phiếu theo dõi, dữ liệu ngày 07/12/2024 (Lựa chọn hàng đầu màu Tím)

Mã	Thị giá vốn (tr USD)	GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	Sở hữu nước ngoài (tr tiêu USD)	Giá mục (đ/cp)	Tiền tăng giá (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	P/E 12T	P/B hiện tại	ROE (%)	Tăng trưởng LN ròng Q3/24	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2024 (%)	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2025 (%)	Khuyến nghị
HÀNG KHÔNG													
ACV	10.752	1,2	4.881,4	133.500	6,0%	0,0%	30,9	4,8	16,3%	-15,4%	17,9%	12,5%	Trung Lập
VJC	2.125	3,1	358,4	113.600	13,6%	0,0%	35,4	3,2	9,4%	929,0%	763,0%	74,6%	Trung Lập
Trung bình.	6.438	2,1	2.619,9	123.550	9,8%	0,0%	33,2	4,0	12,9%	456,8%	390,4%	43,5%	
NGÂN HÀNG													
ACB	4.521	7,8	-	34.100	32,2%	3,9%	7,1	1,5	21,7%	-4,1%	0,1%	19,0%	Khả Quan
BID	10.161	4,7	1.338,1	51.100	36,1%	0,0%	11,1	1,9	18,5%	10,3%	2,8%	9,3%	Trung Lập
CTG	7.963	10,7	231,7	39.900	5,6%	0,0%	9,4	1,5	16,3%	33,3%	-0,7%	15,0%	Khả Quan
HDB	3.496	7,8	100,3	29.000	13,7%	3,9%	6,8	1,7	26,8%	41,0%	21,7%	22,8%	Khả Quan
LPB	3.662	4,2	156,0	28.900	-7,5%	0,0%	9,5	2,3	25,9%	134,8%	65,6%	-4,1%	Kém Khả Quan
MBB	5.225	15,9	0,5	30.000	19,5%	2,0%	6,2	1,3	21,6%	0,4%	4,4%	4,1%	Khả Quan
OCB	1.103	1,0	31,2	13.400	17,5%	0,0%	9,2	0,9	10,3%	-67,9%	10,0%	28,1%	Khả Quan
STB	2.729	11,7	166,5	41.500	12,5%	0,0%	8,0	1,4	18,0%	34,7%	41,9%	52,1%	Khả Quan
TCB	6.832	12,5	-	31.100	26,2%	6,1%	7,7	1,2	16,5%	24,1%	24,2%	25,2%	Khả Quan
TPB	1.726	8,6	-	21.000	26,1%	3,0%	9,1	1,2	14,0%	9,5%	30,7%	15,5%	Khả Quan
VCB	19.996	5,5	1.403,7	109.600	20,2%	0,0%	14,7	2,7	19,4%	17,8%	5,9%	14,4%	Khả Quan
VIB	2.302	3,4	-	23.600	19,8%	6,4%	8,1	1,5	18,6%	-25,5%	-18,7%	25,8%	Khả Quan
VPB	5.976	15,5	295,2	23.500	22,4%	5,2%	11,5	1,1	9,7%	71,5%	72,7%	26,5%	Khả Quan
Trung bình.	5.822	8,4	286	36.669	18,8%	2,3%	9,1	1,5	18%	21,5%	20,0%	19,5%	

Danh sách cổ phiếu theo dõi, dữ liệu ngày 07/12/2024 (Lựa chọn hàng đầu màu Tím)

Mã	Thị giá vốn (tr USD)	GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	Sở hữu nước ngoài (tr USD)	Giá mục tiêu (đ/cp)	Tiềm năng tăng giá (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	P/E trượt 12T	P/B hiện tại	ROE (%)	Tăng trưởng LN ròng Q3/24	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2024 (%)	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2025 (%)	Khuyến nghị
XÂY DỰNG													
CTD	269	1,7	-	78.900	14,8%	0,0%	20,4	0,8	3,9%	39,5%	65,0%	41,0%	Khả Quan
HHV	198	1,8	79,5	13.000	11,6%	0,0%	13,3	0,9	4,4%	5,5%	15,8%	16,1%	Trung Lập
Trung bình.	233	1,8	39,8	45.950	13,2%	0,00%	16,8	0,9	4,2%	22,5%	40,4%	28,5%	-
TIÊU DÙNG													
BAF	263	2,2	125,0	32.000	13,9%	0,0%	28,5	2,4	8,4%	49,8%	1017,9%	46,9%	Khả Quan
DGW	346	3,9	100,0	48.600	20,9%	1,2%	22,2	3,1	14,5%	17,2%	22,7%	24,9%	Trung Lập
FPT	8.801	24,4	301,9	196.600	28,9%	1,3%	29,8	7,6	27,5%	19,4%	2,7%	27,0%	Khả Quan
MWG	3.497	21,4	103,5	77.800	27,5%	0,8%	30,1	3,3	11,7%	1975,9%	2241,1%	31,8%	Khả Quan
PNJ	1.298	5,0	-	115.100	17,6%	2,0%	16,2	3,1	19,4%	-14,8%	6,0%	6,0%	Khả Quan
QNS	721	0,6	256,0	51.400	2,8%	7,8%	7,6	2,0	27,0%	5,1%	-3,4%	1,5%	Trung Lập
VNM	5.198	13,2	2.517,9	74.800	18,0%	6,1%	13,8	4,2	29,7%	-5,1%	8,6%	4,8%	Khả Quan
VTP	654	2,5	273,7	126.500	-7,6%	1,1%	46,7	11,2	22,6%	4,3%	1,1%	30,2%	Trung Lập
Trung bình.	2.597	9,2	459,8	90.350	15,2%	2,6%	24,4	4,6	20,1%	256,5%	412,1%	21,6%	
CÔNG NGHIỆP													
BCM	2.879	2,2	915,7	82.800	16,8%	1,4%	26,3	3,8	14,9%	68,4%	-59,3%	32,7%	Khả Quan
IDC	721	2,6	191,6	62.700	12,6%	7,2%	8,4	3,5	43,4%	195,3%	44,1%	-6,9%	Khả Quan
KBC	819	3,3	247,4	30.000	10,3%	0,0%	49,5	1,1	2,3%	986,2%	-66,6%	113,8%	Trung Lập
PHR	283	0,5	87,8	64.300	20,9%	5,6%	18,6	1,8	10,3%	-27,8%	-19,2%	15,7%	Khả Quan
SZC	299	1,5	53,0	42.900	1,2%	2,4%	22,8	2,5	10,6%	8,2%	66,8%	37,5%	Trung Lập
Trung bình.	1.000	2,0	299,1	56.540	12,3%	3,3%	25,1	2,6	16,3%	246,0%	-6,9%	38,6%	

Danh sách cổ phiếu theo dõi, dữ liệu ngày 07/12/2024 (Lựa chọn hàng đầu màu Tím)

Mã	Thị giá vốn (tr USD)	GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	Sở hữu nước ngoài (tr USD)	Giá mục tiêu (đ/cp)	Tiềm năng tăng giá (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	P/E trượt 12T	P/B hiện tại	ROE (%)	Tăng trưởng LN ròng Q3/24	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2024 (%)	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2025 (%)	Khuyến nghị
VẬN TÀI													
GMD	1.059	2,9	32,8	73.700	13,0%	3,4%	15,3	3,0	14,8%	32,5%	-40,7%	-7,0%	Khả Quan
HAH	236	5,4	39,0	55.900	12,9%	0,0%	16,0	2,0	15,5%	145,7%	31,9%	33,5%	Khả Quan
SCS	298	0,4	24,3	85.000	6,3%	6,3%	12,5	5,2	45,5%	45,6%	31,0%	13,6%	Trung Lập
Trung bình.	531	3	32	71.533	10,7%	3,2%	14,6	3,4	25,2%	74,6%	7,4%	13,4%	
SẢN XUẤT													
DGC	1.737	9,6	537,8	143.600	23,2%	2,6%	15,0	3,2	23,4%	-8,1%	-0,9%	21,8%	Trung Lập
MSH	153	0,3	67,7	54.100	4,0%	4,8%	11,1	2,1	19,9%	154,2%	44,8%	5,4%	Trung Lập
PTB	177	0,3	2,5	79.650	18,4%	3,7%	13,6	1,6	11,9%	5,9%	55,3%	23,1%	Khả Quan
TCM	191	4,7	0,8	53.300	11,4%	0,0%	20,6	2,2	11,3%	50,5%	154,1%	-5,6%	Trung Lập
VHC	621	1,4	446,8	85.000	20,6%	2,8%	18,5	1,8	10,2%	69,8%	28,0%	18,8%	Khả Quan
Trung bình.	576	3,3	211,1	83.130	15,5%	2,8%	15,8	2,2	15,4%	54,5%	56,2%	12,7%	
VẬT LIỆU CƠ BẢN													
BMP	421	0,9	67,0	140.000	6,8%	9,6%	10,6	3,7	36,4%	38,7%	0,8%	9,6%	Khả Quan
HPG	6.687	21,1	1.828,2	29.200	9,6%	0,0%	14,0	1,5	11,4%	51,1%	71,6%	24,5%	Trung Lập
HSG	449	9,9	175,5	19.100	3,5%	2,7%	22,3	1,1	4,6%	-142,2%	55,1%	50,1%	Khả Quan
NKG	254	4,2	108,0	12.500	-13,5%	0,0%	10,1	1,1	8,1%	174,1%	604,4%	1,9%	Trung Lập
Trung bình.	1.953	9,0	544,7	50.200	1,6%	3,1%	14,3	1,8	15,1%	30,4%	183,0%	21,5%	

Danh sách cổ phiếu theo dõi, dữ liệu ngày 07/12/2024 (Lựa chọn hàng đầu màu Tím)

Mã	Thị giá vốn (tr USD)	GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	Sở hữu nước ngoài (tr USD)	Giá mục tiêu (đ/cp)	Tiềm năng tăng giá (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	P/E trượt 12T	P/B hiện tại	ROE (%)	Tăng trưởng LN ròng Q3/24	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2024 (%)	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2025 (%)	Khuyến nghị
DẦU KHÍ													
BSR	2.773	7,5	1.343,3	28.400	24,6%	3,1%	23,6	1,3	5,2%	-137,4%	-32,8%	8,1%	Khả Quan
GAS	6.259	4,2	2.956,5	85.000	24,8%	8,8%	14,4	2,7	17,1%	7,2%	-5,5%	5,1%	Khả Quan
PLX	1.869	3,7	48,2	46.100	22,9%	4,0%	16,0	1,9	11,5%	-82,1%	-1,0%	29,8%	Khả Quan
PVD	510	3,8	197,9	30.900	32,1%	0,0%	19,3	0,9	4,5%	35,2%	32,1%	59,6%	Khả Quan
PVS	636	4,3	188,3	49.100	44,8%	2,1%	17,7	1,2	7,0%	34,2%	-3,7%	47,8%	Khả Quan
PVT	387	2,4	140,7	34.900	26,0%	1,1%	8,9	1,3	15,3%	62,6%	-3,3%	17,0%	Khả Quan
OIL	487	1,4	0,7	14.600	21,7%	1,7%	42,2	1,2	2,8%	-84,2%	-30,0%	16,3%	Khả Quan
Trung bình.	2.072	4,3	812,5	45.733	29,2%	3,2%	16,6	1,5	10,1%	-13,4%	-2,4%	27,9%	
HÓA CHẤT DẦU KHÍ													
DCM	739	7,0	318,5	42.700	19,9%	5,6%	12,2	1,9	15,5%	62,7%	27,9%	20,0%	Khả Quan
DPM	537	4,4	217,1	37.300	6,6%	5,7%	20,6	1,2	5,8%	-2,9%	36,8%	36,1%	Trung Lập
PLC	71	0,2	34,6	26.000	16,1%	5,4%	36,7	1,5	3,9%	-60,1%	-56,8%	159,1%	Khả Quan
Trung bình.	449	3,8	190,1	35.333	14,2%	5,6%	23,2	1,5	8,4%	-0,1%	2,6%	71,7%	-
ĐIỆN													
HDG	376	5,7	112,8	34.100	19,6%	1,8%	13,5	1,6	11,7%	82,8%	-12,2%	101,6%	Trung Lập
NT2	237	0,4	83,8	25.950	23,9%	3,3%	24,3	1,5	6,0%	-135,8%	49,4%	-12,7%	Trung Lập
PC1	321	3,6	118,5	30.700	34,1%	0,0%	17,4	1,5	8,9%	653,5%	86,4%	15,4%	Khả Quan
POW	1.102	5,1	498,4	14.900	24,2%	0,0%	20,1	0,9	4,4%	765,3%	-15,0%	26,2%	Khả Quan
REE	1.255	2,6	-	72.900	7,4%	1,5%	17,6	1,8	10,3%	20,7%	-28,9%	32,9%	Trung Lập
Trung bình.	658	3,5	162,7	35.710	21,8%	1,3%	18,6	1,4	8,3%	277,3%	16,0%	32,7%	

Danh sách cổ phiếu theo dõi, dữ liệu ngày 07/12/2024 (Lựa chọn hàng đầu màu Tím)

Mã	Thị giá vốn (tr USD)	GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	Sở hữu nước ngoài (tr USD)	Giá mục tiêu (đ/cp)	Tiềm năng tăng giá (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	P/E trượt 12T	P/B hiện tại	ROE (%)	Tăng trưởng LN ròng Q3/24	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2024 (%)	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2025 (%)	Khuyến nghị
BẤT ĐỘNG SẢN													
DXG	441	6,6	136,6	17.500	12,2%	0,0%	75,3	1,1	1,4%	-33,4%	62,4%	-8,6%	Trung Lập
DXS	164	0,3	50,8	5.900	-18,1%	0,0%	(429,0)	0,7	-0,2%	108,1%	-224,2%	80,4%	Trung Lập
KDH	1.432	4,2	184,6	41.300	14,4%	0,0%	69,4	2,2	3,3%	-68,4%	31,9%	19,6%	Khả Quan
NLG	552	2,9	27,6	46.200	26,4%	1,4%	46,1	1,5	3,3%	-156,9%	-36,8%	7,7%	Khả Quan
VHM	6.445	15,8	2.429,9	48.800	22,0%	0,0%	8,5	0,8	10,9%	-16,3%	-7,8%	8,0%	Khả Quan
VIC	6.083	4,5	2.312,0	46.600	14,9%	0,0%	16,5	1,2	7,4%	255,2%	119,6%	19,8%	Trung Lập
VRE	1.529	3,0	460,0	21.700	26,5%	0,0%	9,6	1,0	10,4%	-31,2%	-6,5%	3,7%	Khả Quan
TAL	243	3,0	118,8	22.000	8,4%	7,4%	9,0	1,9	19,2%	N/A	0,7%	109,2%	Khả Quan
Trung bình.	2.111	5,0	715,0	31.250	13,3%	1,1%	-24,3	1,3	6,9%	8,2%	-7,6%	32,5%	
TÀI CHÍNH													
SSI	2.005	16,0	1.194,9	31.100	19,4%	3,8%	16,4	2,1	12,2%	11,8%	21,1%	48,5%	Trung Lập
DANH MỤC THEO DÕI VÀ BÌNH QUÂN TRUNG BÌNH VỐN HÓA													
Bình quân	2.478	5,7	465,5	53.135	16,1%	2,4%	12,8	2,2	14,0%	98,9%	82,2%	29,0%	
Bình quân theo tỷ trọng vốn hóa	7.220	9,0	1.159,0	69.096	18,9%	1,9%	16,1	2,5	16,7%	87,6%	75,6%	19,2%	

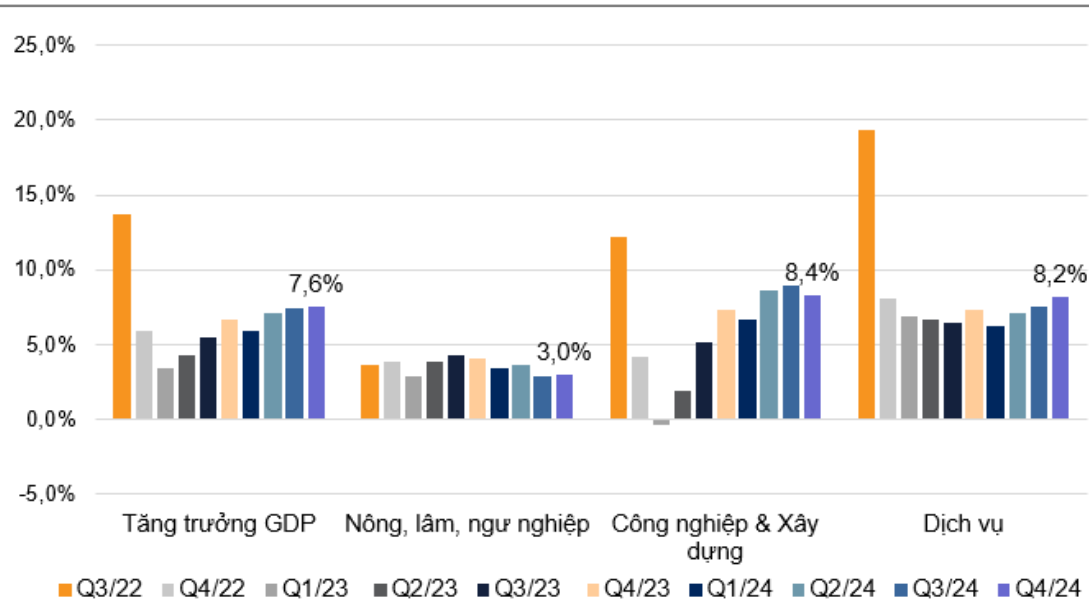
Điểm nhấn vĩ mô 2024

Đơn hàng phục hồi, tăng trưởng bùng nổ

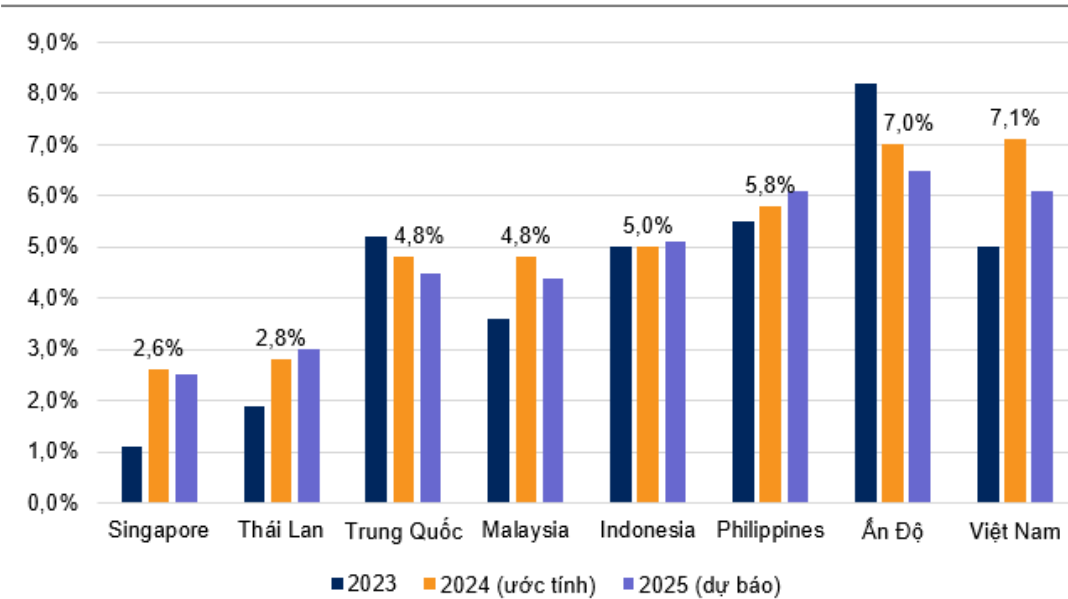


Kinh tế Việt Nam dẫn đầu tăng trưởng châu Á năm 2024

Động lực tăng trưởng vẫn mạnh mẽ khi nền kinh tế ghi nhận tốc độ tăng trưởng đạt 7,55% svck trong Q4/24



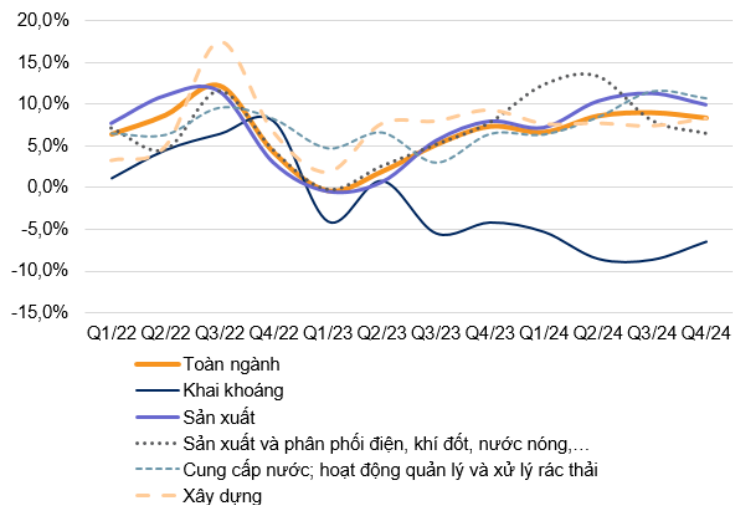
Việt Nam nằm trong số các nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất châu Á trong năm 2024



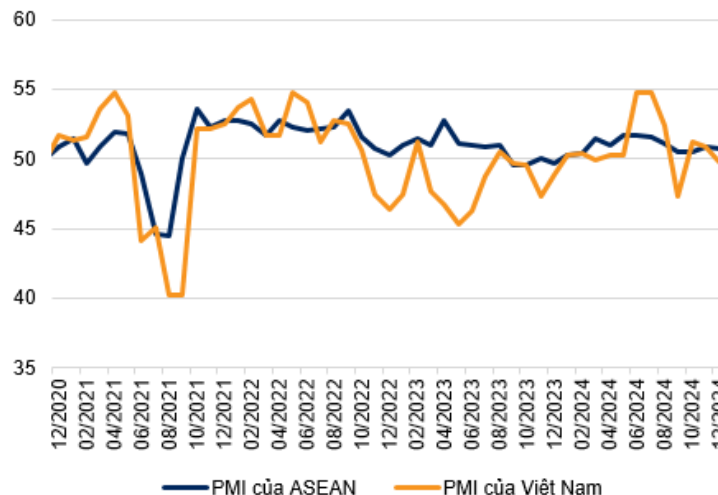
- Tăng trưởng GDP của Việt Nam đạt 7,1% svck vào năm 2024, vượt xa dự báo của các tổ chức quốc tế, đưa Việt Nam trở thành một trong những nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất châu Á.
- Theo TCTK, **GDP của Việt Nam tăng 7,6% svck trong Q4/24 và 7,1% trong cả năm, đều vượt dự báo của chúng tôi lần lượt là 7,1% và 6,9%**, đánh dấu tốc độ tăng trưởng cao thứ hai sau đại dịch, chỉ sau mức cao đột biến 8,54% vào năm 2022, khi kinh tế mở cửa trở lại sau đại dịch COVID-19.
- Việt Nam có tốc độ tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ vào năm 2024 nhờ: 1) tăng trưởng sản xuất mạnh mẽ từ mức thấp vào năm 2023; 2) kim ngạch xuất khẩu tăng 14% svck sau khi giảm gần 5% vào năm 2023; 3) lượng khách quốc tế tăng gần 40% svck, hỗ trợ mạnh mẽ cho sự phục hồi tiêu dùng trong nước; 4) vốn giải ngân FDI kỷ lục (+9,4% svck vào năm 2024); và 5) môi trường lãi suất thấp và Luật đất đai sửa đổi thúc đẩy sự phục hồi của lĩnh vực Bất động sản và đầu tư tư nhân.

* Số liệu năm 2024 Việt Nam là số thực tế, còn số liệu của các nước khác là ước tính từ IMF Nguồn: IMF, TCTK, VNDIRECT RESEARCH

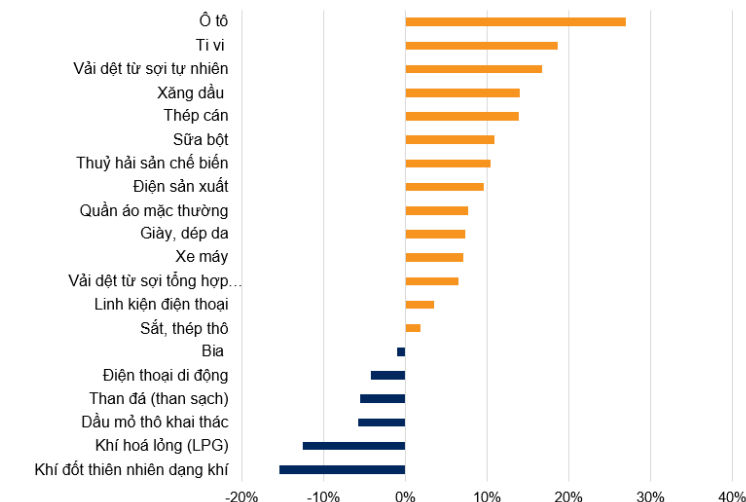
Hoạt động sản xuất thúc đẩy tăng trưởng



Mặc dù đã tăng trưởng của ngành sản xuất đã chậm lại trong Q4/24, thể hiện qua chỉ số PMI

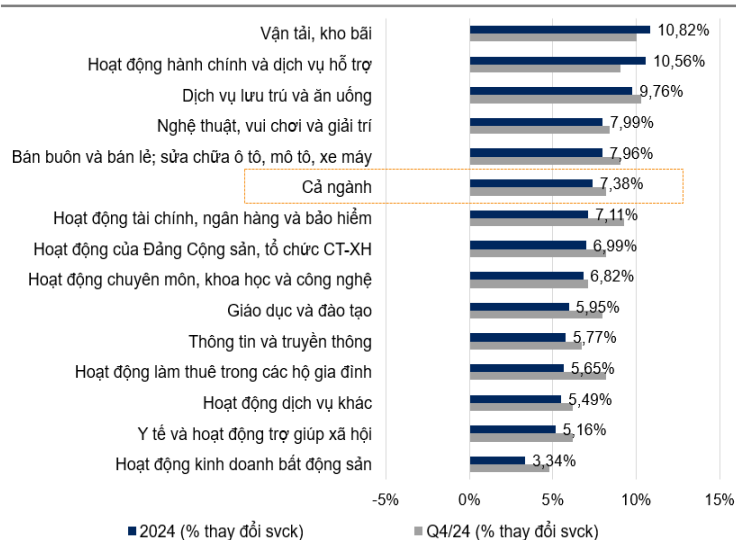


Ô tô và TV là những sản phẩm dẫn đầu tăng trưởng vào năm 2024

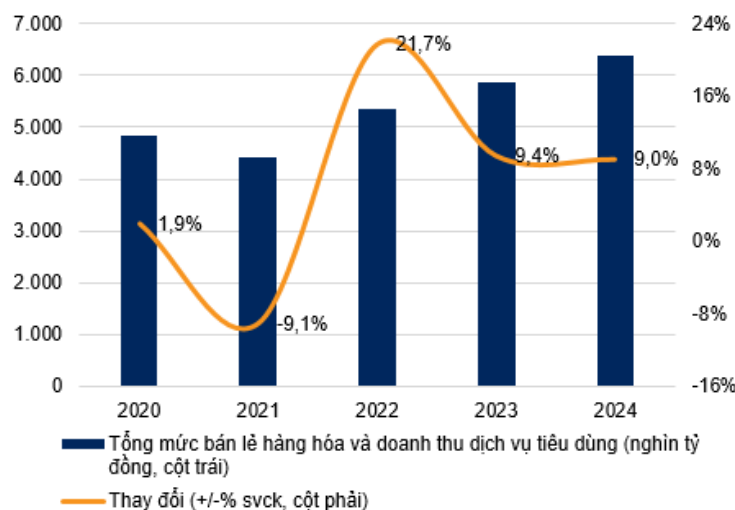


- Lĩnh vực công nghiệp và xây dựng ghi nhận tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ 8,4% svck trong Q4/24, mặc dù thấp hơn mức cao nhất trong hai năm là 9,0% trong Q3/24 do hoạt động xuất khẩu hạ nhiệt. Phân ngành công nghiệp chế biến, chế tạo cũng như phân ngành phân phối điện, khí đốt, hơi nước đều giảm tốc trong Q4/24 với tăng trưởng lần lượt là +10% svck (sv +11,4% svck trong Q3/24) và +6,5% svck (sv +8,0% svck trong Q3/24), phản ánh sự chậm lại của đơn đặt hàng sản xuất và xuất khẩu trong Q4/24 và hậu quả từ cơn bão Yagi. Một điểm tích cực là phân ngành xây dựng đã cải thiện tốc độ tăng trưởng lên 8,3% svck trong Q4/24, tăng từ mức +7,4% svck trong Q3/24 nhờ đầu tư công tăng tốc.
- Trong năm 2024, lĩnh vực công nghiệp và xây dựng tăng trưởng mạnh 8,2% svck, đánh dấu tốc độ tăng trưởng hàng năm cao nhất kể từ năm 2019. Phân ngành phân phối điện, khí đốt, hơi nước tăng trưởng 10,1% svck vào năm 2024, tiếp theo là phân ngành công nghiệp chế biến, chế tạo (+9,8% svck) và phân ngành cung cấp nước, hoạt động quản lý và xử lý rác thải, nước thải (+9,4% svck). Mặt khác, phân ngành khai khoáng giảm 7,2% svck, mức giảm mạnh nhất kể từ năm 2016, do sản lượng dầu thô và khí tự nhiên sụt giảm đáng kể.

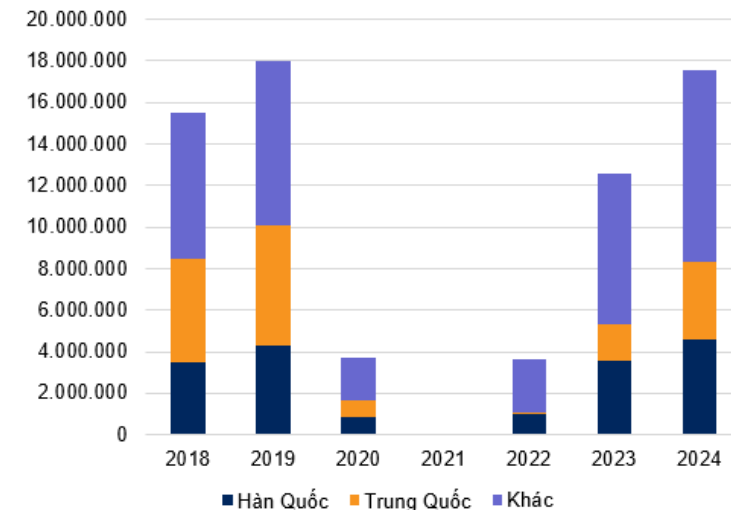
Tăng trưởng của hầu hết các phân ngành dịch vụ cải thiện đáng kể trong Q4/24



Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng trưởng ổn định năm 2024

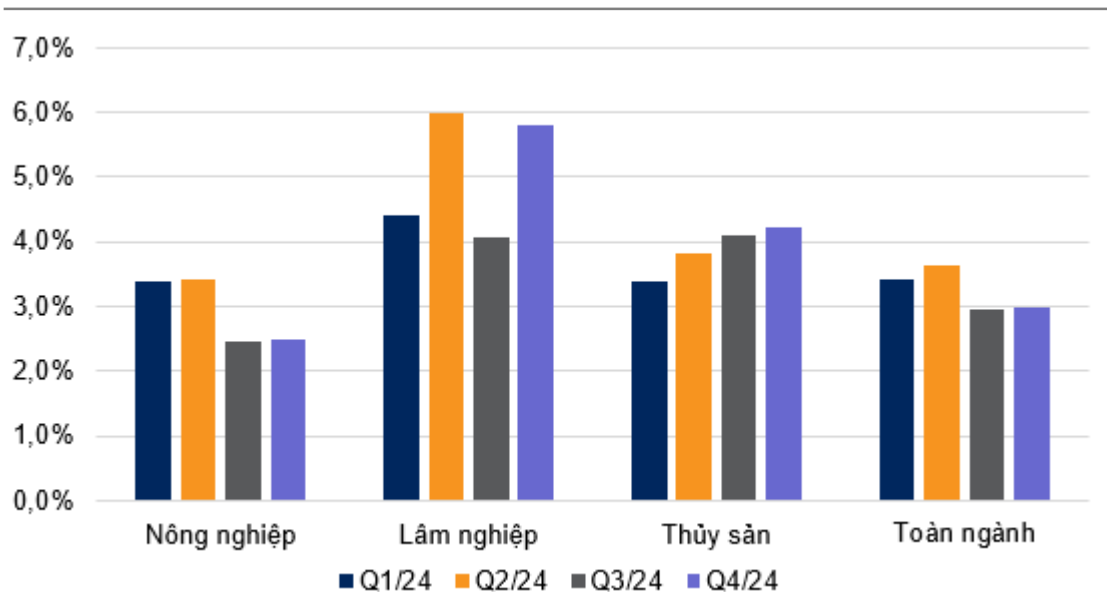


Lượng khách du lịch quốc tế tăng 39,5% svck, gần đạt mức kỷ lục vào năm 2019

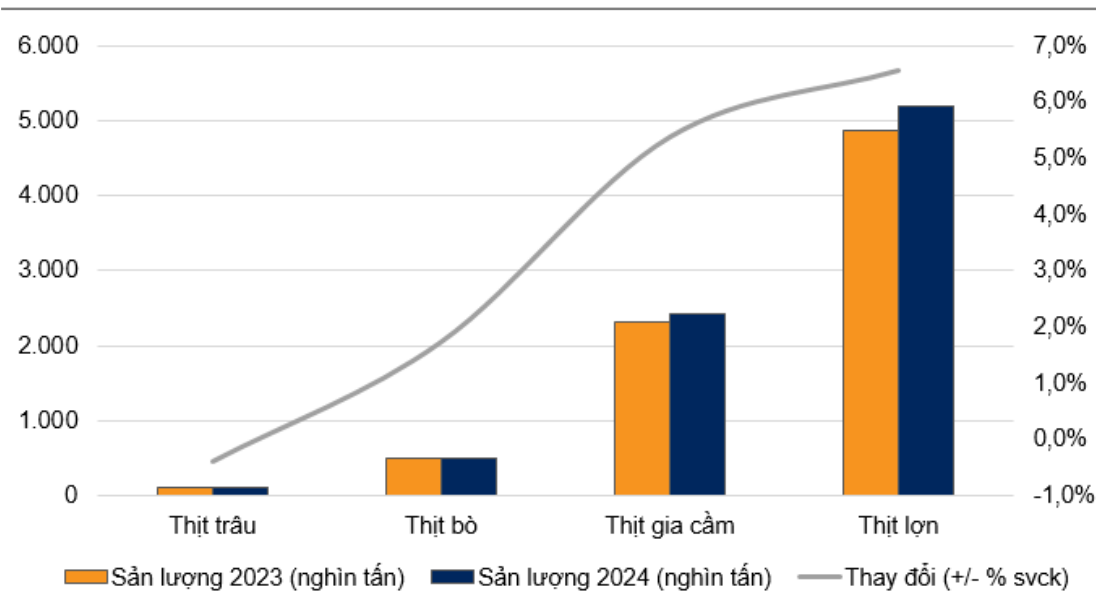


- Lĩnh vực dịch vụ tăng trưởng ấn tượng 8,2% svck trong Q4/24, vượt mức 7,5% của quý trước và đạt mức cao nhất trong hai năm. Phân ngành bán buôn, bán lẻ tăng tốc lên mức +9,0% svck trong Q4/24 từ mức 8,0% trong Q3/24, nhờ thu nhập người lao động được cải thiện và lạm phát hạ nhiệt. Ngoài ra, sự phục hồi của thị trường bất động sản và nhu cầu tín dụng cải thiện đã thúc đẩy tăng trưởng của phân ngành bất động sản (+4,8% svck trong Q4/24 sv 3,9% svck trong Q3/24) cũng như phân ngành tài chính, ngân hàng và bảo hiểm (+9,3% svck trong Q4/24 sv +7,7% svck trong Q3/24). Trong khi đó, hoạt động thương mại và du lịch vẫn diễn ra sôi động, giúp duy trì sự tăng trưởng cao của các phân ngành như vận tải và kho bãi (+10,2% svck trong Q4/24); dịch vụ lưu trú và ăn uống (+10,3% svck trong Q4/24).
- Năm 2024, lĩnh vực dịch vụ tăng 7,4% svck, mức cao thứ hai trong giai đoạn 2020-2024. Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng lĩnh vực dịch vụ trong năm 2024 bao gồm lượng khách du lịch quốc tế tăng gần 40% svck, thị trường bất động sản phục hồi và thị trường việc làm cũng như thu nhập của người lao động dần cải thiện.
- Mặc dù tăng trưởng lĩnh vực dịch vụ đã có sự cải thiện nhưng vẫn thấp hơn kỳ vọng của thị trường do tiêu dùng trong nước phục hồi chậm hơn dự kiến. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành tăng 9,0% svck vào năm 2024 (sv +9,4% svck vào năm 2023). Loại trừ lạm phát, tổng mức bán lẻ chỉ tăng 5,9% svck (sv +6,8% svck vào năm 2023), thấp hơn đáng kể so với mức 8-9% svck trước đại dịch.

Lĩnh vực nông, lâm, ngư nghiệp giảm tốc do ảnh hưởng của bão Yagi



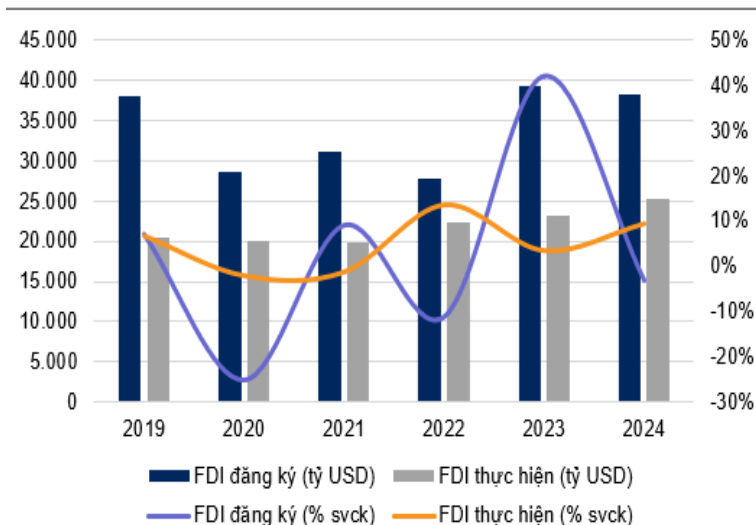
Các sản phẩm chăn nuôi chủ yếu



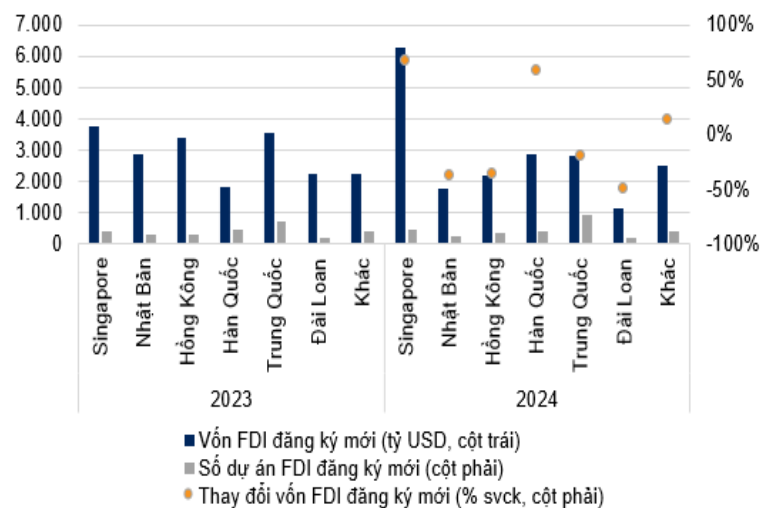
- Lĩnh vực nông, lâm, ngư nghiệp bị ảnh hưởng nặng nề bởi cơn bão Yagi trong tháng 9, khiến tăng trưởng sụt giảm xuống mức +2,9% trong Q3/24 và +3,0% trong Q4/24. Hoạt động trồng trọt và chăn nuôi ở khu vực phía Bắc phục hồi chậm sau cơn bão Yagi, khiến tốc độ tăng trưởng của phân ngành nông nghiệp duy trì ở mức 2,5% svck trong Q4/24. Ngoài ra, phân ngành lâm nghiệp đã tăng tốc lên 5,8% svck trong Q4/24 từ 4,1% svck trong Q3/24, trong khi phân ngành thủy sản cải thiện tốc độ tăng trưởng lên 4,2% svck trong Q4/24 từ 4,1% svck trong Q3/24, nhờ nhu cầu xuất khẩu cải thiện.
- Năm 2024, lĩnh vực nông, lâm, ngư nghiệp tăng trưởng 3,3% svck, giảm từ mức 3,9% svck vào năm 2023, chủ yếu do ảnh hưởng của Bão Yagi.
- Theo các sản phẩm chăn nuôi chủ yếu, quy mô đàn lợn tăng 6,6% svck vào năm 2024 do xu hướng chuyển đổi chăn nuôi từ gia đình sang bán công nghiệp và giá thịt lợn tăng mạnh, trong khi quy mô đàn gia cầm tăng 5,4% svck. Mặt khác, quy mô đàn trâu giảm nhẹ.

Việt Nam, với trữ lượng đất hiếm và nguồn nhân lực dồi dào, đang đứng trước cơ hội lịch sử khi thu hút được sự đầu tư của 'gã khổng lồ' công nghệ NVIDIA. Quyết định này hứa hẹn sẽ định hình tương lai công nghệ của đất nước.

FDI thực hiện tăng trưởng mạnh mẽ



Singapore đứng đầu về FDI đăng ký mới trong khi Trung Quốc dẫn đầu về số lượng dự án

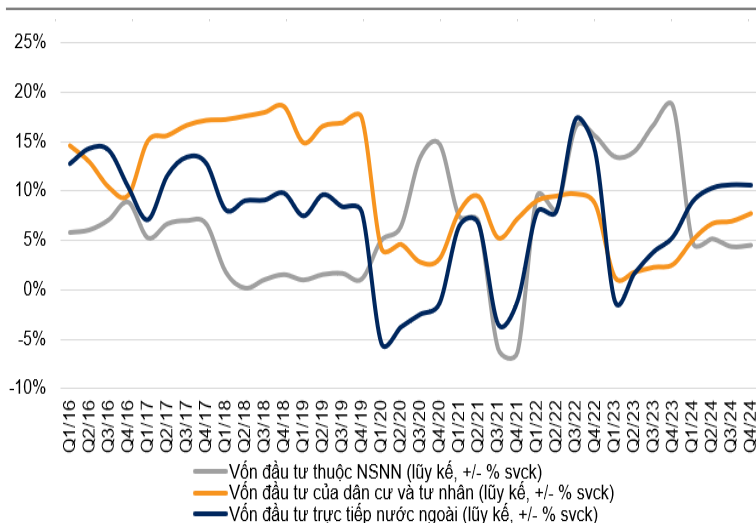


Danh sách dự án FDI trọng điểm năm 2024

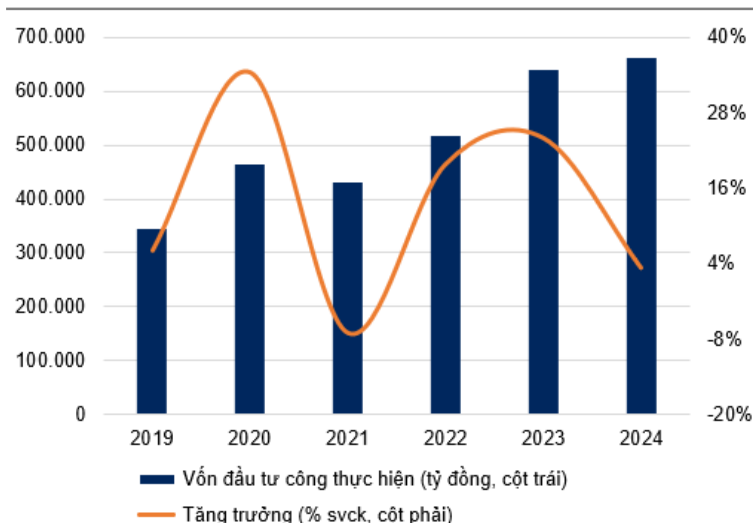
Dự án FDI	Ngành	Vốn đăng ký (tỷ USD)	Tỉnh/Thành phố
Amkor Singapore tăng cường đầu tư vào KCN Yên Phong II-C	Chế biến chế tạo	1,1	Bắc Ninh
Hyosung triển khai dự án nhà máy sợi sinh học BDO) tại KCN Phú Mỹ 2.	Chế biến chế tạo	0,7	Bà Rịa- Vũng Tàu
CapitalLand của Singapore đầu tư dự án căn hộ cao cấp Lumi Hà Nội	Bất động sản	0,7	Hà Nội
Trina Solar đầu tư dự án thứ 3 sản xuất tấm silicon đơn tinh thể và pin năng lượng mặt trời tại KCN Yên Bình	Chế biến chế tạo	0,5	Thái Nguyên
Công ty Gokin Solar (Hong Kong) đầu tư dự án tấm pin năng lượng mặt trời tại KCN Texhong Hải Hà	Chế biến chế tạo	0,3	Quảng Ninh
Pandora xây dựng nhà máy chế tác trang sức thứ ba trên toàn thế giới tại miền Nam Việt Nam	Chế biến chế tạo	0,2	Bình Dương
CTCP Radiant Opto-Electronics đầu tư xây dựng Nhà máy tại VSIP Nghệ An	Chế biến chế tạo	0,1	Nghệ An

- **FDI thực hiện tăng trưởng tích cực trong năm 2024.** Trong khi FDI đăng ký giảm 3,0% svck xuống 38,2 tỷ USD, FDI thực hiện tăng 9,4% svck lên 25,4 tỷ USD vào năm 2024. Chi tiết hơn về FDI đăng ký, các dự án cấp mới tăng 1,8% svck lên 3.375 dự án với vốn đăng ký 19,7 tỷ USD (-7,6% svck); 1.539 dự án được cấp phép trước đây đã được phê duyệt để tăng vốn đầu tư với tổng vốn FDI tăng thêm đạt 13,9 tỷ USD (+50,4% svck); và 3.502 lượt góp vốn, mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài được ghi nhận, trị giá 4,5 tỷ USD (-48,1% svck).
- **Singapore dẫn đầu tổng vốn FDI đăng ký của Việt Nam năm 2024 với 10,2 tỷ USD (+31,4% svck)**, chiếm 26,7% tổng vốn FDI đăng ký của Việt Nam năm 2024, tiếp theo là Hàn Quốc với 7,1 tỷ USD (+37,5% svck), chiếm 18,5% . Trung Quốc dẫn đầu về số dự án ký mới, chiếm 28,3%, trong khi Hàn Quốc dẫn đầu về lượt điều chỉnh vốn FDI, góp vốn, mua cổ phần.
- **Sự hiện diện của NVIDIA- Cú hích lớn về dài hạn.** Giám đốc điều hành NVIDIA Jensen Huang trong năm 2024 đã công bố thành lập trung tâm R&D AI tại Hà Nội. Đây là trung tâm nghiên cứu đầu tiên của NVIDIA ở Đông Nam Á. Động thái chiến lược này, cùng với việc phát triển một trung tâm dữ liệu tiên tiến, phù hợp với mục tiêu đầy tham vọng của Việt Nam là đạt được 100 tỷ USD doanh thu lĩnh vực bán dẫn hàng năm vào năm 2050. Cam kết đầu tư của NVIDIA vào Việt Nam khẳng định triển vọng của Việt Nam trong việc trở thành một điểm đến hấp dẫn cho đầu tư và phát triển công nghệ cao toàn cầu.

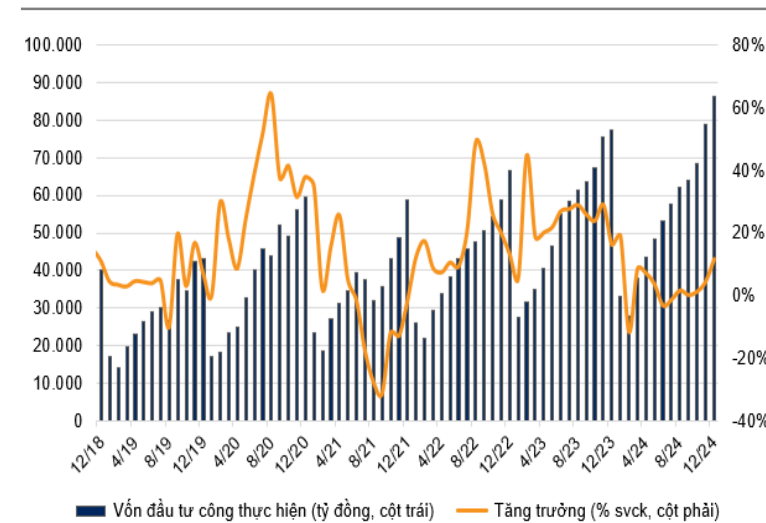
FDI là động lực tăng trưởng chính, trong khi đầu tư tư nhân dần cải thiện



Vốn nhà nước thực hiện tăng trưởng chậm lại vào năm 2024 do mức nền cao....



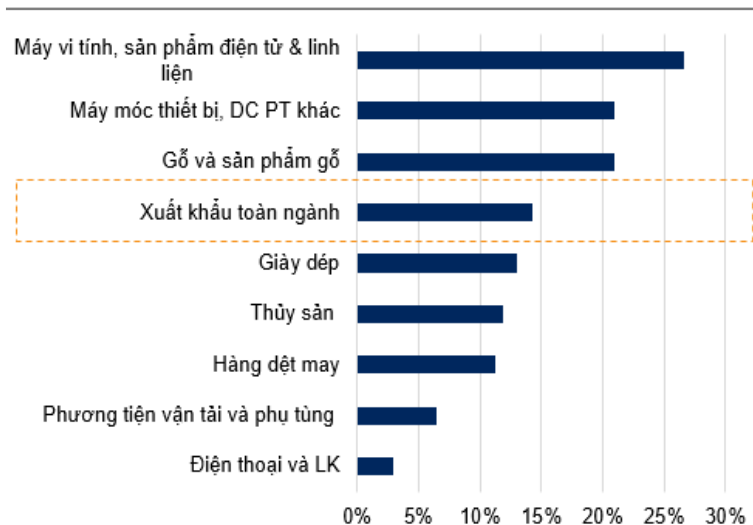
...nhưng đây vẫn là chìa khóa giúp giải phóng các nguồn lực xã hội, từ đó hỗ trợ phát triển cơ sở hạ tầng



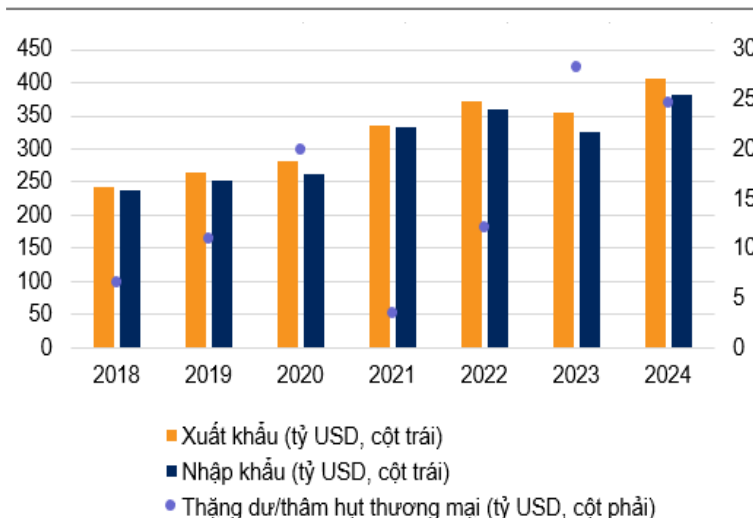
- **Vốn đầu tư tư nhân tăng 7,7% svck lên 2.064,2 nghìn tỷ đồng (80,5 tỷ USD) vào năm 2024**, chiếm 55,9% tổng vốn đầu tư, cao hơn đáng kể so với mức tăng trưởng 2,6% svck vào năm 2023. Tuy nhiên, tăng trưởng của đầu tư tư nhân vẫn thấp hơn đáng kể so với mức trước đại dịch khoảng ~15-16% mỗi năm.
- **Vốn nhà nước thực hiện (đầu tư công) tăng 3,3% svck lên 661,3 nghìn tỷ đồng (25,8 tỷ USD)**, thấp hơn đáng kể so với mức nền cao +24,0% svck vào năm 2023, đạt 84,6% kế hoạch năm, phù hợp với dự báo của chúng tôi trong Báo cáo Chiến lược nửa cuối năm 2024 rằng đầu tư công vào năm 2024 sẽ chậm lại do mức nền cao.
- **Mặt khác, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vẫn là động lực tăng trưởng chính, tăng 10,6% svck vào năm 2024 lên 608,6 nghìn tỷ đồng (23,7 tỷ USD)**, chiếm 16,5% tổng vốn đầu tư, chứng kiến mức tăng trưởng svck cao thứ hai trong giai đoạn 2019-2024. Như vậy, nhìn lại năm 2024, tăng trưởng chủ yếu được thúc đẩy bởi các động lực bên ngoài, bao gồm đầu tư nước ngoài. Về mặt tích cực, đầu tư tư nhân đang dần cải thiện với mức tăng trưởng 7,7% svck vào cuối năm 2024 (so với mức tăng 6,7% trong nửa đầu năm 2024).

Bất chấp khó khăn, cả xuất khẩu và nhập khẩu đều tăng tốc vào năm 2024.

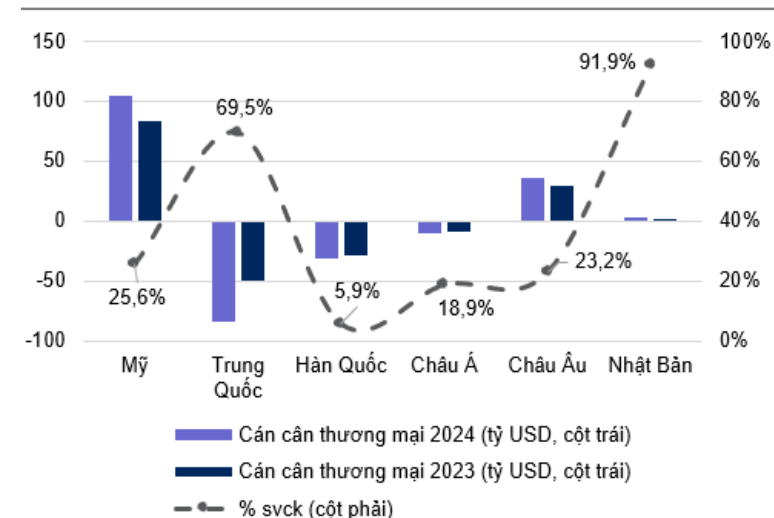
Sản phẩm xuất khẩu chủ lực (% tăng trưởng svck vào năm 2024)



Sản phẩm xuất khẩu chủ lực (% tăng trưởng svck vào năm 2024)



Cán cân thương mại theo các đối tác thương mại chính



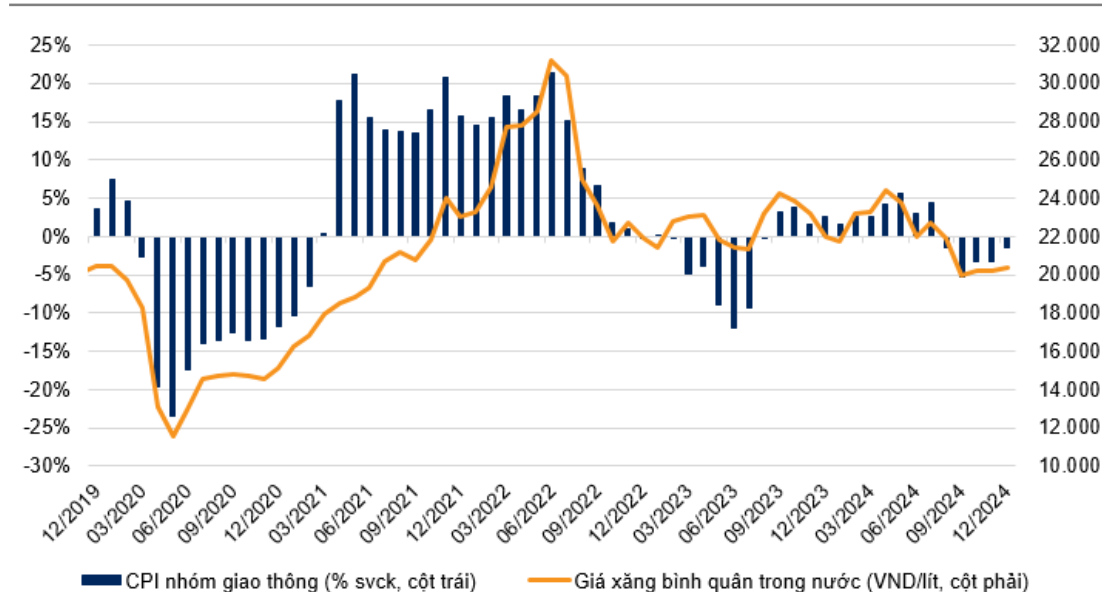
- **Số liệu tháng 12 tích cực.** Kim ngạch xuất khẩu tăng 5,3% sv tháng trước (sv -5,3% sv tháng trước trong tháng 11) và +12,8% svck lên 35,5 tỷ USD trong tháng 12, cao hơn mức +8,2% svck vào T12/23. Mặt khác, kim ngạch nhập khẩu tăng 7,2% sv tháng trước sau khi giảm 2,8% trong tháng 11 và chứng kiến mức tăng trưởng hai chữ số +19,2% svck lên 35,0 tỷ USD trong tháng 12. Sau số liệu tháng 11 tương đối ảm đạm do yếu tố mùa vụ, cả xuất khẩu và nhập khẩu đều có sự tăng tốc trở lại trong tháng cuối năm.
- **Xuất nhập khẩu đạt mức tăng trưởng hai chữ số vào năm 2024.** Kim ngạch xuất khẩu Việt Nam tăng 14,3% svck lên 405,5 tỷ USD trong khi nhập khẩu tăng 16,7% svck lên 380,8 tỷ USD năm 2024, thặng dư thương mại đạt 24,7 tỷ USD vào cuối năm (sv 28,4 tỷ USD vào năm 2023). Hàng điện tử, linh kiện, máy tính (72,6 tỷ USD; +26,6% svck); Điện thoại và linh kiện (53,9 tỷ USD; +2,9% svck); Máy móc thiết bị (52,2 tỷ USD; +21,0% svck); Dệt may (37,0 tỷ USD; +11,2% svck); và Giày dép (22,9 tỷ USD; +13,0% svck) là 5 sản phẩm xuất khẩu chủ lực trong năm 2024.
- **Thặng dư thương mại với Mỹ tăng 26% vào năm 2024.** Thặng dư thương mại với Mỹ tăng 25,6% svck lên 104,6 tỷ USD vào năm 2024. Ngoài ra, Việt Nam cũng ghi nhận thặng dư thương mại 35,4 tỷ USD với Châu Âu (+23,2% svck) và 3,2 tỷ USD với Nhật Bản. (+91,9% svck). Ngược lại, thâm hụt thương mại ngày càng gia tăng với Trung Quốc (83,7 tỷ USD, +69,5% svck), Hàn Quốc (30,7 tỷ USD, +5,9% svck) và ASEAN (9,9 tỷ USD, +18,9% svck).

Lạm phát hạ nhiệt về cuối năm nhờ mức nền cao của cùng kỳ năm trước và giá xăng hạ nhiệt

CPI của Việt Nam bình quân tăng 3,63% svck vào năm 2024

	Tỷ trọng (%)	sv tháng trước	sv đầu năm	svck
CPI Việt Nam	100%	0,29%	3,63%	2,94%
Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	33,56%	-0,13%	4,03%	3,87%
Lương thực	3,67%	0,26%	12,19%	4,58%
Thực phẩm	21,28%	-0,30%	2,70%	3,72%
Ăn uống ngoài gia đình	8,61%	0,14%	3,99%	3,95%
Đồ uống và thuốc lá	2,73%	0,20%	2,42%	2,40%
May mặc, mũ nón, giày dép	5,70%	0,28%	1,40%	1,16%
Nhà ở và vật liệu xây dựng	18,82%	0,53%	5,20%	5,16%
Thiết bị và đồ dùng gia đình	6,74%	0,17%	1,27%	1,49%
Thuốc và dịch vụ y tế	5,39%	2,19%	7,16%	5,32%
Giao thông	9,67%	0,57%	0,76%	-0,89%
Bưu chính viễn thông	3,14%	-0,03%	-1,02%	-0,61%
Giáo dục	6,17%	0,16%	5,37%	-1,08%
Văn hoá, giải trí và du lịch	4,55%	0,20%	1,97%	2,31%
Hàng hoá và dịch vụ khác	3,53%	0,22%	6,56%	6,89%
CPI lõi	100%	0,25%		2,85%

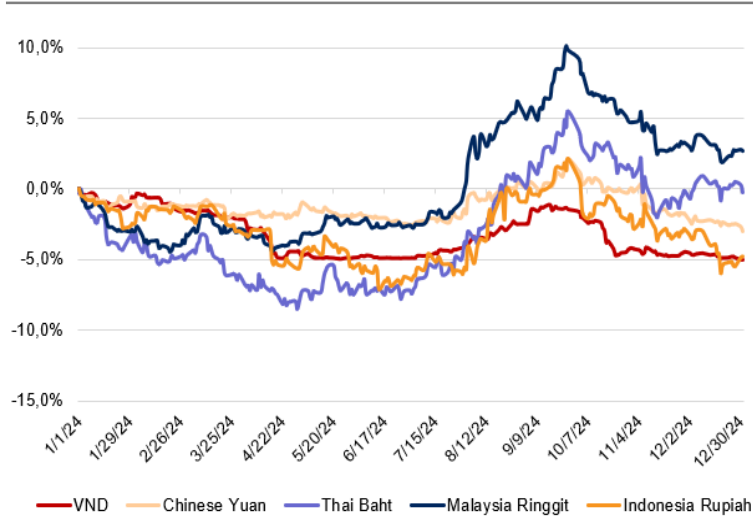
Giá xăng dầu thấp trong năm 2024 góp phần giúp kiểm soát lạm phát



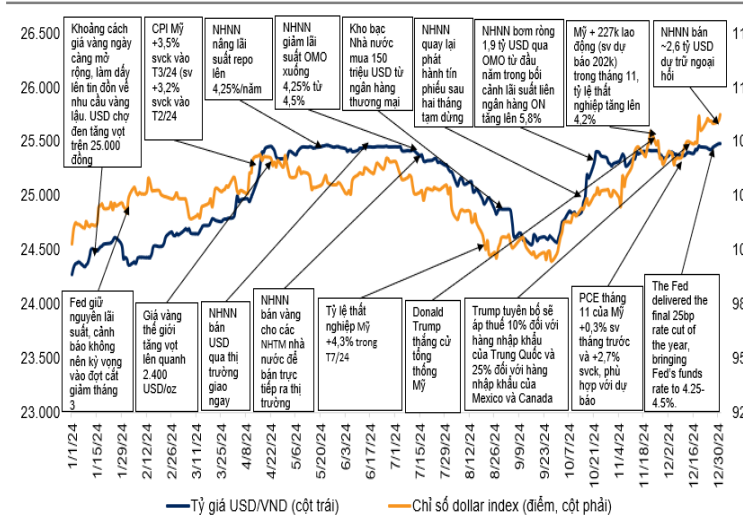
- **Trong T12/24, CPI của Việt Nam tăng 0,29% sv tháng trước (so với 0,13% trong tháng 11) và 2,94% svck.** Sự gia tăng lạm phát so với tháng trước chủ yếu là do giá nhóm Chăm sóc sức khỏe, Dược phẩm và Giao thông tăng. Điều này được thúc đẩy bởi việc thực hiện Thông tư số 21/2024/TT-BYT, trong đó yêu cầu điều chỉnh giá dịch vụ y tế, bên cạnh chi phí thuê nhà và giá xăng dầu tăng do nhu cầu đi lại tăng vào cuối năm.
- **Mức nền sv tháng trước cao đã giúp giảm bớt đà tăng lạm phát svck trong nửa cuối năm.** Lạm phát bình quân đạt 4,08% trong nửa đầu năm do CPI chỉ tăng bình quân 0,11% sv tháng trước trong nửa đầu năm 2023. Tuy nhiên, áp lực lạm phát đã giảm đáng kể từ Q3/24 trở đi nhờ mức nền so sánh cao trong nửa cuối năm 2023. Do đó, lạm phát cả năm bình quân ở mức +3,63% svck, thấp hơn dự báo của chúng tôi là 3,7% và đạt mục tiêu của Quốc hội đề ra là kiểm soát lạm phát dưới 4,5%.

Việc DXY tăng mạnh đã gây áp lực không nhỏ lên tỷ giá. Trong khi áp lực tỷ giá nửa đầu năm đến từ việc Fed quyết định hạ lãi suất chậm hơn dự kiến, tỷ giá nửa cuối năm biến động do chứng kiến sự trở lại của ông Trump.

USD tăng giá so với các đồng tiền khu vực kể từ đầu năm



Tỷ giá USD/ VND tăng 5,0% vào năm 2024



Cán cân tài khoản vãng lai của Việt Nam và số tháng nhập khẩu



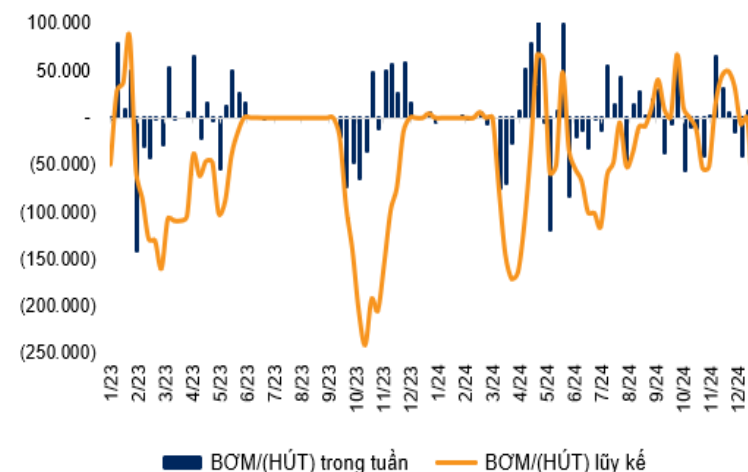
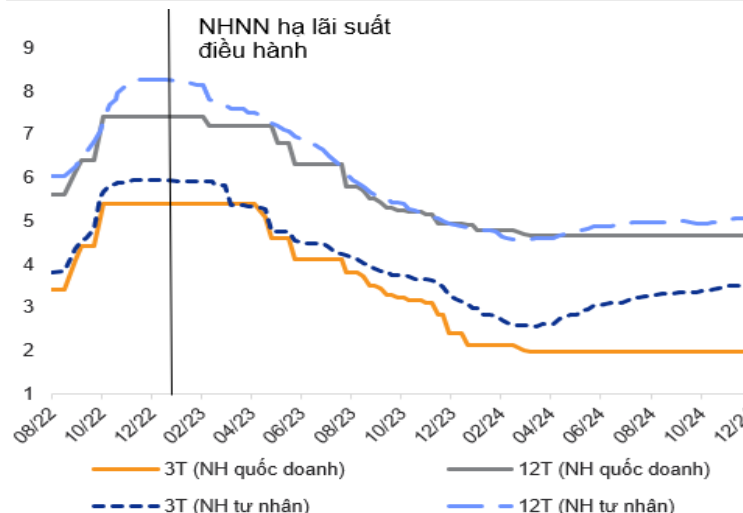
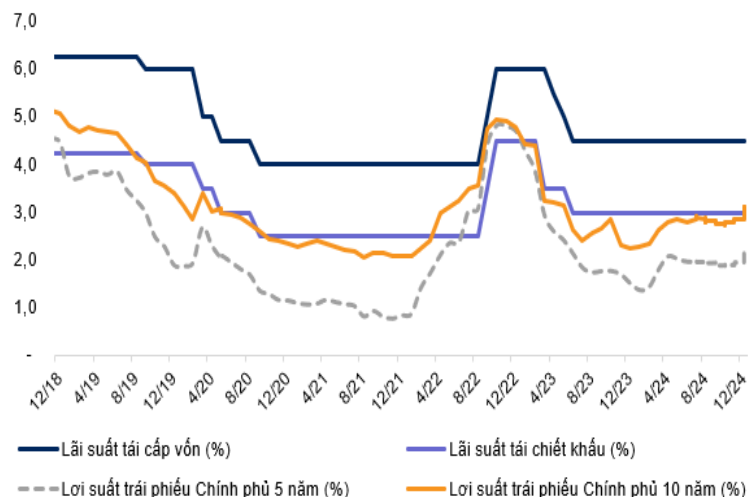
- **Biến động tỷ giá đã làm lu mờ phần nào những điểm sáng vĩ mô trong năm 2024.** Đồng Việt Nam mất giá 4,9% so với USD trong 6T24, do lạm phát dai dẳng và dữ liệu việc làm mạnh mẽ của Mỹ đã làm chậm quỹ đạo cắt giảm lãi suất của Fed, khiến NHNN phải can thiệp bán ~6,0 tỷ USD ngoại tệ dự trữ. Sau đó, việc Fed cắt giảm lãi suất 50 điểm cơ bản trong Q3/24 và chuyển sang quan điểm chính sách trung lập hơn ban đầu đã hỗ trợ đồng VND tăng giá. Tuy nhiên, áp lực tỷ giá leo thang trở lại vào cuối tháng 10 khi cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ đến gần và chiến thắng của Trump trong cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ năm 2024 đã khiến chỉ số DXY tăng mạnh, vượt qua mốc 108 vào cuối năm. Kết năm 2024, đồng VND mất giá 5% vào năm 2024, và NHNN phải bán thêm ~2,6 tỷ USD dự trữ ngoại hối chỉ trong tháng 12.
- **Đồng VND biến động ở mức ổn định hơn nhiều so với các đồng tiền trong khu vực như Ringgit Malaysia và Baht Thái trong bối cảnh Mỹ xoay trục chính sách tiền tệ và sự trở lại của Trump.** Sự ổn định này phần lớn nhờ vào việc NHNN can thiệp kịp thời. Chúng tôi tin rằng điều này rất quan trọng đối với các nền kinh tế định hướng xuất khẩu như Việt Nam, vì những biến động lớn về tỷ giá có thể làm giảm khả năng cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu trên thị trường quốc tế,

Trong khi các NHTW toàn cầu xoay trục, NHNN ưu tiên các biện pháp can thiệp trên thị trường thay vì điều chỉnh lãi suất điều hành trong năm 2024.

Trong khi lãi suất điều hành được giữ nguyên...

...nên lãi suất thị trường nhích tăng vào nửa cuối năm

NHNN liên tục điều tiết thanh khoản hệ thống qua kênh OMO để cân bằng cả hai mục tiêu tăng trưởng và ổn định tỷ giá

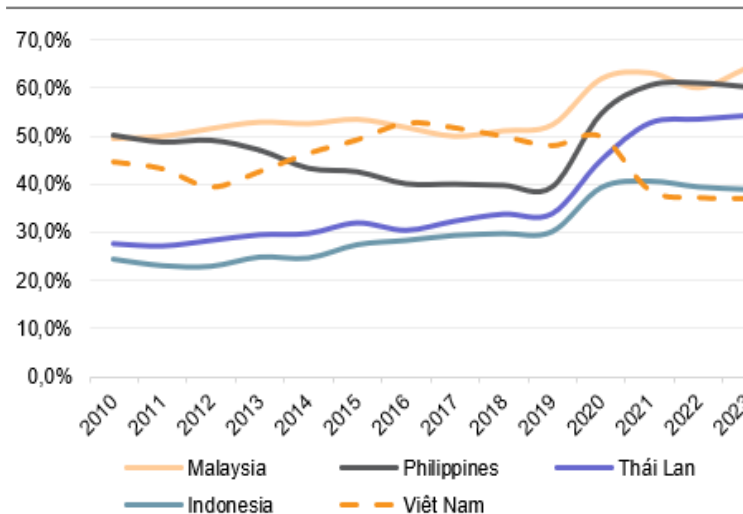


- **Trong năm 2024, NHNN duy trì lập trường chính sách tiền tệ nói lòng “vừa đủ” sau 4 lần cắt giảm lãi suất trong nửa đầu năm 2023.** Tuy nhiên, VND mất giá 4,9% sv USD trong 6T24, khi chỉ số DXY mạnh hơn trong bối cảnh chính sách tiền tệ của Fed thay đổi chậm hơn dự kiến, khiến NHNN phải sử dụng các công cụ thị trường, trong đó lãi suất OMO được tăng lên 4,5% từ 4,0%, lãi suất tín phiếu lên 4,5% từ 3,9%. Đồng thời, NHNN bán ~6 tỷ USD dự trữ. Trong Q4/24, áp lực ngoại hối gia tăng khi cuộc bầu cử tổng thống Mỹ cận kề. Một lần nữa, NHNN bán thêm 2,6 tỷ USD dự trữ, đồng thời điều tiết thanh khoản qua kênh OMO để giảm chênh lệch lãi suất USD-VND mà không cần phải tăng lãi suất điều hành. Tính đến cuối năm, NHNN đã bơm 5,1 nghìn tỷ đồng (199,3 triệu USD) qua kênh OMO.
- **Lãi suất huy động bình quân 12 tháng của các NHTM kết thúc năm 2024 ở mức 4,86% (giảm 0,08 điểm % sv cuối năm 2023), thấp hơn một chút sv dự báo của chúng tôi ở mức 4,9-5,0%.** Đồng thời, theo Bộ Tài chính, lãi suất cho vay ghi nhận mức giảm 44 điểm cơ bản so với cuối năm 2023.
- **Tăng trưởng tín dụng đạt 15,1% svck vào năm 2024, vượt mức 13,8% của năm trước.** NHNN năm 2024 đã thực hiện chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ về điều hành tăng trưởng tín dụng linh hoạt, hiệu quả, kịp thời, đáp ứng vốn tín dụng cho nền kinh tế, trong đó chủ động thực hiện 2 lần điều chỉnh chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng.

Thặng dư NSNN tăng vọt vào năm 2024 tăng dự địa hỗ trợ tăng trưởng trong tương lai

Đơn vị: Nghìn tỷ đồng	2024	% kế hoạch năm	tăng trưởng % svck
Thu ngân sách	2.037,50	119,8%	16,2%
Thu nội địa	1.706,40	118,1%	16,0%
Thu từ dầu thô	58,6	127,5%	-5,4%
Thu từ hoạt động xuất nhập khẩu	271,3	133,0%	24,1%
Chi ngân sách	1.830,80	86,4%	5,7%
Chi thường xuyên	1.190,70	94,5%	12,5%
Chi đầu tư phát triển	529,1	78,1%	-8,7%
Chi trả lãi và nợ gốc	108,3	97,0%	20,2%
Cân đối ngân sách	206,70		

Nợ công/GDP của Việt Nam có xu hướng giảm so với các nước trong khu vực



Xếp hạng tín nhiệm quốc gia theo các tổ chức tín nhiệm

Tổ chức tín nhiệm	Xếp hạng Nhà phát hành nợ dài hạn bằng ngoại tệ	Xếp hạng trước	Thay đổi	Triển vọng
S&P Global Ratings	BB+	BB	▲	Ổn định
Fitch group	BB+	BB+	▬	Ổn định
Moody's	Ba2	Ba3	▲	Ổn định

- **Vị thế tài khóa của Việt Nam được củng cố hơn nữa vào năm 2024.** Thu ngân sách nhà nước tăng 16,2% svck lên 2.038 nghìn tỷ đồng (79,5 tỷ USD), đạt 119,8% mục tiêu năm. Chi tiêu ngân sách tăng 5,7% svck lên 1.830,8 nghìn tỷ đồng (71,4 tỷ USD). Như vậy, Việt Nam tạm thời ghi nhận thặng dư ngân sách đạt 206,7 nghìn tỷ đồng (8,1 tỷ USD) (so với mức thâm hụt ngân sách là 14,1 nghìn tỷ đồng, tương đương 549,9 triệu USD vào năm 2023), tạo ra dự địa tài khóa dồi dào để hỗ trợ cho các mục tiêu tăng trưởng kinh tế trong tương lai. Ngoài ra, gánh nặng nợ công Việt Nam tiếp tục ở dưới mức trung bình so với các thị trường mới nổi trong khu vực
- **Việt Nam hiện đang giữ mức xếp hạng BB+ với Triển vọng ổn định từ cả Fitch và S&P, thấp hơn mức đầu tư một bậc. Moody's xếp hạng Việt Nam ở mức Ba2 với Triển vọng ổn định, cách hai bậc so với ngưỡng đầu tư.** Những xếp hạng này phản ánh triển vọng tăng trưởng trung hạn mạnh mẽ của Việt Nam, được hỗ trợ bởi dòng vốn FDI mạnh mẽ, nền tảng tài chính công tương đối lành mạnh và gánh nặng nợ nước ngoài thấp.

Triển vọng vĩ mô năm 2025

VNDIRECT

Việt Nam: Hướng tới kỷ nguyên vươn mình

Được thúc đẩy bởi:

- Đầu tư công mạnh mẽ khi rào cản pháp lý được tháo gỡ và kế hoạch phát triển cơ sở hạ tầng tham vọng
- Chính sách hỗ trợ của Chính phủ nhằm thu hút FDI vào lĩnh vực công nghệ
- Cải thiện dần tốc độ tăng trưởng doanh số bán lẻ nhờ triển vọng hoạt động du lịch mạnh mẽ
- Thị trường bất động sản phục hồi
- Giá dầu và thép giảm nhưng vàng kỳ vọng tiếp tục tăng
- Mặt bằng lạm phát hạ nhiệt ở Việt Nam

Nhưng bị cản trở bởi:

- Đồng đô la tiếp tục mạnh lên tạo ra mối lo ngại về thị trường ngoại hối
- Hiệu suất kinh doanh tại Mỹ cải thiện nhưng chi tiêu tiêu dùng có thể chậm lại
- Hiệu quả chương trình kích thích kinh tế của Trung Quốc vẫn là dấu hỏi lớn



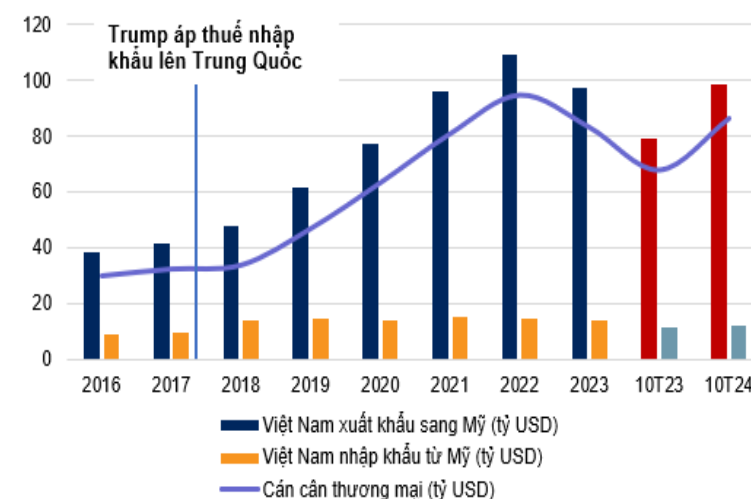
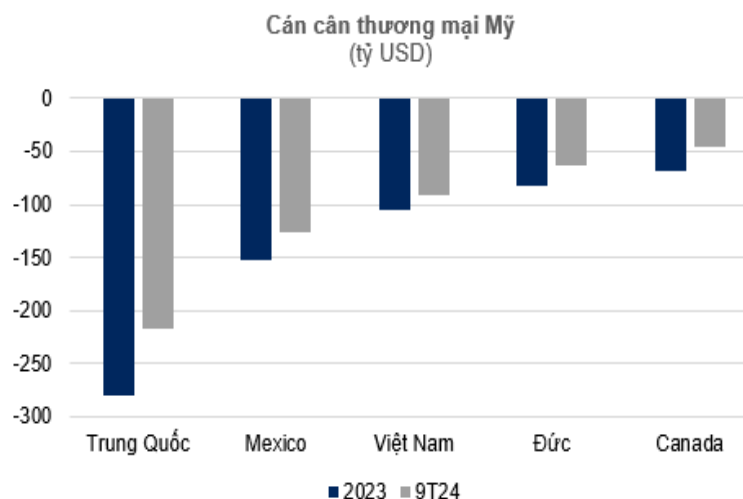
Trong khi nói lỏng tiền tệ là chủ đề của năm 2024, những bất ổn địa chính trị xung quanh sự trở lại của Trump là một trong những yếu tố chính yếu vào năm 2025.

Tổng hợp các đề xuất tranh cử nổi bật của Trump

Thặng dư của Việt Nam tạo ra rủi ro về thuế quan, nhưng có thể chỉ giới hạn ở các biện pháp phòng vệ thương mại đơn lẻ

Sau đợt áp thuế Trung Quốc năm 2017, xuất khẩu Việt Nam sang Mỹ tăng trưởng cao và đang tăng tốc trở lại

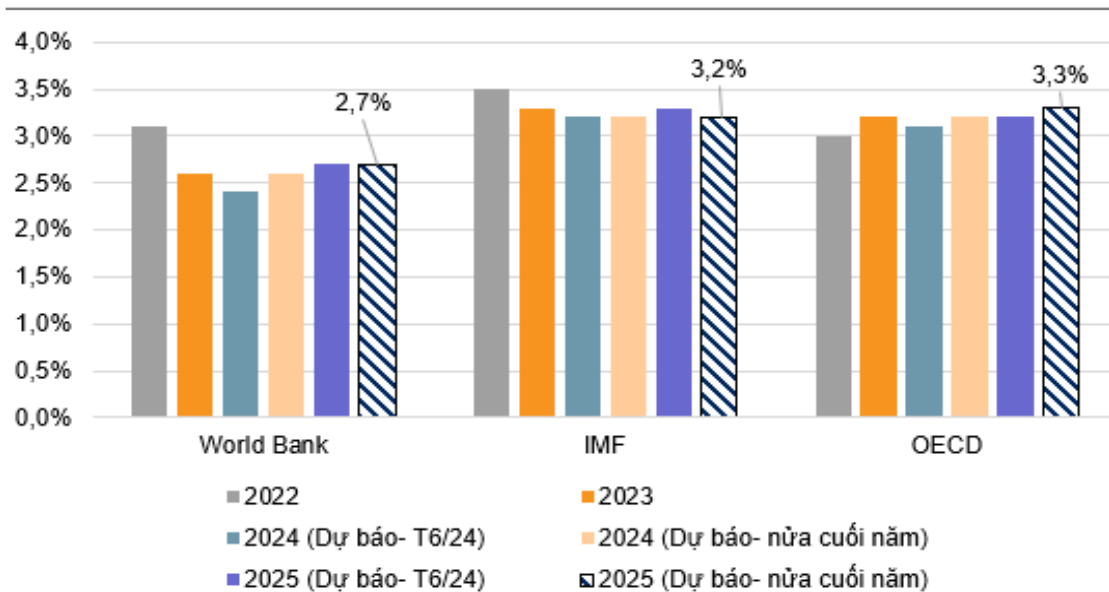
Đề xuất bầu cử của Trump	Chi tiết các chính sách
Chính sách liên quan đến thương mại	Trump trước đó đã đề xuất mức thuế 60% đối với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc và mức thuế phổ thông 10-20% đối với tất cả các sản phẩm nhập khẩu khác. Vào ngày 25/11, Trump tuyên bố sẽ áp thêm thuế 10% đối với Trung Quốc và 25% đối với Canada và Mexico, đồng nghĩa với việc hiệp định FTA giữa Mỹ và các nước này cuối cùng sẽ kết thúc.
Chính sách tài khóa	Trump đề xuất gia hạn tất cả các khoản cắt giảm thuế từ TCJA, tăng giới hạn thuế được khấu trừ của tiểu bang và địa phương, miễn thuế thu nhập, giảm thuế suất doanh nghiệp xuống 15% đối với các nhà sản xuất Hoa Kỳ và đề xuất loại bỏ thuế đối với các chế độ phúc lợi an sinh xã hội.
Chính sách liên quan đến năng lượng	Trump tuyên bố sẽ thúc đẩy sản xuất nhiên liệu hóa thạch của Mỹ bằng cách hợp lý hóa quy trình phê duyệt hoạt động khoan trên đất liên bang và thúc đẩy các đường ống dẫn khí đốt tự nhiên mới. Ông muốn tiếp tục hoạt động khoan dầu ở Khu bảo tồn động vật hoang dã quốc gia Bắc Cực và Alaska.
Chính sách liên quan đến người nhập cư	Trump tuyên bố sẽ thực hiện lại các chính sách nhằm hạn chế việc vượt biên bất hợp pháp và đưa ra các biện pháp nhập cư chặt chẽ hơn, bao gồm hạn chế tiếp cận thị trường biên giới Mỹ-Mexico, bắt đầu trục xuất quy mô lớn và chấm dứt quyền công dân đối với trẻ em sinh ra từ cha mẹ không có giấy tờ ở Mỹ.



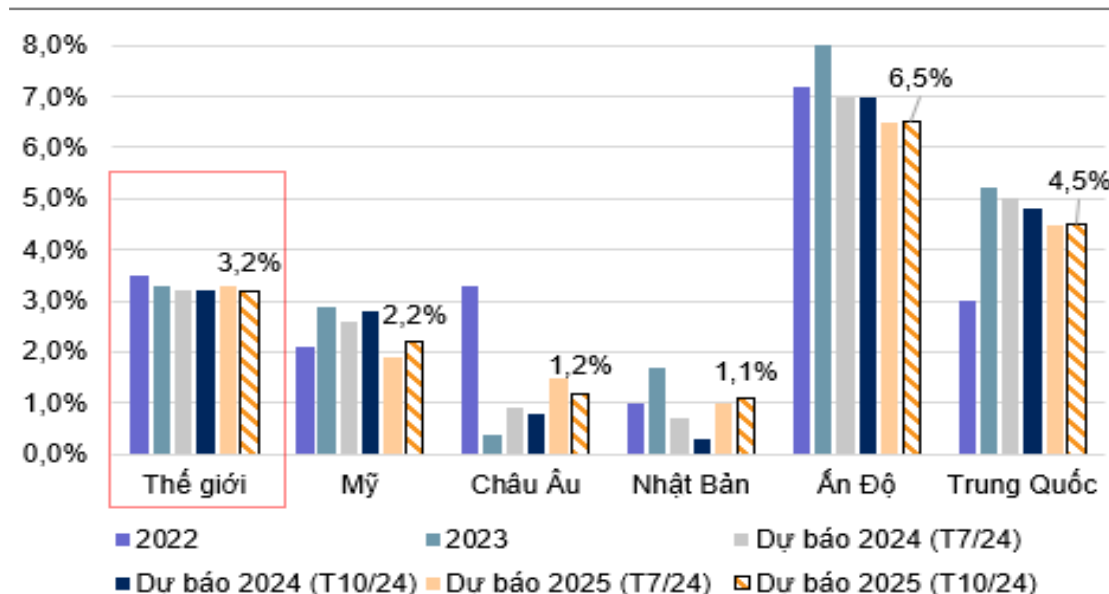
- **Thuế quan Trung Quốc tạo cơ hội cho Việt Nam** Trump tuyên bố áp thuế 60% đối với hàng nhập khẩu của Trung Quốc. Sau khi Mỹ tăng thuế quan đối với hàng nhập khẩu của Trung Quốc vào năm 2017, xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ đã tăng trưởng ở mức ~25% mỗi năm cho đến năm 2022. Do đó, chúng tôi khá lạc quan về triển vọng xuất khẩu của Việt Nam khi Trung Quốc có nguy cơ bị áp thuế cao hơn. Trump cũng đe dọa áp thuế đối với các quốc gia BRICS nếu họ cố gắng làm suy yếu vị thế của đồng USD.
- **Mối lo ngại Việt Nam bị áp thuế do thặng dư thương mại với Mỹ cao có lẽ bị thổi phồng.** Việt Nam có thặng dư thương mại lớn thứ ba với Mỹ sau Trung Quốc và Mexico, và được dự báo sẽ mở rộng hơn nếu Trump tăng thuế đối với hàng hóa từ Trung Quốc và Mexico. Trump vẫn chưa đề xuất bất kỳ biện pháp thương mại nào chống lại Việt Nam và ông đã có cuộc trò chuyện cởi mở với Tổng Bí thư Tô Lâm sau chiến thắng của mình. Việt Nam có nguy cơ bị áp thuế do có thặng dư thương mại cao với Mỹ, nhưng không có bất kỳ sự xung đột đáng kể nào hiện tại giữa Việt Nam với Mỹ, như Mỹ đối với Trung Quốc và Mexico.
- **Ảnh hưởng của chính sách mới lên người tiêu dùng và doanh nghiệp sẽ khác nhau.** Việc Trump đề xuất tăng thuế nhập khẩu sẽ gây áp lực lên lạm phát, ảnh hưởng đến nhu cầu của người tiêu dùng Mỹ đối với hàng hóa nhập khẩu không chỉ từ Trung Quốc mà còn từ tất cả các nước. Bên cạnh đó, việc cắt giảm thuế thu nhập doanh nghiệp có thể thúc đẩy lợi nhuận và mang lại lợi ích cho các công ty xuất khẩu hàng hóa/dịch vụ sang các doanh nghiệp Mỹ, như máy móc, thiết bị và đồ điện tử hay xuất khẩu phần mềm.

Mặc dù những cơn gió ngược của năm 2024 dường như đang dịu bớt, môi trường địa chính trị trong năm 2025 vẫn còn nhiều yếu tố bất định, dẫn đến các dự báo tăng trưởng không đồng nhất từ các tổ chức lớn.

Triển vọng tăng trưởng phân hóa phản ánh sự thay đổi từ rủi ro lạm phát sang bất ổn chính sách



Dự báo tăng trưởng theo khu vực: Mỹ và Nhật Bản lấy đà, Châu Âu đình trệ



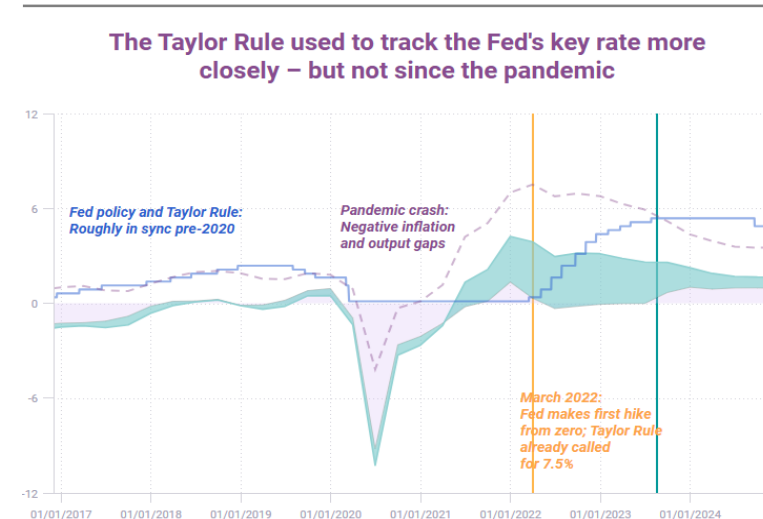
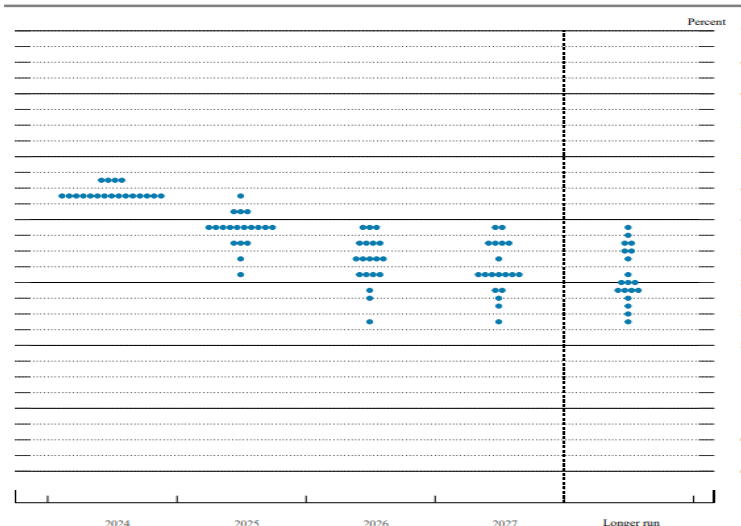
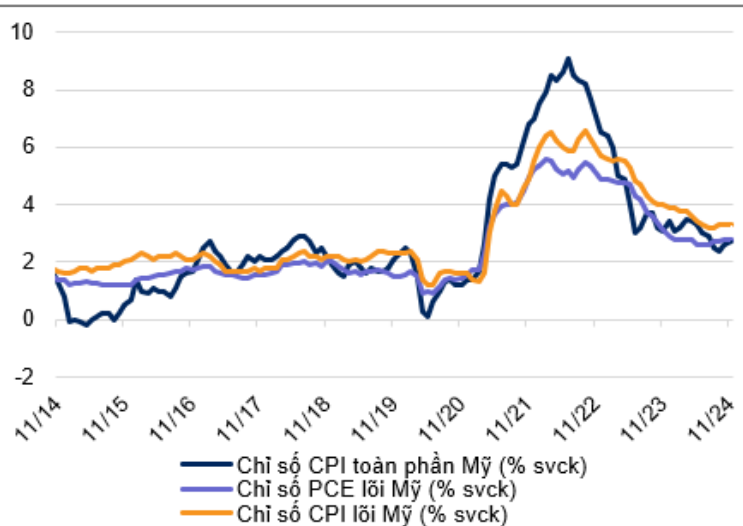
- **Kinh tế toàn cầu vượt kỳ vọng vào năm 2024 trong bối cảnh kinh tế-địa chính trị-chuỗi cung ứng bị phân mảnh**, do các điều kiện tín dụng dần dần được nới lỏng, khiến tổ chức WB và OECD điều chỉnh tăng dự báo tăng trưởng. Hướng tới năm 2025, sự bất định của môi trường chính sách được cho rằng sẽ ảnh hưởng đến triển vọng kinh tế toàn cầu, dẫn đến sự phân hóa trong dự báo. Trong khi OECD nâng dự báo tăng trưởng toàn cầu năm 2025 thêm 0,1 điểm % lên 3,3%, IMF điều chỉnh dự báo giảm 0,1 điểm % xuống 3,2% và WB duy trì dự báo ở mức 2,7%.
- **Khả năng thích ứng khác biệt của các nền kinh tế lớn trước những biến động chính sách toàn cầu năm 2025 đã tạo ra những quỹ đạo tăng trưởng phân hóa rõ rệt.** Trong khi Mỹ và Nhật Bản dự kiến tăng trưởng tích cực nhờ các chính sách kích thích tài khóa và tiền tệ, thì Khu vực đồng euro lại đối mặt với những thách thức lớn từ sự suy yếu của ngành sản xuất, đặc biệt tại Đức. Trung Quốc vẫn còn nhiều bất định do rủi ro bị áp thuế và các câu hỏi xoay quanh mức độ hiệu quả của các biện pháp kích thích kinh tế gần đây. Ngược lại, Ấn Độ được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng ổn định nhờ lực lượng lao động trẻ và nhu cầu nội địa phục hồi mạnh mẽ.

Nền kinh tế Mỹ đã trải qua nhiều thăng trầm trong thời kỳ thắt chặt tiền tệ. Bước sang năm 2025, sự trở lại của Trump là một “quân bài” nằm ngoài dự đoán mà không chỉ Mỹ mà các nền kinh tế khác cần biết cách “chơi”.

Lạm phát của Mỹ đã giảm đáng kể sv mức đỉnh 9,1% svck vào T6/22...

... Fed giảm lãi suất 1% vào năm 2024. Sang 2025, Fed giảm kỳ vọng hạ lãi suất xuống còn 2 lần

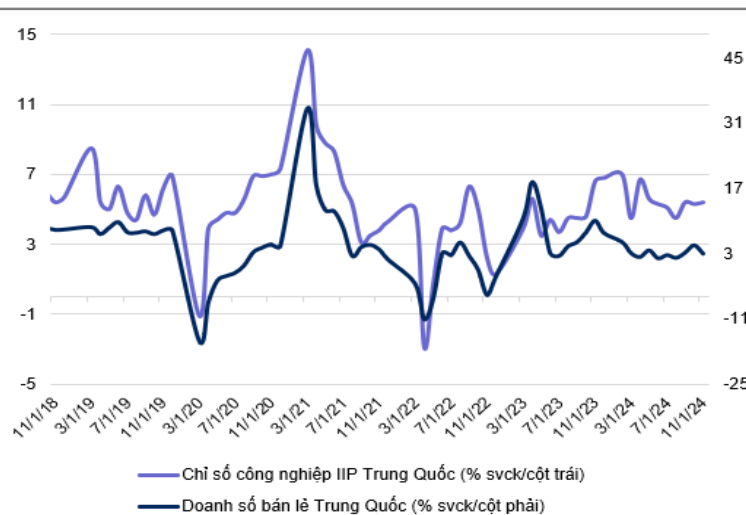
Theo quy tắc Taylor, Fed có thể cắt giảm lãi suất từ 2 đến 3 lần vào năm 2025



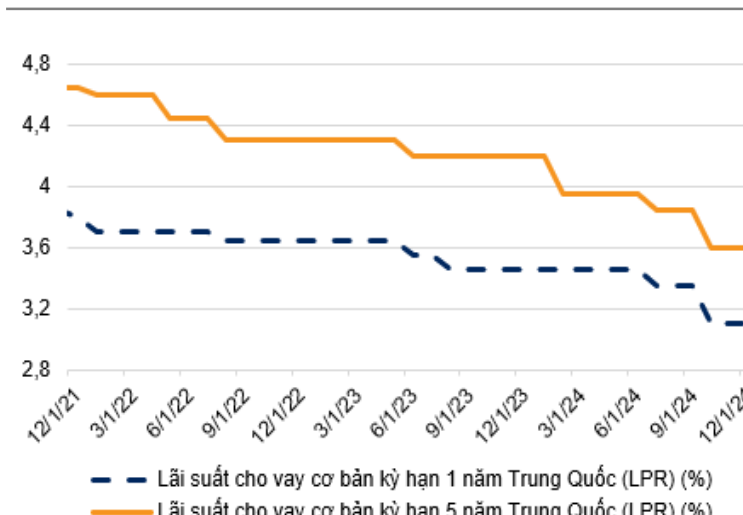
- **Fed đang dần đạt được nhiệm vụ kép.** Thị trường lao động mở rộng, với tỷ lệ thất nghiệp 4,2% trong tháng 11. PCE lõi hiện ở mức 2,8% svck. Fed đã bắt đầu xoay trục khi cắt giảm lãi suất điều hành 1%, kết thúc năm 2024 với lãi suất ở mức 4,25-4,50%. Trong khi năm 2024 đánh dấu một bước ngoặt đối với chính sách tiền tệ của Mỹ, thì triển vọng năm 2025 vẫn còn nhiều bất định. Trong khi Quy tắc Taylor, một trong những mô hình dự báo đáng tin cậy, chỉ ra ít nhất hai lần cắt giảm lãi suất vào năm 2025, khả năng dự đoán của mô hình đã giảm đáng kể bởi những cú sốc không lường trước được, chẳng hạn như đại dịch. Điều này thể hiện những sai số trong dự báo lãi suất trước các sự kiện không lường trước được, bao gồm cả những thay đổi tiềm tàng trong bối cảnh chính trị với chiến thắng của Trump.
- **Đề xuất cắt giảm thuế TNDN của Trump xuống 15% thường sẽ thúc đẩy lợi nhuận doanh nghiệp Mỹ nhưng thuế quan có thể làm gia tăng lạm phát.** Nhìn chung, các biện pháp này có thể kích thích tăng trưởng Mỹ, song chúng tôi không loại trừ khả năng Trump ban hành các chính sách hạn chế thương mại hà khắc hơn. Trên thực tế, mức thuế thực tế của Trump có thể làm chệch hướng lộ trình cắt giảm lãi suất của Fed, trong đó trường hợp xấu nhất là Fed không giảm lãi suất năm 2025. Ở kịch bản này, đồng USD sẽ neo cao, và đây là một rủi ro đáng lo ngại nhất. Một kịch bản như vậy cuối cùng sẽ gây tổn hại không chỉ cho nền kinh tế toàn cầu mà còn cả nền kinh tế Mỹ và cần được theo dõi chặt chẽ. Tuy nhiên, ở kịch bản cơ sở, kinh tế Mỹ sẽ tiếp tục tăng trưởng và lạm phát gia tăng dưới thời Trump 2.0. Triển vọng này có thể định hình lập trường chính sách tiền tệ khá thận trọng của Fed vào năm 2025, nói cách khác, neo lãi suất “cao hơn trong thời gian dài hơn” để giảm thiểu áp lực lạm phát.

Nền kinh tế lớn thứ hai thế giới cần khẩn trương kích thích hơn nữa để chống lại áp lực giảm phát dai dẳng và tăng trưởng âm ảm.

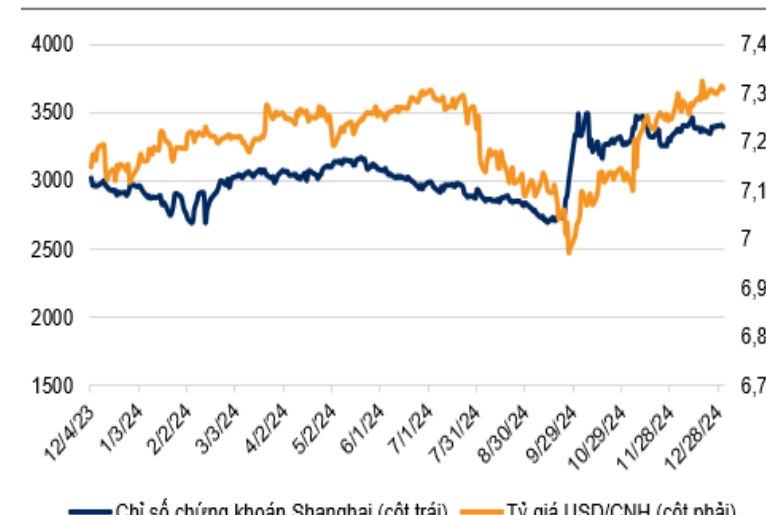
Trung Quốc ghi nhận IIP mạnh hơn dự kiến trong khi doanh số bán lẻ không đạt kỳ vọng trong tháng 11...



...dẫn đến việc PBOC giữ nguyên lãi suất điều hành tại cuộc họp cuối năm



Trong khi chỉ số chứng khoán SHCOMP dao động trong biên độ hẹp, đồng Nhân dân tệ lại chịu áp lực do USD mạnh lên



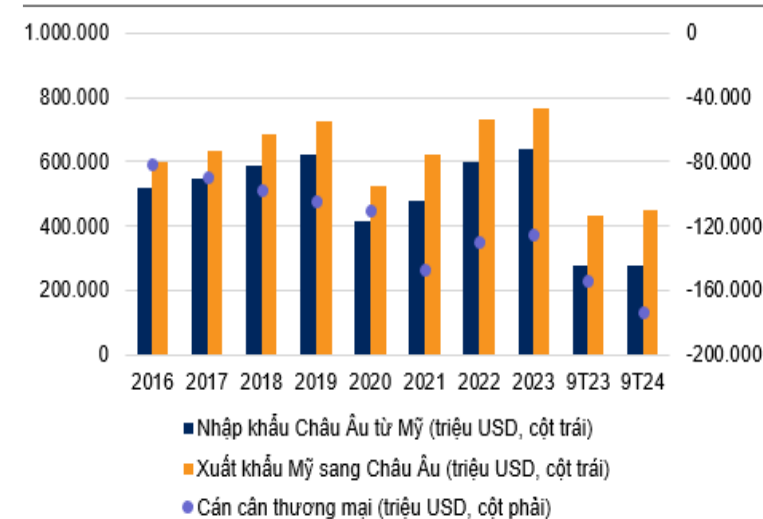
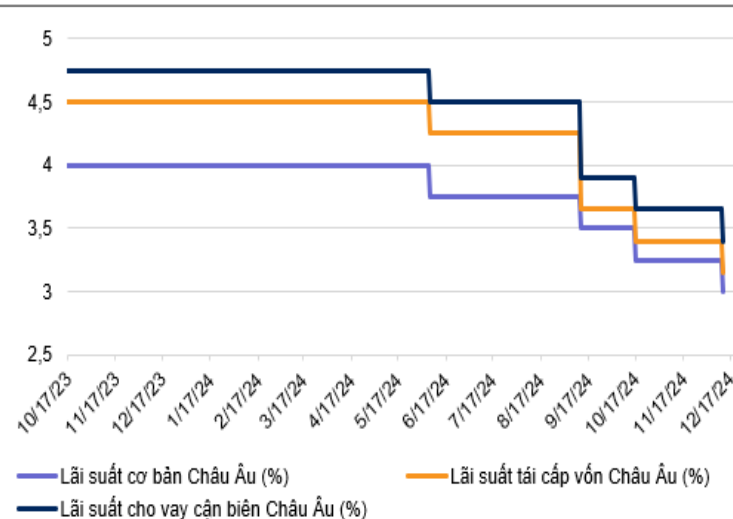
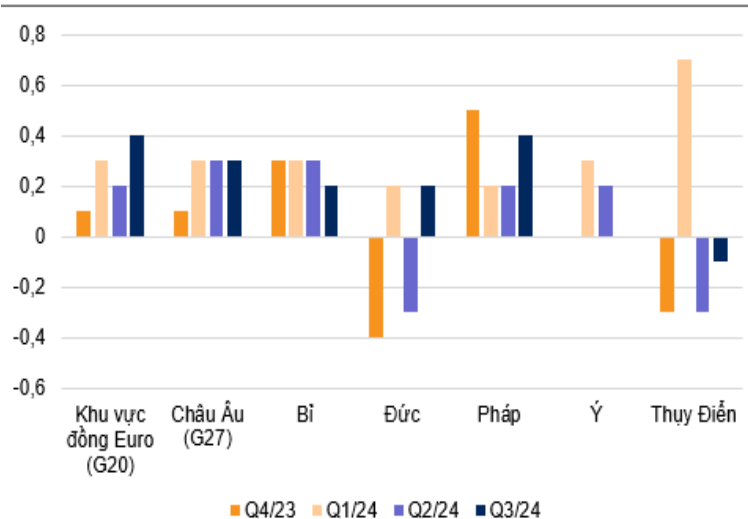
- **2024 là một năm khó khăn đối với Trung Quốc khi số liệu tháng 11 vẫn phân hóa.** IIP ghi nhận mức tăng trưởng 5,4% svck (sv dự báo 5,3%), cho thấy các biện pháp kích thích đang bắt đầu có tác động tích cực. Ngược lại, tăng trưởng doanh số bán lẻ thấp hơn kỳ vọng, chỉ ở mức 3,0% svck.
- **Thống đốc NHND Trung Quốc tái khẳng định cam kết về quan điểm chính sách tiền tệ “nới lỏng thích hợp”.** PBOC đã chọn duy trì LPR kỳ hạn 1 năm và 5 năm ở mức 3,1% và 3,6% trong cuộc họp cuối cùng của năm, trong khi các quan chức nhắc lại rằng Trung Quốc có khả năng cắt giảm thêm RRR, hiện ở mức 6,6%.
- **Trung Quốc tăng cường kích thích tài khóa để chống lại thuế quan tiềm tàng.** Chính quyền Trung Quốc gần đây đã phê duyệt việc phát hành trái phiếu đặc biệt trị giá 411 tỷ USD. Số tiền thu được sẽ được hướng tới việc thúc đẩy tiêu dùng thông qua các chương trình trợ cấp, khuyến khích nâng cấp thiết bị kinh doanh và tài trợ đầu tư vào các lĩnh vực định hướng đổi mới. Với ít dự địa chính sách tiền tệ, Trung Quốc dường như đang ưu tiên các công cụ tài khóa như phát hành trái phiếu và tăng thâm hụt ngân sách, để duy trì mục tiêu tăng trưởng kinh tế đầy tham vọng khoảng 5%. Nhìn lại 2024, nền kinh tế Trung Quốc đã phải đối mặt với những cơn gió ngược do cuộc khủng hoảng bất động sản, nợ chính quyền địa phương cao và nhu cầu tiêu dùng yếu. Xuất khẩu Trung Quốc có thể sớm bị ảnh hưởng bởi mức thuế vượt quá 60% của Mỹ nếu được thực thi. Trước những thách thức này, chính phủ Trung Quốc sẽ đóng một vai trò quan trọng trong các cuộc đàm phán thương mại song phương sắp tới với Mỹ, nhằm mục đích giảm bớt các hạn chế thương mại hà khắc này.

Tương lai kinh tế của khu vực đồng Euro ngày càng phụ thuộc vào chính sách thương mại của Mỹ. Như tên gọi, “Lục địa già” đang phải đối mặt với nhiệm vụ cấp bách là vực dậy tăng trưởng.

Tăng trưởng GDP Q3/24 tại Khu vực đồng tiền chung châu Âu (G20) cao hơn dự báo (đơn vị: % sv quý trước)

NHTW Châu Âu (ECB) đã cắt giảm lãi suất bốn lần trong năm nay để thúc đẩy nền kinh tế đang trì trệ

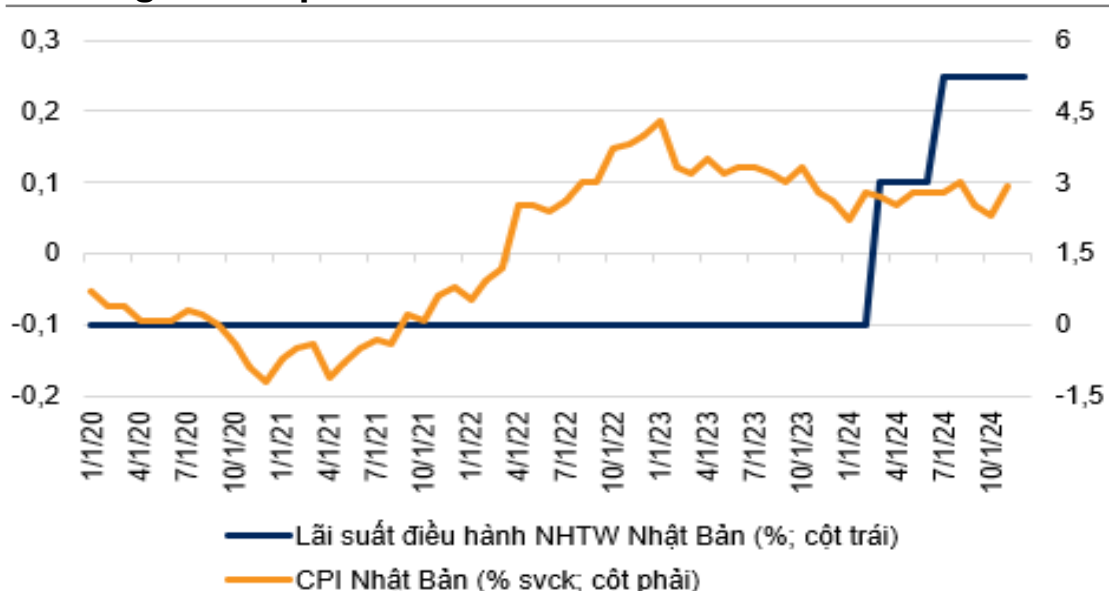
EU ghi nhận thặng dư thương mại 173,4 tỷ USD với Mỹ trong 9T24 và 125,1 tỷ USD vào năm 2023



- **Lo ngại tăng trưởng thay thế mối lo lạm phát:** CPI Châu Âu tăng 2,3% svck trong tháng 11, trong khi CPI lõi ổn định ở 2,7% svck, cho thấy xu hướng lạm phát tiếp đà hạ nhiệt. Tăng trưởng GDP Q3/24 đạt 0,4% theo quý (so với dự báo 0,2%). ECB dự báo lạm phát ở mức 2,4% cho năm 2024, 1,9% cho năm 2025 và 2026, với mức điều chỉnh giảm so với dự báo năm 2025 là 0,1 điểm %. Tuy nhiên, mối lo ngại về tăng trưởng đang gia tăng, với việc ECB hạ triển vọng tăng trưởng năm 2025 0,1 điểm % xuống 1,2% khi tốc độ tăng trưởng trong nửa cuối năm 2024 yếu hơn dự kiến. Các biện pháp bảo hộ thương mại gia tăng, đặc biệt là nguy cơ thuế quan của Mỹ đối với hàng hóa EU, gây ra trở ngại đáng kể cho tăng trưởng, trong đó Đức, nước xuất khẩu chủ chốt sang Mỹ, có thể bị ảnh hưởng nghiêm trọng. Goldman Sachs ước tính rằng mức thuế 10% có thể làm giảm GDP của EU lên tới 1%.
- **Tập trung nói lỏng chính sách.** Nền tài khóa dự kiến sẽ nói lỏng hơn do chi tiêu quân sự tăng lên cho cuộc chiến Nga-Ukraine và chi tiêu công đáng kể liên quan đến chương trình NGEU. Về chính sách tiền tệ, ECB đã cắt giảm lãi suất 100 điểm cơ bản kể từ T6/24. Việc cắt giảm lãi suất tiếp theo được dự đoán sẽ kích thích tổng cầu và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Thị trường đang kỳ vọng ECB hạ lãi suất 150 điểm cơ bản vào cuối năm 2025, vượt đáng kể so với mức cắt giảm lãi suất dự kiến của Fed. Sự khác biệt trong chính sách tiền tệ này có thể khiến Euro tiếp tục mất giá. Nhìn chung, ECB phải đối mặt với mục tiêu phục hồi tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh lo ngại về thuế quan ngày càng tăng, đồng thời phải đảm bảo giảm thiểu được nguy cơ đồng Euro mất giá quá mức so với USD.

Động thái tăng lãi suất của BOJ năm 2024 đánh dấu một bước ngoặt quan trọng hơn là mang lại tác động tức thì. Kỳ vọng những điều chỉnh chính sách hơn nữa trong năm 2025.

Kỳ đàm phán lương “Shunto” chứng kiến mức tăng lương cao nhất trong ba thập kỷ, kỳ vọng lạm phát tăng trưởng lành mạnh

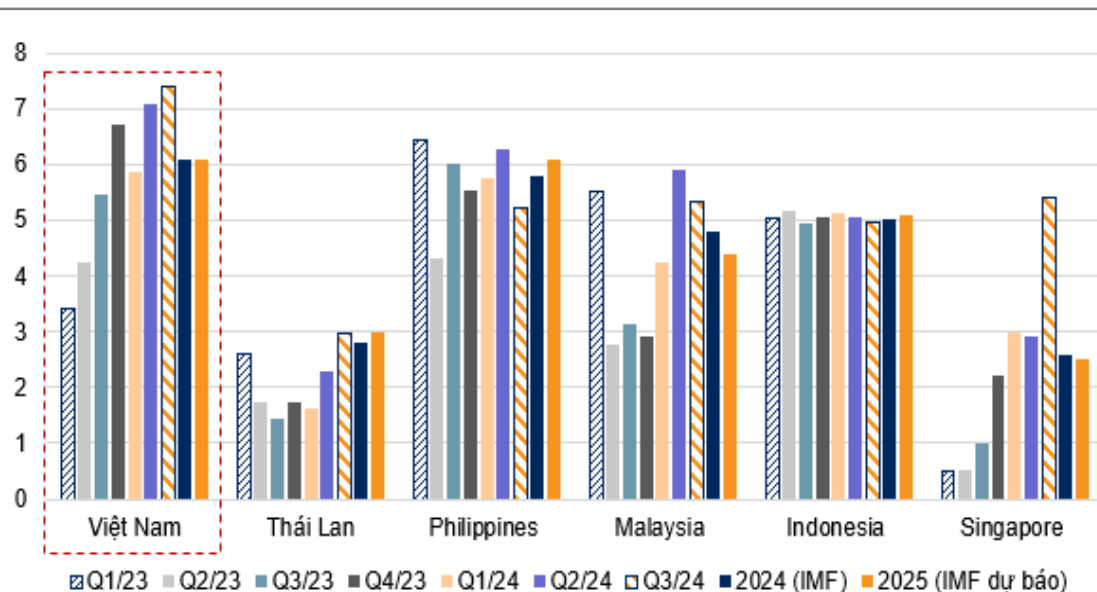


Kể từ khi tăng lãi suất vào tháng 7, đồng JPY đã tăng giá trước khi chịu áp lực đáng kể vào cuối năm khi đồng USD mạnh lên.

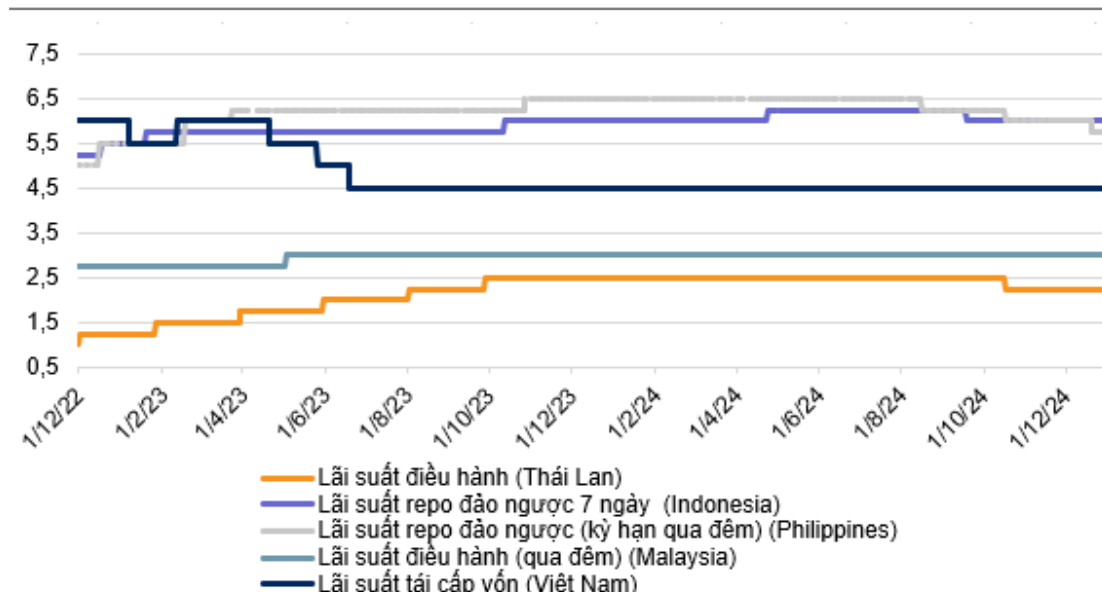


- **Nhật Bản chấm dứt kỳ nguyên lãi suất âm vào tháng 3**, nâng lãi suất ngắn hạn lên 0,25% trong tháng 7, nhờ mức tăng mạnh 5,1% trong cuộc đàm phán lương mùa xuân "Shunto". Tại cuộc họp cuối cùng trong năm, BOJ giữ lãi suất ổn định ở mức 0,25%.
- **Nền kinh tế Nhật Bản đã sẵn sàng cho mức tăng trưởng bền vững trên mức tiềm năng**, thúc đẩy bởi chu kỳ tăng lương tích cực. BoJ dự đoán CPI sẽ ở mức vừa phải từ 2,5% svck vào năm 2024 xuống 1,9% trong cả năm 2025 và 2026. Dự báo tăng trưởng GDP thực tế đã được điều chỉnh tăng 0,1 điểm % lên 1,0-1,2% vào năm 2025. Như vậy, việc dịch chuyển dần dần lập trường chính sách tiền tệ, bao gồm cả khả năng tăng lãi suất, hoàn toàn có thể xảy ra.
- **Điều hâu-Bồ câu song hành**: Các thành viên BoJ phân hóa trong lập trường chính sách tiền tệ. Một mặt, các thành viên tin rằng BOJ phải đánh giá cẩn thận những diễn biến cuộc đàm phán lương quản lý vào mùa xuân sắp tới và đánh giá kỹ lưỡng quan điểm chính sách từ Trump 2.0. Đến T12/24, các nhà đầu tư kỳ vọng BoJ sẽ tăng lãi suất lên 0,5%, từ mức 0,25% hiện tại vào cuối T3/25.

Việt Nam dẫn đầu về tăng trưởng trong khu vực với mức tăng trưởng GDP dự báo cao nhất vào năm 2025



Lập trường chính sách tiền tệ phân hóa trong khu vực Đông Nam Á (đơn vị: %/năm)



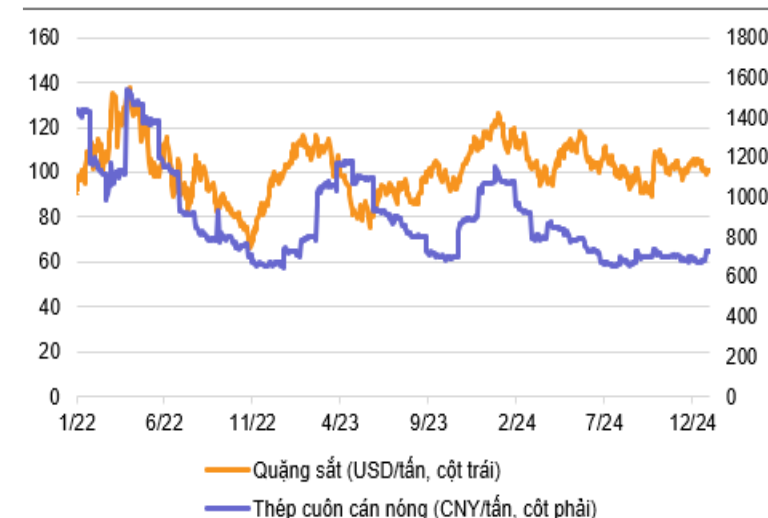
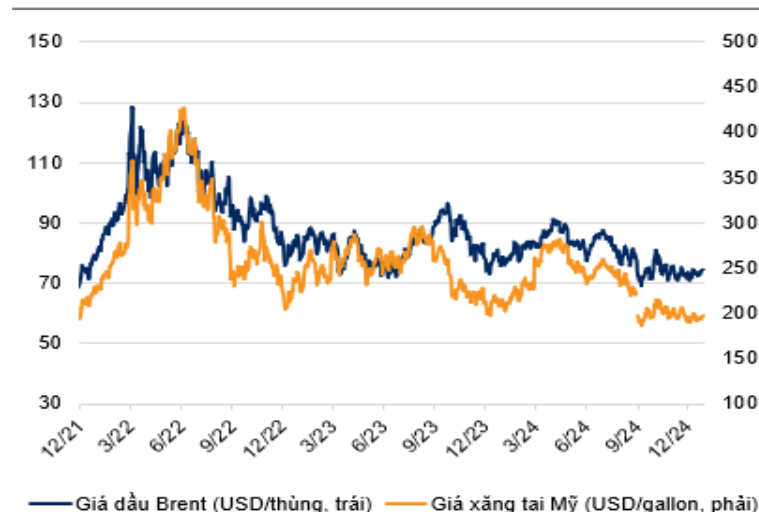
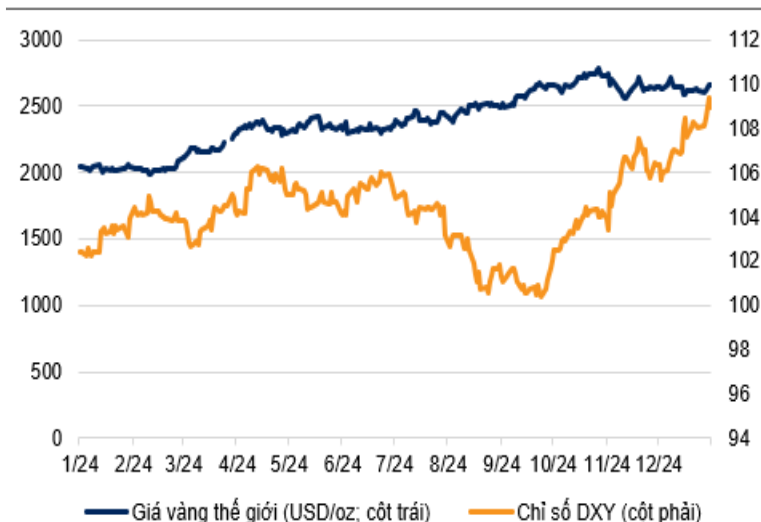
- Trong khi tất cả các nền kinh tế ASEAN, ngoại trừ Malaysia và Singapore, được dự đoán sẽ duy trì hoặc đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng GDP vào năm 2025, Việt Nam được kỳ vọng sẽ dẫn đầu về tăng trưởng trong khu vực. IMF dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng 6,1% vào năm 2025 nhờ nhu cầu nội địa mạnh mẽ, đầu tư tư nhân và đầu tư công tăng nhanh. Các nền kinh tế chủ chốt khác của ASEAN cũng được dự đoán sẽ có quỹ đạo tăng trưởng tích cực, bao gồm: 1) Thái Lan: Dự kiến tăng trưởng ở mức 3,0% vào năm 2025, nhờ tiêu dùng mạnh mẽ được hỗ trợ bởi các biện pháp kích thích của chính phủ và mặt bằng lạm phát thấp; 2) Malaysia: Dự báo tăng trưởng GDP 4,4% nhờ nhu cầu nội địa mở rộng, đặc biệt là tiêu dùng tư nhân; 3) Indonesia: Dự kiến tăng trưởng 5,1%, với nhu cầu nội địa tiếp tục mạnh mẽ nhờ tiêu dùng tư nhân; 4) Philippines: Dự kiến tăng trưởng 6,1%, được hỗ trợ bởi nhu cầu nội địa trên diện rộng, được củng cố bởi lạm phát và lãi suất thấp hơn. 5) Singapore: Dự kiến tăng trưởng ở mức 2,5%, phản ánh giai đoạn phát triển kinh tế mới.
- Chúng tôi dự đoán đồng USD mạnh sẽ hạn chế việc nới lỏng đáng kể hơn nữa do áp lực lên các đồng tiền trong khu vực. Do đó, chúng tôi dự đoán các nền kinh tế khu vực sẽ ưu tiên các động lực tăng trưởng nội địa thông qua các chính sách tài khóa trung lập hoặc nới lỏng, đặc biệt là trước những thay đổi chính sách ở Mỹ.

Kỳ vọng Vàng được hưởng lợi, trong khi Dầu và Quặng sắt đối mặt với những trở ngại vào năm 2025

Nghịch lý năm 2024: Vàng và chỉ số DXY cùng tăng vọt vào năm 2024

Giá dầu dự kiến sẽ có một năm trầm lắng vào năm 2025

Quặng sắt có thể gặp khó khăn do dư cung vào năm 2025



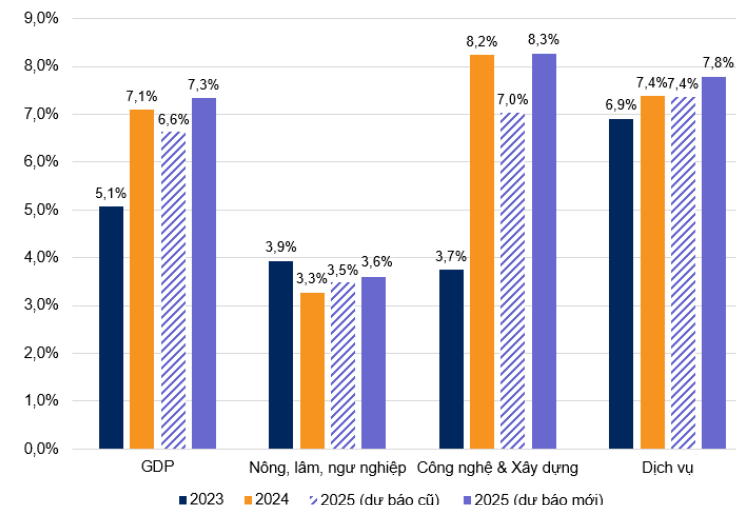
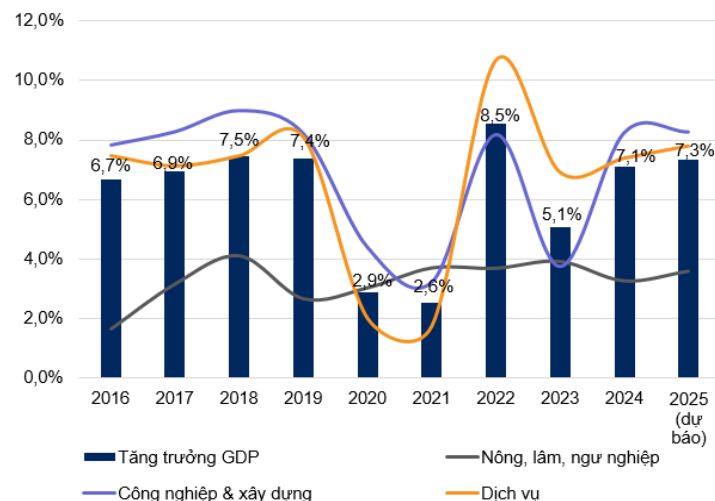
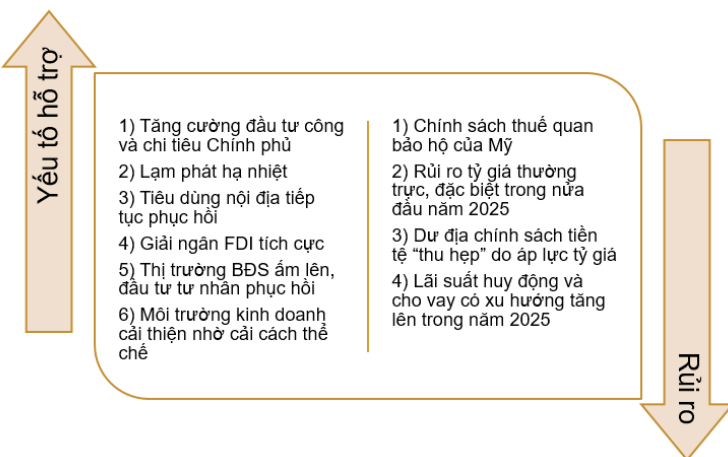
- **Vàng:** Vàng tăng mạnh trong năm 2024. Trong năm 2025, Goldman Sachs dự báo giá vàng sẽ đạt 3.000 USD/ounce vào cuối năm khi 1) Fed dự kiến cắt giảm lãi suất hai lần; 2) sự bất định xung quanh các chính sách của Trump; và 3) nhu cầu tích trữ vàng từ NHTW tăng lên, với tỷ trọng tích trữ của Trung Quốc tăng đáng kể từ 11% lên 48% kể từ năm 2022, theo IMF. Đáng chú ý, trong khi giá vàng trong lịch sử có mối tương quan nghịch đảo với DXY, năm 2024 chứng kiến cả giá vàng và DXY đều tăng vọt.
- **Dầu thô Brent:** WB dự đoán giá dầu thô Brent sẽ ở mức vừa phải khoảng 79 USD/thùng vào năm 2025, do việc dỡ bỏ một phần việc cắt giảm sản lượng của OPEC+ và sản lượng của các nước ngoài OPEC+ tăng lên. Chúng tôi kỳ vọng giá dầu thô Brent sẽ dao động trong khoảng từ 70 USD đến 75 USD/thùng vào năm 2025, thấp hơn mức bình quân ~80 USD/thùng vào năm 2023 và 2024. Triển vọng của chúng tôi chủ yếu là do kỳ vọng rằng Chính quyền Mỹ sẽ theo đuổi các chính sách khuyến khích tăng cường sản xuất dầu khí ở Mỹ, có khả năng gây áp lực giảm giá dầu toàn cầu.
- **Quặng sắt:** Giá quặng sắt giảm mạnh 25% svck năm 2024, trở thành một trong những hàng hóa có diễn biến kém nhất năm. Goldman Sachs dự báo giá quặng sẽ giảm xuống dưới 100 USD/tấn vào năm 2025 do: 1) nguồn cung tăng từ dự án châu Phi trị giá 34 tỷ USD của Rio Tinto, làm trầm trọng thêm tình trạng dư cung hiện tại; 2) nhu cầu thép suy yếu do thuế quan của Mỹ; và 3) mức tồn kho tăng cao tại các cảng Trung Quốc.

Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam lên 7,3% sv mức 6,6% trước đây nhờ lạc quan hơn về triển vọng đầu tư công và giảm bớt lo ngại về tác động của thuế quan Mỹ đối với hàng xuất khẩu Việt Nam.

Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2025 sẽ được định hình bởi các cơ hội và thách thức đan xen

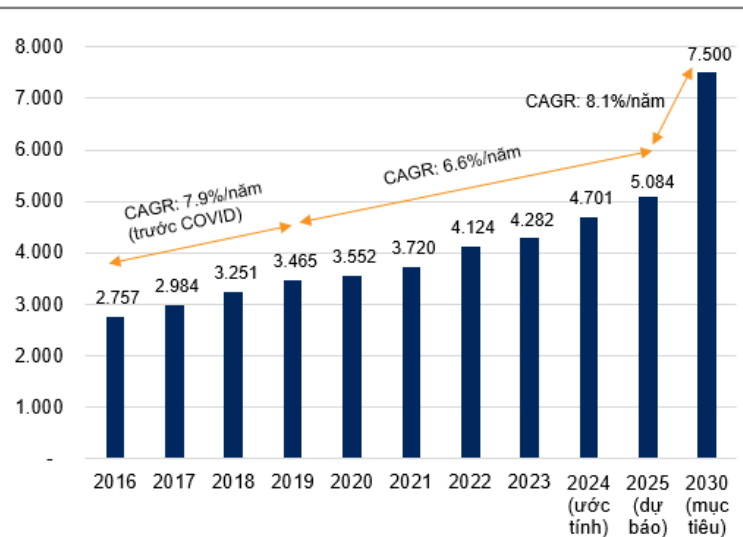
Bất chấp những bất ổn toàn cầu gia tăng, tăng trưởng của Việt Nam trong năm 2025 sẽ vẫn mạnh mẽ...

...nhờ vào việc tăng cường đầu tư công của chính phủ và đà cải thiện của tiêu dùng nội địa

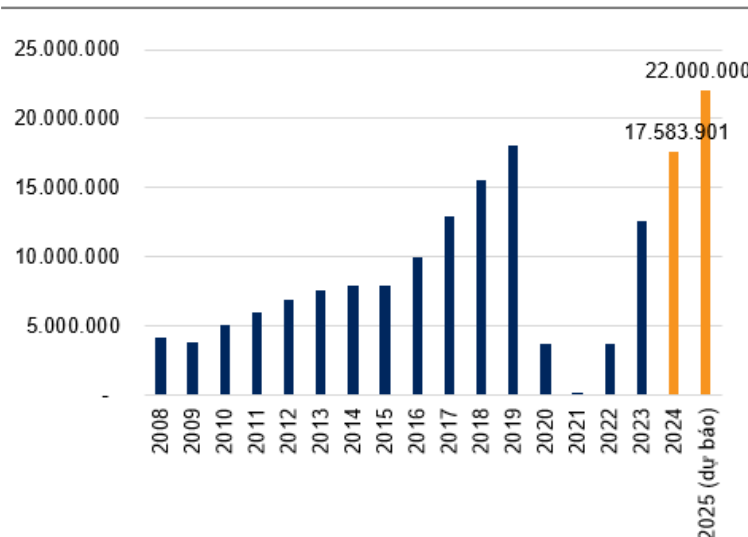


- **Việt Nam đề ra các mục tiêu tăng trưởng kinh tế đầy tham vọng cho năm 2025, bao gồm mục tiêu chính thức của Quốc hội là 6,5%-7,0% và mục tiêu phấn đấu là 7,0%-7,5%.** Trong giai đoạn 2026-2030, Chính phủ đặt mục tiêu đạt tốc độ tăng trưởng GDP 7,5%-8,5%/năm.
- **Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam duy trì tăng trưởng cao trong năm 2025 và nâng dự báo tăng trưởng GDP lên mức 7,3% svck, tăng sv dự báo trước đó là 6,6%,** nhờ lạc quan hơn về triển vọng đầu tư công và giảm bớt lo ngại về tác động của thuế quan Mỹ đối với hàng xuất khẩu Việt Nam. Các yếu tố khác củng cố đà tăng trưởng bao gồm: 1) tiêu dùng trong nước từng bước được cải thiện trong bối cảnh áp lực lạm phát giảm và thị trường lao động cải thiện; và 2) thị trường bất động sản và đầu tư tư nhân phục hồi nhờ Luật đất đai sửa đổi chính thức được triển khai và môi trường kinh doanh cải thiện nhờ những cải cách của chính phủ.
- Về ba trụ cột chính của nền kinh tế, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng trong lĩnh vực công nghiệp và xây dựng sẽ duy trì ổn định ở mức 8,3% svck vào năm 2025 (sv +8,2% svck vào năm 2024) nhờ tăng trưởng xuất khẩu (+10,4-12,2% svck vào năm 2025) và đẩy mạnh đầu tư công. Trong khi đó, hai trụ cột còn lại có thể mở rộng mạnh mẽ hơn, với khu vực dịch vụ tăng 7,8% svck vào năm 2025 (sv +7,4% svck vào năm 2024) và lĩnh vực nông, lâm, ngư nghiệp tăng 3,6% svck (sv 3,3% svck vào năm 2024).

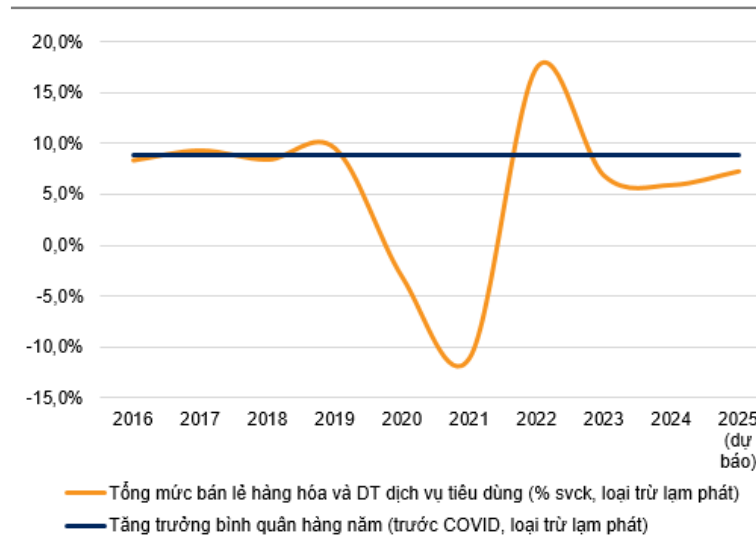
Chúng tôi kỳ vọng GDP bình quân đầu người của Việt Nam sẽ vượt 5.000 USD vào năm 2025



Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ đón khoảng 22 triệu lượt khách quốc tế vào năm 2025, tăng 25% svck

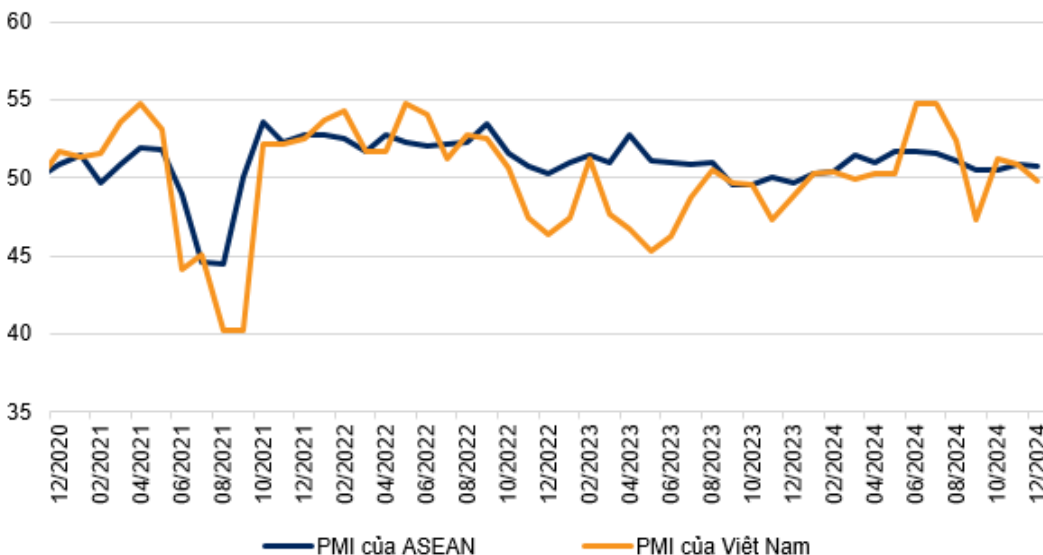


Chúng tôi kỳ vọng tổng mức bán lẻ điều chỉnh theo lạm phát tăng 7-7,5% svck vào năm 2025

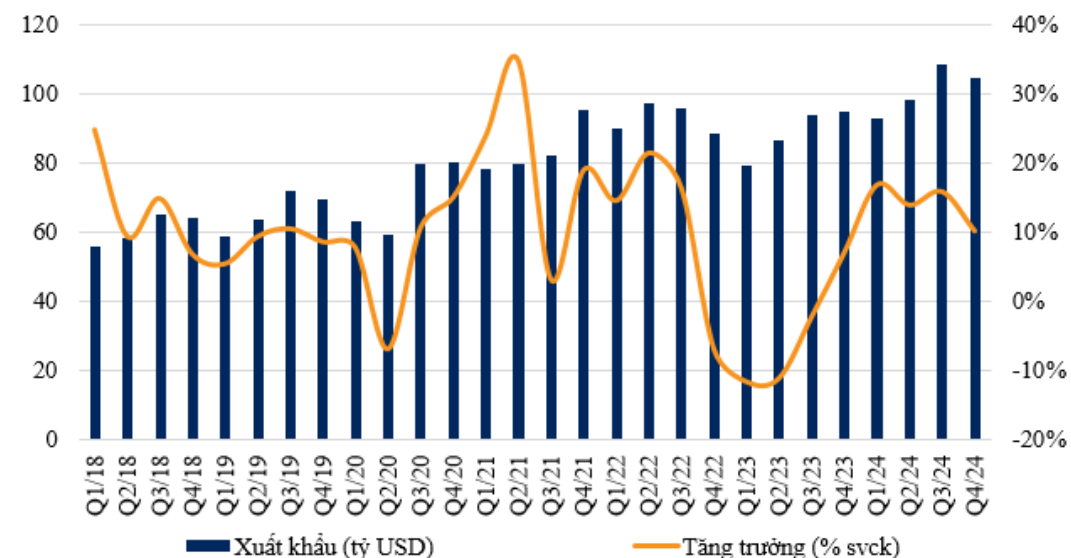


- **Chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng nội địa sẽ tiếp tục được cải thiện vào năm 2025.** Các yếu tố hỗ trợ bao gồm: 1) sự phục hồi của thị trường việc làm và thu nhập bình quân đầu người hàng tháng tăng 7,8% svck trong 9T24 sv mức tăng 6,2% svck vào năm 2023; 2) thu nhập thực tế được cải thiện do tăng trưởng GDP cao và xu hướng lạm phát hạ nhiệt (CPI trong tháng 12 tăng 2,94% svck, giảm đáng kể so với mức đỉnh +4,44% svck vào T5/24); 3) dự kiến đầu tư công sẽ tăng tốc vào năm 2025, giúp cải thiện nhu cầu trong nước; và 4) lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2025, kỳ vọng đạt 25% svck.
- Chúng tôi dự báo tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành tăng trưởng 10,0-10,5% svck vào năm 2025 (sv +9,0% svck vào năm 2024), và mức tăng trưởng điều chỉnh lạm phát vào khoảng 7,0-7,5%.
- Ngoài ra, sự phục hồi của ngành bất động sản sau khi Luật Đất đai sửa đổi chính thức được triển khai từ tháng 8/2024 sẽ thúc đẩy tăng trưởng ở các phân ngành dịch vụ liên quan như bất động sản, tài chính-ngân hàng-bảo hiểm, qua đó thúc đẩy tăng trưởng chung của toàn lĩnh vực dịch vụ. .

PMI của Việt Nam chỉ ra xu hướng mở rộng của lĩnh vực sản xuất đang chậm lại...



...do hoạt động xuất khẩu chững lại



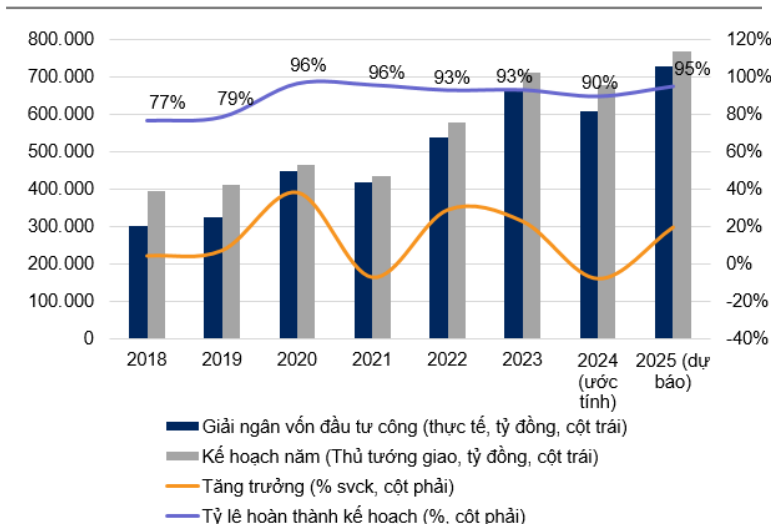
- **Chúng tôi tin rằng triển vọng xuất khẩu của Việt Nam vẫn duy trì khả quan trong năm 2025** vì chúng tôi tin rằng Việt Nam không phải là mục tiêu chính của thuế quan Mỹ. Chúng tôi dự báo tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam sẽ duy trì ở mức cao trong nửa đầu năm 2025 trước khi hạ nhiệt trong nửa cuối năm do nền kinh tế Mỹ tăng trưởng chậm lại. Nhìn chung, chúng tôi dự báo kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam vào năm 2025 sẽ tăng hai chữ số, vào khoảng 10,4-12,2% svck, mặc dù đây là mức giảm chậm lại so với mức nền cao +14,3% svck vào năm 2024. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng trong phân ngành chế biến chế tạo giảm tốc xuống còn 9,1% svck vào năm 2025, từ mức 9,8% vào năm 2024.
- Tăng trưởng lĩnh vực công nghiệp và xây dựng sẽ nhận được hỗ trợ mạnh mẽ từ sự tăng tốc đầu tư công vào năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng lĩnh vực công nghiệp và xây dựng sẽ tăng trưởng 8,3% svck vào năm 2025, cải thiện nhẹ so với mức tăng trưởng 8,2% của năm 2024.

Chính phủ đã đặt ra mục tiêu đầy tham vọng cho đầu tư công vào năm 2025.

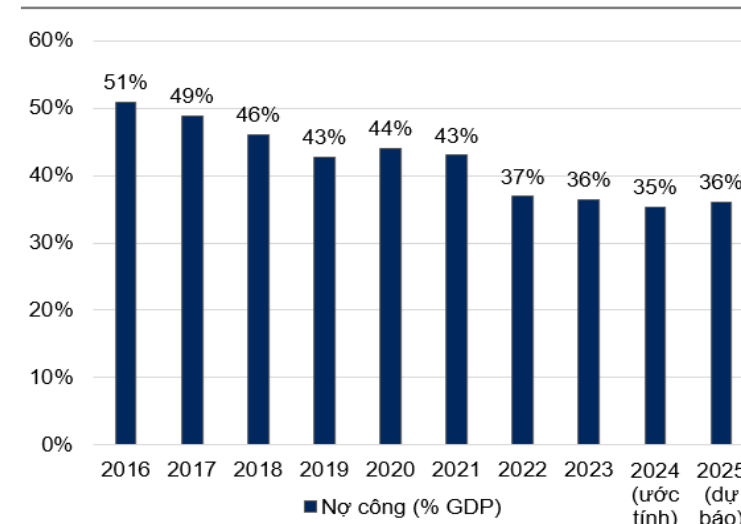
Chi NSNN năm 2025 vượt 11,7% so với số ước tính thực hiện năm 2024

Đơn vị: Nghìn tỷ đồng	Số ước tính năm 2024	Kế hoạch 2025	% svck
Thu ngân sách	1.873.300	1.966.839	5,0%
Thu nội địa	1.572.735	1.668.356	6,1%
Thu từ dầu thô	59.300	53.200	-10,3%
Thu từ hoạt động xuất nhập khẩu	235.200	235.000	-0,1%
Chi ngân sách	2.281.711	2.548.958	11,7%
Chi thường xuyên	1.255.360	1.554.677	23,8%
Chi đầu tư phát triển	684.380	790.727	15,5%
Chi trả lãi và nợ gốc	111.318	110.547	-0,7%
Cân đối ngân sách	389.371	471.500	21,1%
Tổng mức vay của ngân sách nhà nước	690.553	835.965	21,1%

Chúng tôi kỳ vọng giải ngân đầu tư công tăng trưởng 19-20% svck trong năm 2025



Nợ công thấp sẽ hỗ trợ kế hoạch kích thích tài khóa của Chính phủ



- **Chúng tôi tin rằng đầu tư công sẽ tăng tốc và trở thành động lực chính cho tăng trưởng kinh tế.** Đầu tiên, 2025 đánh dấu năm cuối cùng của Kế hoạch đầu tư công trung hạn, đòi hỏi phải đẩy nhanh các dự án đang triển khai để đáp ứng kế hoạch. Thứ hai, và quan trọng hơn cả, Chính phủ đã đặt ra mục tiêu đầy tham vọng về tăng trưởng kinh tế trong năm 2025, trong đó Thủ tướng định hướng mục tiêu tăng trưởng GDP là 8%. Do đó, Chính phủ đã vạch ra một kế hoạch đầu tư công đầy tham vọng cho năm 2025, với kế hoạch chi cho đầu tư và phát triển ở mức 790,7 nghìn tỷ đồng (31,1 tỷ USD), tương đương mức tăng 16,7% so với kế hoạch năm 2024.
- Chúng tôi giả định chính phủ sẽ duy trì mục tiêu hoàn thành thông thường là 95% cho kế hoạch đầu tư công, dẫn đến vốn đầu tư công thực hiện tăng 14-15% svck và vốn đầu tư công giải ngân tăng 19-20% svck vào năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng rằng việc tăng tốc đầu tư công sẽ đóng góp thêm 0,8 điểm % vào tăng trưởng GDP năm 2025.
- Kế hoạch ngân sách năm 2025 dự kiến chi thường xuyên sẽ tăng 23,8% svck năm 2025 (+300 nghìn tỷ đồng, ~11,8 tỷ USD), do tác động của cải cách tiền lương bắt đầu từ ngày 01/07/2024 và gần 130 nghìn tỷ đồng (~5,1 tỷ USD) được phân bổ cho việc tinh gọn bộ máy (có hỗ trợ chi trả cho công chức bị ảnh hưởng bởi việc tinh gọn). Chúng tôi tin rằng nếu lượng tiền đáng kể này được giải ngân theo đúng kế hoạch sẽ hỗ trợ thanh khoản hệ thống ngân hàng (thông qua tăng tiền gửi) và góp phần kích thích đầu tư và tiêu dùng.

Những nỗ lực của Chính phủ trong phát triển cơ sở hạ tầng có vai trò quan trọng trong thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và nâng cao khả năng cạnh tranh quốc gia

Bộ Kế hoạch và Đầu tư ước tính GDP sẽ tăng thêm 0,97% mỗi năm trong quá trình xây dựng Đường sắt cao tốc Bắc - Nam.

Danh mục dự án đầu tư công trọng điểm

Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Kế hoạch tiến độ xây dựng									
		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031-2035
I. Cao tốc & đường vành đai											
12 dự án thành phần của cao tốc Bắc Nam phía Đông giai đoạn 2	146.990		██████████	██████████	██████████	██████████	██████████				
Vành đai 3 TP.HCM	75.378		██████████	██████████	██████████	██████████					
Vành đai 4 thủ đô Hà Nội	85.813		██████████	██████████	██████████	██████████					
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	44.691		██████████	██████████	██████████	██████████					
Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột	22.000		██████████	██████████	██████████	██████████					
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	17.800		██████████	██████████	██████████	██████████					
Cao tốc Hòa Bình - Mộc Châu	10.000				██████████	██████████	██████████				
Cao tốc Bắc Nam phía Tây, đoạn Gia Nghĩa- Chơn Thành	25.540				██████████	██████████	██████████				
Cao tốc TP.HCM - Mộc Bài	19.600				██████████	██████████	██████████				
Vành đai 4 TP.HCM (giai đoạn 1)	122.774				██████████	██████████	██████████				
II. Đường sắt cao tốc & đường sắt đô thị											
Đường sắt cao tốc Bắc Nam	1.713.548							██████████	██████████	██████████	██████████
Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng (kết nối với Trung Quốc)	295.220							██████████	██████████	██████████	██████████
Bến Thành - Tham Lương (đường sắt đô thị TP.HCM)	47.800							██████████	██████████	██████████	██████████
Nam Thăng Long - Trần Hưng Đạo (đường sắt đô thị Hà Nội)	35.588							██████████	██████████	██████████	██████████
Ga Hà Nội - Hoàng Mai (đường sắt đô thị Hà Nội)	40.500							██████████	██████████	██████████	██████████
III. Cảng biển											
Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ (gồm 7 giai đoạn)*	113.532							██████████	██████████	██████████	██████████
IV. Sân bay quốc tế											
Sân bay quốc tế Long Thành (giai đoạn 1)	114.500	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████					
Tổng	2.931.274										

Ghi chú: ██████████ Đang xây dựng ██████████ Kế hoạch

- Chính phủ đã xác định nâng cấp cơ sở hạ tầng kinh tế của đất nước là một chiến lược quan trọng nhằm tăng cường kết nối khu vực, giảm chi phí hậu cần, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và nâng cao khả năng cạnh tranh quốc gia.
- Nổi bật trong giai đoạn 2025-2035 là kế hoạch đầu tư rất tham vọng của Chính phủ vào việc nâng cấp cơ sở hạ tầng đường sắt, nổi bật là siêu dự án Đường sắt cao tốc Bắc-Nam. Với tổng vốn đầu tư ước tính 67,3 tỷ USD, đây là dự án cơ sở hạ tầng lớn nhất cho đến nay. Chính phủ có kế hoạch khởi công xây dựng vào cuối năm 2027 và đặt mục tiêu hoàn thành cơ bản dự án vào năm 2035. Các dự án đường sắt khác bao gồm tuyến Lào Cai-Hà Nội-Hải Phòng nối với Trung Quốc và các tuyến tàu điện ngầm đô thị ở Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh.
- Bộ Kế hoạch và Đầu tư ước tính GDP sẽ tăng thêm 0,97% mỗi năm trong quá trình xây dựng Đường sắt cao tốc Bắc - Nam.

* Tiến độ thi công dự kiến chỉ riêng giai đoạn 1

Những cải cách của chính phủ sẽ nâng cao hiệu quả hành chính, góp phần thúc đẩy đầu tư công.

Năm 2024, Việt Nam đã hoàn thành kiện toàn 3 vị trí lãnh đạo chủ chốt là Tổng Bí thư, Chủ tịch nước và Chủ tịch Quốc hội



- Việt Nam đang trải qua một cuộc cải cách mang tính lịch sử, với việc Chính phủ công bố kế hoạch tinh gọn bộ máy tổ chức. Điều này bao gồm việc duy trì 8 bộ và cơ quan ngang bộ, đồng thời tổ chức lại 14 bộ khác, nổi bật là Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MPI) sáp nhập với Bộ Tài chính (MoF) và Bộ Giao thông vận tải (MoT) sáp nhập với Bộ Xây dựng (MoC). Chúng tôi tin rằng những cải cách này sẽ tác động tích cực đến hiệu quả hành chính, có khả năng đẩy nhanh các thủ tục liên quan đến đầu tư công như quy hoạch, phê duyệt dự án, giải phóng mặt bằng hoặc cấp phép xây dựng như đã nêu ở trên. Ngoài ra, tinh gọn bộ máy sẽ giúp giảm chi thường xuyên, cho phép phân bổ ngân sách nhiều hơn cho đầu tư phát triển.
- Sự hoàn thiện đội ngũ lãnh đạo hứa hẹn sẽ mang lại những chuyển biến tích cực, đưa Việt Nam vào kỷ nguyên tăng trưởng mới.

Việc đạt được mức đầu tư sẽ giúp Việt Nam hiện thực hóa các kế hoạch đầu tư đầy tham vọng vào cơ sở hạ tầng kinh tế, bao gồm đường cao tốc, đường sắt và cơ sở hạ tầng năng lượng trong những thập kỷ tới.

Xếp hạng tín nhiệm của Việt Nam ngày càng được cải thiện

Hãng tín nhiệm	Mức tín nhiệm	Triển vọng	Ngày
Moody's	Ba2	Stable	T8/24
Fitch	BB+	Stable	T7/24
Standard & Poor's	BB+	Stable	T6/24
Fitch	BB+	Positive	T12/23
Standard & Poor's	BB+	Stable	T6/23
Fitch	BB	Positive	T5/23
Fitch	BB	Positive	T10/22
Moody's	Ba2	Stable	T9/22
Standard & Poor's	BB+	Stable	T5/22
Fitch	BB	Positive	T3/22
Standard & Poor's	BB	Positive	T5/21
Fitch	BB	Positive	T4/21
Moody's	Ba3	Positive	T3/21
Fitch	BB	Stable	T4/20
Standard & Poor's	BB	Stable	T1/20

Động lực chính cho xếp hạng tín nhiệm quốc gia

Tích cực	Cần cải thiện
Dòng vốn FDI	GDP bình quân đầu người
Tăng trưởng dài hạn	Tín dụng/GDP cao
Tăng trưởng ngắn hạn	Nợ phải trả của nhóm DNNN
Nợ công/GDP	Quản trị doanh nghiệp
Cán cân vãng lai	Dự trữ ngoại hối
Trung lập	
Kiểm soát rủi ro trong lĩnh vực bất động sản	
Luật pháp	

Các quốc gia đạt mức “xếp hạng đầu tư” có phần bù rủi ro thấp hơn

Quốc gia	Xếp hạng của Moody's	Phần bù rủi ro cổ phần	Phần bù rủi ro quốc gia
Thái Lan	Baa1	6,94%	2,34%
Indonesia	Baa2	7,38%	2,78%
Philippines	Baa2	7,38%	2,78%
Việt Nam	Ba2	9,00%	4,40%

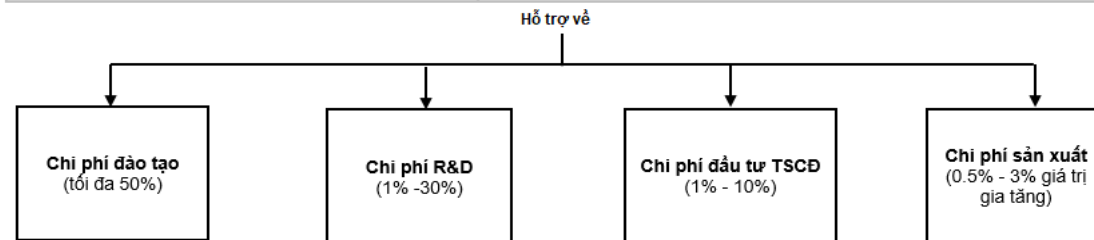
- Việt Nam hiện được hai tổ chức (Fitch Ratings và S&P) xếp hạng dưới mức đầu tư một bậc và dưới mức đầu tư của Moody's hai bậc.
- **Chính phủ Việt Nam đặt mục tiêu đạt được “mức đầu tư” vào năm 2030 và chúng tôi tin rằng cột mốc này có thể đạt được sớm hơn.** Điều này rất quan trọng để hiện thực hóa các kế hoạch cơ sở hạ tầng giao thông và năng lượng đầy tham vọng trong thập kỷ tới, bao gồm các dự án lớn như đường sắt cao tốc Bắc-Nam, đường sắt cao tốc nối với Trung Quốc, đường cao tốc Bắc-Nam phía Tây và hệ thống tàu điện ngầm ở Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh.
- Đạt được mức đầu tư sẽ cho phép Chính phủ và doanh nghiệp Việt Nam tiếp cận nguồn vốn quốc tế dễ dàng hơn và với chi phí thấp hơn. Ước tính của chúng tôi cho thấy điều này có thể giảm chi phí đi vay quốc tế từ 2,0-2,5 điểm %.
- Để đạt được xếp hạng đầu tư, Việt Nam phải tiếp tục cải thiện tính minh bạch, quản trị doanh nghiệp và củng cố hơn nữa lĩnh vực ngân hàng.

Việt Nam ban hành “Chiến lược phát triển ngành công nghiệp bán dẫn Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2050”



Việt Nam ra mắt “Quỹ hỗ trợ đầu tư”, hỗ trợ tới 50% chi phí đầu tư ban đầu cho các dự án R&D về chất bán dẫn và AI

Hỗ trợ doanh nghiệp:	Điều kiện
(1) Có dự án đầu tư trong lĩnh vực sản xuất sản phẩm công nghệ cao	(1) Dự án đạt quy mô vốn đầu tư ít nhất 12.000 tỷ đồng hoặc có doanh thu ít nhất đạt 20.000 tỷ đồng/năm (2) Hoàn thành giải ngân tối thiểu 12.000 tỷ đồng trong thời hạn 5 năm hoặc 10.000 tỷ đồng trong thời hạn 3 năm kể từ ngày được cấp, điều chỉnh Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư hoặc chấp thuận chủ trương đầu tư
(2) Hoạt động trong lĩnh vực công nghệ cao	(3) Với các dự án bán dẫn và AI, quy mô vốn tối thiểu là 6.000 tỷ đồng hoặc có doanh thu tối thiểu đạt 10.000 tỷ đồng/năm (4) Trường hợp dự án sản xuất sản phẩm công nghệ cao độc quyền, với công nghệ đứng đầu thế giới thì không yêu cầu về quy mô hay doanh thu tối thiểu
(3) Có dự án ứng dụng công nghệ cao	(5) Dự án thiết kế vi mạch thì không yêu cầu về quy mô vốn hay doanh thu tối thiểu nhưng phải cam kết sử dụng tối thiểu 300 kỹ sư, cán bộ quản lý người Việt nam sau thời gian 5 năm hoạt động và hằng năm hỗ trợ Việt Nam đào tạo tối thiểu 30 kỹ sư chất lượng cao trong lĩnh vực thiết kế vi mạch
(4) Có dự án đầu tư trung tâm nghiên cứu và phát triển	Dự án có quy mô vốn đầu tư tối thiểu là 3.000 tỷ đồng



- Chúng tôi tin rằng các chính sách bảo hộ sắp tới của Trump sẽ không tác động đáng kể đến triển vọng FDI của Việt Nam, do Việt Nam không phải là mục tiêu chính của thuế quan Mỹ. Ngoài ra, trong trung và dài hạn, thu hút FDI của Việt Nam sẽ tiếp tục tích cực nhờ: 1) việc củng cố bộ máy lãnh đạo sẽ đẩy nhanh cải cách và ban hành chính sách hỗ trợ; 2) chính sách đột phá thu hút đầu tư vào lĩnh vực bán dẫn, khoa học, công nghệ và chuyển đổi số; 3) triển vọng tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ; 4) cơ sở hạ tầng kinh tế được cải thiện nhờ chiến lược đầu tư công “có chọn lọc”; và 5) được hưởng lợi từ việc đa dạng hóa chuỗi cung ứng toàn cầu nhờ vị trí chiến lược gần miền Nam Trung Quốc, nền kinh tế định hướng xuất khẩu, tham gia nhiều FTA và trữ lượng đất hiếm lớn thứ hai thế giới.
- Nghị định 182/2024/ND-CP mới cho phép hỗ trợ tới 50% chi phí đầu tư ban đầu cho các công ty có dự án bán dẫn và nghiên cứu trong lĩnh vực AI từ “Quỹ hỗ trợ đầu tư”. Để nhận được hỗ trợ của Chính phủ, dự án trung tâm nghiên cứu của doanh nghiệp phải nằm trong danh mục công nghệ cao được ưu tiên, có vốn đầu tư tối thiểu 3 nghìn tỷ đồng và giải ngân ít nhất 1 nghìn tỷ đồng trong vòng ba năm kể từ ngày quyết định đầu tư. Như vậy, các dự án đầu tư vào lĩnh vực bán dẫn và AI tại Việt Nam như trường hợp của NVIDIA có thể nhận được ưu đãi đặc biệt.
- Nghị định 182 có hiệu lực từ ngày 31/12/2024 và chính thức áp dụng từ năm tài chính 2024.

Bộ Chính trị Việt Nam đã quyết định thành lập “Ban Chỉ đạo Trung ương về phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới và chuyển đổi số” và bổ nhiệm Tổng Bí thư Đảng Cộng sản Việt Nam, ông Tô Lâm, làm Trưởng ban.

Bộ Chính trị cũng nhấn mạnh một số nguyên tắc chỉ đạo, nổi bật là:

- Xác định phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số quốc gia là động lực chính để phát triển nhanh lực lượng sản xuất hiện đại, hoàn thiện quan hệ sản xuất, đổi mới phương thức quản trị quốc gia.
- Cải cách khung pháp lý đảm bảo yêu cầu quản lý và khuyến khích đổi mới, xóa bỏ tư duy “không quản lý được thì cấm”.
- Phát triển nhanh và bền vững, từng bước tự chủ về công nghệ, nhất là về công nghệ chiến lược; ưu tiên nguồn lực quốc gia cho phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số.

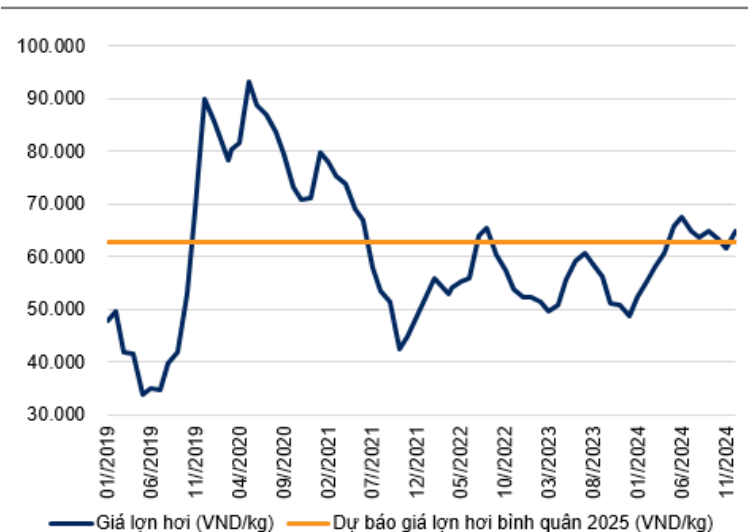
Bộ Chính trị cũng đặt ra một số mục tiêu tầm nhìn đến năm 2030:

- Việt Nam sẽ nằm trong top 3 nước dẫn đầu Đông Nam Á và top 50 toàn cầu về năng lực cạnh tranh số và chỉ số phát triển chính phủ điện tử; nằm trong top 3 khu vực Đông Nam Á về nghiên cứu và phát triển trí tuệ nhân tạo, đồng thời là trung tâm phát triển một số ngành công nghệ số mà Việt Nam có lợi thế. Ít nhất 5 doanh nghiệp công nghệ số ngang tầm các nước tiên tiến.
- Đóng góp của năng suất các nhân tố tổng hợp (TFP) vào tăng trưởng kinh tế đạt trên 55%; tỷ trọng xuất khẩu sản phẩm công nghệ cao trong tổng giá trị xuất khẩu đạt ít nhất 50%. Nền kinh tế số sẽ chiếm ít nhất 30% GDP. Tỷ lệ sử dụng dịch vụ công trực tuyến của người dân và doanh nghiệp đạt trên 80%; giao dịch không dùng tiền mặt sẽ đạt 80%.
- Chi tiêu R&D đạt 2% GDP, trong đó trên 60% đến từ nguồn xã hội; ít nhất 3% ngân sách nhà nước hàng năm được phân bổ cho phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số quốc gia, tăng dần theo nhu cầu phát triển.

Chúng tôi tin rằng điều này thể hiện sự chuyển dịch về các yếu tố thu hút FDI vào Việt Nam. Các yếu tố cạnh tranh thu hút FDI trước đây như chi phí lao động thấp, chi phí khác thấp (đất, điện, nước) đã suy giảm và không còn đủ sức thu hút các dự án công nghệ cao. Để đạt được bước đột phá về tăng trưởng kinh tế trong hai thập kỷ tới và trở thành quốc gia có thu nhập cao vào năm 2045, Việt Nam cần nâng cao vị thế trong chuỗi cung ứng toàn cầu thay vì việc chỉ gia công, lắp ráp đơn giản. Do đó, Việt Nam đang đẩy mạnh cải cách chính phủ và ban hành các chính sách chưa từng có như Nghị định 182/2024/ND để thu hút FDI vào lĩnh vực bán dẫn, AI và công nghệ cao. Chúng tôi cho rằng đây chỉ là những bước đi ban đầu và kỳ vọng sẽ có thêm nhiều chính sách hỗ trợ FDI công nghệ cao và phát triển các ngành công nghiệp hỗ trợ, công nghệ cao trong nước. Việc thành lập “Ban Chỉ đạo Trung ương về phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới và chuyển đổi số” do Tổng Bí thư Tô Lâm trực tiếp đứng đầu, thể hiện quyết tâm của Việt Nam trong việc giải quyết các vấn đề cấp bách và đẩy nhanh thực hiện định hướng phát triển quan trọng này.

Chúng tôi kỳ vọng lạm phát sẽ hạ nhiệt trong năm tới, với dự báo CPI bình quân đạt 3,2% svck vào năm 2025

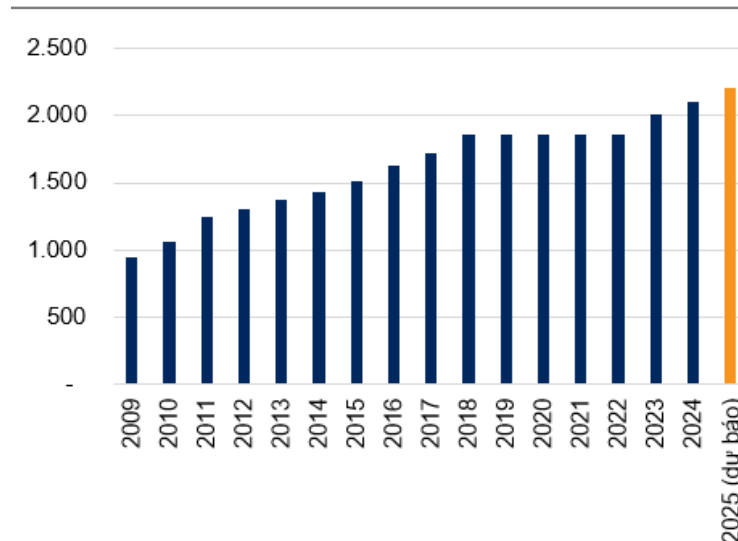
Chúng tôi dự báo giá lợn hơi bình quân tăng 2% lên 62.700 đồng/kg vào năm 2025



Dự báo giá dầu thô năm 2025 của các tổ chức lớn

Tổ chức	Brent (USD/thùng)		WTI (USD/thùng)	
	2024	2025	2024	2025
JP Morgan	82,00	73,00	76,00	69,00
Barclays	80,00	83,00	76,00	79,00
BofA	80,00	65,00	76,00	71,00
Macquarie	80,00	71,00	75,00	66,00
Goldman Sachs	80,00	76,00	75,00	71,00
BMI	81,00	78,00	82,00	79,00
Citi Research	79,00	60,00	75,00	56,00
HSBC	79,60	70,00	75,70	67,00
UBS	80,00	75,00	76,00	71,00

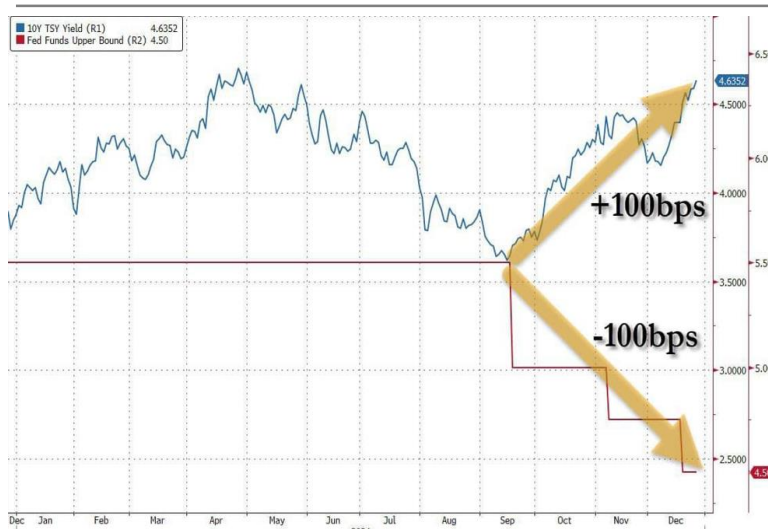
Chúng tôi dự báo giá bán lẻ điện bình quân tăng 5-7% trong năm 2025



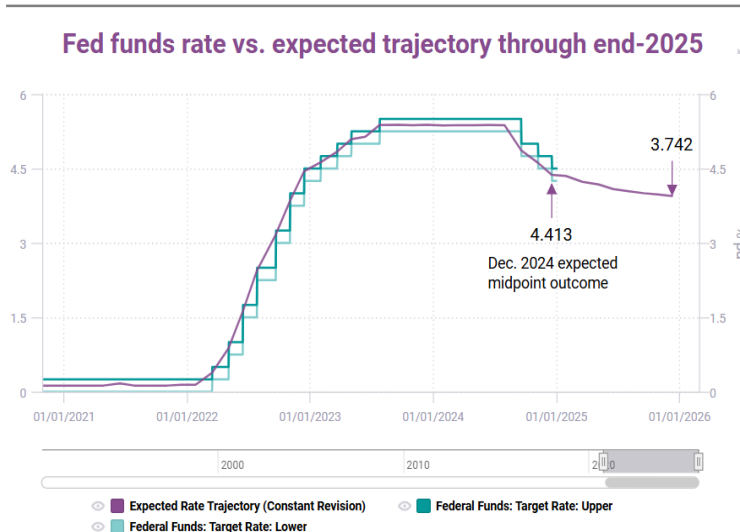
- Chúng tôi kỳ vọng giá nhóm Lương thực & Thực phẩm sẽ thấp hơn vào năm 2025 (chiếm 33,6% trong rổ CPI tổng thể), nhờ giá lợn hơi tăng chậm hơn và giá gạo thấp hơn. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi bình quân ở mức gần 63.000 VND/kg vào năm 2025, tăng 2% sv mức bình quân năm 2024 (61.500 VND). Mức tăng nhẹ này thấp hơn nhiều sv mức +15% của giá lợn hơi vào năm 2024, và sẽ giúp giảm bớt áp lực lên nhóm Lương thực- thực phẩm trong năm 2025. Ngoài ra, sau mức tăng ~8% vào năm 2024, giá gạo được dự báo sẽ giảm 11% vào năm 2025 và 2% vào năm 2026, do sản lượng toàn cầu đạt mức cao mới trong niên vụ 2024-25 và Ấn Độ nới lỏng các hạn chế xuất khẩu gạo, theo WB. Do đó, giá gạo trong nước dự kiến sẽ giảm trong năm 2025 sau khi ghi nhận mức tăng mạnh gần 20% trong năm nay.
- Chúng tôi tin rằng môi trường giá dầu thấp sẽ giúp giảm bớt áp lực lên giá nhóm Giao thông năm 2025 (chiếm 9,7% trong rổ CPI). Chúng tôi tin rằng Tổng thống đắc cử Donald Trump sẽ theo đuổi các chính sách nhằm tăng sản lượng dầu và khí đốt ở Mỹ, điều này phủ bóng đen lên triển vọng giá dầu và khí đốt trong năm 2025. Chúng tôi dự báo giá dầu thô Brent bình quân năm 2025 sẽ dao động trong khoảng 70-75 USD/thùng, thấp hơn mức bình quân 80 USD/thùng trong năm 2023 và 2024. Giá dầu giảm sẽ không chỉ giúp giảm CPI nhóm Giao thông mà còn giảm chi phí nhiên liệu cho sản xuất và sinh hoạt hàng ngày.
- Việc duy trì mục tiêu kiểm soát lạm phát ở mức 4,5% cho năm 2024, so với mục tiêu 4,0% trước năm 2023, giúp Chính phủ linh hoạt hơn trong các chính sách tài khóa và tiền tệ nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Báo cáo của BofA dự báo đồng USD sẽ có diễn biến trái chiều trong năm 2025, tăng mạnh trong nửa đầu năm và suy yếu dần về cuối năm.

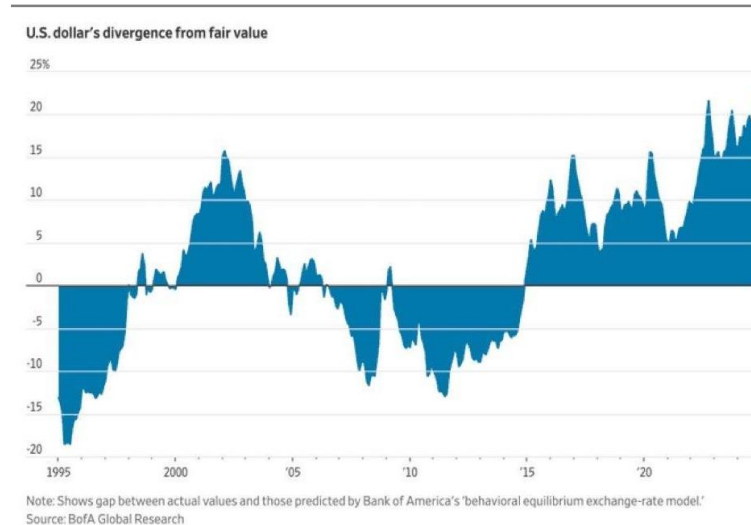
Từ khi Fed giảm lãi suất 100 điểm cơ bản từ T9-T12/24, lãi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm đã tăng hơn 100 điểm cơ bản



Quy tắc Taylor dự báo Fed có thể cắt giảm lãi suất từ 0,5 đến 0,75 điểm % vào năm 2025, theo CEIC

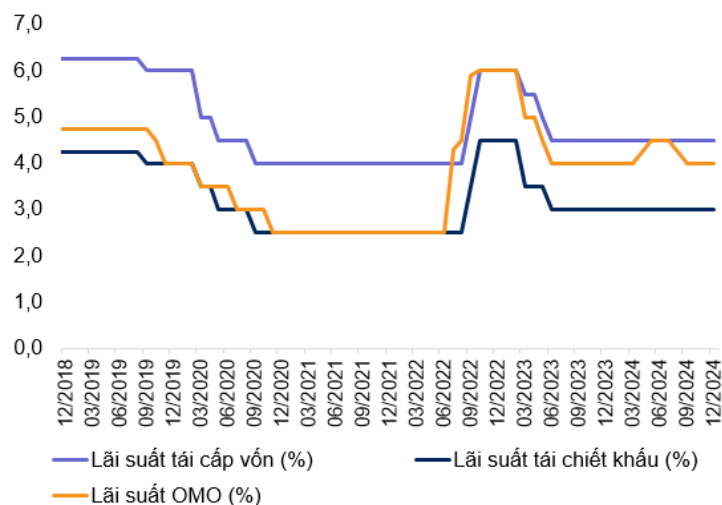


Đồng đô la hiện đang được định giá quá cao, theo nghiên cứu của BofA Global Research

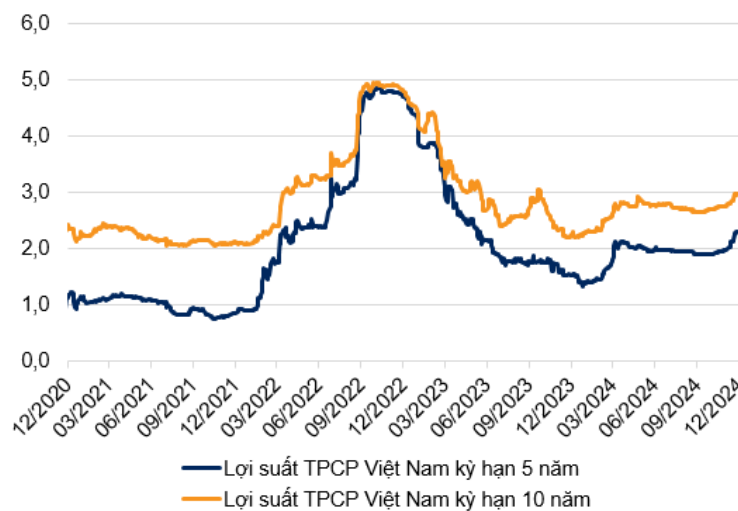


- **Quy tắc Taylor chỉ ra Fed có thể cắt giảm lãi suất từ 0,5 đến 0,75 điểm % vào năm 2025, theo CEIC.** Như vậy, đồng USD có thể hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2025 với việc Fed có khả năng tiếp tục cắt giảm lãi suất từ cuối Q2/25, khi nền kinh tế Mỹ có thêm dấu hiệu chậm lại và lạm phát tiếp tục hạ nhiệt.
- **Tuy nhiên, có nguy cơ lạm phát ở Mỹ gia tăng do các chính sách của Trump.** Mặc dù BofA cho rằng sức mạnh đồng USD có thể dần suy yếu trong năm đầu tiên của chính quyền mới, tương tự như những gì đã xảy ra vào năm 2017, nếu các chính sách đề xuất của Trump được thực hiện trong thực tế, lạm phát sẽ gia tăng và Fed rất có thể phải “điều hòa” hơn trong lập trường chính sách tiền tệ của mình.
- **Chúng tôi kỳ vọng đồng VND sẽ mất giá 2-3% so với USD trong 6T25 do đà tăng tiếp diễn của USD.** NHNN có thể thực hiện các biện pháp tương tự như kể từ Q2/24, bao gồm bơm và rút ròng linh hoạt qua kênh OMO để duy trì lãi suất liên ngân hàng ở mức đủ cao nhằm thu hẹp chênh lệch lãi suất giữa USD và VND. Các biện pháp can thiệp mạnh mẽ hơn như tăng lãi suất repo đảo ngược và bán dự trữ ngoại hối cũng có thể được thực hiện.
- **Trong nửa cuối năm 2025, đồng VND có thể mạnh lên khi đồng USD suy yếu, cho phép NHNN tăng cường dự trữ ngoại hối và bơm thêm thanh khoản vào thị trường.** Điều này sẽ phụ thuộc vào chính sách thương mại của Mỹ và diễn biến chỉ số DXY. Các yếu tố khác hỗ trợ tỷ giá hối đoái bao gồm dòng vốn FDI mạnh, thặng dư thương mại cao và lượng kiều hối dồi dào.

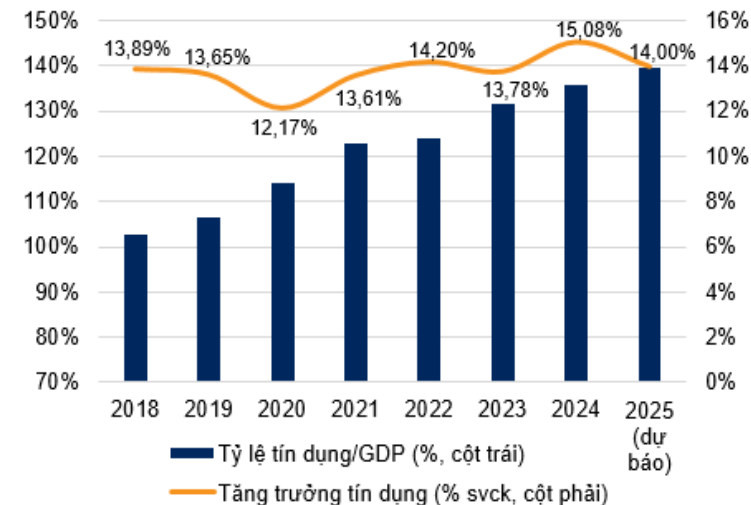
NHNN duy trì ổn định lãi suất điều hành trong năm 2024



Lợi suất trái phiếu có xu hướng tăng rõ rệt trong những tháng cuối năm 2024



Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng đạt 14% svck vào năm 2025



- **Tiến tới năm 2025, chúng tôi kỳ vọng dự địa điều hành chính sách tiền tệ linh hoạt của NHNN có thể bị hạn chế, đặc biệt là khi chỉ số DXY có thể duy trì “cao hơn trong thời gian dài hơn” do các chính sách dự kiến của Trump.** Mặc dù hiện tại chúng tôi không nhận thấy động lực đáng kể từ phía NHNN để tăng lãi suất điều hành vào năm 2025, đặc biệt khi các ngân hàng trung ương khác trong khu vực đang theo xu hướng cắt giảm lãi suất điều hành, việc mặt bằng lãi suất huy động tăng lên, mặc dù ở tốc độ vừa phải, sẽ tiếp diễn trong năm 2025, và chịu phần nào sự phụ thuộc vào triển vọng tăng trưởng tín dụng cũng như áp lực từ tỷ giá.
- **Chúng tôi tin rằng bất chấp những trở ngại bên ngoài trong năm 2025, NHNN sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng tín dụng để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP đầy tham vọng trong năm 2025.** Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ duy trì ở mức cao 14% svck trong năm 2025. Nhu cầu tín dụng cao sẽ làm tăng áp lực cạnh tranh huy động vốn giữa các ngân hàng thương mại. Vì vậy, chúng tôi dự báo lãi suất huy động bình quân 12 tháng có thể tăng khoảng 0,5 điểm % trong năm 2025, đạt khoảng 5,4-5,6%/năm vào cuối năm 2025. Nhìn chung, lãi suất huy động bình quân năm tới sẽ tăng lên, song vẫn thấp hơn đáng kể so với thời điểm trước dịch Covid-19 (lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng bình quân khoảng 6,8-7%/năm). Điều này sẽ giúp duy trì môi trường lãi suất cho vay thấp, khuyến khích người dân mở rộng kinh doanh, đầu tư và tiêu dùng, từ đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế vào năm 2025.

Những dự báo vĩ mô chính năm 2025

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (dự báo)	2025 (dự báo)
GDP danh nghĩa	tỷ USD	310	337	347	367	414	434	475	517
Tăng trưởng GDP	% svck	7,5	7,4	2,9	2,6	8,5	5,1	7,1	7,3
GDP bình quân đầu người	USD	3.251	3.465	3.552	3.724	4.166	4.324	4.701	5.084
Tăng trưởng xuất khẩu	% svck	13,3	8,4	6,9	18,9	10,6	-4,6	14,3	11,3
Tăng trưởng nhập khẩu	% svck	11,8	6,9	3,7	26,7	8,0	-9,2	16,4	12,5
Cán cân thương mại	tỷ USD	6,9	10,9	18,9	3,3	12,3	28,4	25,7	24,1
FDI thực hiện	tỷ USD	19,1	20,4	20,0	19,7	22,4	23,2	25,4	27,5
Cán cân thanh toán	tỷ USD	5,8	12,2	15,1	(7,2)	(1,1)	25,8	21,4	18,7
Cán cân thanh toán trên GDP	% GDP	1,9	3,6	4,3	-2,0	-0,3	6,0	4,5	3,6
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	55	78	95	109	88	93	84	96
Dự trữ ngoại hối trên GDP	% GDP	17,8	23,3	27,4	29,8	21,2	21,5	17,7	18,6
Số tháng nhập khẩu	tháng	2,8	3,7	4,3	3,9	2,9	3,4	2,7	2,7
Lạm phát (svck, cuối năm)	% svck	3,1	5,2	0,2	1,8	4,4	3,6	2,9	3,4
Lạm phát bình quân	% svck	3,5	2,8	3,2	1,8	3,2	3,3	3,6	3,2
Tăng trưởng tín dụng	% từ đầu năm	13,9	13,6	12,2	13,6	14,2	13,8	15,1	14,0
Dư nợ tín dụng trên GDP	% GDP	102,9	106,3	114,3	123,1	123,9	131,5	135,6	139,5
Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán	% từ đầu năm	12,4	14,8	14,7	10,7	6,2	12,5	12,3	13,5
Lãi suất tái cấp vốn	%	6,3	6,0	4,0	4,0	6,0	4,5	4,5	4,5
Lãi suất huy động 12 tháng (cuối năm)	%	6,9	7,0	5,6	5,6	7,8	4,9	4,9	5,4
Lợi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm (cuối năm)	%	5,1	3,4	2,4	2,1	4,8	2,2	3,0	3,2
Tỷ giá (liên ngân hàng, cuối kỳ)	USD/VND	23.175	23.173	23.098	22.826	23.633	24.267	25.485	25.500
Tỷ giá (liên ngân hàng, bình quân năm)	USD/VND	23.031	23.231	23.223	22.934	23.430	23.839	25.061	25.700
Thâm hụt ngân sách	% GDP	2,2	2,9	2,9	3,4	3,6	3,9	3,0	3,5
Nợ công	% GDP	46	43	44	43	37	36	35	36

- Chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng 7,3% svck vào năm 2025.
- Chúng tôi dự báo lạm phát sẽ ở mức bình quân khoảng 3,2% svck vào năm 2025 (sv 3,6% svck vào năm 2024).
- Chúng tôi cho rằng áp lực tỷ giá sẽ tiếp tục dai dẳng trong nửa đầu năm 2025, với tỷ giá liên ngân hàng USD/VND có thể từ từ leo lên mức 26.000. Tuy nhiên, tỷ giá kỳ vọng sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối năm, giảm xuống còn 25.500 vào cuối năm nay.
- Chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng sẽ tăng vừa phải từ mức 4,9% vào cuối năm 2024 lên 5,4-5,6% vào cuối năm 2025.
- Rủi ro giảm dự báo đối với triển vọng của chúng tôi bao gồm: 1) giảm phát và tăng trưởng thấp hơn dự kiến ở Trung Quốc; 2) lạm phát ở Mỹ cao hơn dự kiến do chính sách của Trump, khiến Fed phải trì hoãn việc cắt giảm lãi suất thêm; 3) DXY mạnh hơn gây thêm áp lực lên chính sách tiền tệ của NHNN, có khả năng buộc phải tăng lãi suất điều hành trong kịch bản xấu nhất; và 4) rủi ro địa chính trị và sự phân mảnh chuỗi cung ứng toàn cầu có thể tác động tiêu cực đến lĩnh vực sản xuất và xuất khẩu của Việt Nam.

Điểm nhấn TTCK năm 2024

VNDIRECT

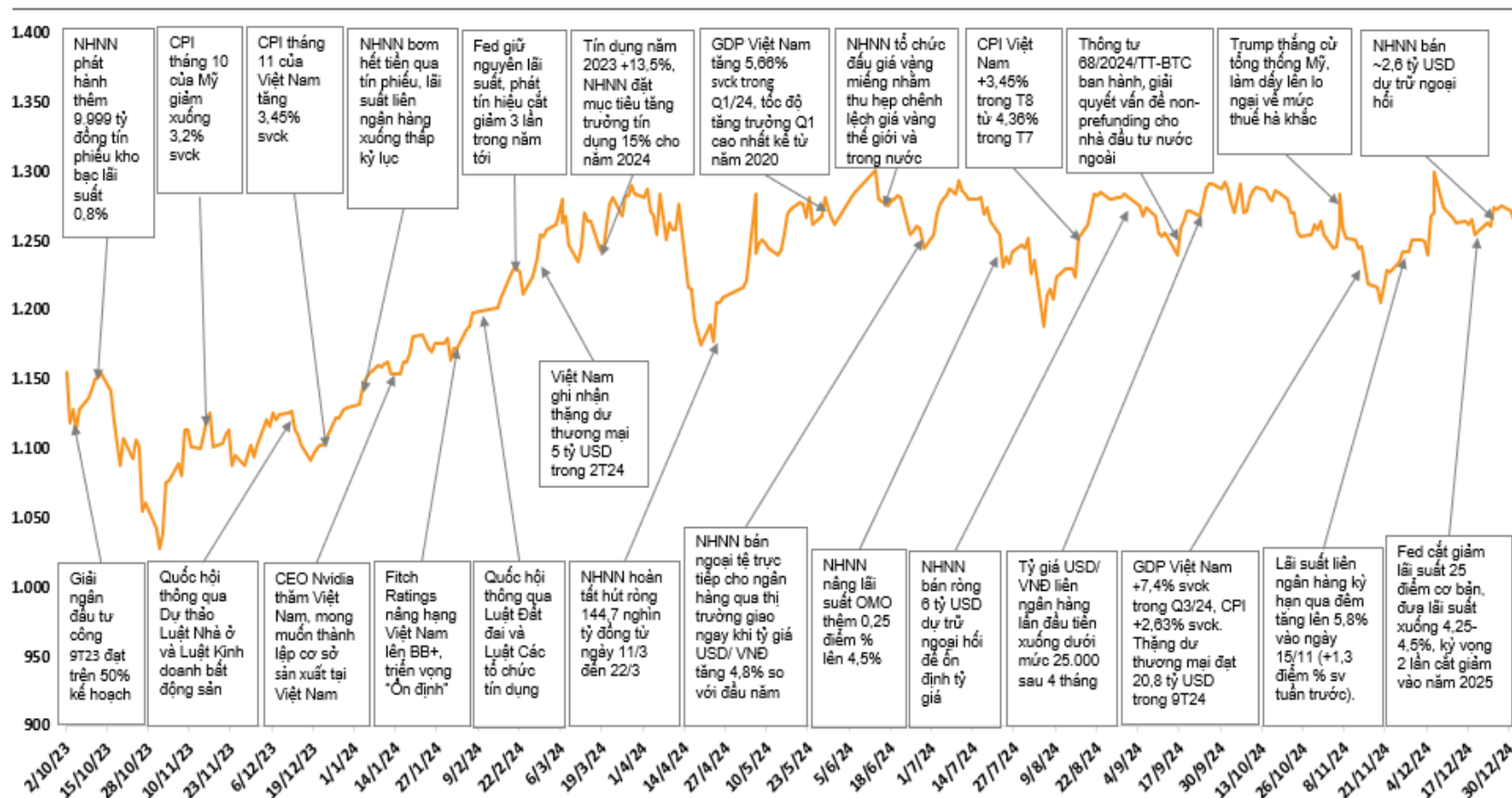
Nhà đầu tư lo ngại trước rủi ro tỷ giá

- VN-Index tăng ấn tượng 6 tháng đầu năm song đi ngang nửa cuối năm
- TTCK tại các quốc gia phát triển tăng mạnh. VN-Index tăng tốt hơn các thị trường mới nổi
- Nhóm Công nghệ chứng kiến đà tăng tốt nhất năm 2024
- Nhóm Ngân hàng (chiếm ~40% vốn hóa VN-Index) tăng 25% trong năm 2024 và kết thúc với P/B là 1,76, bằng mức bình quân 5 năm.
- Khối ngoại bán ròng mạnh trong năm, chủ yếu do lo ngại tỷ giá



Mặc dù chịu tác động từ nhiều cơn gió ngược trong và ngoài nước, VN-Index vẫn ghi nhận mức tăng trưởng 12,1% và đóng cửa ở mức 1.266,78 điểm.

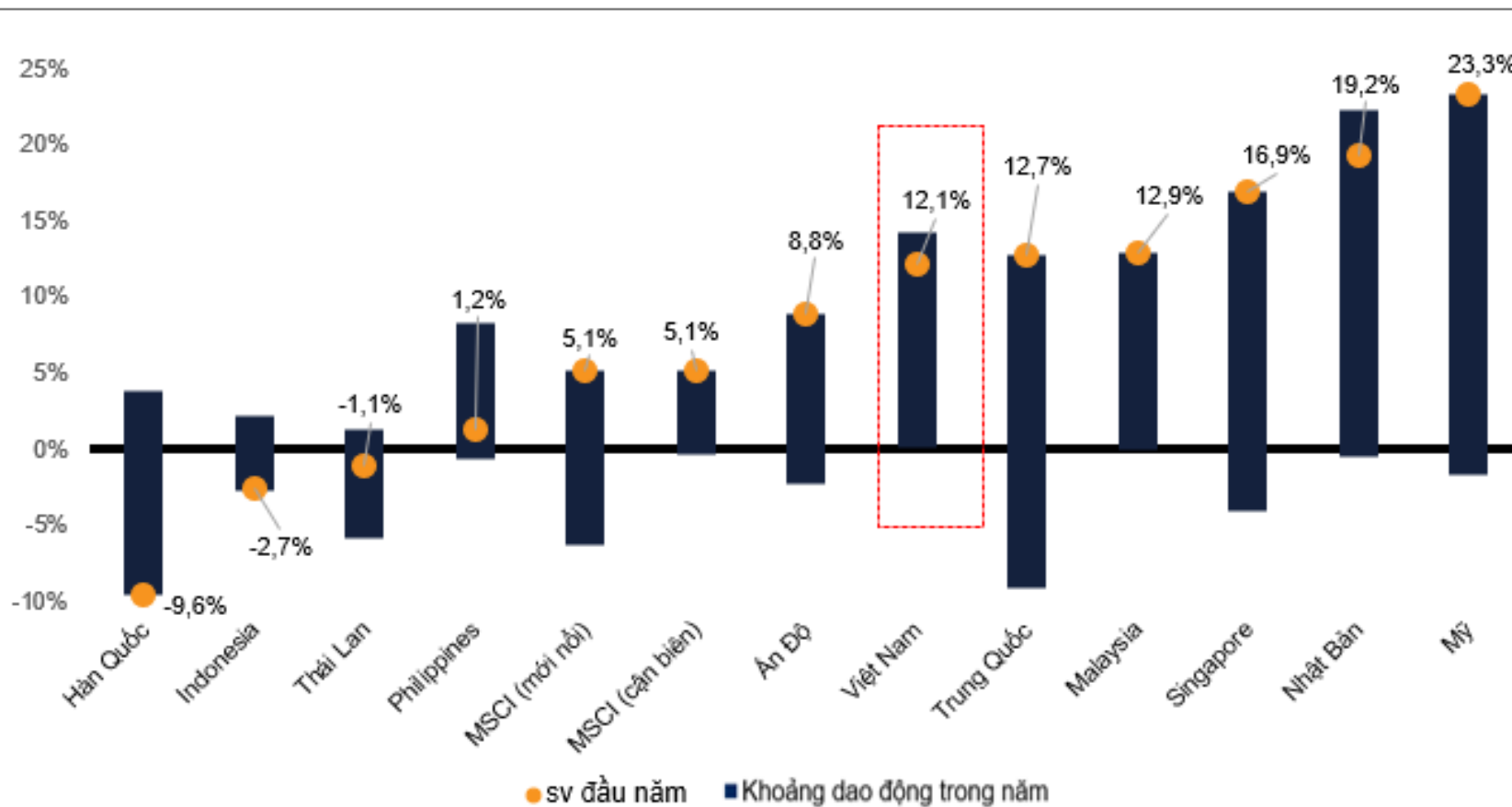
VN-Index đối diện với nhiều thách thức trong năm 2024



- **Q1 vững vàng:** VN-Index tăng 13,5% trong Q1, nhờ 1) Quốc hội thông qua Luật Đất đai; 2) GDP Q1/24 +5,66% svck, mức tăng Q1 cao nhất kể từ năm 2020.
- **Q2- Niềm vui ngắn:** VN-Index vượt ngưỡng 1.300 vào ngày 12/6, tuy nhiên tỷ giá USD/VND +4,9% trong 6T24 khiến NHNN phải bán ~6 tỷ USD dự trữ, khiến thị trường giảm 50 điểm về cuối quý.
- **Q3- Dù có gió thuận, thị trường vẫn âm ảm:** Mặc dù thị trường đón nhận tin vui như Fed cắt giảm lãi suất 50 điểm cơ bản hay Thông tư 68/2024/TT-BTC được ban hành, VN-Index giao dịch trong biên độ hẹp và thiếu lực đẩy.
- **Q4- Bất định:** Sự trở lại của Trump, đẩy chỉ số DXY lên trên 108 mặc dù Fed hạ lãi suất 1% trong năm, khiến NHNN phải bán ~2,6 tỷ USD trong tháng 12. Mặc dù thị trường ghi nhận thông tin tích cực như NVIDIA thành lập trung tâm R&D AI tại Việt Nam – trung tâm R&D đầu tiên ở Đông Nam Á, áp lực ngoại hối leo thang khiến khối ngoại bán ròng lên tới 90 nghìn tỷ đồng trong năm 2024. VN-Index đóng cửa năm ở mức 1.266,78 (+12,1% sv cuối năm 2023).

Năm 2024 chứng kiến dòng vốn toàn cầu dịch chuyển vào các thị trường phát triển

Diễn biến VN-Index cao hơn đáng kể so với chỉ số MSCI theo dõi các thị trường cận biên



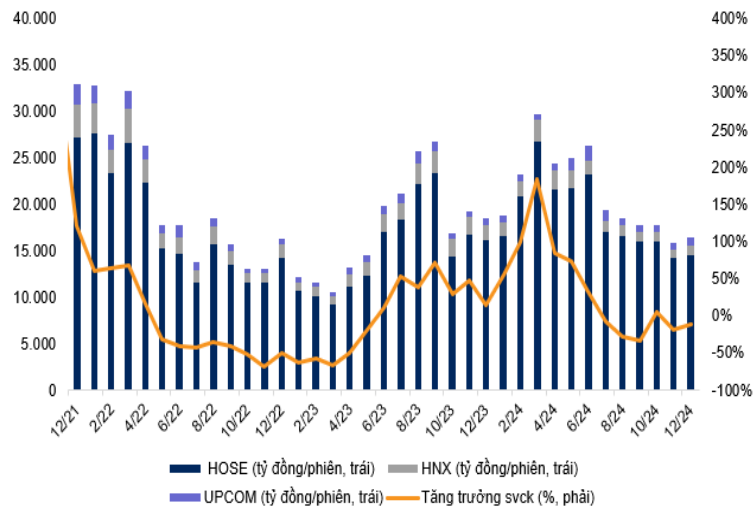
- **S&P 500 dẫn đầu năm 2024 với mức tăng 23,3%**, thúc đẩy bởi: 1) Fed cắt giảm lãi suất 1%, nới lỏng môi trường tín dụng cho các doanh nghiệp Mỹ; 2) Kỳ vọng về lợi nhuận doanh nghiệp được cải thiện nhờ chiến thắng của Trump trong cuộc bầu cử tổng thống Mỹ năm 2024, bao gồm đề xuất giảm thuế TNDN xuống 15%.
- **Chỉ số Nikkei 225 (Nhật Bản) xếp thứ 2 với mức tăng 19,2%** nhờ: 1) Đồng Yên yếu hỗ trợ xuất khẩu Nhật Bản; 2) Tăng trưởng tiền lương mạnh mẽ 5.1% trong kỳ đàm phán lương mùa xuân "Shunto".
- **VN-Index vượt trội so với các thị trường cận biên khác**, khép lại năm 2024 với mức tăng 12,1%, hơn gấp đôi mức 5,1% của Chỉ số MSCI theo dõi các thị trường cận biên. Điều này không chỉ khẳng định vị thế của Việt Nam như một điểm đến đầu tư tiềm năng mà còn là bàn đạp cho triển vọng nâng hạng thời gian tới,

	1T (%)	3T (%)	sv đầu năm (%)	Tỷ trọng (%)	% EPS svck (Q4/24)	P/E	P/E trung bình 5 năm	P/B	P/B trung bình 5 năm	ROE	Beta
Ô tô và Phụ tùng	11,51%	-5,68%	7,87%	0,11%	18,75%	13,47	16,91	1,54	1,61	26,60%	0,9
Ngân hàng	6,83%	3,34%	24,51%	40,38%	18,60%	10,38	10,31	1,76	1,74	14,07%	0,99
Tài nguyên cơ bản	1,79%	-7,89%	-10,90%	0,57%	-65,27%	21,3	74,65	0,92	1,1	10,50%	1,15
Hóa chất	6,30%	3,35%	29,30%	1,77%	5,56%	16,52	16,35	2,52	2,46	10,20%	1,24
Xây dựng và Vật liệu	7,34%	0,42%	8,61%	2,95%	10,31%	22,47	33,05	2,28	2,18	13,36%	1,09
Sản phẩm và Dịch vụ Tiêu dùng	6,29%	-2,60%	17,43%	1,11%	7,10%	17,45	23,25	2,65	2,52	5,18%	0,86
Năng lượng	-0,16%	-18,07%	-5,07%	4,26%	-21,62%	15,31	16,63	2,43	2,54	15,06%	0,87
Dịch vụ Tài chính	5,72%	-6,73%	2,35%	3,86%	-12,18%	18,44	21,43	1,84	2	16,02%	1,4
Thực phẩm, Đồ uống và Thuốc lá	1,63%	-7,18%	8,88%	10,67%	29,69%	33,27	56,99	2,9	3,05	3,70%	1,06
Chăm sóc Sức khỏe	8,17%	6,99%	19,83%	0,80%	-5,46%	20,69	17,85	2,58	2,39	8,30%	0,56
Hàng hoá và Dịch vụ Công nghiệp	5,70%	5,29%	15,22%	6,97%	7,69%	17,6	25,5	2,23	2	17,12%	0,95
Bảo hiểm	13,74%	7,43%	23,77%	0,97%	145,03%	16,93	15,6	1,58	1,41	21,21%	0,92
Truyền thông	63,26%	89,38%	47,70%	0,05%	128,26%	35,26	26,58	1,75	0,95	8,37%	0,84
Chăm sóc cá nhân, Dược phẩm và Tạp hóa	4,69%	-7,46%	30,10%	0,04%	87,50%	10,29	11,5	2,39	2,31	7,32%	0,57
Bất động sản	2,31%	-3,10%	0,59%	12,70%	43,75%	45,52	42,85	1,7	1,76	18,73%	0,97
Bán lẻ	4,51%	-10,32%	29,72%	3,14%	293,72%	58,36	87,87	4,33	3,99	10,62%	1,06
Công nghệ	15,91%	13,54%	76,81%	4,73%	19,64%	29,62	22,92	7,13	5,57	11,40%	1,07
Viễn thông	18,56%	24,05%	42,46%	0,06%	1290,61%	45,49	19,14	1,36	1,1	3,27%	0,6
Du lịch và Giải trí	7,64%	18,03%	66,93%	2,32%	-251,22%	27,28	27,32	3,14	3,4	13,59%	0,99
Tiền ích	4,07%	-1,59%	8,94%	2,54%	160,79%	21,14	22,81	1,74	1,72	13,42%	0,67

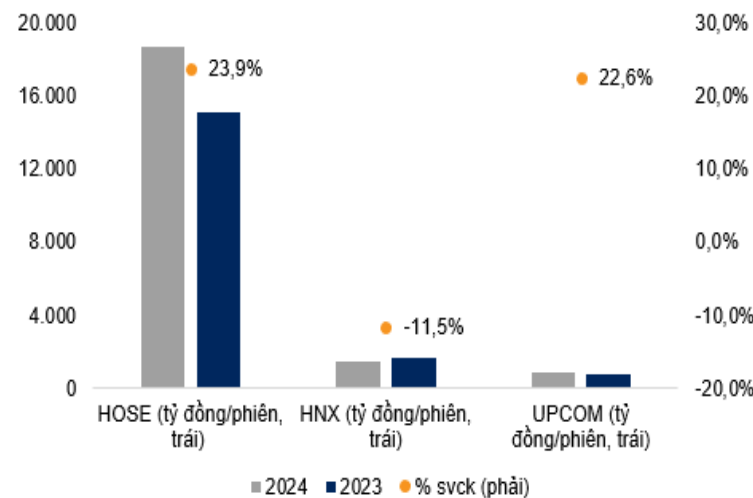
- **Ngành Truyền thông có diễn biến vượt trội trong T12/24 với mức tăng 63,3% sv tháng trước, dẫn đầu bởi YEG.** Giá cổ phiếu của YEG tăng 68,3% trong T12 nhờ kết quả kinh doanh Q3 ấn tượng. Đặc biệt, với sự thành công của chương trình “Anh trai vượt ngàn chông gai”, doanh thu quảng cáo và tư vấn truyền thông trong Q3 đạt 560,7 tỷ đồng (22,4 triệu USD), gấp 3,2 lần svck.
- **Năm 2024, Công nghệ vẫn là ngành dẫn đầu, tăng trưởng 76,8%.** FPT tăng 58,7% vào năm 2024, được củng cố nhờ doanh thu thuần trong 9T24 tăng 19,3% svck lên 45,2 nghìn tỷ đồng (1,8 tỷ USD) và Lợi nhuận trước thuế tăng 19,8% svck lên 8,1 nghìn tỷ đồng (324 triệu USD), một phần đáng kể đến từ việc mảng dịch vụ công nghệ thông tin nước ngoài tăng trưởng mạnh mẽ. Trong số các ngành có vốn hóa thị trường lớn nhất, ngành ngân hàng ghi nhận mức tăng ấn tượng 24,5% trong năm, gấp đôi tốc độ tăng trưởng của VN-Index nhờ kết quả kinh doanh khả quan, chính sách tiền tệ nới lỏng, lãi suất thấp và nhu cầu tín dụng trong nước tăng. Trong khi đó, nhóm bất động sản ghi nhận hiệu suất âm đậm bất chấp xu hướng phục hồi của thị trường bất động sản sau khi Luật Đất đai sửa đổi có hiệu lực từ 01/07/2024.

Điểm nhấn dòng tiền: Thanh khoản tăng trưởng trong một năm khó khăn

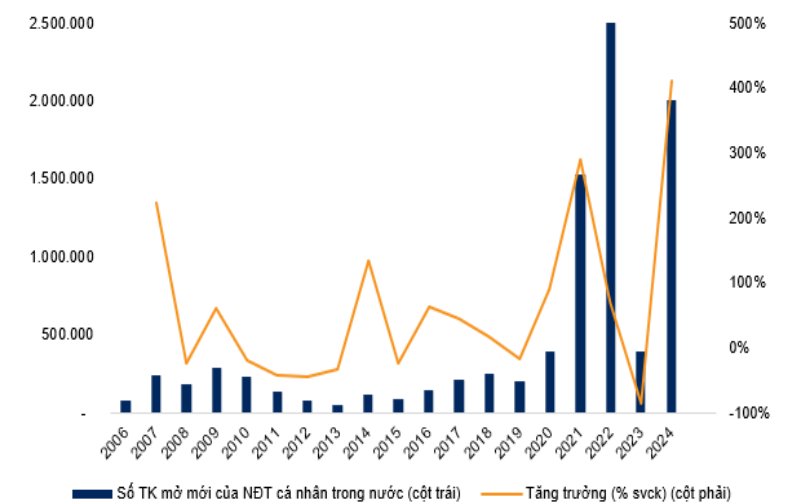
Giá trị giao dịch bình quân phiên tăng 20,5% svck lên 21,1 nghìn tỷ đồng/phiên (822,9 triệu USD) vào năm 2024



Năm 2024 chứng kiến thanh khoản tăng ở sàn HOSE và UPCOM



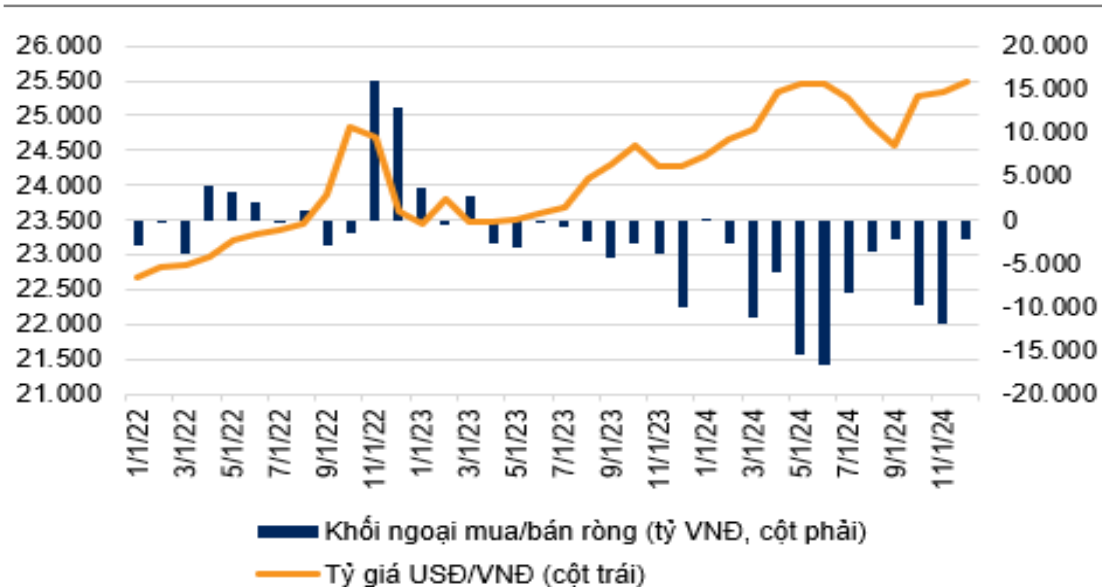
Tài khoản mở mới của nhà đầu tư cá nhân tăng vọt từ mức nền thấp năm 2023



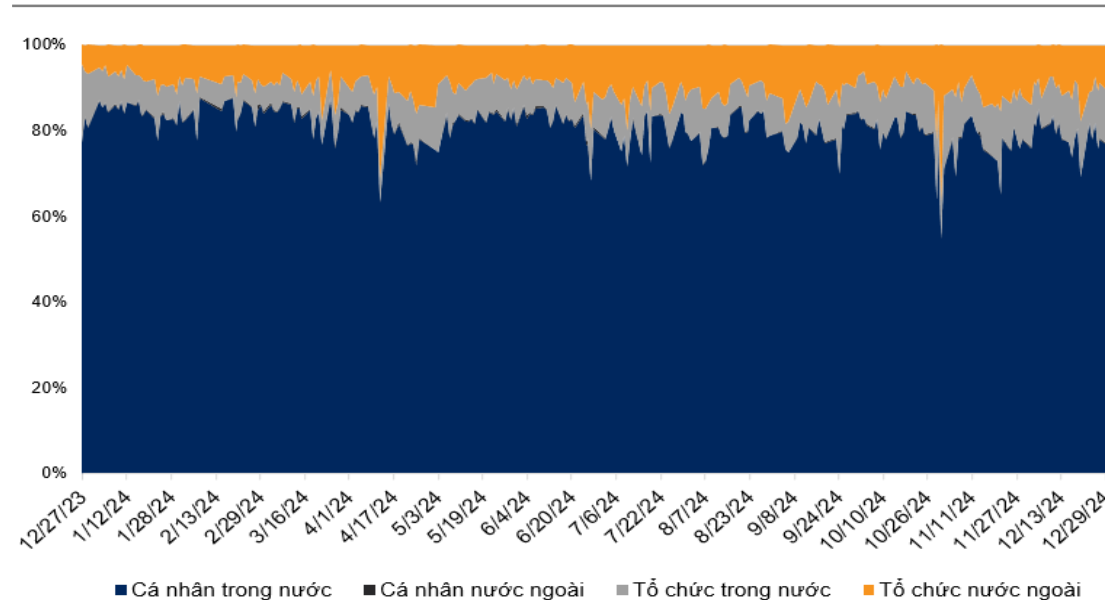
- **Năm 2024, giá trị giao dịch bình quân phiên tăng 20,5% svck lên 21.100 tỷ đồng (822,9 triệu USD),** bao gồm HOSE: 18.800 nghìn tỷ đồng (733,2 triệu USD), +23,9% svck; HNX: 1.500 nghìn tỷ đồng (56,6 triệu USD), -11,5% svck; và UPCOM: 901 tỷ đồng (35 triệu USD), +22,6% svck. Tài khoản mở mới của nhà đầu tư cá nhân tăng 411,8% svck lên 2.001.729 tài khoản từ mức nền thấp năm 2023
- **Thanh khoản tăng mạnh trong hầu hết nửa đầu năm (+80,2% svck), đồng pha với diễn biến thị trường** do 1) mức nền thấp; và 2) tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của các công ty niêm yết lần lượt là 11,3% và 20,6% svck trong Q1 và Q2. Ngược lại, thanh khoản giảm 17,6% svck trong nửa cuối năm do khối ngoại bán ròng mạnh khiến tâm lý thị trường sụt giảm do những bất định xung quanh chính sách sắp tới của Tổng thống đắc cử Trump và chỉ số DXY tăng mạnh.
- **Năm 2024 đánh dấu những bước tiến quan trọng trong việc nâng cao minh bạch thị trường,** bao gồm 1) Quốc hội thông qua Luật Chứng khoán sửa đổi; 2) tăng cường thực thi pháp luật với các vụ án nổi bật, liên quan đến Tân Hoàng Minh, Vạn Thịnh Phát-SCB và Tập đoàn FLC; và 3) cải thiện khả năng tiếp cận của nhà đầu tư nước ngoài thông qua việc ban hành Thông tư 68/2024/TT-BTC. Chúng tôi tin rằng đây sẽ nền tảng vững chắc cho sự phát triển thị trường trong tương lai.

Điểm nhấn dòng tiền: Khối ngoại bán ròng khi áp lực tỷ giá tăng cao

Nhà đầu tư nước ngoài bán ròng 90.300 tỷ đồng (3,5 tỷ USD) khi tỷ giá USD/VND tăng 5% năm 2024



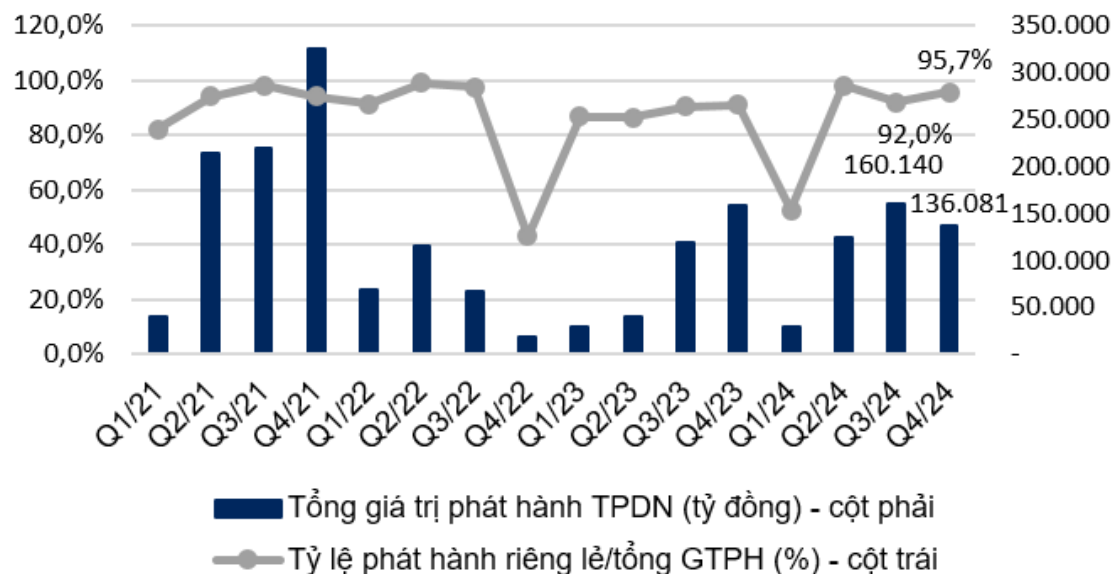
Tỷ trọng giao dịch nước ngoài tăng lên 9,2% từ mức 7,1% vào năm 2023



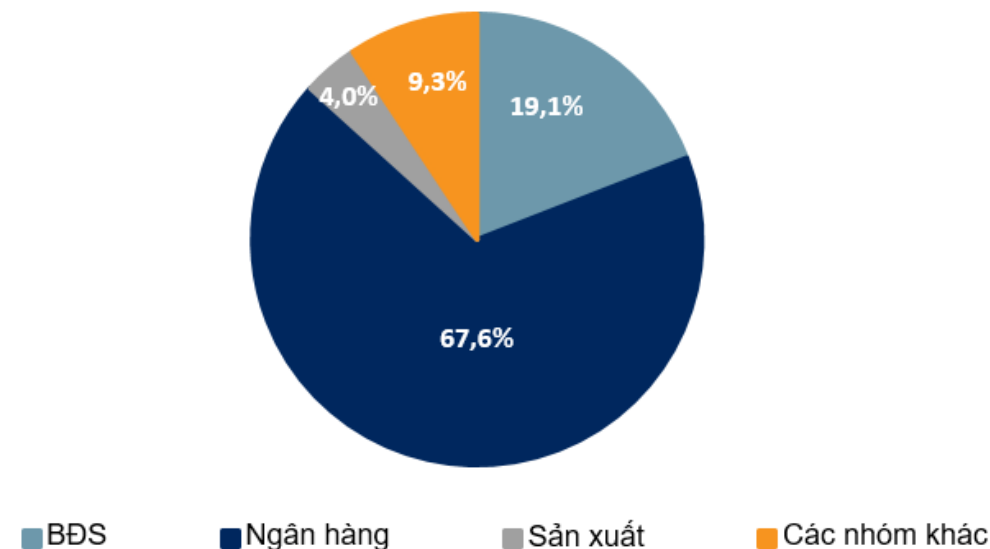
- **Khối ngoại bán ròng 90.300 tỷ đồng (3,5 tỷ USD) trong năm 2024** so với đà bán ròng 24,7 nghìn tỷ đồng (963,3 triệu USD) vào năm 2023.
- **Khối ngoại bán ròng trong hầu hết năm 2024, ngoại trừ tháng 1, trong đó tháng 6 chứng kiến dòng vốn ngoại rời khỏi thị trường lớn nhất.** Điều này trùng hợp với việc VND mất giá ~5% so với USD, khiến NHNN phải bán can thiệp khoảng 9 tỷ USD từ dự trữ ngoại hối trong năm 2024 để ổn định tỷ giá. Áp lực tỷ giá chủ yếu đến từ lạm phát dai dẳng ở Mỹ và dữ liệu việc làm mạnh mẽ khiến Fed giữ vững lập trường điều hâu nửa đầu năm, neo chỉ số DXY cao và gây áp lực lên đồng VND. Trong khi đà bán ròng của khối ngoại giảm 26,5% sv nửa đầu năm trong 6 tháng cuối năm nhờ việc Fed hạ lãi suất 1%. Tuy vậy, chiến thắng của Trump trong cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ năm 2024 đã đẩy chỉ số DXY tăng trên mốc 108, khiến áp lực tỷ giá quay trở lại thời điểm cuối năm cũng như thúc đẩy sự dịch chuyển dòng vốn toàn cầu từ các thị trường cận biên/mới nổi sang các quốc gia phát triển như Mỹ trong bối cảnh sự bất định gia tăng.

Hoạt động phát hành TPDN tiếp tục phục hồi trong năm 2024 nhờ sự gia tăng phát hành của nhóm Ngân hàng

Hoạt động phát hành TPDN bắt đầu phục hồi từ cuối Q1/23 – dữ liệu được cập nhật đến ngày 29/12/2024



Cơ cấu phát hành TPDN theo nhóm ngành năm 2024 - dữ liệu được cập nhật đến ngày 29/12/2024



- Theo số liệu được công bố đến ngày 29/12/24, trong năm 2024 có hơn 450 đợt phát hành TPDN thành công với tổng giá trị phát hành đạt hơn 448.000 tỷ đồng, tăng 29% svck. Trong đó, tổng giá trị TPDN phát hành riêng lẻ đạt hơn 413.000 tỷ đồng, tăng 32,3% svck. Tổng giá trị TPDN phát hành ra công chúng đạt 34.900 tỷ đồng, giảm 0,6% svck.
- Năm 2024, nhóm Ngân hàng ghi nhận tỷ trọng phát hành TPDN cao nhất, với tổng giá trị phát hành đạt 303.000 tỷ đồng (+54% svck), chiếm 67,6% tổng giá trị phát hành. Nhóm Bất động sản xếp thứ hai, với tổng giá trị phát hành đạt 85.700 tỷ đồng (-9% svck), chiếm 19,1% tổng giá trị phát hành.
- Trong bối cảnh hoạt động kinh doanh vẫn gặp nhiều khó khăn, đặc biệt là ở lĩnh vực bất động sản, nhiều tổ chức phát hành đã thương lượng gia hạn thêm kỳ hạn trái phiếu với các trái chủ trong năm 2024. Theo tổng hợp của chúng tôi, đã có hơn 52.000 tỷ đồng TPDN phát hành riêng lẻ đã được gia hạn kỳ hạn trong năm 2024.

Triển vọng thị trường chứng khoán năm 2025

VNDIRECT

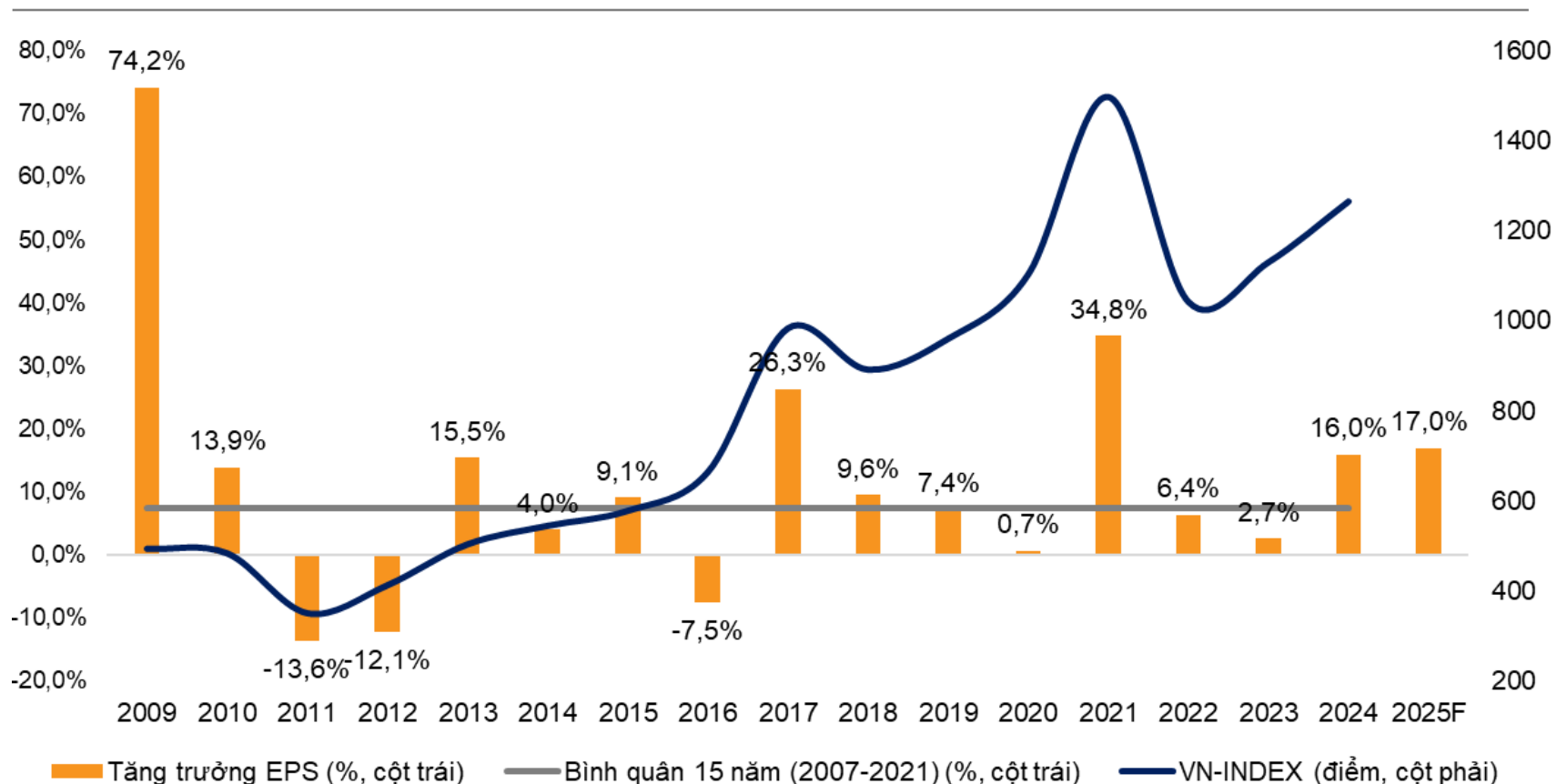
Năm Ty: Chuyển mình mạnh mẽ

- Triển vọng thu nhập mạnh mẽ khi Việt Nam bước vào chu kỳ tăng trưởng
- Định giá hấp dẫn so với mặt bằng lãi suất tiết kiệm và các thị trường đồng cấp
- Địa chính trị toàn cầu, đặc biệt là chính sách thương mại của Mỹ, tạo ra những bất ổn đáng kể xung quanh dòng vốn đầu tư quốc tế
- Mục tiêu nâng hạng lên “thị trường mới nổi thứ cấp” của FTSE đang trong tầm tay và có khả năng đạt được trong năm 2025



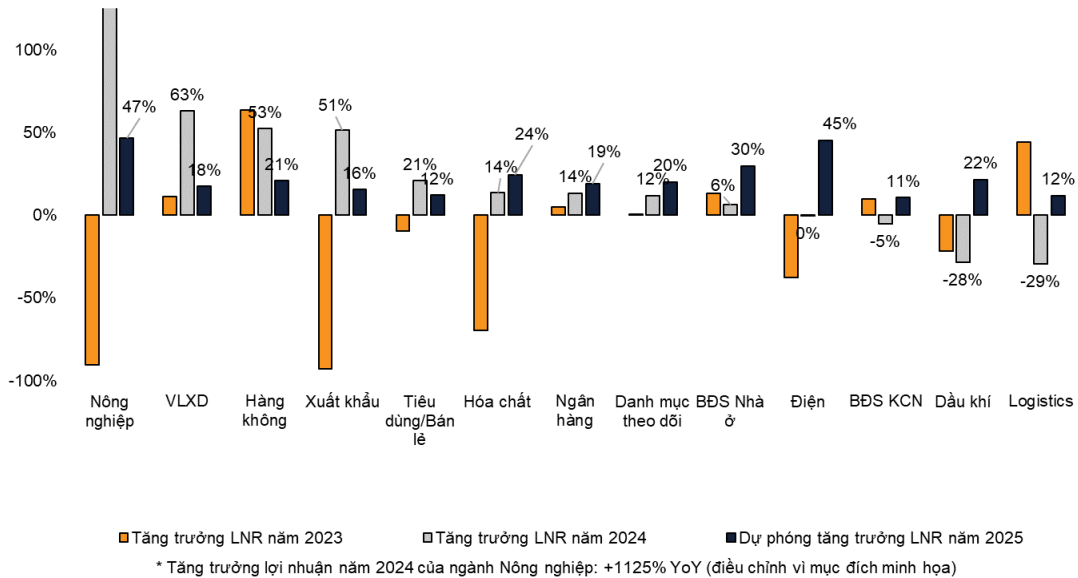
Tăng trưởng lợi nhuận ròng của các công ty niêm yết trên HOSE có thể đạt 17% (kịch bản cơ sở) vào năm 2025.

Đà tăng trưởng lợi nhuận tích cực sẽ kéo dài sang năm 2025

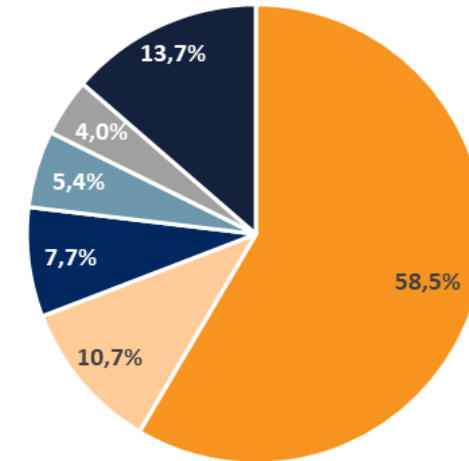


- Dựa trên đà phục hồi của năm 2024 (với tăng trưởng lợi nhuận đạt khoảng 16%), chúng tôi dự báo lợi nhuận của các công ty niêm yết trên HOSE sẽ tăng trưởng 17% svck vào năm 2025, được hỗ trợ bởi: 1) Cam kết mạnh mẽ của chính phủ Việt Nam trong việc thúc đẩy đầu tư công, đặt mục tiêu tăng trưởng GDP ở mức 7,5% và hướng tới mức tham vọng là 8,0%; 2) Mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao của NHNN là 16% trong năm 2025, cung cấp nguồn vốn dồi dào cho doanh nghiệp phát triển và củng cố triển vọng lợi nhuận cho các tổ chức tài chính; và 3) Việc thực hiện mục tiêu nâng hạng lên “thị trường mới nổi thứ cấp” của FTSE sẽ cải thiện thanh khoản thị trường và thu hút dòng vốn từ các nhà đầu tư tổ chức cũng như cá nhân vào thị trường chứng khoán, từ đó thúc đẩy lợi nhuận trong lĩnh vực dịch vụ tài chính.
- Do đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận thị trường sẽ duy trì mức tăng trưởng tích cực hai chữ số trong năm 2025

Dự phóng tăng trưởng lợi nhuận theo ngành trong năm 2024 - 2025



5 nhóm ngành đóng góp lớn vào lợi nhuận toàn thị trường



■ Ngân hàng
 ■ Bất động sản
 ■ Bán lẻ
 ■ Dầu khí
 ■ Hàng không
 ■ Khác

- Ngành Ngân hàng và Bất động sản được dự báo sẽ tiếp tục là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận thị trường trong năm 2025, đóng góp lần lượt 58,5% và 10,7% vào tổng lợi nhuận. Với mục tiêu tăng trưởng tín dụng được đặt ở mức cao trong năm 2025, ngành Ngân hàng dự kiến sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ 19%, củng cố vị thế dẫn đầu trên thị trường.
- Trong khi đó, các ngành như Nông nghiệp, Vật liệu xây dựng, Hàng không và Xuất khẩu, vốn đã tăng trưởng mạnh trong năm 2024, được dự báo sẽ chậm lại trong năm 2025. Ngược lại, Bất động sản và Điện được kỳ vọng sẽ bứt phá với tốc độ tăng trưởng cao, nhờ các yếu tố hỗ trợ và những điều kiện thuận lợi hơn trong năm 2025.

P/E trượt 12 tháng của thị trường ở mức 13,3 lần, chiết khấu 8,2% so với trung bình 5 năm. Chúng tôi dự phóng P/E năm 2025 ở mức 11,6 lần dựa vào giả định lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết tăng trưởng 17% trong năm 2025.

Định giá của VN-Index trong lịch sử có mối tương quan nghịch với lợi suất trái phiếu chính phủ



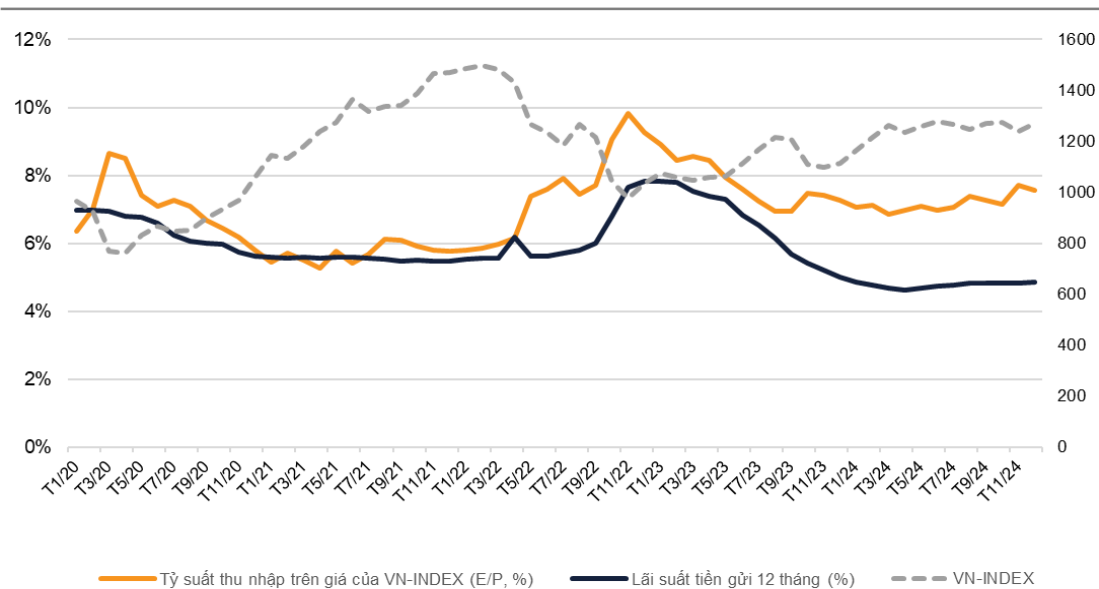
Định giá VN-Index đang ở mức hợp lý so với các thị trường khác (Dữ liệu ngày 27/12/2024)

	P/E hiện tại	P/B hiện tại	P/E hiện tại so với bình quân 5 năm	P/B hiện tại so với bình quân 5 năm
S&P500	27,2	5,2	1,2x	1,2x
Ấn Độ	24,8	3,9	0,9x	1,1x
Nhật Bản	19,3	2,1	0,8x	1,1x
Thái Lan	18,8	1,4	0,9x	0,9x
Indonesia	16,5	1,9	0,8x	0,9x
Trung Quốc	16,5	1,4	1,1x	1,0x
Việt Nam	14,9	1,7	0,9x	0,8x
Malaysia	14,8	1,5	0,9x	1,0x
Singapore	14,0	1,3	0,9x	1,2x
MSCI Mới nổi	13,9	1,7	0,9x	1,0x
MSCI Cận biên	13,6	1,7	0,9x	0,6x
Philippines	11,4	1,4	0,7x	0,9x
Ai Cập	6,2	2,0	0,7x	1,1x
Thổ Nhĩ Kỳ	5,5	1,3	0,7x	0,9x

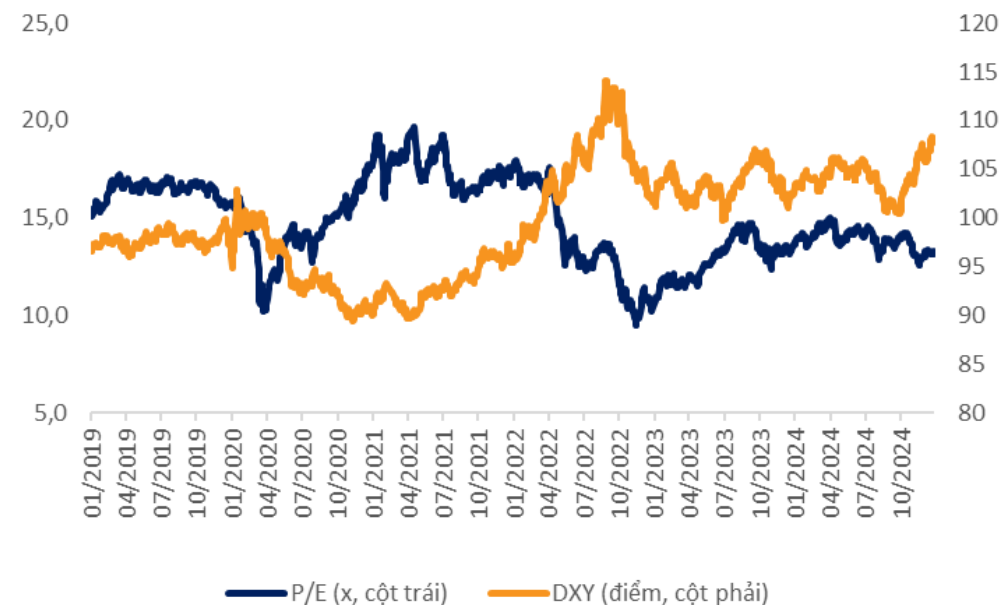
Ghi chú: Hệ số P/E của Việt Nam được điều chỉnh theo cơ sở IFRS

- **P/E thị trường hiện tại khá hấp dẫn.** Hiện tại, định giá P/E của VN-Index khá hấp dẫn, khi đang giao dịch với mức chiết khấu 8,2% so với trung bình 5 năm, trong khi chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng EPS sẽ cải thiện vào năm 2025. Lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm thường có mối quan hệ nghịch với hệ số P/E. Trong ngắn hạn, lợi suất này được dự báo sẽ tiếp tục tăng do lo ngại về tỷ giá hối đoái và dòng vốn ngoại. Cụ thể, tỷ giá USD/VND đang chịu áp lực lớn khi chỉ số DXY đạt 109 – mức cao nhất trong hai năm, buộc NHNN phải can thiệp bằng cách bán dự trữ ngoại hối để đáp ứng nhu cầu ngoại tệ trong nước. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thị trường đã phản ánh phần lớn các rủi ro liên quan đến tỷ giá hối đoái. Sang năm 2025, tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp sẽ trở thành yếu tố chính khi thúc đẩy xu hướng thị trường.
- Nếu xét theo định giá P/B, VN-Index hiện tại đang tương đối hấp dẫn khi giao dịch ở mức 1,7 lần giá trị sổ sách, chiết khấu 17,6% so với mức trung bình 5 năm.

Chênh lệch giữa E/P và lãi suất thu hẹp lại, báo hiệu tiềm năng tăng trưởng cho VN-Index



Chỉ số P/E vs chỉ số DXY

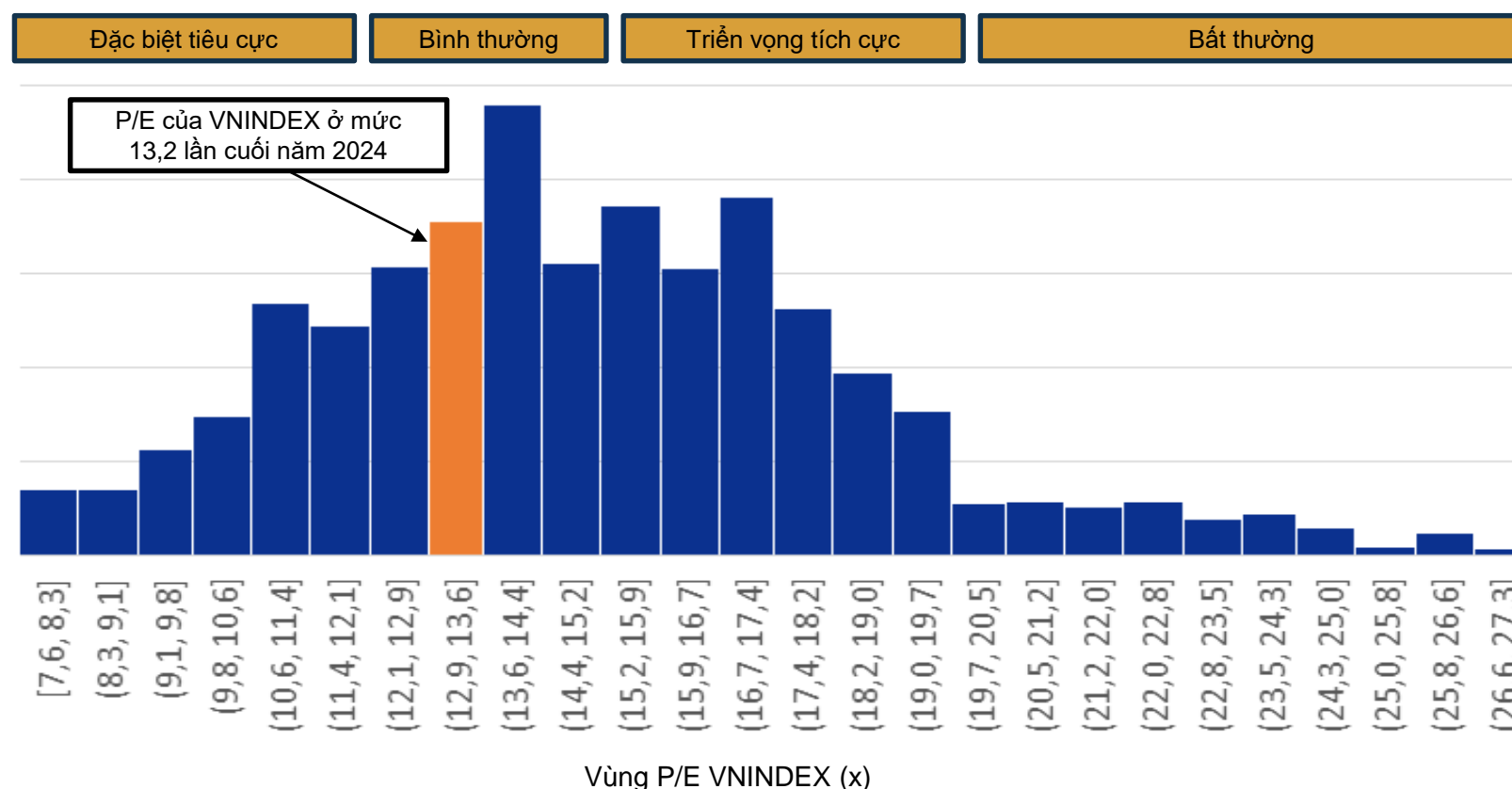


- Khoảng chênh lệch hiện tại giữa E/P (thu nhập/giá) và lãi suất tiết kiệm đang ở mức cao so với lịch sử, cho thấy sự hấp dẫn của kênh chứng khoán so với lãi suất tiết kiệm. E/P của VN-Index đạt 7,6% (ngày 27/12/2024), trong khi lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng chỉ ở mức 4,9%/năm.
- Dự báo tăng trưởng lợi nhuận 17% của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE, kết hợp với môi trường lãi suất thấp, củng cố kỳ vọng của chúng tôi về sự phục hồi của thị trường, được thúc đẩy bởi triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2025. Rủi ro chính: Áp lực tỷ giá quá mức có thể ảnh hưởng đến thanh khoản thị trường, trong khi các thay đổi lớn trong chính sách tiền tệ có thể tác động đáng kể đến một số nhóm nhà đầu tư.
- Rủi ro bổ sung: Các biện pháp thuế quan của Tổng thống Trump có thể làm tái bùng phát lạm phát tại Mỹ, buộc Fed phải dừng hoặc đảo ngược việc cắt giảm lãi suất, khiến USD mạnh lên và lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm tăng. Trong kịch bản xấu nhất, NHNN Việt Nam có thể phải bảo vệ tỷ giá bằng cách bán dự trữ ngoại hối hoặc tăng lãi suất, gây áp lực lên định giá thị trường.

Ngoại trừ rủi ro tỷ giá, các yếu tố khác cho thấy VN-Index đang giao dịch trong phạm vi hợp lý.

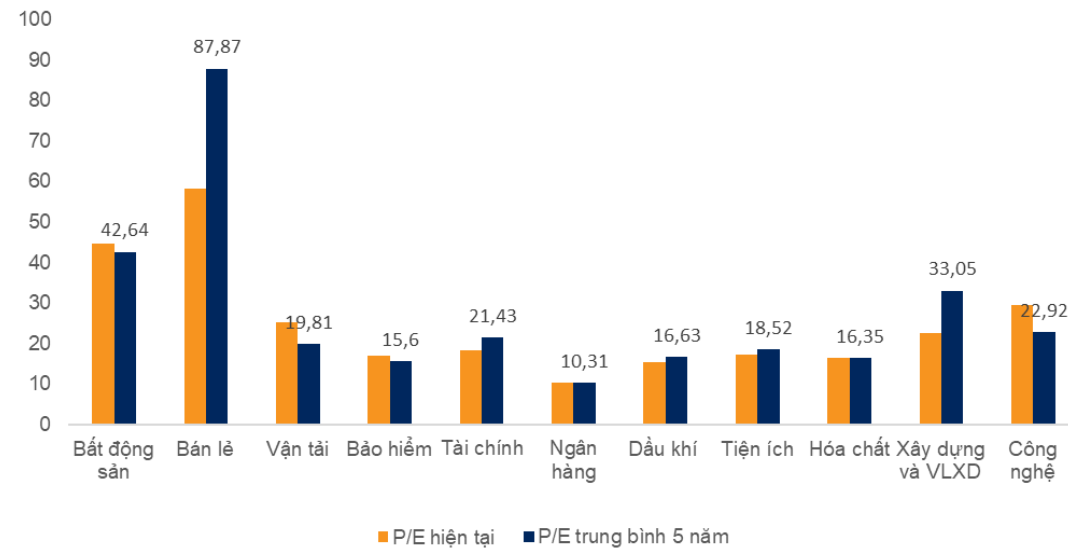
Thị trường kết thúc năm 2024 ở mức 1.266,78 điểm, tương ứng với P/E trượt là 13,2 lần.

Dựa trên lịch sử giao dịch 24 năm của VN-Index, chúng tôi cho rằng phạm vi P/E bình thường của thị trường dao động trong khoảng 12,1 đến 15,2 lần.

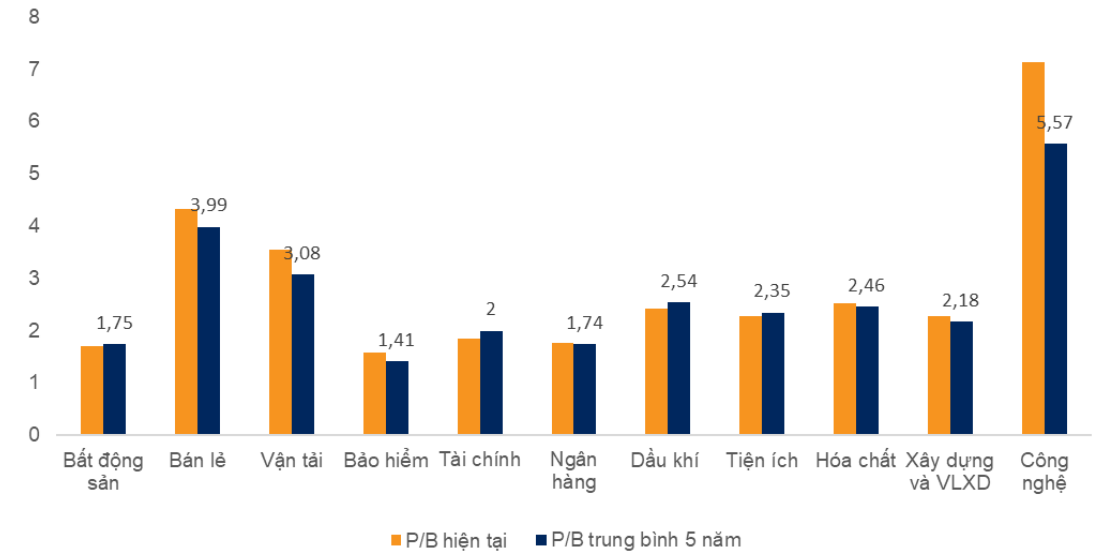


- Giả định tăng trưởng EPS 17% trong năm 2025, chúng tôi dự báo P/E dự phóng của VN-Index năm 2025 sẽ vào khoảng 11,6 lần, nằm trong phạm vi định giá thấp trong lịch sử như thể hiện ở biểu đồ bên trái.
- Chúng tôi cho rằng, nếu không có rủi ro hệ thống, hệ số P/E của thị trường sẽ tiếp tục dao động trong phạm vi bình thường từ 12,1 đến 15,2 lần.
- Với mức định giá thị trường hiện tại, nhà đầu tư có thể chủ động tìm kiếm các cơ hội đầu tư hấp dẫn nhưng nên hạn chế sử dụng đòn bẩy cao để phòng ngừa rủi ro hệ thống.

P/E của các nhóm ngành so với P/E bình quân 5 năm



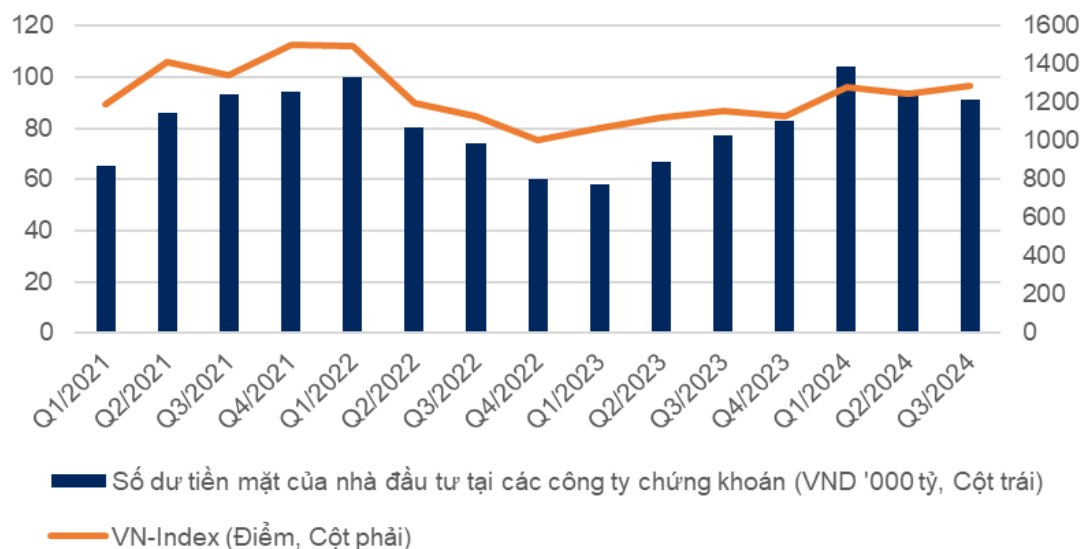
P/B của các nhóm ngành so với P/B bình quân 5 năm



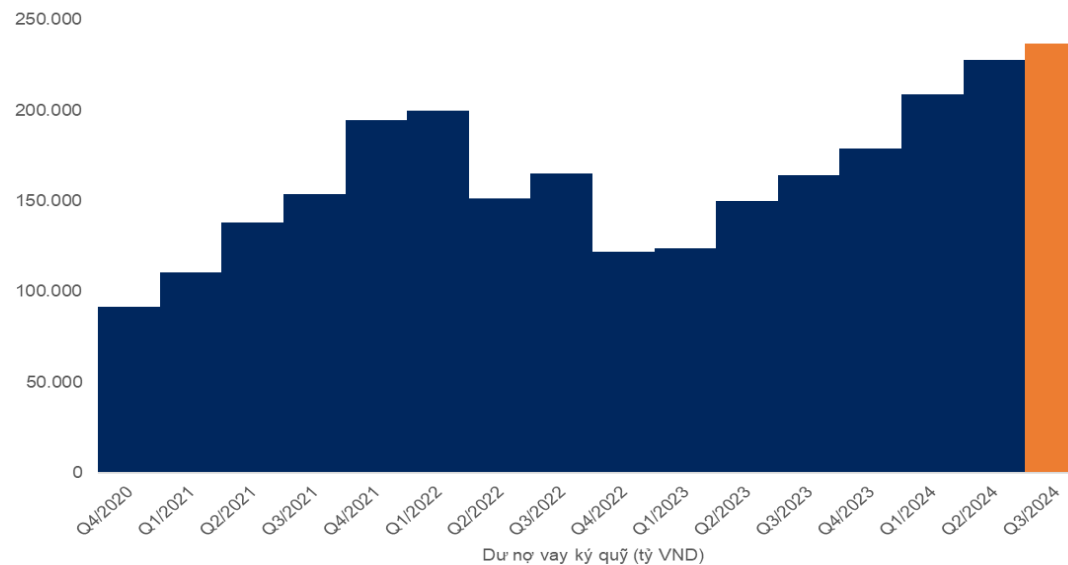
- P/E của ngành Bán lẻ hiện đang giao dịch thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 5 năm là 87,87 lần. Cùng với triển vọng tăng trưởng chậm hơn dự báo cho năm 2025, thị trường đã có xu hướng thận trọng hơn đối với ngành này. Ngược lại, Ngân hàng (10,31 lần) và Bảo hiểm (15,6 lần) đang giao dịch gần với mức trung bình lịch sử, phản ánh định giá ổn định hơn và ít mang tính đầu cơ hơn.
- Ngành Bất động sản và Dịch vụ tài chính hiện đang giao dịch với mức chiết khấu so với lịch sử. Với dự báo phục hồi của ngành Bất động sản, kỳ vọng tăng trưởng 30% trong năm 2025, cùng tiềm năng nâng hạng thị trường trong tương lai gần, chúng tôi kỳ vọng các ngành này có thể được tái định giá lại trong năm 2025.

Lớp đệm dự phòng của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán đã suy yếu do số dư tiền gửi giảm, trong khi nợ vay ký quỹ tăng nhanh hơn mức tăng của chỉ số VN-Index.

Số dư tiền mặt của nhà đầu tư tại công ty chứng khoán giảm khi VN-Index đi ngang – tăng nhẹ



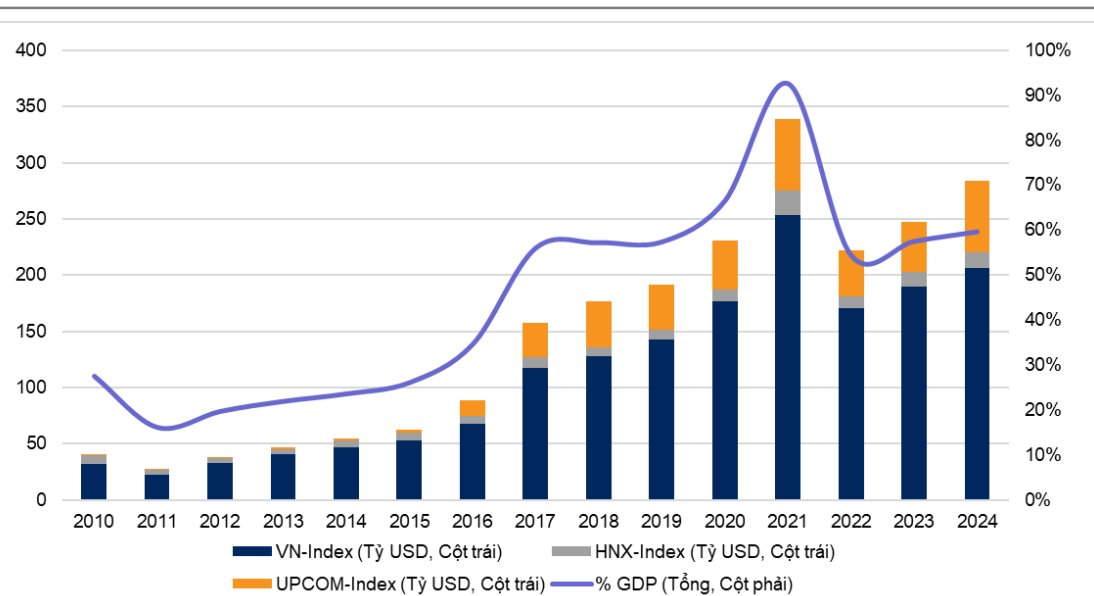
Dư nợ cho vay ký quỹ của nhà đầu tư tăng mạnh, vượt tốc độ tăng của VN-Index



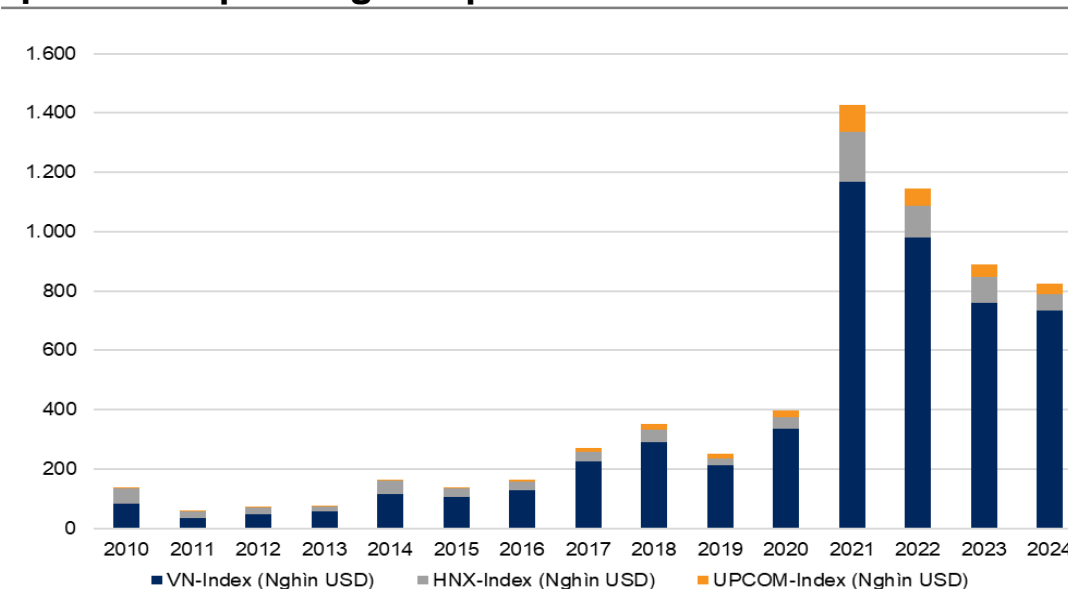
- Số dư tiền gửi giảm trong bối cảnh nợ vay tăng, cho thấy nhà đầu tư đã gia tăng đòn bẩy trong quý 3/2024, khiến họ nhạy cảm hơn và có thể dẫn đến gia tăng biến động thị trường trong tương lai gần. Chúng tôi dự báo xu hướng này sẽ tiếp diễn trong quý 4/2024 khi lãi suất tiền gửi tăng có thể thu hút sự dịch chuyển dòng tiền, trong khi cho vay ký quỹ vẫn duy trì xu hướng tăng do hoạt động bán ròng mạnh hơn của nhà đầu tư nước ngoài trong quý 4.
- Các vị thế của nhà đầu tư cho thấy hành vi thị trường đặc biệt nhạy cảm với diễn biến lãi suất ngắn hạn và dài hạn.

Vốn hóa thị trường tăng trong khi thanh khoản giảm cho thấy chiến lược của nhà đầu tư đang chuyển sang vị thế mua và nắm giữ.

Vốn hóa thị trường có sự phục hồi nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với giai đoạn tạo đỉnh.

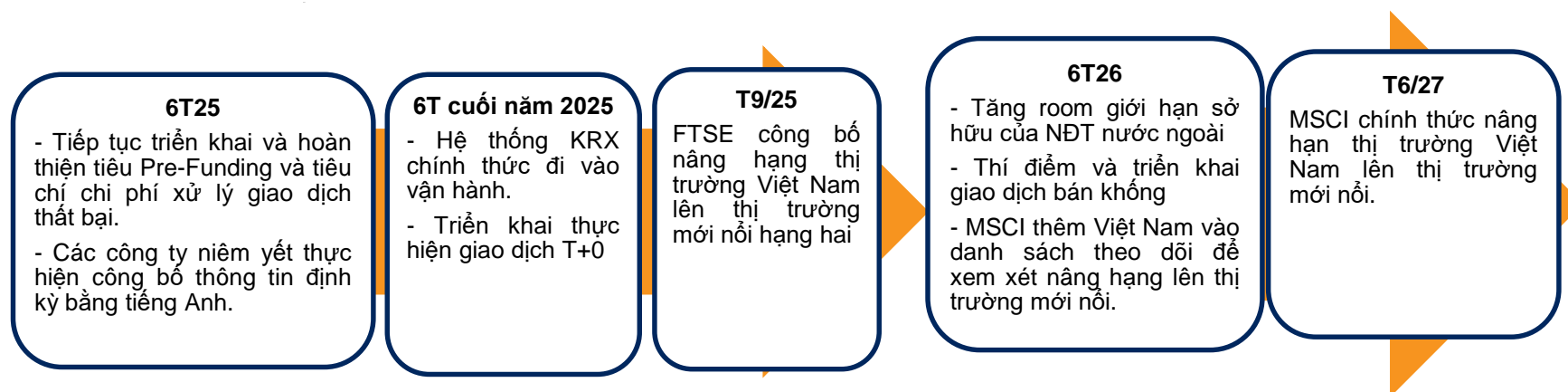


Mặc dù thị trường có sự tăng trưởng nhưng thanh khoản sụt giảm, cho thấy nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu và hạn chế giao dịch.



- Các vị thế mua và nắm giữ cùng với đòn bẩy cao của nhà đầu tư có thể thay đổi trong năm 2025 khi việc Việt Nam được nâng hạng lên FTSE thu hút dòng vốn mới từ các quỹ thụ động. Điều này có khả năng tạo ra sự phân hóa trong hiệu suất cổ phiếu, và chúng tôi kỳ vọng thanh khoản được cải thiện từ dòng vốn ngoại sẽ khuyến khích các nhà giao dịch quay lại, thúc đẩy hoạt động thị trường.
- Định giá thị trường hiện tại không quá cao so với mức trung bình 5 năm của chỉ số P/E và P/B, ngoại trừ một số ngành cụ thể. Điều này cho thấy có nhiều cơ hội đầu tư trong năm 2025, đặc biệt khi lợi nhuận doanh nghiệp được dự báo duy trì đà tăng trưởng vững chắc.

Tổ chức xếp hạng thị trường	Các tiêu chí Việt Nam cần cải thiện để được xem xét nâng hạng lên thị trường mới nổi
FTSE	<ul style="list-style-type: none"> - Tiêu chí Pre-Funding: Cơ chế thực hiện đã được ban hành và các công ty chứng khoán hiện đang triển khai. Đang chờ đánh giá từ FTSE. - Tiêu chí chi phí xử lý giao dịch thất bại: Cơ chế thực hiện đã được thiết lập và các công ty chứng khoán đang triển khai. Đang chờ thêm dữ liệu thực tế và đánh giá từ FTSE.
MSCI	<ul style="list-style-type: none"> - Giới hạn sở hữu nước ngoài - Room cho nhà đầu tư nước ngoài - Quyền bình đẳng đầu tư nước ngoài - Mức độ tự do hóa thị trường ngoại hối - Luồng thông tin - Thanh toán bù trừ - Khả năng chuyển nhượng không qua sàn - Bán khống - Cho vay chứng khoán



- Thông tư 68/2024/TT-BTC, được Bộ Tài chính ban hành và có hiệu lực từ ngày 2/11/2024, đã thiết lập khung pháp lý để các công ty chứng khoán phát triển sản phẩm và dịch vụ nhằm đáp ứng các tiêu chí nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam của cả FTSE và MSCI. Với việc đáp ứng hai tiêu chí còn lại của FTSE Russell, bao gồm Tiêu chí Pre-Funding và tiêu chí chi phí liên quan đến giao dịch thất bại, chúng tôi kỳ vọng FTSE Russell sẽ chính thức nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam lên Thị trường mới nổi hạng hai trong kỳ đánh giá định kỳ vào T9/25 của tổ chức này.
- Với cam kết mạnh mẽ trong việc đạt được mục tiêu nâng hạng thị trường chứng khoán và xây dựng một thị trường vốn phát triển bền vững, chúng tôi tin rằng các cơ quan quản lý nhà nước sẽ tiếp tục xây dựng các cơ chế để đáp ứng các tiêu chí nâng hạng còn lại của MSCI. Chúng tôi kỳ vọng các tiêu chí nâng hạng còn lại của MSCI sẽ được đáp ứng vào năm 2026, và thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ chính thức được MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi trong kỳ đánh giá thường niên của tổ chức này vào T6/27.

Ước tính giá trị cổ phiếu Việt Nam sẽ được các quỹ ETF mô phỏng các chỉ số của FTSE mua vào khi Việt Nam được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi hạng 2

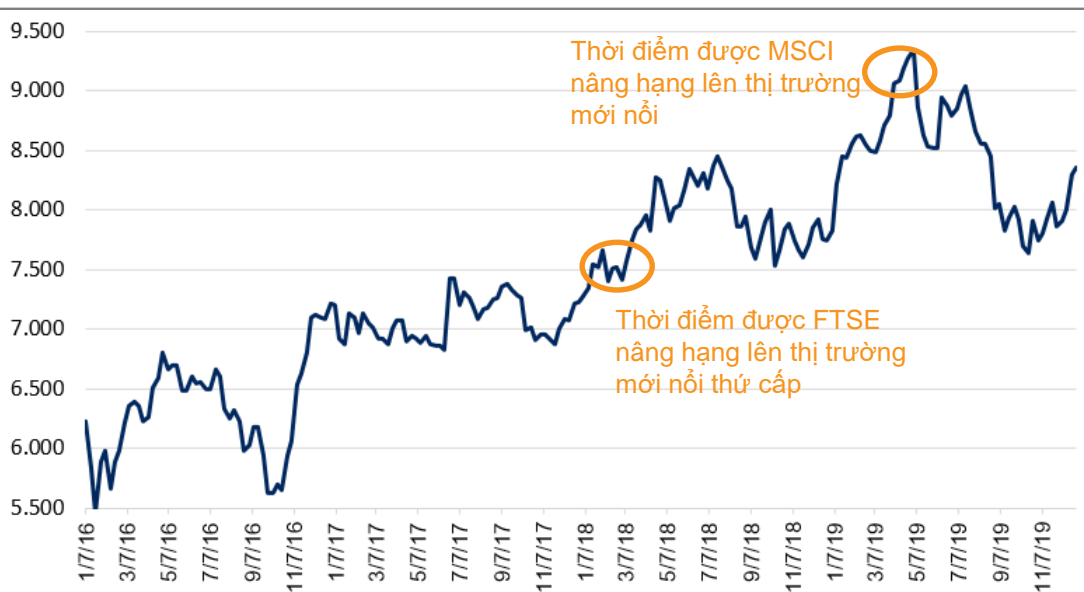
Quỹ ETF	Chỉ số mô phỏng	Tổng tài sản (triệu usd)	Ước tính tỷ trọng cổ phiếu Việt Nam được phân bổ khi Việt Nam được FTSE nâng hạng	Ước tính giá trị cổ phiếu VN được ETF mô phỏng chi số mua khi Việt Nam được FTSE nâng hạng (triệu usd)
Vanguard Total International Stock ETF	FTSE Global All Cap ex US	442.800	0,13%	575,6
Vanguard Institutional Total International Stock Market Index Trust II	FTSE Global All Cap ex US	219.900	0,13%	285,9
Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	FTSE Emerging Markets All Cap China A	110.800	0,50%	554,0
Vanguard FTSE All-World ex-US Index Fund	FTSE All-World ex US	58.200	0,13%	75,7
Vanguard Total World Stock ETF	FTSE Global All Cap	55.500	0,05%	27,8
Vanguard FTSE All-World UCITS ETF	FTSE All-World	32.660	0,05%	16,3
Schwab Emerging Markets Equity ETF	FTSE Emerging Markets	9.146	0,50%	45,7
Tổng		929.006		1.581

Top cổ phiếu có vốn hóa thị trường tự do lưu hành và có tỷ lệ sở hữu NĐT nước ngoài còn được mua lớn

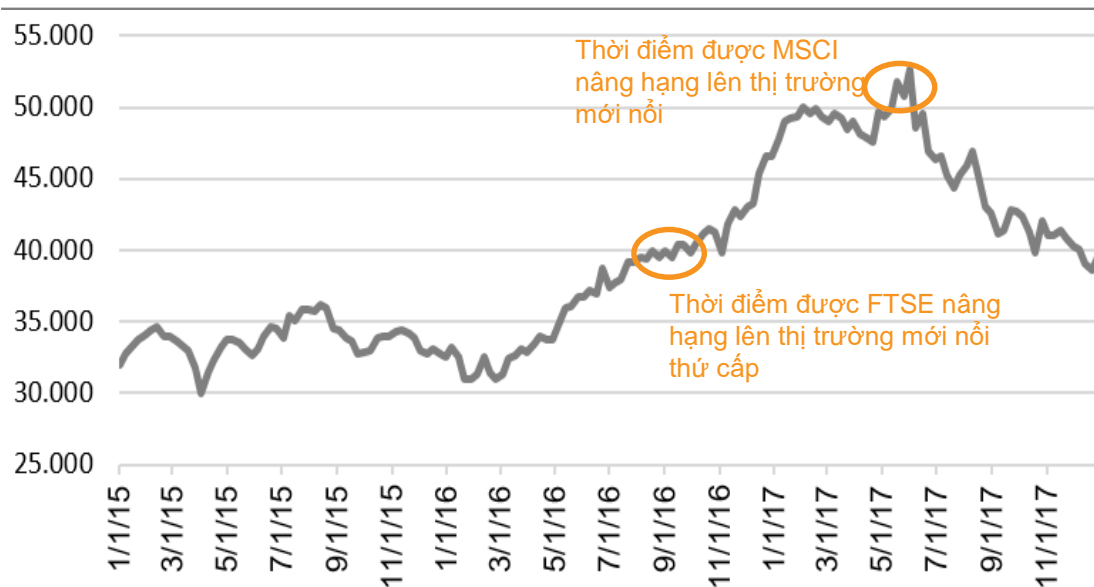
STT	Cổ phiếu	Tổng GTVH tự do chuyên nhượng (tỷ đồng)	Tổng GTVH (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu NĐT nước ngoài còn mua được (%)
1	FPT	190,7	224,3	3,4%
2	HPG	93,8	170,5	27,3%
3	VPB	83,8	152,3	4,9%
4	STB	69,6	69,6	6,1%
5	VHM	57,5	164,3	37,7%
6	VCB	56,1	509,7	7,0%
7	VNM	53,0	132,5	48,4%
8	VIC	46,5	155,0	38,0%
9	MSN	45,3	100,7	22,8%
10	SSI	35,8	51,1	59,6%
11	SHB	31,9	37,5	27,2%
12	EIB	30,6	36,0	27,5%
13	VJC	29,8	54,2	16,9%
14	DGC	26,6	44,3	31,0%
15	KDH	20,1	36,5	12,9%
16	NAB	19,0	21,1	28,9%
17	KBC	16,7	20,9	30,2%
18	VCI	16,7	23,8	75,0%
19	VRE	15,6	39,0	30,1%
20	VND	14,4	19,2	88,1%

- Ngay sau khi thị trường Việt Nam được FTSE Russell nâng hạng, cổ phiếu Việt Nam sẽ được các quỹ ETF mô phỏng các chỉ số của FTSE mua vào. Với vốn hóa thị trường của thị trường Việt Nam hiện bằng ¼ so với vốn hóa thị trường Indonesia, chúng tôi ước tính tỷ trọng phân bổ cho các cổ phiếu Việt Nam của các quỹ ETF mô phỏng chỉ số FTSE sẽ dao động từ 0,05% đến 0,5% tổng tài sản ròng của từng ETF. Điều này có thể giúp thị trường Việt Nam thu hút gần 1,6 tỷ USD. Ngoài ra, dòng vốn đổ vào thị trường Việt Nam từ các quỹ đầu tư chủ động khi Việt Nam được FTSE Russell nâng hạng cũng là rất lớn.
- Chúng tôi cho rằng, những cổ phiếu Việt Nam hiện có vốn hóa thị trường tự do lưu hành (free float) cao và tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài còn được mua lớn sẽ có nhiều cơ hội được đưa vào các chỉ số FTSE, qua đó sẽ có nhiều cơ hội được các quỹ ETF mô phỏng các chỉ số này mua vào.

Diễn biến của chỉ số SASEIDX Index (Saudi Arabia) từ 2016 – 2019



Diễn biến của chỉ số KSE 100 Index (Pakistan) từ 2015-2017



- Nhìn lại diễn biến của các thị trường chứng khoán đã được FTSE Russel nâng hạng lên thị trường mới nổi hạng 2 và MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi trong những năm gần đây như thị trường chứng khoán Saudi Arabia, thị trường chứng khoán Pakistan ... chúng tôi thấy rằng việc được các tổ chức này nâng hạng đã tạo ra những cú huých và góp phần đưa các thị trường chứng khoán này lên những đỉnh cao mới. Chúng tôi tin rằng thị trường chứng khoán Việt Nam cũng sẽ có diễn biến tương tự khi được FTSE Russel và MSCI nâng hạng.

Mặc dù tự tin vào tăng trưởng kinh tế nội địa và dự báo lợi nhuận thị trường, chúng tôi cho rằng hiệu suất thị trường vẫn phần nào bị chi phối bởi các yếu tố bên ngoài khó dự báo. Chúng tôi tin rằng khả năng cao Việt Nam sẽ được FTSE công bố nâng hạng trong năm 2025, nhưng các yếu tố bất định đến từ chính sách của ông Trump và lo ngại về tỷ giá vẫn còn hiện hữu (những điều đã gây áp lực lớn lên VN-Index trong quý 4/2024).

Kịch bản tích cực

Kịch bản tiêu cực

	Kịch bản tích cực	Kịch bản tiêu cực
Tăng trưởng lợi nhuận	Tăng trưởng EPS 17%	Tăng trưởng EPS 17%
Donald Trump	Đạt thỏa thuận với Trung Quốc, Canada và Mexico để giảm thuế. Không áp thuế lên Việt Nam.	Thuế đối với Trung Quốc, Canada và Mexico duy trì trong năm 2025. Áp thuế chọn lọc với hàng chuyển tải qua Việt Nam.
Fed	Hai lần giảm lãi suất 25 điểm cơ bản trong 2025.	Không cắt giảm lãi suất trong 2025.
Sức mạnh USD	Chỉ số DXY giảm dưới 102. Tỷ giá USD/VND ổn định.	Chỉ số DXY tăng trên 110. SBV phải thực hiện các hành động phòng vệ để bảo vệ đồng VND hoặc chấp nhận phá giá.
FTSE	Công bố Việt Nam được nâng hạng trong tháng 9.	Không có thông báo về việc nâng hạng.
Chỉ số P/E khi đóng cửa 2025	15x	12x
Dự báo VN-Index 2025	Đóng cửa tại 1.670 (thị trường tăng 32%)	Đóng cửa tại 1.340 (thị trường tăng 6%)

Ngành Ngân hàng

Ngày vàng đã qua, con đường phía trước phân hóa hơn

- Chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong năm 2025.
- Các ngân hàng có năng lực và khả năng thúc đẩy tín dụng sẽ có mức tăng giá cổ phiếu cao hơn trung bình.
- Tăng vốn tiếp tục là ưu tiên hàng đầu của ngành ngân hàng.
- Thông tư 53 cùng với điều kiện kinh tế cải thiện sẽ hỗ trợ nâng cao chất lượng tài sản.



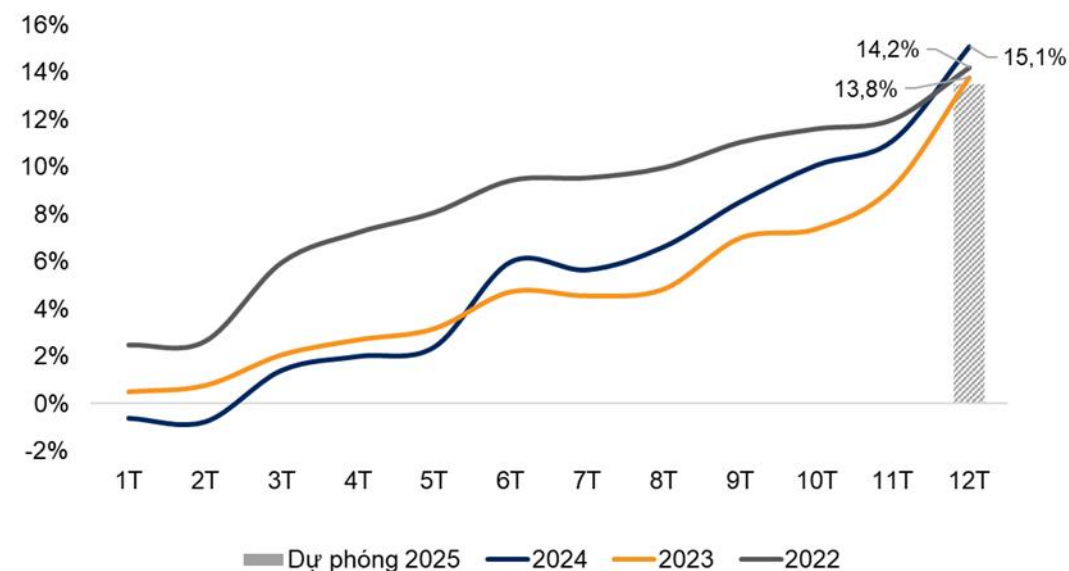
Tăng trưởng tín dụng là một trong những động lực chính thúc đẩy giá cổ phiếu ngành ngân hàng

Giá cổ phiếu có mối tương quan thuận với kỳ vọng và mức tăng trưởng tín dụng.

(* : Giá đã điều chỉnh sau cổ tức bằng tiền mặt và cổ tức bằng cổ phiếu)

	Tăng trưởng tín dụng		Tăng trưởng tín dụng		Tăng trưởng tín dụng	
	Giá cổ phiếu	Tăng trưởng tín dụng	Giá cổ phiếu	Tăng trưởng tín dụng	Giá cổ phiếu	Tăng trưởng tín dụng
LPB	8%	11,7%	72%	15,2%	97%	16,1%
TCB*	35%	7,1%	75%	12,8%	67%	17,4%
HDB*	15%	6,2%	16%	13,0%	46%	16,5%
MBB*	30%	0,4%	28%	9,4%	38%	13,5%
CTG	29%	2,8%	20%	6,6%	31%	9,0%
ACB*	15%	3,9%	28%	12,8%	31%	13,9%
VIB*	31%	0,5%	27%	4,6%	24%	11,6%
VCB	18%	-0,3%	8%	7,7%	13%	10,2%
BID*	21%	0,9%	7%	5,9%	13%	9,8%
TPB*	9%	-3,3%	6%	3,9%	11%	13,5%
STB	11%	3,7%	9%	7,0%	10%	8,9%
VPB*	-1%	2,1%	7%	8,5%	8%	9,8%

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2025 đạt 13% - 14%



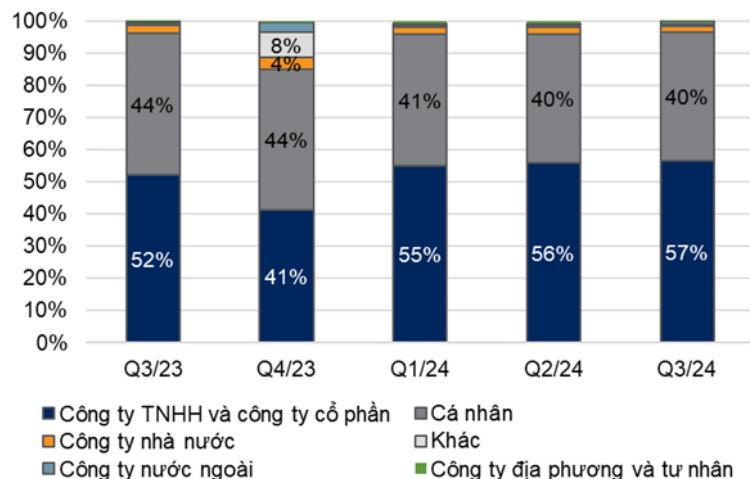
- LPB, TCB, CTG (+4% hạn mức tín dụng trong năm 2024), MBB (+2% hạn mức tín dụng) và HDB dẫn đầu tăng trưởng giá cổ phiếu trong ngành với kết quả tín dụng vượt trội. Tính đến cuối tháng 12/2024, tăng trưởng tín dụng toàn ngành đạt **15,08%**, đạt mục tiêu toàn ngành đề ra
- Mô hình kinh doanh cạnh tranh với tỷ trọng cho vay doanh nghiệp cao là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tín dụng của từng ngân hàng: TCB (58% cho vay doanh nghiệp) hưởng lợi từ nhu cầu tái cấp vốn bất động sản đang gia tăng, HDB (60%) tận dụng thế mạnh cho vay chuỗi và LPB (62%) tập trung vào cho vay vốn lưu động trong ngành nông nghiệp và thương mại. Trong khi đó, MBB và CTG khai thác cơ hội từ đầu tư công và tập trung vào khách hàng doanh nghiệp (50% cho vay doanh nghiệp/bán lẻ).
- Chúng tôi kỳ vọng **tăng trưởng tín dụng sẽ tiếp tục là yếu tố chính thúc đẩy giá cổ phiếu trong năm 2025**, làm nổi bật thế mạnh của từng mô hình kinh doanh. Chúng tôi kỳ vọng khách hàng doanh nghiệp sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì tăng trưởng, khi sự phục hồi của khách hàng cá nhân còn chưa rõ nét.

Nguồn: FIINPRO, VNDIRECT RESEARCH

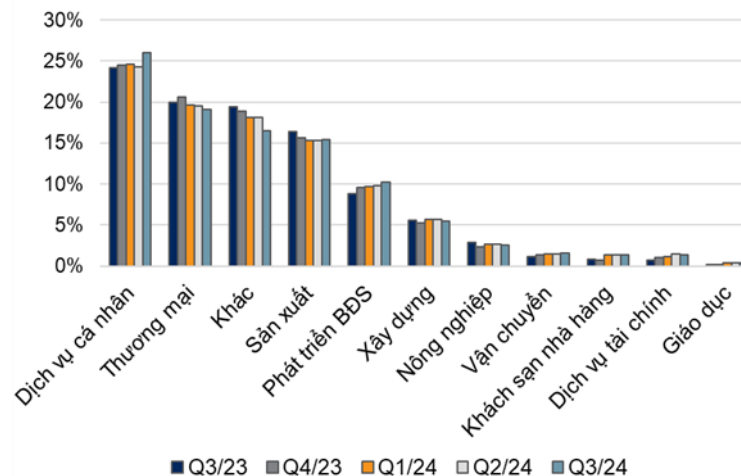
*Dữ liệu giá cổ phiếu từ 26/12/2023 đến 26/12/2024

Tăng trưởng tín dụng sẽ tiếp tục phân hóa giữa các ngân hàng

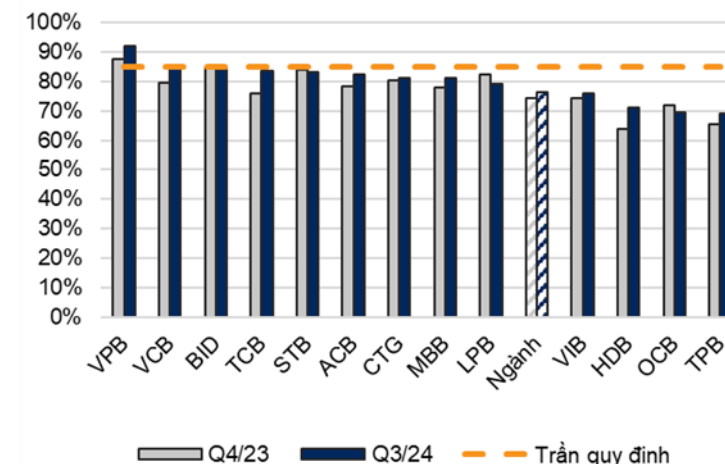
Tỷ trọng cho vay doanh nghiệp đã tăng trong bốn quý liên tiếp



Tỷ trọng cho vay dịch vụ cá nhân, cho vay bất động sản và cho vay vận tải đã tăng lên trong Q3/24



Hầu hết các ngân hàng ghi nhận tỷ lệ LDR tăng và duy trì ở mức cao tính đến Q3/2024



- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2025 đạt 13%-14%, được hỗ trợ bởi tăng trưởng GDP ở mức 7,3%, qua đó thúc đẩy niềm tin kinh doanh, đầu tư và thu nhập hộ gia đình tăng. Tuy nhiên, các rủi ro sẽ bao gồm: 1) lãi suất cho vay tăng khiến cả người vay và ngân hàng thận trọng hơn; 2) tỷ lệ LDR cao và lãi suất tiền gửi tăng gây thêm áp lực; 3) sự phục hồi chậm trong phân khúc bán lẻ; 4) khó khăn trên các thị trường tài sản như chứng khoán sẽ làm giảm nhu cầu vay vốn; và 5) các ngân hàng quy mô nhỏ hạn chế cho vay ở các lĩnh vực rủi ro cao để duy trì tỷ lệ an toàn vốn (CAR) trong bối cảnh cạnh tranh về vốn tăng.
- Chúng tôi tin rằng nhu cầu tín dụng năm 2025 sẽ chủ yếu đến từ các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực thương mại, sản xuất và xây dựng. Vì vậy, các ngân hàng có thế mạnh trong các lĩnh vực này, như **HDB**, **CTG**, **MBB** và **VCB**, dự kiến sẽ đạt tăng trưởng tín dụng và kết quả tài chính ấn tượng. Trong số các ngân hàng này, HDB có tỷ lệ LDR thấp nhất, mang lại dư địa lớn để đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng trong năm 2025 mà không cần tăng lãi suất tiền gửi.

Tăng vốn thể hiện năng lực triển khai hoạt động tín dụng của mỗi ngân hàng trong chu kỳ tăng trưởng kinh tế

Dự thảo thông tư điều chỉnh quy định tỷ lệ an toàn vốn (CAR) theo Basel III

Các yêu cầu tối thiểu	Chi tiết từ dự thảo
<ul style="list-style-type: none"> - Tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu: 10,5% - Tỷ lệ vốn cấp 1 tối thiểu: 6% - Tỷ lệ vốn lõi cấp 1 (CET1) tối thiểu: 4,5% - Tổng vốn cấp 1 + cấp 2: 8% - Mức đệm bảo toàn vốn (CCB) tối thiểu: 2,5% 	<p>1) Tại khoản 4 Điều 5 yêu cầu cụ thể các tỷ lệ bao gồm: Tỷ lệ Vốn lõi cấp 1 tối thiểu là 4,5%; Tỷ lệ Vốn cấp 1 tối thiểu là 6%. Về tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR), dự thảo đưa ra hai phương án là duy trì ở 8% hoặc tăng dần theo lộ trình đến 2033 đạt 10,5%.</p> <p>2) Dự thảo giao quyền cho Thống đốc NHNN quyết định tỷ lệ đệm vốn phân chu kỳ (CCB) trong từng thời kỳ, tùy vào tình hình thực tế. Tỷ lệ này nhằm ngăn ngừa tác động của suy giảm kinh tế và có thể linh hoạt dao động từ 0% - 2,5%. Cụ thể, tỷ lệ sẽ tăng khi thị trường tăng trưởng nóng và giảm khi thị trường ổn định. Tuy nhiên, DTTT chưa đưa ra yêu cầu cụ thể về mức tỷ lệ này.</p>

Luật các Tổ chức Tín dụng 2024 quy định mới về việc giảm dần hạn mức tín dụng đối với khách hàng của TCTD theo từng giai đoạn

Luật các Tổ chức Tín dụng 2024

1) Tổng dư nợ tín dụng được cấp bởi các ngân hàng thương mại, ngân hàng hợp tác, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, quỹ tín dụng nhân dân và tổ chức tài chính vi mô bị giới hạn:

	Từ ngày 01/07/2024 đến ngày 31/12/2025	2026	2027	2028	Từ ngày 01/01/2029
Đối với một khách hàng	14% vốn tự có của TCTD	giảm 1% mỗi năm vào các năm 2026, 2027 và 2028			10% vốn tự có của TCTD
Đối với một khách hàng và người có liên quan của khách hàng đó	23% vốn tự có của TCTD	giảm 2% mỗi năm vào các năm 2026, 2027 và 2028			15% vốn tự có của TCTD

2) Tổng dư nợ tín dụng được cấp bởi các tổ chức tín dụng phi ngân hàng (tức là các công ty tài chính tổng hợp và công ty tài chính chuyên ngành) bị giới hạn

	Từ ngày 01/07/2024
Đối với một khách hàng	15% vốn tự có của TCTD (thay vì 25% cố định theo LCI 2010)
Đối với một khách hàng và người có liên quan của khách hàng đó	25% vốn tự có của TCTD (thay vì 50% cố định theo LCI 2010)

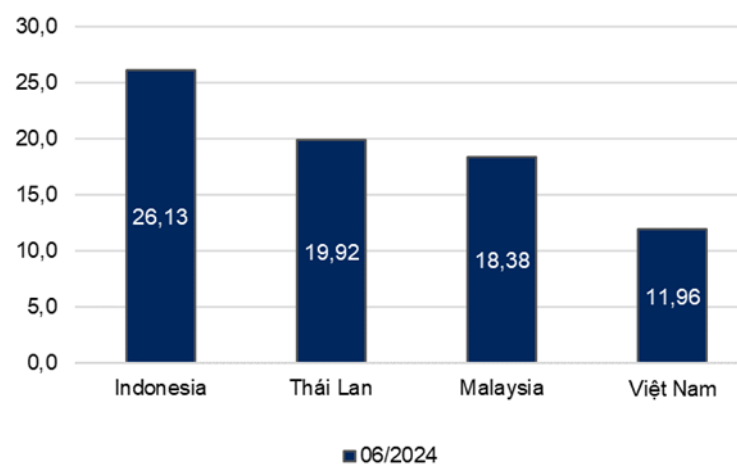
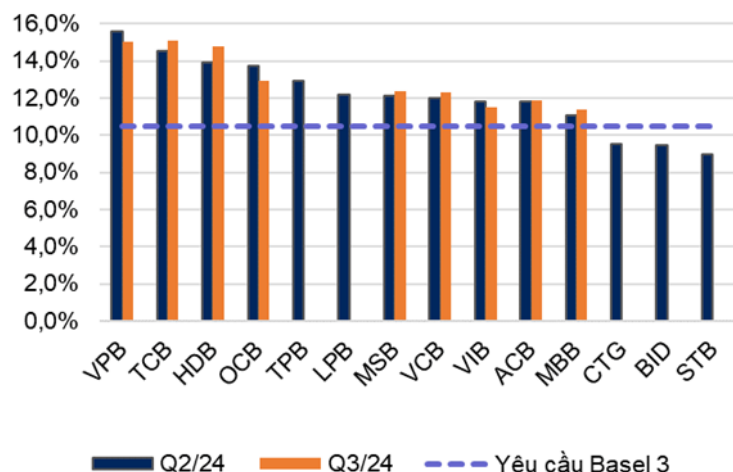
- Ngoài việc thể hiện khả năng mở rộng danh mục cho vay, tăng vốn là yếu tố cần thiết để ngân hàng gia tăng cho vay các doanh nghiệp lớn tham gia vào các dự án đầu tư công trọng điểm. Các ngân hàng nhỏ, ít danh tiếng hơn sẽ khó khăn hơn trong việc tăng vốn và tài trợ cho các khoản vay có biên lợi nhuận cao.
- Ngân hàng Nhà nước cũng rất linh hoạt khi đưa ra **hai lựa chọn** cho các ngân hàng để đáp ứng quy định về tỷ lệ an toàn vốn CAR: hoặc tăng bộ đệm bảo toàn vốn (CCB) hoặc giảm cho vay vào các lĩnh vực rủi ro cao.

Tăng vốn là cần thiết để ứng phó rủi ro và cải thiện biên lợi nhuận khi đà phục hồi của thị trường bất động sản bắt đầu tăng tốc

Các NHTM Nhà nước có tỷ lệ CAR thấp hơn NHTM tư nhân. Chúng tôi kỳ vọng các NHTM NN sẽ tích cực hơn trong việc hoàn thành kế hoạch tăng vốn trong năm 2025

Tỷ lệ CAR (%) của các ngân hàng Việt Nam thuộc mức thấp nhất trong khu vực Đông Nam Á

Các kế hoạch tăng vốn đã được triển khai trong năm 2024 và sẽ tiếp tục thực hiện trong năm 2025

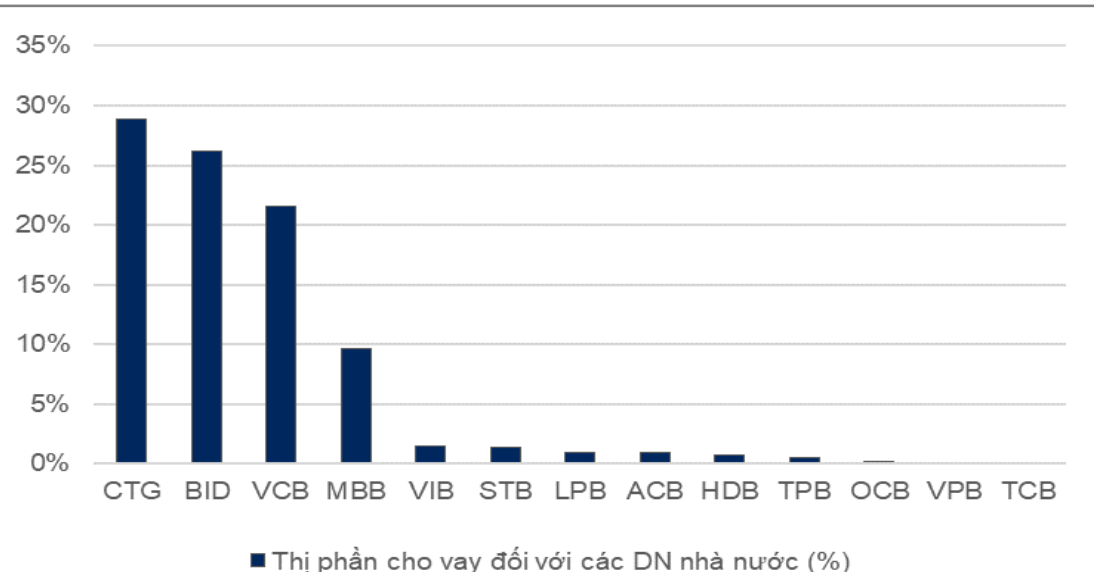


Ngân hàng	Kế hoạch phát hành năm 2024	Kế hoạch phát hành năm 2025
VCB	Cổ tức bằng cổ phiếu (49,5%) đã được Quốc hội phê duyệt vào T11/24, dự kiến hoàn thành trong năm 2024.	Chào bán riêng lẻ (6,5%): sẽ được triển khai trong nửa đầu năm 2025, với giá trị phát hành thêm dự kiến khoảng 1 tỷ USD.
BID	Cổ tức bằng cổ phiếu (21%) đã được thực hiện vào T12/24.	Phát hành riêng lẻ: sẽ hoàn thành 1,8% tổng kế hoạch (9%) với mức giá bán 38.800 đồng trong Q1/25.
MBB	Chào bán riêng lẻ (73 triệu cổ phiếu), cổ tức bằng cổ phiếu (15%) và Esop (19 triệu cổ phiếu) đã được thực hiện trong năm 2024.	Phát hành 62 triệu cổ phiếu qua chào bán riêng lẻ sẽ được thực hiện trong nửa đầu năm 2025.

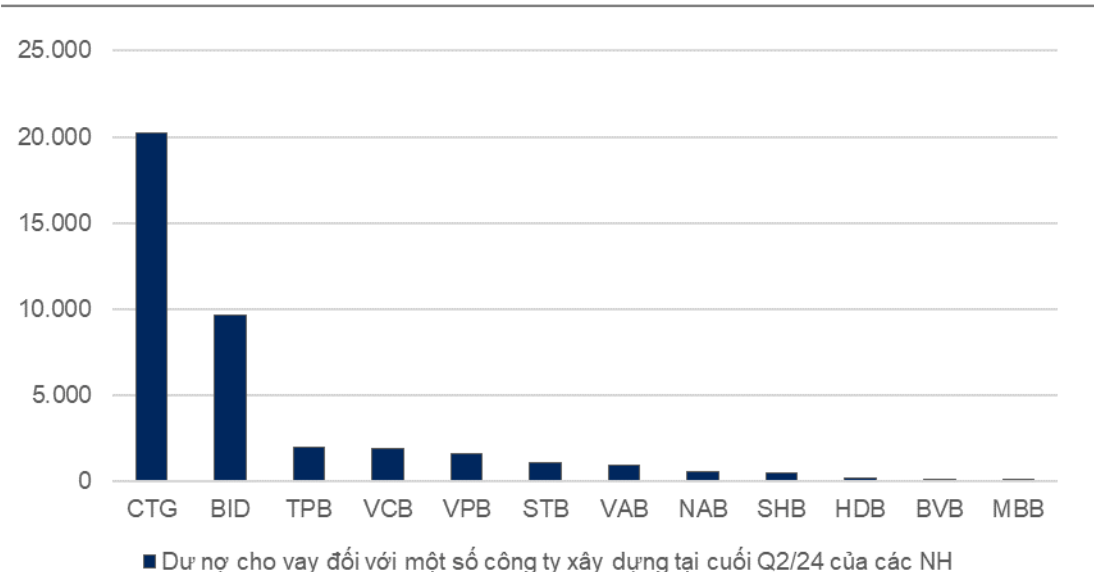
- Bên cạnh tăng trưởng tín dụng, tăng vốn là **chủ điểm đầu tư thứ hai**, do tăng vốn sẽ giúp ngành ngân hàng trở nên hấp dẫn hơn trong mắt các nhà đầu tư bởi 1) ngành sẽ trở nên an toàn khi đáp ứng các quy định mới của NHNN và 2) lo ngại tác động tiêu cực từ rủi ro tập trung sẽ được giảm xuống. Chúng tôi cho rằng tăng vốn sẽ là ưu tiên trước mắt của ngành do: 1) quy định mới về giới hạn tín dụng cấp cho một khách hàng và nhóm khách hàng dựa trên vốn điều lệ đã được thông qua vào T7/24; 2) dự thảo thông tư mới nhằm đảm bảo hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam đáp ứng các tiêu chuẩn của Basel III; 3) tỷ lệ CAR tối thiểu sẽ là 10,5% vào năm 2033 và tỷ lệ CAR của các ngân hàng Việt Nam đang nằm trong nhóm thấp nhất Đông Nam Á (11,96%); và 4) nhà đầu tư nước ngoài lo ngại hơn về mức độ ảnh hưởng của rủi ro tín dụng với nhóm NHTM quốc doanh khi cho vay các doanh nghiệp Nhà nước.
- Các ngân hàng có tỷ lệ CAR cao hơn cũng sẽ có lợi thế trong việc cho vay vào các lĩnh vực có trọng số rủi ro cao nhưng biên lợi nhuận lớn (như ngành bất động sản).

Thúc đẩy đầu tư công là động lực chính cho tăng trưởng kinh tế trong năm nay

Các NHTM quốc doanh chiếm thị phần lớn trong cho vay các doanh nghiệp nhà nước



CTG, BID là những ngân hàng dẫn đầu trong dư nợ cho vay các công ty xây dựng (*) (đơn vị: tỷ đồng)



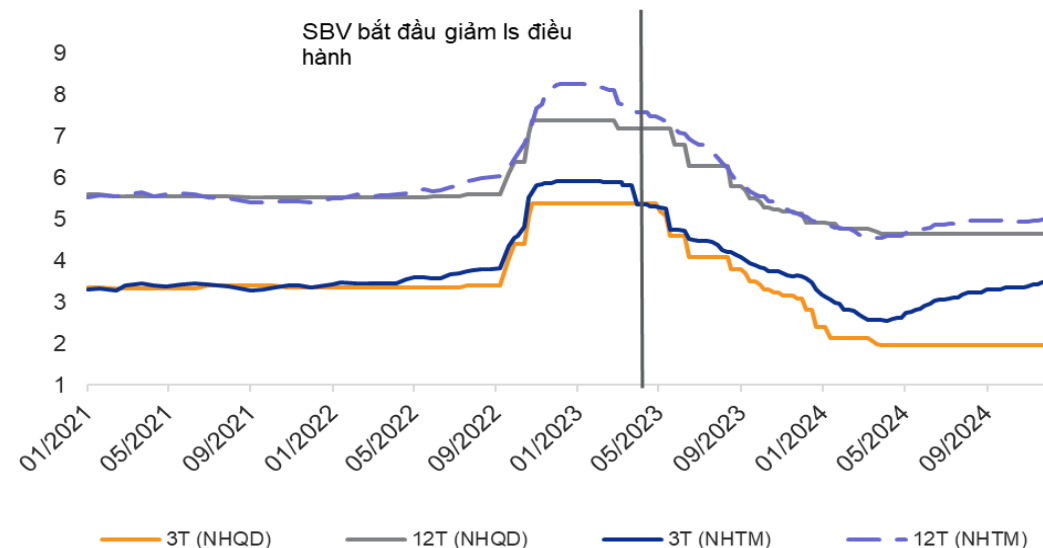
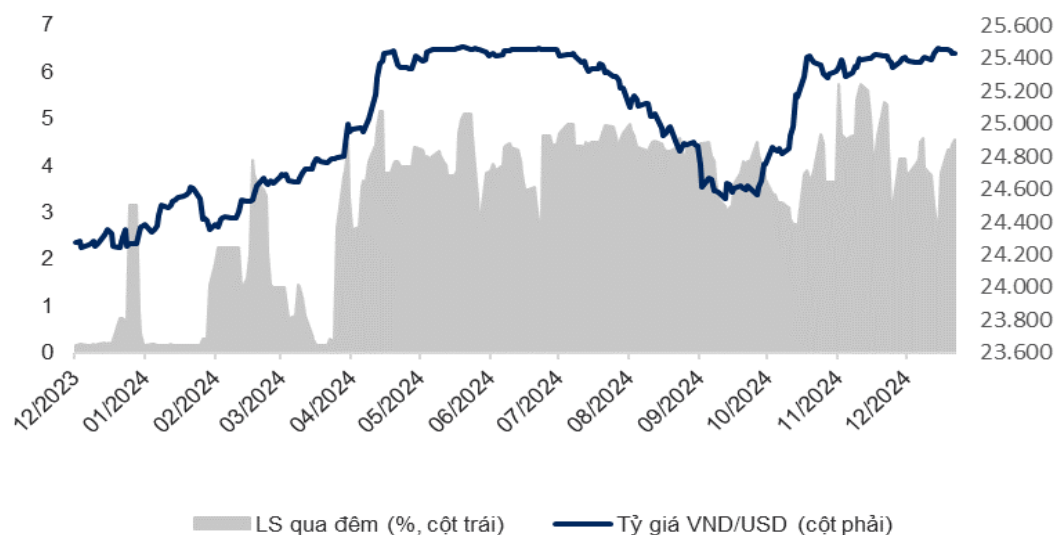
- Chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng cho vay nhóm khách hàng là doanh nghiệp nhà nước, công ty xây dựng và đầu tư công, như **MBB, CTG và VCB**, sẽ có mức tăng trưởng tín dụng vượt trội vào năm tới.
- **CTG, BID và VCB** là những ngân hàng hưởng lợi chính nhờ mối quan hệ chặt chẽ với các công ty xây dựng và doanh nghiệp nhà nước. Các ngân hàng này đang có vị thế thuận lợi để nắm bắt nhu cầu vốn tăng mạnh.
- MBB được hưởng lợi từ mối quan hệ bền chặt với các công ty xây dựng tham gia vào các dự án đầu tư công cấp tỉnh, giúp ngân hàng mở rộng hoạt động cho vay đối với các doanh nghiệp chưa niêm yết.

*Các công ty xây dựng bao gồm: VGC, LCG, C4G, HHV, CC1, TTL, G36

Lãi suất được dự báo sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong năm nay

Lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức cao ngăn chặn các giao dịch chênh lệch lãi suất (Carry trade).

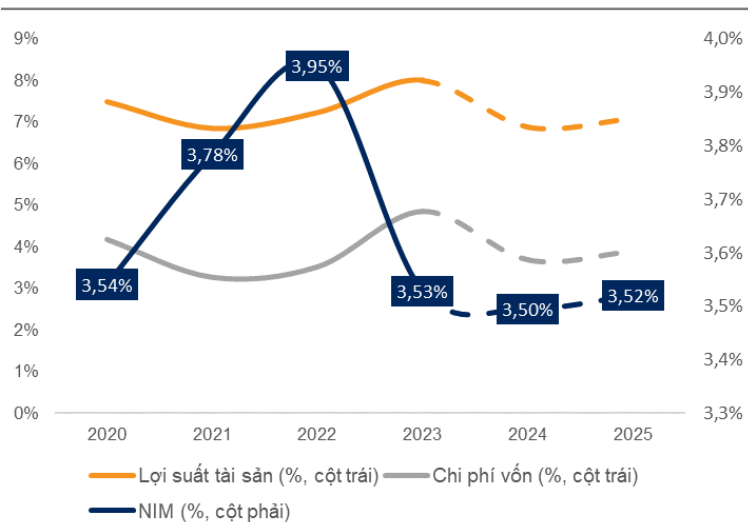
Lãi suất tiền gửi tăng nhẹ do ảnh hưởng của cơ cấu kỳ hạn



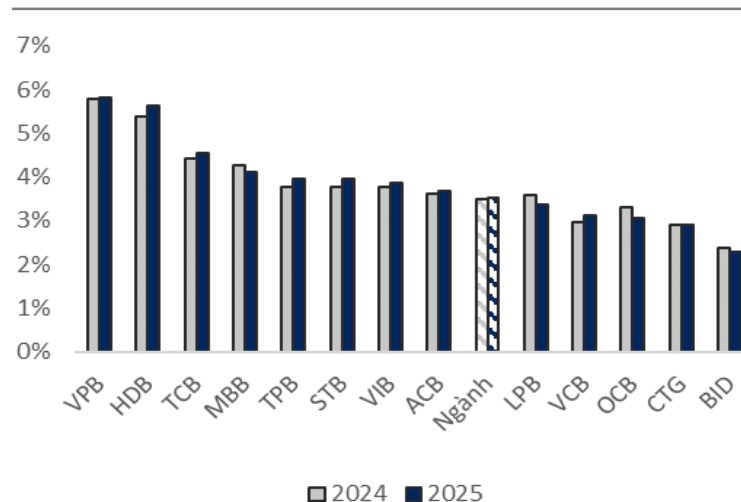
- Chúng tôi kỳ vọng lãi suất qua đêm sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2025 do áp lực tỷ giá tiếp diễn. Kể từ Q2/24, Ngân hàng Nhà nước đã duy trì lãi suất liên ngân hàng qua đêm ở mức khoảng 4% nhằm giảm chênh lệch lãi suất với đồng USD và ngăn chặn các giao dịch chênh lệch lãi suất (Carry trade).
- Chúng tôi dự phóng lãi suất tiền gửi sẽ tăng thêm 50-100 điểm cơ bản svck vào năm 2025, do lãi suất liên ngân hàng ngắn hạn duy trì ở mức cao và nhu cầu vốn tăng để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng trong bối cảnh tỷ lệ LDR cao. Áp lực tăng vốn dự kiến sẽ gia tăng đối với các ngân hàng trong năm 2025 khi tỷ lệ LDR vẫn ở mức cao, đặc biệt với các NHTM nhà nước khi tỷ lệ LDR của nhóm này gần ngưỡng trần 85%. Thách thức này càng trở nên nghiêm trọng khi tỷ trọng tiền gửi Kho bạc Nhà nước trong cơ cấu vốn sẽ bị giảm từ 40% xuống 20%, có hiệu lực từ đầu năm 2025.

Biên lãi thuần (NIM) sẽ duy trì ổn định, nhờ nhu cầu vay vốn mở rộng kinh doanh, đầu tư công và nhu cầu vay mua nhà ngày càng tăng

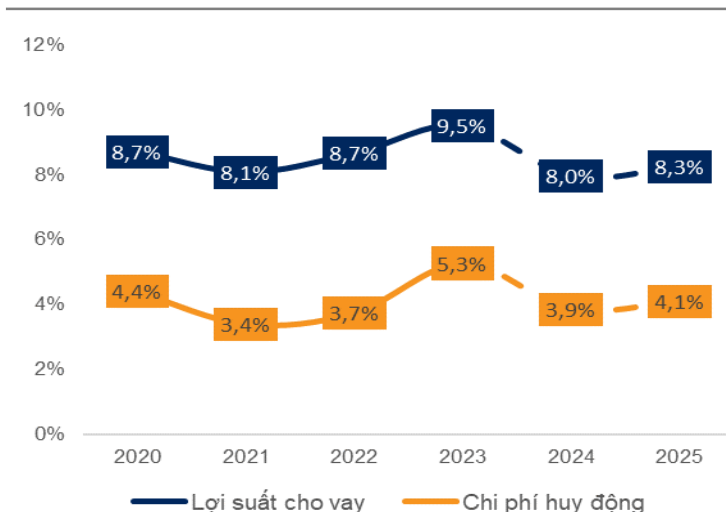
NIM toàn ngành dự kiến sẽ phục hồi lên mức 3,52% vào năm 2025



NIM của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi



Lãi suất toàn ngành sẽ duy trì xu hướng tăng

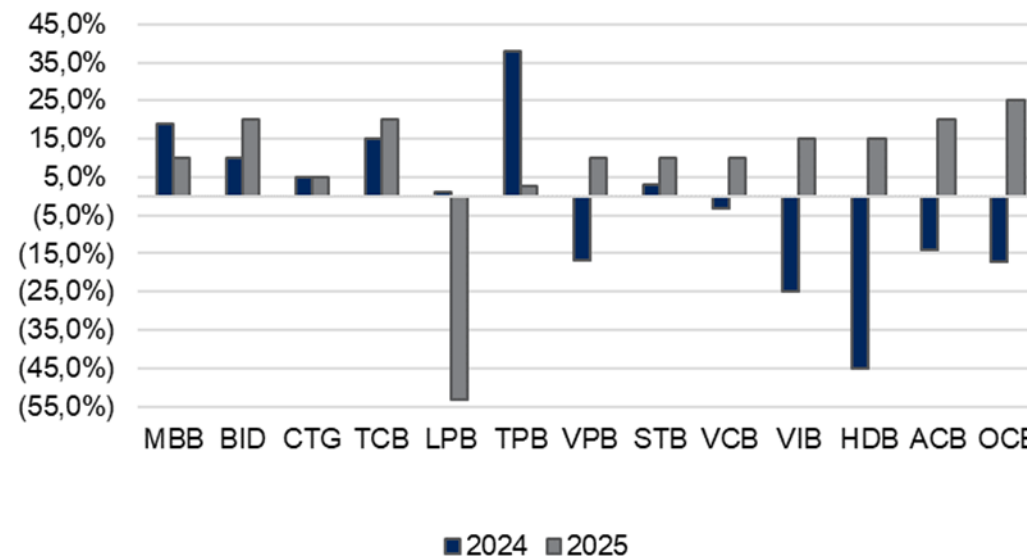
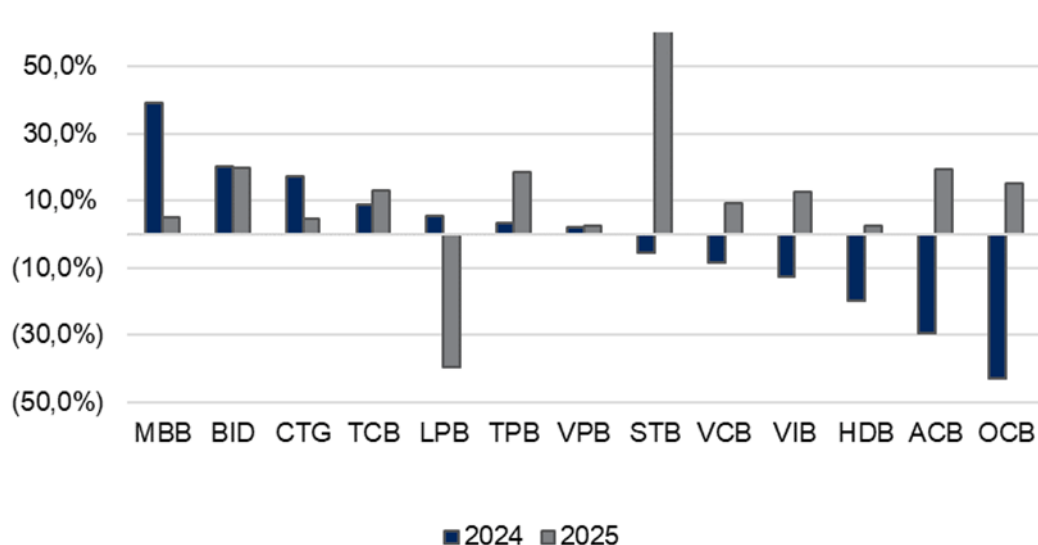


- Lãi suất cho vay dự kiến sẽ gia tăng, sẽ gây áp lực lên dự phóng tăng trưởng tín dụng của chúng tôi nhưng không đáng kể, do lãi suất vẫn được kỳ vọng thấp hơn so với các giai đoạn tăng trưởng bình thường của ngành và nền kinh tế.
- Chúng tôi dự báo NIM toàn ngành sẽ tăng lên 3,52% vào năm 2025 (**NIM của các cổ phiếu trong danh mục theo dõi của chúng tôi đạt 3,9%**) nhờ tăng trưởng lợi suất tài sản (AY) tăng cao hơn đà tăng của chi phí vốn (COF). Chi phí vốn dự kiến sẽ tăng thêm 25-50 điểm cơ bản svck do lãi suất tiền gửi cao hơn, nhưng các ngân hàng có thể bù đắp bằng cách chuyển chi phí sang người vay và gia tăng tỷ trọng cho vay dài hạn, nhờ nhu cầu mở rộng kinh doanh, đầu tư công, và nhu cầu bất động sản đang phục hồi.
- Lãi suất cho vay dự kiến sẽ tăng lên mức trung bình ~8,3%/năm (đối với các khoản vay ngắn hạn) với kịch bản NHNN không tăng lãi suất điều hành. Chúng tôi tin rằng mức lãi suất này vẫn thấp hơn so với giai đoạn trước đại dịch (trên 9%), và do đó sẽ không ảnh hưởng tiêu cực đến các mục tiêu tăng trưởng kinh tế hoặc hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn phục hồi và tăng trưởng.

Hoạt động bancassurance sẽ cải thiện từ mức nền thấp của năm 2024, và thu nhập từ thu hồi tài sản đảm bảo sẽ duy trì đà tăng trưởng trong năm 2025

Thu nhập ngoài lãi (Non-II) sẽ tăng từ mức nền thấp

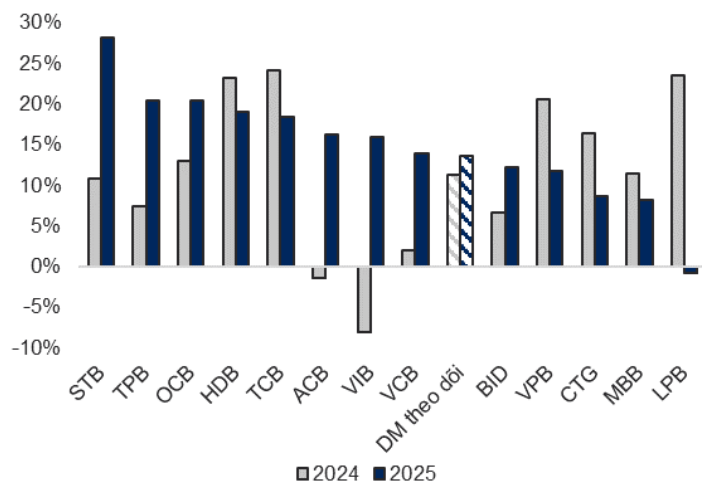
Thu nhập từ phí dịch vụ thanh toán và bảo lãnh sẽ thúc đẩy tăng trưởng thu nhập phí thuần trong năm 2025



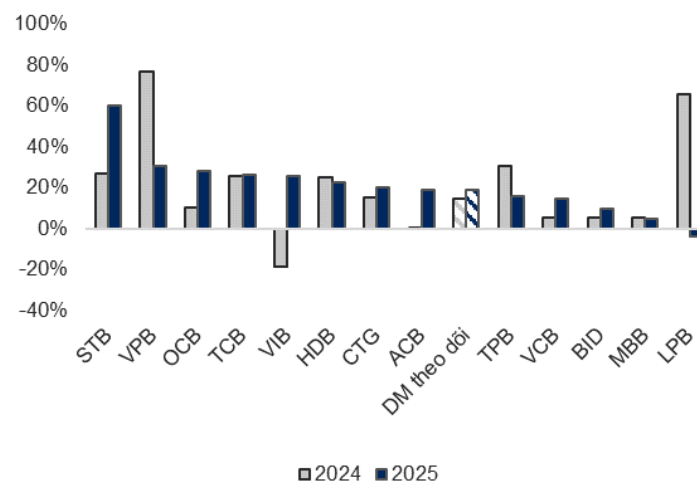
- Chúng tôi dự phóng thu nhập ngoài lãi (Non-II) trung bình ngành sẽ tăng 13% svck trong năm 2025, được dẫn dắt bởi thu nhập phí phục hồi và thu từ bancassurance mạnh mẽ hơn. Thu nhập ngoài lãi của STB dự kiến tăng mạnh 85% svck, nhờ khoản lợi nhuận 2,8 nghìn tỷ đồng từ việc bán tài sản Phong Phú.
- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng thu nhập phí thuần trung bình ngành sẽ đạt 8,4% svck, chủ yếu nhờ vào thu từ phí dịch vụ thanh toán và bảo lãnh tăng, nhờ đầu tư công tăng và bancassurance phục hồi từ mức nền thấp của năm 2024. Tuy nhiên, thu nhập phí thuần của LPB có thể giảm do không còn ghi nhận khoản phí trả trước từ Dai-ichi.
- Việc các khoản nợ xấu đã được trích lập sẽ tạo điều kiện cho các ngân hàng giảm giá bán thanh lý tài sản đảm bảo. Tuy nhiên, thanh khoản trên thị trường tài sản khó có khả năng tăng mạnh trong năm 2025, làm hạn chế tăng trưởng thu nhập từ thanh lý tài sản đảm bảo.

Tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động (TOI) vẫn sẽ chủ yếu phụ thuộc vào thu nhập từ hoạt động tín dụng

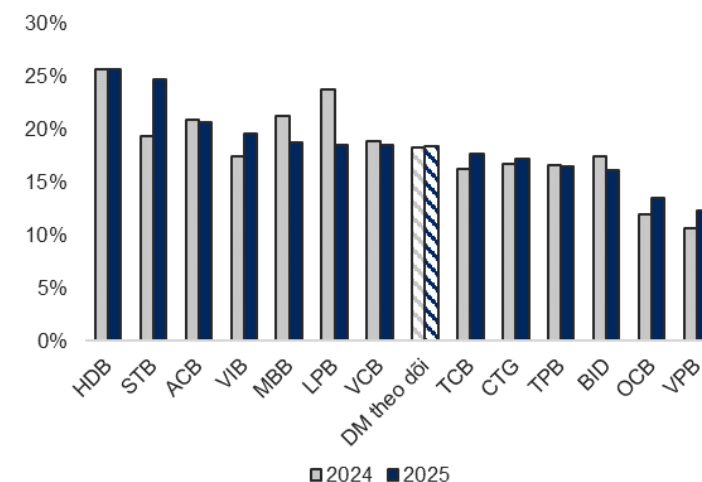
Chúng tôi kỳ vọng TOI sẽ duy trì đà tăng trưởng trong năm 2025



Tăng trưởng lợi nhuận ròng của các ngân hàng top đầu không có nhiều khác biệt



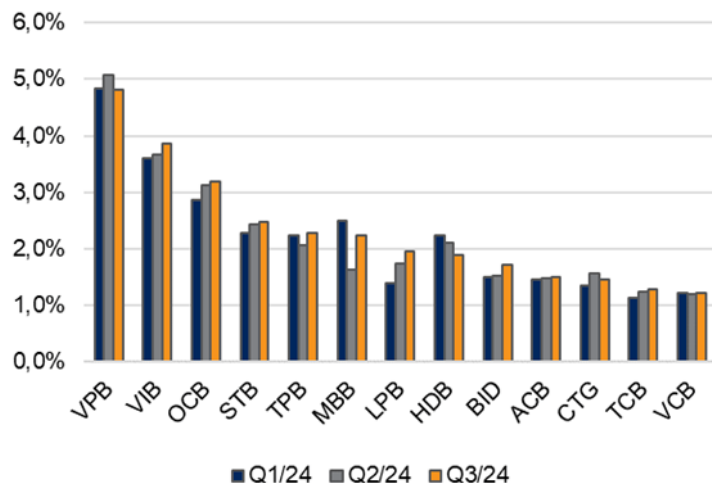
Chúng tôi kỳ vọng ROE sẽ tăng nhẹ so với năm ngoái



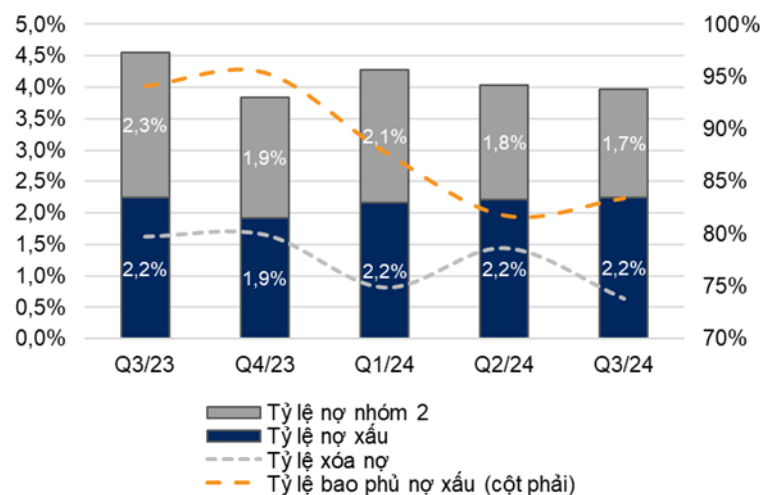
- Chúng tôi dự phóng tổng thu nhập hoạt động (TOI) của các ngân hàng trong danh mục theo dõi sẽ tăng 13,6% trong năm 2025 (so với 11,2% trong năm ngoái), theo tốc độ tăng trưởng tín dụng dự kiến của chúng tôi.
- Tăng trưởng lợi nhuận ròng của các ngân hàng này dự kiến đạt 18,8% (so với 14,8% trong năm ngoái), trong đó STB được kỳ vọng sẽ dẫn đầu nhờ thu nhập từ việc ghi nhận bán tài sản Phong Phú.
- ROE được kỳ vọng sẽ tăng nhẹ lên mức 18,5% (so với mức 18,2% trong năm ngoái), với HDB dự kiến tiếp tục dẫn đầu chỉ số này trong hai năm liên tiếp.

Tăng cường xóa nợ để quản lý nợ xấu là xu hướng gần đây trong hệ thống ngân hàng

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) đã chứng lại trong Q3/2024

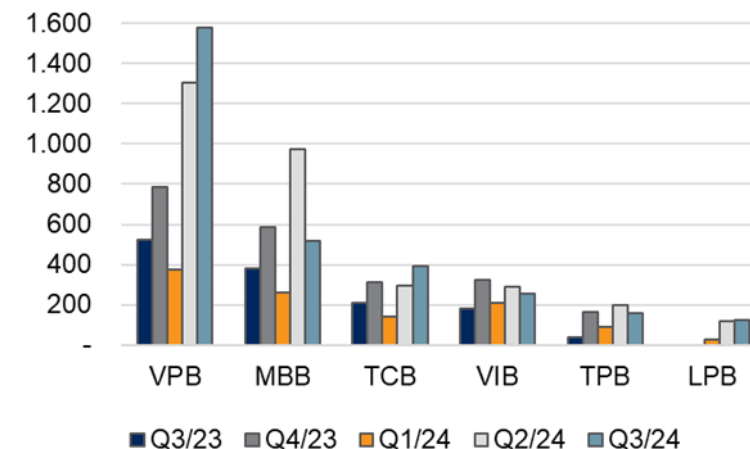


Tỷ lệ xóa nợ trong Q3/24 giảm do tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm trong Q2/24



Các ngân hàng đã tăng nhẹ hoạt động thu hồi nợ trong năm 2024

(số liệu thu từ thu hồi nợ của các NH theo quý nếu được công bố)



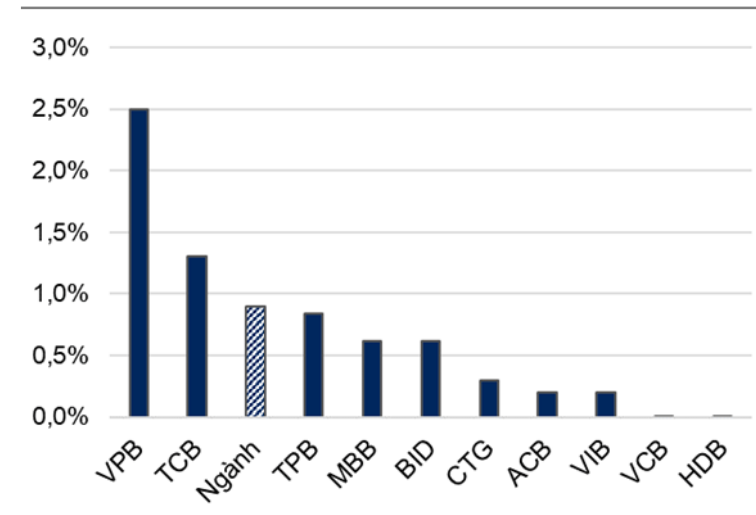
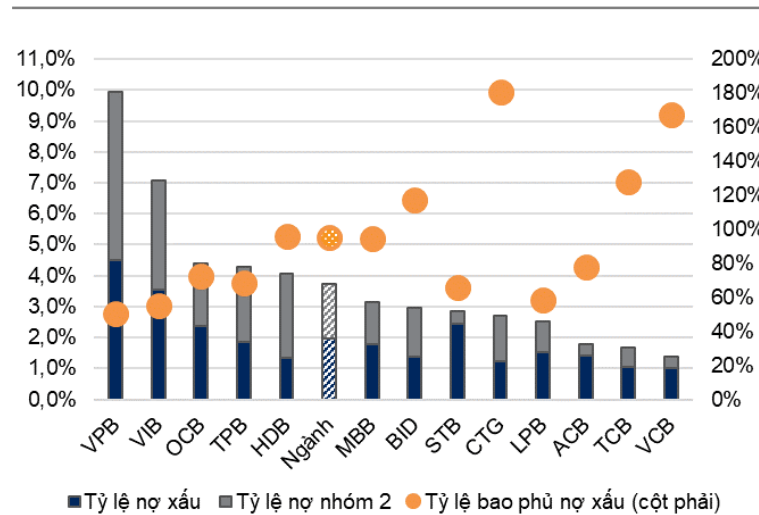
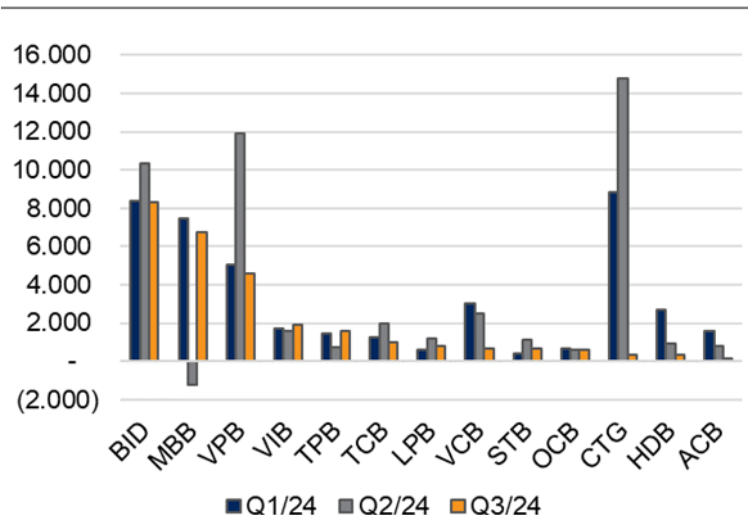
- Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của 25 ngân hàng lớn nhất đạt 2,2% tính đến Q3/24, trong khi Ngân hàng Nhà nước báo cáo tỷ lệ nợ xấu toàn ngành là 4,55%, bao gồm cả nợ tái cơ cấu và nợ xấu của SCB. Mặc dù vẫn tồn tại lo ngại về các khoản nợ xấu chưa được báo cáo hết, chúng tôi tin rằng phần lớn đã được kiểm soát thông qua dự phòng và xóa nợ.
- Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ cải thiện trong năm 2025, với tỷ lệ nợ xấu của các NH trong danh mục theo dõi của chúng tôi giảm xuống 2,0%. Các lý do chính bao gồm: tốc độ hình thành nợ xấu đã chậm lại từ Q3/24, việc triển khai Thông tư 53, kỳ vọng tăng trưởng tín dụng đạt 13%-14%, và sự phục hồi kinh tế. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động thanh lý tài sản đảm bảo sẽ tăng tốc từ nửa cuối năm 2025 khi những khoản nợ xấu được xử lý bằng xóa nợ sẽ góp phần làm giảm giá của các tài sản này.
- Chúng tôi dự phóng tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) trung bình của các mã trong danh mục của chúng tôi sẽ tăng trong năm 2025 (lên mức 95%), nhờ tỷ lệ NPL giảm và tỷ lệ chi phí tín dụng duy trì (1,2% trong năm 2025 so với 1,2% trong năm 2024). Chúng tôi cho rằng tỷ lệ xóa nợ vẫn duy trì ở mức cao do các ngân hàng muốn giữ tỷ lệ NPL ở mức ổn định để hỗ trợ quá trình tăng vốn.

Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ không gia hạn Thông tư 02, nhằm tránh mang lại những tín hiệu tiêu cực đến thị trường

Áp lực từ nợ xấu mới hình thành bắt đầu giảm dần từ Q3/24

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ NPL trung bình các mã trong danh mục theo dõi sẽ giảm xuống 2,0% trong năm 2025 và tỷ lệ LLR đạt 95%

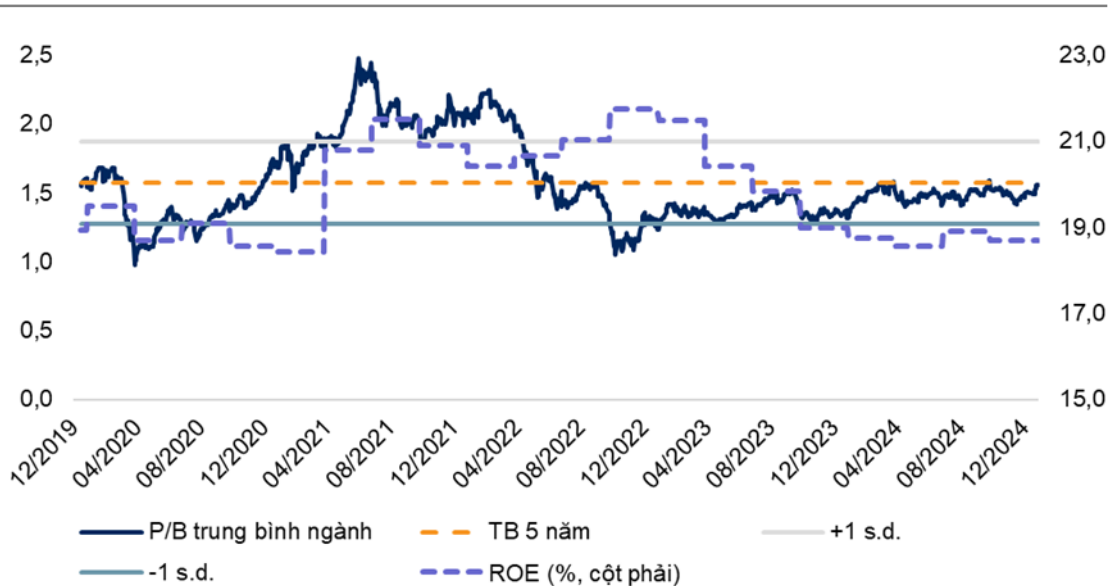
Tỷ lệ dư nợ tái cơ cấu theo Thông tư 02 so với tổng dư nợ trong Q3/24



- Chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng Nhà nước sẽ chấm dứt Thông tư 02 và/hoặc thay thế bằng một thông tư khác, vì việc gia hạn Thông tư 02 có thể mang lại những tín hiệu tiêu cực đến thị trường như: 1) rủi ro nợ xấu vẫn tồn tại dai dẳng mặc dù các ngân hàng đã nỗ lực giải quyết thông qua tăng cường xóa nợ; và 2) các ngân hàng chưa trích lập đầy đủ dự phòng (100%) cho các khoản vay tái cơ cấu này.
- SBV đã ban hành Thông tư 53, cho phép các tổ chức tín dụng và chi nhánh ngân hàng nước ngoài duy trì phân loại nhóm nợ theo quy định do ảnh hưởng của thiên tai. Thông tư này áp dụng cho các khoản nợ đủ điều kiện tái cơ cấu của các khách hàng gặp khó khăn bởi bão Yagi. Thông tư sẽ hết hiệu lực vào ngày 31/12/2025, và chúng tôi kỳ vọng thông tư này sẽ góp phần hỗ trợ tỷ lệ nợ xấu trong hệ thống ngân hàng năm 2025.

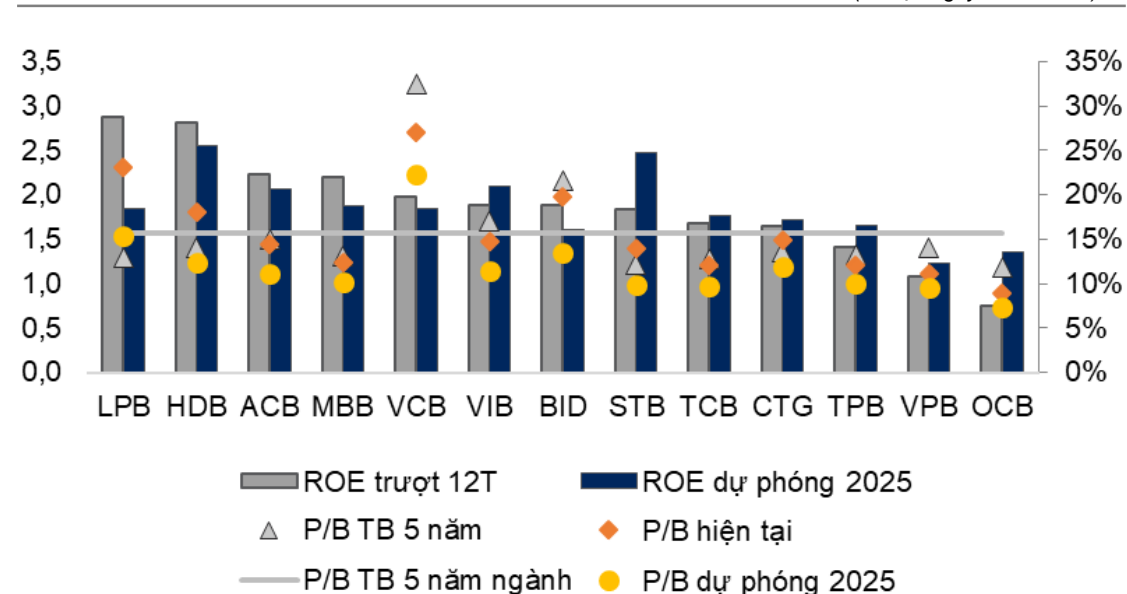
Với mức tăng giá trung bình gần 33% trong 9T24, tỷ lệ P/B của 13 cổ phiếu lớn trong ngành hiện không còn hấp dẫn

Tỷ lệ P/B trung bình hiện tại của 13 cổ phiếu trong danh mục theo dõi của chúng tôi (1,56x) đang tiệm cận mức trung bình 5 năm (1,57x)



Tỷ lệ P/B hiện tại của từng ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi đang tiệm cận hoặc cao hơn mức trung bình 5 năm

(dữ liệu ngày 31/12/2024)



- Chúng tôi cho rằng khi lãi suất tăng, **không phải tất cả cổ phiếu ngân hàng đều là cơ hội đầu tư tốt**, do ngành ngân hàng có độ nhạy cao với lãi suất. Vì vậy, một cơ hội đầu tư tốt nên đáp ứng các tiêu chí sau: 1) hiệu quả kinh doanh vượt trội được thúc đẩy bởi các luận điểm đầu tư đã nêu; 2) định giá hấp dẫn so với các cổ phiếu cùng ngành; và 3) có các sự kiện bất ngờ liên quan trực tiếp đến các luận điểm đầu tư trên (tăng trưởng tín dụng và tăng vốn).
- Các cổ phiếu chúng tôi khuyến nghị là **VCB, MBB và HDB**.

Thông tin cổ phiếu:

Thay đổi giá sv tháng trước (%)	-2,3%
Thay đổi giá svck (%)	13,6%
Giá mục tiêu (đ/cp)	109.600
Tiềm năng tăng giá (%)	20,2%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%
Tăng trưởng EPS 2024 (%)	0,6%
Tăng trưởng EPS 2025 (%)	20,2%
Thị giá vốn (tr USD)	19.996,3
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	5,5
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	1.403,7
P/E trượt 12T	14,7

Tổng quan tài chính

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck	14,7%	5,5%	14,5%	15,0%
Tăng trưởng tín dụng svck	10,9%	12,0%	13,0%	14,0%
NIM	3,0%	3,0%	3,1%	3,2%
CASA	33,9%	35,0%	35,0%	35,0%
Tỷ lệ nợ xấu	1,0%	1,1%	1,0%	1,1%
Tỷ lệ bao nợ xấu	230,3%	187,2%	167,5%	141,9%
ROAE	21,7%	18,9%	18,5%	18,5%
P/B	3,05	2,56	2,23	1,93

Luận điểm đầu tư:
Cho vay DN thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, cho vay bán lẻ phục hồi chậm

Tổng dư nợ tín dụng của VCB tại Q3/24 tăng 2,4% sv quý trước (+10,3% sv đầu năm), chủ yếu nhờ cho vay doanh nghiệp và FDI. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục là động lực chính, với tăng trưởng tín dụng đạt 12% svck vào cuối năm 2024, được hỗ trợ bởi sự phục hồi của ngành sản xuất, xuất khẩu và dòng vốn FDI mạnh mẽ. Chúng tôi kỳ vọng cho vay bán lẻ sẽ đóng góp nhiều hơn vào tổng dư nợ trong năm 2025, nhờ sự phục hồi từ các khoản cho vay kinh doanh hộ gia đình, trong khi cho vay mua nhà cần thêm thời gian để cải thiện dù thị trường bất động sản miền Bắc đã có tín hiệu tích cực.

NIM đi ngang trong 2024 khi VCB giảm lãi suất cho vay để kích cầu tín dụng

NIM quy đổi theo năm trong Q3/24 giảm 7 điểm cơ bản so với quý trước (-11 điểm cơ bản svck), đạt 3,01%. Chúng tôi dự phóng NIM năm sẽ đi ngang so với năm trước, do VCB tiếp tục hạ lãi suất cho vay nhằm kích cầu tín dụng. Tuy nhiên, NIM sẽ được hỗ trợ một phần nhờ khả năng duy trì lãi suất huy động thấp và tỷ lệ CASA cải thiện. Dù kỳ vọng phân khúc cho vay bán lẻ sẽ tăng trưởng mạnh hơn vào năm 2025, chúng tôi ước tính NIM chỉ tăng nhẹ 13 điểm cơ bản so với cùng kỳ, đạt 3,1%, do VCB khả năng sẽ duy trì lãi suất cho vay thấp hơn mức trung bình trong quá khứ để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.

Phát hành riêng lẻ thành công sẽ giúp VCB cải thiện tỷ lệ CAR

Ban lãnh đạo VCB kỳ vọng thương vụ phát hành riêng lẻ với giá trị khoảng 1 tỷ USD sẽ diễn ra trong nửa đầu năm 2025. Nếu việc phát hành riêng lẻ của VCB hoàn tất trong năm 2025, chúng tôi dự phóng tỷ lệ CAR sẽ tăng lên 13,7% từ mức 12,3%.

Chất lượng tài sản vượt trội hỗ trợ quản lý chi phí hiệu quả

Tỷ lệ nợ xấu Q3/24 gần như đi ngang svck ở mức 1,22%. Tỷ lệ hình thành NPL giảm 21 điểm % sv quý trước (-45 điểm % svck). VCB ghi nhận tỷ lệ NPL thấp nhất trong ngành trong Q3/24. Với tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) đạt 205% - cao nhất ngành, VCB có dư địa để xóa nợ bằng bộ đệm dự phòng. Tỷ lệ hình thành NPL thấp hơn kỳ vọng cho thấy tỷ lệ NPL có khả năng giảm thêm, xuống mức 1,07%.

MBB | (Báo cáo KQKD Q3/24)

Thông tin cổ phiếu:

Thay đổi giá sv tháng trước (%)	3,9%
Thay đổi giá svck (%)	37,6%
Giá mục tiêu (đ/cp)	30.000
Tiềm năng tăng giá (%)	19,5%
Tỷ suất cổ tức (%)	2,0%
Tăng trưởng EPS 2024 (%)	4,6%
Tăng trưởng EPS 2025 (%)	4,4%
Thị giá vốn (tr USD)	5.224,9
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	15,9
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	0,5
P/E trượt 12T	6,2

Tổng quan tài chính

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần svck	7,4%	5,3%	9,0%	20,7%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi svck	-9,9%	39,1%	5,0%	9,1%
Tăng trưởng chi phí dự phòng svck	-24,4%	50,7%	20,0%	38,2%
Tăng trưởng LN trước thuế svck	15,7%	4,6%	4,0%	10,4%
Tăng trưởng dư nợ cho vay svck	32,7%	21,2%	15,2%	15,2%
NIM	4,8%	4,2%	4,1%	4,3%
Tỷ lệ CASA	38,1%	37,0%	36,7%	36,7%
Tỷ lệ nợ xấu	1,6%	2,0%	1,8%	1,6%
Tỷ lệ nợ nhóm 2 / Tổng dư nợ	2,3%	1,7%	1,4%	1,4%
ROAE	23,5%	21,3%	18,8%	17,8%

Luận điểm đầu tư:

Đầu tư công sẽ hỗ trợ thúc đẩy tín dụng Q4 - mùa cao điểm tín dụng

Chúng tôi dự phóng tín dụng Q4/24 của MBB sẽ tăng mạnh 5,2% sv quý trước (+19% sv đầu năm) với động lực chính đến từ cho vay doanh nghiệp (chiếm 54,3% cơ cấu dư nợ Q3/24), nhờ đầu tư công tăng mạnh và kinh tế phục hồi. Trong 11T24, giải ngân vốn đầu tư công đạt 73,5% kế hoạch cả năm, [và chúng tôi dự phóng đầu tư công sẽ đạt 85% kế hoạch vào tháng 12](#). Chúng tôi kỳ vọng cho vay bán lẻ cũng sẽ phục hồi trong Q4/24, được thúc đẩy bởi thu nhập cá nhân cải thiện, tệp khách hàng lớn và thỏa thuận mới ký kết với F88.

NIM sẽ duy trì trong Q4/24 nhưng giảm nhẹ vào năm 2025 do lãi suất tiền gửi tăng

Chúng tôi dự phóng NIM sẽ duy trì ở mức 4,2% trong Q4/24 nhưng giảm nhẹ vào đầu năm 2025 do chi phí vốn sẽ tăng nhanh hơn lợi suất cho vay do lãi suất cho vay sẽ duy trì thấp nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế; tác động của gói hỗ trợ Yagi phủ bóng trong nửa đầu năm 2025; tỷ lệ cho vay/huy động của MBB tăng cao (81%), và áp lực tăng lãi suất tiền gửi nhằm đạt tăng trưởng GDP tham vọng. Điều này sẽ khiến NIM của MBB thu hẹp trong năm 2025.

Thu nhập phí thuần sẽ hồi phục nhờ thị trường bất động sản và bảo hiểm hồi phục

Chúng tôi dự phóng thu nhập ngoài lãi năm 2024 sẽ tăng trưởng 39,1%, nhờ thu nhập phí thuần Q4/24 tăng 15% svck, được thúc đẩy bởi thu nhập từ phí dịch vụ thanh toán và ngân quỹ cũng như thu nhập phí bảo hiểm tăng. MBB đã tận dụng tệp KHDN trong lĩnh vực bất động sản để bán chéo các dịch vụ thanh toán và ngân quỹ, và chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng sẽ tăng trong Q4/24 do Luật Đất đai mới và đầu tư công tăng sẽ hỗ trợ các nhà phát triển và nhà thầu BĐS. Thêm vào đó, chúng tôi dự phóng thu nhập phí bảo hiểm sẽ duy trì đà tăng khi thị trường bảo hiểm đang phục hồi.

Nợ xấu sẽ giảm nhưng áp lực dự phòng sẽ vẫn còn.

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu của MBB sẽ giảm xuống 1,96% trong Q4/24, từ mức 2,23% trong Q3/24, nhờ những nỗ lực của chính phủ trong việc giải quyết các vấn đề liên quan đến các dự án bất động sản và năng lượng tái tạo; sự phục hồi kinh tế mạnh mẽ hơn và việc triển khai Thông tư 53. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng sẽ tăng lên 1,56% trong Q4/24 do Thông tư 02/23 hết hiệu lực vào cuối năm và Q4 là mùa cao điểm chạy tín dụng. Trong khi đó, chúng tôi dự phóng tỷ lệ xóa nợ sẽ giảm xuống 0,97%, hỗ trợ tỷ lệ bao phủ nợ xấu phục hồi lên 82% vào cuối năm 2024

HDB | (Báo cáo KQKD Q3/24)

Thông tin cổ phiếu:

Thay đổi giá sv tháng trước (%)	20,7%
Thay đổi giá svck (%)	56,9%
Giá mục tiêu (đ/cp)	34.900
Tiềm năng tăng giá (%)	36,9%
Tỷ suất cổ tức (%)	3,9%
Tăng trưởng EPS 2024 (%)	24,5%
Tăng trưởng EPS 2025 (%)	22,4%
Thị giá vốn (tr USD)	3.496,3
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	7,8
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	100,3
P/E trượt 12T	6,8

Tổng quan tài chính

	2023	2024 (dự phóng)	2025 (dự phóng)	2026 (dự phóng)
Tăng trưởng LN ròng (scvk)	30,0%	24,9%	22,8%	23,2%
Tăng trưởng tín dụng	31,8%	24,5%	19,9%	18,2%
NIM	4,9%	5,4%	5,6%	5,8%
Hệ số CASA	11,1%	9,0%	10,0%	11,0%
Tỷ lệ nợ xấu	1,8%	1,8%	1,4%	1,0%
Bộ đệm dự phòng (LLR)	65,8%	68,8%	95,9%	125,6%
ROAE	24,2%	25,7%	25,6%	24,7%
P/B	1,6x	1,4x	1,1x	0,8x

Luận điểm đầu tư:

Tiêu dùng nội địa và thị trường nhà đất thúc đẩy tăng trưởng tín dụng

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ duy trì mức cao và đạt 19,9% vào năm 2025, được thúc đẩy bởi sự phục hồi của tiêu dùng trong nước và thị trường bất động sản. Tiêu dùng trong nước, được hỗ trợ bởi chính sách giảm thuế VAT kéo dài, sẽ kích thích nhu cầu trong các lĩnh vực như hộ kinh doanh, nông nghiệp, tài chính tiêu dùng và cho vay cá nhân (chiếm 31% danh mục cho vay). Trên đà thị trường bất động sản hồi phục, chúng tôi dự báo các khoản vay bất động sản, vay xây dựng và cho vay mua nhà (chiếm 33% danh mục cho vay) sẽ tăng trưởng 20% trong năm 2025.

NIM mở rộng nhờ chênh lệch lãi suất và lợi suất đầu tư cao hơn

Chúng tôi dự báo NIM sẽ tăng 27 điểm cơ bản svck trong năm 2025, nhờ vào: 1) chi phí vay giảm; 2) lợi suất chứng khoán cao hơn; 3) chênh lệch lãi suất ròng mở rộng; và 4) tận dụng tỷ lệ LDR. Với 65% nguồn vay liên ngân hàng từ quỹ ngoại, việc lãi suất chính sách USD giảm sẽ làm giảm chi phí vay. Nhu cầu tín dụng mạnh mẽ cho phép HDB chuyển chi phí huy động cao hơn sang khách hàng, trong khi tỷ lệ LDR và vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn (SLFR) thấp tạo điều kiện tối ưu hóa cấu trúc tài sản.

Chất lượng tài sản cải thiện nhờ tiêu dùng

Chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản ấm lên và tiêu dùng trong nước phục hồi sẽ hỗ trợ chất lượng tài sản cải thiện trong năm 2025. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) được dự báo giảm xuống còn 1,36% từ mức 1,78% năm 2024, và tỷ lệ LLR tăng lên 95,9% (2024: 68,8%). Chúng tôi dự báo hình thành nợ xấu sẽ giảm 31,8% svck trong năm 2025. Với sự phục hồi của tiêu dùng trong nước và thu nhập cá nhân, chúng tôi kỳ vọng nợ xấu từ tài chính tiêu dùng (chiếm 60,4% tổng nợ xấu) sẽ giảm.

Mảng tài chính tiêu dùng hỗ trợ tăng trưởng

Phân khúc tài chính tiêu dùng tiếp tục cải thiện khi LNTT Q3/24 tăng 252% svck. Tăng trưởng cho vay đã kéo dài liên tiếp bốn quý, trong khi tỷ lệ nợ xấu của phân khúc này duy trì xu hướng giảm trong năm quý liên tiếp. Chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng cá nhân sẽ tăng tốc trong các quý tới, nhờ thu nhập cá nhân cao hơn trong bối cảnh các hoạt động sản xuất gia tăng.

Top pick

So sánh các chỉ số tài chính giữa các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi (tính đến ngày 30/12/2024)

Mã CK	Tiềm năng tăng giá (%)	Vốn hóa (triệu USD)	NIM (%)			NPL (%)			P/B (x)			P/E (x)			Tăng trưởng EPS kép 3 năm	ROA (%)			ROE (%)		
	(%)		12T	2024	2025	12T	2024	2025	Hiện tại	2024	2025	12T	2024	2025	%	12T	2024	2025	12T	2024	2025
VCB VN	18,7%	20.262,1	3,0%	3,0%	3,1%	1,2%	1,1%	1,0%	2,7	2,6	2,2	14,9	16,1	14,0	8,6%	1,9%	1,8%	1,9%	19,8%	18,9%	18,5%
CTG VN	3,9%	8.099,3	3,0%	2,9%	2,9%	1,3%	1,4%	1,2%	1,5	1,4	1,2	9,6	10,3	8,6	26,5%	1,0%	1,1%	1,2%	16,5%	16,8%	17,2%
BID VN	31,0%	10.565,7	2,5%	2,4%	2,3%	1,5%	1,4%	1,4%	2,0	1,6	1,3	11,5	11,2	10,2	23,7%	1,0%	0,9%	0,9%	18,9%	17,5%	16,2%
VPB VN	22,7%	5.967,6	5,9%	5,8%	5,8%	4,8%	4,8%	4,5%	1,1	1,1	1,0	11,5	10,4	8,2	36,1%	1,6%	1,7%	1,9%	10,8%	10,7%	12,4%
TCB VN	27,2%	6.784,6	4,3%	4,4%	4,5%	1,1%	1,3%	1,1%	1,2	1,2	1,0	7,6	7,6	6,0	28,2%	2,6%	2,5%	2,7%	16,8%	16,3%	17,6%
MBB VN	20,0%	5.210,5	4,5%	4,7%	4,4%	2,5%	2,0%	1,8%	1,2	1,2	1,0	6,2	6,5	6,3	6,3%	2,3%	2,2%	2,0%	22,0%	21,3%	18,8%
ACB VN	34,3%	4.456,1	4,0%	3,6%	3,7%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4	1,4	1,1	7,0	7,1	6,0	9,9%	2,3%	2,1%	2,2%	22,3%	20,9%	20,6%
HDB VN	18,4%	3.363,3	6,2%	5,4%	5,6%	2,2%	1,8%	1,4%	1,7	1,6	1,2	6,5	6,8	5,6	23,3%	2,3%	2,0%	2,2%	28,1%	25,7%	25,6%
VIB VN	28,1%	2.328,5	4,0%	3,8%	4,1%	3,6%	3,6%	3,6%	1,5	1,3	1,1	8,3	8,0	6,1	10,2%	1,7%	1,6%	2,0%	18,9%	17,5%	21,0%
TPB VN	26,1%	1.727,8	4,2%	3,8%	4,0%	2,2%	2,1%	1,9%	1,2	1,2	1,0	9,0	6,9	6,5	9,2%	1,3%	1,5%	1,6%	14,2%	16,6%	16,5%
LPB VN	-5,2%	3.690,1	3,3%	3,5%	3,4%	1,4%	1,5%	1,5%	2,3	1,9	1,5	9,7	8,7	9,1	10,3%	2,4%	2,2%	1,8%	28,8%	23,8%	18,5%
STB VN	15,7%	2.739,7	3,8%	3,8%	3,9%	2,3%	2,5%	2,4%	1,4	1,3	1,0	8,0	7,1	4,5	21,6%	1,3%	1,4%	1,9%	18,4%	19,3%	24,7%
OCB VN	22,9%	1.055,7	2,7%	3,3%	3,3%	2,9%	2,5%	2,4%	0,9	0,8	0,7	12,3	7,5	5,8	14,3%	0,9%	1,4%	1,5%	7,4%	12,0%	13,5%
Trung bình			4,0%	3,9%	3,9%	2,2%	2,1%	2,0%	1,5	1,4	1,2	9,4	8,8	7,5	17,6%	1,7%	1,7%	1,8%	18,7%	18,2%	18,5%

Dịch vụ tài chính

83

VNDIRECT

Đón chờ nâng hạng thị trường

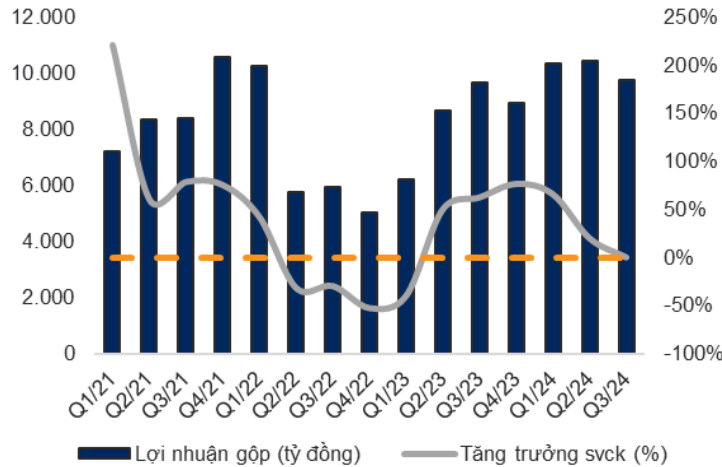
- Thanh khoản và tâm lý tích cực sẽ thúc đẩy thu nhập từ môi giới và cho vay ký quỹ
- Hiệu suất thị trường tích cực sẽ hỗ trợ mảng tự doanh
- Hệ thống KRX và nâng cấp thị trường FTSE sẽ thu hút dòng vốn ngoại



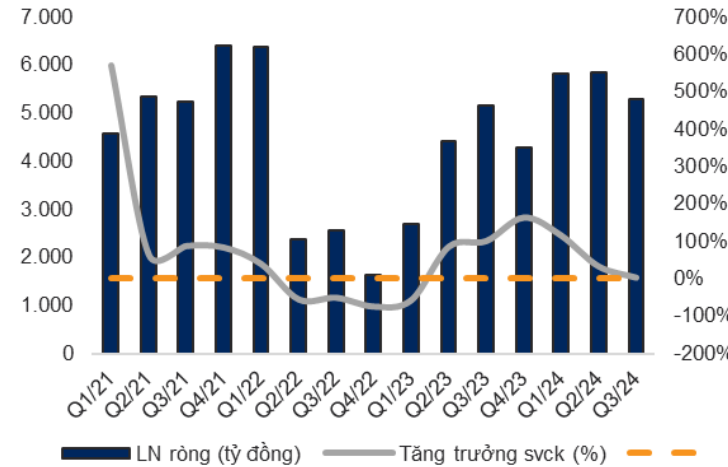
KQKD 9T24: Diễn biến đi ngang của chỉ số VN-Index và sự suy giảm thanh khoản trong nửa cuối năm 2024 đã kéo lợi nhuận của ngành thuyên giảm

Tăng trưởng lợi nhuận chậm lại do giá trị giao dịch bình quân (GTGDTB) giảm 24,3% svck trong Q3/24.

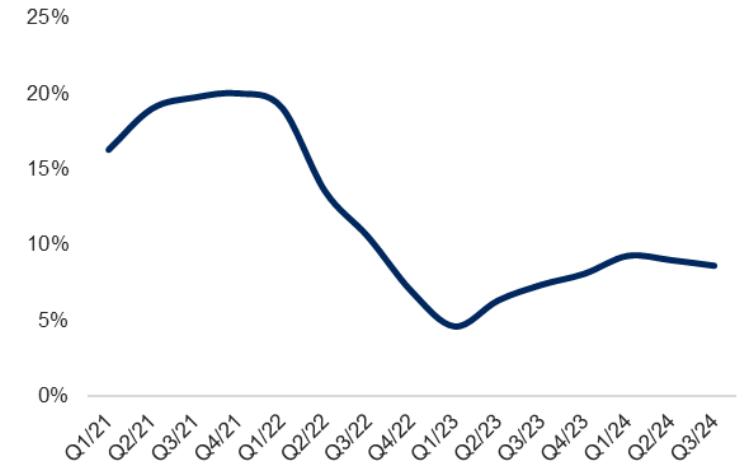
Lợi nhuận gộp tiếp tục xu hướng giảm kể từ Q1/24



Lợi nhuận ròng cũng ghi nhận xu hướng tương tự



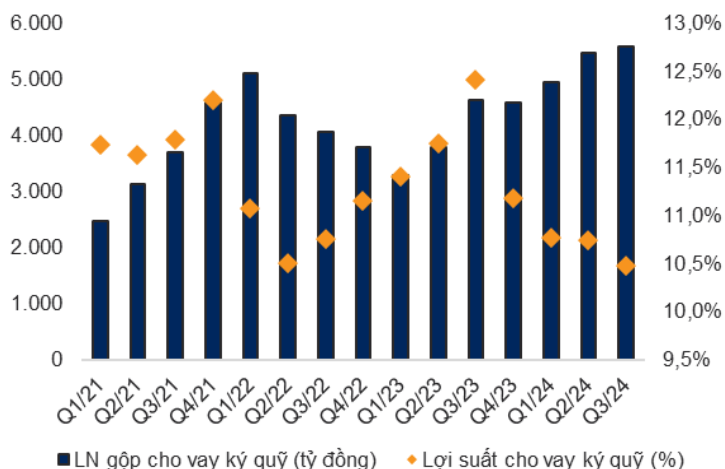
ROE trượt giảm tốc kể từ Q1/24



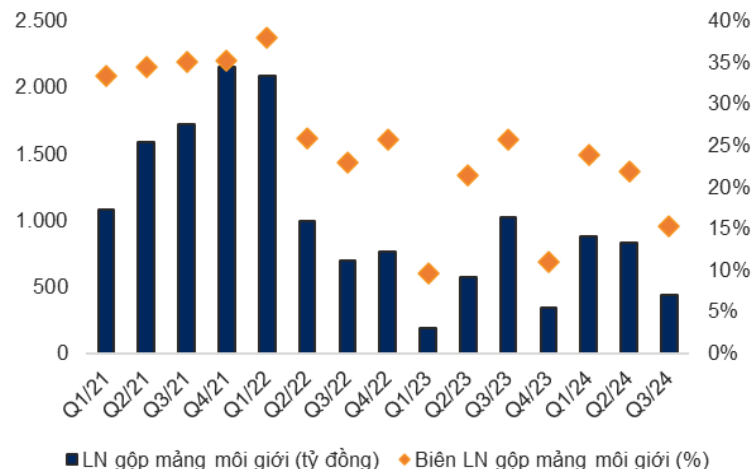
- Lợi nhuận gộp tăng nhẹ 0,6% svck nhưng giảm -6,6% sv quý trước trong Q3/24, tiếp tục xu hướng giảm kể từ Q1/24. Đà suy giảm chủ yếu do lợi nhuận gộp từ dịch vụ môi giới giảm 57,0% svck, bắt nguồn từ: (1) sự sụt giảm mạnh của giá trị giao dịch bình quân phiên trên ba sàn chính giảm 24,3% svck và 26,5% sv quý trước trong Q3/24; và (2) tỷ lệ chi phí môi giới tăng lên 85%, so với mức 74% trong Q3/23..
- Lợi nhuận ròng tăng nhẹ 2,8% svck (-9,3% sv quý trước) trong Q3/24, bị ảnh hưởng bởi chi phí hoạt động tăng cao (+9,5% svck) và chi phí lãi vay gia tăng (+2,3% svck)..
- Khi lợi nhuận ròng tiếp tục giảm tốc, ROE trượt cũng ghi nhận xu hướng giảm tương tự.

Thanh khoản thấp và hiệu suất thị trường kém đã kéo giảm lợi nhuận gộp của mảng môi giới và đầu tư

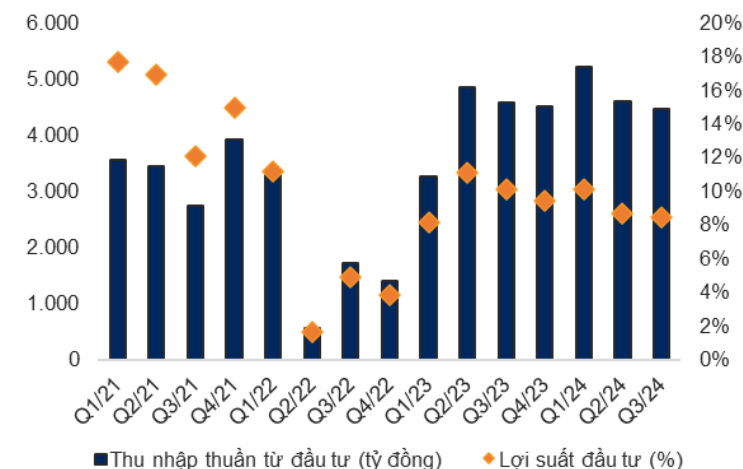
Biên lợi nhuận gộp mảng dịch vụ môi giới thu hẹp trong Q3/24



Dư nợ cho vay ký quỹ đã hỗ trợ lợi nhuận của mảng này

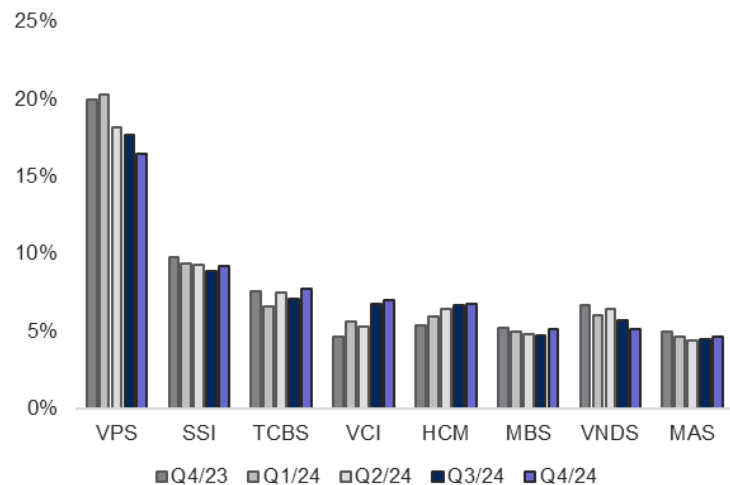


Lợi suất đầu tư giảm trong Q3/24

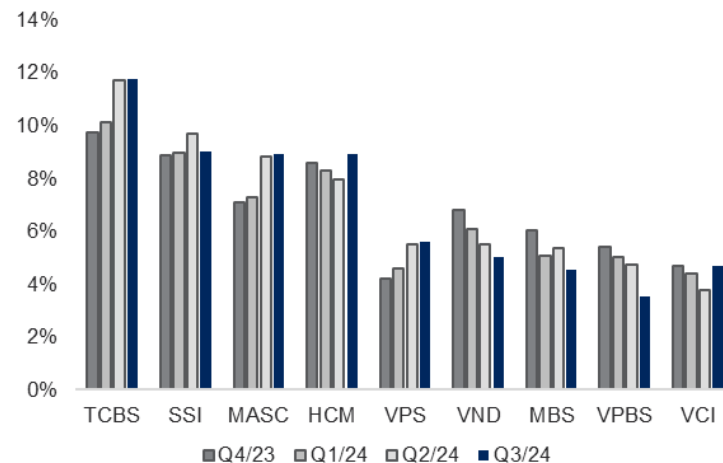


- Lợi nhuận gộp mảng dịch vụ môi giới giảm xuống 15,3% trong Q3/24, thấp hơn nhiều so với mức trung bình ba năm là 26,6%, do: (1) phí giao dịch giảm (Q3/24: 0,12% so với mức trung bình ba năm là 0,17%) và (2) chi phí môi giới tăng cao (Q3/24: 85% so với mức trung bình ba năm là 73%).
- Thu nhập từ đầu tư giảm 2,8% svck (-3,0% sv quý trước) trong Q3/24, chủ yếu do lãi ròng từ danh mục nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM) giảm mạnh (-29,8% svck, -19,5% sv quý trước). Lợi suất đầu tư của tự doanh giảm xuống còn 8,5% trong Q3/24.
- Doanh thu từ mảng cho vay ký quỹ là điểm sáng, tăng 20,8% svck (+2,4% sv quý trước), được thúc đẩy bởi tổng dư nợ cho vay ký quỹ tăng mạnh 37,6% svck, bất chấp biên lãi suất cho vay ký quỹ thu hẹp. Biên lãi suất cho vay ký quỹ giảm 1,9 điểm % svck, tiếp tục xu hướng giảm kể từ Q4/23 do môi trường lãi suất thấp.

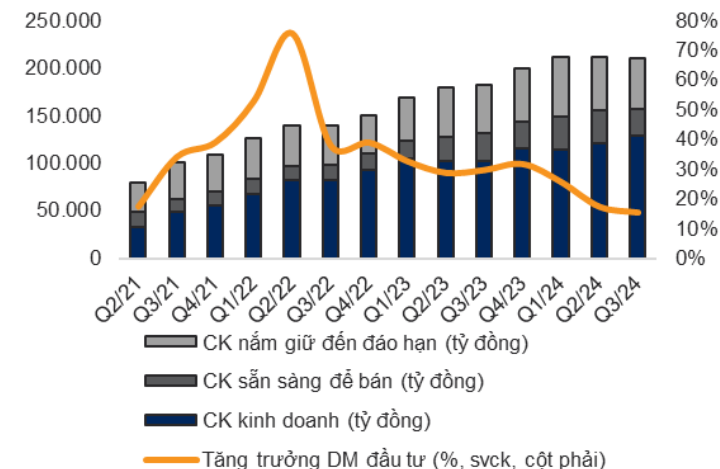
Thị phần môi giới trên HOSE (%)



Thị phần cho vay ký quỹ (%)



Tăng trưởng và cơ cấu danh mục đầu tư của toàn ngành (tỷ đồng)

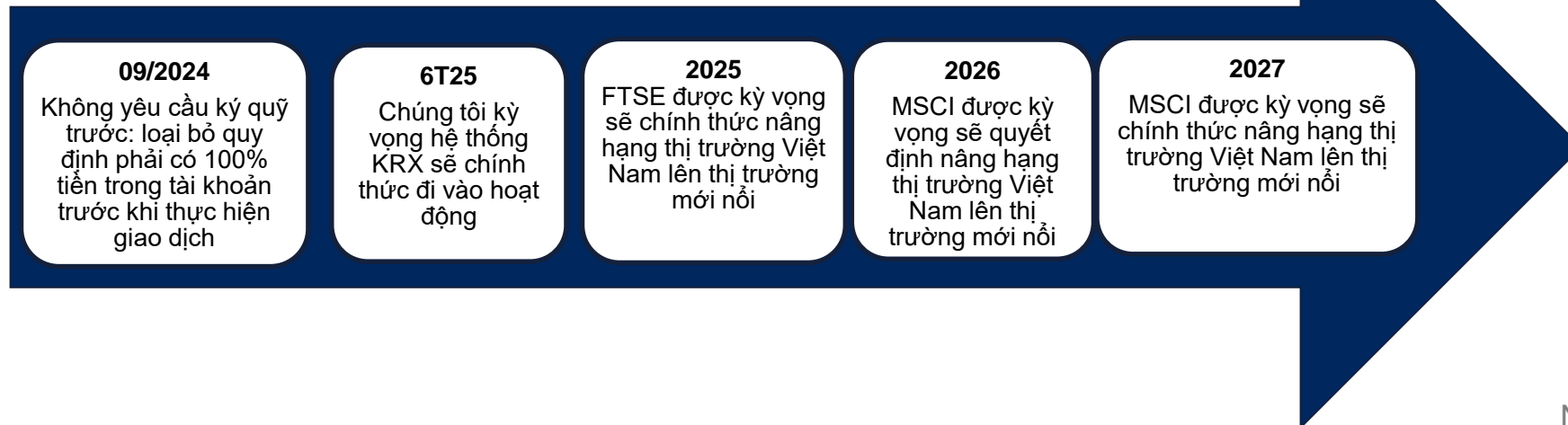


- VPS duy trì vị thế dẫn đầu nhờ đội ngũ môi giới hưởng hoa hồng cao, tuy nhiên, thị phần giảm xuống 16,4% trong Q3/24 do áp lực cạnh tranh từ TCBS, HSC và VCI. TCBS xếp thứ ba, tận dụng chiến lược phí giao dịch thấp, trong khi HSC và VCI gia tăng thị phần thông qua việc mở rộng sang phân khúc bán lẻ với mức phí cho vay ký quỹ thấp hơn.
- TCBS, SSI và MASC dẫn đầu thị phần cho vay ký quỹ với các chiến lược khác nhau:

Vận hành hệ thống KRX và triển vọng nâng hạng thị trường

Các nhà quản lý chỉ số	Các tiêu chí mà Việt Nam cần cải thiện để được nâng hạng lên thị trường mới nổi
FTSE	- Mức giới hạn sở hữu nước ngoài
MSCI	- Mức giới hạn sở hữu nước ngoài - Quyền lợi bình đẳng cho nhà đầu tư nước ngoài - Mức độ tự do hóa thị trường ngoại hối - Dòng chảy thông tin - Thanh toán bù trừ và quyết toán giao dịch - Khả năng thực hiện giao dịch ngoài sàn - Cho vay chứng khoán - Bán khống

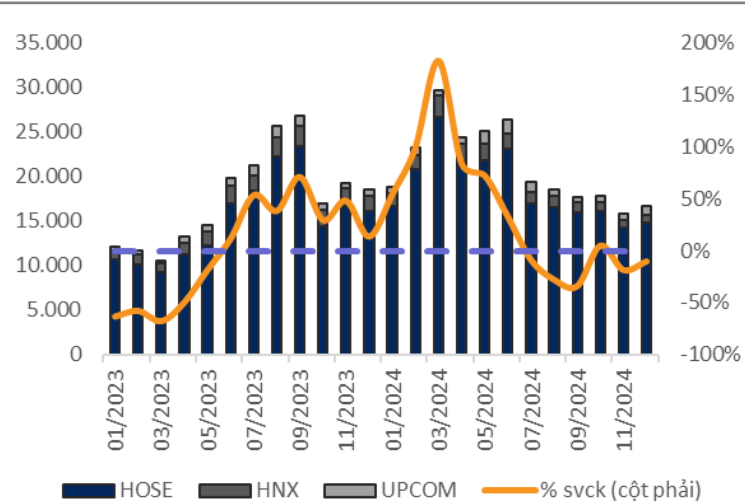
- Hệ thống KRX đã bị trì hoãn so với kế hoạch vận hành vào tháng 5/2024.
- Ngày 18/09/2024, Thông tư 68/2024/TT-BTC chính thức được ban hành, cho phép các công ty chứng khoán cung cấp dịch vụ không yêu cầu ký quỹ trước cho khách hàng tổ chức nước ngoài.
- Dòng vốn ngoại được kỳ vọng sẽ chảy vào cổ phiếu Việt Nam. Yêu cầu ký quỹ trước là một trong những nút thắt chính ngăn cản Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi. Thông tư 68/2024/TT-BTC được kỳ vọng sẽ giúp Việt Nam đáp ứng các điều kiện cần thiết cho việc nâng hạng này.
- Chúng tôi kỳ vọng thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ được FTSE xếp hạng là thị trường mới nổi vào năm 2025 và MSCI vào năm 2027.



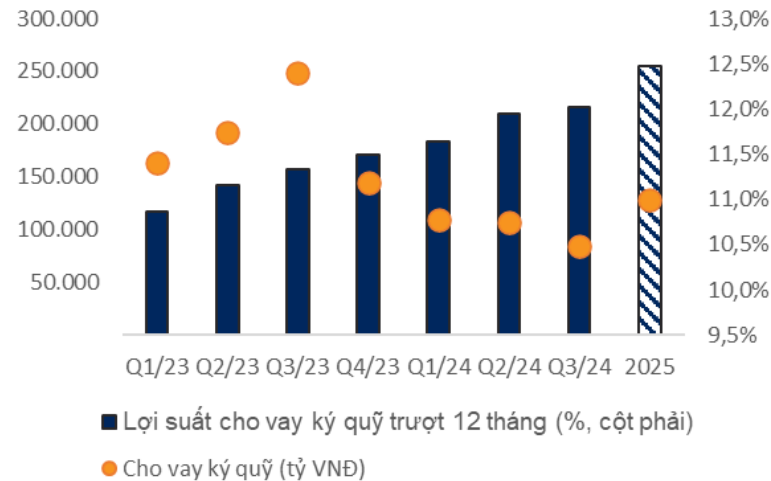
Triển vọng 2025: Sự cải thiện trong thanh khoản và hiệu suất chỉ số sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Thanh khoản của thị trường cũng như kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp sẽ được cải thiện từ nửa cuối năm 2025

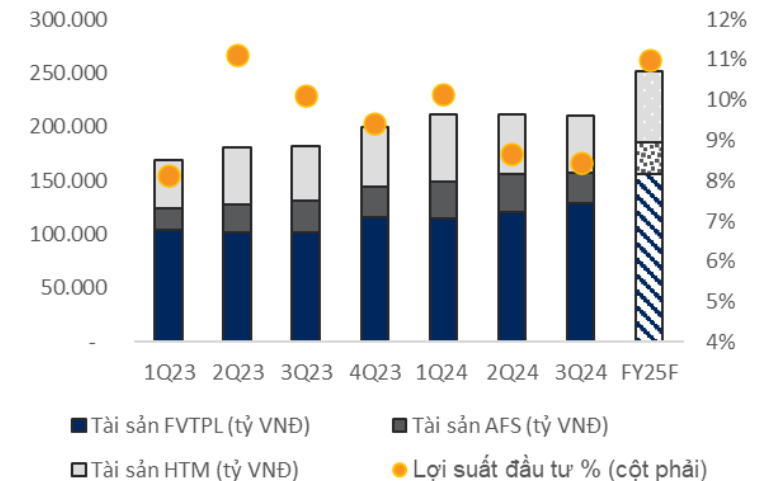
GTGD bình quân trên ba sàn giao dịch (tỷ đồng)



Dư nợ cho vay ký quỹ và lợi suất cho vay ký quỹ được kỳ vọng sẽ tăng trong năm 2025



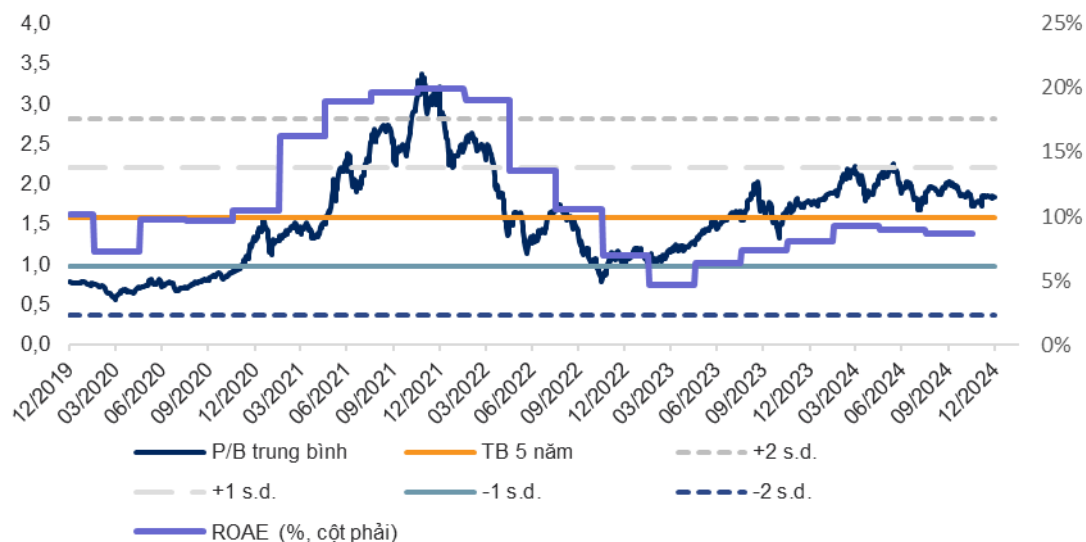
Danh mục đầu tư sẽ tăng nhờ việc phân bổ nhiều hơn vào danh mục FVTPL



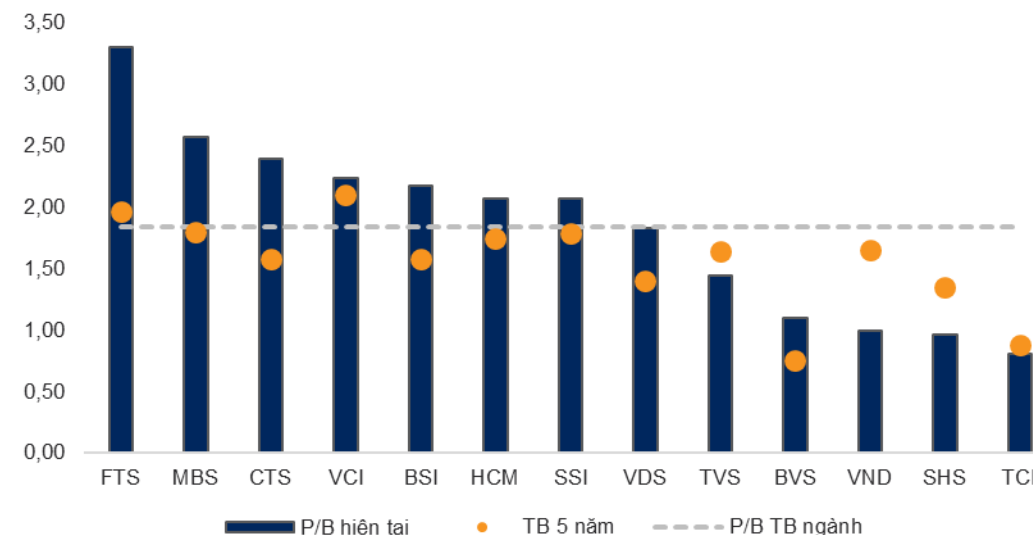
- Chúng tôi dự báo GTGD bình quân cho cả năm 2025 sẽ đạt khoảng 25.000 tỷ đồng (+20% svck) nhờ vào: (1) hệ thống KRX được kỳ vọng sẽ vận hành trong nửa đầu năm 2025, (2) VN-Index được kỳ vọng dao động quanh đỉnh cũ 1.400-1.450 điểm, (3) thị trường chứng khoán Việt Nam dự kiến sẽ được nâng hạng lên thị trường mới nổi vào năm 2025, và (4) lợi nhuận toàn thị trường được dự báo tăng trưởng 18%.
- Dư nợ cho vay ký quỹ được kỳ vọng sẽ tăng lên 254.000 tỷ đồng (+13% svck) trong năm 2025 nhờ tâm lý nhà đầu tư cải thiện trong bối cảnh thanh khoản gia tăng và hiệu suất đầu tư cải thiện.
- Chúng tôi ước tính danh mục đầu tư sẽ tăng lên 251.000 tỷ đồng (+20% svck) và lợi suất đầu tư sẽ đạt khoảng 11% vào cuối năm 2025.

Triển vọng tích cực dài hạn của thị trường và lợi nhuận doanh nghiệp đã được phản ánh vào định giá cổ phiếu

Tỷ lệ P/B bình quân của các công ty trong ngành hiện cao hơn mức trung bình 5 năm



Hầu hết các công ty chứng khoán đang giao dịch trên mức trung bình 5 năm



- Ngành chứng khoán đang giao dịch ở mức +0,42 độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm của P/B ngành, trong khi ROE vẫn thấp hơn mức trung bình 5 năm của toàn ngành. Điều này cho thấy các yếu tố tích cực liên quan đến nâng hạng thị trường và hệ thống KRX phần lớn đã được phản ánh vào định giá hiện tại.
- Môi trường lãi suất cao sẽ ảnh hưởng đến định giá các công ty trong ngành trong năm 2025. Điều này gợi ý cơ hội đầu tư vào: (1) các cổ phiếu đang gặp khó khăn và (2) các cổ phiếu có hiệu suất vượt trội, phù hợp với kỳ vọng nâng hạng thị trường sắp tới.

Mã CK	Tên công ty	Vốn hoá (trUSD)	P/B (x)		P/E (x)		ROE (%)		ROA (%)		Tăng trưởng LNST svck (%)		Tăng trưởng TOI svck (%)	
			Hiện tại	2025	12T	2024	12T	2025	12T	2024	2024	2025	2024	2025
SSI	CTCPCK SSI	1.956	2,0	1,7	16,2	12,8	12,6%	13,8%	4,8%	5,4%	35,3%	24,5%	14,2%	15,6%
HCM	CTCPCK TPHCM	808	2,0	1,6	20,0	13,8	10,9%	11,5%	4,0%	5,8%	67,1%	38,9%	24,1%	18,5%
VCI	CTCPCK Vietcap	926	2,2	1,5	23,0	9,1	10,2%	17,9%	4,4%	7,1%	102,5%	59,3%	42,7%	52,1%
VND	CTCPCK VNDIRECT	739	1,0	N/A	7,5	N/A	13,0%	N/A	5,4%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
MBS	CTCPCK MB	619	2,4	N/A	19,3	N/A	13,2%	N/A	4,7%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CTS	CTCPCK NH Công Thương VN	202	2,3	N/A	25,0	N/A	9,7%	N/A	2,4%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
TVS	CTCPCK Thiên Việt	125	1,4	N/A	15,8	N/A	9,5%	N/A	2,3%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
VDS	CTCPCK Rồng Việt	190	1,7	N/A	11,9	N/A	15,4%	N/A	7,0%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
BSI	CTCPCK BIDV	409	2,1	N/A	26,9	N/A	8,1%	N/A	4,1%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
SHS	CTCPCK Sài Gòn - Hà Nội	400	0,9	N/A	10,6	N/A	9,1%	N/A	8,1%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
TCI	CTCPCK Thành Công	40	0,8	N/A	16,6	N/A	4,7%	N/A	3,3%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
BVS	CTCPCK Bảo Việt	101	1,0	N/A	14,1	N/A	7,9%	N/A	4,1%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
FTS	CTCPCK FPT	496	3,2	N/A	27,6	N/A	11,9%	N/A	5,6%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Trung bình		1,8	1,6	18,0	11,9	10,5%	14,4%	4,6%	6,1%	68,3%	40,9%	27,0%	28,7%

Bán lẻ – Tiêu dùng

VNDIRECT

Phục hồi thận trọng vào năm 2025

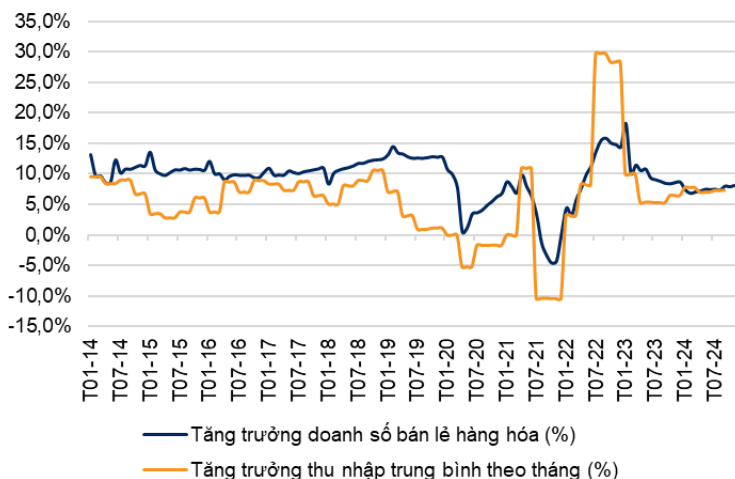
- Lạc quan trong thận trọng: Các xu hướng kinh tế vĩ mô tạo nền tảng cho sự gia tăng trong chi tiêu tiêu dùng, tuy nhiên tâm lý người tiêu dùng vẫn còn thận trọng
- Bán lẻ hiện đại: Quá trình đô thị hóa thúc đẩy nhu cầu đối với các mô hình bán lẻ hiện đại, tập trung vào sự tiện lợi và tối ưu hóa trải nghiệm người tiêu dùng.
- Cơ hội trong ngành sản xuất và chế biến thịt: Luật chăn nuôi tạo điều kiện cho sự phát triển của các trang trại quy mô lớn và thúc đẩy tăng trưởng bền vững.
- Nâng cấp danh mục sản phẩm: Các lĩnh vực như sản xuất sữa, bán lẻ hàng hóa điện tử và dược phẩm phát triển bền vững nhờ đổi mới danh mục sản phẩm và nhu cầu tiêu thụ cải thiện.



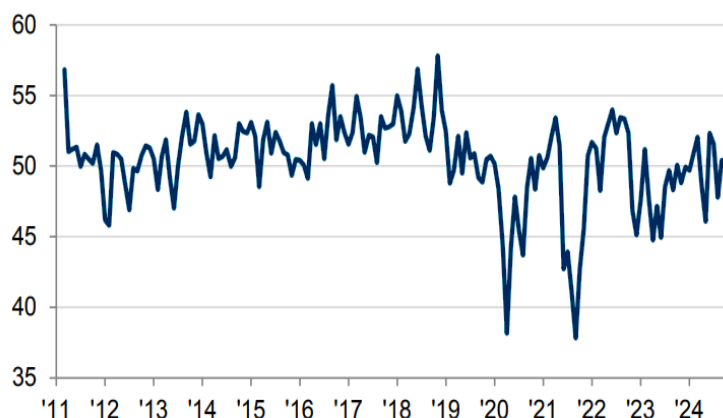
Người tiêu dùng vẫn thận trọng trong nửa cuối năm 2024

Trong 2024, doanh số bán lẻ hàng hóa tăng 8,3% svck, vẫn thấp hơn so với mức tăng trưởng hàng năm 10,9% svck trước đại dịch.

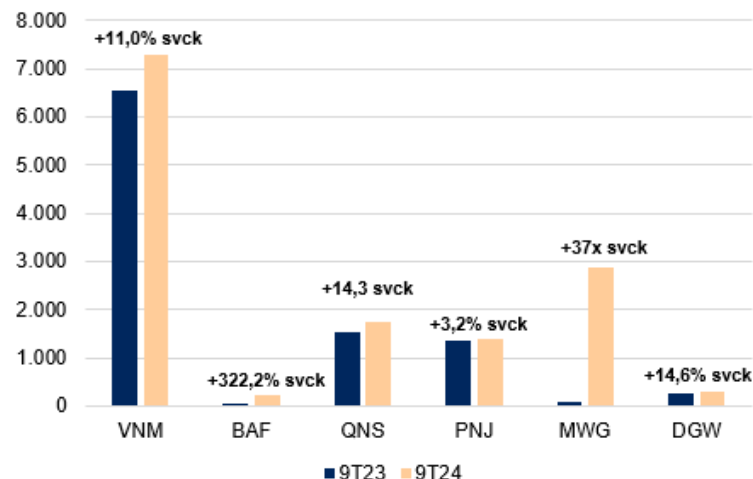
Nhu cầu tiêu dùng phục hồi chậm trong 2024, chủ yếu do sự phục hồi hạn chế trong thu nhập của người tiêu dùng sau đại dịch



Trong khi đó, chỉ số việc làm trong ngành công nghiệp giảm tháng thứ ba liên tiếp vào tháng 12/2024 (đơn vị: điểm)



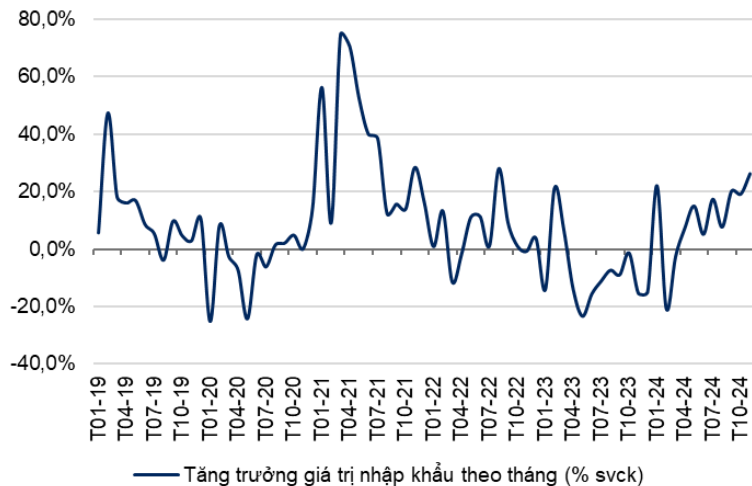
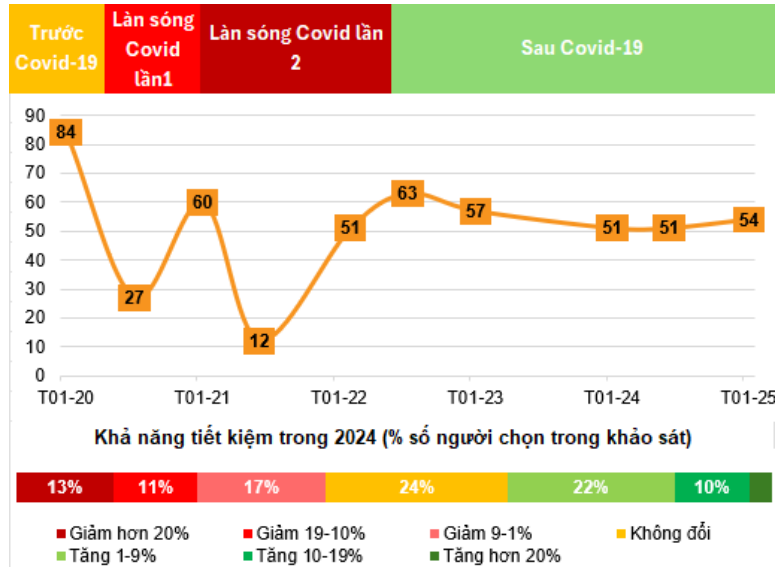
Các doanh nghiệp tiêu dùng và bán lẻ ghi nhận kết quả tích cực trong 9T24, chủ yếu nhờ mức nền thấp của 9T23



- Một số chỉ số tích cực như niềm tin tiêu dùng cải thiện và khả năng tiết kiệm tăng, tạo nền tảng cho nhu cầu tiêu dùng phục hồi rõ ràng hơn vào năm 2025. Chúng tôi cho rằng chi tiêu tiêu dùng sẽ phục hồi dần trong 6T25, do lo ngại rằng việc tinh gọn bộ máy có thể tạm thời ảnh hưởng đến thu nhập hộ gia đình. Tuy nhiên, tốc độ phục hồi sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm 2025 khi thị trường lao động khởi sắc hơn.
- Chúng tôi dự báo tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện tại sẽ tăng khoảng 10-10,5% vào năm 2025 (so với +9,0% svck trong 2024) nhờ 1) thị trường việc làm phục hồi, 2) thu nhập thực tế được cải thiện do tăng trưởng kinh tế mở rộng và xu hướng lạm phát hạ nhiệt 3) kỳ vọng đầu tư công thực hiện tăng tốc trong năm 2025, giúp cải thiện nhu cầu trong nước.

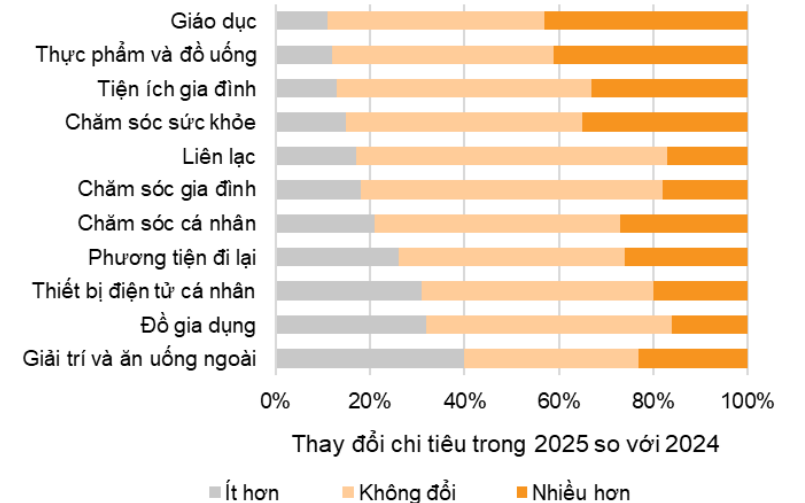
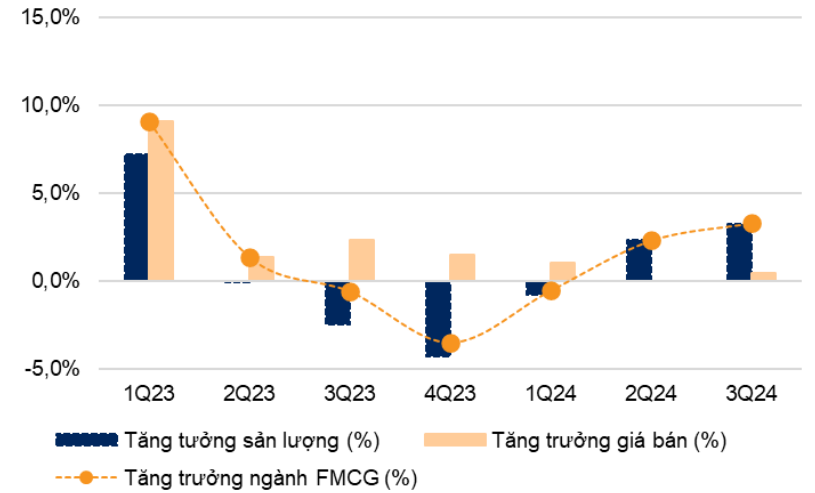
Niềm tin người tiêu dùng còn thận trọng trong T1/25. Tuy nhiên, khả năng tiết kiệm của người tiêu dùng tăng trong 2024 sẽ hỗ trợ phục hồi tiêu dùng trong 2025

Giá trị nhập khẩu hàng tiêu dùng tăng đáng kể từ T9/24



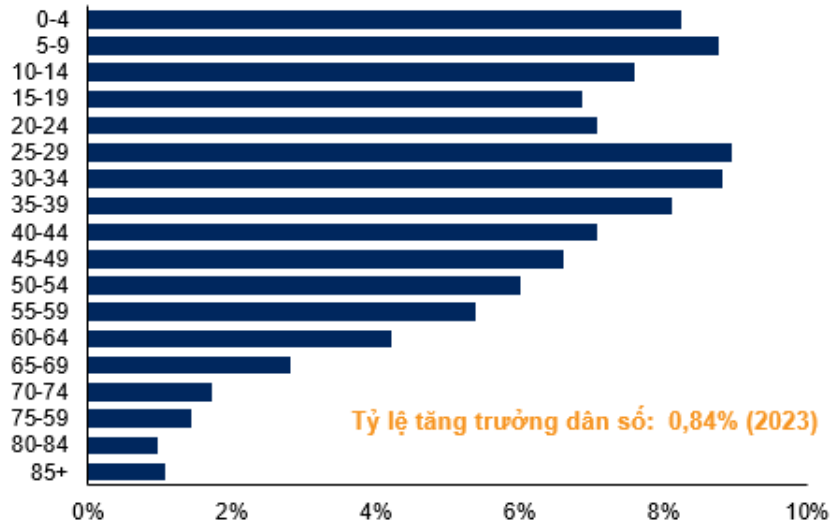
Ngành FMCG phục hồi từ Q2/24 với sản lượng tiêu thụ tăng trưởng tích cực trong hai quý liên tiếp

Chi tiêu cho giáo dục, thực phẩm & đồ uống và chăm sóc sức khỏe sẽ tăng trong 2025, trong khi chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu giữ nguyên, theo khảo sát của IFM

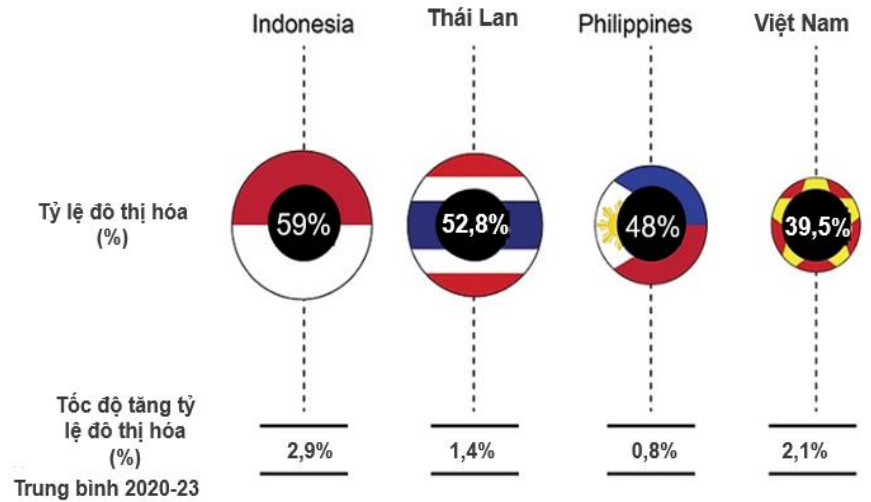


Môi trường vĩ mô thuận lợi hỗ trợ ngành tiêu dùng - bán lẻ trong dài hạn

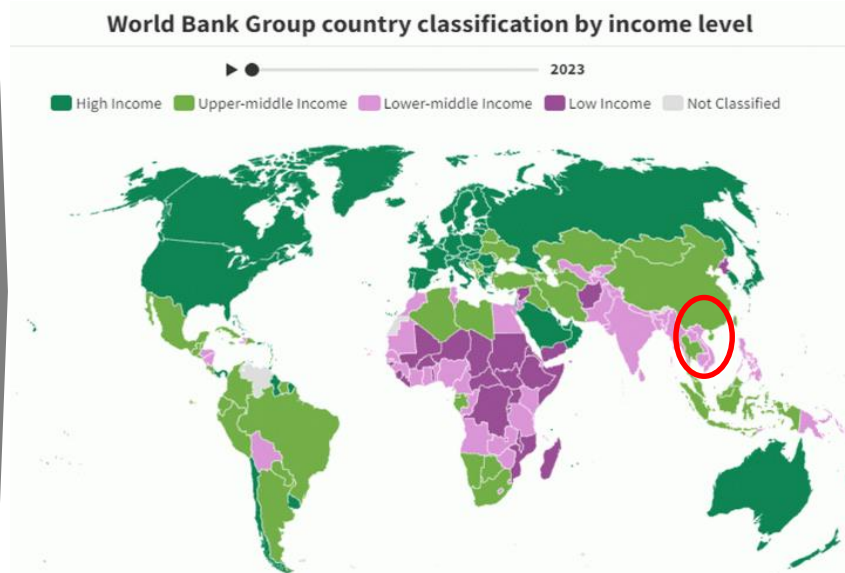
Việt Nam bước vào giai đoạn dân số vàng từ 2017 và dự báo sẽ kéo dài đến năm 2029



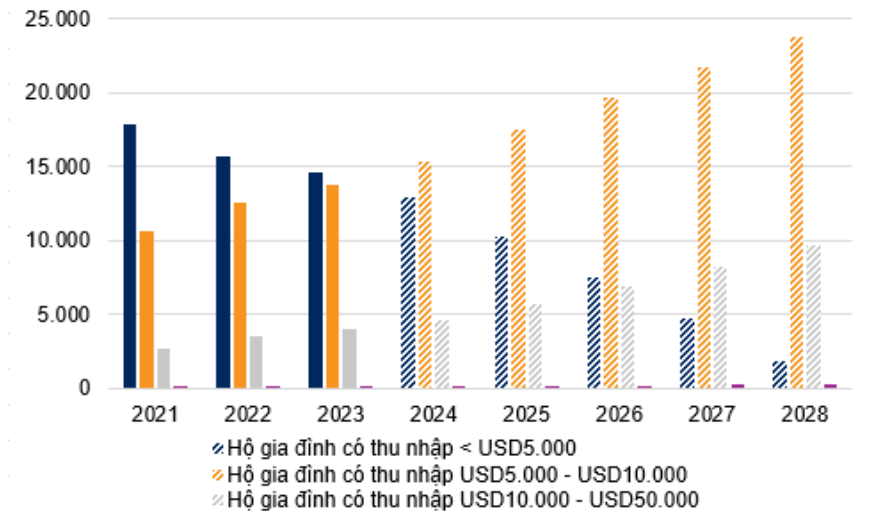
Đến năm 2050, tỷ lệ đô thị hóa có thể đạt 57,3%.



Theo Ngân hàng Thế giới, Việt Nam sẽ có thể sớm gia nhập nhóm quốc gia có thu nhập trung bình cao



Sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu sẽ thúc đẩy sức mua của người tiêu dùng



Sản xuất & chế biến thịt



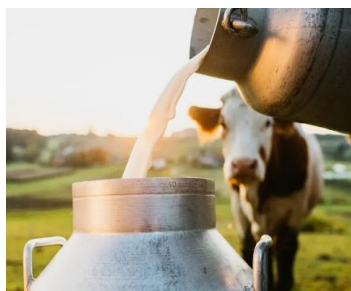
Sự phát triển của mô hình kinh doanh 3F

Bán lẻ tạp hoá



Tận dụng xu hướng tiêu dùng chuyển dịch sang thương mại hiện đại

Sản xuất sữa



Chiến lược đổi mới và đa dạng hoá sản phẩm hỗ trợ tăng trưởng dài hạn

Bán lẻ trang sức



Các đối thủ lớn nắm bắt cơ hội chiếm lĩnh thị phần

Bán lẻ ICT



Tăng cường marketing và trải nghiệm người dùng sau giai đoạn tái cấu trúc

Dược phẩm



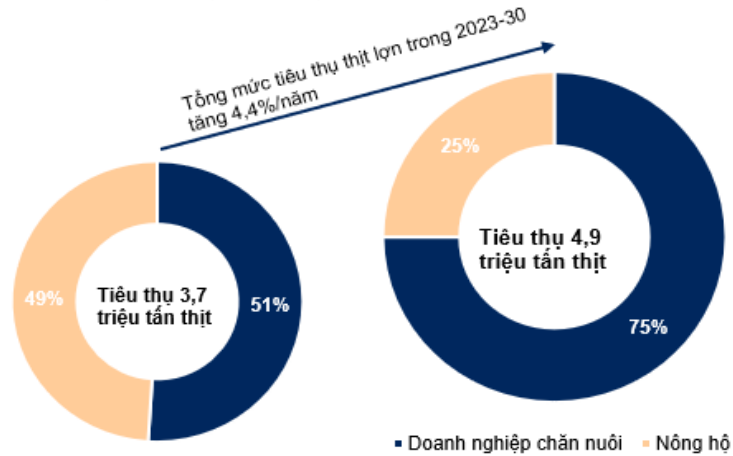
Mở rộng bảo hiểm y tế và hợp pháp hóa bán thuốc OTC trực tuyến thúc đẩy bản lẻ dược phẩm

Cổ phiếu	Ngành	Tăng trưởng doanh thu (% svck)				Tăng trưởng lợi nhuận (% svck)			
		Q3/24	9T24	2024	2025	Q3/24	9T24	2024	2025
BAF	Sản xuất & chế biến thịt	↗7,8%	↗8,3%	↗8,2%	↗6,4%	↕51,3%	↕322,2%	↕1160,4%	↕46,9%
MWG	Bán lẻ ICT và tạp hóa	↗12,7%	↗14,9%	↗12,1%	↗6,6%	↕1951,7%	↕3633,6%	↕2241,1%	↕31,8%
DGW	Phân phối ICT	↗15,0%	↗16,1%	↗15,7%	↗11,9%	↗18,9%	↗14,6%	↗22,6%	↕25,0%
PNJ	Bán lẻ trang sức	↗3,1%	↕25,1%	↗14,8%	↘-0,4%	↘-14,6%	↗3,1%	↗6,0%	↗6,0%
VNM	Sản xuất sữa	↘-0,6%	↗3,5%	↗4,9%	↗4,8%	↘-3,6%	↗11,0%	↗10,4%	↗4,8%
QNS	Sản xuất đường	↗10,5%	↗4,1%	↗3,0%	↗4,4%	↗5,1%	↗14,3%	↘-3,7%	↗1,4%

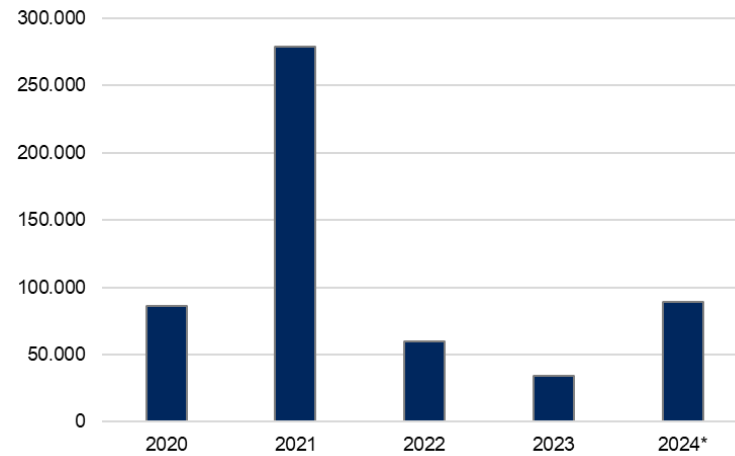
Sản xuất và chế biến thịt: Luật chăn nuôi mở ra cơ hội chiếm lĩnh thị phần

Thu nhập người tiêu dùng và sự chú ý vào vấn đề dinh dưỡng tăng ở Việt Nam thúc đẩy nhu cầu về thực phẩm sạch và truy xuất nguồn gốc. Mô hình 3F (Farm, Feed, Food) được xem là giải pháp lý tưởng cho ngành chăn nuôi.

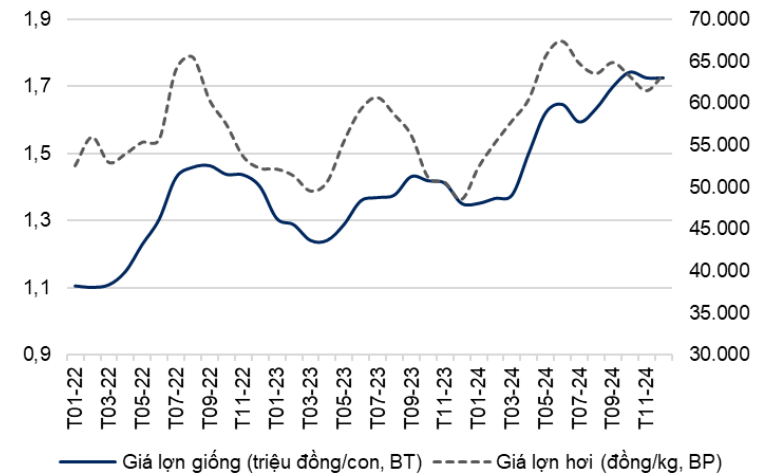
Chúng tôi cho rằng thị phần của chăn nuôi nông hộ sẽ thu hẹp đáng kể vào năm 2030



Tổng số lợn chết và bị tiêu hủy do dịch tả lợn châu Phi tăng mạnh trong 2024 (đơn vị: con)



Giá lợn hơi trung bình sẽ duy trì ở mức cao trong 6T24

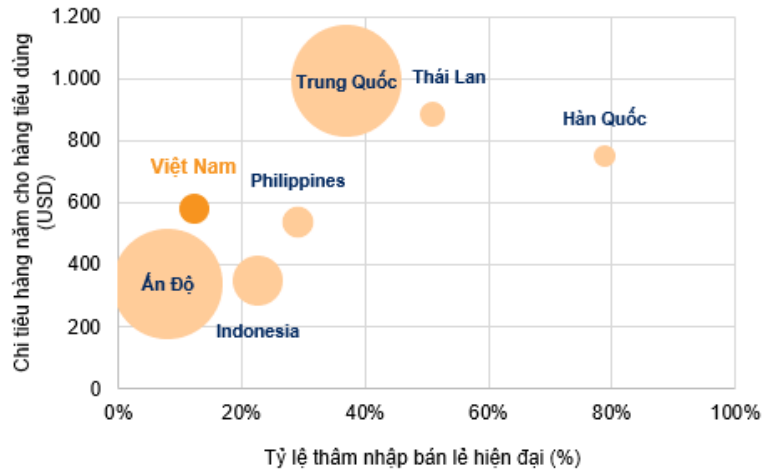


- **Ngành chăn nuôi đang thay đổi cơ cấu trong Q4/24 khi Luật Chăn nuôi số 32/2018/QH14 sẽ có hiệu lực vào T1/25.** Chúng tôi cho rằng điều này tạo cơ hội mở rộng thị phần cho các công ty chăn nuôi quy mô lớn, vì nhiều cơ sở sẽ ngừng chăn nuôi do không đảm bảo được đất xây dựng trang trại trong các khu vực quy hoạch được chỉ định. Hơn nữa, dịch tả lợn châu Phi đã gây thiệt hại đáng kể cho các trang trại quy mô nhỏ, khiến họ khó có thể cạnh tranh với các công ty chăn nuôi lớn hơn.
- Chúng tôi cũng nhận thấy xu hướng vĩ mô hỗ trợ mở rộng biên LN gộp của các công ty chăn nuôi trong ngắn hạn. Giá lợn đã tăng đáng kể vào T12/24, đạt mức 64.700 đồng/kg, và **dự kiến sẽ duy trì ở mức cao trong nửa đầu năm 2025** do Luật Chăn nuôi mới sẽ làm giảm nguồn cung từ các trang trại quy mô nhỏ, cùng với các đợt bùng phát Dịch tả lợn châu Phi tiếp tục dẫn đến việc phải tiêu hủy nhiều lợn. Trong khi đó, giá thức ăn chăn nuôi có khả năng duy trì ổn định. Giá thức ăn chăn nuôi đã trải qua năm đợt giảm giá trong năm 2023, theo đó là ba đợt giảm giá trong năm 2024. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng giá thức ăn chăn nuôi sẽ duy trì ổn định trong năm 2025 khi giá nguyên liệu đầu vào giảm nhẹ.

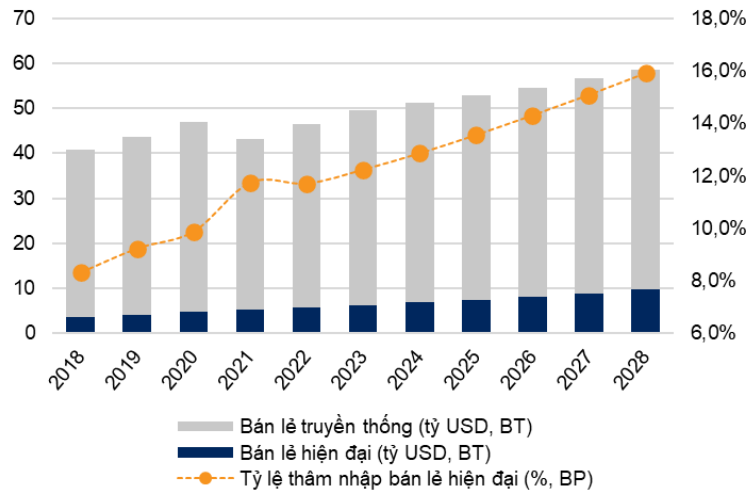
Chuỗi bán lẻ tạp hoá: Tận dụng xu hướng tiêu dùng chuyển dịch sang kênh hiện đại

Bán lẻ tạp hoá hiện đại ở Việt Nam đang tăng trưởng mạnh mẽ, được thúc đẩy bởi sự chuyển dịch thói quen của người tiêu dùng từ các kênh truyền thống sang các kênh hiện đại (đặc biệt là các siêu thị mini) theo xu hướng lối sống hiện đại.

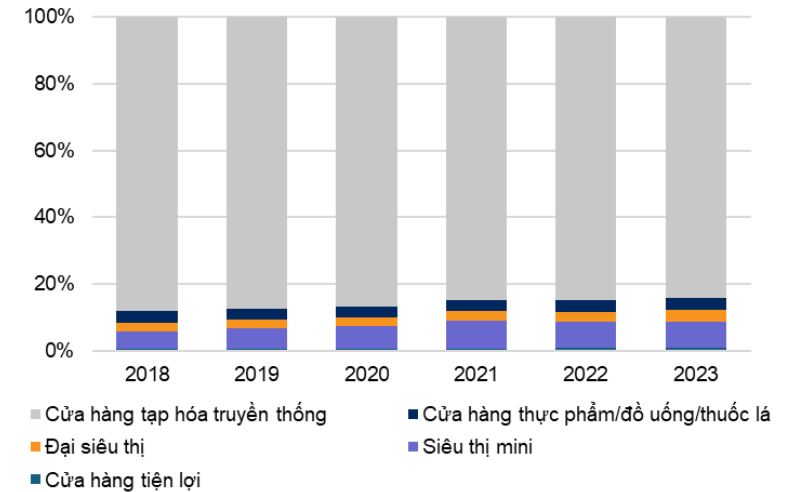
Tỷ lệ thâm nhập bán lẻ hiện đại ở Việt Nam vẫn khá thấp so với các nước khác trong khu vực



DT bán lẻ hiện đại tăng trưởng 12,4%/năm trong 2018-23, vượt trội sv mức 3,1%/năm tại kênh bán lẻ truyền thống



Các kênh truyền thống vẫn đang chiếm phần lớn doanh thu, tạo cơ hội cho các chuỗi bán lẻ giành thị phần

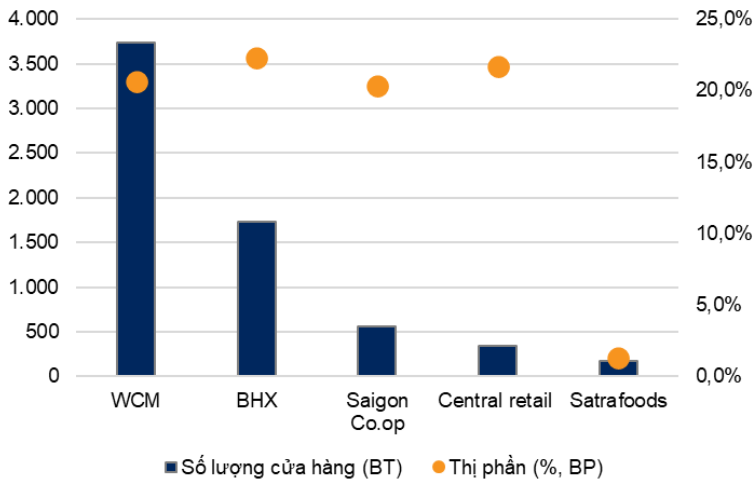


- Chúng tôi nhận thấy xu hướng chuyển đổi thói quen tiêu dùng từ các kênh truyền thống sang hiện đại ngày càng tăng. Theo McKinsey&Company, các kênh thương mại hiện đại có tiềm năng lớn tại Việt Nam và **còn nhiều cơ hội để gia tăng tỷ lệ thâm nhập bán lẻ hiện đại** nhờ 1) sự tăng trưởng ổn định của tầng lớp trung lưu, 2) gia tăng tốc độ đô thị hoá, và 3) lối sống bận rộn khiến người tiêu dùng ưu tiên các phương thức mua sắm tiện lợi, tiết kiệm thời gian.
- Theo Euromonitor, **thị trường bán lẻ tạp hoá Việt Nam được định giá 51,4 tỷ USD vào năm 2023 và tăng trưởng với tốc độ CAGR 3,4 % trong 2023-28**, trong đó DT từ thương mại hiện đại tăng 8,9%/năm. Quá trình đô thị hóa nhanh chóng cũng đang góp phần thúc đẩy sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành bán lẻ hàng tạp hoá. Theo Fitch Solutions, đối tượng khách hàng chính của các nhà bán lẻ hàng tạp hoá là những người tiêu dùng tại khu vực thành thị, đặc biệt là các hộ gia đình có thu nhập từ trung bình đến cao (trên 10.000 USD/năm). Nhóm khách hàng này thường có thời gian hạn chế nhưng lại có thu nhập khả dụng cao hơn để mua sắm các sản phẩm đa dạng bày bán tại các siêu thị, thay vì mua sắm theo kênh bán lẻ truyền thống, nơi người mua phải đến nhiều cửa hàng khác nhau để mua các mặt hàng khác nhau.

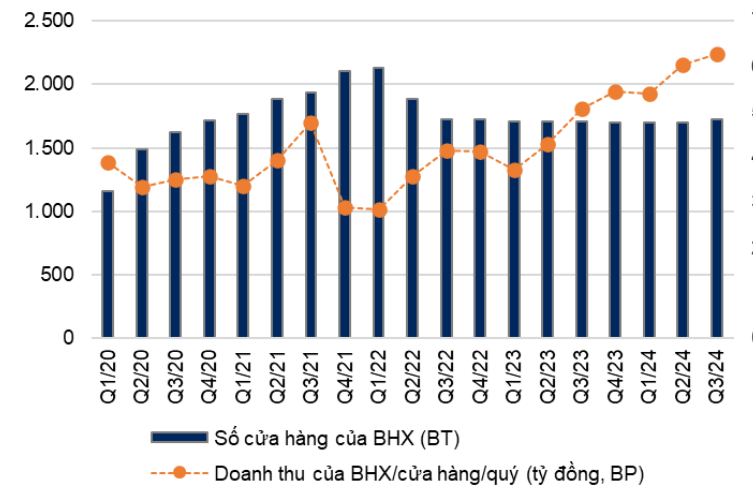
Chuỗi bán lẻ tạp hoá: Tận dụng xu hướng tiêu dùng chuyển dịch sang kênh hiện đại

Các chuỗi bán lẻ thực phẩm đang tập trung vào việc mở rộng hệ thống phân phối bên cạnh việc cải thiện danh mục sản phẩm để tận dụng thói quen mua sắm chuyển từ bán lẻ truyền thống sang bán lẻ hiện đại.

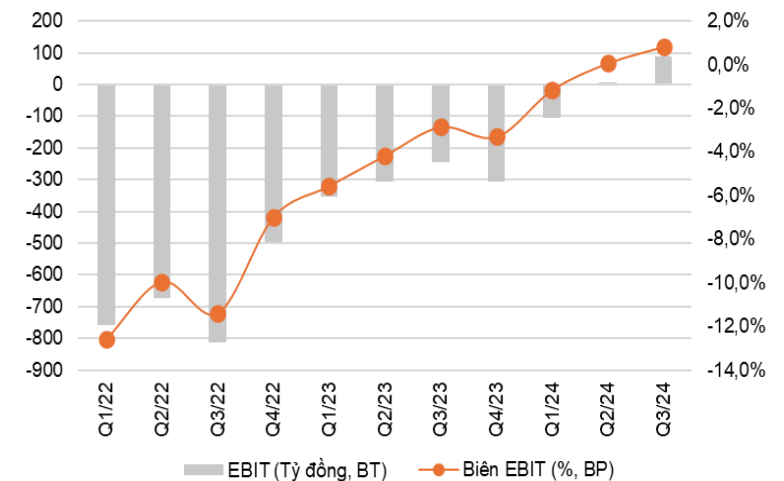
WinMart+ và BHX là những cái tên thống trị trong phân khúc siêu thị mini



DT/cửa hàng của BHX tăng mạnh sau tái cấu trúc và tập trung vào sản phẩm tươi sống



Lợi nhuận trước thuế theo quý của BHX

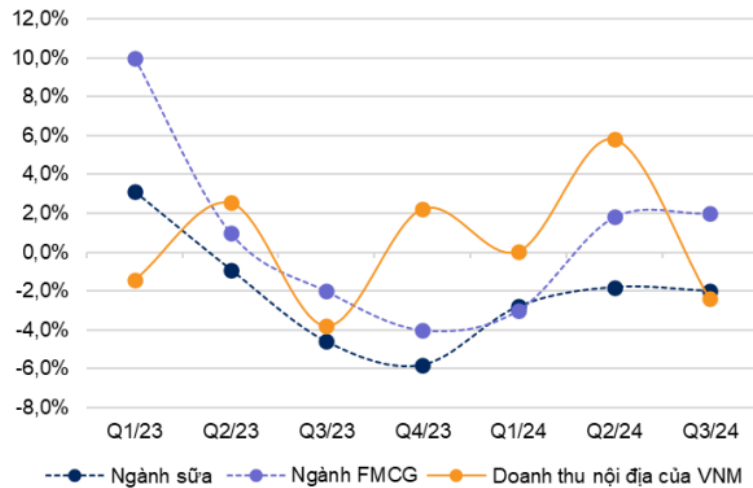


- Các siêu thị mini được người tiêu dùng ưa chuộng nhờ quy mô nhỏ gọn, dễ thâm nhập vào các khu dân cư và đáp ứng đầy đủ nhu cầu về các mặt hàng thiết yếu. Trong phân khúc này, **WinMart và BHX là những doanh nghiệp đầu ngành** - WinMart chủ yếu hoạt động ở miền Bắc, trong khi BHX tập trung vào thị trường miền Nam
- **Các chuỗi bán lẻ thực phẩm này đều đã đạt mục tiêu ghi nhận lợi nhuận trong năm 2024.** Trong Q2/24, BHX lần đầu tiên báo cáo LNTT đạt 7 tỷ đồng, trong khi WCM cũng ghi nhận LNTT lần đầu tiên vào T6/24. Chúng tôi cho rằng chiến lược tiếp theo của các chuỗi này là nhanh chóng mở rộng hệ thống cửa hàng để bắt kịp xu hướng tiêu dùng chuyển từ kênh truyền thống sang kênh hiện đại. BHX đã mở thêm 25 cửa hàng mới trong Q3/24 và 9 mới trong T10/24 tại TP. Hồ Chí Minh và các tỉnh lân cận. Theo ban lãnh đạo, khu vực miền Nam vẫn có tiềm năng tăng trưởng thị phần, do đó chiến lược của BHX là tiếp tục mở rộng cửa hàng tại TP. Hồ Chí Minh và các tỉnh lân cận như Vĩnh Long, Bình Dương và Đồng Nai.

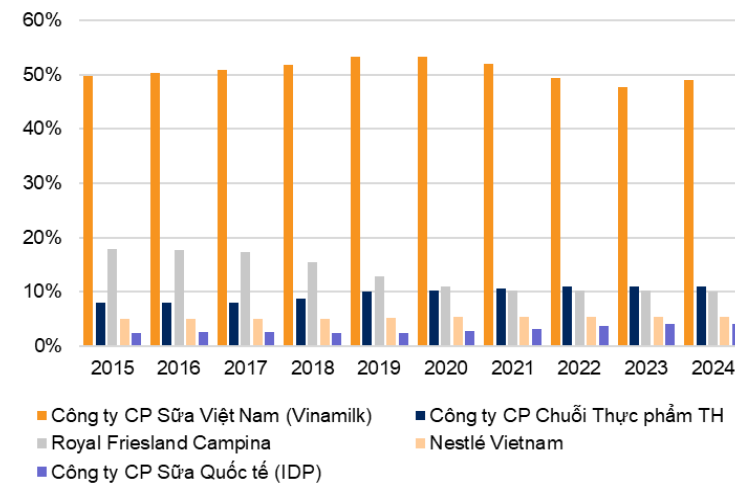
Sản phẩm Sữa: Chiến lược đổi mới sản phẩm và đa dạng hóa hỗ trợ tăng trưởng dài hạn

Trước sự phục hồi chậm hơn dự kiến trong nhu cầu tiêu thụ sữa và cạnh tranh gia tăng giữa các nhà sản xuất, ngành sữa đang gặp khó khăn trong việc tìm kiếm động lực tăng trưởng cho năm 2025.

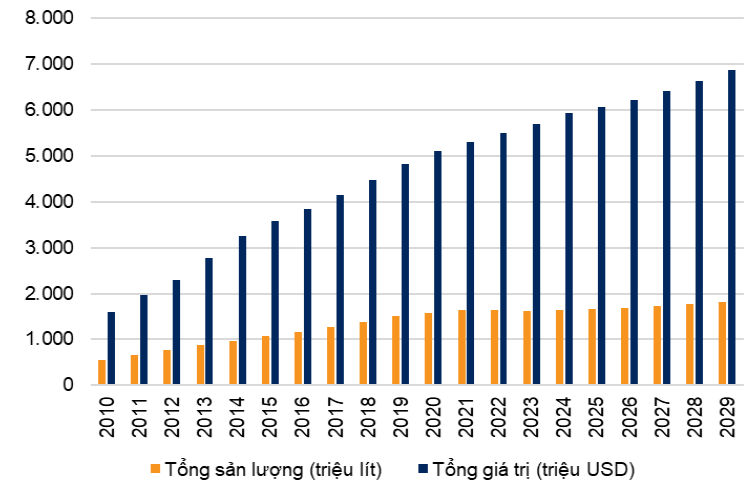
Tăng trưởng DT ngành sữa đã cải thiện trong hai quý gần đây nhưng vẫn ở mức âm (%)



Vinamilk giữ vững vị trí dẫn đầu, theo sau là TH Food, Friesland, và Nestlé.



Theo Euromonitor, giá trị ngành sữa tăng trưởng 3,2%/năm trong 2023-29

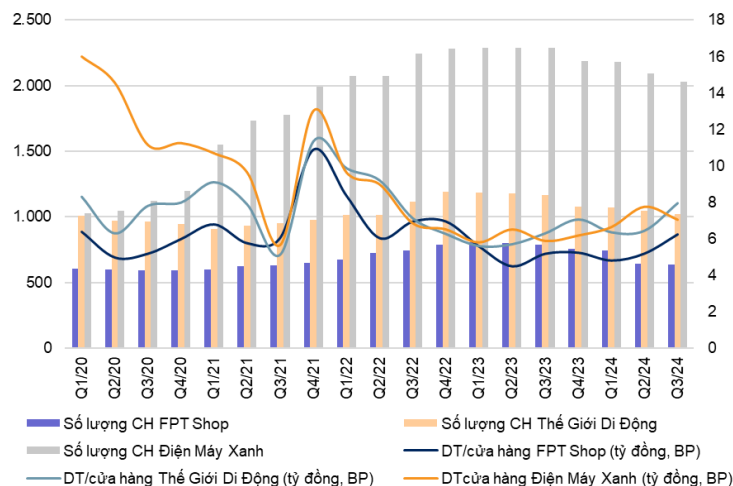


- Trước sự phục hồi chậm hơn dự kiến trong nhu cầu tiêu thụ sữa, cạnh tranh giữa các nhà sản xuất ngày càng khốc liệt. Các nhà sản xuất đang tung ra các sản phẩm mới để thu hút người tiêu dùng. TH ra mắt dòng TH true OAT dành cho người ăn chay và trẻ em, trong khi VitaDairy giới thiệu sữa non tươi Vitadairy Colos Fresh Milk không đường. Nutifood Sweden GrowPLUS+ trình làng các sản phẩm mới, kết hợp với KOLs để tạo sức ảnh hưởng mạnh mẽ trên mạng xã hội. Trong khi đó, Vinamilk (VNM), nhà sản xuất hàng đầu, đang tích cực tái định vị thương hiệu để giành lại thị phần. Theo ban lãnh đạo, công ty đã cải tiến và phát triển 125 sản phẩm trong năm 2024, giúp tăng 1,4% thị phần (tính đến tháng 7/2024) và lợi nhuận ròng 9T2024 tăng 11% svck. Những sản phẩm này phản ánh xu hướng đa dạng hóa và nâng cao chất lượng trong ngành sữa Việt Nam.
- Theo Euromonitor, thị trường sữa Việt Nam sẽ tăng trưởng 3,2%/năm giai đoạn 2023-2029, chủ yếu nhờ nhận thức cao hơn về dinh dưỡng và sức khỏe. Thu nhập và mức sống cải thiện cũng tạo điều kiện cho người tiêu dùng chi tiêu cho các sản phẩm sữa cao cấp, với sự quan tâm ngày càng lớn đến chất lượng và giá trị dinh dưỡng.

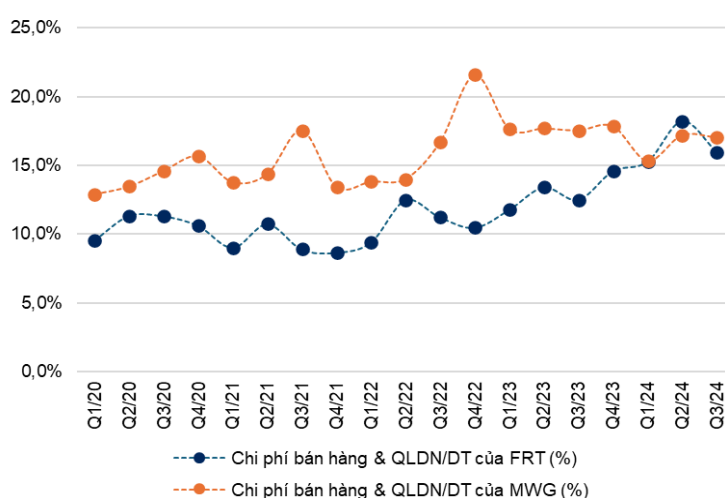
Bán lẻ ICT: Tăng cường marketing và trải nghiệm người tiêu dùng sau giai đoạn tái cấu trúc

Sau giai đoạn tái cấu trúc thành công, chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng tiếp theo của các chuỗi bán lẻ ICT sẽ được thúc đẩy bởi chiến lược marketing và đa dạng hóa sản phẩm.

Các chuỗi bán lẻ ICT thu nhỏ quy mô từ Q4/23, giúp DT/cửa hàng tăng đáng kể



Các công ty này cũng tập trung vào việc tối ưu hóa chi phí hoạt động



MWG thường xuyên triển khai các chiến dịch nhằm nâng cao trải nghiệm người tiêu dùng và thu hút khách hàng mới

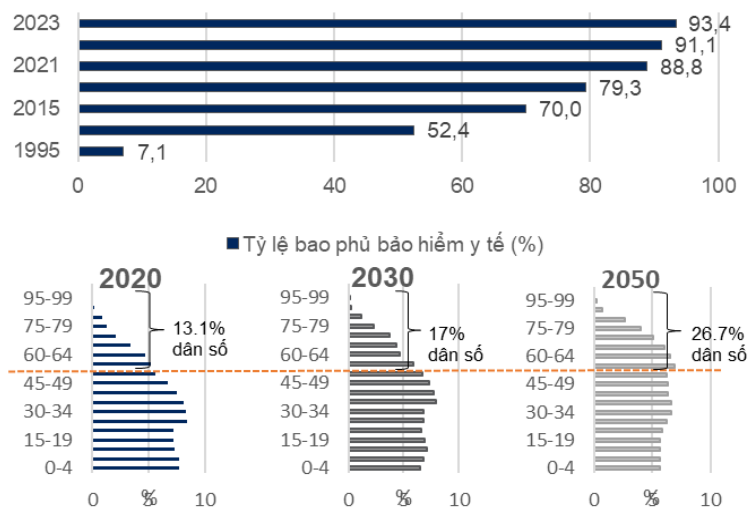


- Chiến lược tái cấu trúc hệ thống phân phối bằng cách đóng cửa các cửa hàng hoạt động kém hiệu quả đã mang lại lợi ích đáng kể cho các chuỗi bán lẻ ICT. Doanh thu trên mỗi cửa hàng tăng đều hàng tháng trong khi chi phí vận hành được tối ưu hóa, góp phần cải thiện mạnh mẽ lợi nhuận trước thuế năm 2024.
- Trong bối cảnh người tiêu dùng vẫn thận trọng với chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu trong 6T25, chúng tôi cho rằng **các chương trình khuyến mãi và đa dạng hóa sản phẩm sẽ là động lực** thúc đẩy tăng trưởng DT của các chuỗi ICT trong năm 2025. Trong Q4/24, MWG liên tục triển khai các chương trình marketing như chính sách thanh toán trả chậm mới, với lãi suất 0% cho khách hàng trong vòng 12 tháng hoặc dịch vụ gửi/rút tiền mặt tại cửa hàng để thu hút khách hàng. Chúng tôi cho rằng lợi thế thị phần sẽ nâng cao khả năng đàm phán của MWG, giúp công ty cung cấp các sản phẩm độc quyền với giá bán tốt hơn từ đó gia tăng sức cạnh tranh.
- Trong khi đó, chi phí bất thường liên quan đến việc đóng cửa hàng sẽ không còn đáng kể trong Q4/24, giúp giảm bớt áp lực lên LNTT của các chuỗi TGĐ/ĐMX trong năm 2025.

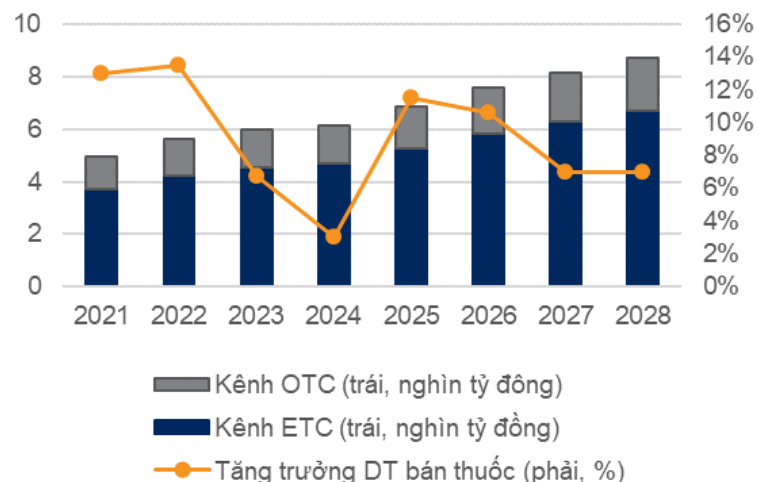
Bán lẻ dược phẩm: Tận dụng lợi thế từ chính sách hỗ trợ của chính phủ

IQVIA dự báo doanh thu thị trường dược phẩm đạt 316.747 tỷ đồng và doanh thu kênh bán lẻ đạt 186.390 tỷ đồng đến năm 2028, tăng trưởng trung bình lần lượt 9,7% và 8,3% hàng năm.

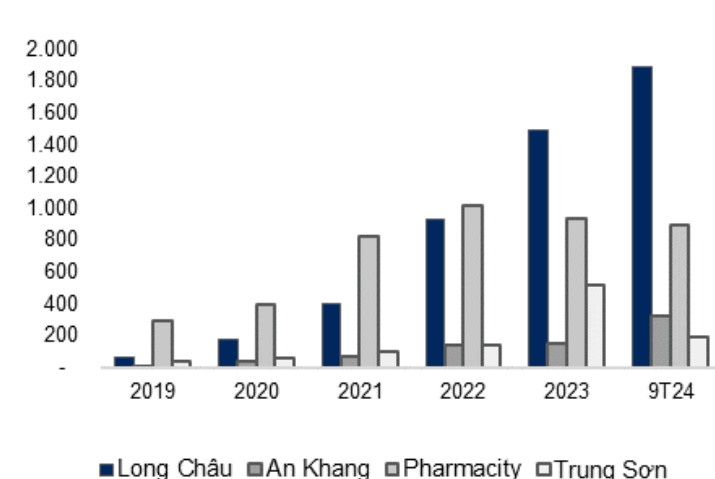
Tỷ lệ già hóa dân số và mức độ bao phủ bảo hiểm y tế đang không ngừng gia tăng qua từng năm



Thị trường dược phẩm được dự báo sẽ tăng trưởng đột phá, với kênh ETC dự kiến chiếm 77% tổng giá trị thị trường vào 2025



Số lượng nhà thuốc của các chuỗi bán lẻ hiện đại tăng dần qua các năm



- Triển vọng tăng trưởng **doanh số bán thuốc** tiếp tục được duy trì **khả quan** nhờ: 1) **mức sống được cải thiện và nhận thức về chăm sóc sức khỏe ngày càng cao** của người dân; 2) **tỷ lệ già hóa dân số tăng nhanh**; and 3) **việc mở rộng chương trình Bảo hiểm Y tế Xã hội**.
- Các hệ thống **nhà thuốc hiện đại đã ghi nhận sự phát triển vượt bậc** trong những năm gần đây, nhờ **giá cả cạnh tranh, danh mục sản phẩm đa dạng và dịch vụ tư vấn chuyên nghiệp**, trở thành lựa chọn ưu tiên của người tiêu dùng.
- Những chính sách hỗ trợ từ chính phủ, bao gồm việc mở rộng phạm vi bảo hiểm y tế cho các loại hay vật tư y tế được bác sĩ kê đơn nhưng bệnh viện không sẵn có từ ngày 1/1/2025 và hợp pháp hóa hoạt động bán thuốc OTC trực tuyến, được kỳ vọng sẽ thúc đẩy mạnh mẽ doanh số kênh bán lẻ dược phẩm.

BAF | (Báo cáo KQKD Q3/24)

Thông tin cổ phiếu:

Thay đổi giá sv tháng trước (%)	13,1%
Thay đổi giá svck (%)	54,0%
Giá mục tiêu (đ/cp)	32.000
Tiềm năng tăng giá (%)	13,9%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%
Thị giá vốn (tr USD)	263
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	2,2
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	125,0

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT thuần	(26,6%)	8,2%	6,4%	8,5%
Tăng trưởng EPS	(90,6%)	657,7%	46,9%	17,0%
Biên lợi nhuận gộp	6,6%	14,7%	17,0%	17,9%
Biên LN ròng	0,5%	6,0%	8,3%	9,0%
P/E (x)	140,9	18,6	12,7	10,8
Rolling P/B (x)	2,0	2,3	2,1	2,2
ROAE	1,3%	18,0%	20,2%	23,6%
Nợ ròng trên VCSH	92,5%	60,7%	52,4%	35,3%

Luân điểm đầu tư:

Giá lợn hơi tiếp tục duy trì ở mức cao trong 6T25

Trong T12/24 giá lợn hơi trung bình tăng đáng kể lên mức 64.200 đồng/kg, và dự kiến sẽ duy trì ở mức cao trong 6T25 do luật chăn nuôi sắp có hiệu lực, tác động đến nguồn cung từ các trang trại quy mô nhỏ, cùng với sự bùng phát của dịch tả lợn châu Phi kéo theo số lượng lợn bị tiêu hủy tăng. Biến động giá được kỳ vọng sẽ ổn định hơn khi nguồn cung chủ yếu đến từ các trang trại lớn - ít bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh, nhờ đó giảm bớt rủi ro bán tháo lợn chạy dịch.

Luật Chăn nuôi mở ra cơ hội gia tăng thị phần cho BAF

Ngành chăn nuôi đang thay đổi cơ cấu trong Q4/24 khi Luật Chăn nuôi số 32/2018/QH14 sẽ có hiệu lực vào T1/25. Chúng tôi cho rằng điều này tạo cơ hội mở rộng thị phần cho các công ty chăn nuôi quy mô lớn, vì nhiều cơ sở sẽ ngừng chăn nuôi do không đảm bảo được đất xây dựng trang trại trong các khu vực quy hoạch được chỉ định. Hơn nữa, dịch tả lợn châu Phi đã gây thiệt hại đáng kể cho các trang trại quy mô nhỏ, khiến họ khó có thể cạnh tranh với các công ty chăn nuôi lớn hơn.

Tăng công suất thúc đẩy sản lượng bán hàng

Chúng tôi kỳ vọng tổng đàn lợn gia nhanh chóng và việc giành thị phần từ các trang trại quy mô nhỏ sẽ giúp sản lượng bán của BAF tăng 38,1% svck trong 2025. Vào Q4/24, BAF đưa năm trang trại vào hoạt động, với tổng quy mô 90.000 lợn thịt và 7.400 con lợn nái, nâng tổng số trang trại lên 37. BAF cũng đã hoàn tất việc mua lại 07 công ty chăn nuôi vào T11/24, với kế hoạch xây dựng các trang trại quy mô 5.000 lợn nái hoặc 30.000 lợn thịt mỗi trang trại. Đến năm 2025, BAF đặt mục tiêu xây dựng thêm bốn trang trại, nâng tổng số trang trại lên 48.

Tối ưu hóa quy trình chăn nuôi tạo động lực tăng trưởng dài hạn

Sự hợp tác giữa BAF và Muyuan Group trong việc triển khai mô hình chăn nuôi lợn 06 tầng sẽ giúp tối ưu hóa không gian, tăng năng suất và giảm chi phí vận hành. Việc áp dụng công nghệ chăn nuôi hiện đại từ đó cải thiện hiệu quả quản lý, giảm chi phí thức ăn, giảm thiểu rủi ro dịch bệnh, đồng thời nâng cao chất lượng sản phẩm. Chúng tôi cho rằng điều này mang lại lợi thế cạnh tranh bền vững, giúp BAF phát triển ổn định trong dài hạn.

MWG | (Báo cáo KQKD Q3/24)
Thông tin cổ phiếu:

		2023	2024	2025	2026	
Thay đổi giá sv tháng trước (%)	0,8%	Tăng trưởng DT thuần	(11,3%)	12,1%	6,6%	6,8%
Thay đổi giá svck (%)	43,7%	Tăng trưởng EPS	(95,9%)	2245,1%	31,8%	18,8%
Giá mục tiêu (đ/cp)	77.800	Biên lợi nhuận gộp	19,0%	20,9%	21,2%	21,4%
Tiềm năng tăng giá (%)	27,5%	Biên LN ròng	0,1%	3,0%	3,7%	4,1%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,8%	P/E (x)	370,6	22,7	17,2	14,5
Thị giá vốn (tr USD)	3.497	Rolling P/B (x)	2,7	3,1	2,7	2,3
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	21,4	ROAE	0,7%	13,9%	15,8%	16,1%
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	103,5	Nợ ròng trên VCSH	84,5%	65,9%	50,0%	42,7%

Luận điểm đầu tư:
Chính sách bán hàng và lợi thế thị phần thúc đẩy tăng trưởng DT mảng ICT

Chúng tôi cho rằng lợi thế thị phần sẽ nâng cao khả năng đàm phán của MWG, giúp công ty cung cấp các sản phẩm độc quyền với giá bán tốt hơn từ đó gia tăng sức cạnh tranh. Cùng với chính sách trả chậm mới cho phép khách hàng không cần chịu lãi suất trong vòng 12 tháng, sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng DT trong 2025. Chúng tôi dự phóng DT mảng ICT tăng 9,0%/3,6% svck trong 2024/25.

Bách Hóa Xanh mở rộng hệ thống cửa hàng sang các tỉnh mới

Chúng tôi nhận thấy DT/cửa hàng BHX gần như đã đạt mức tối ưu khi DT/cửa hàng/tháng ổn định ở mức 2,1 tỷ đồng từ T5/2024. Do đó, chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng của BHX đến từ việc mở rộng hệ thống cửa hàng, tập trung tối ưu hóa chi phí vận hành và giảm thiểu tỷ lệ hao hụt mặt hàng tươi sống. Theo ban lãnh đạo, khu vực phía Nam vẫn còn tiềm năng tăng trưởng thị phần, vì vậy công ty sẽ tiếp tục mở rộng cửa hàng tại TP.HCM và các tỉnh lân cận như Vĩnh Long, Bình Dương, Đồng Nai.

EraBlue ghi nhận lợi nhuận

Trong Q3/24, EraBlue, liên doanh của MWG tại Indonesia, đã ghi nhận LN sau hai năm hoạt động. Chúng tôi kỳ vọng rằng EraBlue sẽ tái hiện lại thành công của Điện Máy Xanh tại thị trường Indonesia nhờ: 1) Thị trường điện tử tiêu dùng ở Indonesia còn phân mảnh, với các cửa hàng bán lẻ nhỏ chiếm 80% thị phần; 2) DT trong lĩnh vực điện tử tiêu dùng được dự phóng tăng trưởng kép 9,1%/năm trong 2024-29 và 3) mô hình vận hành cửa hàng khác biệt của EraBlue mang lại lợi thế cạnh tranh đáng kể.

Các chi phí bất thường kết thúc từ Q4/24, giảm áp lực lên LN ròng năm 2025

Trong Q3/24, MWG đã hoàn tất tái cấu trúc chuỗi TGDD & DMX, đồng nghĩa với việc các chi phí một lần liên quan đến việc đóng cửa hàng sẽ giảm trong Q4/24. Thay vào đó, chúng tôi ước tính khoản chi phí 107,4 tỷ đồng liên quan đến việc giải thể Thế Giới Số Trần Anh. Tuy nhiên, do Q4 là mùa cao điểm, chúng tôi cho rằng các chi phí bất thường này sẽ có tác động ít hơn đến LN sv Q3/24. Do đó, chúng tôi dự phóng LN ròng của MWG tăng 23,4 lần trong 2024 và 31,8% svck trong 2025.

Bảng so sánh doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Vốn hóa tr USD	Doanh thu trượt 12T tr USD	svck %	LN ròng trượt 12T tr USD	svck %	Dự phóng LN 2025 tr USD	svck %	D/E x	ROE %	P/E điều chỉnh x	P/B x
Tiêu dùng thiết yếu											
CTCP Sữa Việt Nam	5.282	2.495	3,5	389,1	14,4	404,3	11,0	0,2	27,7	15,5	4,3
CTCP Sữa Quốc tế	583	290	9,3	38,8	14,1	N/a	N/a	0,3	38,0	15,5	4,8
CTCP Đường Quảng Ngãi	734	421	21,4	91,6	69,7	84,3	1,4	0,3	26,9	7,1	1,8
CTCP Thành Thành Công	373	1.179	14,3	32,9	55,6	N/a	N/a	1,5	6,4	15,4	1,0
Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước											
giải khát Sài Gòn	2.883	1.268	(1,6)	180,1	2,3	190,0	9,2	0,0	17,2	17,1	2,9
CTCP Tập đoàn MaSan	3.968	3.274	4,0	130,7	66,5	143,0	58,9	1,6	4,8	86,1	3,4
CTCP Nông nghiệp BaF Việt Nam	251	227	(5,5)	7,7	265,3	19,6	46,9	0,8	8,0	54,9	2,3
CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam	380	514	17,4	21,6	N/a	29,0	6,0	0,9	9,6	16,3	1,5
CTCP Hoàng Anh Gia Lai	530	249	(16,1)	77,5	88,3	N/a	N/a	0,8	25,8	7,7	1,6
Tiêu dùng không thiết yếu											
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú											
Nhuận	1.289	1.571	23,1	81,1	11,3	87,2	6,0	0,1	20,2	16,1	3,1
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	3.522	5.286	11,7	119,7	325,8	203,9	31,8	0,9	11,8	25,5	3,3
CTCP Thế giới số	357	799	17,0	15,8	(6,6)	21,9	25,0	1,0	14,4	22,4	3,2
Tổng CTCP Dịch vụ Tổng hợp Dầu											
khí	105	691	5,1	8,2	150,8	N/a	N/a	2,0	7,2	17,9	1,3
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	978	1.505	18,1	6,9	N/a	26,0	85,7	3,7	6,0	235,6	13,8
Trung vị		989	10,5	58,1	61,0	85,7	18,0	0,8	13,1	16,7	3,0
Trung bình		1.412	8,7	85,8	88,1	120,9	28,2	1,0	16,0	39,5	3,4

Công nghệ

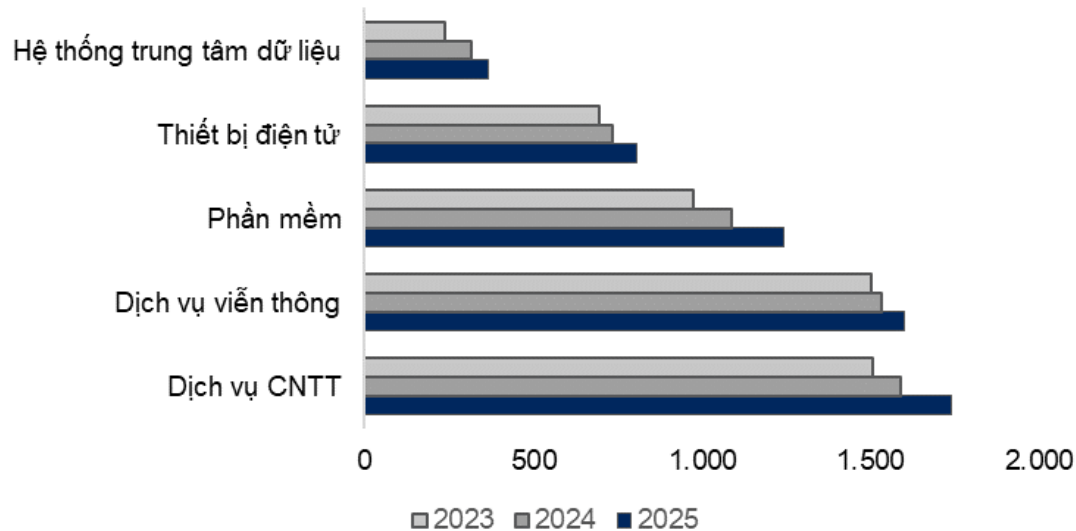
Bước vào chu kỳ tăng trưởng mới

- Phục hồi kinh tế toàn cầu thúc đẩy chi tiêu CNTT
- Gia tăng áp dụng AI và xu hướng chuyển đổi số trên phạm vi toàn cầu
- Cam kết mạnh mẽ của Chính phủ Việt Nam trong việc thúc đẩy ngành công nghiệp AI và bán dẫn

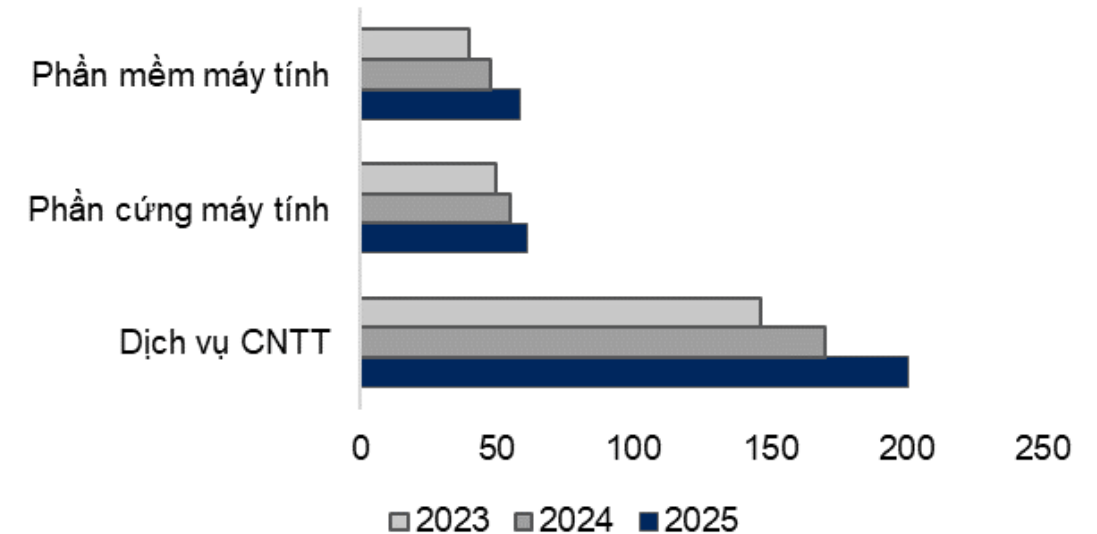


Gartner dự phóng chi tiêu CNTT toàn cầu sẽ đạt 5.700 tỷ USD vào năm 2025, tăng 9,3% svck. Sự tăng trưởng này được thúc đẩy bởi hệ thống trung tâm dữ liệu, phần mềm và dịch vụ CNTT, trong đó AI tạo sinh được kỳ vọng sẽ thúc đẩy việc mở rộng trung tâm dữ liệu, và các ứng dụng AI sẽ hỗ trợ tăng trưởng trong lĩnh vực phần mềm và dịch vụ.

Dự phóng chi tiêu CNTT toàn cầu, trong đó dịch vụ CNTT dẫn đầu, chiếm 30% tỷ trọng (Đơn vị: tỷ Đô)



Dự phóng chi tiêu CNTT của Việt Nam tăng 17,4% svck trong năm 2025 (Đơn vị: nghìn tỷ đồng)

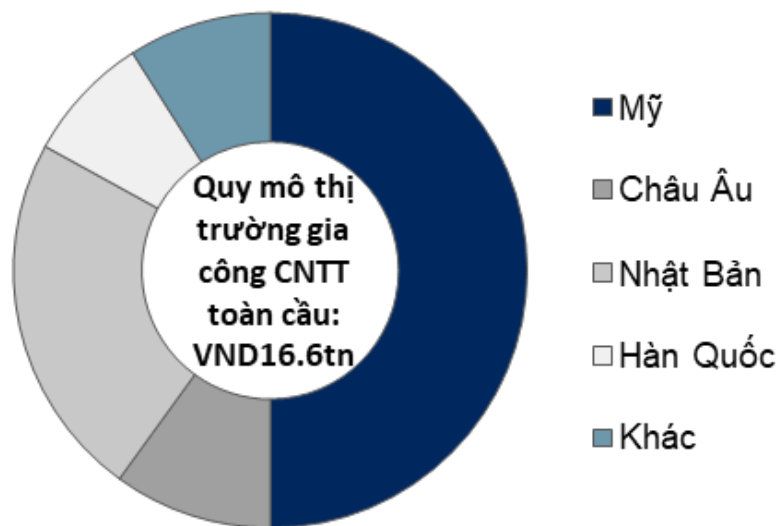


- **BMI dự phóng chi tiêu CNTT của Việt Nam sẽ tăng 17,4% lên 319,7 nghìn tỷ đồng.** Sự tăng trưởng này được thúc đẩy bởi xu hướng phục hồi chi tiêu CNTT toàn cầu và các kế hoạch của chính phủ về phát triển lĩnh vực công nghệ.
- **Các biện pháp do chính phủ chỉ đạo bao gồm:** 1) Chương trình **chuyển đổi số** quốc gia đến năm 2025, tầm nhìn đến năm 2030; 2) định vị **AI là công nghệ cốt lõi** với mục tiêu đưa đất nước trở thành trung tâm đổi mới sáng tạo của ASEAN vào năm 2030; và 3) Chiến lược phát triển ngành **công nghiệp bán dẫn** của Việt Nam và phát triển nguồn nhân lực đến năm 2030, giúp thúc đẩy các trung tâm dữ liệu trong nước và các dịch vụ & phần mềm CNTT.

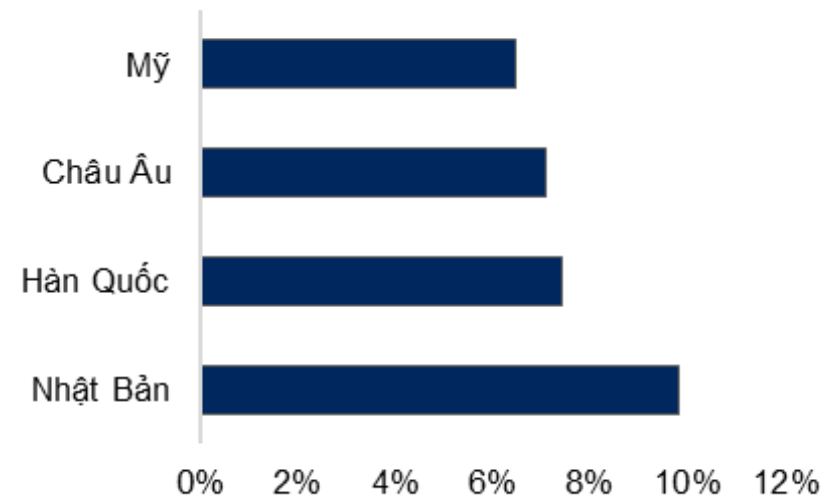
Ngành dịch vụ CNTT tận dụng triển vọng tích cực

Áp dụng AI và chuyển đổi số là động lực thúc đẩy ngành dịch vụ CNTT

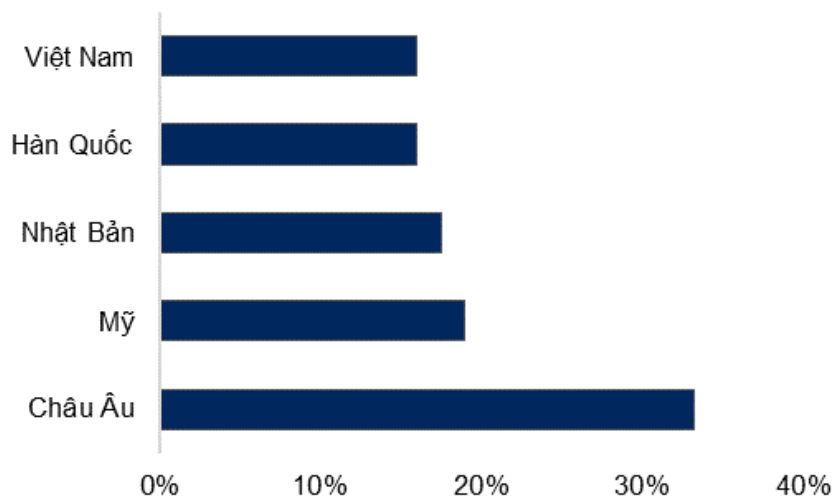
Thị phần các nước gia công CNTT chủ chốt của Việt Nam



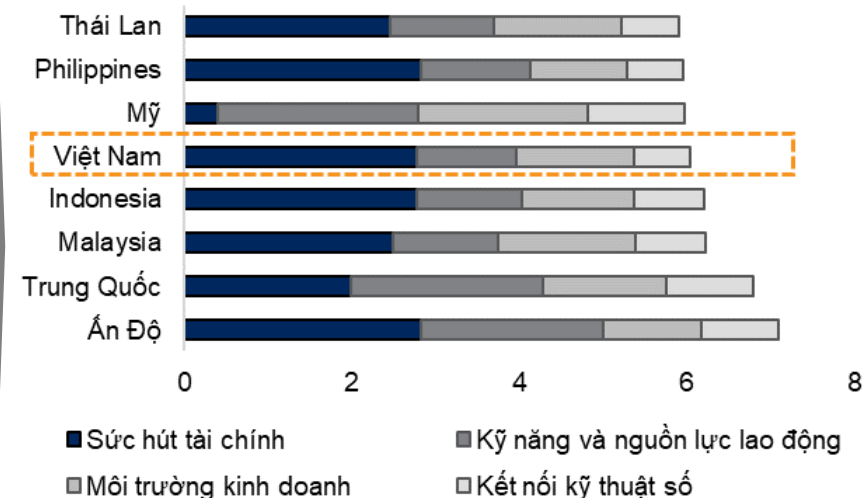
Dự phóng tăng trưởng dịch vụ CNTT của các quốc gia gia công CNTT chủ chốt của Việt Nam trong năm 2025



Dự phóng tăng trưởng thị trường AI trong năm 2025, kỳ vọng thúc đẩy dịch vụ CNTT



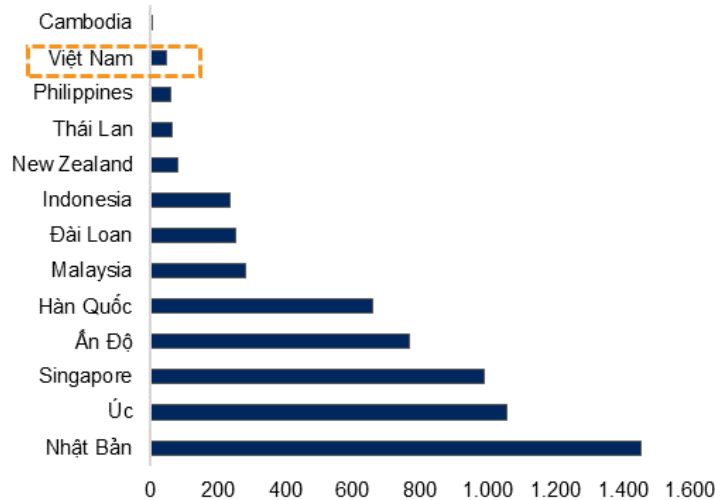
Sự thành công của hoạt động gia công phần mềm tại Việt Nam thu hút các tập đoàn lớn mở rộng quy mô đầu tư CNTT



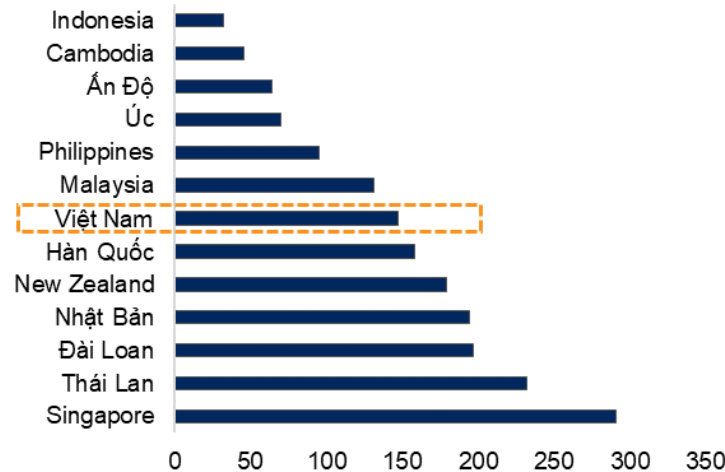
Thị trường trung tâm dữ liệu Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa phát triển so với các nước APAC VNDIRECT WISDOM TO SUCCESS

Theo Research and Markets, thị trường trung tâm dữ liệu của Việt Nam sẽ tăng trưởng từ 561 triệu USD vào năm 2022 lên 1.000 tỷ USD vào năm 2028, với mức tăng trưởng kép 10,7%.

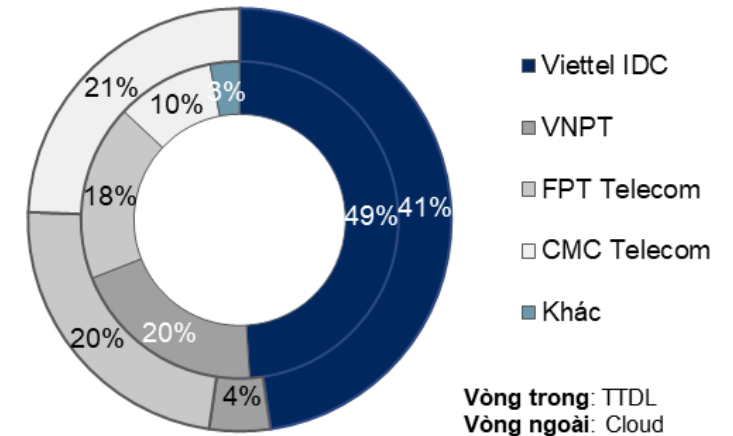
Việt Nam có nguồn cung trung tâm dữ liệu thấp hơn so với các nước APAC (đơn vị: MW)



Tốc độ internet của Việt Nam ở mức trung bình so với các nước APAC (đơn vị: Mbps)



Thị phần trung tâm dữ liệu và điện toán đám mây trong nước của Việt Nam trong năm 2023



- **Cơ sở hạ tầng trung tâm dữ liệu của Việt Nam hiện còn đang kém phát triển**, với ~33 cơ sở (80 MW công suất CNTT tính đến Q1/24, theo Savills), chủ yếu là các trung tâm colocation tập trung tại TP.HCM và Hà Nội. .
- **Tốc độ internet ở mức trung bình**, nguồn cung không đủ đáp ứng nhu cầu (theo KPMG) cùng **quyết tâm của Chính phủ** trong việc thúc đẩy chuyển đổi số, AI và chất bán dẫn cho thấy **tiềm năng của Việt Nam** như một thị trường trung tâm dữ liệu mới nổi và đầy hứa hẹn trên toàn cầu..
- **Bốn doanh nghiệp nội địa - Viettel IDC, VNPT, FPT Telecom và CMC Telecom - nắm giữ 97% thị trường trung tâm dữ liệu của Việt Nam**, nhờ việc tận dụng lợi thế từ nền tảng trong lĩnh vực CNTT.
- **Các nhà cung cấp quốc tế như AWS, Microsoft và Google chiếm 77,8% thị trường điện toán đám mây** nhưng thiếu cơ sở hạ tầng trung tâm dữ liệu tại Việt Nam, làm giảm cạnh tranh cho các nhà cung cấp trung tâm dữ liệu và điện toán đám mây trong nước.

Các chính sách thuận lợi của Chính phủ thúc đẩy tiềm năng tăng trưởng của trung tâm dữ liệu

Ngoài các kế hoạch mở rộng của các công ty trong nước được nêu dưới đây, một số công ty nước ngoài như Nvidia, Google, Huawei và Alibaba cũng đang có kế hoạch xây dựng các trung tâm dữ liệu tại Việt Nam. Tuy nhiên, các chính sách của Việt Nam hiện còn kém cạnh tranh hơn so với chính sách miễn 100% thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế đầu tư của Malaysia và chính sách mua điện trực tiếp/ưu tiên các trung tâm dữ liệu của Thái Lan.

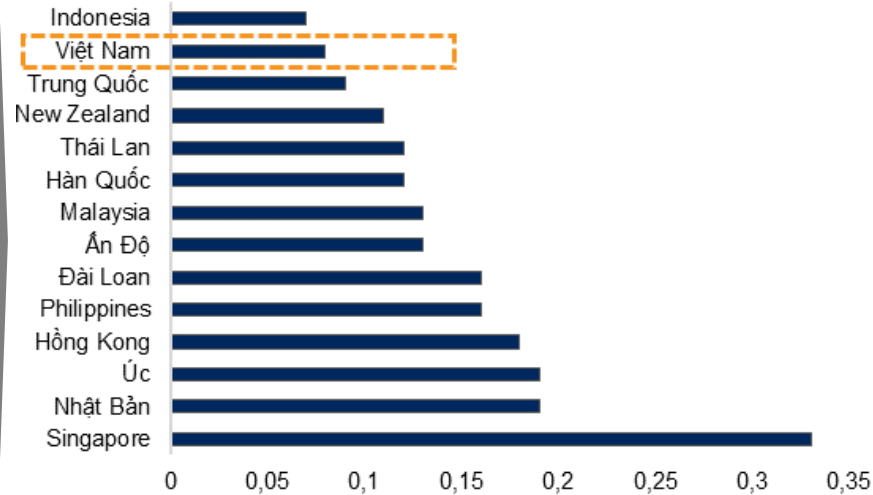
Kế hoạch mở rộng của các doanh nghiệp trong nước

Công ty	Số lượng TTDL đang hoạt động	Quy mô (racks)	Công suất CNTT mỗi năm (MW)	Diện tích sàn (m ²)	Kế hoạch mở rộng
Viettel	14	11.500	87	81.000	Mở rộng hạ tầng trung tâm dữ liệu lên 17.000 rack vào năm 2025 và 34.000 rack vào năm 2030
VNPT	7	3.725	30	45.550	
FPT	3	4.000	20	4.473	1. Xây dựng trung tâm dữ liệu mới tại Quận 9, TP.HCM, dự kiến hoàn thành vào Q4/25, với sức chứa hơn 3.000 rack và công suất đạt 20 MW. 2. Kế hoạch xây thêm hạ tầng TTDL khác tại Hà Nội trước năm 2032
CMC	3	3.000	20	16.500	Dự kiến phát triển một trung tâm dữ liệu hyperscale công suất 45MW tại TP.HCM từ 2025 đến 2029, cùng với 3 dự án trung tâm dữ liệu khác với tổng công suất đạt 70 MW.
VNG	1	410			Hợp tác với ST Telemedia Global Data Centers phát triển trung tâm dữ liệu thứ hai tại TP.HCM, dự kiến đi vào hoạt động vào đầu năm 2026, với công suất lên tới 60 MW.

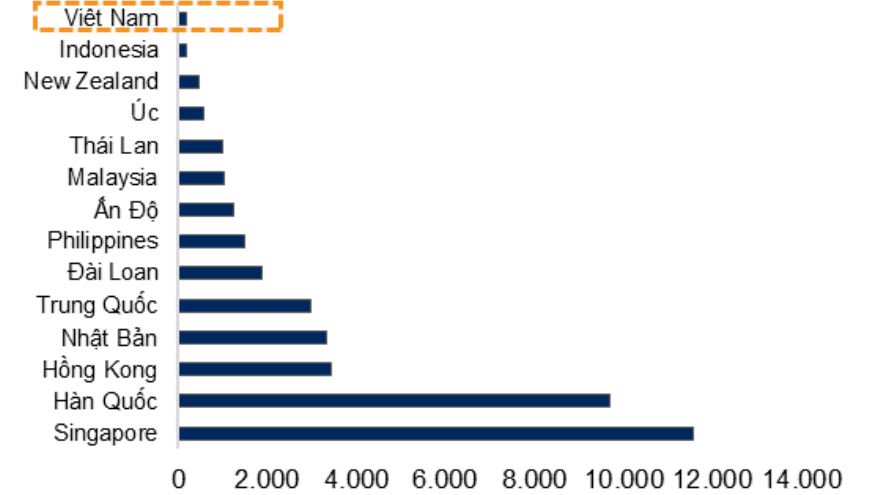
- Nghị định **số 53/2022/NĐ-CP** yêu cầu lưu trữ dữ liệu tại Việt Nam đối với một số doanh nghiệp nước ngoài, cùng Nghị định **số 13/2023/NĐ-CP** tăng cường bảo vệ dữ liệu cá nhân, được kỳ vọng sẽ thúc đẩy nhu cầu lưu trữ và xử lý dữ liệu.
- **Luật Viễn thông (2023)**, có hiệu lực từ ngày 1/7/2024, đưa ra các định nghĩa pháp lý về trung tâm dữ liệu và điện toán đám mây, đồng thời cho phép 100% sở hữu nước ngoài đối với các khoản đầu tư trung tâm dữ liệu, mở đường cho sự gia tăng nguồn cung và thu hút nhà đầu tư nước ngoài..
- **Ưu đãi đầu tư và thuế:** Các khoản đầu tư vào khu công nghệ cao được hưởng thuế thu nhập doanh nghiệp 10% trong 15 năm, hoặc miễn thuế trong 4 năm đầu và giảm 50% trong 9 năm tiếp theo,...
- Theo Quyết Định **số 977/QĐ-BTTTT (tháng 6 năm 2024)**, Việt Nam có kế hoạch mở rộng mạng lưới cáp quang với 10 tuyến cáp ngầm mới vào năm 2030, nhằm tăng cường kết nối và độ tin cậy để thu hút các trung tâm dữ liệu và nhà cung cấp dịch vụ đám mây.

Việt Nam có lợi thế về chi phí xây dựng trung tâm dữ liệu so với nhiều nước APAC

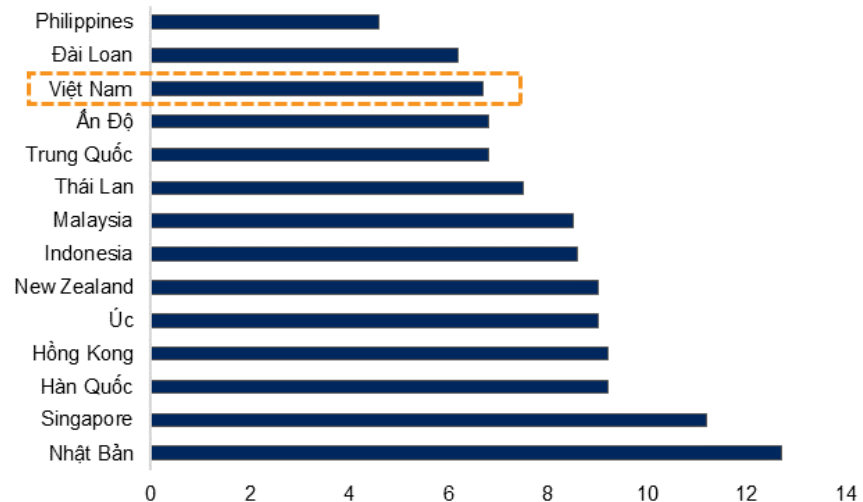
**Giá điện
(đơn vị:
USD/kWh)**



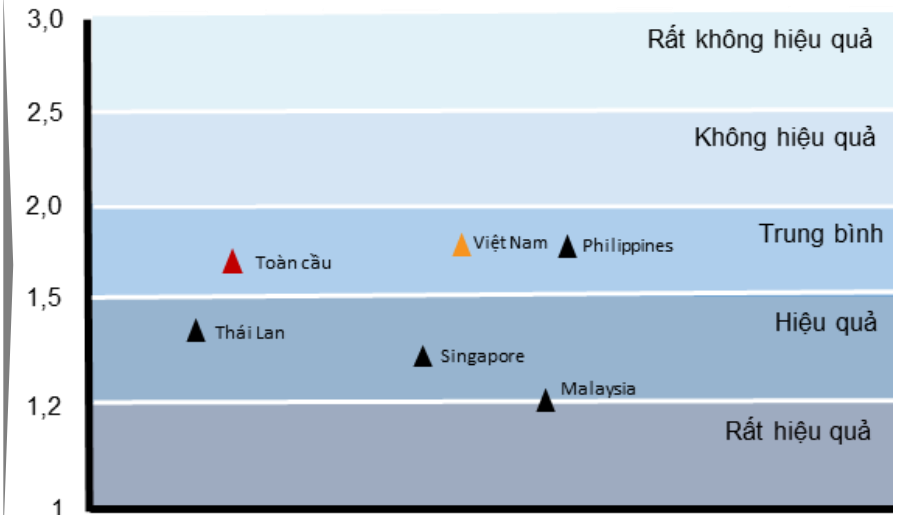
**Giá đất
trung bình
(đơn vị:
USD/m2)**



**Chi phí xây
dựng trung
tâm dữ liệu
trung bình
(đơn vị:
USD/W)**



**Hiệu quả sử
dụng điện
năng (PUE)
của Việt Nam
là khoảng
1,6, cao hơn
so với mức
trung bình
của ngành
trung tâm dữ
liệu toàn cầu
là 1,56 trong
năm 2024**



FPT | (Báo cáo KQKD Q3/24)
Thông tin cổ phiếu:

Thay đổi giá sv tháng trước (%)	6.4%
Thay đổi giá svck (%)	85.0%
Giá mục tiêu (đ/cp)	196,600
Tiềm năng tăng giá (%)	28.9%
Tỷ suất cổ tức (%)	1.3%
Thị giá vốn (tr USD)	8,801
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	24.4
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	301.9

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT	20%	19%	26%	28%
Tăng trưởng LN ròng	26%	20%	27%	27%
Tăng trưởng EPS	9%	4%	10%	11%
Biên LNG	39%	39%	39%	39%
Biên LN ròng	13%	13%	13%	13%
PE trượt (lần)	27,1	26,0	23,5	21,3
PB trượt (lần)	6,6	5,5	5,0	4,5
ROAE	24%	24%	24%	24%
Nợ ròng/VCSH	-34,5%	-38,6%	-42,0%	-45,1%

* Chênh lệch tăng trưởng LNR và EPS là do điều chỉnh lại EPS khi FPT trả 15% cổ tức bằng cổ phiếu

Luận điểm đầu tư:
Việc cắt giảm thuế có thể hỗ trợ tăng trưởng DT dịch vụ CNTT tại Mỹ

Chiến thắng của Trump làm dấy lên kỳ vọng về các đợt cắt giảm thuế tương tự như Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm năm 2017 (TCJA), thúc đẩy chi tiêu CNTT tại Mỹ. FPT dự định tiếp tục chiến lược "săn cá voi" bằng cách bán thêm dịch vụ cho các khách hàng hiện tại và mở rộng tệp khách hàng, tăng cường mối quan hệ với các khách hàng chủ chốt và mở rộng thị trường. Việc ký kết hợp đồng lớn gần đây cũng nhấn mạnh cam kết, sự linh hoạt, năng lực và chiến lược đúng đắn của công ty. Đối với các thị trường khác, kỳ vọng mức tăng trưởng mạnh mẽ sẽ tiếp tục được duy trì.

Biên EBIT của dịch vụ CNTT toàn cầu tăng nhờ năng suất và quy mô cao hơn.

FPT kỳ vọng biên EBIT của dịch vụ CNTT toàn cầu sẽ cải thiện lên 19-20% trong hai đến ba năm tới nhờ vào năng suất kỹ sư tăng cao và chi phí khấu hao giảm nhờ mở rộng quy mô doanh nghiệp.

Nhà máy AI sẽ thúc đẩy tăng trưởng dịch vụ CNTT trong nước từ 2025

Giai đoạn 1 của nhà máy AI sẽ chính thức bắt đầu hoạt động vào đầu 2025. FPT tạo khác biệt so với các đối thủ bằng cách cung cấp các giải pháp giá trị gia tăng và mức giá cạnh tranh. Với tiềm năng về các dịch vụ liên quan đến AI tại Nhật Bản, chúng tôi kỳ vọng FPT sẽ đầu tư thêm 100 triệu USD trong năm sau và có thể là số tiền lớn hơn, thậm chí lên đến hàng tỷ USD. Trong 2025, chúng tôi kỳ vọng DT dịch vụ CNTT trong nước tăng trưởng 30% svck và biên EBIT sẽ cải thiện đáng kể lên 7%.

Ngành viễn thông chuẩn bị cho tăng trưởng DT mạnh mẽ hơn

FPT đặt mục tiêu tăng thị phần bằng thông rộng bằng cách tích hợp AI và đẩy mạnh doanh số PayTV vào năm sau thông qua các giấy phép mới. Việc trì hoãn trung tâm dữ liệu Quận 9 đến 2025 có tác động nhỏ vì chỉ đóng góp khoảng 5% DT viễn thông.

Mảng giáo dục đối mặt với thách thức khi tỷ lệ ghi danh giảm

Mảng giáo dục của FPT đối mặt với thách thức khi tăng trưởng tỷ lệ ghi danh giảm xuống một chữ số từ mức 34% svck 2023. Để đối phó, FPT đang tập trung vào việc củng cố thương hiệu, nhưng chúng tôi vẫn thận trọng về triển vọng tăng trưởng.

So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Mã CP	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa	Doanh thu	EV/EBITDA (x)		ROE (%)		ROA (%)		P/E	P/B
	Bloomberg		tr USD	tr USD	2024	2025	2024	2025	2024	2025		
FPT VN	Tập đoàn FPT	VN	8.651,0	2.207,9	17,2	10,1	28,1	30,9	11,5	14,8	29,1	7,3
Viễn thông												
TLS AU Equity	Telstra Group Ltd	AU	29.293	15.031	8,7	6,5	10,7	16,6	3,6	7,4	28,9	3,2
TLKM IJ Equity	Telkom Indonesia Persero	ID	16.590	9.797	4,5	4,0	17,1	17,1	8,1	8,9	11,8	2,0
MAXIS MK Equity	Maxis Bhd	MA	6.348	2.234	9,3	8,4	19,0	26,2	5,0	7,3	25,3	4,9
INTUCH TB Equity	Intouch Holdings PCL	TH	8.894	N/A	119,1	19,4	39,3	43,3	37,9	36,7	21,2	8,1
GLO PM Equity	Globe Telecom Inc	PH	5.404	3.239	7,3	6,2	15,0	15,7	4,1	4,7	12,3	1,9
TEL PM Equity	PLDT Inc	PH	4.923	3.793	5,8	4,7	24,0	27,7	4,3	8,6	10,7	2,6
Trung vị			7.621	3.793	8,0	6,4	18,0	21,6	4,6	8,0	16,8	2,9
Trung bình			11.909	6.819	25,8	8,2	20,8	24,4	10,5	12,3	18,4	3,8
CNTT												
INFO IN Equity	Infosys Ltd	IN	93.881	18.568	21,1	17,6	31,5	31,9	19,8	22,4	29,8	8,9
WPRO IN Equity	Wipro Ltd	IN	35.950	10.846	15,8	13,1	15,5	19,6	10,0	10,7	26,2	3,8
HCLT IN Equity	HCL Technologies Ltd	IN	61.605	13.270	20,2	15,6	24,8	28,5	17,3	23,4	32,0	7,7
CYL IN Equity	Cyient Ltd	IN	19.284	6.283	N/A	14,3	8,6	23,6	5,3	12,1	63,4	5,6
MPHL IN Equity	Mphasis Ltd	IN	2.300	864	15,7	10,3	17,7	18,6	10,1	14,3	28,5	4,6
LTTS IN Equity	L&T Technology Services Ltd	IN	6.346	1.604	21,3	15,3	18,6	21,9	12,1	16,6	34,8	6,2
Trung vị			27.617	8.564	20,2	14,8	18,1	22,8	11,1	15,5	30,9	5,9
Trung bình			36.561	8.572	18,8	14,4	19,5	24,0	12,4	16,6	35,8	6,1

*2025: Bloomberg consensus

[Quay lại mục lục](#)

Hàng không

VNDIRECT

Đang trên đà mở rộng công suất

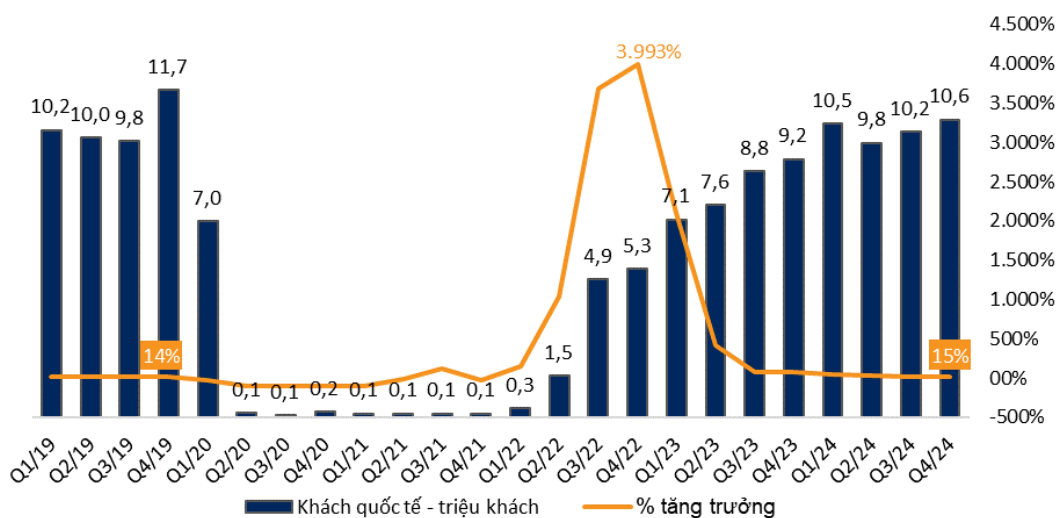
- Lượng hành khách gia tăng khi du lịch phát triển
- Giá nhiên liệu máy bay giảm theo xu hướng của giá dầu
- Số lượng máy bay các hãng hàng không nhận về tăng giúp loại bỏ tình trạng thiếu máy bay
- Tiến độ xây dựng cơ sở hạ tầng hàng không giải quyết vấn đề quá tải tại các sân bay trọng điểm



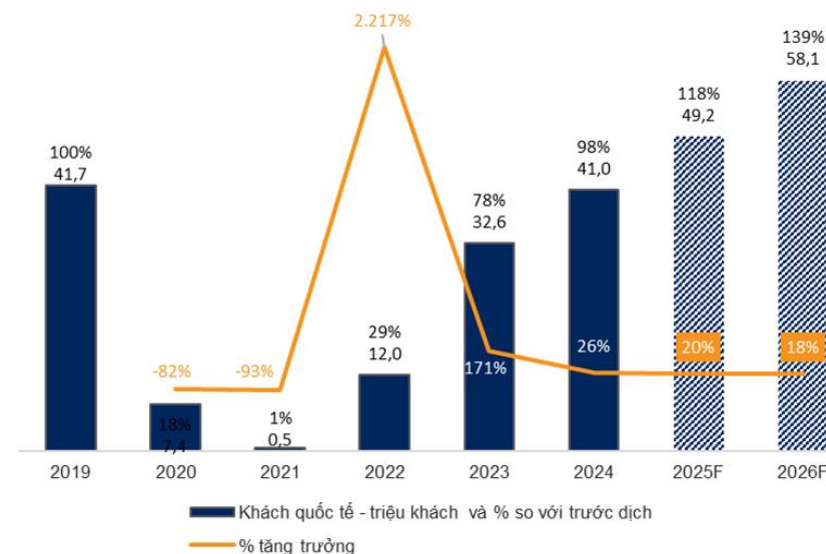
Chúng tôi kỳ vọng thị trường quốc tế duy trì mức tăng trưởng hai chữ số năm 2025

Số lượng hành khách quốc tế năm 2024 đã tăng 26% svck, đạt 41 triệu khách, tương đương 98% so với mức trước COVID-19. Nhiều thị trường quốc tế, như Mỹ, Đài Loan, Singapore và Hàn Quốc, đã vượt qua mức trước đại dịch.

Lượng hành khách quốc tế tăng trưởng mạnh mẽ



Dự phóng lượng hành khách quốc tế đến Việt Nam

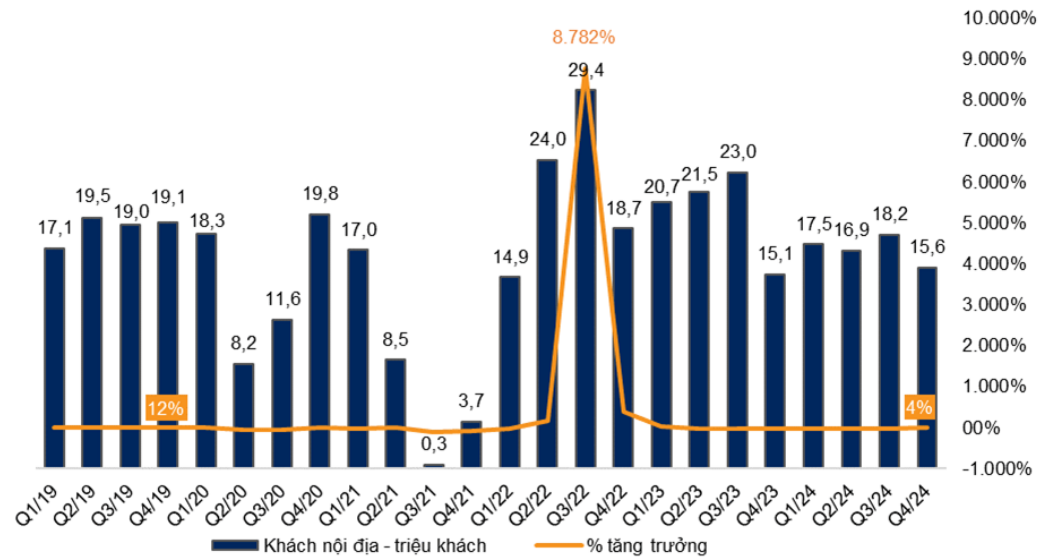


- **Chúng tôi kỳ vọng lượng khách Trung Quốc là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lượng hành khách quốc tế trong 2025.** Lượng hành khách Trung Quốc năm 2024 đạt 64% so với mức trước đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng lượng hành khách Trung Quốc tiếp tục phục hồi, đạt 80% so với mức trước đại dịch vào cuối năm 2025 và hoàn toàn phục hồi vào cuối năm 2026.
- **Sự tăng trưởng mạnh mẽ từ các thị trường chính khác phù hợp với mục tiêu đầy tham vọng của ngành du lịch Việt Nam.** Chính phủ đặt mục tiêu đón 25 triệu du khách quốc tế trong 2025, tương đương tăng 38% svck - nhanh hơn mức tăng trưởng hằng năm 18% trong giai đoạn 2008-19. Để đạt được mục tiêu này, cần ưu tiên các sáng kiến như nghiên cứu thị trường, định vị thương hiệu, tăng cường quảng bá du lịch, mở rộng miễn thị thực đơn phương và cải thiện sự hợp tác giữa ngành du lịch và hàng không. Chúng tôi dự kiến số lượng hành khách quốc tế tăng 20% svck vào năm 2025 (tương đương 112% mức trước đại dịch)
- **Các sân bay mới sẽ hỗ trợ gia tăng lượng khách đến.** Chúng tôi kỳ vọng nhà ga T3 TSN được khánh thành vào T4/25, điều này sẽ tăng tổng công suất lên 18%. Giai đoạn 1 của sân bay quốc tế Long Thành sau khi hoàn thành cũng giúp tăng công suất lên 19%.

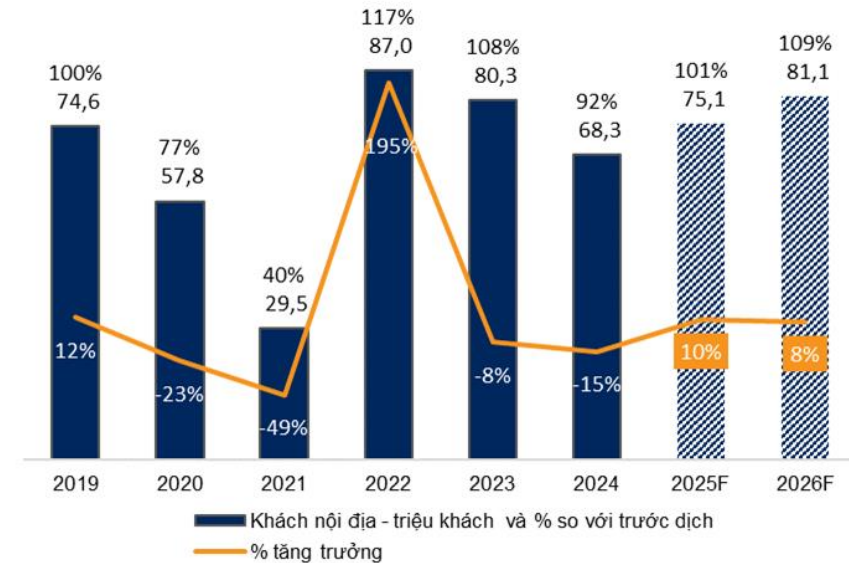
Chúng tôi kỳ vọng lượng hành khách nội địa sẽ phục hồi nhẹ vào năm 2025

Lượng hành khách nội địa năm 2024 đã giảm 15% svck, xuống 68 triệu khách, do ảnh hưởng của giá vé máy bay cao. Điều này đã khiến nhiều hành khách nội địa chuyển sang các phương tiện giao thông khác và lựa chọn các chuyến đi ngắn hơn.

Lượng hành khách nội địa có dấu hiệu phục hồi



Dự phóng lượng hành khách nội địa Việt Nam trong trung hạn

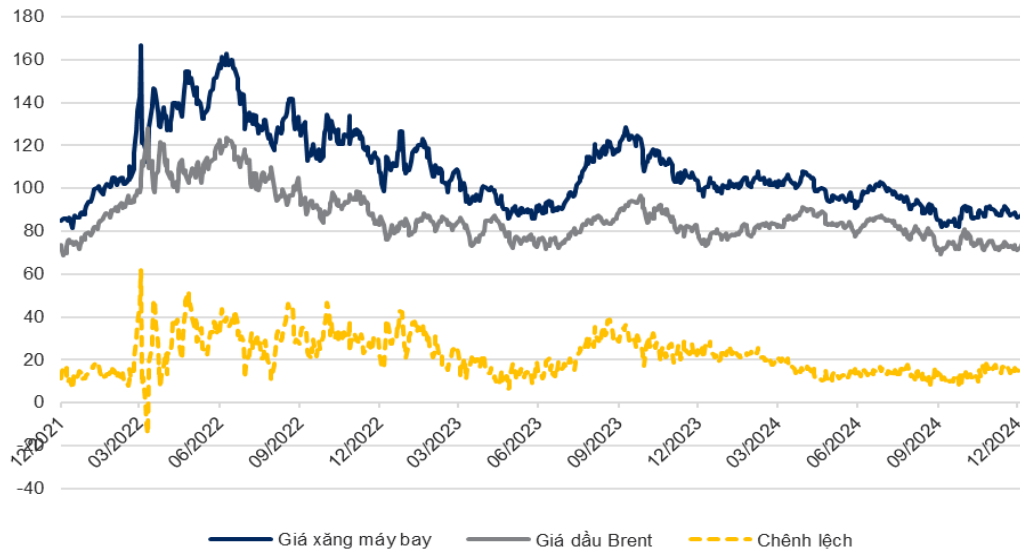


- Mặc dù số lượng hành khách nội địa năm 2024 giảm 15% svck, nhưng mức giảm svck nhỏ hơn hơn so với mức 17,8% trong 9T24. Số lượng hành khách nội địa trong Q4/24 tăng 4% svck.
- Chúng tôi kỳ vọng **nhu cầu nội địa trong 2025 sẽ tăng trưởng 10% svck** từ mức nền thấp của năm 2024. Sự phục hồi này được kỳ vọng nhờ vào 1) sự tiếp tục phục hồi kinh tế của Việt Nam sẽ thúc đẩy **chi tiêu cao hơn cho du lịch nội địa** và 2) giá vé máy bay hợp lý hơn, nhờ vào chi phí nhiên liệu giảm, giúp các hãng hàng không điều chỉnh chiến lược phù hợp với nhu cầu thị trường.

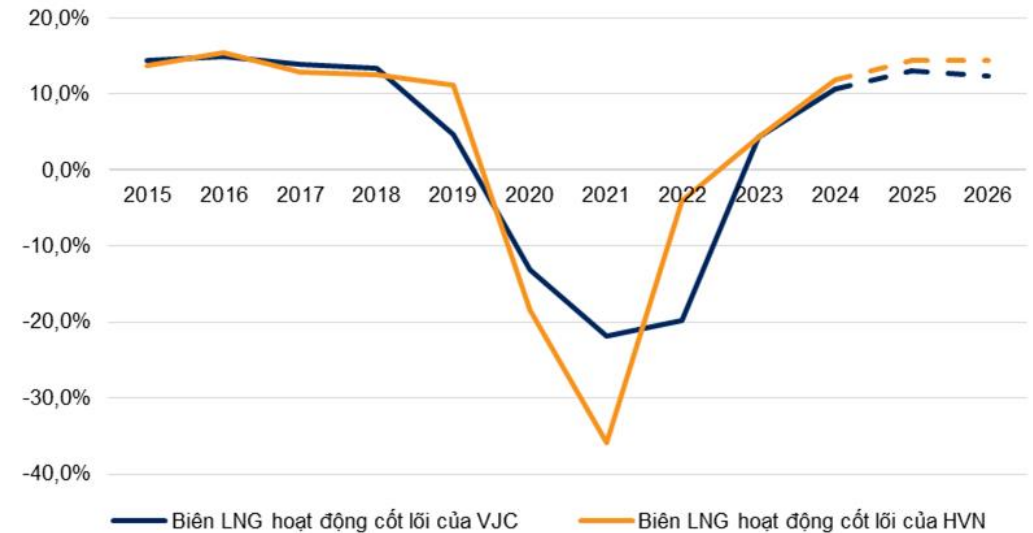
Giá nhiên liệu thấp hơn hỗ trợ lợi nhuận của các hãng hàng không

Xu hướng giảm của giá dầu thế giới đã trở lại mạnh mẽ gần đây, giá dầu Brent giảm từ 90 USD/thùng từ giữa 2024 xuống ~70 USD/thùng - mức thấp nhất kể từ 2022. Xu hướng giảm này có thể tiếp diễn trong giai đoạn 2025-26.

Giá dầu thế giới và nhiên liệu hàng không có xu hướng giảm



Biên LN gộp các mảng kinh doanh chính của các hãng hàng không giai đoạn 2016-25

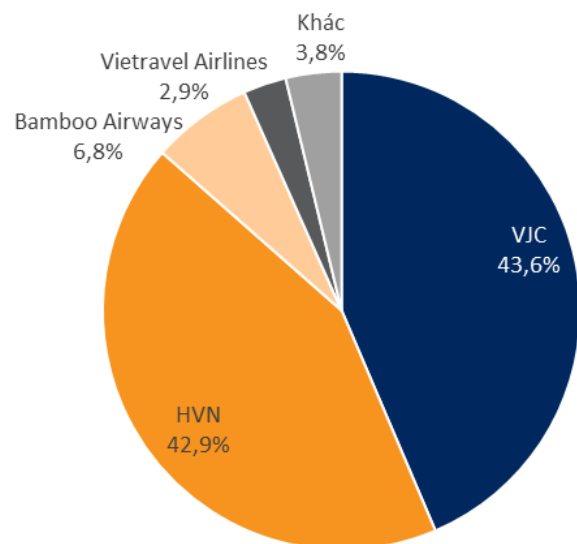


- Giá nhiên liệu máy bay trung bình trong 2024 dự kiến ở mức 96 USD/thùng (-12% svck). **Chúng tôi ước tính giá nhiên liệu máy bay trung bình ~ 85 USD/thùng (-11,5% svck) trong 2025-26**, dựa trên chênh lệch giá nhiên liệu máy bay 15 USD/thùng và giá dầu thô là 70 USD/thùng.
- **Chúng tôi ước tính sự giảm giá này có thể dẫn đến việc giảm từ 4 - 5% chi phí cơ sở cho HVN/VJC**, khi chi phí nhiên liệu chiếm 33% and 41%, tương ứng trong giá vốn hàng bán của HVN và VJC trong năm 2023 (không bao gồm chi phí bán máy bay).

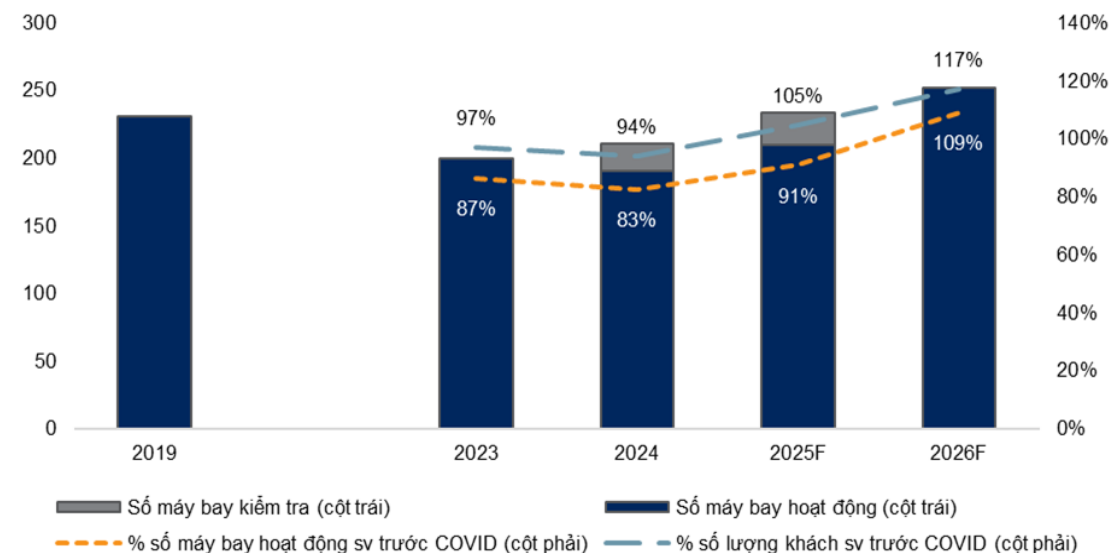
Tình trạng thiếu máy bay sẽ kéo dài đến cuối 2025 trong bối cảnh thị trường tập trung cao

VJC đã tận dụng cơ hội bùng nổ hàng không của Việt Nam và đạt được 43,9% thị phần nội địa và 24,3% thị phần quốc tế trong 11T24.

Thị phần nội địa của các hãng hàng không Việt Nam (theo lượng hành khách)



Tình trạng thiếu máy bay sẽ kéo dài đến cuối năm 2025



- VJC hiện đang có đội bay gồm 90 máy bay nhưng đang tạm ngừng hoạt động 8 chiếc để kiểm tra động cơ. **VJC dự kiến nhận 10/21 máy bay Airbus lần lượt vào 2025/26.**
- HVN hiện có đội bay gồm 97 máy bay, nhưng đang tạm ngừng hoạt động 12 chiếc để kiểm tra động cơ. **HVN dự kiến chỉ bổ sung thêm ba máy bay A320 vào 2025 và không có máy bay mới nào trong 2026.**
- Chúng tôi kỳ vọng tổng số máy bay đang hoạt động (không bao gồm các máy bay đang tạm dừng để kiểm tra) sẽ đạt 210 chiếc (thấp hơn 9% sv mức trước COVID) trong khi lượng hành khách sẽ vượt mức trước COVID 5% trong 2025. Do đó, **chúng tôi ước tính tình trạng thiếu hụt máy bay sẽ tiếp diễn trong năm tới và thị phần của VJC sẽ tiếp tục tăng trưởng trong 2025**, nhờ khả năng gia tăng công suất vượt trội của hãng.

Mở rộng công suất sân bay Việt Nam đang vượt tiến độ

Các dự án hạ tầng sân bay quan trọng đang được đẩy nhanh tiến độ trước hạn vài tháng, điều này sẽ hỗ trợ các công ty hạ nguồn trong chuỗi giá trị hàng không tại Việt Nam, chẳng hạn như ACV.

Các dự án cơ sở hạ tầng hàng không trọng điểm trong những năm tới

Dự án	CAPEX (tỷ đồng)	Công suất thiết kế hiện tại (triệu khách)	Công suất mở rộng thêm (triệu khách)	Chủ đầu tư	Tiến độ triển khai							
					2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Long Thành GĐ1	109.000	0,0	25,0	ACV	[Đang thi công]							
Long Thành GĐ2	76.600	25,0	25,0	ACV	[Kế hoạch]							
Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất	10.990	30,0	20,0	ACV	[Đang thi công]							
Mở rộng nhà ga T2 Nội Bài	4.983	25,0	5,0	ACV	[Đang thi công]							
Nhà ga T2 Cát Bi - Hải Phòng	2.405	2,0	5,0	ACV	[Đang thi công]							
Nhà ga T2 Đồng Hới - Quảng Bình	1.844	0,5	3,0	ACV	[Đang thi công]							
Sân bay Quảng Trị	5.800	0,0	1,0	T&T	[Đang thi công]							
Sân bay Sapa	3.651	0,0	1,5	BOT	[Kế hoạch]							
Sân bay Cà Mau mở rộng	2.400	0,0	1,0	ACV	[Kế hoạch]							
Sân bay Phan Thiết	13.833	0,0	2,0	BOT	[Kế hoạch]							
Tổng	231.506											

Ghi chú: [Đang thi công] [Kế hoạch]

- Theo thông tin từ văn phòng Chính phủ, Sân bay Quốc tế Long Thành (LTIA) được giao tiến độ mới phần đầu hoàn thành sớm hơn 6-9 tháng so với kế hoạch hiện tại là vào tháng 9/2026. Thời gian triển khai Giai đoạn 2 dự kiến sẽ diễn ra từ 2028-32.
- **Nhà ga số 3 sân bay Tân Sơn Nhất** hiện đã hoàn thành ~80%. Dự án **dự kiến sẽ hoàn thành vào T4/25** (sớm hơn hai tháng sv hợp đồng).
- Nhà ga số 2 sân bay Nội Bài bắt đầu thi công vào 19/5. Dự án dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2025.
- Các dự án quan trọng này sẽ giúp tăng công suất khai thác và chống ùn tắc khi máy bay cất cánh/hạ cánh tại hai trung tâm hàng không chính của Việt Nam.

ACV | (Báo cáo KQKD Q3/24)
Thông tin cổ phiếu:

		2023	2024	2025	2026	
Thay đổi giá sv tháng trước (%)	-1,2%	Tăng trưởng DT	45,1%	10,1%	15,9%	16,7%
Thay đổi giá svck (%)	96,6%	Tăng trưởng EPS	18,2%	36,4%	12,5%	(14,7%)
Giá mục tiêu (đ/cp)	133.500	Biên LNG	59,5%	60,1%	58,3%	52,1%
Tiềm năng tăng giá (%)	6,0%	Biên LNR	36,5%	45,3%	43,9%	32,1%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	P/E (lần)	33,9	26,2	23,3	27,3
Thị giá vốn (tr USD)	10.752,0	P/B (lần)	4,9	4,3	3,7	3,3
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	1,2	ROAE	15,5%	18,0%	17,1%	12,8%
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	4.881,4	Nợ ròng/VCSH	15,1%	45,6%	116,6%	118,1%

Luận điểm đầu tư:
Chúng tôi kỳ vọng việc hoàn nhập dự phòng năm 2025 khi tình hình kinh doanh của các hãng hàng không cải thiện

Chúng tôi kỳ vọng ACV sẽ bắt đầu ghi nhận hoàn nhập dự phòng trong năm 2025 khi tình hình tài chính của các hãng hàng không cải thiện. Với kỳ vọng về sự phục hồi của ngành hàng không, VJC và HVN dự kiến sẽ đạt được kết quả kinh doanh tích cực, trong khi Bamboo, Pacific và Vietravel Airlines dường như đang trong giai đoạn đầu của quá trình tái cấu trúc thành công, và chúng tôi kỳ vọng rằng những tác động tích cực sẽ dần trở nên rõ ràng hơn trong những năm tới.

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ LTIA và nhiều dự án mở rộng hạ tầng hàng không khác

Sân bay Quốc tế Long Thành Giai đoạn 1 (công suất 25 triệu hành khách) và Nhà ga T3 tại Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất (công suất 20 triệu hành khách) đang trong quá trình xây dựng và dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2025-26, tăng tổng công suất lần lượt 18%/19% svck. Chúng tôi cho rằng ACV, với vị thế độc quyền, sẽ được hưởng lợi từ sự tăng trưởng bền vững dài hạn của ngành hàng không Việt Nam.

Tiềm năng cổ tức bằng cổ phiếu

Bộ Giao thông Vận tải đang đề xuất Thủ tướng Chính phủ cho phép ACV chi trả cổ tức bằng cổ phiếu từ lợi nhuận giữ lại, trị giá 29.200 tỷ đồng vào cuối Q3/24. Theo quy định của Việt Nam, các công ty Nhà nước chỉ được phép chi trả cổ tức bằng tiền mặt và cổ tức bằng cổ phiếu nếu được Chính phủ phê duyệt trong một số trường hợp nhất định. Nếu đề xuất này được chấp thuận, đây sẽ là tín hiệu tích cực vì việc phát hành cổ phiếu mới sẽ cải thiện thanh khoản của cổ phiếu.

ACV đang chờ niêm yết trên sàn giao dịch chính HSX

Trong BCTC hợp nhất đã kiểm toán của ACV, vẫn còn hai vấn đề nhấn mạnh bao gồm (1) ACV chưa nhận được quyết định về việc hoàn tất cổ phần hóa từ khi chuyển đổi thành công ty cổ phần từ các cơ quan có thẩm quyền, và (2) ACV chưa nhận được quyết định phê duyệt giá trị tài sản sân bay từ Bộ Giao thông Vận tải. Chúng tôi cho rằng khi những vấn đề này được giải quyết, ACV sẽ có cơ hội rộng mở để niêm yết trên sàn HSX trong tương lai.

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã	Quốc gia	Vốn hóa	Doanh thu 12T	% svck LN ròng 12T		% svck	Nợ/VCSH	ROE	P/E	P/E điều chỉnh	P/B
			triệu USD	triệu USD	%	triệu USD	%	%	%	x	x	x
Airports of Thailand PCL	AOT TB	TH	24.544	61	39,4	550,7	118,2	42,9	16,3	43,7	40,2	6,8
Shanghai International Airport	600009 CH	CN	11.258	1.710	32,8	272,0	69,0	46,3	4,1	50,6	53,9	2,0
Beijing Capital International	694 HK	CN	1.642	728	68,8	(142,8)	67,4	90,3	(6,9)	#N/A	#N/A	0,8
Japan Airport Terminal Co Ltd	9706 JP	JP	2.964	1.659	46,9	215,9	199,9	122,6	13,9	19,5	15,5	2,7
Shenzhen Airport Co Ltd	000089 CH	CN	1.878	637	25,2	77,8	(30,0)	90,1	5,1	37,5	40,0	1,2
Malaysia Airports Holdings Bhd	MAHB MK	MY	3.906	1.213	23,9	192,4	50,1	59,2	12,1	23,2	22,0	2,5
<i>Trung vị</i>			3.435	970	36,1	204,2	68,2	74,6	8,6	37,5	40,0	2,2
<i>Trung bình</i>			7.699	1.001	39,5	194,3	79,1	75,2	7,4	34,9	34,3	2,7
TCT Cảng hàng không Việt Nam ACV VN	ACV VN	VN	10.572	839	44,9	355,4	29,9	20,7	18,0	30,9	30,9	5,3

Bất động sản Khu công nghiệp

VNDIRECT

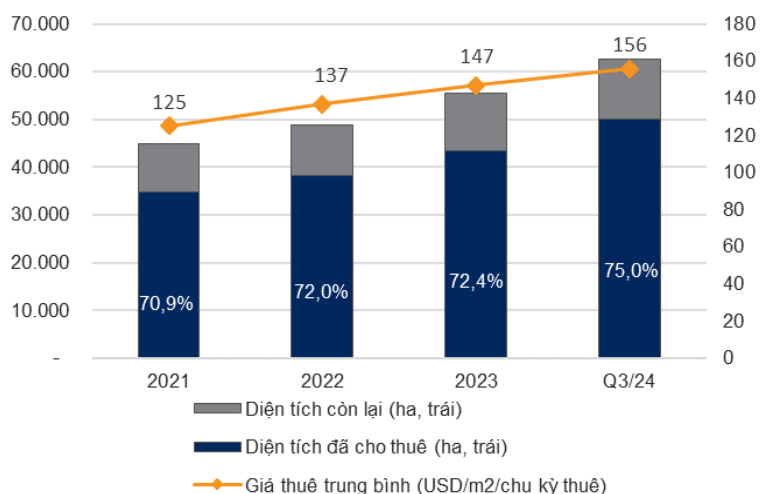
FDI ngắn hạn có thể chậm lại nhưng triển vọng dài hạn vẫn mạnh mẽ

- Xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng kỳ vọng sẽ tiếp tục dưới thời Trump 2.0
- FDI vào Việt Nam có thể chậm trong 6T25 nhưng triển vọng trung hạn vẫn tích cực
- Việt Nam đang nỗ lực nâng cao năng lực cạnh tranh trong thu hút FDI về đường dài
- Nguồn cung mới dự kiến sẽ phục hồi từ 2025, đặc biệt tại thị trường miền Nam

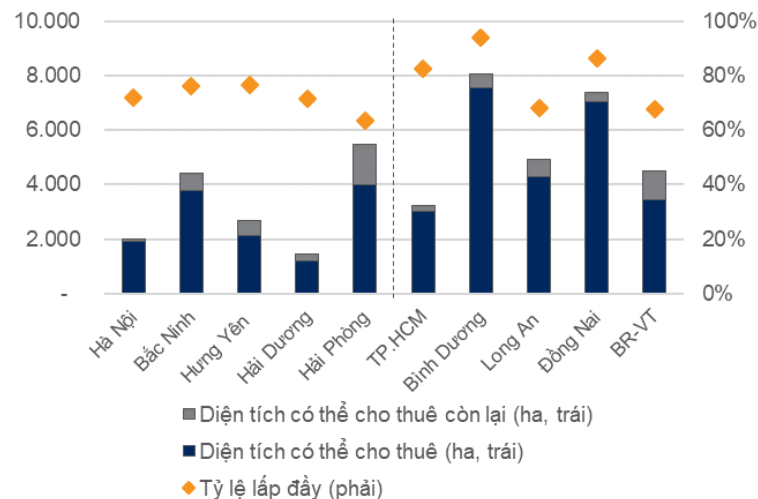


Giá cho thuê tăng trưởng mạnh tại các tỉnh có nguồn cung sẵn sàng cho thuê và hạ tầng giao thông đang cải thiện

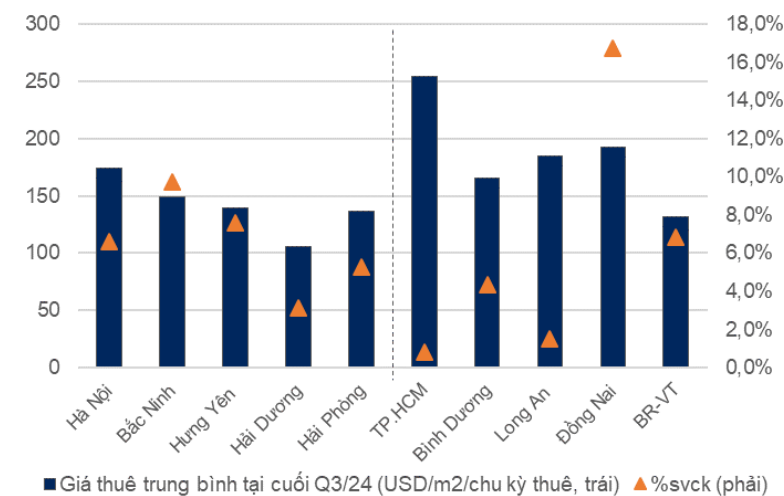
Giá cho thuê tăng trưởng mạnh tại các tỉnh có nguồn cung sẵn sàng cho thuê và hạ tầng giao thông đang cải thiện



Tỷ lệ lấp đầy tại các tỉnh trọng điểm ở miền Bắc và miền Nam



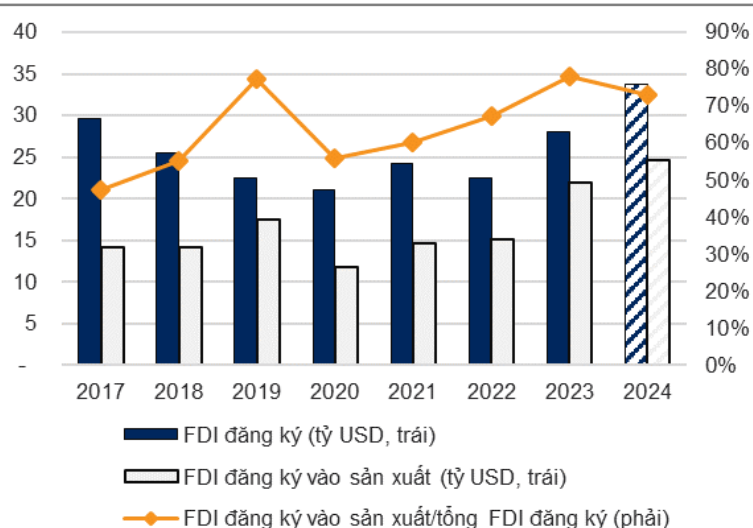
Bắc Ninh và Hưng Yên dẫn đầu tăng trưởng giá thuê ở miền Bắc. Trong khi Đồng Nai và BR-VT dẫn đầu tại miền Nam



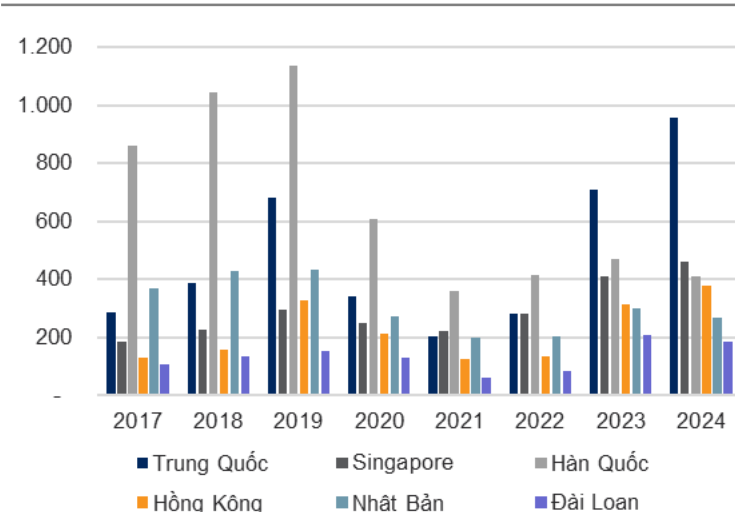
- Các KCN của Việt Nam hiện tập trung chủ yếu ở các tỉnh trọng điểm phía Bắc (bao gồm Hà Nội, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Phòng, Hải Dương) và phía Nam (bao gồm TP.HCM, Bình Dương, Long An, Đồng Nai, BR-VT), chiếm 62% tổng diện tích có thể cho thuê của các KCN trên cả nước tính đến cuối Q3/24.
- Tỷ lệ lấp đầy tại các tỉnh trọng điểm hiện đang ở mức cao và dòng vốn FDI mạnh mẽ vào Việt Nam đã thúc đẩy giá thuê tăng trưởng đáng kể. Các tỉnh có nguồn cung đất cho thuê lớn và hạ tầng giao thông đang được nâng cấp như Đồng Nai, BR - VT, Bắc Ninh và Hưng Yên đang dẫn đầu về tăng trưởng giá thuê.

Việt Nam hưởng lợi từ đa dạng hóa chuỗi cung ứng toàn cầu khi các nhà sản xuất tìm cách giảm thiểu rủi ro và tránh thuế

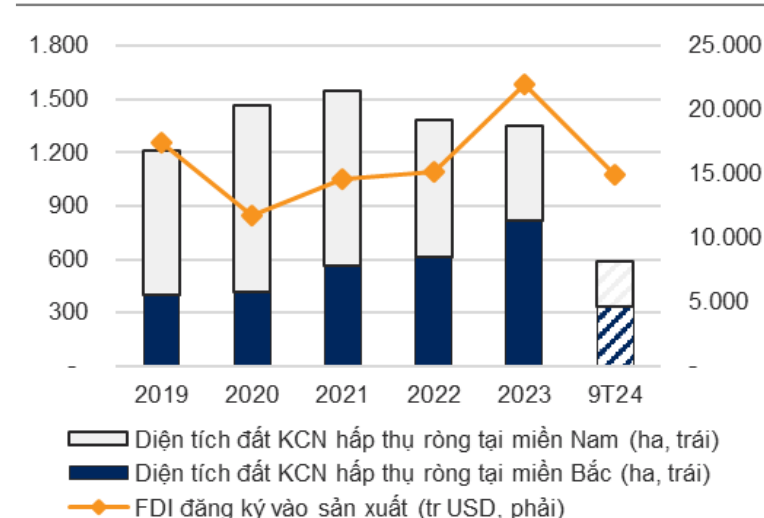
FDI vào ngành sản xuất tăng mạnh từ năm 2019 khi các nhà sản xuất dịch chuyển vào Việt Nam



Số dự án FDI đăng ký mới vào Việt Nam theo khu vực



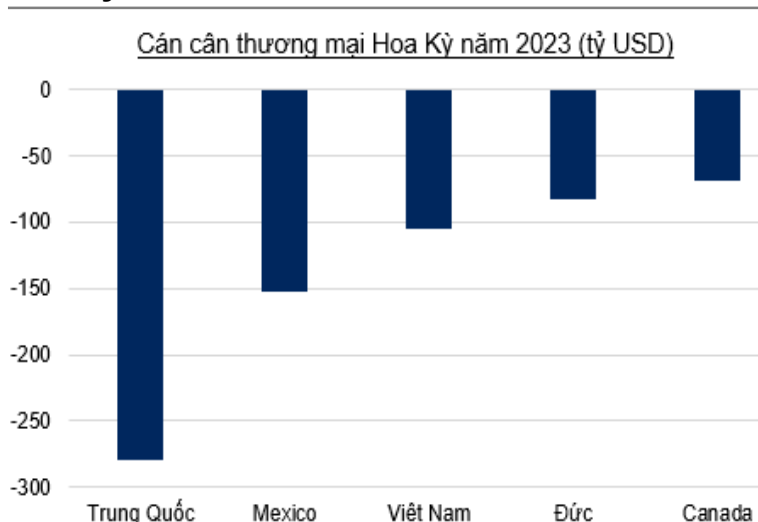
Tương quan giữa diện tích đất KCN hấp thụ ròng và vốn FDI đăng ký vào ngành sản xuất



- FDI vào ngành sản xuất tăng mạnh kể từ năm 2019 khi Việt Nam trở thành điểm đến của các nhà sản xuất toàn cầu trong chiến lược tối đa hóa lợi nhuận, giảm thiểu rủi ro địa chính trị và tránh những rào cản thuế quan, đặc biệt là dòng vốn FDI từ Singapore, Trung Quốc, Nhật Bản, Hồng Kông và Đài Loan.
- Năm 2023, FDI đăng ký (không bao gồm góp vốn, mua cổ phần) đạt hơn 28 tỷ USD (+24,4% svck), với hơn 78% đổ vào lĩnh vực sản xuất. Năm 2024, FDI đăng ký đạt ~33,7 tỷ USD, tăng 20,0% sv mức nền cao năm 2023, nhờ FDI đăng ký bổ sung cao gấp 1,8 lần sv năm 2023.
- Dòng vốn FDI mạnh mẽ đã thúc đẩy nhu cầu cao về đất KCN để xây dựng nhà máy hoặc các nhà xưởng/kho bãi xây sẵn.

Chúng tôi tin rằng xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng hay chiến lược "Trung Quốc +1" sẽ tiếp tục

Việt Nam nhạy cảm với các chính sách thuế quan do có thặng dư thương mại lớn thứ ba với Mỹ



Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ có các biện pháp nhằm giảm thặng dư thương mại với Mỹ nếu cần thiết

Việt Nam tiếp nhận 5 máy bay huấn luyện T-6C từ Mỹ

21/11/2024



Vietnam says party leader and Trump discussed economic ties

12/11/2024



Chúng tôi thấy rằng các nhà sản xuất vẫn tiếp tục đăng ký đầu tư vào Việt Nam sau khi Trump đắc cử

Dự án	Nhà đầu tư	Đến từ	Giá trị (tr USD)	Diện tích (ha)	Tỉnh
Nhà máy công nghiệp Neotek	NeoSCM Limited	Đài Loan	88	13,2	Bình Thuận
Nhà máy sản xuất bap bi	QuickPack	Đức	31,8	6,0	Long An
Nhà máy sản xuất sản phẩm thời trang TnB Việt Nam	HGQ ASIA Pte	Singapore	19,7	8,4	Bình Định
Nhà máy sản xuất phụ kiện nội thất	CT TNHH Nien Made Enterprise	Đài Loan	124,1		Phú Thọ
Nâng vốn đầu tư tại nhà máy hiện hữu Giai đoạn 3 của nhà máy hiện hữu	LG Display	Hàn Quốc	1.000		Hải Phòng Bình Dương
Giai đoạn 2 của nhà máy hiện hữu	Kumho Tire	Hàn Quốc	300	5,6	Dương
Giai đoạn 2 của nhà máy hiện hữu	Asia Vital Components	Đài Loan	18	19,5	Hà nam
Sản xuất quạt trần và linh kiện	Yuan Long International Ltd	Đài Loan	120	15,6	Thái Bình

- Với sự trở lại của Trump, nhiều doanh nghiệp FDI có thể lo ngại về việc Việt Nam bị đánh thuế khi Việt Nam có thặng dư thương mại lớn thứ ba với Mỹ. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ có những biện pháp nhằm giảm thặng dư thương mại, chẳng hạn như mua LNG, máy bay và máy móc từ Mỹ, trước khi vấn đề này trở thành mối lo ngại đối với chính quyền Trump.
- Ngoài ra, các ngành có giá trị xuất khẩu cao của Việt Nam như giày dép, dệt may, và lắp ráp máy móc, thiết bị điện tử là những ngành thâm dụng lao động. Do đó, chúng tôi tin rằng mức thuế suất 10-20% sẽ không đủ để làm lu mờ lợi thế của Việt Nam về nguồn lao động, chi phí cạnh tranh và vị trí gần Trung Quốc.
- Chúng tôi thấy rằng sau cuộc bầu cử tổng thống Mỹ, các dự án FDI nhỏ vẫn tiếp tục đăng ký đầu tư vào Việt Nam và một số tập đoàn lớn, điển hình như LG Display, tiếp tục đăng ký mở rộng các nhà máy hiện hữu.

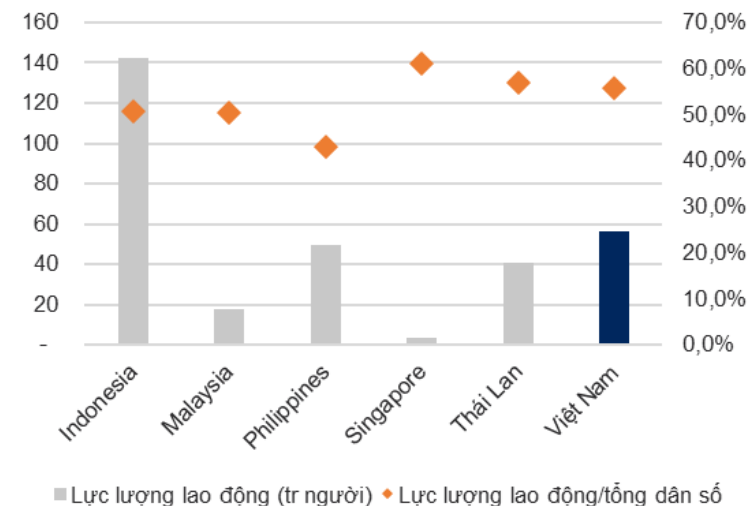
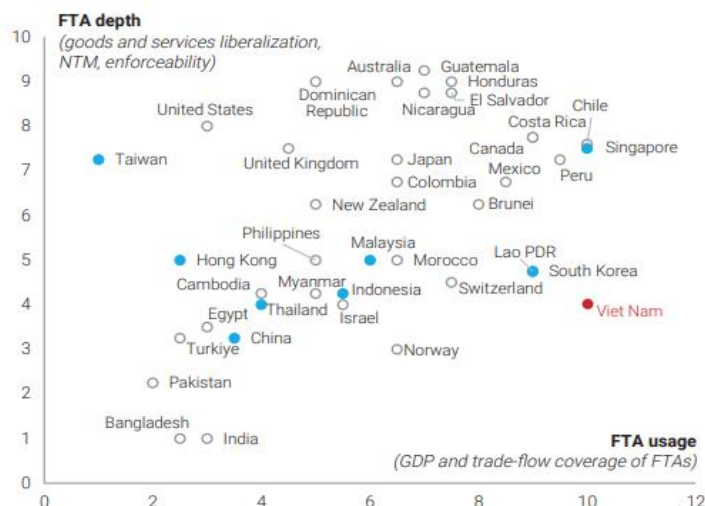
Việt Nam vẫn duy trì các lợi thế cạnh tranh khi so sánh với Trung Quốc và các quốc gia khác trong khu vực

Chi phí cạnh tranh vẫn mang lại lợi thế cho Việt Nam trong trung hạn

Việt Nam mức độ hội nhập thương mại rộng rãi, theo đánh giá của World Bank

Lực lượng lao động của Việt Nam so với các nước trong khu vực (số liệu năm 2023)

	Chi phí nhân công sản xuất (2023, USD/giờ)	Giá điện sản xuất (T3/2024, USD/kWh)	Chỉ số chi phí xây dựng tại các thành phố lớn (Arcadis, 2024)
Trung Quốc	5,6	0,089	47
Ấn Độ	2,0	0,121	39
Indonesia	1,1	0,072	54
Malaysia	4,4	0,135	36
Philippines	1,4	0,150	63
Singapore	21,0	0,332	146
Thái Lan	2,7	0,129	51
Việt Nam	1,6	0,076	43




- Dòng vốn FDI vào Việt Nam có thể chậm lại trong nửa đầu năm 2025 khi các nhà sản xuất chờ đợi chính sách rõ ràng hơn từ Trump. Điều này nhìn chung có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của các công ty BĐS KCN trong giai đoạn từ nửa cuối năm 2025 đến nửa đầu năm 2026.
- Tuy nhiên, các doanh nghiệp FDI đầu tư ra nước ngoài không chỉ trong hai hoặc ba năm mà trong nhiều thập kỷ. Do đó, với lợi thế về chi phí, nguồn lao động, hội nhập thương mại, vị trí địa lý thuận lợi và chính trị tương đối ổn định, chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ tiếp tục thu hút dòng vốn FDI ổn định trong trung hạn.
- Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp FDI từ Hồng Kông, Hàn Quốc, Đài Loan, Nhật Bản và Singapore có thể chuyển thêm các công đoạn sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam khi Trung Quốc dự kiến sẽ phải đối mặt với mức thuế quan nặng nhất. Điều này có thể bù đắp cho sự sụt giảm FDI từ các công ty Trung Quốc nếu Trump áp thuế đối với các sản phẩm do các công ty Trung Quốc sản xuất.


Việt Nam đang nỗ lực cải thiện các yếu tố phi chi phí như cơ sở hạ tầng, lao động chất lượng cao và thủ tục hành chính

Nhiệm vụ đặt ra để thu hút FDI trong chiến lược phát triển công nghiệp bán dẫn đến năm 2030, tầm nhìn 2050

Chiến lược bán dẫn quốc gia



50.000 kỹ sư/cử nhân ngành công nghiệp bán dẫn



Xây dựng cơ chế hành chính một cửa và cơ chế làn xanh cho các dự án bán dẫn, điện tử



Thành lập Quỹ hỗ trợ đầu tư nhằm hỗ trợ các dự án công nghệ cao

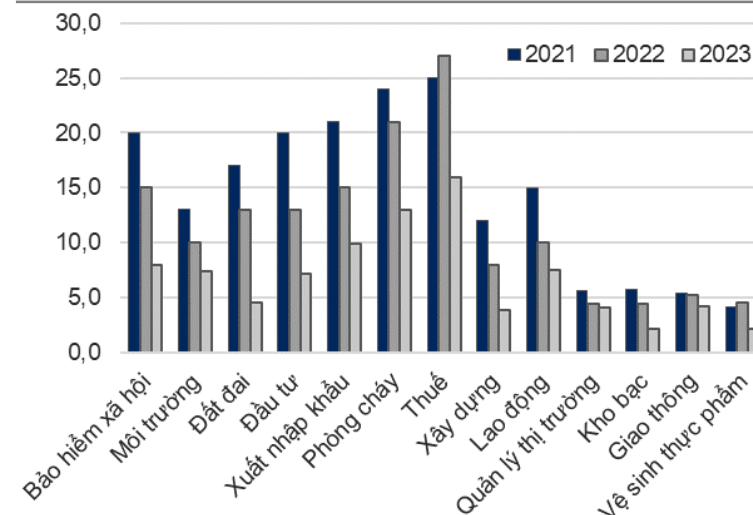


Xây dựng hạ tầng điện nước, năng lượng xanh; hỗ trợ giá điện, nước cho các dự án bán dẫn, điện tử

Việt Nam đang đẩy mạnh nâng cấp hệ thống hạ tầng giao thông trên cả nước

Dự án	Tiến độ thi công dự kiến
Cam Lộ - La Sơn	2019-22
Cao Bồ - Mai Sơn	2019-22
Cầu Mỹ Thuận 2	2020-23
Mai Sơn - Quốc lộ 45	2020-23
Vinh Hào - Phan Thiết	2020-23
Phan Thiết - Dầu Giây	2020-23
Nghi Sơn - Diễn Châu	2021-23
Quốc Lộ 45 - Nghi Sơn	2021-23
Diễn Châu - Bãi Vọt	2021-24
Nha Trang - Cam Lâm	2022-23
Cam Lâm - Vĩnh Hảo	2022-24
Sân bay Quốc tế Long thành (giai đoạn 1)	2022-26
12 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam (giai đoạn 2)	2023-25
Đường vành đai 3 (TP.HCM)	2023-26
Đường vành đai 4 (Hà Nội)	2023-26
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng, Biên Hòa - Vũng Tàu, Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột	2023-26

Tỷ lệ doanh nghiệp FDI đánh giá thủ tục hành chính còn rườm rà theo khảo sát của VCCI (%)

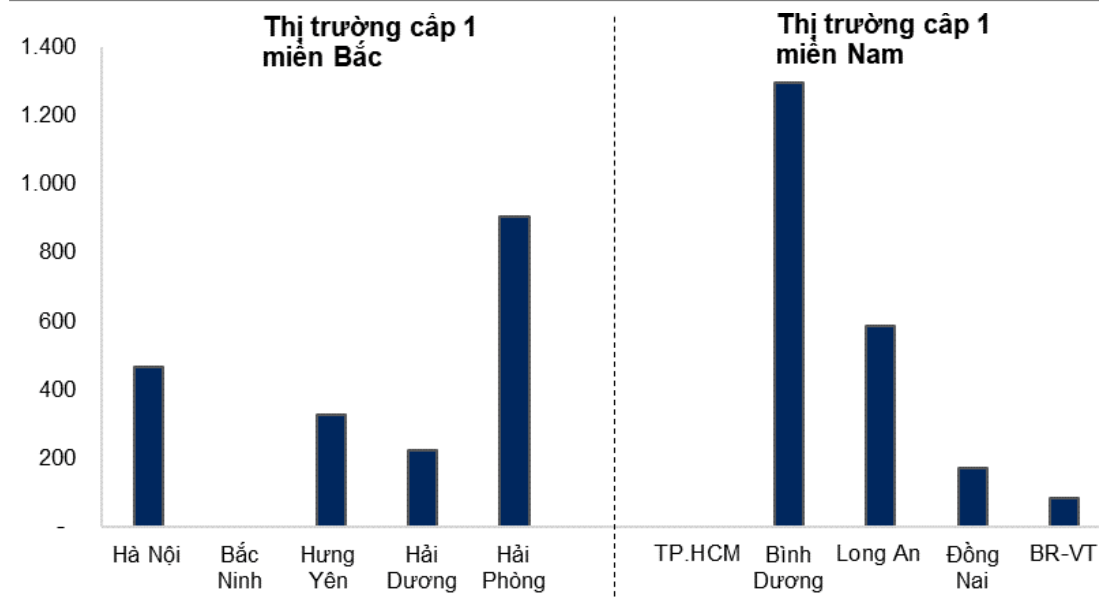


- Để thu hút FDI trong dài hạn, Việt Nam đang nỗ lực chuyển mình, nâng cao năng lực cạnh tranh trong thu hút FDI bằng cách đào tạo nguồn nhân lực chất lượng cao, đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng một cách toàn diện và tinh gọn bộ máy nhà nước cùng các thủ tục hành chính.
- **Tháng 9/2024, Chính phủ đã ban hành Chiến lược quốc gia về công nghiệp bán dẫn** với mục tiêu đào tạo 50.000 kỹ sư/cử nhân bán dẫn đến năm 2030. Chiến lược cũng đưa ra các chính sách khuyến khích thu hút FDI vào ngành bán dẫn và điện tử, bao gồm: 1) xây dựng cơ chế hành chính một cửa và cơ chế làn xanh (giảm gánh nặng hành chính cho hoạt động xuất khẩu) cho các dự án bán dẫn và điện tử; 2) thành lập quỹ hỗ trợ đầu tư; và 3) Đầu tư hạ tầng điện, năng lượng xanh và hỗ trợ giá điện, giá nước.
- **Việt Nam đang đẩy mạnh đầu tư vào hạ tầng giao thông và tinh gọn bộ máy nhà nước cùng các thủ tục hành chính.** Khảo sát của VCCI về quan điểm của các doanh nghiệp FDI đối với môi trường kinh doanh tại Việt Nam cho thấy cải cách hành chính đang có những chuyển biến tích cực. Chúng tôi tin rằng nỗ lực tinh giản bộ máy nhà nước và các cải cách về luật pháp, quy định của Chính phủ sẽ tiếp tục cải thiện môi trường kinh doanh của Việt Nam.

32 KCN được chấp thuận đầu tư từ đầu năm 2024 đến ngày 3/1/2025

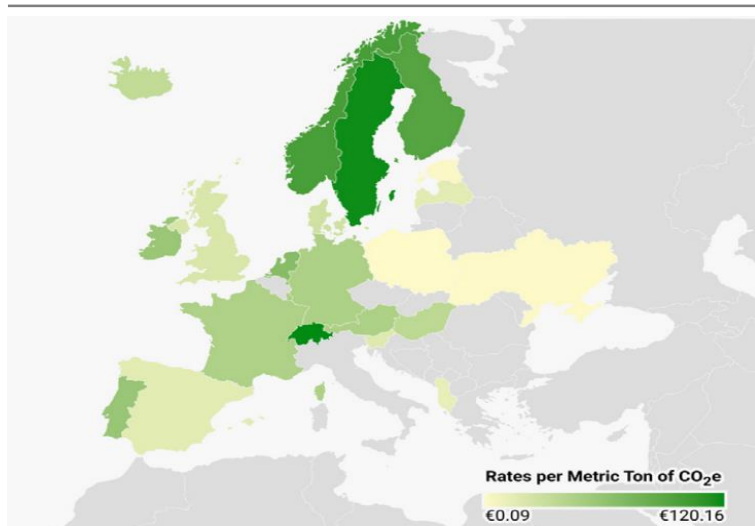
Dự án	Tổng Công ty diện tích phát triển (ha) niêm yết	Tỉnh	Dự án	Tổng Công ty diện tích phát triển (ha) niêm yết	Tỉnh
Hòa Yên	257	Bắc Giang	Mỹ Xuân B1-CONAC mở rộng	111 IDC	BR-VT
Châu Minh - Bắc Lý - Hương Lâm	106	Bắc Giang	Thổ Hoàng	250	Hưng Yên
Yên Lữ mở rộng	120	Bắc Giang	Đốc Đá Trắng	288 VGC	Khánh Hòa
Việt Hàn mở rộng	147	Bắc Giang	Trung Thành	200	Nam Định
Phúc Sơn	124	Bắc Giang	Cam Liên	450	Quảng Bình
Đồng Văn VI	250	Hà Nam	Hiệp Thạnh	495 GVR	Tây Ninh
Thanh Bình II	227	Hà Nam	Hưng Phú	350	Thái Bình
Đồng Văn V	237	Hà Nam	Sông Cống II	296 VGC	Thái Nguyên
Xuân Quế - Sông Nhạn	1.000	Đồng Nai	WHA Smart technology	179	Thanh Hóa
Bàu Cạn - Tân Hiệp	1.000	Đồng Nai	Tân Phước 1	470 IDC	Tiền Giang
Gia Lách mở rộng	194	Hà Tĩnh	Trần Yên	255 VGC	Yên Bái
Vinhomes Vũng Áng	965 VHM	Hà Tĩnh	Phú Xuân	313	Đắk Lắk
Phúc Long mở rộng	329	Long An	Vĩnh Thạnh giai đoạn 2	540	Cần Thơ
Thịnh Phát mở rộng	113	Long An	Hòa Ninh	400	Đà Nẵng
Phụng Hiệp	175	Hà Nội	Nomura giai đoạn 2	197 PC1	Hải Phòng

Chúng tôi kỳ vọng miền Bắc sẽ tiếp tục chào đón nguồn cung mới dồi dào, trong khi nguồn cung mới ở thị trường miền Nam cải thiện trong năm 2025–26

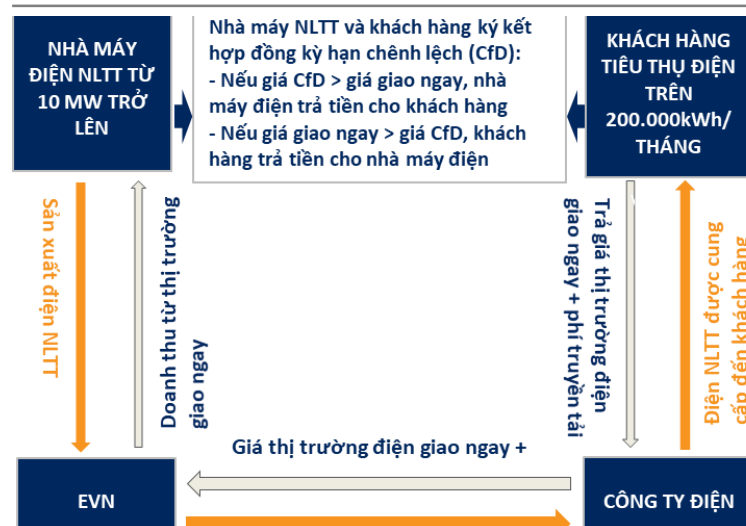


- **Năm 2024, 27 khu công nghiệp trên toàn quốc được phê duyệt đầu tư, gấp đôi con số 13 dự án vào năm 2023.** Đầu năm 2025, thêm 5 dự án khu công nghiệp nữa được phê duyệt. Với số lượng lớn các dự án được phê duyệt trong giai đoạn 2023–25 cùng với Luật Đất đai sửa đổi đã được thông qua, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung đất khu công nghiệp sẽ dần cải thiện từ năm 2025 và tăng mạnh vào năm 2026.
- Chúng tôi dự phóng thị trường cấp 1 miền Bắc sẽ tiếp tục đón nguồn cung mới dồi dào trong giai đoạn 2025–26 với tổng cộng 1.920ha, trong khi miền Nam sẽ phục hồi với 2.136ha nguồn cung mới trong cùng giai đoạn.
- Tuy nhiên, **Luật Đất đai sửa đổi có khả năng đẩy chi phí bồi thường đất tăng cao**, làm giảm biên lợi nhuận gộp của các dự án mới. Vì vậy, chúng tôi ưa thích các doanh nghiệp trong coverage sở hữu quỹ đất sạch lớn như IDC và BCM.

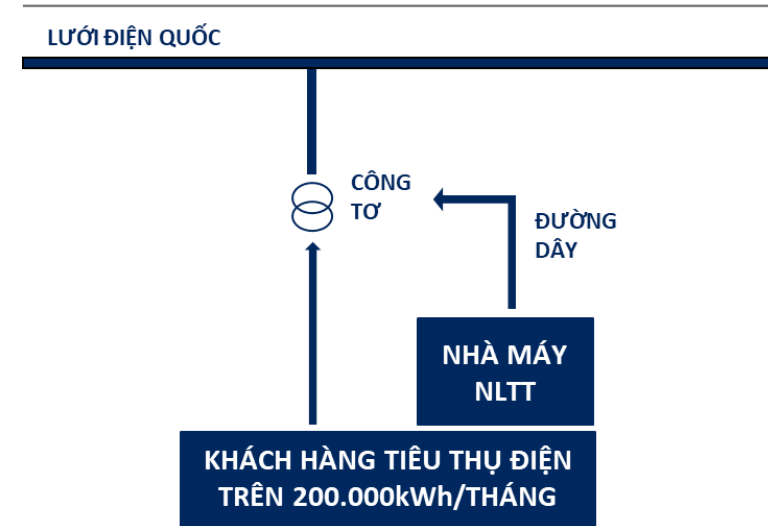
Thuế suất carbon trên mỗi tấn CO2 phát thải của các nước trong EU, tại ngày 1/4/2024



Nghị định mới đưa ra hai phương án DPPA: mua qua lưới điện quốc gia...



...hoặc mua qua đường dây kết nối riêng (phương án này không giới hạn công suất và áp dụng cho mọi loại hình NLTT)



- Chúng tôi nhận thấy ngày càng có nhiều công ty toàn cầu cam kết hoặc có chiến lược phát triển bền vững để đáp ứng nhu cầu của khách hàng, nhà đầu tư và cơ quan quản lý. Liên minh châu Âu (EU) đã bắt đầu áp dụng chi phí phát thải carbon đối với hàng hóa nhập khẩu từ 2023, và dự kiến tương lai sẽ mở rộng quy định này cho nhiều ngành khác.
- Các cam kết và nghĩa vụ mà các công ty đa quốc gia phải thực hiện liên quan đến phát triển bền vững là động lực quan trọng thúc đẩy các nhà phát triển KCN triển khai các dự án xanh để đáp ứng nhu cầu của các nhóm khách hàng cao cấp này. Một số nhà phát triển đã hướng đến việc phát triển các khu công nghiệp xanh, sinh thái hoặc bền vững như VSIP, Amata, DeepC và Becamex.
- Mặc dù vẫn còn nhiều thách thức cần giải quyết để việc mua bán năng lượng tái tạo (NLTT) diễn ra suôn sẻ, việc cơ chế hợp đồng mua bán điện trực tiếp (DPPA) được phê duyệt là một tín hiệu tích cực cho các nhà sản xuất đang tìm kiếm giải pháp chuyển đổi năng lượng. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ hỗ trợ cho các nhà phát triển KCN xanh trong việc thu hút các nhà sản xuất lớn và tự sản xuất năng lượng tái tạo để sử dụng trong KCN (thông qua cơ chế DPPA).

So sánh các công ty cùng ngành

Công ty	Mã bloomberg	Vốn hóa tr USD	Doanh thu 9T24 tr USD	% svck	LN ròng 9T24 tr USD	Tăng trường LN		D/E	ROE	P/E trượt 12T	P/B
						%svck ròng	2025 %				
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	5.215	666	17,0%	88	57,7%	18,3	12,0	6,7	32,4	2,1
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	2.926	126	6,1%	29	88,5%	32,7	101,3	15,3	28,7	5,3
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	763	78	-58,4%	14	-81,7%	133,7	18,1	2,4	48,2	1,2
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	721	321	-19,5%	22	-52,5%	26,3	53,9	7,1	36,6	2,6
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	777	271	37,9%	64	94,5%	(6,9)	56,8	45,2	8,2	3,4
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	586	225	20,5%	33	37,3%	10,2	41,9	28,4	15,2	3,9
Tổng CTCP Phát triển Khu Công nghiệp	SNZ VN	526	165	12,5%	29	31,0%	N/A	47,7	12,6	16,7	2,0
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	300	40	13,2%	9	-49,9%	15,7	8,4	10,4	18,0	1,8
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	257	25	14,6%	9	39,4%	37,5	153,6	11,7	26,0	2,5
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	192	7	1,4%	8	-15,9%	86,2	28,7	35,8	16,7	5,2
CTCP Long Hậu	LHG VN	77	13	31,6%	5	32,6%	N/A	11,3	12,7	8,7	1,1
Trung bình				7,0%		16,5%	39,3	48,5	17,1	23,2	2,8
Trung vị				13,2%		32,6%	26,3	41,9	12,6	18,0	2,5

BCM | (Báo cáo KQKD Q3/24)

Thông tin cổ phiếu:

Thay đổi giá sv tháng trước (%)	6,6%
Thay đổi giá svck (%)	14,4%
Giá mục tiêu (đ/cp)	82.800
Tiềm năng tăng giá (%)	16,8%
Tỷ suất cổ tức (%)	1,4%
Thị giá vốn (tr USD)	2.879
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	2,2
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	915,7

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	20,1%	-40,7%	13,5%	24,6%
Tăng trưởng LN ròng	42,5%	-61,7%	32,7%	71,8%
Tăng trưởng EPS	42,5%	-61,7%	2,9%	71,8%
P/B	3,7	3,7	2,4	2,3
ROE	12,2%	5,2%	4,7%	5,8%
Nợ vay ròng/VCSH	94,4%	114,5%	27,2%	38,5%

Luận điểm đầu tư:

FDI vào Bình Dương sẽ hỗ trợ nhu cầu cho KCN Cây Trường

11T24, FDI đăng ký mới tại Bình Dương tăng 31,3% svck, đạt 768 triệu đô, trong khi tỷ lệ lấp đầy các KCN trong tỉnh đã ở mức cao. Do đó, chúng tôi kỳ vọng khi KCN Cây Trường đi vào hoạt động từ 4Q25 sẽ có tỷ lệ hấp thụ tốt, trở thành động lực tăng trưởng cho mảng KCN với mức tăng trưởng lần lượt 13,7%/36,0% trong năm 2025-26.

Giảm dự phóng doanh số đất KCN do bất định liên quan đến chính sách

Chúng tôi cho rằng những bất định liên quan đến các chính sách của Trump sẽ khiến nhiều doanh nghiệp FDI, đặc biệt với các dự án lớn, trì hoãn quyết định đầu tư trong giai đoạn Q4/24-6T25. Do đó, chúng tôi dự phóng BCM bàn giao 62ha đất KCN trong năm 2024, tăng sv 35ha năm 2023 nhưng giảm 11,4% sv dự phóng trước. Trong năm 2025/26, với đóng góp từ KCN Cây Trường, chúng tôi kỳ vọng BCM bàn giao 71ha/92ha, giảm sv 83/93ha ở dự phóng trước đó.

VSIP và các công ty liên doanh/liên kết khác hỗ trợ mạnh mẽ KQKD của BCM

Với loạt KCN được phát triển theo mô hình KCN bền vững trong 2023-25, chúng tôi dự phóng doanh thu KCN của VSIP giảm 19,4% svck trong năm 2024 nhưng tăng mạnh 46,3%/72,1% svck trong năm 2025/26. Cùng với thu nhập từ các công ty liên kết khác, chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ liên doanh/liên kết tăng 43,4%/37,6% svck trong năm 2024/25, đóng góp một nửa vào EBIT của BCM trong năm 2024-25.

Kế hoạch phát hành cổ phiếu có thể giúp giảm áp lực đáo hạn nợ

BCM dự kiến phát hành 300 triệu cổ phiếu, huy động tối thiểu 15.000 tỷ đồng, với 1/3 số tiền dành để trả nợ. Cuối 3Q24, tổng nợ của BCM đạt ~21.000 tỷ đồng và áp lực đáo hạn trái phiếu sẽ cao trong giai đoạn 2026-28. Chúng tôi kỳ vọng BCM sẽ hoàn tất tăng vốn trong cuối năm 2025, giúp BCM có tiền chi trả nợ vay và triển khai dự án. Đợt phát hành này cũng giúp tăng free-float của BCM khi tỷ lệ sở hữu nhà nước giảm từ 95% xuống 74%.

Top pick

Thông tin cổ phiếu:

			2023	2024	2025	2026
Thay đổi giá sv tháng trước (%)	0,5%	Tăng trưởng doanh thu	-3,3%	26,4%	2,8%	18,4%
Thay đổi giá svck (%)	14,6%	Tăng trưởng LN ròng	-21,2%	71,2%	-6,9%	18,6%
Giá mục tiêu (đ/cp)	62.700	Tăng trưởng EPS	-21,2%	71,2%	-6,9%	18,6%
Tiềm năng tăng giá (%)	12,6%	Biên LN gộp	33,5%	41,8%	38,3%	38,2%
Tỷ suất cổ tức (%)	7,2%	Biên LN ròng	19,3%	26,1%	23,6%	23,7%
Thị giá vốn (tr USD)	721	P/B	3,7	3,0	2,7	1,8
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	2,6	ROE	26,9%	40,5%	31,5%	32,1%
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	191,6	Nợ vay ròng/VCSH	20,6%	-4,1%	-2,9%	-13,2%

Luận điểm đầu tư:
Backlog hiện tại đảm bảo tăng trưởng năm 2024 nhưng không đủ cho năm 2025

Chúng tôi ước tính diện tích đất ký MoU/hợp đồng (backlog) tại cuối Q3/24 là ~110ha, đảm bảo tăng trưởng cho mảng KCN trong năm 2024. Tuy nhiên, Backlog đang giảm dần khi diện tích đất ký MoU/hợp đồng mới đã chậm lại từ Q2/24 và có thể tiếp tục ở mức thấp trong 6T25 do các doanh nghiệp FDI có thể trì hoãn quyết định đầu tư trước sự không chắc chắn xoay quanh các chính sách của Trump. Chúng tôi kỳ vọng IDC sẽ bàn giao 119ha trong năm 2024 (+12,3% svck), thúc đẩy doanh thu KCN tăng 30,3% svck đạt 4.296 tỷ VND. Cho năm 2025, chúng tôi dự báo IDC sẽ bàn giao 89ha (-25,2% svck), khiến doanh thu KCN giảm 15,6% svck.

Các dự án KCN mới tạo đà tăng trưởng từ năm 2026

Trong 9T24, IDC đã nhận được chấp thuận chủ trương đầu tư cho KCN Tân Phước I và KCN Mỹ Xuân B1 mở rộng. Chúng tôi kỳ vọng hai KCN này sẽ đi vào hoạt động trong năm 2026. Với sự đóng góp của hai KCN này trong bối cảnh chính sách của Trump kỳ vọng đã rõ ràng và Việt Nam kỳ vọng có chính sách thu hút các dự án FDI lớn, chúng tôi dự phóng diện tích ký MoU/hợp đồng năm 2026 phục hồi mạnh 69,2% svck, đạt 154ha.

Doanh thu năng lượng tăng nhờ các nhà máy tại KCN Hựu Thanh đi vào vận hành

Chúng tôi dự phóng sản lượng điện phân phối tăng 13,1%/15,4% svck trong năm 2024-25 khi nhiều nhà máy tại KCN Hựu Thanh bắt đầu đi vào vận hành, điển hình như nhà máy Suntory PepsiCo, cùng với sự phục hồi sản xuất. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu năng lượng tăng 15,4%/17,8% svck, đạt 3.374/3.974 tỷ đồng trong năm 2024-25.

Doanh thu BĐS dân cư tăng mạnh trong năm 2024-25

Theo IDC, giai đoạn 1 và 2 của dự án Bắc Châu Giang đã bán hết và đã ghi nhận một phần doanh thu trong 9T24. Chúng tôi kỳ vọng IDC sẽ tiếp tục bàn giao đất trong Q4/24 và năm 2025. Cùng với 0,7ha phần đất còn lại dự kiến sẽ được bàn giao cho Aeon trong năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu BĐS dân cư tăng trưởng 448,5%/40,5% svck trong năm 2024-25, đạt 565 tỷ đồng/794 tỷ đồng trong năm 2024-25.

Cảng & vận tải container

Hoạt động thương mại toàn cầu đứng trước những biến số

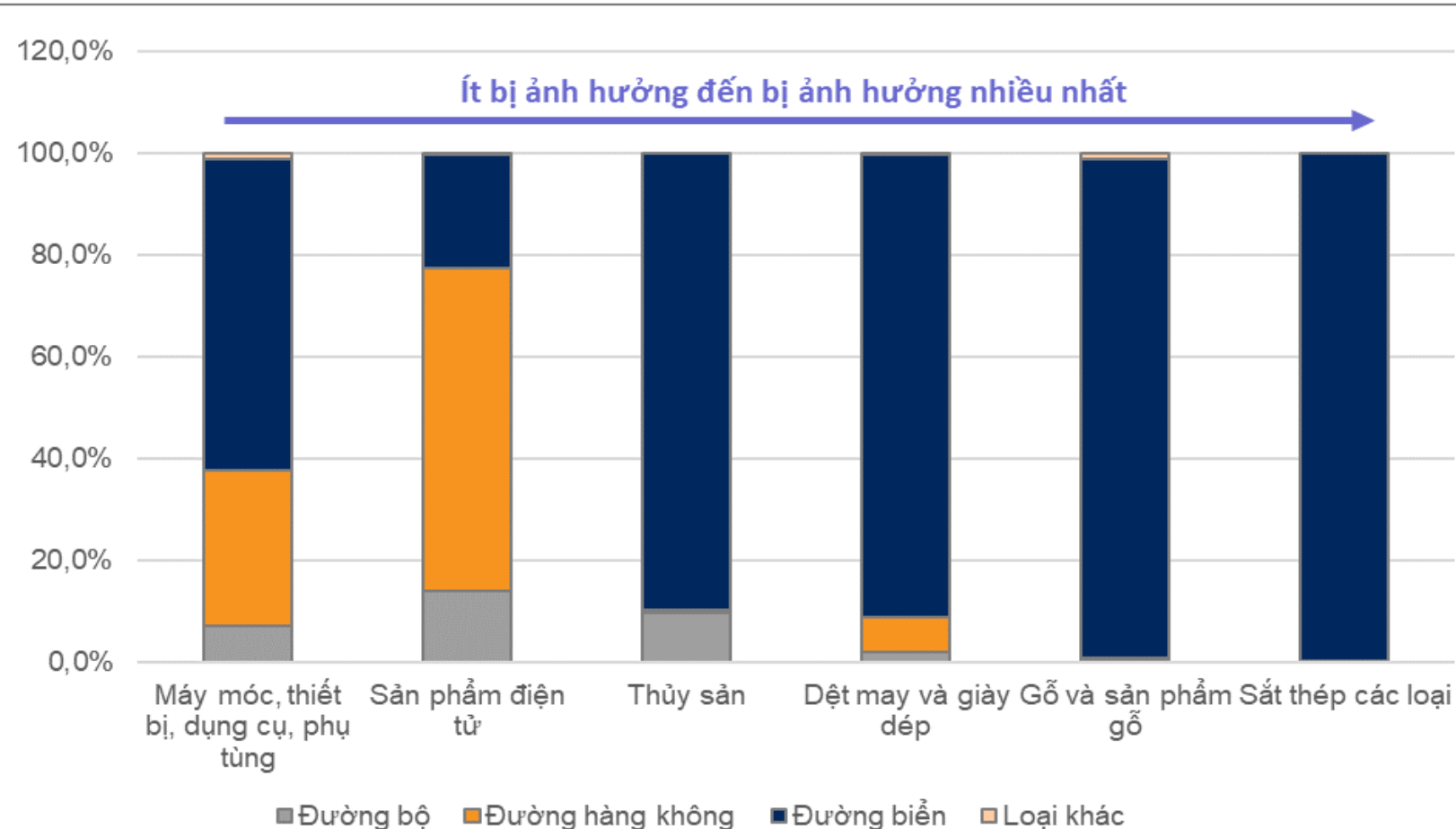
- Thuế quan của Mỹ năm 2025 sẽ tác động tới khối lượng container tại Việt Nam
- Bờ Đông Hoa Kỳ đã đạt được những thỏa thuận tạm thời, giảm rủi ro đình công trong giai đoạn sắp tới
- Kỳ nguyên cạnh tranh mới sẽ tái định hình dòng chảy thương mại toàn cầu
- Trong năm 2025, cụm cảng Hải Phòng sẽ gia tăng nguồn cung đáng kể



Biến số đầu tiên: Các mức thuế của Mỹ năm 2025 sẽ tác động tới khối lượng container tại Việt Nam

Các mức thuế đề xuất của Trump có thể tạo sự chuyển dịch từ Trung Quốc sang Việt Nam. Tuy nhiên, Việt Nam cũng có rủi ro sẽ phải đối mặt với thuế, đặc biệt là đối với các hàng hóa liên quan đến vấn đề trung chuyển.

Kịch bản cơ sở: Mỹ tăng thuế 60% đối với Trung Quốc và mức thuế 10-20% đối với tất cả hàng nhập khẩu



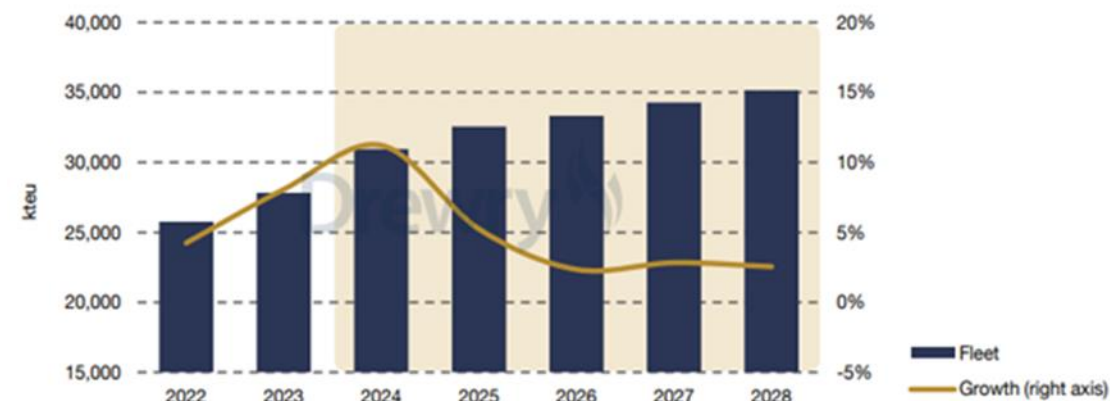
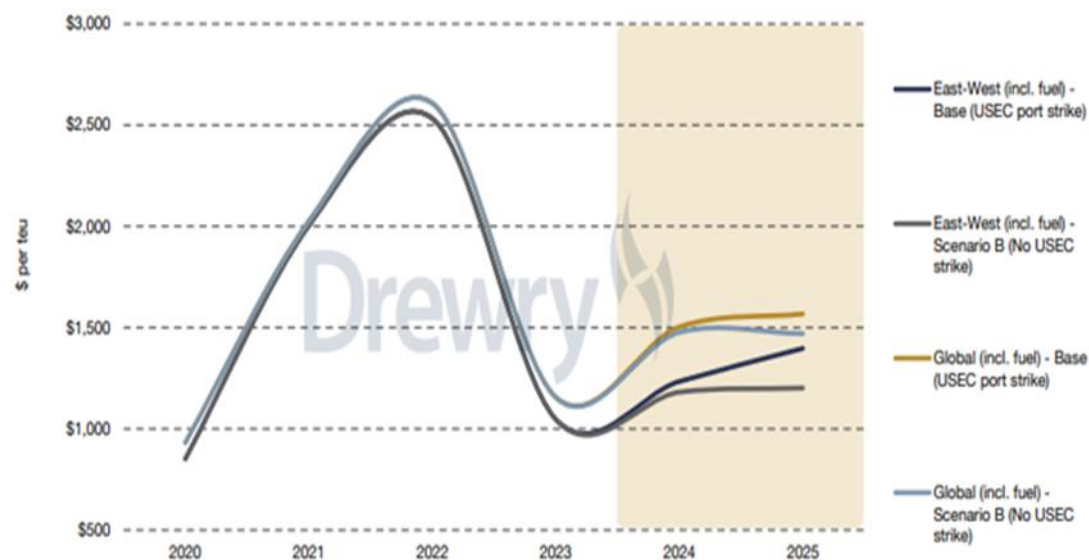
- Các nhóm xuất khẩu chính bị ảnh hưởng bao gồm sản phẩm điện tử, dệt may & giày dép, máy móc & thiết bị, gỗ & sản phẩm gỗ, sắt & thép, và thủy sản, chiếm gần 80% lượng nhập khẩu của Mỹ từ Việt Nam vào năm 2023. Kịch bản cơ sở của chúng tôi cho thấy bốn nhóm có khả năng bị ảnh hưởng nhiều nhất chủ yếu được vận chuyển bằng đường biển. Điều này có thể tạo áp lực lên khối lượng container tại Việt Nam khi các hàng hóa liên quan đến trung chuyển sẽ được giám sát chặt chẽ hơn.
- Tuy nhiên, giả sử các yếu tố khác không đổi, tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam được kỳ vọng sẽ duy trì ổn định ở mức 8% svck. Ngay cả khi áp dụng mức thuế 10-20%, lợi thế thuế đáng kể của Việt Nam so với Trung Quốc (~60%) sẽ cho phép Việt Nam ít nhất có thể giữ vững và mở rộng thị phần của mình trong hoạt động nhập khẩu của Mỹ.

Biển số thứ hai: Gián đoạn kéo dài tại biển Đỏ sẽ tiếp tục nâng sản lượng luân chuyển ở mức nền cao trong 2025

Tình trạng gián đoạn tại Biển Đỏ, vốn đã đẩy giá cước vận tải lên mức cao kỷ lục trong năm 2024, dự kiến sẽ tiếp tục kéo dài sang năm 2025. Trong khi đó, vào ngày 8/1/2025, ILA và USMX đã đạt được thỏa thuận sơ bộ, đập tan rủi ro đình công tại bờ Đông Hoa Kỳ vào ngày 15/1/2025 sắp tới.

Dự phóng của Drewry về giá cước, ...

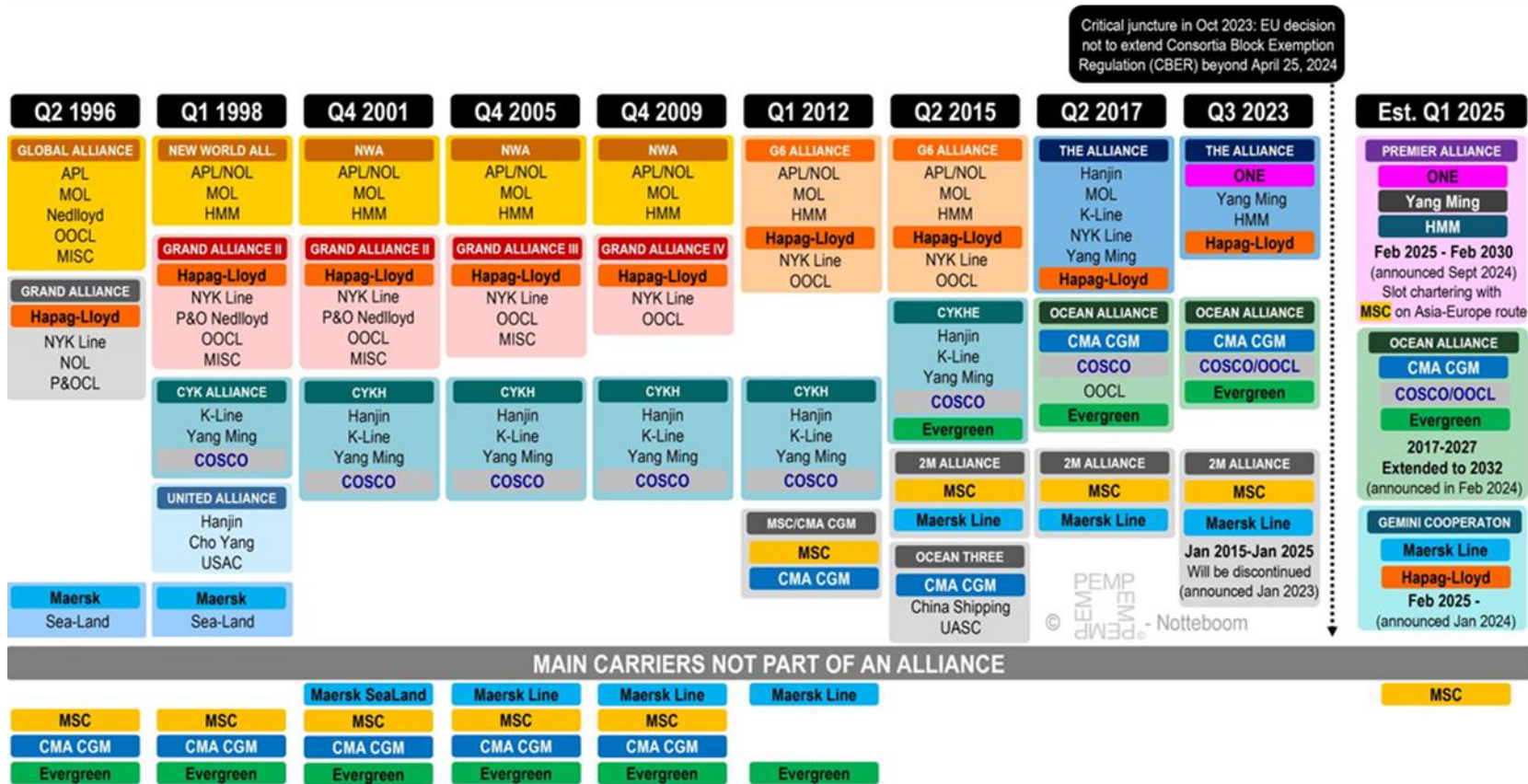
... và đội tàu toàn cầu



- Drewry dự báo rằng giá cước vận tải Đông-Tây trung bình sẽ tăng trở lại vào năm 2025, đặc biệt là giá cước theo hợp đồng, với giả định có tác động từ các cuộc đình công mới tại các cảng Hoa Kỳ. Nếu không có đình công, giá cước giao ngay và giá cước theo hợp đồng trung bình vào năm 2025 dự kiến sẽ không tăng đáng kể.
- Về phía nguồn cung, Xeneta dự phóng tốc độ tăng trưởng nguồn cung sẽ chậm lại vào năm 2025, đạt 32,5 triệu TEU, chỉ bằng một nửa tốc độ tăng trưởng của năm 2024. Con số này chủ yếu dựa trên: 1) tỷ lệ tàu mới của MSC và OCEAN Alliance cao, và 2) số tàu bị phá dỡ sẽ tiếp tục duy trì tại mức thấp, đạt 200.000 TEU, khi giá cho thuê tàu có khả năng sẽ duy trì ở mức cao.

Kể từ T2/25, MSC, hãng tàu hàng đầu thế giới sẽ hoạt động độc lập sau khi Maersk công bố giải thể Liên minh 2M để hợp tác với Hapag thành lập Gemini Corporation.

Việc số lượng liên minh vận tải biển tăng từ ba lên bốn sẽ tạo ra bối cảnh cạnh tranh mới, tái định hình dòng chảy thương mại toàn cầu



- OCEAN Alliance duy trì các dịch vụ ổn định với thị phần đáng kể trên các tuyến thương mại chính, đặc biệt là đến và đi từ Viễn Đông, trung bình là 32,5%. Với liên minh được gia hạn đến năm 2032, chúng tôi kỳ vọng sự ổn định lâu dài trong các dịch vụ của họ, mang lại lợi ích cho các nhà khai thác cảng như GMD (hợp tác với CMA CGM) và VSC (hợp tác với Evergreen).
- Song, MSC đang có những bước tiến đáng kể tại thị trường châu Á, đặc biệt là Việt Nam. Việc mở rộng mạng lưới vận tải độc lập của hãng tàu hàng đầu đang được kỳ vọng sẽ mang đến nhiều dịch vụ hơn cho khu vực, góp phần vào xu hướng dịch chuyển trọng tâm thương mại về Viễn Đông. Điều này có thể giúp PHP và SGP có sản lượng hàng hóa tốt hơn trong những năm tới.

Để đáp ứng xu hướng gia tăng tàu lớn từ các hãng vận tải biển, Việt Nam đã ưu tiên phát triển các cảng biển cửa ngõ quốc tế, bao gồm Lạch Huyện, nằm ở Hải Phòng, và CM-TV.

Các dự án cảng biển đáng chú ý trong những năm tới

Dự án	Chủ sở hữu	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian hoạt động (dự kiến)	Công suất (TEU)
HTIT	PHP - TIL (MSC)	~7.000	Q1/25	1.100.000
HHIT	Hateco Group - APMT (Maersk)	~8.000	Q1/25	1.000.000
Nam Đình Vũ 3	GMD	~3.000	Q4/25	600.000
Gemalink 2A	GMD - CMA Terminals (CMA-CGM)	~3.800	Q3/26	600.000
CTCQT Cần Giờ GĐ 1	SGP - TIL (MSC)	~18.600	2027-28	2.100.000

- Lạch Huyện: Dự kiến sẽ có thêm 2 triệu TEU công suất hoạt động vào Q1/25, bao gồm HTIT và HHIT.
- Tại cụm cảng CM-TV, GMD luôn cho thấy những động thái tích cực trong việc gia tăng năng lực. Bên cạnh việc tăng công suất tại GML, DN cũng đang xin phê duyệt để tham gia vào dự án Cái Mép Hạ, nhằm nâng cao năng lực trong cụm cảng tiềm năng này.
- Về phía các DN vận tải nội địa, gần đây, HĐQT VOS đã phê duyệt kế hoạch mở rộng đội tàu, với tổng vốn đầu tư dự kiến lên đến 10.000 tỷ đồng.

HAH | (Báo cáo KQKD Q3/24)
Thông tin cổ phiếu:

Thay đổi giá sv tháng trước (%)	3,0%
Thay đổi giá svck (%)	51,4%
Giá mục tiêu (đ/cp)	55.900
Tiềm năng tăng giá (%)	12,9%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%
Thị giá vốn (tr USD)	236
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	5,4
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	39,0

Tổng quan tài chính

	12-23A	12-24E	12-25F	12-26F
Tăng trưởng doanh thu	(18,5%)	39,1%	10,4%	1,3%
Tăng trưởng EPS	(53,2%)	22,5%	33,5%	9,0%
Biên LN gộp	23,4%	28,8%	30,9%	31,2%
Biên LN ròng	14,7%	13,0%	15,7%	16,9%
P/E (x)	14,03	11,45	8,58	7,87
Rolling P/B (x)	1,70	1,45	1,25	1,09
ROAE	12,7%	13,7%	15,6%	14,7%
D/E	36,0%	67,0%	37,5%	12,0%

Luận điểm đầu tư:
Tiến độ tiếp nhận đội tàu nhanh hơn cung cấp năng lực lớn hơn vào năm 2024

Doanh thu thuần 9T24 tăng 19,2% svck, đạt 86,7% dự phóng cả năm trong khi LN ròng vượt dự phóng 104%. Chúng tôi cho rằng kết quả này là do sản lượng vận tải và tiến độ tiếp nhận tàu nhanh hơn dự kiến, kết hợp giá cước tuyến HP – Ấn Độ trong Q3/24 tăng mạnh, cải thiện biên LN gộp. Do đó, chúng tôi nâng dự phóng tổng khối lượng hàng hóa lên 23,1%, đạt 1,46 triệu TEU, tương ứng với mức tăng 35,4% svck.

Kế hoạch mua tàu mới bắt đầu vào tháng 11

Vào đầu tháng 11, HAH thông báo sẽ mua tàu có cỡ 3.400 TEU, được đóng vào năm 2007. HAH có kế hoạch đổi tên tàu thành Haian Gamma và nhận tàu trong tháng 11 năm 2024, nâng tổng công suất đội tàu lên 26,571 TEU, tăng 50%. Chúng tôi kỳ vọng tàu sẽ được thuê với giá 31.000 USD/ngày trong khi các tàu khác của HAH có giá thuê từ 14.000 – 22.000 USD. Điều này sẽ đóng góp 0,6%/7,1% vào tổng dự phóng doanh thu cho năm 2024-2025. Do vậy, chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ tăng 39,1%/10,4% svck trong năm 2024-25.

Giá thuê tàu neo ở mức cao đem lại lợi nhuận tích cực cho HAH

Giá thuê tàu vẫn neo ở mức cao vào tháng 11, tăng gấp đôi svck. Chúng tôi kỳ vọng giá thuê tàu sẽ vẫn ở mức cao ít nhất là đến hết Q1/25 với nhiều yếu tố tiềm tàng như: 1) Thuế quan 2025 của Trump, có thể gây ra tình trạng tích trữ hàng tồn kho trong ngắn hạn, 2) tình trạng gián đoạn đang diễn ra ở Biển Đỏ; 3) khả năng xảy ra một cuộc đình công khác tại cảng Hoa Kỳ sau khi hợp đồng hiện tại kết thúc vào T1/25. Chúng tôi kỳ vọng HAH sẽ được hưởng lợi từ cả đội tàu hoạt động và việc gia hạn hợp đồng đội tàu cho thuê vào năm 2025. Biên lợi nhuận gộp của HAH dự phóng tăng 4.4đ%/2.8đ% so với dự phóng trước đó.

Vay nợ duy trì ở mức cao trong 2024-25, nhưng sẽ giảm đáng kể vào 2026

Để tài trợ cho kế hoạch mở rộng đội tàu, chúng tôi ước tính tổng nợ của HAH sẽ lên tới 2.622/2.208 tỷ đồng, nâng tỷ lệ nợ ròng trên VCSH hữu từ 36% trong 2023 lên 67%/37,5% trong 2024-25. Tuy nhiên, với tiềm năng tăng trưởng EPS 22,5%/33,5% trong FY24-25, chúng tôi kỳ vọng nợ ròng sẽ giảm đáng kể xuống còn 12% vào 2026.

GMD | (Báo cáo KQKD Q3/24)
Thông tin cổ phiếu:

Thay đổi giá sv tháng trước (%)	0,8%
Thay đổi giá svck (%)	11,5%
Giá mục tiêu (đ/cp)	73.700
Tiềm năng tăng giá (%)	13,0%
Tỷ suất cổ tức (%)	3,4%
Thị giá vốn (tr USD)	1.059
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	2,9
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	32,8

Tổng quan tài chính

	12-23A	12-24E	12-25E	12-26E
Doanh thu thuần	(1,3%)	18,8%	7,6%	10,5%
Tăng trưởng EPS	120,2%	(45,7%)	19,8%	21,6%
Biên LN gộp	46,2%	45,8%	43,8%	43,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi	6,1%	17,2%	0,6%	8,7%
Biên LN ròng	57,8%	27,6%	28,9%	33,4%
P/E (x)	10,5	19,3	16,1	13,2
Rolling P/B (x)	2,4	2,2	1,9	1,8
ROAE	28,7%	13,8%	15,1%	16,1%
D/E	20,2%	12,3%	9,3%	7,4%

Luận điểm đầu tư:
Các chỉ số vĩ mô thuận lợi sẽ duy trì đà tăng tích cực trong Q4/24

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu thuần 2024 tăng 4,7% sv báo cáo cập nhật gần nhất, đạt 4.571 tỷ đồng. Sự điều chỉnh này chủ yếu nhờ sản lượng container qua hệ thống cảng của GMD cao hơn kỳ vọng. Cụ thể, doanh thu thuần 9T24 tăng 22,5% svck, đạt 3.421 tỷ đồng, tương đương 78,4% dự phóng của chúng tôi. Do đó, chúng tôi nâng dự phóng tổng sản lượng container thông qua (không bao gồm GML) thêm 17,5%, đạt 2,9 triệu TEUs trong năm 2024. Với việc PMI của Việt Nam tăng lên 51,2 trong T10/24, chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng tích cực này sẽ tiếp tục trong Q4/24.

Nam Đình Vũ 3 (NDV 3) sẽ bắt đầu đóng góp vào Q4/25

Theo GMD, Nam Đình Vũ 3 (NDV 3) khởi công vào T10/24 và dự kiến vận hành từ Q4/25, nâng tổng công suất của GMD thêm 31%. Do hầu hết các cảng của GMD đang hoạt động tối đa công suất, chúng tôi dự phóng lợi nhuận hoạt động năm 2025 tăng nhẹ 0,6% svck, tương ứng gấp 2,8 lần so với năm 2020, với CAGR 22,8% trong giai đoạn 2020-2025. Chúng tôi cũng kỳ vọng doanh thu tăng 10,5% svck, với NDV 3 đạt 65% công suất trong năm 2026.

Gemalink (GML) đảm bảo triển vọng tăng trưởng dài hạn

Trong 10T24, FDI của tỉnh BR-VT tăng 98% svck, dẫn đầu các tỉnh phía Nam, dự kiến thúc đẩy sản lượng xuất nhập khẩu tại cụm CM-TV. Điều này hỗ trợ dài hạn cho GML nhờ: 1) mở rộng gấp đôi công suất, trở thành cảng lớn nhất CM-TV; 2) sản lượng ổn định nhờ chiến lược từ đối tác chính.

Chúng tôi cho rằng GMD xứng đáng với P/B cao ở mức 2,5 lần, vì đây là lựa chọn tốt nhất trong các DN khai thác cảng

So với giá trị sổ sách ngày 30/09/2024, giá hiện tại phản ánh P/B ở mức 2,5 lần, cao hơn trung bình trong nước (1,9 lần) và ngang bằng trung bình khu vực (2,5 lần). Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/B 2,5 lần, ở mức +1 độ lệch chuẩn.

Công ty vận tải biển	Mã CP	Vốn hóa (tr USD)	P/E (lần)		Tỷ lệ D/E (%)	Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	EV/EBITDA (lần)		ROA(%)		ROE(%)	
			Trượt	2025			2024	2025	2024	2025	2024	2025
AP Moller - Maersk A/S	MAERSKB DC	24.883	5,0	36,1	29,5	177,2	1,8	2,9	6,7	0,1	36,1	9,4
COSCO SHIPPING Holdings Co Ltd	601919 CH	30.774	5,0	10,2	27,3	257,6	2,0	3,7	9,6	5,7	10,2	21,3
Evergreen Marine Corp Taiwan Ltd	2603 TT	14.625	3,8	7,2	29,6	231,9	2,2	4,5	15,3	11,0	7,2	25,4
HMM Co Ltd	011200 KS	8.539	4,0	8,6	15,7	4.325,1	0,5	0,9	10,8	5,9	8,6	13,0
Yinson Holdings BHD	YNS MK	1.785	11,6	10,8	229,6	22,5	8,8	7,9	4,1	4,2	10,8	10,3
Regional Container Lines PCL	RCL TB	701	5,3	31,2	NA	302,4	2,5	3,4	7,6	1,2	31,2	10,0
Nanjing Shenghang Shipping Co Ltd	001205 CH	563	18,0	14,1	105,2	6,3	NA	5,7	NA	NA	14,1	11,4
Fujian Guohang Ocean Shipping Group Co Ltd	833171 CH	595	35,8	25,2	63,4	NA	13,6	10,6	NA	NA	25,2	7,2
<i>Trung bình</i>			<i>11,1</i>	<i>17,9</i>	<i>71,4</i>	<i>760,4</i>	<i>4,5</i>	<i>4,9</i>	<i>9,0</i>	<i>4,7</i>	<i>17,9</i>	<i>13,5</i>
<i>Trung vị</i>			<i>5,2</i>	<i>12,5</i>	<i>29,6</i>	<i>231,9</i>	<i>2,2</i>	<i>4,1</i>	<i>8,6</i>	<i>5,0</i>	<i>12,5</i>	<i>10,9</i>
CTCP Vận tải & Xếp dỡ Hải An	HAH VN	226	11,6	10,6	58,3	79,7	5,0	5,8	7,5	8,2	13,7	15,6

*2025: Tổng hợp dự báo từ Bloomberg

Tên công ty	Mã CP	Vốn hóa (tr USD)	Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/E		P/B	ROE (%)		ROA (%)		Tỷ suất cổ tức (%)	D/E (%) EV/EBITDA	
				Trượt 12T	2024	Hiện tại	2023	2024	2023	2024	Trượt 12T	2024	Trượt 12T
Cảng biển nội địa													
CTCP Gemadept	GMD VN	1.058,5	33,5	9,8	18,3	2,6	28,2	14,7	16,9	9,9	3,3	20,2	13,0
CTCP Cảng Sài Gòn	SGP VN	206,2	94,8	12,6	17,7	1,9	11,3	11,3	5,5	5,5	2,1	3,4	9,4
CTCP Cảng Đà Nẵng	CDN VN	120,5	9,6	9,9	10,2	1,7	16,8	17,7	12,9	13,0	2,2	19,4	5,4
CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ	DVP VN	121,8	(0,6)	8,7	9,3	2,2	24,0	23,3	21,1	20,7	8,8	-	7,1
CTCP Cảng Đồng Nai	PDN VN	161,7	26,4	12,8	12,9	3,6	29,7	30,0	22,7	23,0	NA	13,6	8,5
CTCP Cảng Cát Lái	CLL VN	50,2	(1,9)	13,6	13,3	2,2	14,9	16,5	14,0	12,6	7,4	-	8,6
CTCP Cảng Hải Phòng	PHP VN	461,1	2,7	11,9	20,6	2,3	11,8	11,8	8,3	8,3	2,3	9,4	7,9
CTCP Đại lý giao nhận vận tải xếp dỡ Tân Cảng	TCL VN	41,3	10,9	10,3	10,6	1,8	20,1	17,4	15,3	12,1	17,9	2,7	5,3
CTCP Cảng Đoạn Xá	DXP VN	28,3	(5,9)	10,9	11,5	0,9	8,0	7,5	7,1	7,1	NA	-	10,2
CTCP Cảng Rau Quả	VGP VN	9,1	(4,1)	14,0	13,5	1,0	8,0	7,7	0,3	0,3	NA	NA	NA
<i>Trung bình Việt Nam</i>		<i>223,3</i>	<i>13,8</i>	<i>13,5</i>		<i>1,9</i>	<i>16,1</i>				<i>5,5</i>	<i>11,6</i>	<i>8,5</i>
<i>Trung vị Việt Nam</i>		<i>121,8</i>	<i>2,7</i>	<i>11,9</i>		<i>1,9</i>	<i>14,9</i>				<i>2,8</i>	<i>6,4</i>	<i>8,6</i>

Xuất khẩu

VNDIRECT

Bước vào giai đoạn nhiều biến động

- **Xuất khẩu Việt Nam:** Rủi ro từ các thay đổi trong chính sách của Mỹ.
- **Dệt may:** Đơn hàng ổn định ngắn hạn, nhưng lạm phát đe dọa nhu cầu dài hạn.
- **Cá tra:** Lợi thế cạnh tranh tốt hơn tại Mỹ & chi phí đầu vào thấp hỗ trợ lợi nhuận.
- **Hóa chất:** Nhu cầu gia tăng từ ngành bán dẫn và xe điện thúc đẩy xuất khẩu.

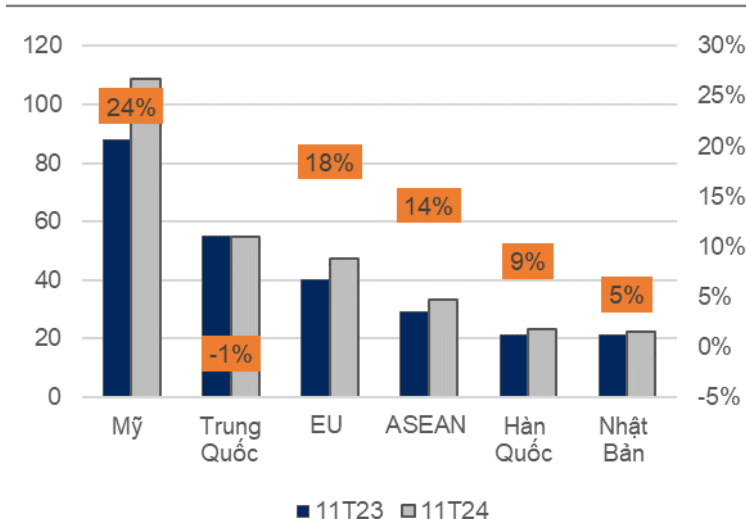
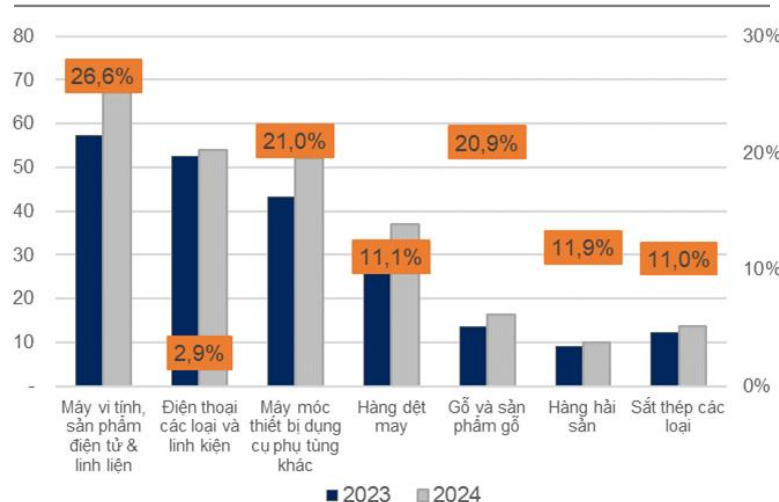
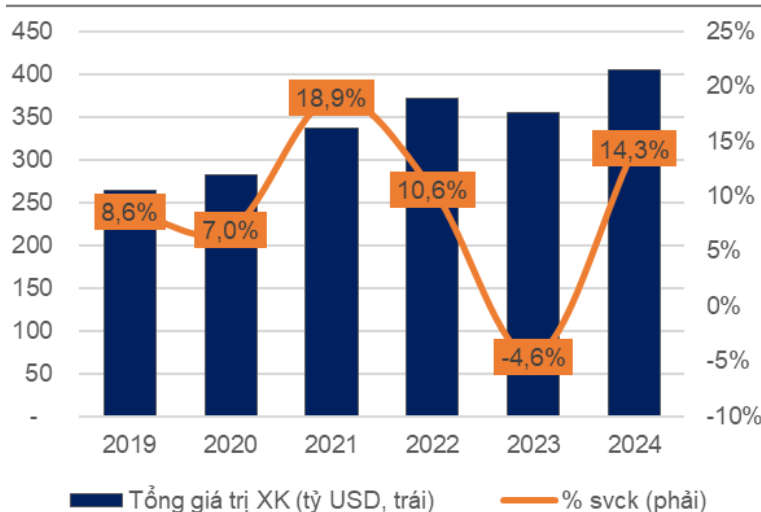


Trong năm 2024, xuất khẩu của Việt Nam tăng 14,3% svck, đạt 405,5 tỷ USD từ mức nền thấp, nhờ tăng trưởng ở hầu hết các thị trường xuất khẩu lớn. Sản xuất chế biến vẫn là trụ cột chính, đóng góp gần 85% vào tổng giá trị xuất khẩu.

Xuất khẩu của Việt Nam phục hồi 14,3% svck lên 405,5 tỷ USD từ mức nền thấp trong năm 2023...

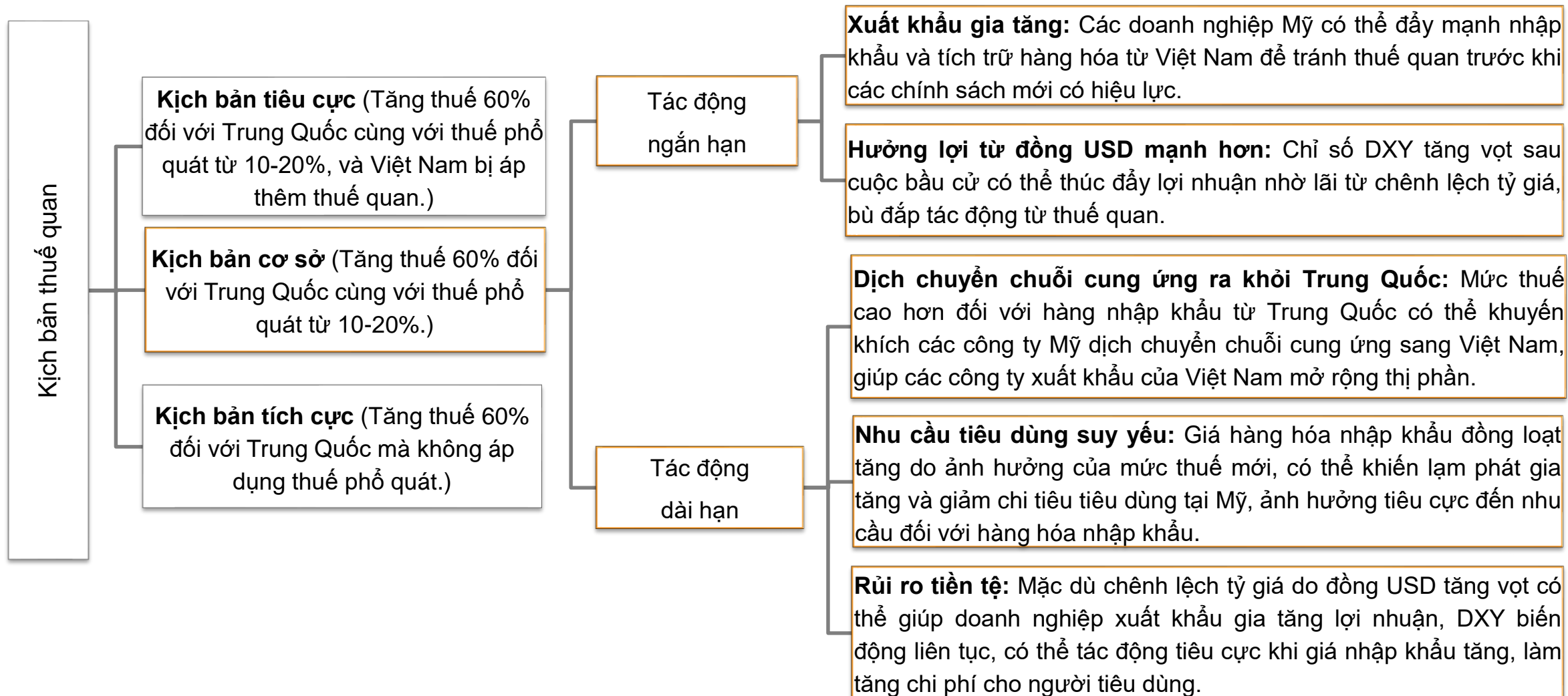
..chủ yếu nhờ gia tăng xuất khẩu các sản phẩm máy móc & thiết bị, linh kiện điện tử cũng như gỗ & sản phẩm gỗ

Mỹ dẫn đầu đà tăng trưởng tại các thị trường XK chính, trừ Trung Quốc, và giữ vững vị thế là điểm đến XK lớn nhất



- Tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam tăng 14,3% svck, đạt 405,5 tỷ USD vào năm 2024, phục hồi mạnh từ mức nền thấp năm 2023. Các sản phẩm xuất khẩu chính như máy móc, thiết bị điện tử và gỗ dẫn đầu tăng trưởng.
- Trong 11T24, tất cả các thị trường xuất khẩu lớn đều tăng trưởng, ngoại trừ Trung Quốc. Mỹ dẫn đầu với mức tăng 24% svck, tiếp theo là EU (18%) và ASEAN (14%), chủ yếu nhờ sản xuất và tiêu dùng toàn cầu phục hồi, và sức mua cải thiện.
- Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất và đóng góp chính vào thặng dư thương mại của Việt Nam, cho thấy sự phụ thuộc của ngành xuất khẩu vào nền kinh tế Mỹ. Vì thế, bất kỳ thay đổi nào trong các điều kiện kinh tế và chính sách của Mỹ cũng có thể ảnh hưởng đến kết quả xuất khẩu của Việt Nam.
- Máy móc & thiết bị vẫn là sản phẩm được xuất khẩu nhiều nhất trong năm 2024, đồng thời có tốc độ tăng trưởng cao nhất.

Chúng tôi nhận thấy nhiều biến động toàn cầu dưới thời chính quyền Trump và nghiêng về kịch bản cơ sở của thuế quan.



Chúng tôi kỳ vọng lĩnh vực Máy móc & Thiết bị sẽ là nhóm hưởng lợi lớn nhất từ việc cắt giảm thuế doanh nghiệp xuống 15% của chính quyền Trump, hỗ trợ mạnh mẽ cho tăng trưởng xuất khẩu.

Tác động
ngắn hạn

- **Nhu cầu gia tăng đối với hàng hóa nhập khẩu:** Việc giảm thuế doanh nghiệp từ 21% xuống 15% có thể kích thích tăng trưởng kinh tế Mỹ, từ đó thúc đẩy chi tiêu tiêu dùng và nhu cầu đối với hàng hóa nhập khẩu..

Nhóm
hưởng lợi

- Dệt may, Máy móc & Thiết bị, Linh kiện điện tử, Sản phẩm nông nghiệp

Tác động
dài hạn

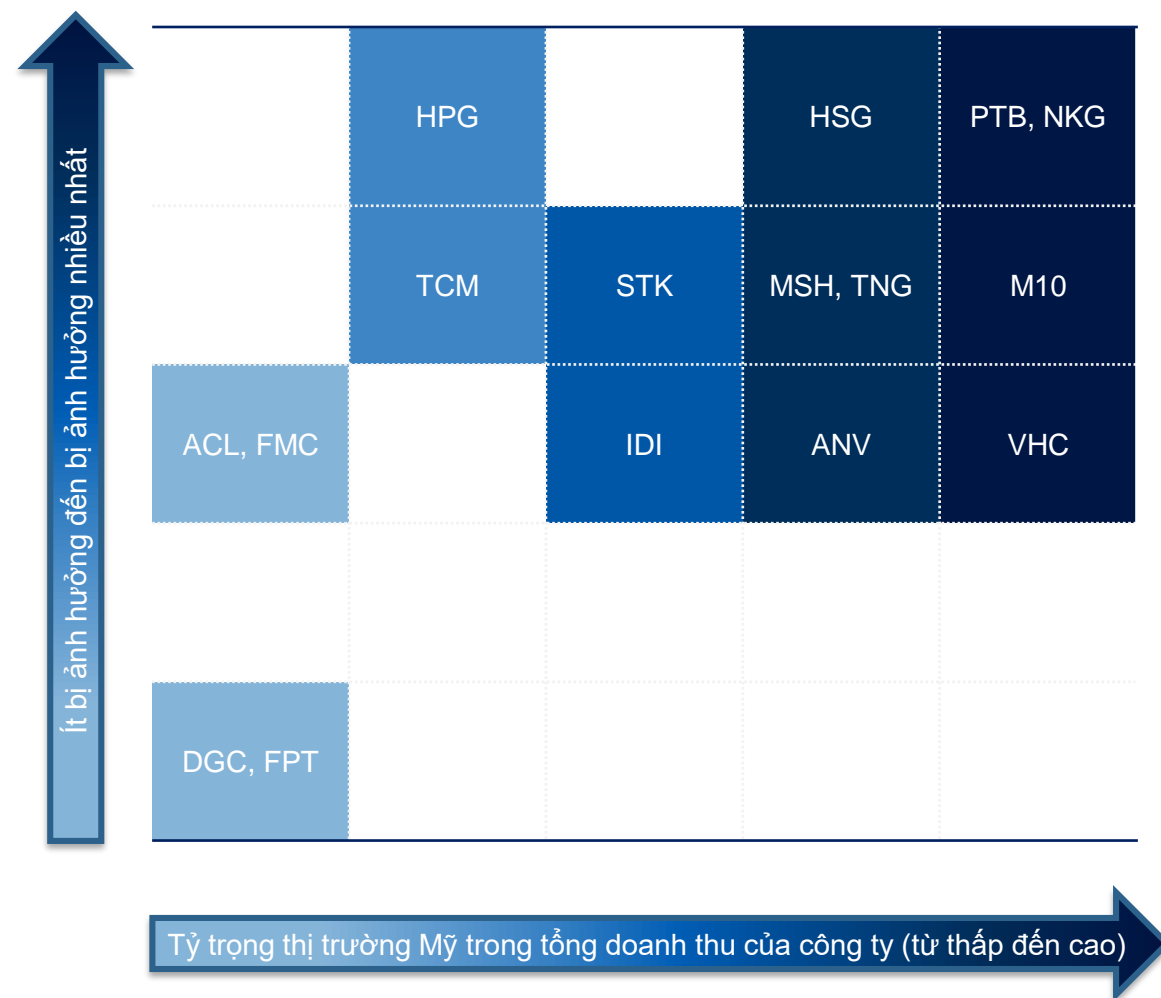
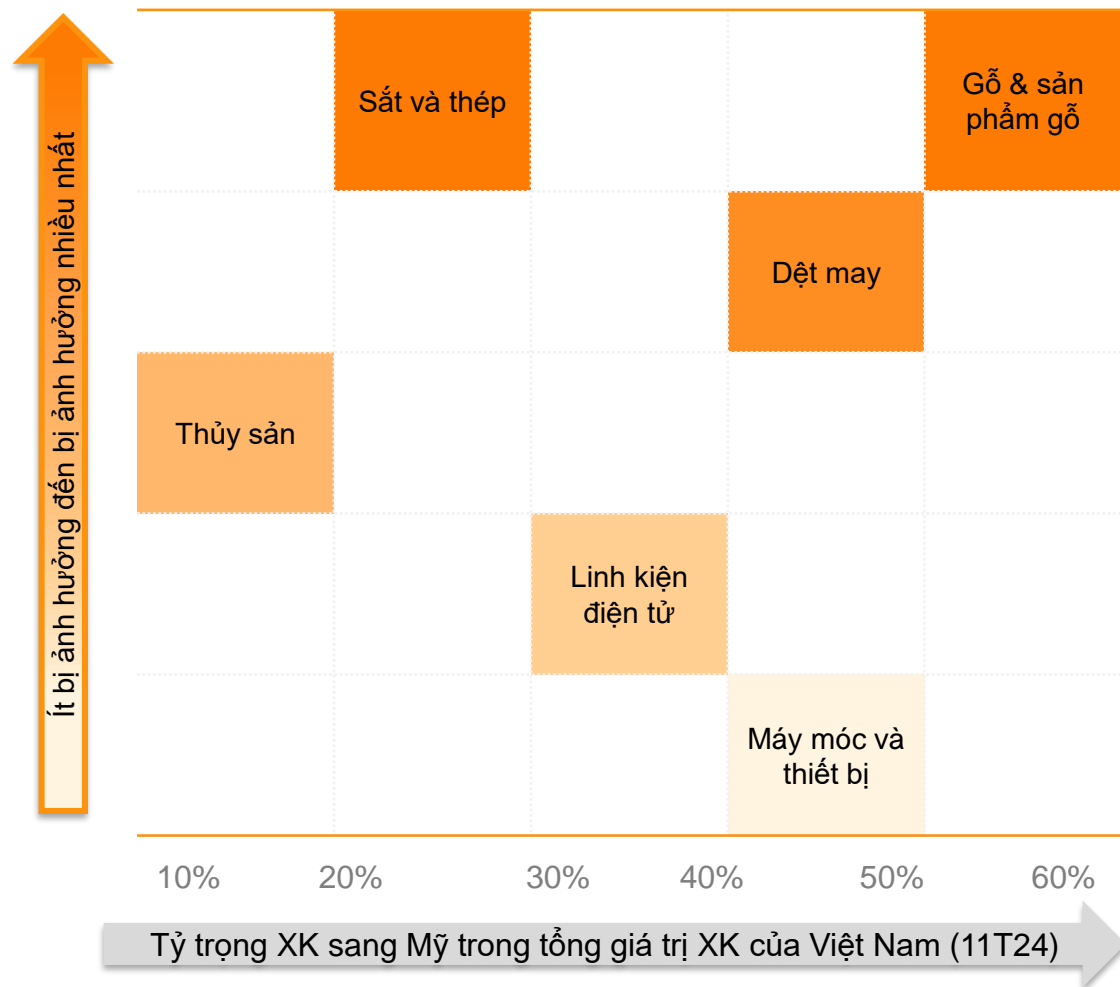
- **Tái định hình chuỗi cung ứng toàn cầu:** Thuế doanh nghiệp thấp hơn tại Mỹ có thể khuyến khích các doanh nghiệp tăng cường đầu tư và mở rộng hoạt động tại các trung tâm sản xuất như Việt Nam, tận dụng chi phí sản xuất thấp và vị trí địa lý gần với thị trường Châu Á. Chúng tôi kỳ vọng các công ty xuất khẩu Máy móc & Thiết bị sẽ thu hút vốn đầu tư lớn khi chuỗi cung ứng chuyển dịch từ Trung Quốc, tận dụng lợi thế về thuế quan.
- **Gia tăng thị phần xuất khẩu sang Mỹ:** Nhu cầu gia tăng và sự chuyển dịch chuỗi cung ứng từ Trung Quốc có khả năng mang lại lợi ích lớn cho các nhà xuất khẩu Việt Nam, thúc đẩy xuất khẩu sang Mỹ và giành được thị phần từ Trung Quốc.

Nhóm
hưởng lợi

- Máy móc & Thiết bị, Linh kiện điện tử

Triển vọng 2025: Tác động của việc tăng thuế phân hóa đối với từng nhóm sản phẩm.

Chúng tôi đánh giá tác động của việc điều chỉnh thuế lên các mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam ở kịch bản cơ sở và tiêu cực. Đồng thời, chúng tôi cũng xem xét mức độ ảnh hưởng lên các doanh nghiệp niêm yết trong các nhóm sản phẩm.

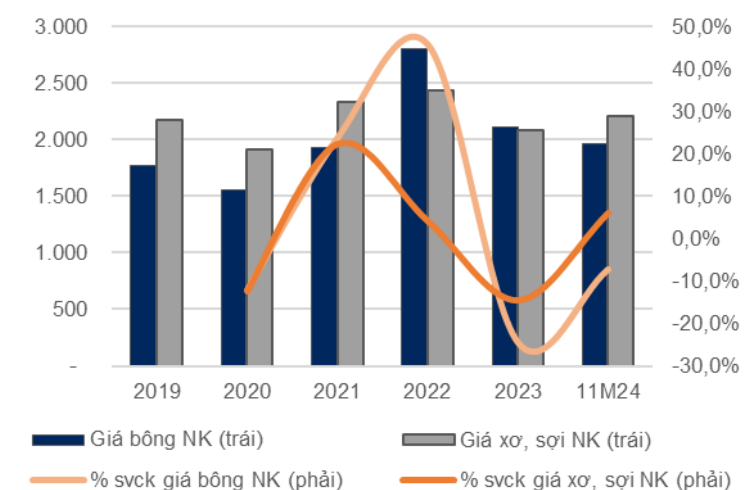
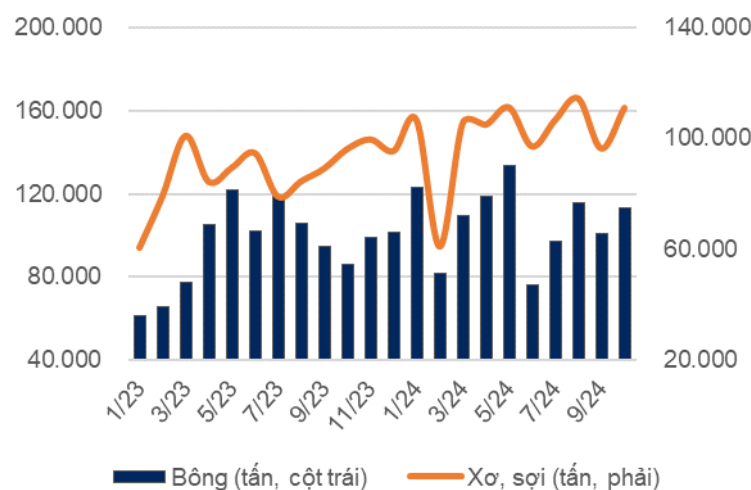
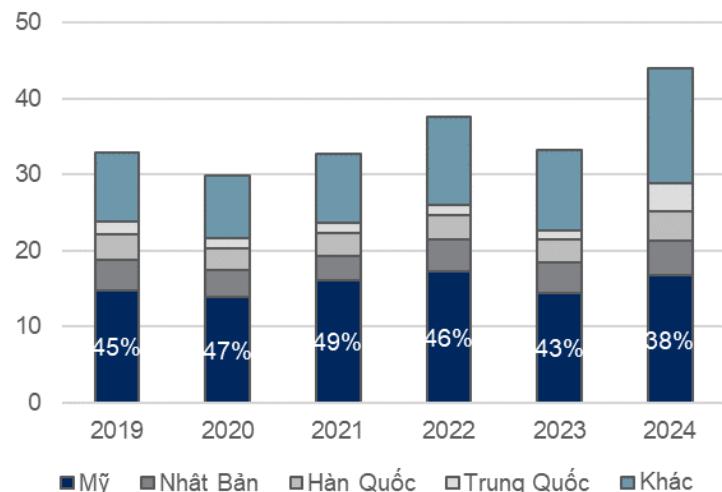


Giữa bối cảnh biến động và mức thuế cao hơn, doanh nghiệp dệt may Việt Nam ghi nhận đơn hàng khả quan cho nửa đầu 2025, kỳ vọng chuỗi cung ứng rời Trung Quốc và giá đầu vào thấp.

Xuất khẩu dệt may Việt Nam tăng 33% năm 2024, thị phần trong NK dệt may Mỹ tăng 0,6% (tỷ USD)

Các NSX Việt Nam gia tăng nhập khẩu nguyên liệu, cho thấy nhu cầu tăng cao, phục vụ lượng đơn hàng lớn

Giá đầu vào thấp sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận (USD/ tấn)



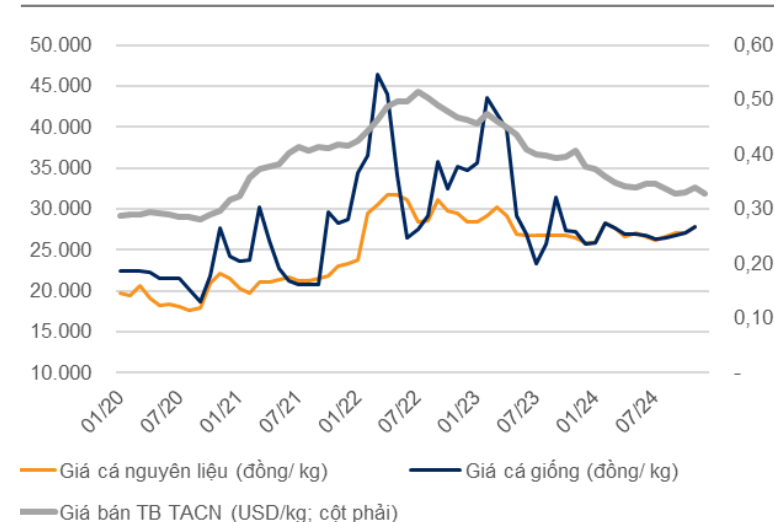
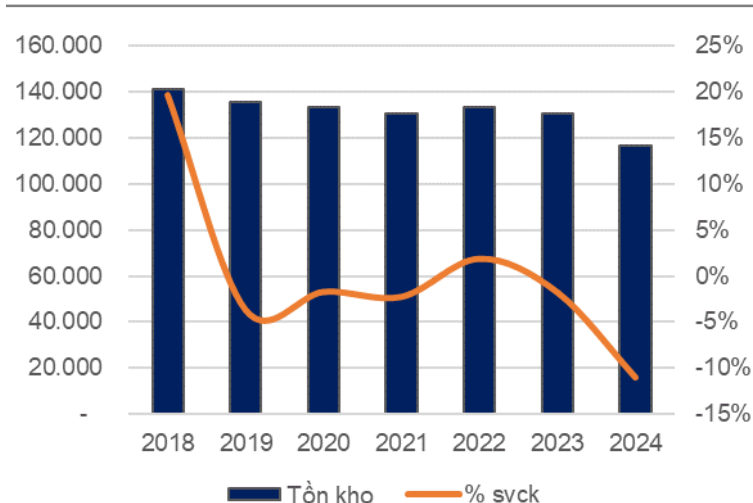
- Xuất khẩu dệt may của Việt Nam tăng 33% svck, đạt 44 tỷ USD vào năm 2024, hoàn thành mục tiêu. Xuất khẩu trở nên ít phụ thuộc hơn vào thị trường Mỹ, khi các nhà sản xuất Việt Nam tích cực mở rộng ra các thị trường toàn cầu đồng thời duy trì đơn hàng ổn định từ Mỹ.
- Mặc dù đối mặt với các thách thức như lạm phát làm suy giảm nhu cầu tiêu dùng và tồn kho quần áo cao, nhiều nhà sản xuất đã nhận đủ đơn hàng cho Q1/25 và đang nhận được các đơn đặt hàng sớm cho quý 2, đảm bảo lượng đơn hàng khả quan trong nửa đầu năm 2025. Nhập khẩu bông và sợi của Việt Nam tăng vọt trong những tháng cuối năm 2024, với mức tăng lần lượt là 14% và 18,2% svck, cho thấy nguồn cung nguyên liệu sản xuất lớn để đáp ứng nhu cầu tăng cao.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng thuế quan cao hơn đối với hàng hóa Trung Quốc sẽ thúc đẩy việc chuyển dịch chuỗi cung ứng sang Việt Nam, giúp các doanh nghiệp có tiếng với khả năng sản xuất đã được chứng minh nhận được lượng đơn hàng lớn hơn. Trong khi đó, giá nguyên liệu đầu vào thấp được kỳ vọng sẽ tiếp tục kéo dài, hỗ trợ biên lợi nhuận duy trì ổn định hoặc cải thiện.

Chúng tôi tin rằng thị trường Mỹ sẽ là động lực chính cho tăng trưởng xuất khẩu cá tra, nhờ vào nhu cầu gia tăng và lợi thế cạnh tranh mạnh hơn sau khi Mỹ tăng thuế quan.

Tồn kho cá tra ở mức thấp nhất trong bảy năm qua (nghìn tấn)

Thiếu hụt nguồn cung & thuế cao hơn sẽ khiến giá cá rô phi Trung Quốc tăng, và cá tra Việt Nam hấp dẫn hơn (USD/kg)

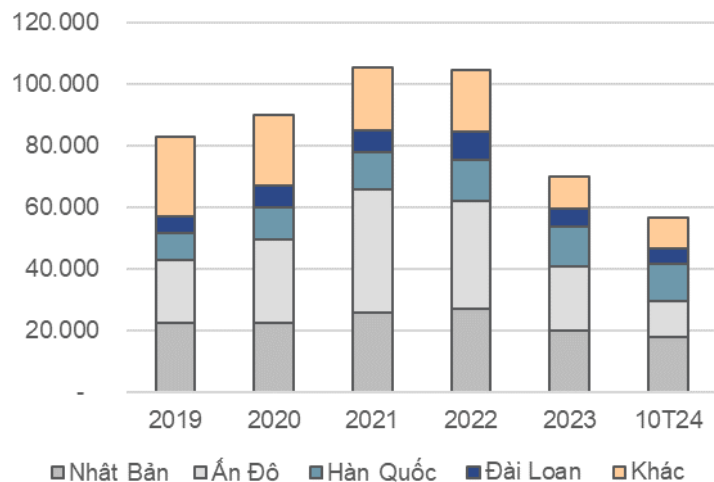
Giá cá nguyên liệu và cá giống tăng mạnh gần đây do nhu cầu tăng cao, trong khi giá thức ăn chăn nuôi biến động nhẹ



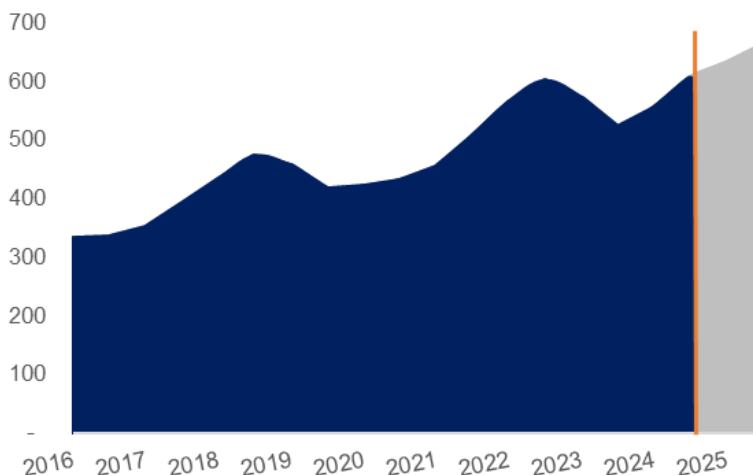
- Trong 11T24, xuất khẩu cá tra của Việt Nam tăng 10% svck, đạt 1,8 tỷ USD. Thị trường Mỹ dẫn đầu tăng trưởng nhờ giá cạnh tranh và nguồn cung hạn chế của cá rô phi – sản phẩm thay thế trực tiếp.
- Hướng tới năm 2025, thị trường Mỹ dự kiến tiếp tục là thị trường trọng điểm, nhờ vào: (1) tồn kho cá tra thấp trong bối cảnh nhu cầu thủy sản tăng và (2) giá cá rô phi Trung Quốc tăng mạnh do hạn chế nguồn cung và thuế quan tăng, làm cá tra trở thành sự lựa chọn hấp dẫn hơn.
- Giá cá nguyên liệu và cá giống giảm lần lượt 1,3% và 13,7% svck trong năm 2024, bất chấp đợt tăng giá vào tháng 12. Giá thức ăn chăn nuôi biến động nhẹ và duy trì ở mức thấp. Chúng tôi tin rằng giá đầu vào ở mức thấp sẽ được duy trì, hỗ trợ biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận của các nhà xuất khẩu Việt Nam. Hơn nữa, đồng USD mạnh hơn dưới thời chính quyền Trump có khả năng bù đắp tác động từ thuế quan tăng, hỗ trợ cả khối lượng và doanh thu.

Việt Nam duy trì vị thế là nhà xuất khẩu photpho vàng (P4) lớn nhất tại thị trường Châu Á. Đà tăng trưởng xuất khẩu được hỗ trợ bởi nhu cầu P4 gia tăng tại các thị trường chính như Nhật Bản, Ấn Độ và Hàn Quốc.

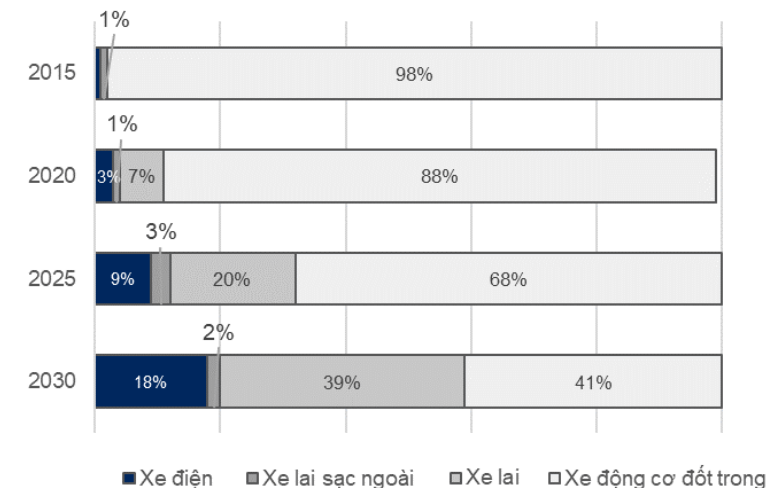
Việt Nam dẫn đầu xuất khẩu P4 tại thị trường châu Á (nghìn USD)



Ngành công nghiệp bán dẫn toàn cầu dự kiến tăng trưởng 11,2% svck vào năm 2025 (tỷ USD)



Xe điện được dự báo sẽ bùng nổ mạnh mẽ trong giai đoạn 2025-2030.



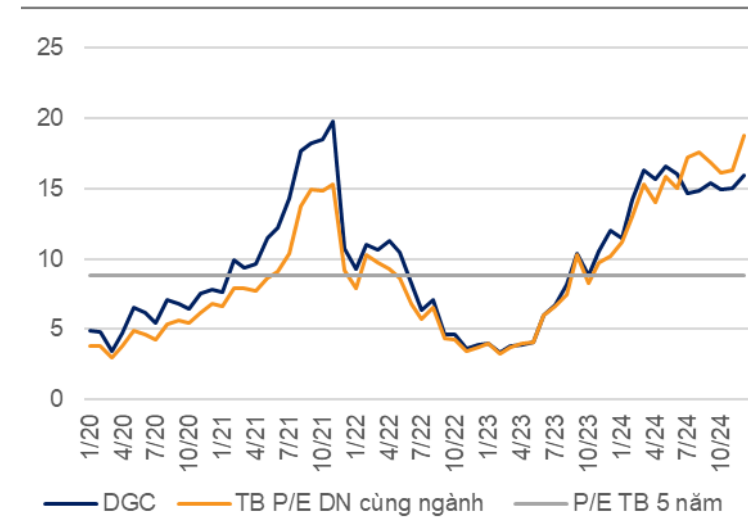
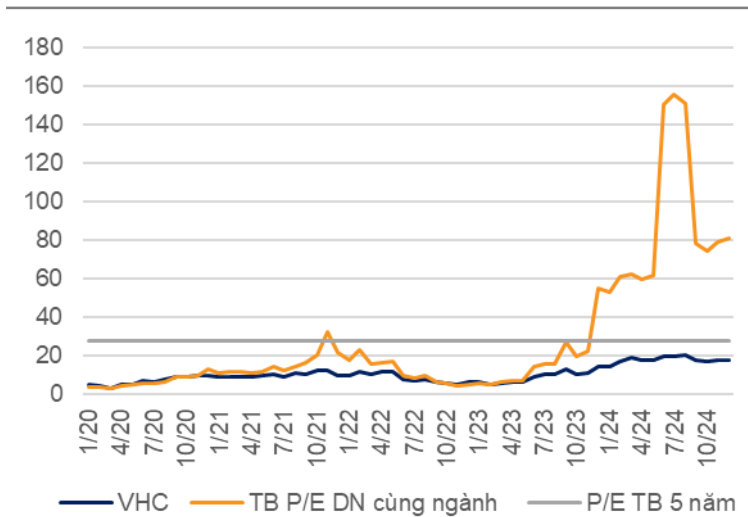
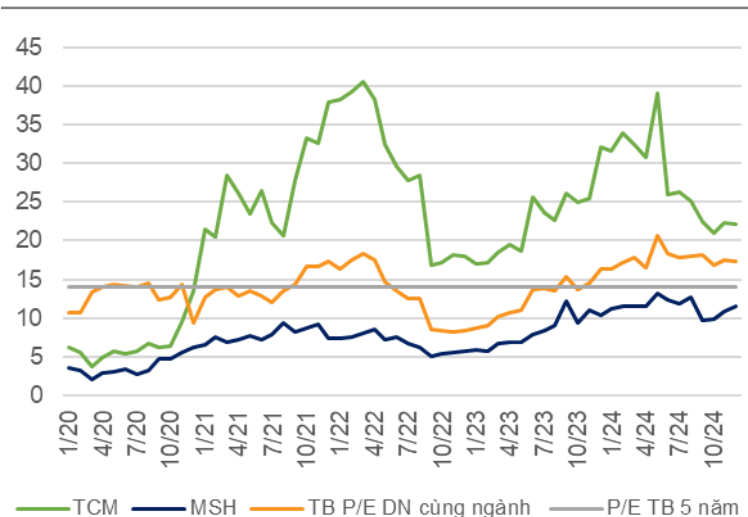
- Tăng trưởng xuất khẩu P4 của Việt Nam chậm lại trong 10T24, chủ yếu do sự sụt giảm tại thị trường Ấn Độ. Tuy nhiên, Việt Nam vẫn duy trì vị trí là nhà xuất khẩu hàng đầu tại các thị trường châu Á.
- Tuy nhiên, triển vọng năm 2025 được kỳ vọng sẽ tươi sáng hơn, thúc đẩy bởi nhu cầu photpho vàng gia tăng cho sản xuất các sản phẩm chip bán dẫn, pin lithium cho xe điện và tivi LCD. WSTS dự báo ngành công nghiệp bán dẫn toàn cầu sẽ đạt 697 tỷ USD doanh thu, tăng 11,2% svck trong năm 2025. Xe điện cũng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ và chiếm lĩnh ngành công nghiệp ô tô trong năm 2030.
- Với việc Trung Quốc tiếp tục ngừng xuất khẩu photpho vàng vì lý do an ninh quốc gia, nguồn cung toàn cầu được dự báo sẽ tiếp tục bị thắt chặt. Do đó, giá photpho vàng có khả năng chạm đáy và tăng trở lại vào năm 2025, được hỗ trợ bởi sự bùng nổ về nhu cầu bán dẫn phục vụ các tiến bộ trong công nghệ, trí tuệ nhân tạo (AI) và sự mở rộng của xe điện, thúc đẩy xuất khẩu photpho vàng của Việt Nam và các doanh nghiệp trong ngành.

Đợt tăng giá gần đây đã phản ánh triển vọng của ngành, tuy nhiên vẫn còn những cơ hội đầu tư.

Tỷ lệ P/E của các doanh nghiệp dệt may cao hơn mức trung bình 5 năm.

Tỷ lệ P/E của các doanh nghiệp thủy sản cao hơn mức trung bình 5 năm.

Tỷ lệ P/E của các doanh nghiệp hóa chất cao hơn mức trung bình 5 năm.



- Tỷ lệ P/E trung bình của các ngành Dệt may, Cá tra và Hóa chất cao hơn mức trung bình 5 năm, sau đợt tăng giá từ đầu năm 2024. Chúng tôi tin rằng động lực của đợt tăng này đến từ kỳ vọng về xuất khẩu phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024, từ mức nền thấp của năm 2023.
- Do đó, giá hiện tại đã phản ánh đầy đủ triển vọng tăng trưởng của các ngành.
- Đối với VHC và DGC, chúng tôi dự báo EPS sẽ tăng lần lượt 8,9% và 21,8% vào năm 2025, trong khi EPS của TCM và MSH dự kiến giảm 5,5% và 6,3%.
- Với triển vọng và định giá hiện tại, chúng tôi nhận thấy VHC là các cơ hội đầu tư hấp dẫn trong ngành, vốn ở mặt bằng định giá cao.

So sánh doanh nghiệp cùng ngành

CÁ TRẠ

Công ty	Mã cổ phiếu	Vốn hóa thị trường	Doanh thu 2023	Doanh thu 9T24	LN ròng 2023	LN ròng 9T24	ROE	P/E trượt 12T	P/B hiện tại	Nợ/ VCSH tại Q3/24
		triệu USD	% svck	% svck	% svck	% svck	%			
CTCP Nam Việt	ANV VN	206	(0)	0	(1)	0	0	123	2	1
CTCP Đầu tư & Phát triển Đa Quốc Gia	IDI VN	89	-8,9%	2,1%	-89,5%	-19,8%	1,9%	30,1	0,7	1,4
CTCP XNK Thủy sản Bến Tre	ABT VN	18	-13,6%	10,0%	-0,7%	23,0%	15,2%	6,1	0,9	0,4
CTCP CNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL VN	24	-4,3%	84,0%	-91,7%	-22,3%	1,2%	61,2	0,7	1,1
CTCP Vĩnh Hoàn	VHC VN	628	-24,2%	22,1%	-53,5%	-4,8%	10,2%	16,90	1,82	0,4
<i>Trung bình</i>			-12,1%	25,0%	-65,9%	-4,7%	6,0%	47,5	1,2	0,8

DỆT MAY

Công ty	Mã cổ phiếu	Vốn hóa thị trường	Doanh thu 2023	Doanh thu 9T24	LN ròng 2023	LN ròng 9T24	ROE	P/E trượt 12T	P/B hiện tại	Nợ/ VCSH tại Q3/24
		triệu USD	% svck	% svck	% svck	% svck	%			
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	TNG VN	124	0	0	(0)	0	0	10	2	2
CTCP Damsan	ADS VN	27	-3,0%	-7,7%	-13,3%	-58,8%	3,5%	21,1	0,8	1,8
Tổng CTCP Dệt May Hòa Thọ	HTG VN	69	-9,2%	6,4%	-34,7%	52,5%	26,2%	7,9	1,9	1,9
Tổng Công ty May 10	M10 VN	33	-9,0%	10,0%	-16,7%	1,1%	19,5%	8,1	1,5	3,6
Tổng CTCP May Việt Tiến	VGG VN	78	1,7%	19,3%	9,9%	99,0%	15,9%	6,2	1,0	1,5
CTCP May Bình Dương	BDG VN	34	-17,6%	11,7%	-45,5%	22,5%	26,4%	5,5	1,6	0,9
Tổng CTCP Phong Phú	PPH VN	92	0,3%	36,4%	-34,0%	-7,9%	17,3%	7,3	1,3	0,9
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	155	-17,7%	13,8%	-34,8%	66,2%	19,9%	11,1	2,1	1,0
CTCP Đầu tư - Dệt may - Thương mại Thành Công	TCM VN	192	-23,4%	15,0%	-52,8%	95,3%	11,3%	20,3	2,2	0,7
<i>Trung bình</i>			-8,1%	12,6%	-27,5%	34,6%	17,4%	10,9	1,6	1,6

HÓA CHẤT

Công ty	Mã cổ phiếu	Vốn hóa thị trường	Doanh thu 2023	Doanh thu 9T24	LN ròng 2023	LN ròng 9T24	ROE	P/E trượt 12T	P/B hiện tại	Nợ/ VCSH tại Q3/24
		triệu USD	% svck	% svck	% svck	% svck	%			
Hóa chất Hubei Yihua	000422 CH	2.010	-17,7%	-1,3%	-79,1%	94,9%	11,8%	27,8	1,8	1,4
Hóa chất Tangshan Sanyou	600409 CH	1.670	-7,4%	-2,1%	-42,8%	13,5%	4,5%	28,2	0,8	0,4
Hóa chất Đức Giang	DGC VN	1.741	-32,5%	1,2%	-44,3%	-6,3%	23,4%	14,3	3,2	0,2
<i>Trung bình</i>			-19,2%	-0,7%	-55,4%	34,1%	13,2%	23,4	1,9	0,6

[Quay lại mục lục](#)

VHC | (Báo cáo KQKD Q3/24)

Thông tin cổ phiếu:		Tóm tắt tài chính				
		2023	2024	2025	2026	
Thay đổi giá sv tháng trước (%)	-0.4%	Tăng trưởng doanh thu	-24,2%	20,2%	10,0%	3,2%
Thay đổi giá svck (%)	20.5%	Tăng trưởng EPS	-51,3%	14,4%	8,9%	9,9%
Giá mục tiêu (đ/cp)	85,000	Biên lợi nhuận gộp	14,9%	15,5%	16,6%	17,0%
Tiềm năng tăng giá (%)	20.6%	Biên lợi nhuận ròng	9,7%	10,3%	11,2%	11,9%
Tỷ suất cổ tức (%)	2.8%	P/E (x)	9,1	12,7	11,7	10,6
Thị giá vốn (tr USD)	621	P/B (x)	1,5	1,2	1,2	1,1
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	1.4	ROAE	8,2%	9,6%	10,7%	11,0%
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	446.8	Nợ ròng/ VCSH	23,6%	13,9%	10,5%	5,2%

Luận điểm đầu tư:
Kỳ vọng nhu cầu gia tăng ở các thị trường xuất khẩu lớn, đặc biệt là Mỹ

Chúng tôi dự báo doanh thu cá tra sẽ tăng lần lượt 19,2%/1,7% svck trong năm 2024/25, nhờ sản lượng tăng tại các thị trường XK lớn. Chúng tôi ước tính tổng sản lượng XK sang Mỹ sẽ tăng 13%/2% svck, đóng góp lần lượt 52,7%/52,9% vào doanh thu cá tra năm 2024/25 nhờ điều kiện kinh tế cải thiện và lợi thế cạnh tranh tốt hơn của cá tra. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tại thị trường Trung Quốc sẽ tăng nhẹ 1%/2% svck trong năm 2024/25, và thị trường EU giữ mức ổn định.

Biên lợi nhuận gộp có khả năng mở rộng nhờ chi phí đầu vào giảm

Giá cá nguyên liệu và cá giống đã tăng trở lại vào T11/24 nhưng vẫn thấp hơn 2,4%/ 15,5% svck. Giá TACN cũng giảm 18% kể từ đầu năm. Giá bán cá tra T10/24 đã tăng 1,7% sv tháng trước và 11% svck. Dù kỳ vọng giá bán tiếp tục tăng nhờ nhu cầu cao trong mùa lễ hội, chúng tôi tin rằng chi phí đầu vào dự kiến ở mức thấp sẽ thúc đẩy nuôi trồng, giúp nguồn cung tăng, và sẽ khiến đà tăng giá bán chậm lại.

Mở rộng nhà máy Collagen & Gelatin sẽ thúc đẩy doanh thu và biên LN gộp

VHC đã đầu tư mở rộng gấp đôi công suất nhà máy C&G lên 7.000 tấn vào năm 2025. Chúng tôi dự báo sản lượng C&G sẽ tăng 12,6%/119,5% svck trong năm 2024/25, giúp doanh thu tăng lần lượt 19,2%/119,5% svck. Nhờ biên LN gộp cao và tỷ trọng lớn hơn của mảng C&G, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp sẽ tăng lần lượt 0,6đ %/1,2đ % svck lên 15,5%/16,6% trong năm 2024/25.

"Trump 2.0" có thể mang lại tác động trái chiều lên ngành thủy sản và VHC

Việc ông Trump trở lại Nhà Trắng có thể mang lại cả cơ hội lẫn thách thức cho VHC và ngành thủy sản. Chúng tôi nhận thấy cơ hội từ nhu cầu cá tra tăng, tiêu chuẩn khắt khe giúp VHC phát huy lợi thế, và đồng USD mạnh, thì rủi ro có thể do nhu cầu tiêu dùng suy yếu, cạnh tranh gia tăng, nguy cơ Mỹ áp thuế, và biến động tỷ giá.

Bất động sản dân cư

VNDIRECT

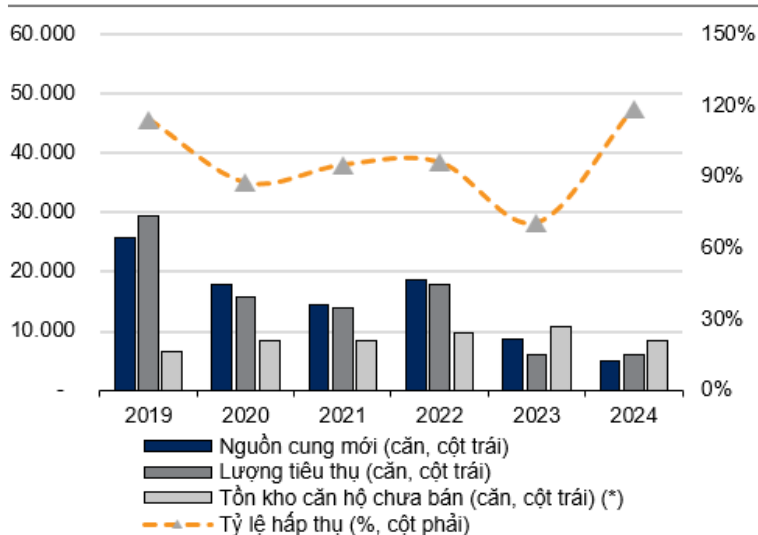
Sự phục hồi của bất động sản dân cư: Đón nhận một chu kỳ tăng trưởng mới

- Nguồn cung trong tương lai dự kiến tăng, trong khi nhu cầu nhà ở vẫn mạnh mẽ
- Các luật Bất động sản mới thúc đẩy thị trường phát triển bền vững
- Thị trường chung hưởng lợi từ sự cải thiện về hạ tầng cơ sở trong dài hạn
- Triển vọng phục hồi của các nhà phát triển BĐS sẽ khác nhau dựa trên năng lực của họ
- Tuy nhiên, các rủi ro đối với sự phục hồi của thị trường bao gồm:
 - (1) Lãi suất cho vay tăng và;
 - (2) Giá bán tiếp tục tăng

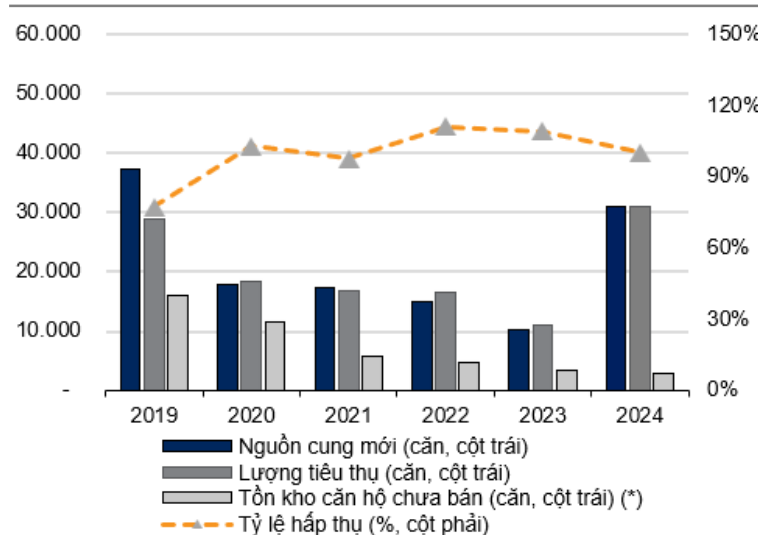


Việc gỡ bỏ hiệu quả các rào cản pháp lý đã dẫn đến cải thiện đáng kể trong nguồn cung của thị trường nhà ở Hà Nội so với TP.HCM. Tuy nhiên, nhu cầu nhà ở mạnh mẽ ở cả hai thành phố đã dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguồn cung kéo dài.

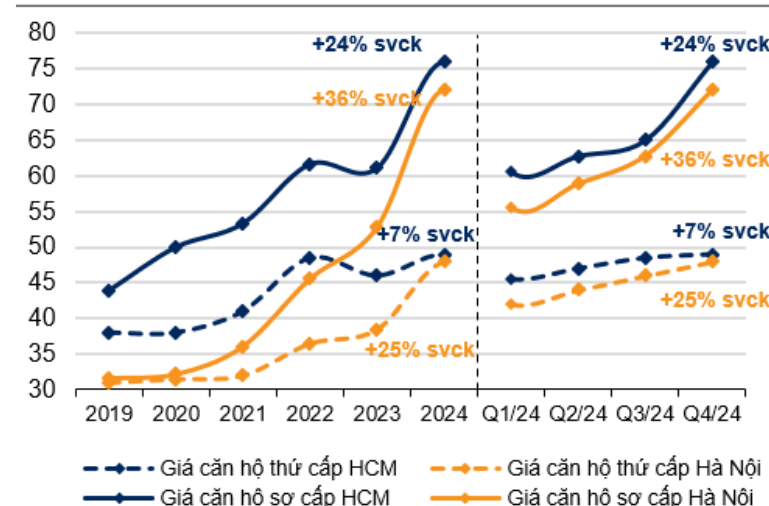
TP.HCM đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn cung căn hộ nghiêm trọng trong năm 2024, mức cung thấp nhất kể từ năm 2013.



Các chủ đầu tư BĐS tại Hà Nội đã đẩy nhanh việc ra mắt các dự án mới để tận dụng đà tăng giá của thị trường căn hộ Hà Nội



Tình trạng thiếu hụt dự án ở phân khúc trung cấp và thấp hơn, nhu cầu nhà ở mạnh mẽ và chi phí phát triển dự án tăng tiếp tục đẩy giá căn hộ tăng



- **Tỷ lệ hấp thụ duy trì cao do thiếu hụt nguồn cung:** tỷ lệ hấp thụ căn hộ tại TP.HCM đã tăng vọt lên 120% trong năm 2024 svck năm trước chỉ đạt 80%, do nhu cầu nhà ở kéo dài và bị trầm trọng hơn bởi tình trạng thiếu hụt nguồn cung nghiêm trọng do các quy trình pháp lý bị đình trệ. Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội đã cho thấy sự phục hồi rõ rệt hơn nhờ nỗ lực gỡ bỏ các rào cản pháp lý cho các dự án, và tỷ lệ hấp thụ đã duy trì ở mức cao trên 100% trong những năm gần đây nhờ vào nhu cầu mạnh mẽ từ người mua nhà.
- **Nhu cầu bền vững góp phần duy trì mức tồn kho thấp:** tồn kho căn hộ chung cư tại TP.HCM có xu hướng giảm nhờ tỷ lệ hấp thụ duy trì ổn định, trong khi tồn kho căn hộ chung cư tại Hà Nội vẫn ở mức thấp.
- **Tăng trưởng giá nhà vừa phải mà không ảnh hưởng đến sự phục hồi của thị trường:** việc tăng giá căn hộ được thúc đẩy bởi: (1) phần lớn nguồn cung mới đều thuộc phân khúc cao cấp; (2) nhu cầu mạnh mẽ trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung ở phân khúc trung cấp; và (3) các chủ đầu tư chịu chi phí phát triển dự án cao hơn (chi phí đất, chi phí xây dựng).

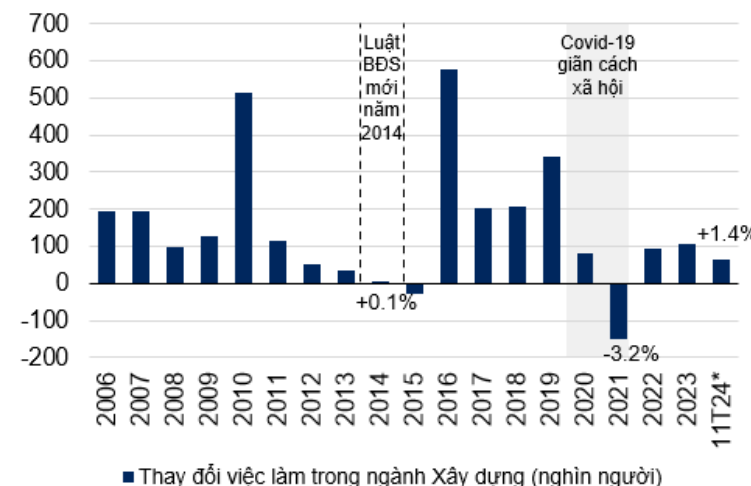
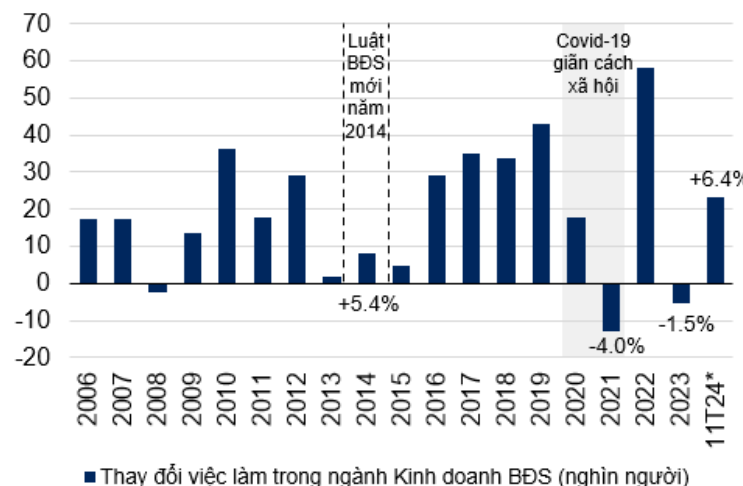
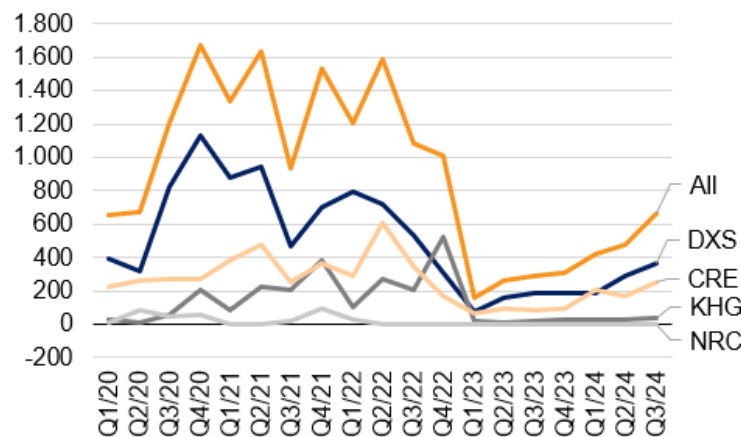
Chú thích: (*) Tồn kho chưa bán được tính vào cuối kỳ, không bao gồm các sản phẩm chưa bán từ các dự án đang chờ xử lý (các dự án bị tạm dừng xây dựng và mở bán trong kỳ được xem xét)

Doanh thu dịch vụ môi giới BĐS đang tăng tốc khi các luật Bất động sản mới dỡ bỏ các rào cản pháp lý. Việc ra mắt các dự án mới trong Q4/2024 và năm 2025 ([xem Phụ lục](#)) sẽ tiếp tục thúc đẩy thêm đà tăng trưởng.

Doanh thu dịch vụ môi giới BĐS của các đơn vị niêm yết cho thấy dấu hiệu tăng tốc rõ rệt, tăng 120% svck năm trước từ nền thấp, chủ yếu do DXS, CRE và KHG dẫn dắt.

Thay đổi việc làm trong lĩnh vực Kinh doanh BĐS tăng lên 384.000 (+6,4% so với đầu năm) từ 361.000

Thay đổi việc làm trong lĩnh vực Xây dựng tăng lên 4,8 triệu (+1,4% so với đầu năm) từ 4,74 triệu

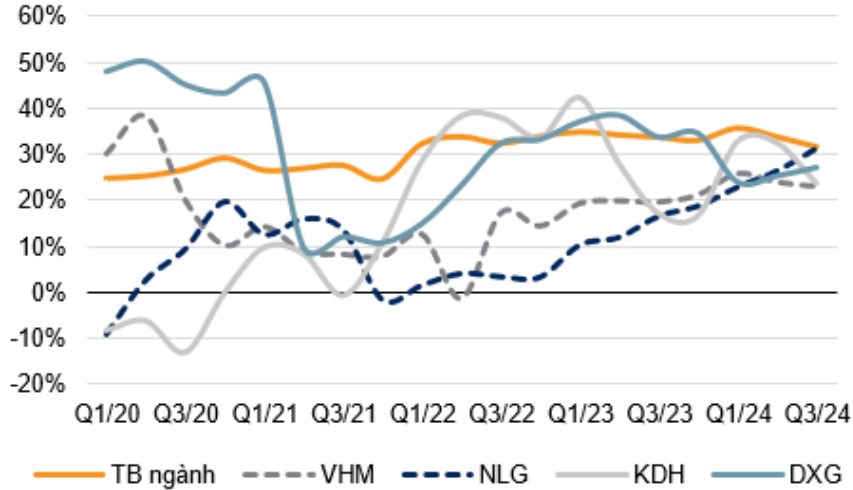


- Trong 9T24, doanh thu từ dịch vụ môi giới BĐS của DXS, CRE và KHG đã tăng trưởng đáng kể, ghi nhận mức tăng lần lượt 159%/100%/95% svck năm trước, đạt 843 tỷ/ 621 tỷ/ 91 tỷ VND từ mức 420 tỷ/ 329 tỷ/ 47 tỷ VND của 9T23. Mặc dù, mức tăng trưởng doanh thu (DXS, CRE, KHG, NRC) trong 9T24 này chiếm 39,8% trên doanh thu của nhóm tại thời điểm 9T21 (đỉnh doanh thu), tuy nhiên con số này đã tăng gấp đôi so với doanh thu của 9T2023, chỉ chiếm 18.1% trên doanh thu 9T21.
- Về việc mở rộng lực lượng lao động, lĩnh vực Kinh doanh BĐS đã có thêm 23.273 việc làm trong 11T24, mức này vẫn chỉ bằng một nửa so với mức của năm 2021-2022, theo dữ liệu từ Tổng cục Thống kê, cho thấy các công ty dịch vụ môi giới BĐS đang chuẩn bị đón đầu cho chu kỳ mới. Chúng tôi cũng nhận thấy rằng các công ty dịch vụ môi giới BĐS hiện đang tích cực đăng tuyển dụng trên các nền tảng mạng xã hội.
- Thị trường BĐS dân cư đang dần phục hồi và trở nên sôi động, minh chứng bởi lượng giao dịch căn hộ, biệt thự và đất nền trong 9T24 tăng 31,3% svck năm trước, theo số liệu của Bộ Xây dựng.

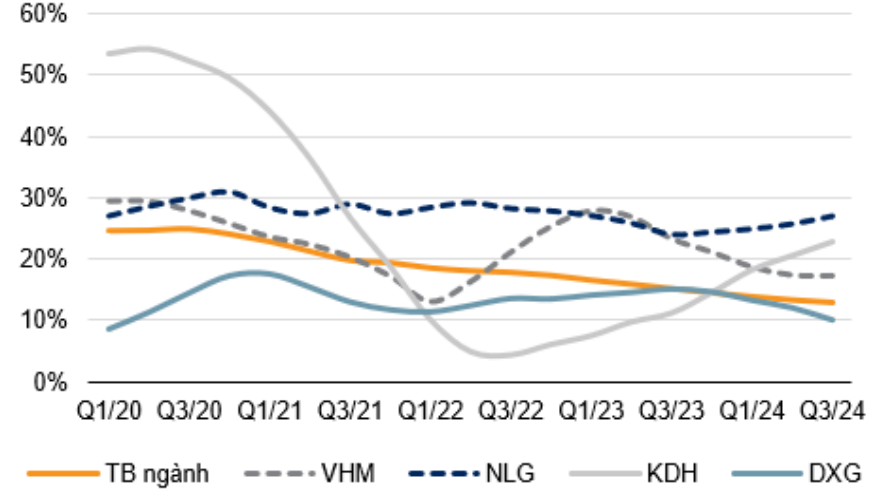
Chú thích: chúng tôi ước tính sự thay đổi việc làm trong 11T24 dựa trên số lượng lao động của doanh nghiệp đăng ký mới, và thiếu dữ liệu về số việc làm mất đi từ các doanh nghiệp hiện hữu và giải thể.

Dấu hiệu phục hồi khác nhau giữa các công ty, với một số công ty cho thấy sự cải thiện trong các chỉ số tài chính, đặc biệt là khả năng thanh toán và hiệu suất bán hàng.

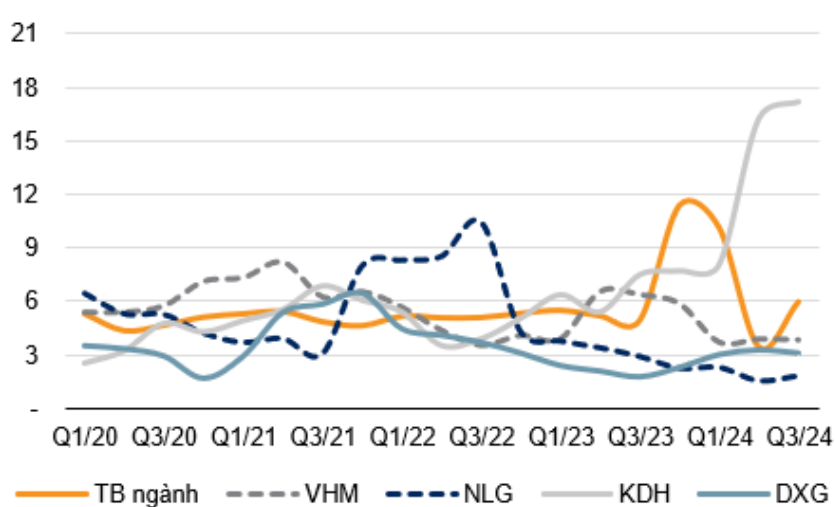
Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu trung bình của các nhà phát triển đã giảm, phản ánh khả năng thanh toán được cải thiện.



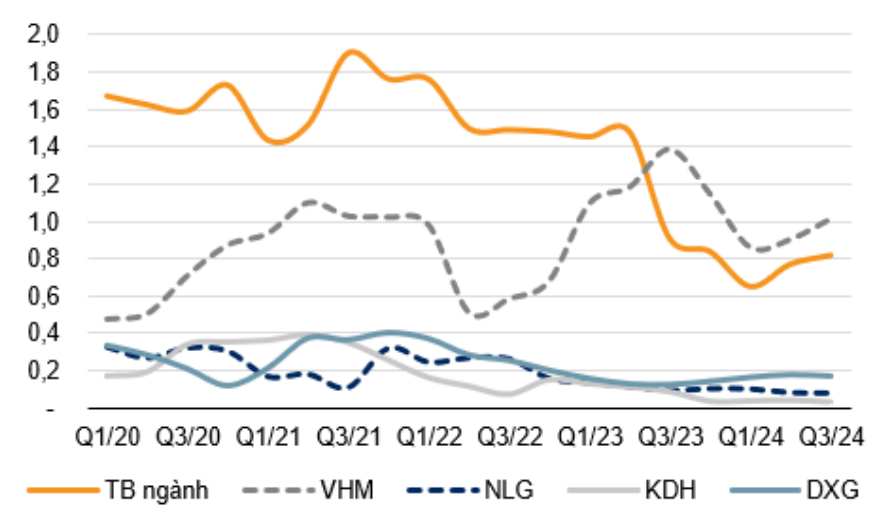
Tỷ lệ tạm ứng/tổng nợ của các công ty tăng cho thấy khả năng tận dụng tiền tạm ứng của khách hàng để tài trợ cho các dự án của họ.



Vòng quay khoản phải thu của các công ty tăng cho thấy sự cải thiện trong việc thu hồi khoản phải thu và chuyển đổi doanh thu chưa thực hiện thành tiền mặt.

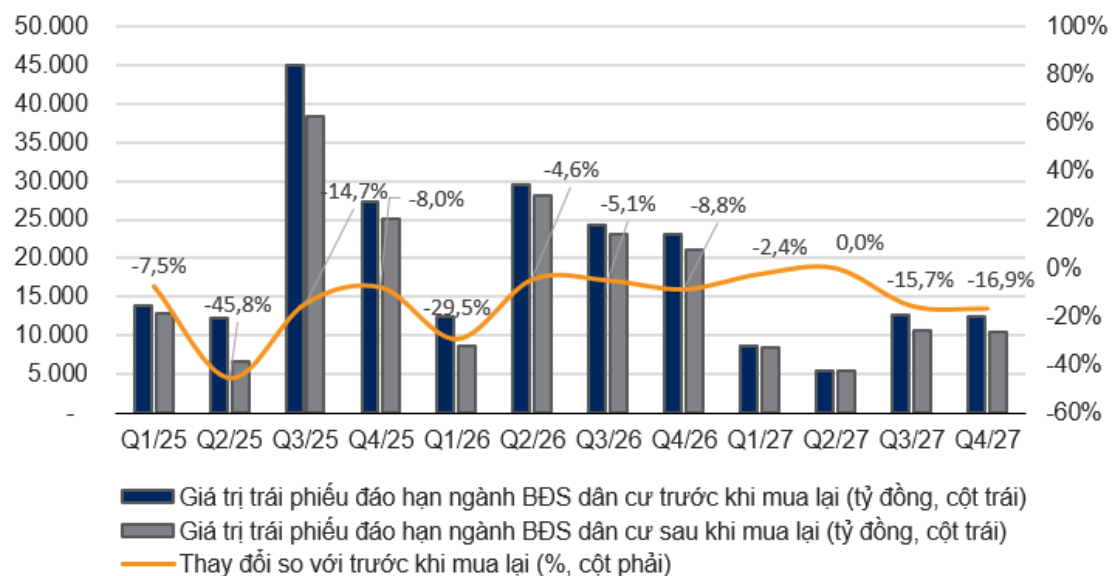


Tỷ lệ vòng quay hàng tồn kho tăng tốc trong các quý gần đây cho thấy các công ty đang bán hàng tồn kho nhanh hơn, phản ánh hiệu suất bán hàng được cải thiện.

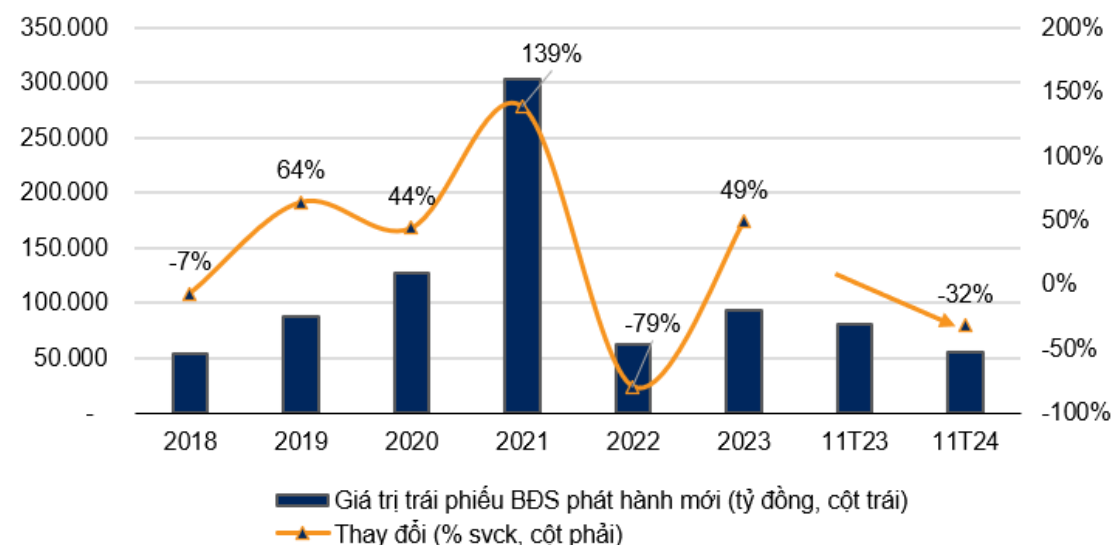


Việc ban hành các luật Bất động sản sửa đổi dẫn đến yêu cầu về nghĩa vụ tài chính cao hơn, khiến chủ đầu tư BĐS dè dặt trong việc vay nợ, trong khi giá đất tăng theo khung giá mới càng gây khó khăn cho việc hoàn thành nghĩa vụ đúng hạn.

Giá trị trái phiếu được mua lại giảm mạnh xuống còn 21.000 tỷ đồng trong 11T24, so với 70.700/46.400 tỷ đồng trong năm 2022/2023, nhằm tái tài trợ với lãi suất thấp hơn



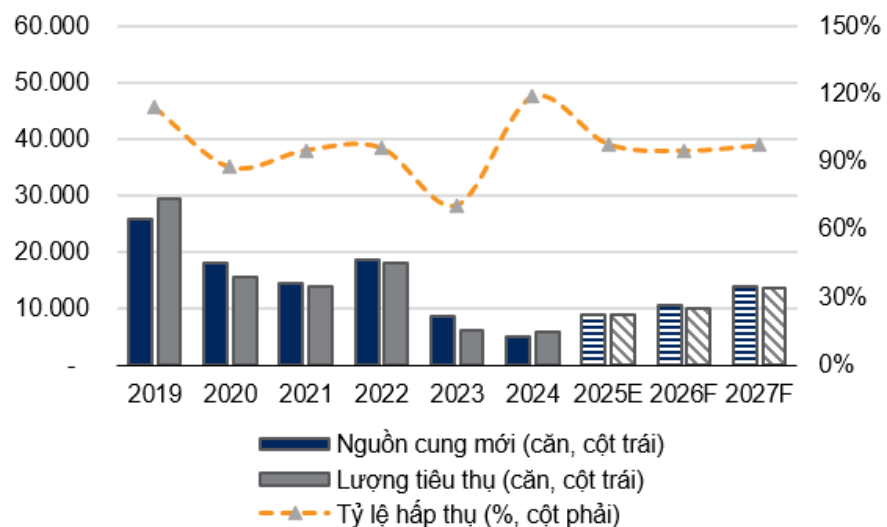
Thị trường trái phiếu riêng lẻ trong 11T24 chưa có dấu hiệu cải thiện tích cực, giảm 32% xuống còn 55.000 tỷ đồng.



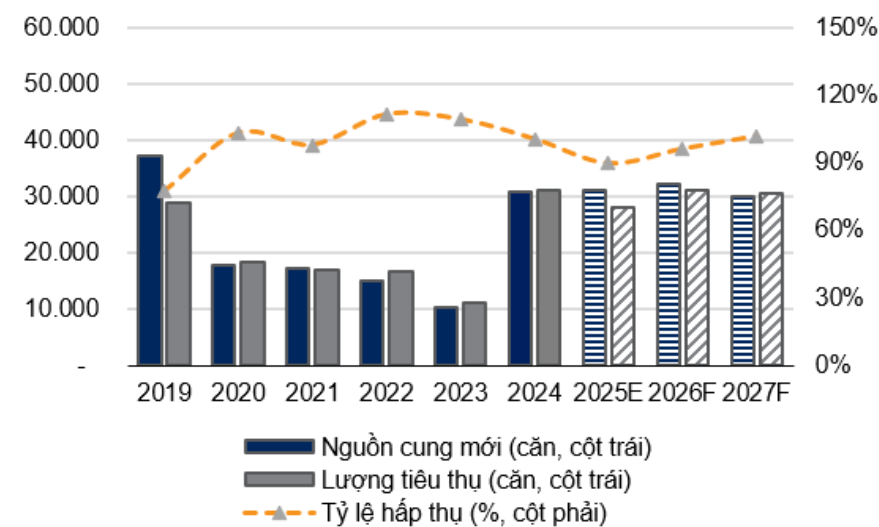
- **Thị trường huy động vốn nhanh chóng chạm đáy:** Sau giai đoạn khó khăn cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2022-2023, các chủ đầu tư BĐS đã tăng cường hoạt động mua lại trái phiếu để giảm thiểu rủi ro tài chính và tái tài trợ các khoản vay hiện có bằng các phát hành mới với chi phí vốn thấp hơn. Sau năm 2022 ảm đạm, thị trường đã chào đón sự phục hồi đầu tiên trong thị trường phát hành trái phiếu riêng lẻ vào năm 2023, tăng 49% svck năm trước lên 94.000 tỷ đồng.
- **Động lực phục hồi vẫn chưa rõ ràng:** Xu hướng phục hồi đã không tiếp tục trong 11 tháng năm 2024, với giá trị trái phiếu phát hành giảm 32% xuống còn 54.900 tỷ đồng.
- **Nguồn vốn ngân hàng vẫn là kênh huy động vốn chính:** Tổng tín dụng bất động sản tăng 9,15% tính đến cuối quý 3 năm 2024, trong đó tín dụng kinh doanh bất động sản tăng 16%, và tín dụng bất động sản tiêu dùng chỉ tăng 4,62%.

Thị trường phục hồi đang đến gần, nhưng xuất hiện sự phân hóa trong xu hướng hồi phục giữa TP.HCM và Hà Nội.

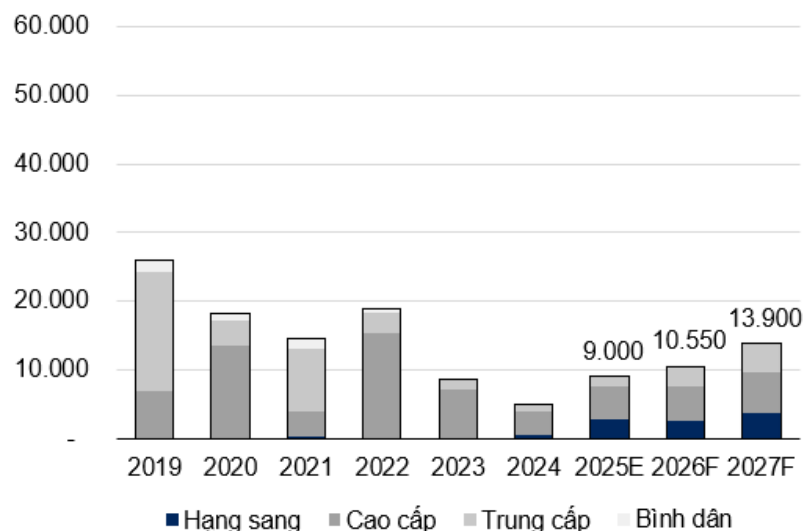
Nguồn cung căn hộ tại TP.HCM dự kiến sẽ phục hồi trong những năm tới khi các vấn đề pháp lý dần được giải quyết trong thời gian gần đây



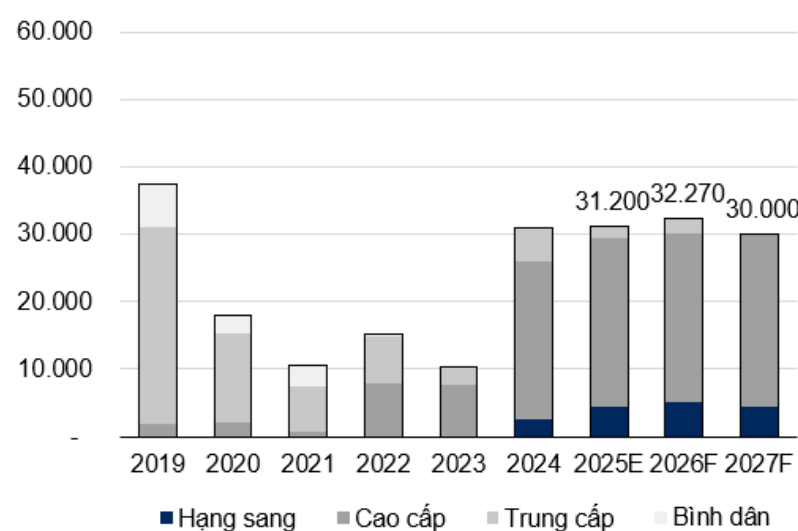
So với TP.HCM, nơi chỉ phục hồi từ nền thấp, nguồn cung căn hộ tại Hà Nội cho thấy tiềm năng mạnh mẽ hơn



Nguồn cung căn hộ phân khúc trung cấp dự kiến sẽ cải thiện nhưng vẫn chỉ đóng góp một phần nhỏ



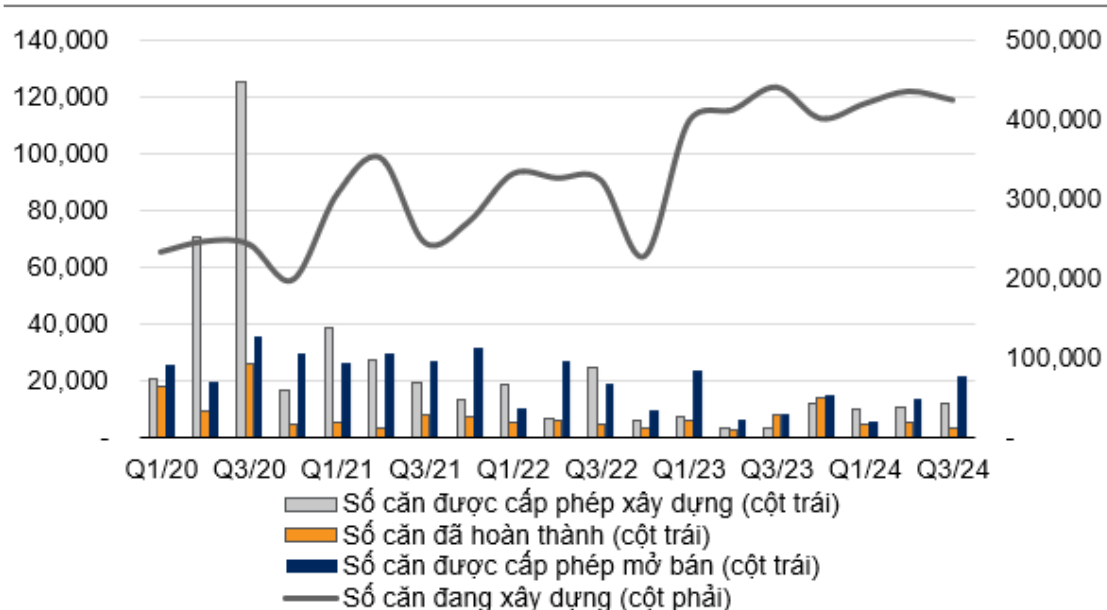
Do giá căn hộ tại Hà Nội tiếp tục tăng cao, phần lớn nhờ các dự án bất động sản mới ra mắt hiện nay đều có mức giá vượt trên phân khúc trung cấp.



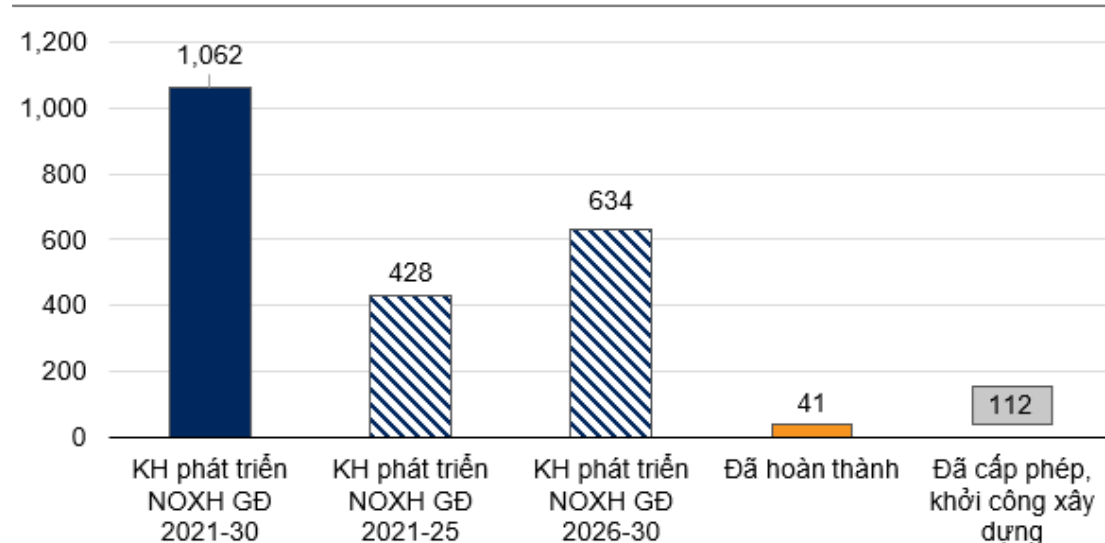
Chú thích: (1) Hạng sang : >120 tr đồng/m²; (2) Cao cấp: 60-120 tr đồng/m²; (3) Trung cấp: 35-60 tr đồng/m²; (4) Bình dân: <35 triệu đồng/m²
(Dựa trên phân loại phân khúc căn hộ mới của CBRE; VNDIRECT lưu ý rằng trong giai đoạn 2013-2014, mức giá 35-40 triệu VNĐ/m² thuộc phân khúc cao cấp)

Nguồn cung tương lai được dự báo sẽ tăng, dựa trên các giấy phép xây dựng và bán hàng, cùng với sự hỗ trợ từ chính phủ và các cơ quan chức năng.

Số lượng căn hộ nhận được giấy phép xây dựng và bán hàng đã phục hồi trong các quý gần đây.



Việc triển khai thêm các dự án nhà ở xã hội sẽ gia tăng nguồn cung nhà ở giá rẻ, góp phần cân bằng nhu cầu thị trường (đvt: nghìn căn).

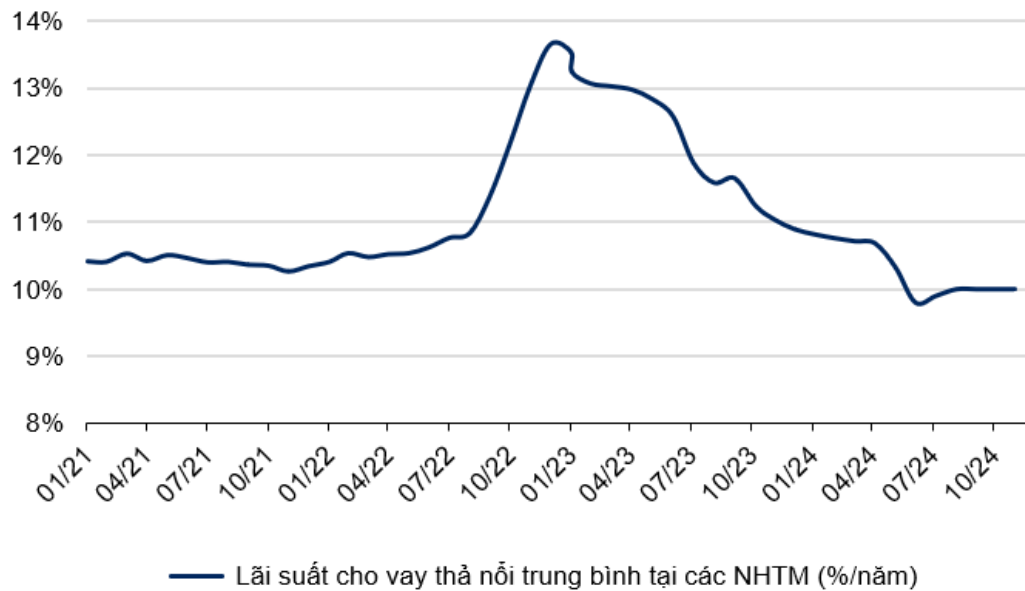


- Với việc chính quyền địa phương giải quyết các thách thức pháp lý, số lượng giấy phép xây dựng và giấy phép bán hàng đã phục hồi trong các quý gần đây, báo hiệu nguồn cung tương lai sẽ tăng cao hơn. Theo Bộ Xây dựng, 61 dự án (~31.673 căn) đã nhận được giấy phép xây dựng trong 9T24, so với 47 dự án (~13.454 căn) trong 9T23. Trong khi đó, 143 dự án (~40.068 căn) đã nhận được giấy phép bán hàng trong 9T24, tăng so với 146 dự án (~38.103 căn) trong 9T23.
- Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung nhà ở xã hội sẽ tăng lên khi Chính phủ tiếp tục đưa ra các biện pháp hỗ trợ. Chính phủ đang đề xuất triển khai gói vay ưu đãi trị giá 100.000 tỷ đồng, được tài trợ thông qua trái phiếu, để áp dụng trong 5 năm. Trước đó, một gói hỗ trợ 120.000 tỷ đồng đã được triển khai thông qua các ngân hàng thương mại và nguồn ngân sách từ các ngân hàng thương mại nhà nước (SOCBs). Tuy nhiên, việc giải ngân không hiệu quả, với tỷ lệ giải ngân tính đến tháng 8 năm 2024 chỉ đạt 1,1%. Việc triển khai thêm các dự án nhà ở xã hội sẽ làm tăng nguồn cung nhà ở giá rẻ, góp phần cân bằng nhu cầu thị trường.
- Tuy nhiên, các dự án nhà ở xã hội sẽ mang lại biên lợi nhuận thấp hơn cho các nhà phát triển. Trong một dự án nhà ở xã hội, khu vực nhà ở xã hội được hưởng biên lợi nhuận ròng (NPM) tối đa 10%. Với khu vực nhà ở thương mại (tối đa 20% tổng dự án) được tính riêng biệt, biên lợi nhuận ròng của toàn dự án có thể đạt ~15-16%.

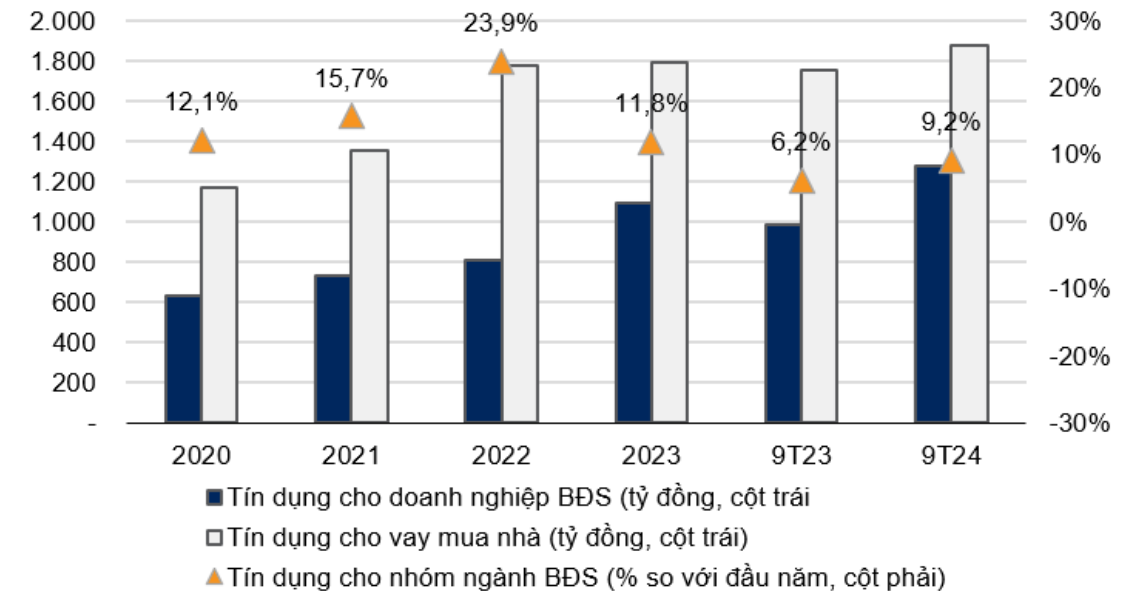
Rủi ro: Lãi suất cho vay tăng có thể làm giảm nhu cầu của người mua nhà và khả năng trả nợ của doanh nghiệp

Tăng trưởng tín dụng trong lĩnh vực bất động sản đã có những dấu hiệu tích cực trong môi trường lãi suất thấp; tuy nhiên, việc lãi suất cho vay tăng có thể tác động tiêu cực đến cả người mua nhà và các nhà phát triển bất động sản.

Lãi suất vay thả nổi trung bình tại các ngân hàng thương mại gần như giữ nguyên trong quý 4 năm 2024.



Tín dụng cho lĩnh vực bất động sản đã tăng 9,2% từ đầu năm, cao hơn 3,0 điểm % svck, trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp.

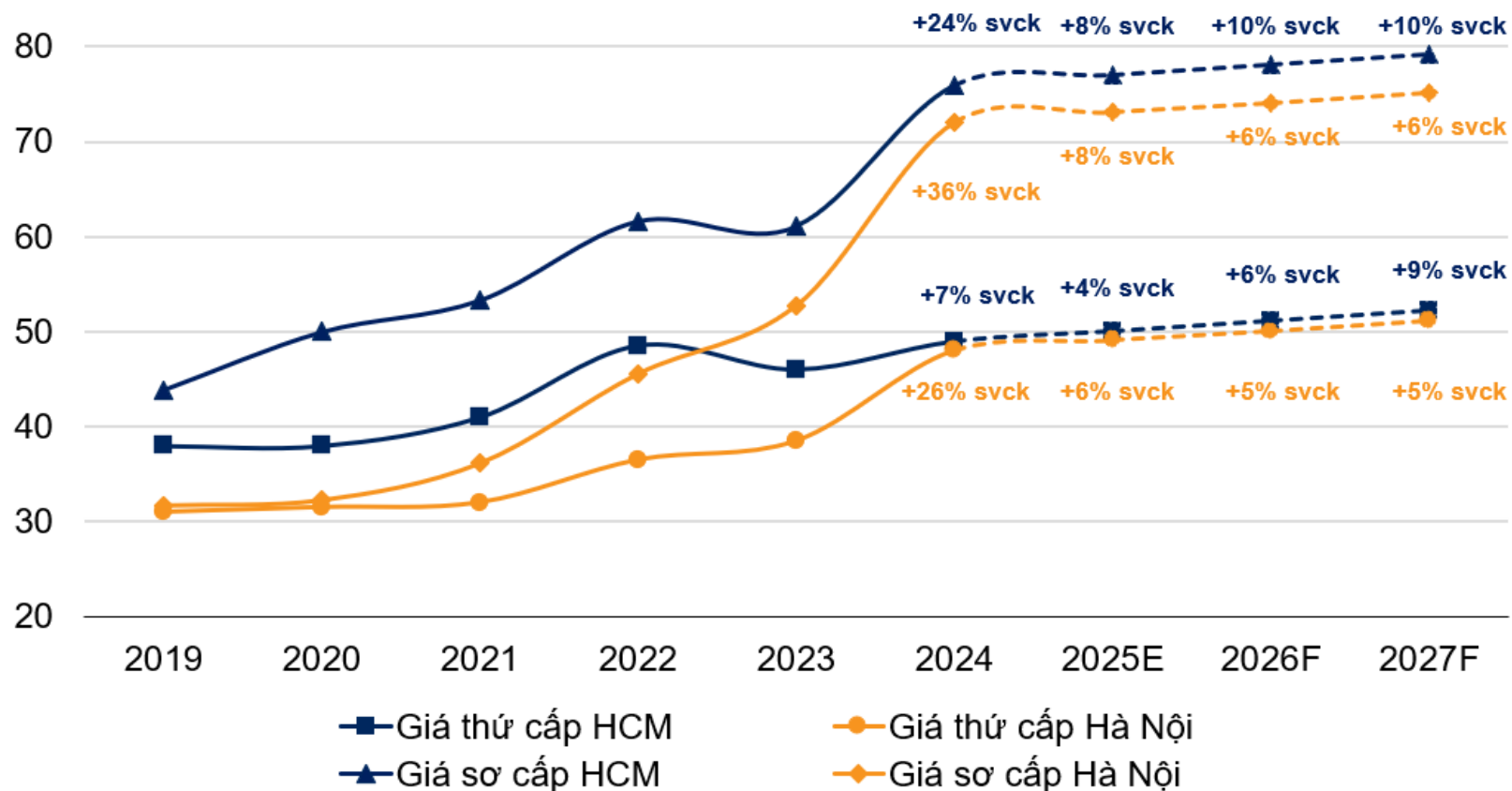


- Trong 9T24, trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp (lãi suất vay thả nổi trung bình đã giảm 1-1,5% từ đầu năm tính đến tháng 9 năm 2024); tăng trưởng tín dụng từ các nhà phát triển bất động sản và người mua nhà lần lượt đạt 16,0% và 4,6%. Đáng chú ý, tăng trưởng tín dụng dành cho người mua nhà đã tăng tốc trong quý 3 năm 2024, tăng trưởng 4,62% so với đầu năm trong 9T24, so với mức tăng 1,15% so với đầu năm trong 6T24. Điều này cũng nhờ vào việc các nhà phát triển hợp tác với ngân hàng để cung cấp các ưu đãi bán hàng linh hoạt nhằm thúc đẩy nhu cầu của người mua nhà.
- Tuy nhiên, với rủi ro dự báo về việc lãi suất tăng trong năm 2025, cả nhu cầu của người mua nhà và nghĩa vụ nợ của các nhà phát triển đều có thể bị ảnh hưởng. Những rủi ro này cần được phân tích thêm để đánh giá chính xác tác động lên thị trường, bao gồm mức độ tăng lãi suất thực tế (nếu xảy ra). Tuy nhiên, rủi ro này có thể được giảm thiểu nhờ vào các chính sách thuận lợi, khi Chính phủ tiếp tục hỗ trợ giải quyết các vướng mắc pháp lý cho các dự án.

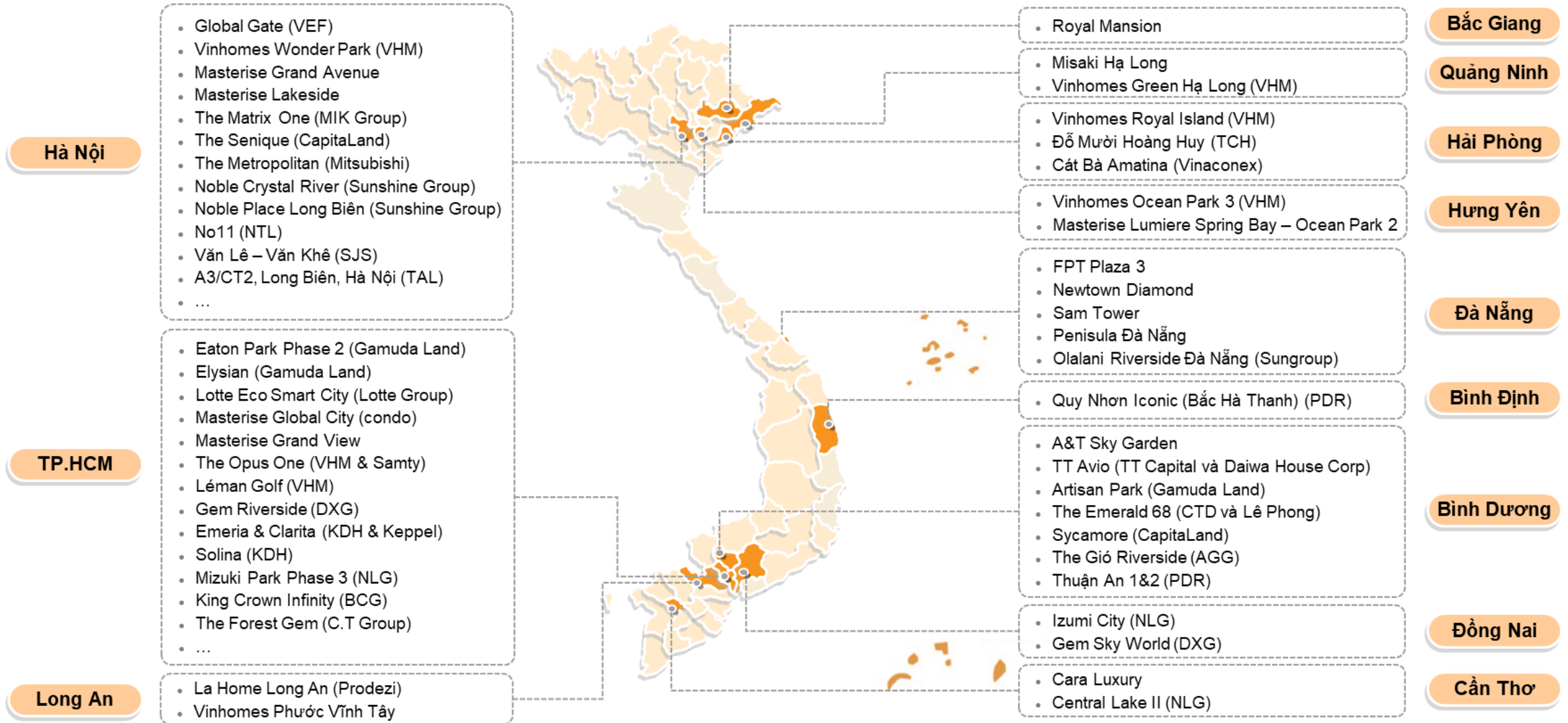
Rủi ro: Giá nhà liên tục tăng gây rủi ro cho nhu cầu thị trường nhà ở

Mặc dù giá tăng nhanh phản ánh nhu cầu mạnh mẽ, nhưng việc giá nhà tăng liên tục lại gây rủi ro cho nhu cầu thị trường nhà ở. Chúng tôi dự báo giá nhà sẽ tiếp tục tăng, nhưng với tốc độ chậm hơn khi nguồn cung phục hồi, ảnh hưởng đến sự phục hồi của thị trường tùy thuộc vào cách giá cả thay đổi.

Giá căn hộ được dự kiến sẽ tăng trong vài năm tới, mặc dù tốc độ có thể chậm lại từ năm 2025.
(Đvt: triệu đồng/m²)



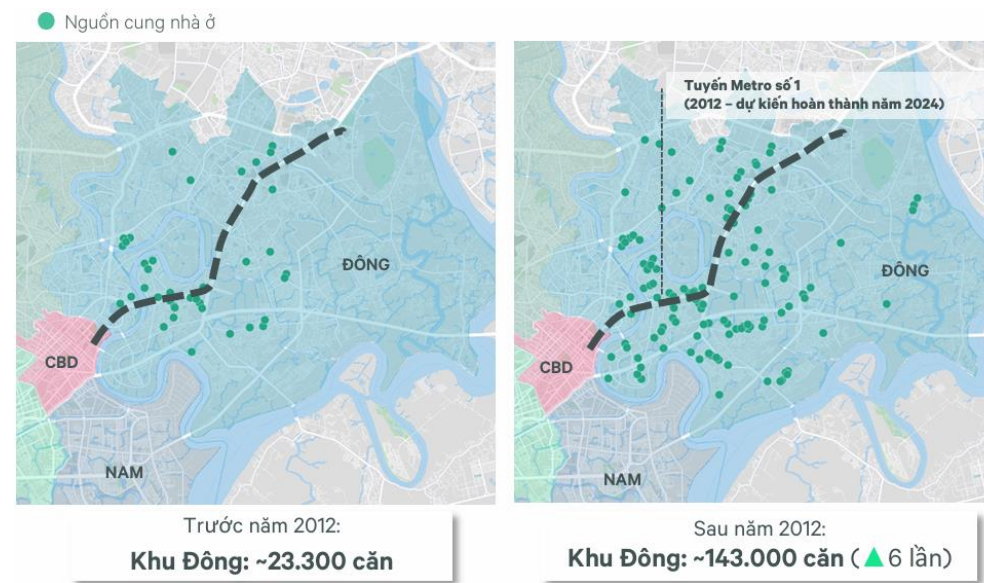
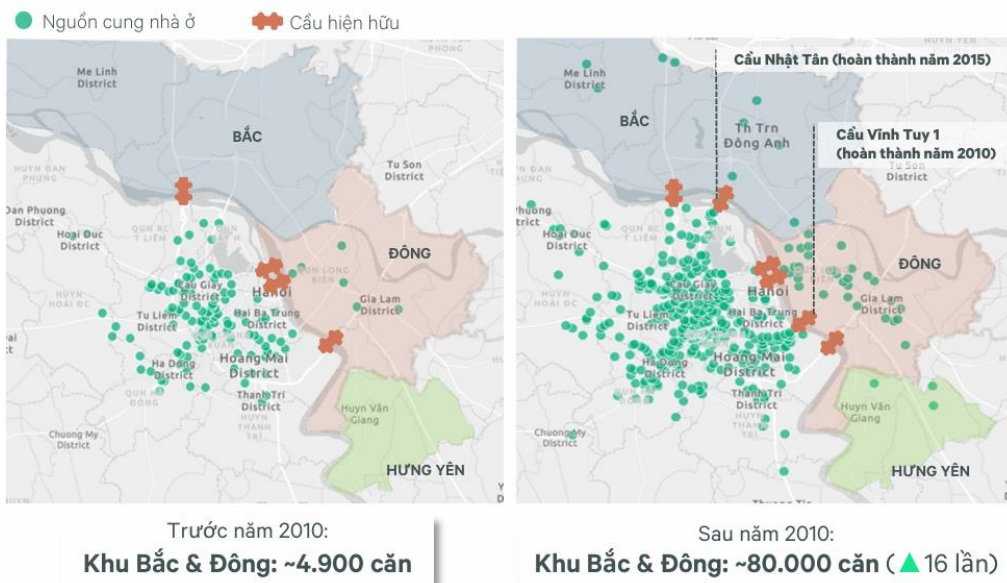
- **Giá căn hộ trung bình đang tăng do các yếu tố sau:**
 1. **Nguồn cung cao cấp:** Phần lớn các dự án mới thuộc phân khúc cao cấp.
 2. **Nhu cầu mạnh:** Nguồn cung hạn chế đang đẩy giá phân khúc trung cấp lên cao.
 3. **Chi phí tăng:** Các nhà phát triển phải đối mặt với chi phí phát triển dự án ngày càng cao.
- Mặc dù nguồn cung phân khúc trung cấp và bình dân được dự kiến sẽ cải thiện, nhưng chi phí đất gia tăng từ khung giá đất địa phương mới có thể dẫn đến việc tăng giá chung.
- Dù giá tăng nhanh phản ánh nhu cầu mạnh mẽ (trong bối cảnh nguồn cung bị thắt chặt), nhưng việc giá nhà tiếp tục tăng trên một mức giá vốn đã cao đặt ra rủi ro cho nhu cầu của thị trường nhà ở.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng giá nhà bền vững trong vài năm tới, tuy nhiên tốc độ tăng có thể chậm lại từ năm 2025 khi nguồn cung phục hồi, và sự phục hồi của thị trường sẽ phụ thuộc vào xu hướng giá cả.



Chúng tôi đã chứng kiến những thay đổi đáng kể trong phát triển đô thị tại Hà Nội và TP.HCM, được thúc đẩy bởi việc hoàn thành các dự án hạ tầng thiết yếu trong giai đoạn 2014-2023. Đây sẽ tiếp tục là động lực thúc đẩy sự phục hồi của thị trường.

Hà Nội: Tăng trưởng nguồn cung nhà ở tại khu vực phía Đông và phía Bắc sau khi những cây cầu được xây dựng

TP.HCM: Xu hướng phát triển nhà ở trước và sau khi xây dựng tuyến Metro số 1



- Việc bổ sung các cây cầu quan trọng như Đông Trù và Nhật Tân không chỉ cải thiện khả năng tiếp cận giữa hai bờ sông Hồng mà còn thúc đẩy sự phát triển đô thị tại khu vực phía Đông và phía Bắc. Trước đây, người mua nhà ít ưa chuộng các khu vực này do cách xa trung tâm thành phố; tuy nhiên, **việc hạ tầng kết nối được cải thiện đã thay đổi diện mạo khu vực, tạo điều kiện cho các dự án nhà ở mới phát triển.**
- TP.HCM: Tuyến Metro số 1 đã đóng vai trò then chốt trong việc định hình lại thị trường nhà ở. Kể từ khi bắt đầu xây dựng vào năm 2012, nhu cầu và phát triển nhà ở tại các quận phía Đông, đặc biệt là Thành phố Thủ Đức, đã gia tăng đáng kể. **Sự sẵn lòng của người dân trong việc di chuyển xa hơn khỏi khu vực trung tâm (CBD) phản ánh xu hướng mở rộng đô thị, được thúc đẩy bởi các phương án giao thông công cộng được cải thiện.**

Phụ lục: Xu hướng tiếp tục thay đổi trong ưu tiên vị trí sang khu vực ngoại ô

Trước 2013, hầu hết các dự án nhà ở tập trung ở các quận nội thành dọc theo Vành đai 3. Các khu vực phía Đông Hà Nội không phải là lựa chọn phổ biến.



Trước 2012

Sau 2013, sự xuất hiện của các cây cầu mới bắc qua sông Hồng (Cầu Vĩnh Tuy 1 (2010) và Cầu Nhật Tân (2015)) đã thúc đẩy sự phát triển đô thị về phía Đông và phía Bắc Hà Nội.



Sau 2013

Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

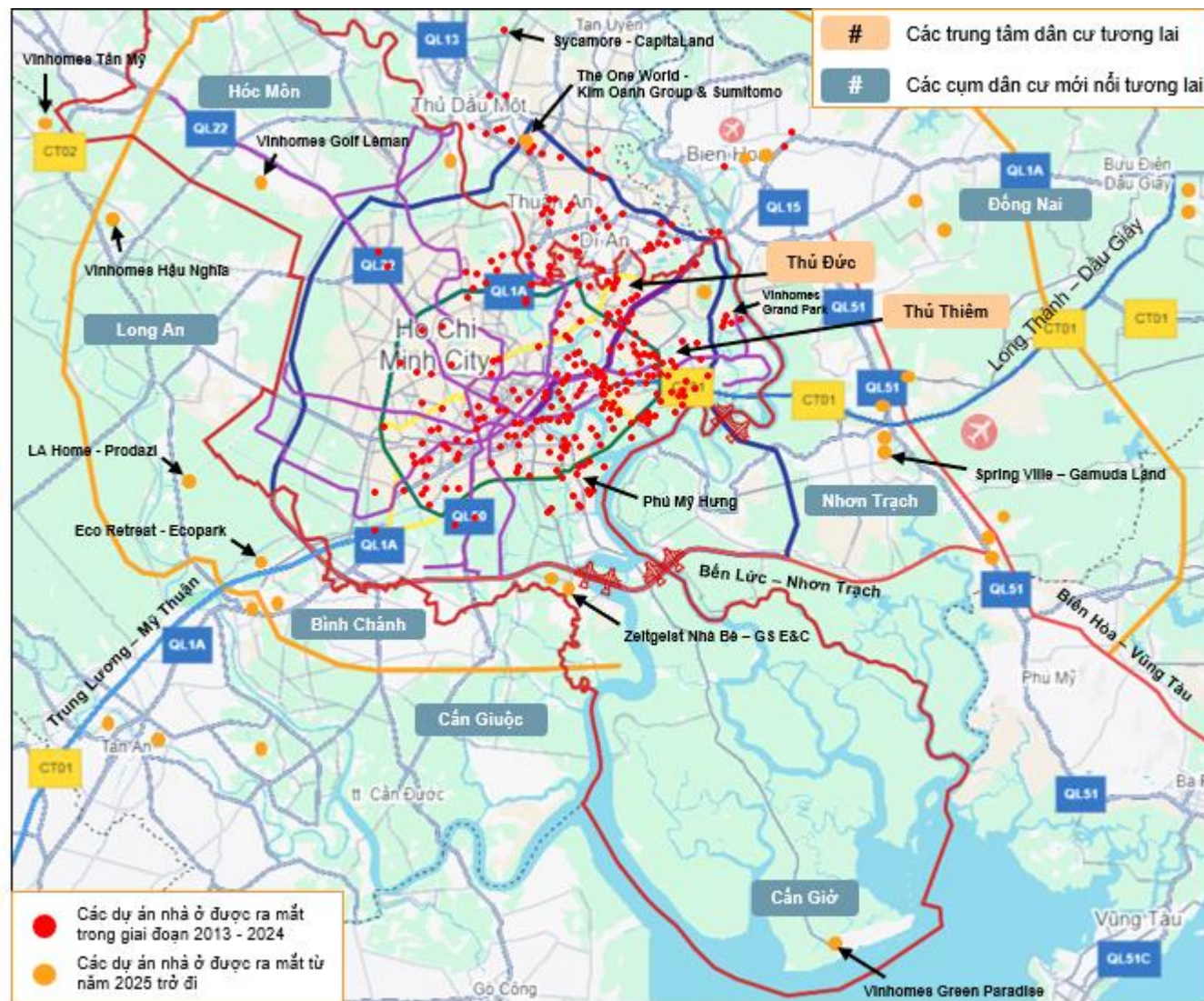
Phụ lục: Cơ sở hạ tầng được cải thiện trong tương lai thúc đẩy xu hướng dân cư

Trước năm 2013: Hầu hết các dự án nhà ở tập trung giữa Vòng đai 1 và Vòng đai 2 (Tân Phú, Quận 7, Quận 2, Bình Thạnh, Thủ Thiêm)



Trước 2013

Sau năm 2013: Do sự phát triển của các quận phía Đông (Thành phố Thủ Đức), nhu cầu nhà ở tăng theo mô hình phát triển định hướng giao thông công cộng (TOD) gắn với tuyến Metro số 1.



Sau 2013

So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Mã	Công ty	Vốn hóa	Doanh thu	svck	LN ròng	svck	Doanh thu	svck	LN ròng	svck	Nợ/ VCSH	ROE	P/E P/B hiện	trượt	tại
		tr USD	tr USD	%	tr USD	%	tr USD	%	tr USD	%	(x)	%	(x)	(x)	(x)
BDS dân cư															
VHM	Vinhomes	6.512,1	3.088,7	-37,5%	804,2	-50,4%	3.846,3	1,5%	1.314,9	8,0%	0,22	10,9%	8,5	0,8	
KDH	Khang Điền	1.422,4	66,8	-40,5%	18,6	-38,7%	206,8	52,9%	45,3	19,7%	0,24	3,3%	68,8	1,7	
NLG	Nam Long	550,3	96,8	-22,4%	12,0	-51,6%	250,0	16,2%	25,4	27,5%	0,31	3,3%	45,9	1,1	
DXG	Đất Xanh	444,6	180,9	39,9%	5,6	-151,0%	141,2	-11,1%	8,8	-10,6%	0,27	1,4%	75,8	0,8	
PDR	Phát Đạt	706,7	9,5	-57,3%	17,1	224,2%	N/A	N/A	N/A	N/A	0,38	4,3%	36,3	1,6	
NVL	Novaland	781,6	248,4	5,9%	-96,6	249,0%	N/A	N/A	N/A	N/A	1,38	-7,0%	-8,1	0,6	
DIG	Đầu tư Phát triển Xây dựng	455,3	43,9	13,3%	3,2	-25,9%	N/A	N/A	N/A	N/A	0,15	1,1%	141,1	1,5	
Trung bình		1.553,3	533,6	-14,1%	109,2	22,2%	1.111,1	14,9%	348,6	11,2%	0,42	2,4%	52,6	1,2	
Trung vị		726,8	96,8	-22,4%	12,0	-38,7%	228,4	8,9%	35,4		0,27	3,3%	45,9	1,1	
Dịch vụ môi giới BDS															
DXS	Dịch Vụ Đất Xanh	162,9	90,2	-3,7%	-0,4	-93,7%	127,8	30,0%	14,1	80,8%	0,19	-0,2%	-426,6	0,6	
KHG	Khải Hoàn Land	100,5	8,9	-75,5%	2,0	-86,1%	N/A	N/A	N/A	N/A	0,16	1,0%	50,1	0,5	
CRE	BDS Thế Kỉ	141,2	58,4	91,2%	1,2	-155,0%	N/A	N/A	N/A	N/A	0,09	0,6%	117,1	0,6	
Trung bình		134,9	52,5	4,0%	0,9	-111,6%	127,8	30,0%	14,1	80,8%	9,0	0,5%	-86,5	0,6	
Trung vị		141,2	58,4	-3,7%	1,2	-93,7%	127,8	30,0%	14,1	80,8%	5,9	0,6%	50,1	0,6	

KDH | (3Q24 Earnings Flash)

Thông tin cổ phiếu:			12-23A	12-24E	12-25F	12-26F
Price MoM (%)	13.1%	Revenue growth	(26.6%)	8.2%	6.4%	8.5%
Price YoY (%)	54.0%	EPS growth	(90.6%)	657.7%	46.9%	17.0%
Target Price (VND)	32,000	Gross margin	6.6%	14.7%	17.0%	17.9%
Upside (%)	13.9%	Net profit margin	0.5%	6.0%	8.3%	9.0%
Dividend Yield (%)	0.0%	P/E (x)	140.9	18.6	12.7	10.8
Market cap (USDmn)	263	Rolling P/B (x)	2.0	2.3	2.1	2.2
3MADTV (USDmn)	2.2	ROAE	1.3%	18.0%	20.3%	23.9%
Foreign Room (USDmn)	125.0	Net debt to equity	92.5%	60.7%	52.4%	35.3%

Luân điểm đầu tư:

Dự án liên doanh với Keppel của KDH đang được xin giấy phép mở bán: Dự án Foresta với quy mô 11,8 ha đã khởi công xây dựng từ tháng 10 năm trước và đã hoàn thành các hạng mục cần thiết và cơ sở hạ tầng để đủ điều kiện cấp phép giấy phép mở bán. Mặc dù kế hoạch mở bán dự án vào Q4/24 đã bị dời lại, điều này sẽ không gây ảnh hưởng đáng kể lên việc ghi nhận doanh thu trong năm 2025 do các phân khúc thấp tầng đã hoàn thành xây dựng của dự án. Dự án này nhờ vị trí đắc địa và đã tăng giá BĐS liên tục tại TP.HCM sẽ mang lại biên LN tốt cho KDH.

Doanh số ký bán tăng trưởng tốt nhờ chuyển biến pháp lý tích cực : Giai đoạn 1 của dự án Solina (11A) với quy mô 13 ha đã hoàn tất việc thanh toán tiền sử dụng đất trong quý vừa qua. Dự án Solina hiện đang xin giấy phép xây dựng và dự kiến đưa vào danh mục phát triển của KDH trong năm 2026. GĐ 1 của dự án KCN Lê Minh Xuân với quy mô 89 ha cũng đã hoàn thành công tác giải phóng mặt bằng và đang tiến hành thanh toán tiền sử dụng đất cũng như xin cấp phép xây dựng. Dự án này dự kiến sẽ khởi công vào năm 2025 và mở bán vào năm 2026.

Danh mục dự án vững chắc giúp KDH đạt được tăng trưởng thu nhập ổn định: Kế hoạch phát triển và bàn giao các dự án với quỹ đất lớn tại TP.HCM của KDH sẽ đảm bảo nguồn thu nhập bàn giao ổn định cho KDH trong những năm tới. Trong Q4/2024, KDH sẽ bàn giao gần như toàn bộ hơn 1.000 sản phẩm của dự án The Privia cho khách hàng. Giai đoạn 2025-2026, cụm dự án Foresta sẽ là nguồn đóng góp thu nhập chính cho KDH, với tổng doanh thu dự kiến đạt hơn 8.000 tỷ đồng.

Vượt qua những thách thức pháp lý nhờ tính minh bạch pháp lý của dự án: Trong những năm gần đây, quá trình phê duyệt pháp lý cho các dự án tại TP.HCM bị kéo dài đáng kể do các công tác rà soát các sai phạm trong quá trình phát triển dự án. Điều này đã dẫn đến việc chậm trễ trong phê duyệt pháp lý cho nhiều dự án, bao gồm cả các dự án của KDH. Tuy nhiên, KDH sẽ không bị ảnh hưởng nhiều nhờ quỹ đất sạch, pháp lý rõ ràng của các dự án và chiến lược phát triển của KDH phù hợp với định hướng phát triển minh bạch và bền vững của chính phủ

Top pick

Xây dựng

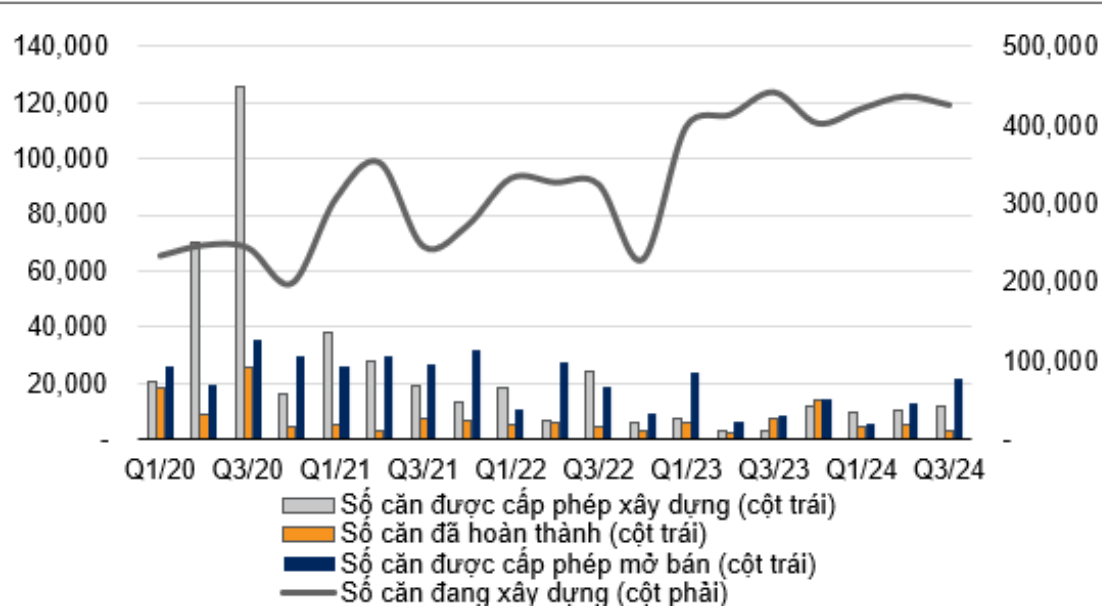
Tăng trưởng trên mọi lĩnh vực trong năm 2025

- **Xây dựng dân dụng:** Tận dụng sự phục hồi của thị trường bất động sản nhà ở Việt Nam
- **Xây dựng công nghiệp:** Hưởng lợi từ làn sóng đầu tư dài hạn vào các ngành sản xuất tại Việt Nam
- **Xây dựng hạ tầng:** Tăng trưởng doanh thu nhờ các dự án đầu tư công được đẩy mạnh

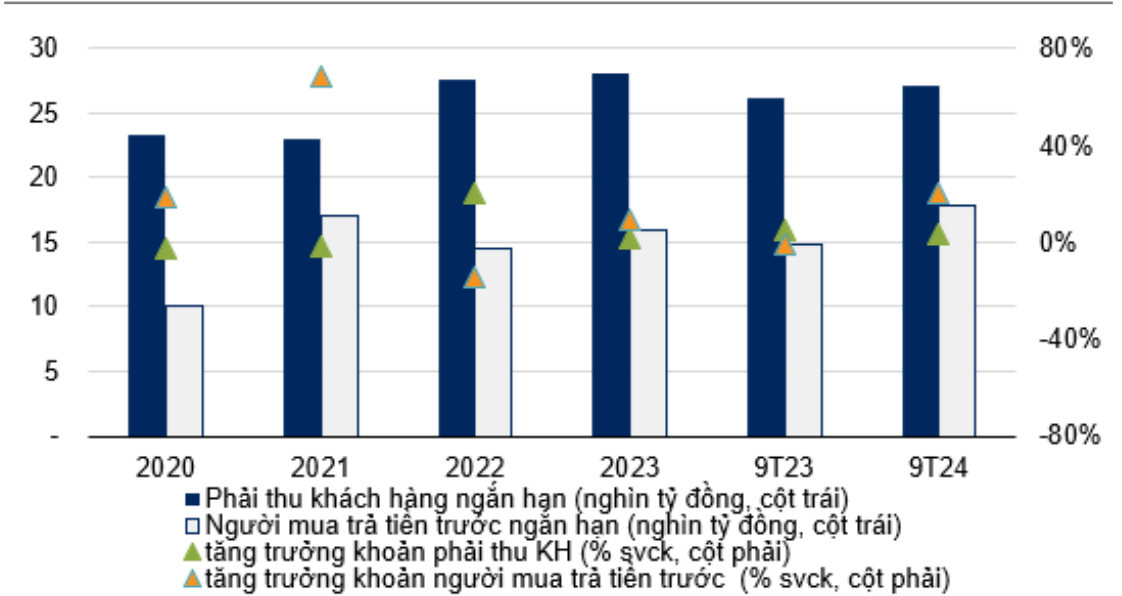


Tình hình tài chính của các nhà thầu dần cải thiện khi hoạt động xây dựng khởi sắc theo đà phục hồi của thị trường BĐS nhà ở Việt Nam

Số căn được cấp phép xây dựng dần phục hồi trong các quý vừa qua



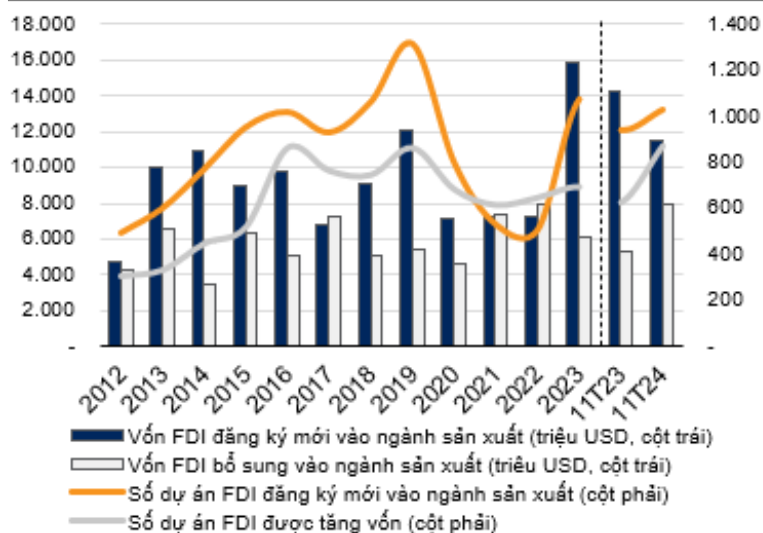
Các khoản phải thu khách hàng ngắn hạn và tạm ứng ngắn hạn tăng svck trong 9T24 báo hiệu sự phục hồi về hoạt động kinh doanh của các nhà thầu dân dụng (*)



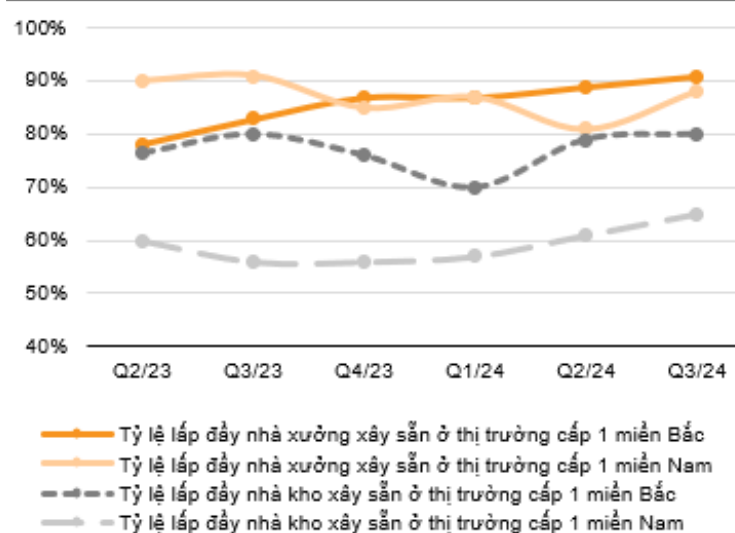
- **Hoạt động xây dựng đã dần cải thiện so với năm trước**, với 939 dự án (~426.158 căn) đang được triển khai tính đến cuối Q3/24, tăng từ 863 dự án (~442.453 căn) vào cuối Q3/23. Số lượng căn hộ đang xây dựng thấp hơn svck là do có một số dự án quy mô lớn hơn được triển khai vào năm ngoái. Điều này vẫn cho thấy sự phục hồi trong thị trường xây dựng dân dụng. Trong Q3/24, 23 dự án (~11.669 căn) đã được cấp phép xây dựng, so với 19 dự án (~10.230 căn) trong Q2/24 và 15 dự án (~3.028 căn) trong Q3/23.
- Trong khi đó, các khoản phải thu khách hàng và người mua trả tiền trước ngắn hạn của các nhà thầu dân dụng (*) đã tăng lần lượt 3,4% và 20,4% svck trong 9T24, phản ánh sự gia tăng hoạt động kinh doanh và tiến độ triển khai dự án được đẩy mạnh hơn.
- **Các nhà thầu có năng lực thực hiện dự án cho các nhà phát triển BĐS hàng đầu sẽ là những doanh nghiệp đầu tiên hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường**, nhờ có nguồn hợp đồng xây dự án ổn định và được đảm bảo.

Dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào ngành sản xuất của Việt Nam tiếp tục tăng trưởng trong dài hạn kéo theo nhu cầu mạnh mẽ đối với xây dựng nhà máy và kho bãi

Dòng vốn FDI vào Việt Nam duy trì tích cực trong 11T24



Tỷ lệ lấp đầy của các nhà xưởng xây sẵn tại các thị trường cấp 1 duy trì ở mức khoảng 80%-90% do nhu cầu mạnh mẽ



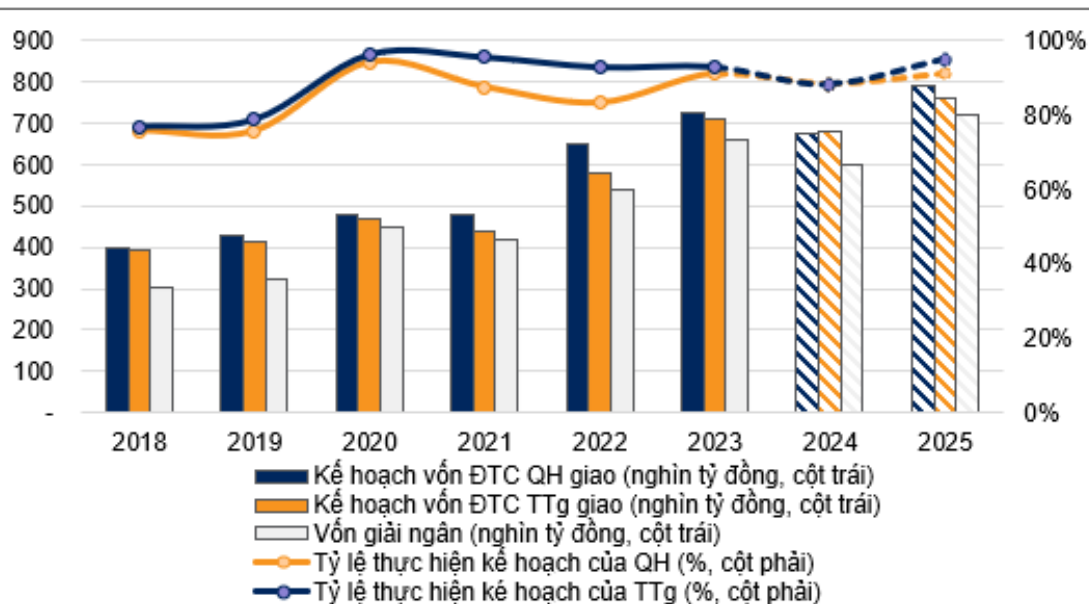
Các tập đoàn công nghệ hàng đầu tiếp tục thể hiện sự quan tâm mạnh mẽ đối với Việt Nam

LG Display (Hàn Quốc)	Được chấp thuận đầu tư thêm 1 tỷ USD vào cơ sở tại Hải Phòng vào tháng 11/2024, nâng tổng vốn đầu tư tại Việt Nam lên 5,65 tỷ USD
Amkor Technology Inc. (Mỹ)	Được chấp thuận đầu tư thêm 1,07 tỷ USD vào Bắc Ninh vào tháng 7/2024, nâng tổng vốn đầu tư lên 1,6 tỷ USD để sản xuất chip bán dẫn tiên tiến
Foxconn (Đài Loan)	Được chấp thuận đầu tư 383 triệu USD vào một nhà máy sản xuất bảng mạch mới tại Bắc Ninh vào tháng 7/2024, củng cố hơn nữa vai trò của Việt Nam trong chuỗi cung ứng điện tử toàn cầu
NVIDIA (Mỹ)	Ký thỏa thuận hợp tác về AI với Chính phủ Việt Nam và bắt đầu tuyển dụng kỹ sư địa phương vào tháng 12/2024, củng cố hơn nữa vai trò của Việt Nam như một trung tâm AI
SpaceX (Mỹ)	Công bố kế hoạch đầu tư 1,5 tỷ USD vào Việt Nam để thiết lập dịch vụ internet vệ tinh Starlink, cải thiện kết nối ở các khu vực xa trung tâm và hỗ trợ hoạt động hàng hải

- **Việt Nam đang có vai trò ngày càng gia tăng trong hệ sinh thái công nghệ toàn cầu, điều này đồng thời thúc đẩy nhu cầu mạnh mẽ đối với xây dựng cơ sở sản xuất**
- Các tập đoàn công nghệ toàn cầu, bao gồm các nhà cung cấp của Samsung và Apple (Foxconn, Pegatron, Luxshare), cùng Intel, đã mở rộng cơ sở sản xuất và hạ tầng công nghệ tại Việt Nam. Nvidia cũng đã ký thỏa thuận hợp tác AI với Chính phủ Việt Nam, trong khi Google đang xem xét đầu tư thành lập trung tâm dữ liệu.
- Trong 11T2024, số lượng các dự án FDI đăng ký mới trong ngành sản xuất đã tăng 9,3% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 1.030 dự án, trong khi số dự án nhận đầu tư bổ sung tăng 39,5% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 869 dự án. Giá trị FDI đăng ký mới giảm 19,5% so với cùng kỳ năm ngoái, xuống còn 11,5 tỷ USD, do quy mô lớn của một số dự án từ năm trước, trong khi đầu tư bổ sung tăng mạnh 51,1% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 8,0 tỷ USD.
- Ngành xây dựng công nghiệp cũng có môi trường kinh doanh cạnh tranh không kém ngành xây dựng nhà ở do tính phân mảnh. **Các nhà thầu giành được các hợp đồng giá trị lớn để xây dựng nhà máy cho các nhà đầu tư lớn nước ngoài là những nhà thầu đáp ứng yêu cầu kỹ thuật khắt khe, tuân thủ các tiêu chuẩn về phát thải môi trường và có hồ sơ thành công trong việc triển khai dự án.**

Khi Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế vào năm 2025, điều này cũng sẽ gia tăng khối lượng công việc cho các nhà thầu hạ tầng

Kế hoạch đầu tư công do Quốc hội và Thủ tướng Chính phủ giao cho năm 2025 tăng lần lượt 16,7%/11,6% svck



Các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm đang được xây dựng hoặc đã được phê duyệt đầu tư, cùng với các nhà thầu hưởng lợi

Dự án	Chiều dài, công suất	Tổng mức đầu tư dự kiến (nghìn tỷ đồng)	Khởi công	Thời gian hoàn thiện dự kiến	Các nhà thầu tiềm ý/công ty đại chúng
Cao tốc Bắc Nam (GD 2)	721km	147	Tháng 1/2023	2025	VCG, C4G, HHV, LCG, TTL, CC1, RCC, G36
Sân bay quốc tế Long Thành (GD 1)	25 triệu lượt khách, 1,2 triệu tấn hàng hóa	114,5	Tháng 1/2021	2026	VCG, C4G, HHV, PHC, TTL, CC1
Đường vành đai 4 Hà Nội	112,8km	85,8	Tháng 6/2023	2026-27	VCG, C4G, LCG
Đường vành đai 3 TP.HCM (GD 1)	76km	75,4	Tháng 6/2023	2025-26	VCG, C4G, HHV, DPG, HBC
Đường sắt cao tốc Bắc Nam	1.541 km, 350 km/h, 22,5 tấn/trục, 21,5 triệu tấn/năm	1.713	Dự kiến vào tháng 12/2027	2035	N/A

- Quốc hội và Thủ tướng Chính phủ Việt Nam đã giao kế hoạch đầu tư công từ ngân sách nhà nước trong năm 2025, với mức tăng lần lượt là 16,7%/13,1% svck, đạt 790.700 tỷ đồng và 769.100 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ giải ngân sẽ đạt 92%/95%.
- Việc tăng cường giải ngân đầu tư công trong năm 2025 sẽ gia tăng khối lượng công việc cho các nhà thầu xây dựng, khi các dự án cơ sở hạ tầng và công trình công cộng mới sẽ tạo cơ hội cho các nhà thầu tham gia triển khai các dự án này. Năm 2025 cũng là năm cuối của giai đoạn đầu tư công trung hạn 2021-2025, vì vậy các dự án sẽ được đẩy nhanh tiến độ để đảm bảo hoàn thành tiến độ ở mức gần nhất có thể. Việc tăng tốc triển khai dự án sẽ tạo cơ hội tăng trưởng doanh thu nhưng cũng gây áp lực buộc các nhà thầu phải nâng cao năng lực xây dựng, quản lý dự án, hiệu quả và chất lượng trong thời gian yêu cầu.
- Các dự án hạ tầng, kể từ khởi công đến khi hoàn thành, sẽ có tác động tích cực lan tỏa đến thị trường bất động sản nhà ở và công nghiệp ở các khu vực lân cận.

So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Mã	Công ty	Vốn hóa	Doanh thu trượt 12T	svck	DT 2025 svck	LN ròng trượt 12T	svck	LN ròng 2025 svck	Nợ ròng/ VCSH	ROE	P/E trượt 12T	P/B hiện tại
		Triệu USD	Triệu USD	%	%	Triệu USD	%	%	(lần)	%	(lần)	(lần)
Xây dựng dân dụng/công nghiệp												
CTD	CTCP Xây dựng Coteccons	264,2	856,9	54,9	17,0	13,3	143,5	41,1	0,2	3,9	20,2	0,8
HBC	Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình	70,9	275,8	-18,6	N/A	37,1	Thoát lỗ	N/A	50,5	N/A	2,3	1,4
HTN	CTCP Hưng Thịnh Incons	34,1	49,1	-66,1	N/A	1,8	Thoát lỗ	N/A	1,3	3,2	18,7	0,6
TCD	CTCP Tập đoàn Xây dựng TRACODI	60,2	60,2	-30,8	N/A	1,7	31,3	N/A	0,6	2,4	32,0	0,4
<i>Trung bình</i>			310,5	-15,2	N/A	13,5	87,4	N/A	17,5	3,2	17,7	0,8
<i>Trung vị</i>			168,0	-24,7	N/A	7,5	87,4	N/A	1,3	2,4	18,7	0,6
Xây dựng hạ tầng												
VCG	Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam	406,8	471,5	10,0	N/A	31,1	185,1	N/A	1,1	0,2	12,9	1,3
C4G	CTCP Tập đoàn CIENCO4	108,1	120,6	12,3	N/A	8,1	25,8	N/A	0,8	1,0	18,8	0,7
HHV	CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	185,1	124,9	29,5	15,6	13,1	-8,1	16,4	2,3	0,6	12,5	0,5
CC1	Tổng Công ty Xây dựng số 1 - CTCP	216,7	335,8	50,2	N/A	10,8	36,0	N/A	1,0	6,5	23,7	1,4
<i>Trung bình</i>			263,2	25,5	N/A	15,8	59,7	N/A	1,3	0,5	17,0	1,0
<i>Trung vị</i>			230,3	20,9	N/A	11,9	30,9	N/A	1,5	0,6	15,8	1,0

CTD | (Báo cáo KQKD Q3/24)

Thông tin cổ phiếu		Tổng quan tài chính					
		T6/23	T6/24	T6/25	T6/26	T6/27	
Thay đổi giá sv tháng trước (%)	3,9%	Tăng trưởng DT (% svck)	75,8%	30,8%	17,0%	2,2%	9,2%
Thay đổi giá svck (%)	-0,2%	Biên LN gộp (%)	2,2%	3,4%	4,2%	4,6%	4,8%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	78.900	Biên EBITDA (%)	-0,2%	0,8%	2,4%	2,6%	2,9%
Tiềm năng tăng giá (%)	14,7%	Tăng trưởng LN ròng (% svck)	N/A	358,1%	41,1%	6,0%	8,6%
Tỷ suất cổ tức (%)	1,5%	Nợ vay ròng/VCSH (lần)	-34,7%	-29,5%	-25,0%	-19,2%	-16,1%
Vốn hóa (tr USD)	268,1	P/B (lần)	0,7	0,7	0,9	1,0	1,0
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	2,1	P/E (lần)	85,7	24,6	17,4	16,4	15,1
Room sở hữu nước ngoài (tr USD)	0	ROE (%)	0,8%	3,6%	4,8%	4,7%	4,8%

Luận điểm đầu tư:
Backlog và các hợp đồng mới tăng ổn định đảm bảo tăng trưởng KQKD

Từ tháng 7 đến tháng 10/2024, CTD đạt tổng giá trị hợp đồng ký kết 10.300 tỷ đồng, tương đương 36,8% mục tiêu cả năm tài chính 2024/25. Các khách hàng quen đóng góp 69% tổng giá trị hợp đồng, phản ánh sự tin tưởng và mối quan hệ hợp tác bền chặt với các chủ đầu tư. Lượng backlog ổn định nhấn mạnh năng lực của CTD trong việc duy trì đà tăng trưởng và đảm bảo sự ổn định lâu dài của hoạt động kinh doanh.

Các dự án FDI công nghiệp đem lại động lực tăng doanh thu dài hạn

Thành công của CTD với các dự án công nghiệp như nhà máy LEGO và nhà máy sản xuất trang sức Pandora minh chứng cho chuyên môn của công ty trong việc thực hiện các cơ sở sản xuất có yêu cầu kỹ thuật cao. Với danh mục hợp đồng công nghiệp ngày càng mở rộng, CTD đang ở vị thế tốt để tận dụng việc Việt Nam dần trở thành một trung tâm sản xuất toàn cầu và những nỗ lực nhằm củng cố vai trò trong chuỗi cung ứng công nghệ. Doanh thu từ các dự án công nghiệp được dự báo sẽ đạt 11.255 tỷ đồng trong năm tài chính 2024/25, tăng trưởng 14,0% svck.

Hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường bất động sản nhà ở

Chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường BĐS nhà ở tại Việt Nam, được thúc đẩy bởi các chính sách hỗ trợ của Chính phủ, bao gồm các luật bất động sản được cập nhật và số lượng giấy phép xây dựng gia tăng. Lãi suất vay mua nhà thấp và tỷ lệ hấp thụ cao củng cố nhu cầu về nhà ở. Khả năng của CTD trong việc thực hiện các dự án quy mô lớn cho các nhà phát triển hàng đầu đảm bảo một dòng hợp đồng ổn định. Doanh thu từ phân khúc nhà ở được dự báo sẽ tăng 13,8% so với cùng kỳ, đạt 12.429 tỷ đồng trong năm tài chính 2024/25.

Sức khỏe tài chính vững mạnh giúp giảm thiểu rủi ro ngành

CTD duy trì tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu âm (-23,5%), cho thấy tính thanh khoản cao, mặc dù tổng nợ tăng 50,1% theo quý và 104,1% theo năm, lên mức 2.312 tỷ đồng. Khoản nợ xấu của công ty đã bắt đầu giảm, với kỳ vọng nợ xấu tiếp tục được thu hồi và rủi ro hình thành nợ xấu mới được giảm thiểu.

Top pick

Thép

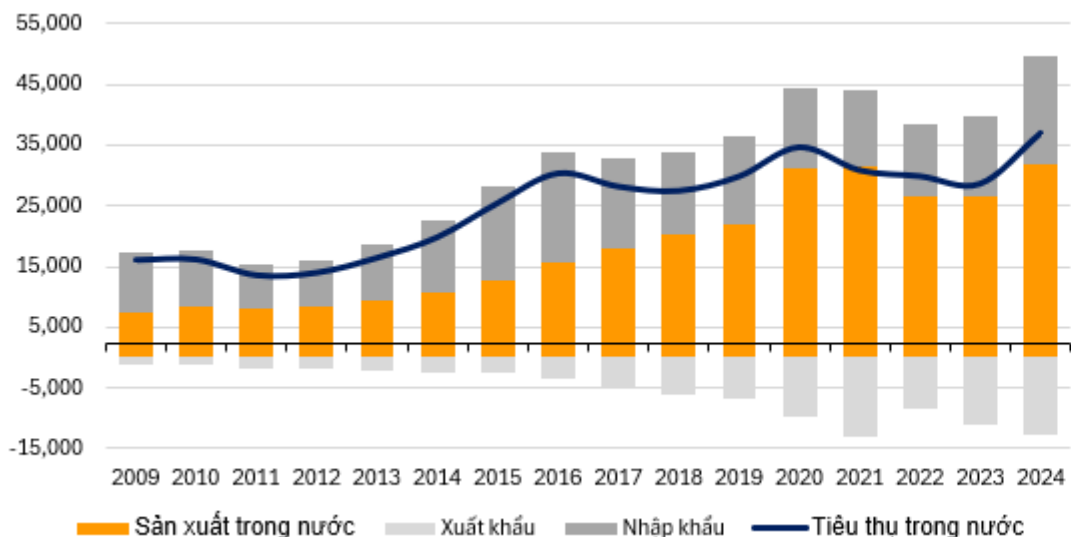
Dự cung thép toàn cầu chưa chấm dứt

- Sản lượng năm 2025 tăng nhờ nhu cầu nội địa cải thiện và công suất mới
- Thị trường BĐS Trung Quốc suy yếu làm giảm giá thép
- Động lực ngắn hạn: Khả năng Việt Nam áp thuế đối với thép nhập khẩu
- Biên EBITDA mở rộng chọn lọc với các công ty có quy mô công suất lớn
- Định giá ngành tiếp tục chịu áp lực do giá thép gặp khó khăn

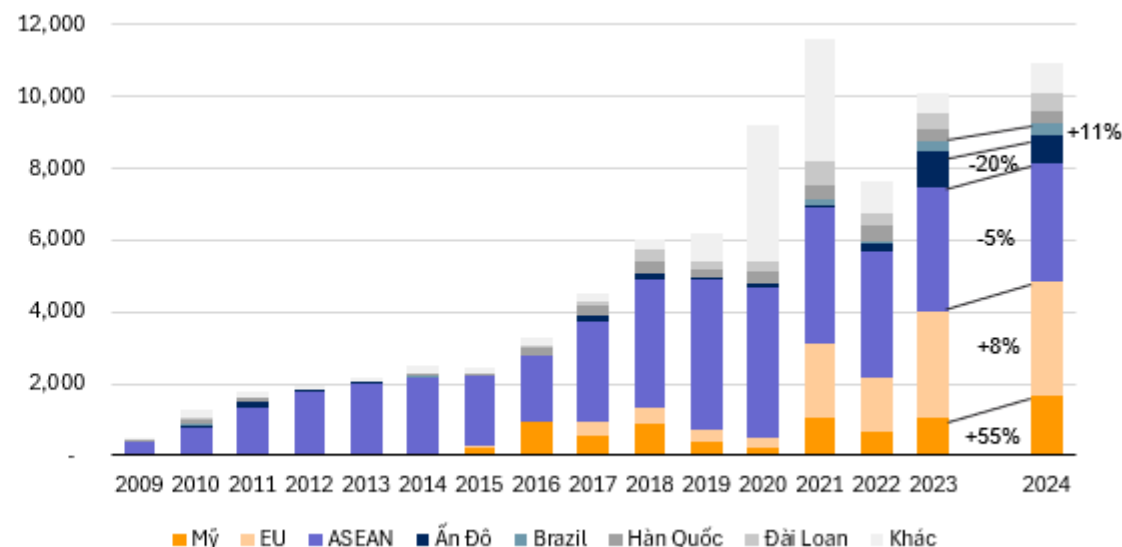


Tổng cầu thép tăng 29% svck, được thúc đẩy bởi tiêu thụ nội địa tăng 28,9%, trong khi tổng cung tăng nhờ nhập khẩu tăng 33% svck.

Tiêu thụ thép nội địa năm 2024 tăng 28,9% svck, trong khi xuất khẩu tăng 13,4% svck. Về phía cung, sản xuất trong nước tăng 20,5% svck, trong khi nhập khẩu tăng 33%.



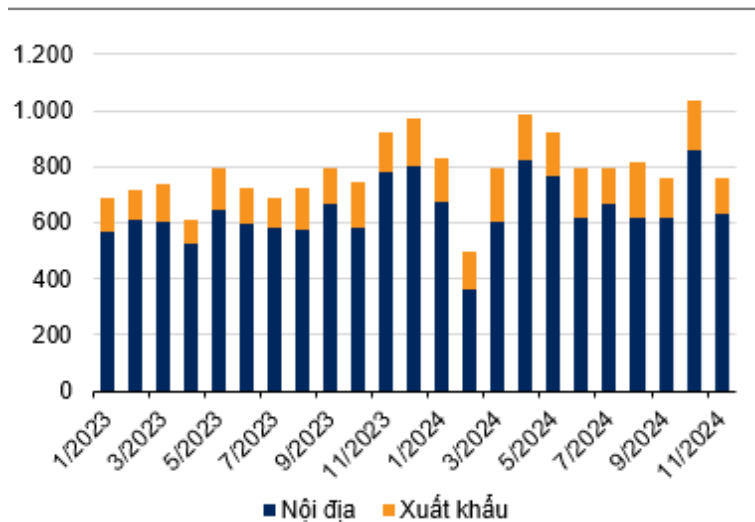
Xuất khẩu sang Hoa Kỳ tăng 55% svck, trong khi xuất khẩu sang EU tăng 8% và ASEAN giảm nhẹ 5% svck.



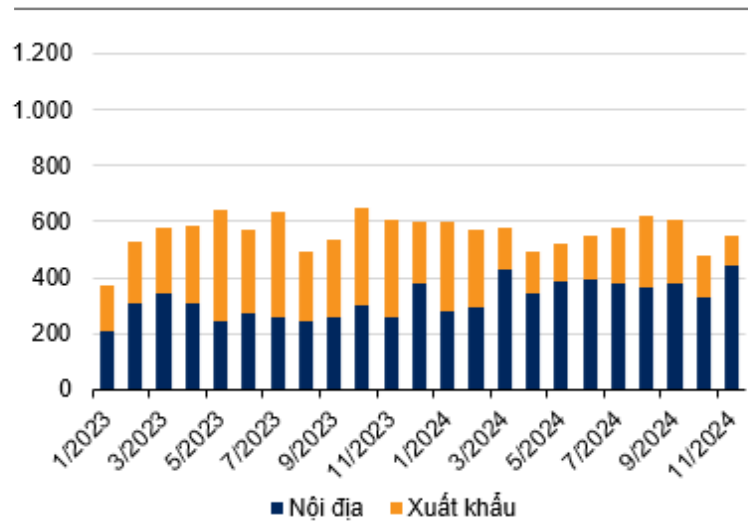
- **Nhu cầu thép:** Theo Tổng cục Hải quan, sau giai đoạn tăng trưởng chậm trong năm 2023, tiêu thụ thép nội địa 2024 tăng 28,9% svck, đạt 36,9 triệu tấn nhờ sự phục hồi của thị trường BĐS và hoạt động sản xuất mạnh. Trong khi đó, xuất khẩu tăng 13,4% svck, đạt 12,6 triệu tấn, bất chấp mức nền cao năm 2023.
- **Nguồn cung thép:** Sản xuất trong nước tăng mạnh 20,5% so với cùng kỳ, đạt 31,8 triệu tấn, trong khi thép nhập khẩu tăng 33%, cao hơn mức tăng 14% của năm 2023. Ba thị trường xuất khẩu lớn nhất 2024 là ASEAN (30,5%), EU (28,9%) và Hoa Kỳ (15,3%).

Về phân khúc sản phẩm, thép xây dựng và tôn mạ ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số trong 11T24.

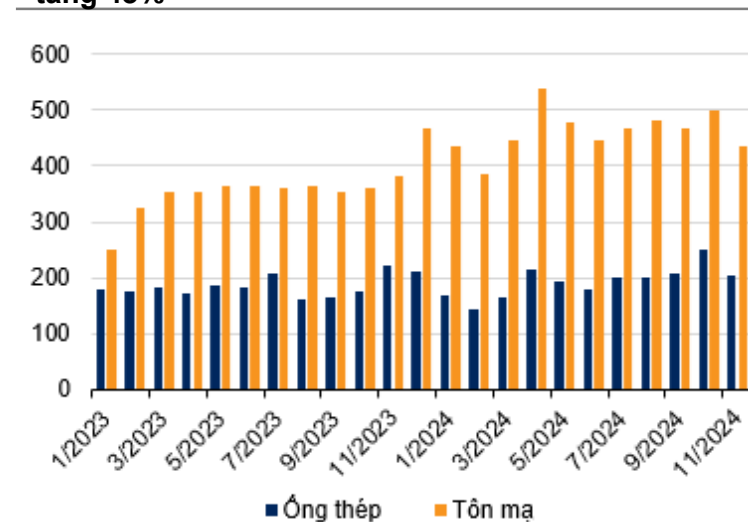
Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng 11T24 (nghìn tấn) tăng 10% svck nhờ xuất khẩu tăng 25%



Sản lượng tiêu thụ thép cuộn cán nóng (HRC) 11T24 (nghìn tấn) giảm 1% svck do xuất khẩu giảm 34%



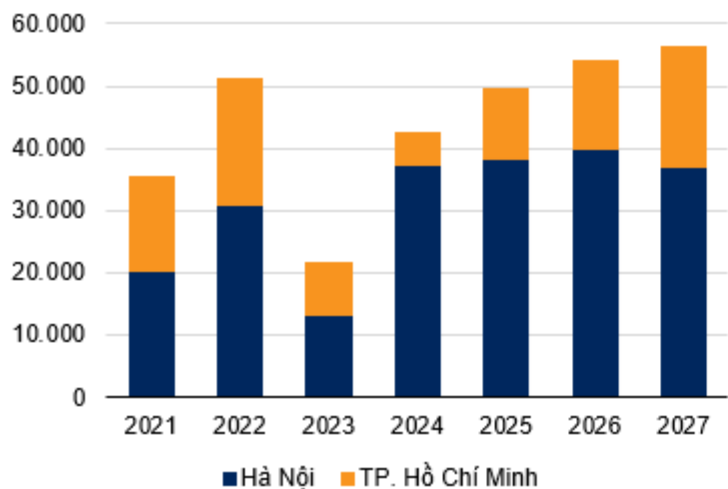
Sản lượng tôn mạ / ống thép 11T24 (nghìn tấn) tăng trưởng 32%/6% svck, trong đó sự tăng trưởng mạnh mẽ của tôn mạ chủ yếu do xuất khẩu tăng 43%



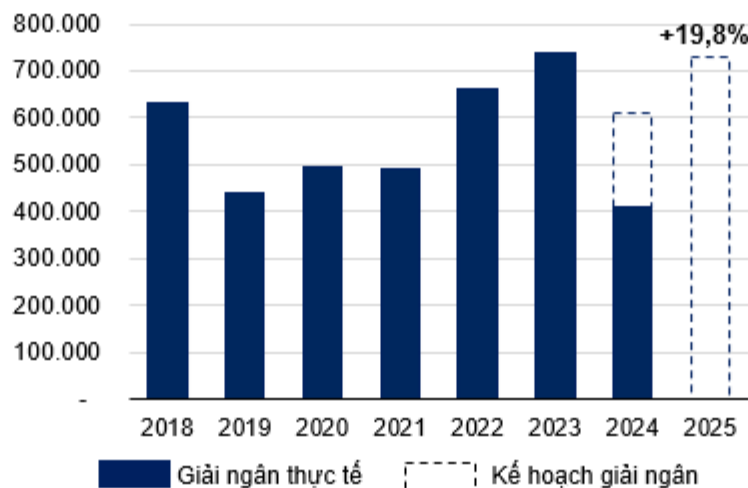
- **Thép xây dựng:** Sản lượng tiêu thụ 11T24 tăng 10%, nhờ xuất khẩu tăng 25%, trong khi nhu cầu nội địa, một chỉ số quan trọng của thị trường bất động sản dân cư, tăng trưởng khiêm tốn 7% svck.
- **Thép cuộn cán nóng (HRC):** Sản lượng tiêu thụ 11T24 giảm 1% do xuất khẩu giảm 34%, ngược chiều với sự tăng trưởng 33% trong tiêu thụ nội địa, khi cạnh tranh toàn cầu gia tăng và các nhà sản xuất thép chuyển trọng tâm trở lại thị trường tiêu thụ trong nước.
- **Tôn mạ:** Sản lượng tiêu thụ 11T24 tăng mạnh 32% nhờ xuất khẩu được thúc đẩy và hoạt động sản xuất vững mạnh.

Chúng tôi duy trì kỳ vọng về sự phục hồi của thị trường BĐS, giải ngân đầu tư công tăng trưởng hai chữ số và sản xuất công nghiệp tiếp tục đà tăng trưởng sẽ thúc đẩy nhu cầu thép trong năm 2025

Nguồn cung đất nền và căn hộ chung cư tại TP. HCM và Hà Nội tăng trong ba năm tới (CBRE dự báo)



Chúng tôi kỳ vọng giải ngân đầu tư công sẽ tăng 19,8% svck từ mức nền thấp của năm 2024 (biểu đồ cập nhật đến 11T24)



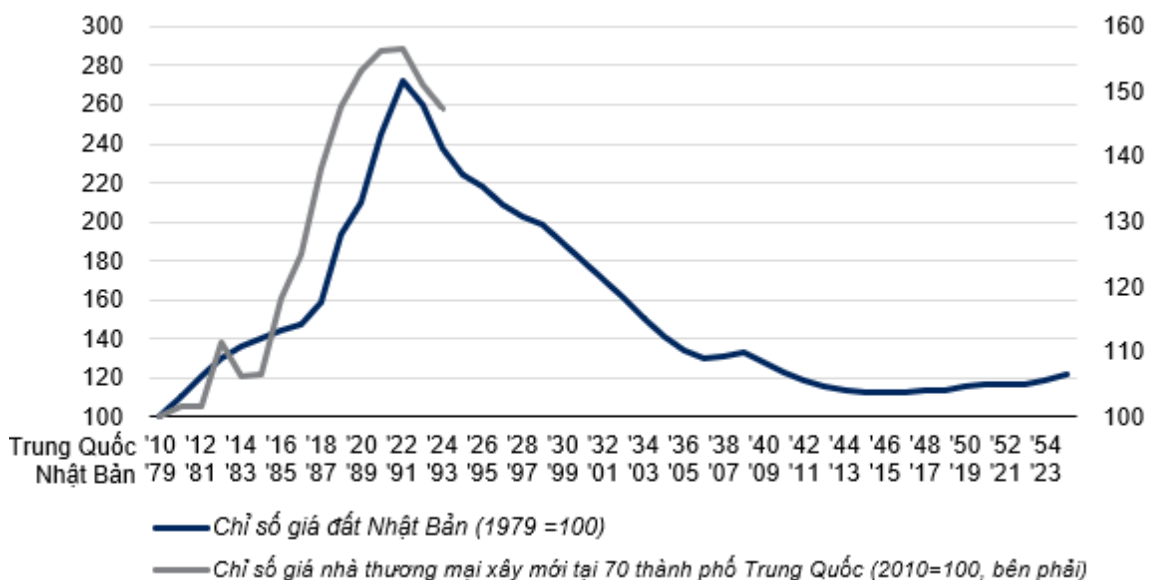
Các công ty đang mở rộng công suất với mục tiêu tái định vị sản phẩm cho sản xuất công nghiệp

	HPG	NKG	GDA	
Công suất (Triệu tấn)	Hiện tại	8.5	1.2	0.8
	Mới	5.6	0.8	1.2
Tiến độ thi công	80% nhà xưởng, 50% thiết bị	Khởi công	Xin giấy phép	
Dự kiến hoàn tất	2025	2026	2026	
Ứng dụng	Vận tải, đóng tàu, kỹ thuật cơ khí			

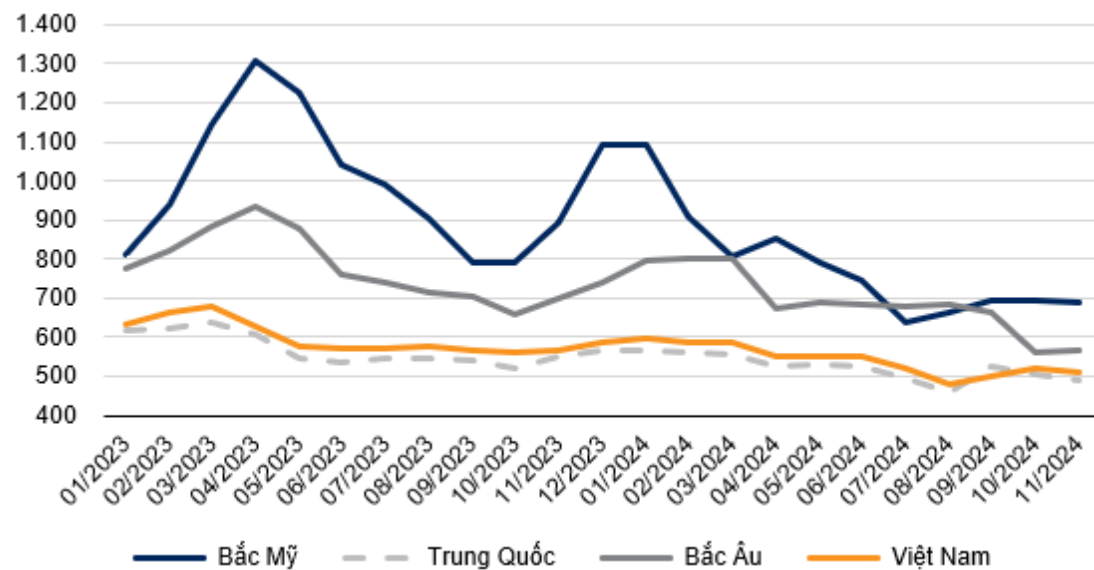
- Biên EBITDA trong nước thường cao hơn so với xuất khẩu. Tuy nhiên, do các đợt phong tỏa COVID và nhu cầu thị trường bất động sản suy yếu, tỷ lệ đóng góp từ tiêu thụ trong nước hiện đã giảm xuống còn 80%. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ đóng góp này sẽ tăng lên khi thị trường nhà ở trong nước ấm lên và tránh được các cuộc điều tra chống bán phá giá ở các quốc gia xuất khẩu.
- Các nhà sản xuất thép cũng đang mở rộng sản xuất với mục tiêu tái định vị sản phẩm để chuẩn bị bước vào một chu kỳ mới của ngành thép và nhu cầu từ sản xuất công nghiệp, bao gồm ô tô, kỹ thuật cơ khí và thiết bị điện tử.

Khi chính phủ Trung Quốc chuyển hướng tập trung tăng trưởng khởi phát triển BĐS, chúng tôi tin rằng các khoản đầu tư lớn vào lĩnh vực này khó diễn ra, điều này tác động tiêu cực đến nhu cầu thép chủ yếu được thúc đẩy bởi BĐS.

Bất động sản Trung Quốc đứng trước nguy cơ của một cuộc khủng hoảng tương tự như ở Nhật Bản vào đầu những năm 1990



Dư thừa nguồn cung đã đẩy giá HRC giao ngay của Trung Quốc giảm còn 465 USD/tấn, giảm 20% sv đầu năm, thấp hơn mức trước COVID



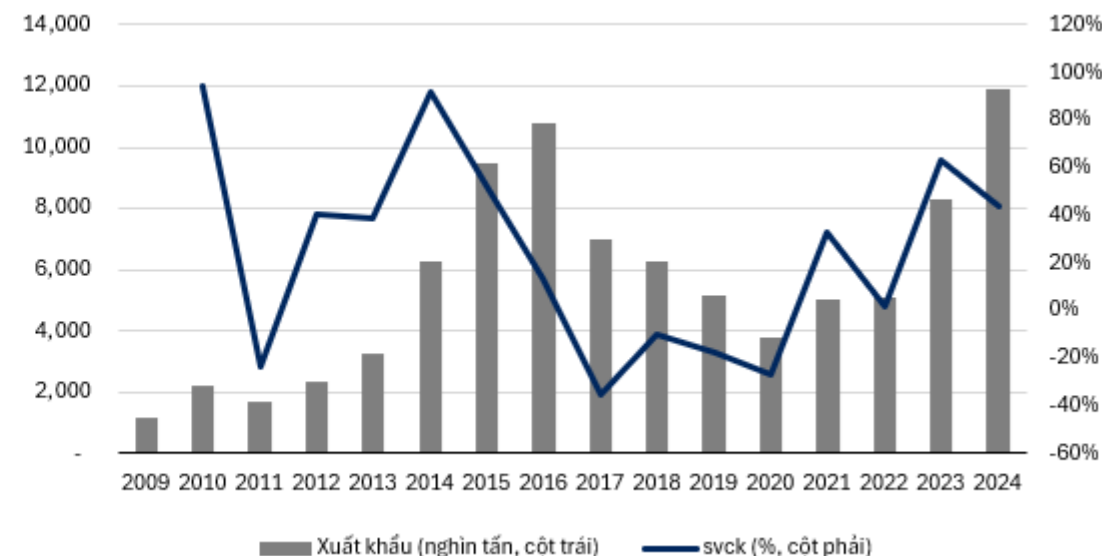
- Ngay cả khi chính phủ Trung Quốc thành công trong việc triển khai thêm các gói kích thích kinh tế để giải quyết tình trạng GDP tăng trưởng trì trệ, các chính sách khó có thể bù đắp được sự suy giảm nhu cầu thép trong nước bắt nguồn từ việc cắt giảm đầu tư vào lĩnh vực bất động sản, lĩnh vực tiêu thụ thép lớn nhất.
- Chúng tôi tin rằng nguồn cung sẽ không giảm nhanh như nhu cầu thép, việc xuất khẩu tăng và tâm lý lạc quan nhờ các gói kích thích đã khuyến khích các nhà sản xuất thép Trung Quốc tăng cường sản xuất ngắn hạn. Điều này đã được thể hiện rõ vào T10, khi cung thép của Trung Quốc tăng 3,8% svck nhờ thông tin về các gói kích thích của Chính phủ Trung Quốc. Do đó, chúng tôi dự báo giá thép bán ra của Trung Quốc sẽ tiếp tục chịu áp lực trong năm 2025.

Chúng tôi nghĩ rằng các thuế chống bán phá giá, nếu áp dụng đối với HRC và tôn mạ, sẽ giúp ngành thép trong nước khỏi tác động của thép nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc đồng thời kéo theo điều chỉnh định giá ngắn hạn cho ngành thép

Thép xuất khẩu của Trung Quốc đã tràn ra thị trường toàn cầu, với sản lượng thép xuất khẩu hàng quý của Trung Quốc (nghìn tấn) tiếp tục tăng, hiện đạt mức tương đương với năm 2015



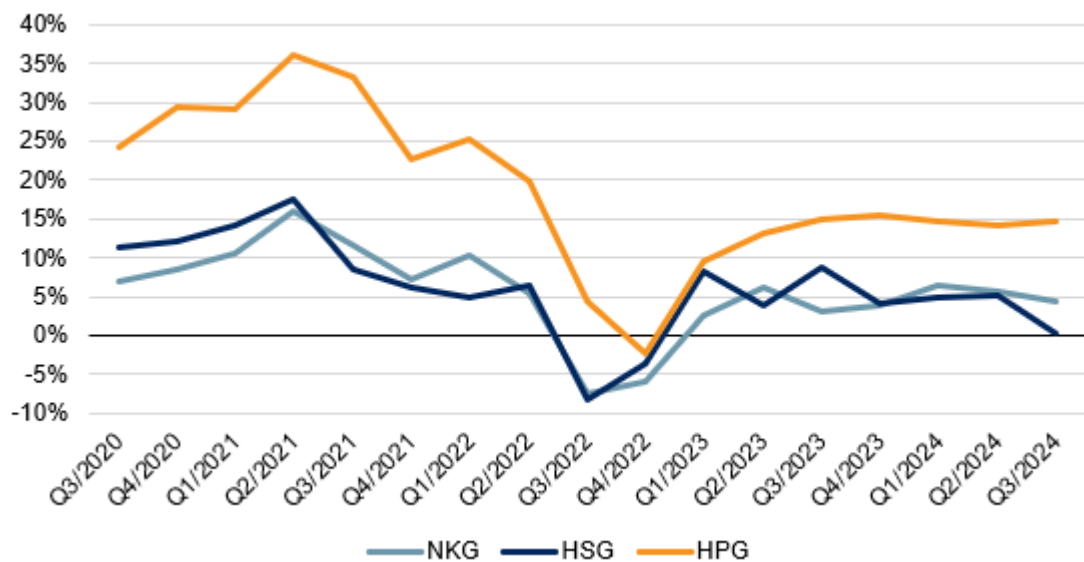
Thép xuất khẩu của Trung Quốc đã tràn vào thị trường Việt Nam với mức tăng trưởng sản lượng năm 2024 đạt 43,9% svck, đạt khoảng 11.932 nghìn tấn



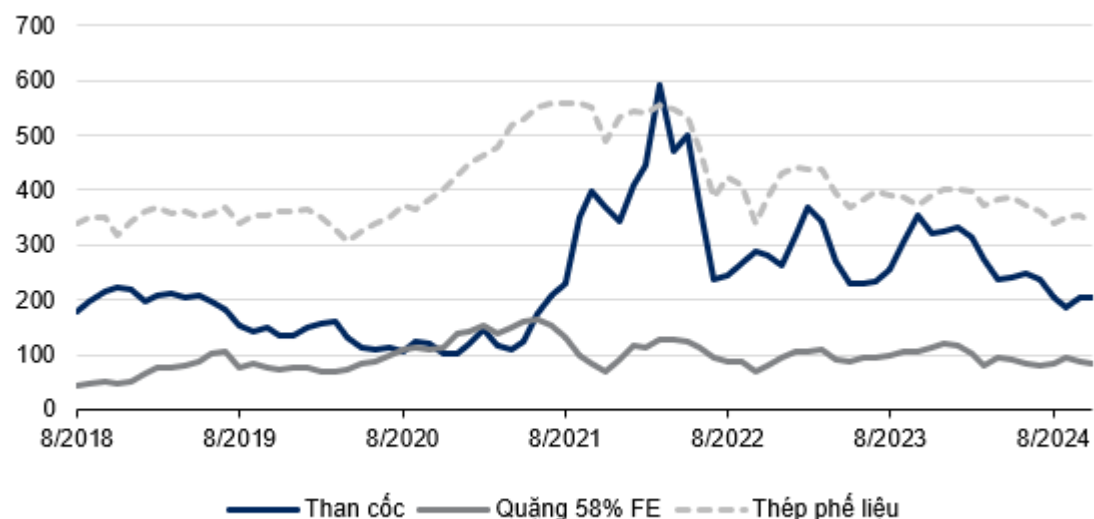
- Mỹ đã cáo buộc Canada và Mexico hành động như cửa sau cho các sản phẩm giá rẻ của Trung Quốc nhập vào Mỹ. Nếu Tổng thống Donald Trump áp thuế đối với hàng hóa nhập khẩu từ Canada, Mexico và Trung Quốc, các nhà sản xuất thép Trung Quốc có thể sẽ giảm xuất khẩu sang các quốc gia này. Khi đó, họ có thể chuyển hướng các lô hàng thép sang các khu vực khác, như ASEAN và Ấn Độ, điều này có thể dẫn gia tăng lượng thép Trung Quốc tràn vào Việt Nam, làm tình hình trở nên đáng lo ngại hơn.
- Chúng tôi dự phóng Việt Nam sẽ áp thuế đối với HRC nhập khẩu dùng trong xây dựng để tránh trở thành mục tiêu đánh thuế tiếp theo của Mỹ. Trong 9T24, Mỹ nhập 14,4% tổng sản lượng xuất khẩu thép của Việt Nam, chỉ xếp sau Liên minh Châu Âu (EU, 22,4%) và các nước ASEAN (25,2%)

Chúng tôi kỳ vọng biên EBITDA năm 2025 sẽ tăng nhẹ với các công ty có quy mô công suất lớn và khả năng quản lý hàng tồn kho tốt

Biên EBITDA trong bốn quý gần đây khá ổn định đối với các công ty quản lý hàng tồn kho tốt



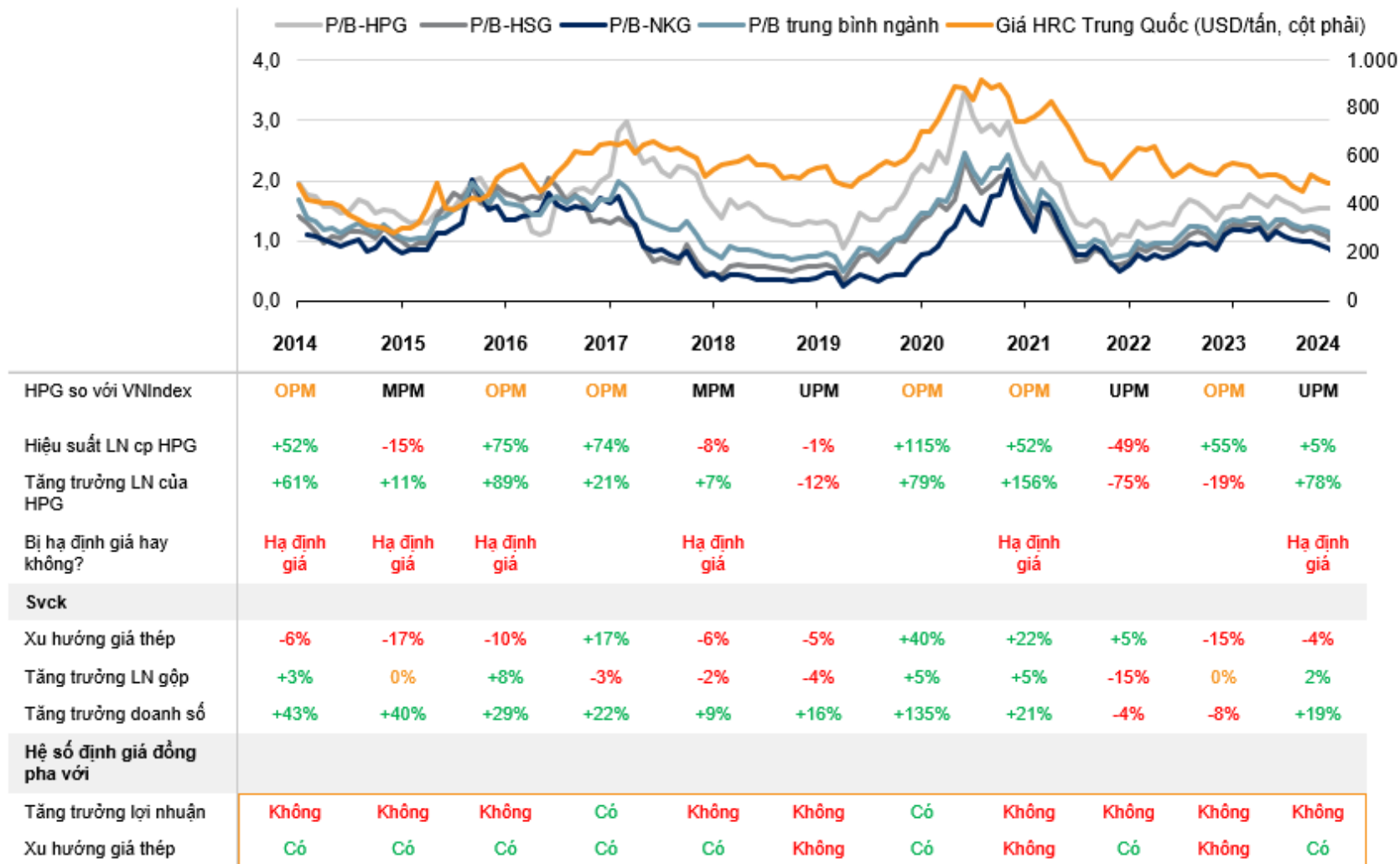
... nhờ chi phí đầu vào tiếp tục giảm do nguồn cung từ Australia tăng lên



- Chúng tôi cũng kỳ vọng rằng giá đầu vào sẽ tiếp tục giảm nhờ nguồn cung tăng từ Australia. Trong khi Trung Quốc, chiếm 76% lượng nhập khẩu quặng sắt toàn cầu, đối mặt với nhu cầu thép giảm, Úc và Brazil, chiếm 79% lượng xuất khẩu toàn cầu, sẽ tiếp tục tăng trưởng khối lượng xuất khẩu 3,1% hàng năm đến năm 2026, theo dự báo của Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên Úc. Đây là kết quả của việc gia tăng các dự án mới của các doanh nghiệp khai khoáng Úc và các kế hoạch mở rộng quy mô lớn của các nhà sản xuất Brazil như Vale và CSN. Tuy nhiên, dự báo này vẫn phụ thuộc vào các yếu tố bất ngờ như căng thẳng địa chính trị, chính sách thương mại của Trump và điều kiện thời tiết tại Úc.

Chúng tôi lạc quan về triển vọng tăng trưởng dài hạn của ngành, được thúc đẩy bởi việc mở rộng công suất của các công ty dẫn đầu, nhưng vẫn thận trọng về định giá ít nhất trong nửa đầu năm 2025

Định giá ngành thường cùng pha với xu hướng giá thép hơn là với tăng trưởng lợi nhuận



➢ Chúng tôi sử dụng HPG làm đại diện để phân tích xu hướng định giá của ngành thép Việt Nam, do tăng trưởng lợi nhuận ổn định lâu dài của công ty này được thúc đẩy bởi việc mở rộng công suất và khả năng quản lý tồn kho tốt. Lịch sử cho thấy, **các chỉ số định giá đã cùng pha với xu hướng giá thép trong 8/11 năm qua, trong khi chỉ cùng pha với tăng trưởng lợi nhuận ròng trong 2/11 năm.** Do đó, ngay cả khi chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của HPG sẽ tăng trưởng 20% trong hai năm tới, định giá của công ty có thể tiếp tục giảm xuống hoặc giữ nguyên do giá thép gặp khó khăn.

So sánh với doanh nghiệp cùng ngành

Mã chứng khoán	Tên doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa	Nợ ròng/VCSH	EV/EBITDA 12T	ROE trượt	P/B hiện tại	P/E trượt
			Triệu USD	Lần	Lần	%	Lần	Lần
HPG VN EQUITY	Hoa Phat Group JSC	Việt Nam	6,658	30.1	10.3	11.5	1.5	13.9
HSG VN EQUITY	Hoa Sen Group	Việt Nam	465	43.4	12.7	4.7	1.1	22.9
NKG VN EQUITY	Nam Kim Steel JSC	Việt Nam	201	68.1	10.3	8.0	0.9	11.3
GDA VN EQUITY	Ton Dong A Group	Việt Nam	122	69.0	8.3	8.0	0.9	10.9
VGS VN EQUITY	Vietnam Germany Steel Pipe JSC	Việt Nam	71	72.4	28.4	6.2	1.8	29.5
600019 CH Equity	Baoshan Iron & Steel Co. Ltd	Trung Quốc	20,068	4.6	N/A	4.8	0.7	15.3
600010 CH Equity	Inner Mongolia BaoTou Steel Union Co Ltd	Trung Quốc	12,083	77.0	N/A	(0.9)	1.7	N/A
000932 CH Equity	Hunan Valin Steel Co Ltd	Trung Quốc	4,153	56.8	N/A	5.2	0.6	11.0
000629 CH Equity	Pangang Group Vanadium Titanium & Resources Co Ltd	Trung Quốc	3,653	(11.3)	N/A	3.1	2.1	69.9
5401 JP Equity	Nippon Steel Corp	Nhật Bản	21,730	41.9	6.4	9.8	0.6	5.8
5411 JP Equity	JFE Holdings Inc	Nhật Bản	7,225	62.5	7.4	5.3	0.4	8.4
5406 JP Equity	Kobe Steel Ltd	Nhật Bản	4,049	55.1	4.7	8.1	0.6	7.1
005490 KS Equity	POSCO Holdings Inc	Hàn Quốc	17,479	15.0	7.3	2.4	0.4	17.0
004020 KS Equity	Hyundai Steel Co	Hàn Quốc	2,102	34.6	7.6	(1.0)	0.2	N/A
2002 TT Equity	China Steel Corp	Đài Loan	10,518	67.1	17.5	1.3	1.1	85.2
697 HK Equity	Shoucheng Holdings Ltd	Hồng Kông	899	(18.2)	21.9	3.7	0.7	19.0
Trung bình			6,967	41.8	11.9	5.0	1.0	23.4
Trung vị			4,101	49.3	9.3	5.0	0.8	14.6

[Quay lại mục lục](#)

Ống nhựa

182

VNDIRECT

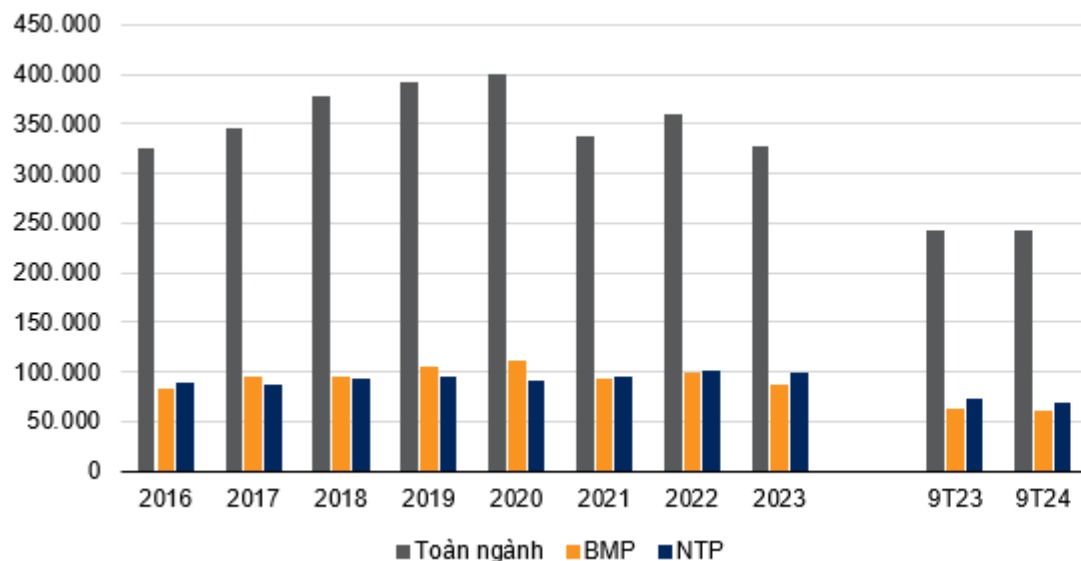
Hưởng lợi từ nhu cầu của Trung Quốc suy yếu

- Thị trường BĐS phục hồi thúc đẩy sản lượng bán ống nhựa năm 2025
- Chi phí đầu vào nhựa PVC thấp do nhu cầu chậm chạp của Trung Quốc
- Do đó, biên lợi nhuận gộp ổn định sẽ được duy trì trong suốt năm 2025

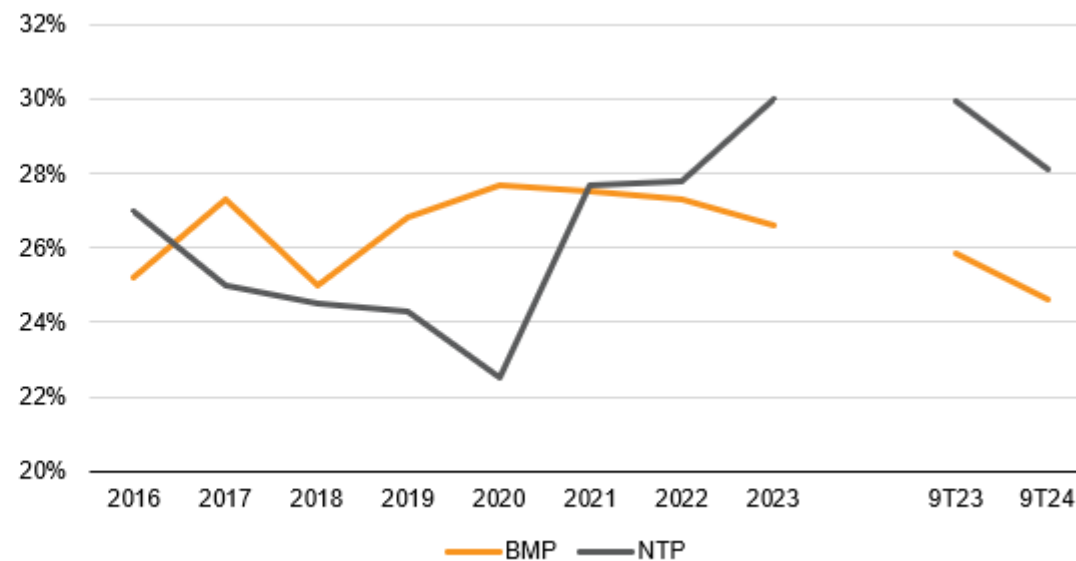


Với sự lạc quan về khả năng phục hồi của thị trường BĐS nội địa và giả định chi phí bán hàng cho các nhà phân phối ở mức tương đối cao, chúng tôi dự phóng sản lượng bán hàng sẽ tăng một chữ số trong năm 2025.

Tổng sản lượng tiêu thụ ống nhựa (tính theo tấn) đã giảm kể từ năm 2021 và duy trì ổn định ở mức khoảng 250.000 tấn trong 9T24



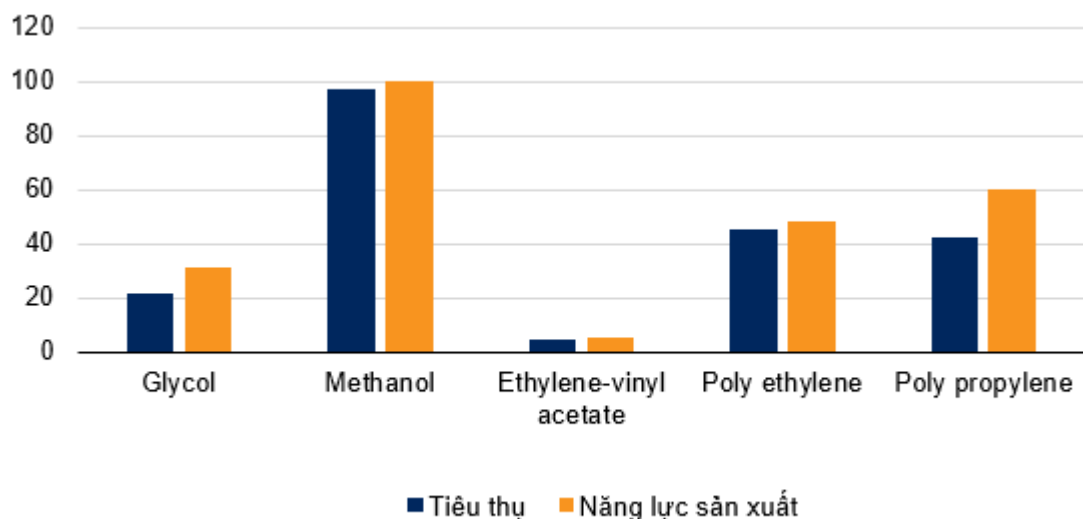
... với thị phần giảm nhẹ của NTP và BMP, hai nhà sản xuất ống nhựa lớn nhất Việt Nam, lần lượt đạt 28% và 25% trong 9T24



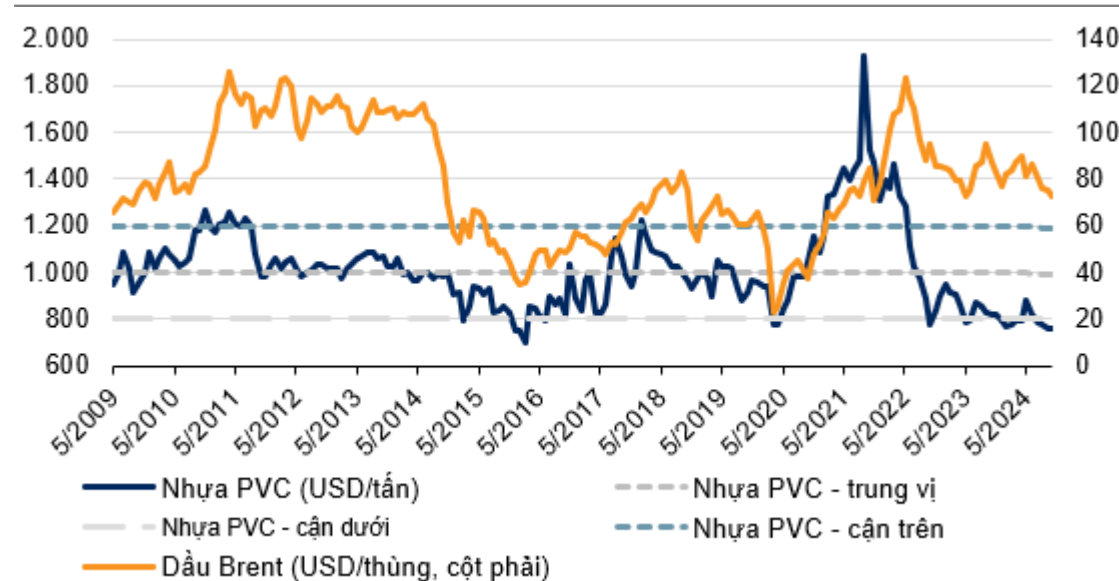
- Bên cạnh chất lượng hàng đầu, BMP và NTP duy trì lợi thế cạnh tranh nhờ vào mức độ nhận diện thương hiệu mạnh mẽ và mạng lưới nhà phân phối vững chắc tại Việt Nam.
- Do biên lợi nhuận gộp cao và tỷ lệ sử dụng công suất thường thấp vì tình trạng dư cung trong ngành, chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp sản xuất ống nhựa sẽ duy trì chi phí bán hàng và chi phí cho nhà phân phối ở mức cao nhằm củng cố thêm thị phần.

Với kịch bản cơ sở của chúng tôi về giá dầu Brent ở mức 70-80 USD/thùng và thị trường bất động sản Trung Quốc chưa thể phục hồi đáng kể, chỉ số giá nhựa PVC có khả năng duy trì gần mức thấp nhất trong lịch sử tám năm, dao động trong khoảng 750-850 USD/tấn.

Lượng cung từ Trung Quốc vượt lượng cầu trong các mảng nhựa quan trọng (triệu tấn)



Giá đầu vào nhựa PVC giảm mạnh hơn so với giá dầu Brent



- Hiện tại, giá nhựa PVC đang ở mức thấp nhất trong 10 năm qua, tương đương với mức từng ghi nhận vào năm 2016 khi xảy ra khủng hoảng xây dựng ở Trung Quốc. Mức giá thấp này chủ yếu do sự yếu kém kéo dài của thị trường bất động sản Trung Quốc, quốc gia thường chiếm khoảng 45-50% nhu cầu PVC toàn cầu và 38% xuất khẩu PVC toàn cầu.
- Kịch bản thận trọng của chúng tôi về giá nhựa PVC duy trì biên lợi nhuận gộp mạnh mẽ cho các doanh nghiệp sản xuất ống nhựa đến năm 2025

So sánh với doanh nghiệp cùng ngành

Mã	Doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hoá	Nợ ròng/VCSH	EV/EBITDA T12M	ROE trượt	P/B hiện tại	P/E trượt
			Triệu USD	%	Lần	%	Lần	Lần
BMP VN EQUITY	Binh Minh Plastics JSC	Việt Nam	421	(73)	5.0	34.4	3.6	10.5
NTP VN EQUITY	Tien Phong Plastic JSC	Việt Nam	362	9	8.1	20.7	2.7	13.5
FNXP IN EQUITY	Finolex Industries Ltd	Ấn Độ	1,875	(27)	23.4	9.0	2.8	33.8
JI IN EQUITY	Jain Irrigation Systems Ltd	Ấn Độ	538	70	9.5	0.9	0.9	48.8
CROWN PM EQUITY	Crown Asia Chemicals Corp	Philippines	18	(18)	2.4	10.5	0.5	4.9
4246 JP EQUITY	Daikyonishikawa Corp	Nhật Bản	302	1	2.3	7.4	0.5	7.5
002108 CH EQUITY	Cangzhou Mingzhu Plastic Co Ltd	Trung Quốc	842	5	N/A	3.3	1.2	36.2
002641 CS EQUITY	Era Co Ltd	Trung Quốc	771	(7)	N/A	4.3	1.0	24.5
1305 TT EQUITY	China General Plastics Corp	Đài Loan	220	19	68.4	(4.1)	0.8	N/A
035200 KS EQUITY	Plumb Fast Co Ltd	Hàn Quốc	22	(43)	4.7	3.5	0.7	21.4
Trung bình			537	(6)	15.5	9.0	1.5	22.4
Trung vị			391	(3)	6.6	5.9	0.9	21.4

BMP | (Báo cáo KQKD Q3/2024)

Thông tin cổ phiếu:

Giá mục tiêu	VND140,000
Tiềm năng tăng giá	15,7%
Tỷ suất cổ tức	9,5%
Tăng trưởng EPS trong 2024	248,5%
Thị giá vốn (tr USD)	417,7
GTGDĐQ 3 tháng (tr USD)	1,0
Sở hữu NN (tr USD)	68,9
P/E trượt	10,5x
P/B hiện tại	3,6x
ROE	36%

Chỉ số tài chính

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	-11%	2%	8%	5%
Biên LN gộp	41%	43%	41%	39%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.041	1.049	1.150	1.103
Tăng trưởng LN ròng	50%	1%	10%	-4%
Biên LN ròng	20%	20%	20%	19%
P/E	8,3	9,9	9,0	9,4
P/B	3,2	3,8	3,6	3,4
ROAE	39%	39%	42%	38%
Nợ/VCSH ròng	-73%	-70%	-70%	-70%
Tỷ suất cổ tức	6%	9%	9%	9%

Luận điểm đầu tư:

Sự phục hồi của thị trường bất động sản sẽ thúc đẩy tăng trưởng sản lượng 14%/8% trong Q4/24 và 2025: Bên cạnh chất lượng vượt trội, BMP còn duy trì các lợi thế cạnh tranh với nhận diện thương hiệu mạnh mẽ và mạng lưới phân phối vững chắc tại thị trường phía Nam, nơi mà hàng nhập khẩu ít có ảnh hưởng. Do đó, với sự lạc quan vào sự phục hồi của thị trường bất động sản, chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán hàng quý 4 năm 2024 và năm 2025 sẽ tăng 14%/8% svck.

Thị trường bất động sản Trung Quốc âm ảm sẽ giữ giá nguyên liệu PVC ở mức thấp: Với kịch bản của chúng tôi dự phóng rằng giá dầu Brent ở mức 80 USD/thùng và thị trường bất động sản Trung Quốc chưa thể phục hồi mạnh mẽ, giá nhựa PVC theo chỉ số có thể duy trì ở mức thấp nhất trong vòng 8 năm qua, dao động từ 750-850 USD/tấn.

Chi phí bán hàng cho các nhà phân phối sẽ duy trì ở mức cao trong năm tới: Với biên lợi nhuận gộp cao và tỷ lệ tiêu thụ thấp do cung vượt cầu hiện nay, chúng tôi tin rằng BMP sẽ duy trì chi phí bán hàng cho các nhà phân phối ở mức cao từ 8-9% để duy trì tính cạnh tranh với các đối thủ.

Tỷ suất cổ tức 9,5% đang chờ đợi: BMP có khả năng duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao như đã làm từ năm 2018 sau khi được mua lại bởi SCG Thái Lan. Tỷ lệ chi trả đã đạt 99% lợi nhuận trong suốt 5 năm liên tiếp. BMP đã công bố cổ tức tạm ứng đợt 1 năm 2024 là 5.740 đồng/cổ phiếu (tỷ suất cổ tức 4,5% tính theo giá cổ phiếu hiện tại) với ngày chốt danh sách vào 14/11/2024 và ngày thanh toán vào 5/12/2024.

Top pick

Dầu khí

VNDIRECT

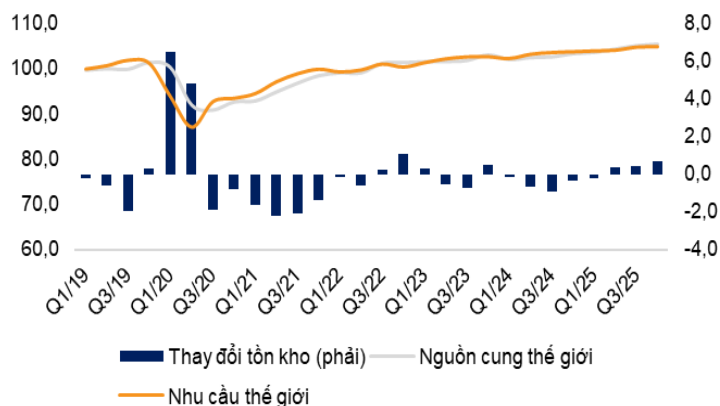
Tâm lý bi quan đối với giá dầu mở ra cơ hội để đầu tư

- Triển vọng giá dầu thấp hơn đè nặng lên tâm lý thị trường đối với nhóm dầu khí
- Việc triển khai các dự án lớn sẽ thúc đẩy hoạt động thượng nguồn trong nước
- Nhu cầu giàn khoan tăng sẽ hỗ trợ cho thị trường khoan tại Đông Nam Á
- Doanh nghiệp phân phối sẽ hưởng lợi từ tiêu thụ xăng dầu tăng và môi trường pháp lý cải thiện



Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent sẽ đạt khoảng 70-75 USD/thùng vào năm 2025, do nhu cầu yếu và nguồn cung tăng.

Dự phóng cân cân cung cầu dầu thô của EIA (triệu thùng/ngày)



Những tác động tiềm tàng của chính quyền Trump 2.0 lên giá dầu toàn cầu

Nguồn cung	Nhu cầu
<ul style="list-style-type: none"> 🚫 Có thể tăng sản lượng dầu khí (O&G) và xuất khẩu LNG của Mỹ. 🚫 Hướng đến kết thúc cuộc khủng hoảng Ukraine-Nga. 🚫 Tăng ảnh hưởng lên các nước OPEC, đặc biệt là các nước Trung Đông. 👍 Tăng áp lực lên Iran. 	<ul style="list-style-type: none"> 👉 Nhu cầu có thể được cải thiện tại Mỹ do giá năng lượng thấp hơn. 🚫 Chiến tranh thương mại với Trung Quốc → Nhu cầu dầu thô giảm.

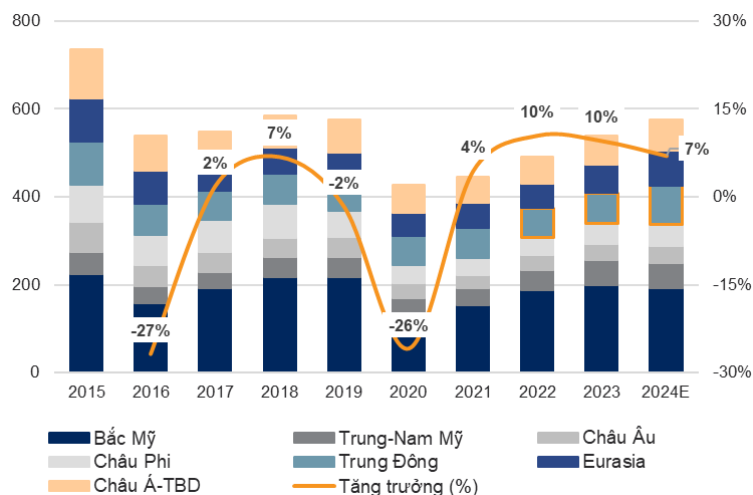
Dự phóng giá dầu giai đoạn 2025/26 bởi một số tổ chức đánh giá tín nhiệm lớn (USD/thùng)

Tổ chức/công ty	Dữ liệu ngày	2025	2026
JPMorgan Chase & Co	19/12/2024	73	61
BMI	13/12/2024	76	75
Rabobank	05/11/2024	68	69
Goldman Sachs Group	09/12/2024	76	71
Bank of America Merrill Lynch	09/12/2024	65	63
Morgan Stanley	05/12/2024	70	70
U.S Department of Energy	10/12/2024	74	N/A
Bloomberg consensus	26/12/2024	74	73
Trung bình		72	69

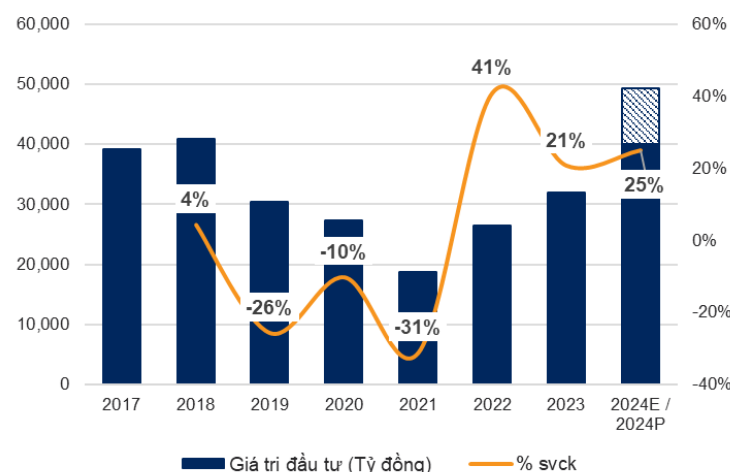
- Chúng tôi dự phóng giá dầu Brent sẽ ở mức 70-75 USD/thùng trong 2025, giảm so với mức 80 USD năm 2024 do nguồn cung vượt quá nhu cầu trong bối cảnh bất ổn kéo dài.
- Tăng trưởng sản lượng ngoài OPEC, dẫn đầu là Mỹ, Brazil và Guyana, cùng với việc chấm dứt cắt giảm tự nguyện của OPEC+ vào giữa năm 2025 là các yếu tố thúc đẩy đáng kể nguồn cung. Hàng tồn kho toàn cầu tăng cũng sẽ tiếp tục tăng áp lực giảm giá dầu.
- Về phía nhu cầu, EIA dự báo tiêu thụ dầu sẽ tăng 1,5 triệu thùng/ngày vào năm 2025 do phục hồi kinh tế ở các nước ngoài OECD, đặc biệt là ở châu Á. Tuy nhiên, tăng trưởng chậm hơn ở các quốc gia OECD do sự tăng hiệu quả sử dụng năng lượng và nhu cầu sử dụng xe điện tăng cao có thể làm giảm nhu cầu. Nhu cầu tiêu thụ theo mùa và tiêu thụ công nghiệp, chẳng hạn như tiêu thụ nhiên liệu cho tàu chở dầu ở châu Á, sẽ là các yếu tố giúp ổn định thị trường.
- Trong năm 2025, chúng tôi cho rằng các chính sách sắp tới của chính quyền Tổng thống Trump có thể tạo ra nhiều yếu tố bất định trên thị trường dầu toàn cầu. Việc thay đổi các chính sách, tăng sản lượng dầu mỏ và mở rộng cơ sở hạ tầng dành cho nhiên liệu hóa thạch tại Mỹ có thể đẩy mạnh nguồn cung, trong khi những nỗ lực chấm dứt xung đột Ukraine-Nga có thể gây thêm áp lực lên giá dầu. Ngược lại, các biện pháp trừng phạt mới hoặc các hành động địa chính trị nhắm vào các quốc gia xuất khẩu dầu mỏ quan trọng như Iran và Venezuela có thể thắt chặt thị trường, góp phần khiến dầu giá tăng.

Dự báo trái chiều đến từ các tổ chức lớn trong năm 2025, nhưng đầu tư thượng nguồn vẫn sẽ duy trì ở mức cao.

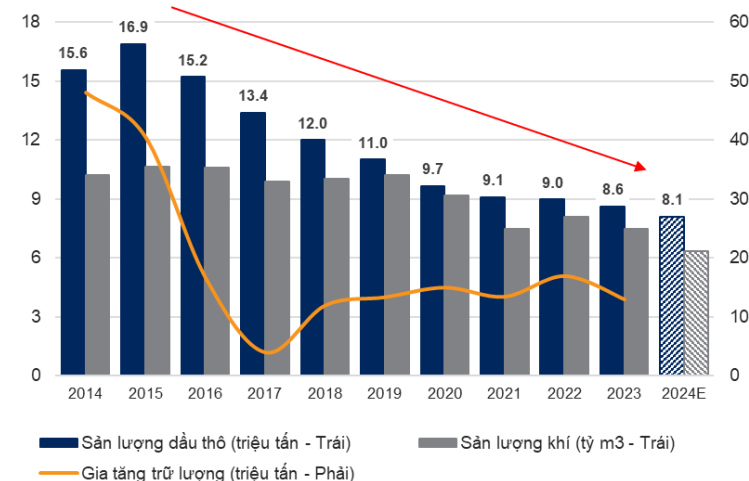
IEA ước tính giá trị đầu tư vào thượng nguồn toàn cầu sẽ tăng 7% svck trong 2024 (tỷ USD)



Đầu tư của PVN tăng từ năm 2021, nhưng đầu tư 2024 thấp hơn so với kế hoạch do một số dự án trọng điểm bị chậm trễ



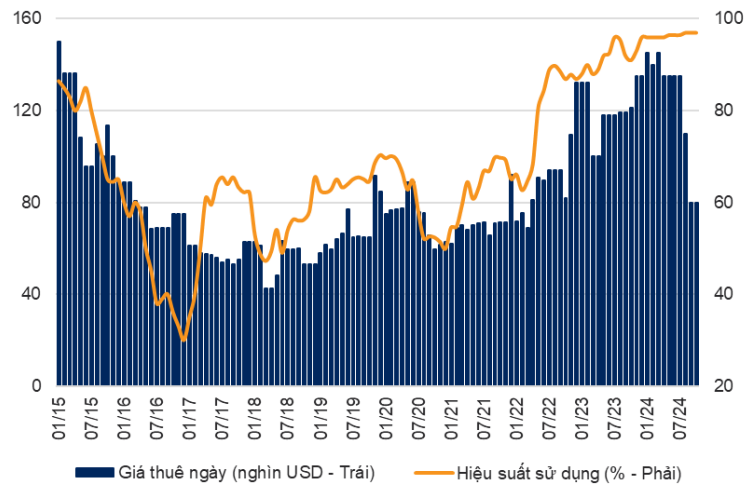
Sản lượng khai thác dầu khí sụt giảm nhân mạnh tính cấp thiết của việc đầu tư vào khu vực thượng nguồn tại Việt Nam



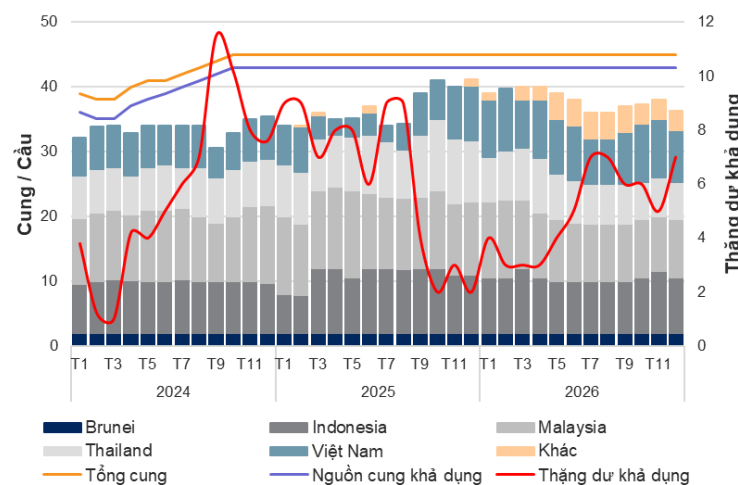
- Sau năm năm liên tiếp tăng trưởng, dự báo về đầu tư thượng nguồn dầu khí vào năm 2025 cho thấy xu hướng ổn định, với các dự báo khác nhau từ các tổ chức uy tín trong ngành. Trong khi Rystad Energy dự phóng mức giảm 2% giá trị các khoản đầu tư thượng nguồn toàn cầu, cho thấy mức ổn định sau giai đoạn tăng trưởng trước đó, Wood Mackenzie dự báo mức tăng 5% cho các khoản đầu tư thượng nguồn trong năm 2025. Bất chấp những dự báo trái chiều từ các tổ chức hàng đầu, nhìn chung đầu tư thượng nguồn toàn cầu trong năm 2025 nhiều khả năng vẫn sẽ duy trì ở mức cao, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp dịch vụ thượng nguồn trong năm tới.
- Tại Việt Nam, PetroVietnam (PVN) ước tính sẽ ghi nhận mức đầu tư ~40.000 tỷ đồng vào năm 2025, tăng 25% svck. Kết quả này thấp hơn so với kế hoạch của PVN là 49.000 tỷ đồng cho năm 2024 do một số chậm trễ của các dự án trọng điểm như Lô B – Ô Môn. Tuy nhiên, khi dự án đã bước vào giai đoạn chế tạo với việc trao thầu đầy đủ (full LOA) vào cuối năm 2024 (cho gói thầu EPCI#1), chúng tôi kỳ vọng PVN sẽ tiếp tục đẩy mạnh đầu tư trong những năm tới, báo hiệu rằng các hoạt động thượng nguồn trong nước như dịch vụ EPCI và khoan thăm dò sẽ ngày càng sôi động vào giai đoạn 2025-2026.

Khó khăn ngắn hạn gây áp lực lên giá thuê giàn tự nâng (JU) ở Đông Nam Á, nhưng triển vọng trung hạn vẫn duy trì ổn định.

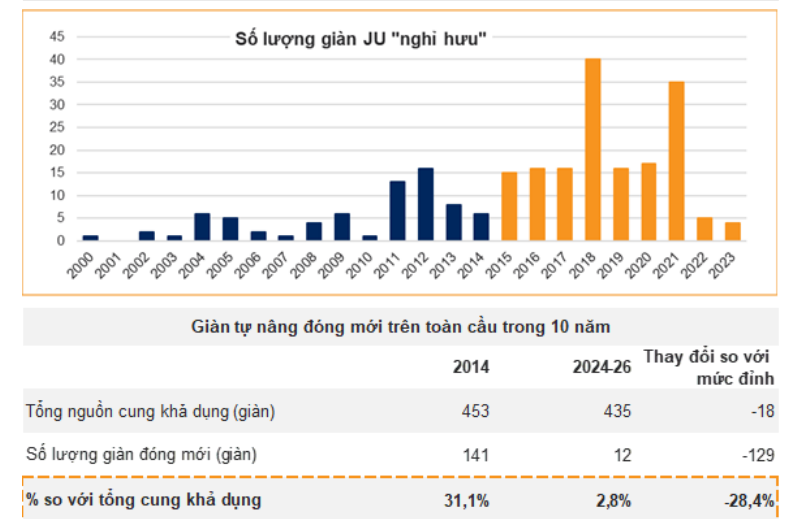
Giá thuê giàn JU trung bình ngày (361-400 IC) tại thị trường giao ngay khu vực ĐNA đã giảm trong những tháng gần đây



Nhu cầu JU ở ĐNA kỳ vọng tăng vào 2025-26, đưa thặng dư giàn khả dụng xuống mức thấp vào cuối 2025 (giàn)



164 giàn JU đã ngừng hoạt động trong 2015-2023 trong khi số đơn đặt hàng đóng mới vẫn ở mức thấp lịch sử (giàn)



- Trong vài tháng qua, thị trường cho thuê giàn khoan JU khu vực Đông Nam Á (ĐNA) cho thấy một số tín hiệu tiêu cực với khoảng giá cho thuê giàn JU 361-400 IC giảm từ 72.000-148.000 USD xuống 72.000-88.000 USD trong tháng 9. Điều này có thể là do tác động ngắn hạn của việc tạm dừng mở rộng của Saudi Aramco, khi một trong những giàn khoan JU của công ty bị đình chỉ (COSLSeeker) chuyển đến Đông Nam Á và chấp nhận hợp đồng khoan dài hạn (5 năm) ở Thái Lan với giá thuê thấp, trong bối cảnh thặng dư JU ở Đông Nam Á vào tháng 9 tăng lên do một số dự án bị giãn hoãn tiến độ.
- Tuy nhiên, với tầm nhìn trung hạn, điều kiện thị trường JU tại khu vực ĐNA vẫn duy trì ổn định. Mặc dù triển vọng giá dầu có vẻ không mấy khả quan, chúng tôi tin rằng giá dầu trung bình vẫn sẽ duy trì trên mức 70 USD/thùng trong năm 2025, đây vẫn là mức giá thuận lợi để triển khai các hoạt động E&P. Theo S&P Global, nhu cầu giàn JU ở ĐNA sẽ tăng từ 33,5 đơn vị vào năm 2024 lên 37/38 đơn vị vào năm 2025-26, được thúc đẩy bởi nhu cầu ngày càng tăng từ các công ty dầu quốc gia trong khu vực. Ngược lại, triển vọng nguồn cung JU vẫn còn khiêm tốn khi các giàn khoan đóng mới vào năm 2024-26 ở mức thấp lịch sử, chỉ tương đương khoảng 2,8% tổng đội giàn JU toàn cầu.
- Nhìn chung, chúng tôi tin rằng mức giá thuê giàn khoan JU 361-400 IC tại khu vực ĐNA sẽ phục hồi trong vài tháng tới, trở lại mức trung bình trên 100,000 USD. Dù dự địa tăng giá có thể bị giới hạn do triển vọng giá dầu giảm sẽ phần nào giới hạn ngân sách cho các hoạt động khoan, mức giá này vẫn có lợi cho các nhà thầu khoan Việt Nam như PVD.

Nhiều dự án thượng nguồn trong nước đang bước vào giai đoạn triển khai sẽ thúc đẩy KQKD của các nhà thầu EPCI.

Các dự án thượng nguồn lớn trong nước đang được triển khai (triệu USD)

Dự án	Capex (tr USD)	Thời gian					
		2022	2023	2024	2025	2026	2027
Đại Hùng pha 3	112		■	■			
Kinh Ngư Trắng	650			■	■		
Lạc Đà Vàng	693				■	■	
Sư Tử Trắng pha 2B	1.100					■	■
Nam Du - U Minh	N/A					■	■
Thiên Nga - Hải Âu	349					■	■
Lô B - Ô Môn	6.700				■	■	■

Đang triển khai
 Dự kiến được triển khai

Dự án Lô B Ô Môn trị giá hàng tỷ USD vẫn là động lực chính cho ngành dầu khí Việt Nam trong những năm tới

	Capex (tr. USD)	Phạm vi công việc	Hoạt động	DN hưởng lợi chính	Mức độ
Thượng nguồn: Dự án phát triển mỏ khí Lô B	6.700	<ul style="list-style-type: none"> Một giàn công nghệ trung tâm (CPP), 1 giàn nhà ở, tháp đuốc và cầu nối 46 giàn đầu giếng và ~750 giếng khai thác Một kho nổi chứa condensate (FSO) 	EPCI	PVS*	●
			Tàu FSO	PVS	●
			Khoan/Dịch vụ giếng	PVD	●
Trung nguồn: Đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn	1.300	<ul style="list-style-type: none"> Tuyến ống biển dài 295km Tuyến ống bờ dài 102km Trạm tiếp bờ và trung tâm phân phối khí 	Phân phối khí	GAS*	●
			Bọc ống	PVB*	●
			EPCI	PVS*	●

* Các gói thầu/hợp đồng đã trao

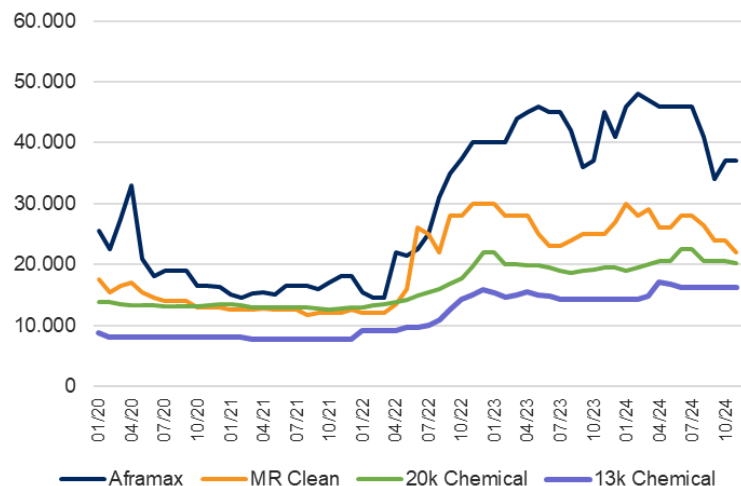
PVS được kỳ vọng hưởng lợi nhiều nhất từ dự án Lô B Ô Môn với lợi thế tham gia hầu hết các dự án chính

Các gói thầu chính của dự án Lô B pha 1	Giá trị (tr USD)	Nhà thầu	Tình trạng
Thượng nguồn EPCI#1	1.086	McDermott & PTSC	<ul style="list-style-type: none"> Trao thầu hoàn chỉnh vào T9/2024. Đang trong giai đoạn chế tạo, tổng tiến độ toàn gói đạt 12,82%
Thượng nguồn EPCI#2	300	PTSC M&C	Đang trong giai đoạn chế tạo, tổng tiến độ toàn gói đạt 24,39%
Thượng nguồn Tàu FSO	N/A	-	Gói thầu dự kiến sẽ trao trong năm 2025
Trung nguồn EPCI tuyến ống bờ	314	PTSC & Lilama 18	<ul style="list-style-type: none"> Trao thầu hoàn chỉnh vào T5/2024. Đang trong giai đoạn chế tạo
Trung nguồn PC tuyến ống biển	750	-	-

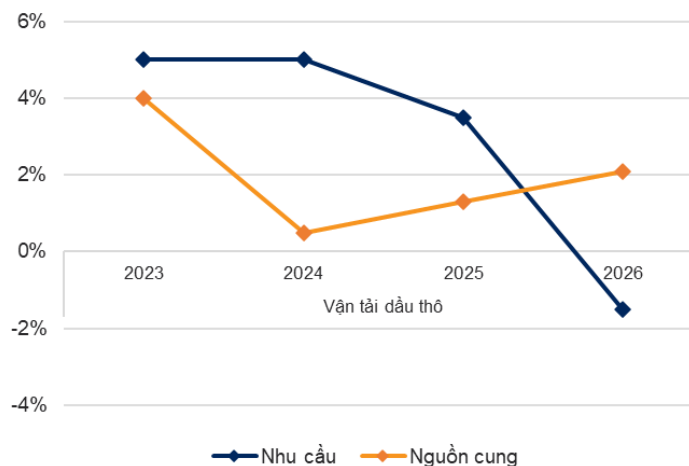
- Các buổi lễ khởi công chế tạo cho các dự án thượng nguồn trọng điểm tại Việt Nam như Lô B và Lạc Đà Vàng trong nửa cuối năm 2024 là tín hiệu cho việc giai đoạn mua sắm và chế tạo – một trong những giai đoạn cao điểm của dự án – chỉ mới bắt đầu, đồng nghĩa việc dòng doanh thu lớn đến từ các dự án này sẽ bắt đầu đóng góp vào kết quả kinh doanh của các nhà thầu EPCI trong thời gian tới. Theo quan điểm của chúng tôi, giá trị backlog lớn từ các dự án này sẽ hỗ trợ HĐKD của nhà thầu EPCI trong năm 2025-27.
- Dự án Lô B Ô Môn đã đạt được cột mốc quan trọng trong nửa cuối 2024 với việc trao thầu đầy đủ cho gói thầu quan trọng nhất, EPCI#1. Tiến độ tổng thể lần lượt đạt 12,82% và 24,39% đối với các gói thầu EPCI#1 và EPCI#2 tính đến cuối năm 2024. Chúng tôi cho rằng hai gói thầu có giá trị lớn còn lại, bao gồm gói thầu cung cấp tàu FSO và PC (mua sắm và xây dựng) đường ống ngoài khơi, sẽ được trao vào nửa đầu năm 2025 và dòng khí đầu tiên của dự án sẽ chính thức về bờ từ Q3/27.
- PVS nhìn chung sẽ là doanh nghiệp được hưởng lợi lớn nhất từ xu hướng này với việc tham gia vào hầu hết các gói thầu chính tại dự án Lô B và Lạc Đà Vàng với tư cách là tổng thầu, tiếp theo là một số nhà thầu phụ như PVB với tư cách là nhà thầu thi công bọc ống.

Mặc dù có sự điều chỉnh, chúng tôi cho rằng điều kiện thị trường vận tải dầu khí vẫn sẽ tích cực trong năm 2025.

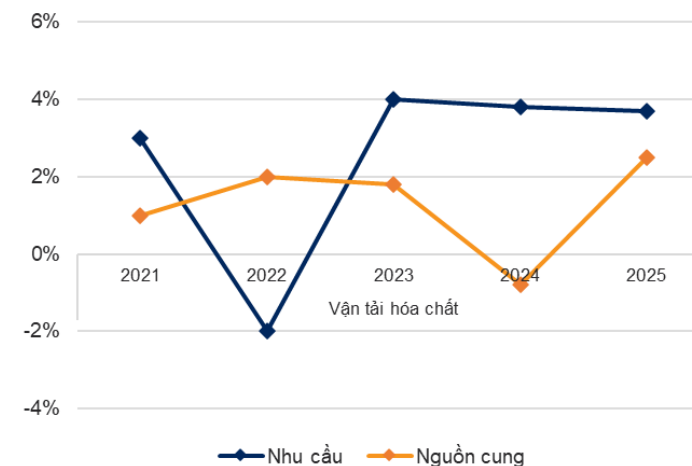
Giá cước định hạn tàu dầu thô và dầu sản phẩm đã hạ nhiệt, trong khi giá cước tàu hóa chất vẫn ổn định (USD/ngày)



Cung/cầu tàu chở dầu thô toàn cầu



Cung/cầu tàu chở hóa chất toàn cầu



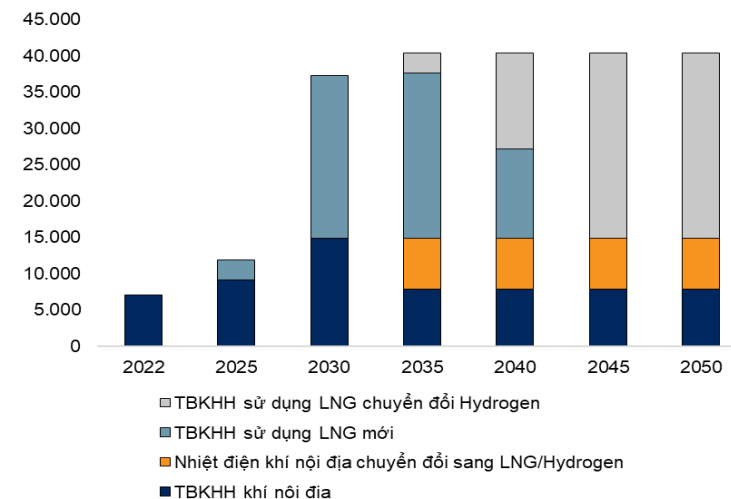
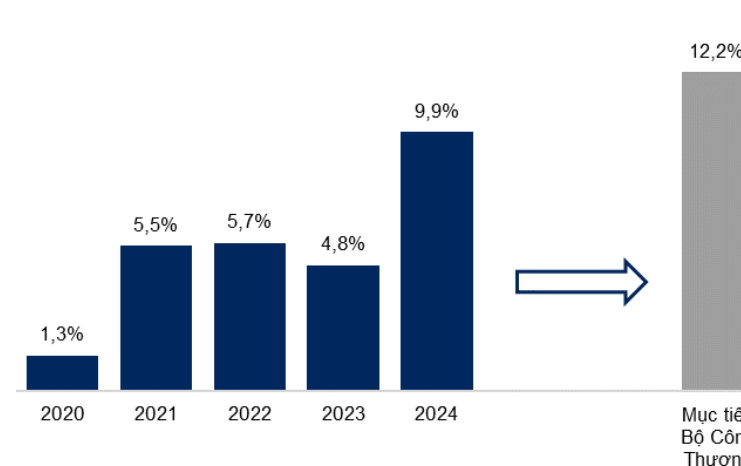
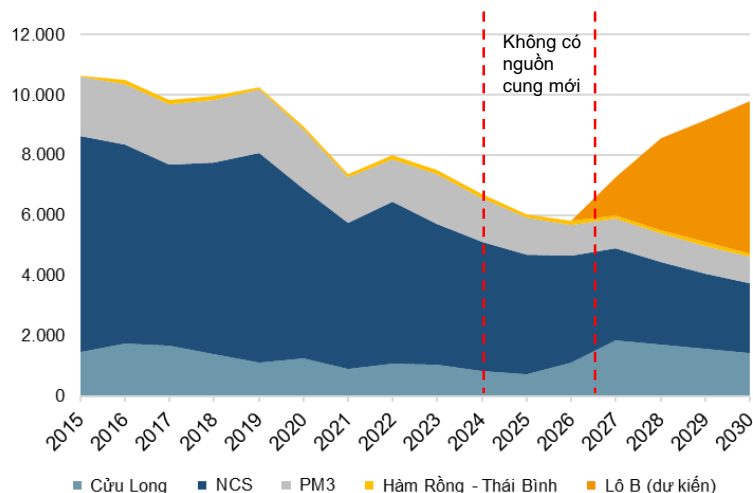
- Trong những tháng gần đây, giá tàu vận chuyển dầu thô và nhiên liệu đã giảm do nhu cầu châu Á thấp, chủ yếu là do nền kinh tế Trung Quốc chậm lại trong khi sản xuất của Mỹ tiếp tục tăng, trong khi cước tàu vận chuyển hóa chất vẫn ổn định. Trong năm 2025, BIMCO dự báo điều kiện thị trường cho tàu chở dầu thô sẽ được cải thiện, trong khi tàu chở dầu thành phẩm có thể chịu áp lực suy giảm nhẹ. Tuy nhiên, đến năm 2026, nhu cầu đối với cả hai loại tàu này dự kiến sẽ giảm khi các tuyến vận chuyển trở lại bình thường, thay vì phải tránh Biển Đỏ và kênh đào Suez, dẫn đến quãng đường vận chuyển ngắn hơn. Ngược lại, thị trường vận chuyển hóa chất vẫn được kỳ vọng duy trì ổn định nhờ nhu cầu bền vững từ châu Á và triển vọng nguồn cung tàu hạn chế.
- Trong năm tới, các chính sách sắp tới của Tổng thống Trump có thể tạo ra nhiều sự bất định cho thị trường vận tải dầu khí. Việc thúc đẩy sản xuất và xuất khẩu dầu khí của Mỹ có thể làm gia tăng nhu cầu vận chuyển dầu trên các tuyến đường dài từ khu vực Đại Tây Dương đến châu Á. Tuy nhiên, một cuộc chiến tranh thương mại tiềm tàng với Trung Quốc có nguy cơ làm suy giảm nhu cầu dầu, trong khi các nỗ lực nhằm chấm dứt xung đột giữa Ukraine và Nga có thể dần khôi phục dòng chảy thương mại năng lượng toàn cầu về trạng thái bình thường.
- Nhìn chung, chúng tôi cho rằng điều kiện thị trường chung đối với thị trường vận tải hàng lỏng năm 2025 vẫn tích cực với các DN vận tải đã và đang được trang bị tốt với đội tàu được mở rộng mạnh trong thời gian qua như PVT.

Sự cạn kiệt nguồn khí nội địa đang dẫn đến sự phụ thuộc ngày càng lớn vào nhập khẩu LNG và các dự án điện khí LNG theo Quy hoạch Điện VIII mở đường cho sự tăng trưởng trong tương lai.

Nguồn cung khí nội địa dự kiến sẽ giảm mạnh trong 2-3 năm tới (Đơn vị: triệu m3)

Tăng trưởng tiêu thụ điện tăng dự kiến sẽ tiếp tục trong 2025 và các năm tới (Đơn vị: % svck)

Theo QHD8, điện khí từ LNG sẽ là mũi nhọn trong giai đoạn 2023-30, chiếm 15% tổng công suất điện vào năm 2030



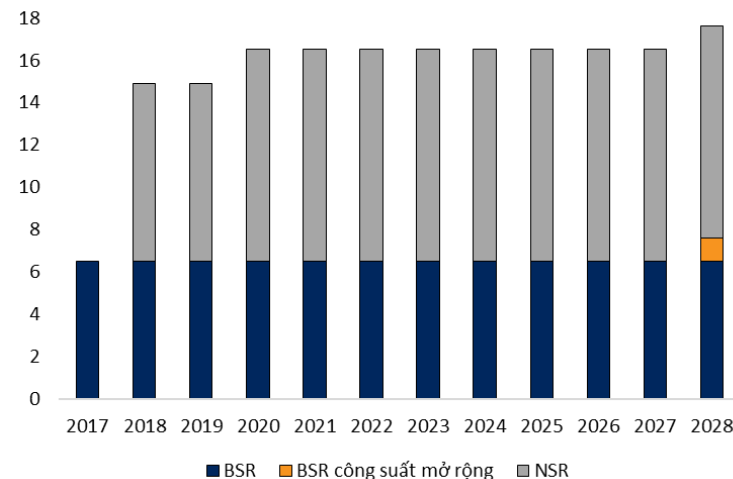
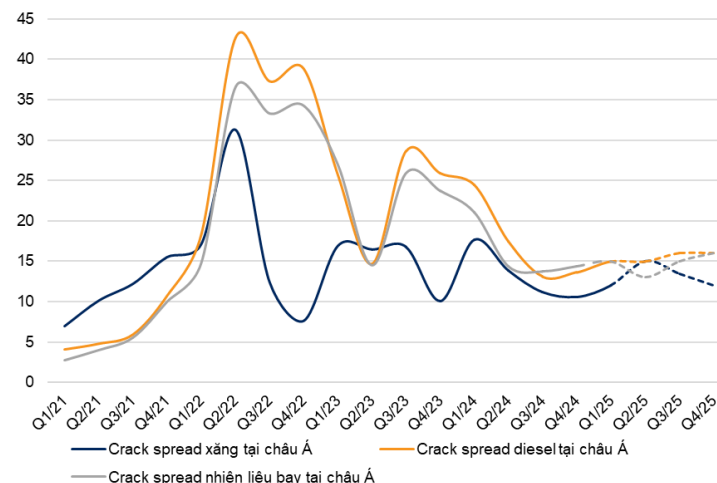
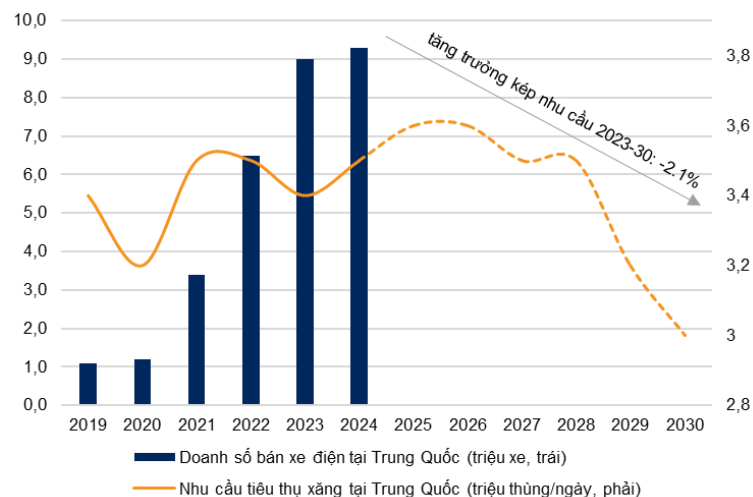
- Việt Nam phải đối mặt với tình trạng thiếu khí đốt nội địa trong ngắn hạn và trung hạn do sản lượng từ các mỏ hiện tại đang suy giảm và không có nguồn bổ sung đáng kể cho đến năm 2027. Dự kiến dự án Lô B sẽ chỉ bắt đầu bổ sung nguồn khí nội địa từ Q3/27. Sự thiếu hụt này đang tạo áp lực lên các DN sản xuất điện, buộc họ phải tìm kiếm các nguồn thay thế để giải quyết khoảng cách ngày càng lớn trong nguồn cung.
- Trong khi đó, nhu cầu điện của Việt Nam được dự báo sẽ tăng 12,2% vào năm 2025 và hơn thế nữa trong các năm tiếp theo để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Nguồn điện ổn định mới hạn chế trong thời gian tới làm tăng nguy cơ thiếu hụt điện trong mùa cao điểm. Kế hoạch năm 2025 của Bộ Công Thương dự kiến điện khí sẽ chiếm 8,2% nguồn cung điện, trong đó điện khí LNG sẽ chiếm khoảng 40%, nhấn mạnh sự cần thiết của việc chuyển đổi điện khí LNG.
- Để thu hẹp khoảng cách này, Việt Nam đang đẩy mạnh sản xuất điện chạy bằng LNG. Các dự án trọng điểm như NT3 và NT4 sẽ bắt đầu hoạt động vào năm 2025-2026, được hỗ trợ bởi giá LNG nhập khẩu ở mức phải chăng và các chính sách giá mới. LNG cũng là trọng tâm trong chiến lược năng lượng dài hạn của Việt Nam theo Quy hoạch điện VIII, với mục tiêu LNG là nền tảng của tăng trưởng năng lượng đến năm 2035.
- Trong bối cảnh này, chúng tôi tin rằng các công ty trực tiếp tham gia vào quá trình chuyển đổi LNG sẽ là các cơ hội đầu tư hấp dẫn.

Các nhà máy lọc dầu trong nước phải đối mặt với những khó khăn ngắn hạn khi crack-spread hẹp lại và không có kế hoạch mở rộng trong trung hạn.

IEA dự đoán nhu cầu xăng của Trung Quốc sụt giảm từ 2025 nhờ tỷ lệ sử dụng xe điện tăng nhanh chóng

Crack-spread có thể thoát đáy vào năm 2025, nhưng mức trung bình năm 2025 vẫn thấp hơn so với năm 2024

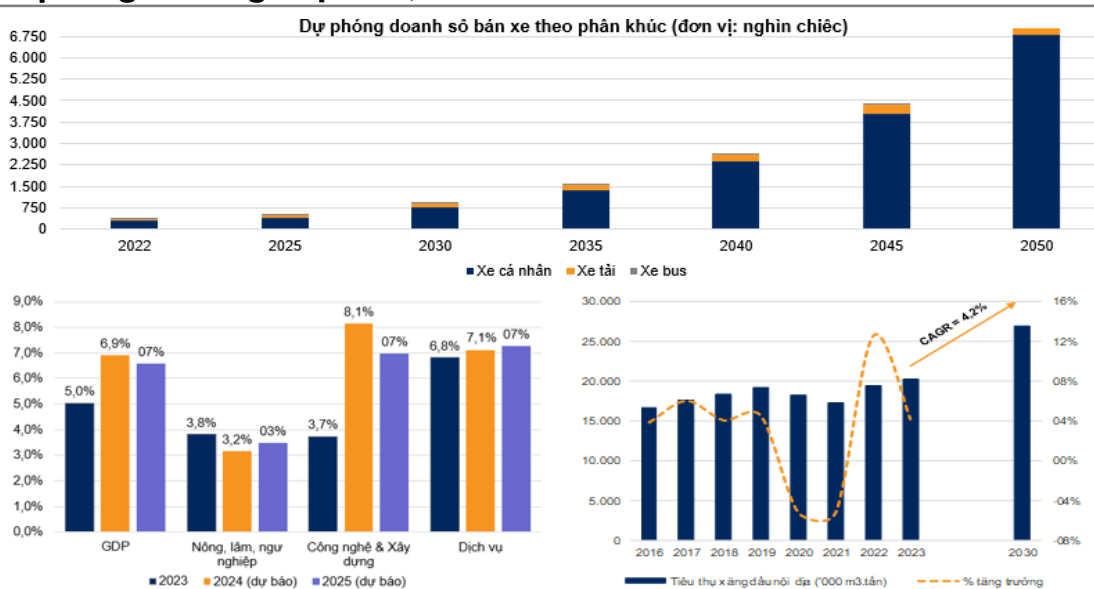
Công suất lọc dầu thiết kế của Việt Nam sẽ không tăng cho đến năm 2028 (triệu tấn)



- Các nhà máy lọc dầu trong nước đang thiếu động lực ngắn hạn khi: 1) crack-spread giảm từ năm 2025; 2) tăng trưởng sản lượng hạn chế bởi công suất.
- Trong Q4/24, crack-spread đối với dầu diesel và nhiên liệu máy bay tăng nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái do nhu cầu sưởi ấm cao hơn vào mùa đông và kỳ nghỉ cuối năm. Tuy nhiên, crack spread xăng tiếp tục giảm do nhu cầu yếu.
- Chúng tôi dự báo crack-spread sẽ giảm dần trong hai năm tới, khi S&P Global nhận định biên lợi nhuận lọc dầu đang bước vào chu kỳ suy giảm. Nguyên nhân chính đến từ sự mất cân đối giữa tốc độ tăng trưởng nhu cầu chậm lại do sự phát triển của xe điện và việc gia tăng đáng kể công suất lọc dầu mới. Đồng thời, Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế dự đoán crack-spread nhiên liệu máy bay sẽ giảm mạnh vào năm 2025, có thể chạm mức thấp nhất 12 USD/thùng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng crack spread trung bình của xăng, diesel và nhiên liệu bay sẽ giảm từ 2-9% svck trong 2025.
- Với chính sách ưu tiên doanh nghiệp trong nước, các nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn đã vận hành vượt 100% công suất thiết kế (ngoại trừ thời gian bảo dưỡng). Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng sản lượng tại các nhà máy lọc dầu trong nước hiện đang bị hạn chế do thiếu khả năng mở rộng công suất, ít nhất là đến năm 2028, khi dự án mở rộng của BSR được đưa vào hoạt động. Dự án này dự kiến sẽ tăng 17% công suất thiết kế của BSR và nâng tổng công suất lọc dầu thiết kế của Việt Nam lên thêm 6,7%.

Thị trường phân phối xăng dầu của Việt Nam tiếp tục tăng trưởng, thúc đẩy bởi nhu cầu nội địa tăng và dự thảo kinh doanh xăng dầu mới giúp tăng cường sự ổn định thị trường và cải thiện lợi nhuận cho DN nhà phân phối.

Sự tăng trưởng của các phương tiện xe, ngành công nghiệp và dịch vụ sẽ thúc đẩy tiêu thụ xăng dầu đến năm 2030 với tốc độ tăng trưởng kép là 4,2%



Những thay đổi quan trọng trong nghị định kinh doanh mới mang lại lợi ích cho các nhà phân phối xăng dầu

Yếu tố	Nghị định 80/2023 (Hiện hành)	Nghị định mới (Dự thảo)	Giải thích
Công thức giá bán lẻ	Giá cơ sở	Dự thảo giới thiệu công thức tính giá bán lẻ xăng dầu, cho phép doanh nghiệp tự tính giá dựa trên các yếu tố do Nhà nước công bố, dưới sự giám sát của cơ quan quản lý.	Cho phép doanh nghiệp tự định giá bán lẻ, phù hợp hơn với chi phí thực tế của họ.
Chi phí kinh doanh cố định	Bộ Tài chính sẽ rà soát hàng năm	Chi phí kinh doanh cố định sẽ được điều chỉnh tăng hoặc giảm dựa trên chỉ số CPI trung bình của năm trước do Tổng cục Thống kê công bố và được rà soát lại 3 năm một lần hoặc khi có các thay đổi bất thường.	Giúp các DN phân phối cải thiện biên lợi nhuận khi chi phí kinh doanh cố định được điều chỉnh hàng năm dựa trên chỉ số CPI do Bộ Công Thương và Bộ Tài chính công bố. Trong nền kinh tế đang phát triển, chỉ số CPI của Việt Nam có xu hướng tăng hàng năm, đảm bảo chắc chắn tăng trưởng lợi nhuận gộp.
Quy định bổ sung đối với thương nhân đầu mỗi tham gia thị trường phân phối xăng dầu		Thương nhân đầu mỗi phải hoạt động với tư cách là nhà bán buôn ít nhất 36 tháng, kết nối với Bộ Công Thương về dữ liệu lưu trữ và đảm bảo cung cấp ít nhất 100.000 m ³ xăng dầu mỗi năm.	Các quy định chặt chẽ hơn giúp các DN phân phối lớn bảo vệ và mở rộng thị phần bằng cách tận dụng năng lực cơ sở hạ tầng và công nghệ mạnh mẽ, đồng thời loại bỏ các thương nhân không đủ điều kiện.

- Thị trường phân phối xăng dầu của Việt Nam có tiềm năng tăng trưởng ổn định, được thúc đẩy bởi giai đoạn tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ của Việt Nam. Tăng trưởng GDP 7,3% trong năm 2025 được hỗ trợ bởi các lĩnh vực công nghiệp và dịch vụ (chiếm phần lớn nhu cầu sản phẩm xăng dầu).
- Chúng tôi kỳ vọng rằng cùng với tăng trưởng kinh tế thúc đẩy tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu ở Việt Nam, việc sử dụng ô tô ngày càng tăng sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ xăng dầu. Đến năm 2030, Bộ Công Thương đặt mục tiêu doanh số ô tô nội địa đạt 1,0 - 1,1 triệu chiếc/năm, tăng trưởng 14 - 16%/năm. Ngân hàng Thế giới cũng dự báo doanh số bán xe tại Việt Nam sẽ đạt 415.999 chiếc vào năm 2025, 758.000 chiếc vào năm 2030 và 1,35 triệu chiếc vào năm 2035. Thị trường xe điện (EV) tại Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn sơ khai và ít gây ra tác động đáng kể đối với tiêu thụ xăng dầu trong thời gian tới.
- Chúng tôi kỳ vọng nghị định kinh doanh xăng dầu mới sẽ tăng cường sự ổn định và minh bạch về nguồn cung trên thị trường. Những doanh nghiệp đầu ngành có thị phần lớn và cơ sở hạ tầng hoàn thiện, chẳng hạn như PLX và OIL, sẽ được hưởng lợi khi nhu cầu tăng nhờ chi phí kinh doanh cố định cao hơn và tăng trưởng sản lượng nội địa nhờ mở rộng thị phần được thúc đẩy bởi các quy định nghiêm ngặt hơn.

PVD | (Báo cáo KQKD Q3/24)

Thông tin cổ phiếu:

		2023	2024	2025	2026	
Thay đổi giá sv tháng trước (%)	-1,3%	Tăng trưởng DT	6.9%	48.5%	(14.5%)	14.6%
Thay đổi giá svck (%)	-17,3%	Tăng trưởng EPS	NM	23.2%	59.7%	39.1%
Giá mục tiêu (đ/cp)	30.900	Biên LN gộp	22.5%	22.0%	29.0%	30.7%
Tiềm năng tăng giá (%)	32,1%	Biên LN ròng	10.1%	8.4%	15.6%	19.0%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	P/E (x)	27	21	13	10
Thị giá vốn (tr USD)	510,3	P/B điều chỉnh (x)	1.07			
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	3,8	ROAE	4.1%	4.9%	7.5%	10.1%
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	197,9	Nợ ròng/VCSH	(1.3%)	(5.0%)	(0.0%)	(10.2%)

Luận điểm đầu tư:

Kỳ vọng giá dầu thấp hơn đè nặng lên tâm lý thị trường đối với các công ty dầu khí

Giá dầu Brent đã giảm từ giữa năm 2024 và hiện giao dịch ở mức đáy kể từ năm 2022. Triển vọng giá dầu vào năm 2025 không tích cực khi việc cắt giảm OPEC+ sắp hết hạn trong khi Trump 2.0 đặt mục tiêu tăng sản lượng O&G của Mỹ và chấm dứt xung đột Ukraine-Nga. Mặc dù tác động của giá dầu rất đa dạng tùy thuộc vào đặc điểm kinh doanh của từng công ty O&G, nhưng triển vọng giá dầu giảm sẽ làm giảm tâm lý thị trường nói chung đối với cổ phiếu O&G.

Bất chấp những thách thức ngắn hạn, triển vọng thị trường JU vẫn có khả năng phục hồi

Thị trường JU Đông Nam Á cho thấy một số tín hiệu tiêu cực với phạm vi giá ban ngày của JU 361-400 IC giảm vào tháng 9 do tác động ngắn hạn của việc tạm dừng mở rộng của Aramco. Trong trung hạn, triển vọng thị trường JU vẫn có khả năng phục hồi do triển vọng cung/cầu JU hỗ trợ củng cố giá thuê JU trung bình trong ngày phục hồi lên 100.000 USD trong những tháng tới. Tuy nhiên, khả năng tăng hơn nữa có thể bị hạn chế vì giá dầu giảm sẽ hạn chế ngân sách cho các hoạt động khoan.

Triển vọng thu nhập của PVD được hỗ trợ bởi các hợp đồng đã ký kết

Hiện tại, hầu hết tất cả các giàn khoan JU của PVD đã đảm bảo hợp đồng khoan đến năm 2026 với tỷ lệ trong ngày có xu hướng cao hơn trong thời gian gia hạn (+19,4%/12%/3% trong năm tài chính 24-26 theo ước tính của chúng tôi). Điều này giúp công ty loại bỏ tác động ngắn hạn của biến động thị trường JU, đảm bảo tăng trưởng thu nhập của công ty trong hai năm tới. Đây cũng là trụ cột cho dự báo của chúng tôi về tốc độ CAGR NP của PVD là 40% trong năm tài chính 24-26.

Định giá hiện thấp hơn với triển vọng tăng trưởng vững chắc của công ty

Sự điều chỉnh giá cổ phiếu hiện tại đưa P/B của PVD lên 0,82 lần, thấp hơn nhiều so với P/B trung bình lịch sử là 1,0 lần, điều này không phản ánh đúng triển vọng tăng trưởng vững chắc của công ty và ROE sẽ tăng gấp đôi trong hai năm tới.

PLX | (Báo cáo KQKD Q3/24)

Thông tin cổ phiếu:

		2023	2024	2025	2026	
PLX		Tăng trưởng doanh thu	(9,8%)	3,5%	(1,3%)	(0,5%)
Thay đổi giá sv tháng trước (%)	-6,3%	Tăng trưởng EPS	94,0%	8,3%	29,9%	21,0%
Thay đổi giá svck (%)	12,9%	Biên lợi nhuận gộp	5,6%	5,9%	6,5%	6,8%
Giá mục tiêu (đ/cp)	46.100	Biên lợi nhuận ròng	1,0%	1,1%	1,4%	1,7%
Tiềm năng tăng giá (%)	22,9%	P/E (lần)	19,5	16,6	12,8	13,2
Tỷ suất cổ tức (%)	4,0%	P/B (lần)	1,6	0,0	0,0	0,0
Thị giá vốn (tr USD)	1.869,2	ROAE	10,8%	11,6%	14,4%	16,5%
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	3,7	Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	(24,1%)	(23,1%)	(23,7%)	(24,7%)
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	48,2					

Luận điểm đầu tư:
Giá dầu giảm mạnh hơn dự phóng đem đến tác động trái chiều lên biên LN gộp

Giá dầu toàn cầu gần đây đã chạm mức thấp nhất kể từ tháng 12/2021, do nhu cầu yếu hơn và nguồn cung tăng. Chúng tôi kỳ vọng OPEC+ trì hoãn kế hoạch tăng sản lượng đến tháng 12 có thể đẩy giá dầu Brent lên khoảng 80 USD/thùng, dẫn giá dầu trong năm 2024/25 xuống trung bình ~82/78 USD/thùng. Sự sụt giảm này có thể làm chậm tăng trưởng doanh thu năm 2024 của PLX xuống 4,5% so với cùng kỳ năm ngoái trong khi lợi nhuận gộp năm 2024 tăng 18%, điều này hỗ trợ GM. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng giá dầu giảm cũng sẽ dẫn đến tăng các khoản dự phòng giảm giá hàng tồn kho một lần.

Chi phí giao dịch cố định cao hơn và nghị định kinh doanh xăng dầu mới hỗ trợ biên LN gộp

Vào T7/24, Bộ Công Thương đã công bố điều chỉnh chi phí giao dịch cố định, một yếu tố quan trọng trong việc xác định lợi nhuận gộp của các nhà phân phối. Chi phí giao dịch cố định trên mỗi lít RON95 và dầu diesel tăng lần lượt 6% và 14% so với mức điều chỉnh vào tháng 7/2023. Bộ Công Thương cũng đã trình dự thảo nghị định mới đề xuất những thay đổi hơn nữa có lợi cho các nhà phân phối vào tháng 9. Những điều chỉnh này, cùng với tác động của giá dầu giảm, dự kiến sẽ thúc đẩy GM của PLX trong năm 2024-25. Xem xét những thay đổi này và ảnh hưởng của việc giảm giá dầu nêu trên, chúng tôi kỳ vọng GM của PLX sẽ tăng 0,7/0,3% điểm lên 6,3% cho năm 2024 và 6,5% cho năm 2025.

Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán xăng sẽ tiếp tục tăng trưởng

Khối lượng bán xăng dầu trong Q2/24 của PLX tăng 2,3% YoY từ mức cơ sở cao trong Q2/23 (vượt trội so với mức trung bình hàng quý 5 năm là 10%), được thúc đẩy bởi nhu cầu tiêu thụ tăng và giành được thị phần từ các nhà giao dịch bị thu hồi giấy phép. Chúng tôi kỳ vọng khối lượng bán xăng dầu trong nước của PLX sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 6,0% trong năm tài chính 24-25 được thúc đẩy bởi: 1) điều kiện kinh tế được cải thiện mạnh mẽ dẫn đến tiêu thụ sản phẩm dầu mỏ cao; 2) Nhu cầu xăng dầu ngày càng tăng của Việt Nam với tốc độ CAGR dự kiến là 4,2% trong năm tài chính 23-30; và 3) thị phần mở rộng.

So sánh với các công ty khác trong ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	Giá mục tiêu	Nợ ròng/VCSH	Tăng trưởng DT	Tăng trưởng EPS	Tỷ suất cổ tức	ROE (%)	ROA (%)	P/E (lần)	P/B (lần)
					2025	2025	2025	TTM	TTM	TTM	Hiện tại
Ngành dịch vụ khoan dầu											
Velesto Energy Bhd	VEB MK	292	N/A	9,4	-12,1	-32,0	2,5	9,3	7,2	6,0	0,6
Borr Drilling Ltd	BORR NO	945	N/A	162,6	8,1	114,2	7,3	8,8	2,6	10,4	0,9
Valaris Ltd	VAL US	3.305	N/A	26,8	1,3	19,4	0,0	65,2	27,5	3,2	1,6
Transocean	RIG US	3.643	N/A	68,1	9,5	308,9	0,0	-6,1	-3,2	N/A	0,4
<i>Trung bình</i>					1,7	102,6	2,4	19,3	8,6	6,5	0,9
PVDrilling	PVD VN	481	30.900	-1,3	-14,5	59,7	0,0	4,5	3,0	22,0	0,8
Ngành dịch vụ dầu khí											
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	148	N/A	-14,4	1,4	-31,5	121,9	8,0	2,9	N/A	0,5
Yinson Holdings	YNS MK	1.720	N/A	166,6	-16,0	7,3	1,6	11,2	3,1	10,2	1,1
Seatrium Ltd	STM SP	5.529	N/A	20,0	16,8	159,1	0,0	-23,6	-9,2	N/A	1,2
Hyundai Engineering	000720 KS	2.001	N/A	-20,9	-6,4	8,7	2,4	5,1	1,8	6,8	0,3
<i>Trung bình</i>					-1,0	35,9	31,5	0,2	-0,4	8,5	0,8
PTSC	PVS VN	599	46.800	-61,6	48,8	26,1	3,1	8,3	3,9	14,1	1,2
Ngành vận tải dầu khí											
Vietnam Tanker JSC	VTO VN	44	N/A	-39,0	N/A	N/A	N/A	10,5	7,1	11,4	1,0
MISC Bhd	MISC MK	7.263	N/A	24,6	1,1	12,3	5,0	6,0	3,6	14,4	0,9
Thoresen Thai Agencies	TTA TB	287	N/A	9,7	-10,5	-9,8	1,7	1,8	1,0	21,1	0,4
Great Eastern Shipping	GESCO IN	1.601	N/A	-30,7	1,8	-2,7	3,7	23,1	16,3	5,3	1,1
<i>Trung bình</i>					-2,5	-0,1	3,5	10,4	7,0	13,1	0,9
PVTrans	PVT VN	370	34.900	16,2	3,4	17,0	1,1	15,2	6,2	8,7	1,2

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	Giá mục tiêu	Nợ ròng/VCSH	Tăng trưởng DT	Tăng trưởng EPS	Tỷ suất cổ tức	ROE (%)	ROA (%)	P/E (lần)	P/B (lần)
					2025	2025	2025	TTM	TTM	TTM	Hiện tại
Ngành phân phối khí											
China Gas Holdings	384 HK	4.364	N/A	84,1	3,0	10,0	7,9	5,6	2,1	10,8	0,6
Petronas Gas Bhd	PTG MK	7.820	N/A	-2,7	1,4	2,2	4,3	13,6	9,9	18,9	2,5
Gail India	GAIL IN	14.417	N/A	26,0	4,9	5,4	3,6	13,9	8,5	12,5	1,6
Perusahaan Gas Negara	PGAS IJ	2.468	N/A	7,8	0,0	-1,2	9,8	12,8	5,3	7,2	0,9
<i>Trung bình</i>					2,3	4,1	6,4	11,5	6,4	12,3	1,4
PV GAS	GAS VN	6.167	85.000	-53,4	1,9	5,1	4,5	18,5	12,6	14,3	2,7
Ngành lọc dầu											
Thai Oil	TOP TB	1.662	N/A	89,0	-8,8	14,4	8,3	6,2	2,5	5,6	0,3
IRPC	IRPC TB	703	N/A	85,5	-2,3	100,2	3,3	-10,0	-3,9	N/A	0,3
Star Petroleum Refining	SPRC TB	777	N/A	30,0	-7,9	9,5	7,2	-6,2	-3,7	N/A	0,7
PTT Global Chemical	PTTGC TB	3.290	N/A	82,3	-3,0	160,6	3,1	-4,8	-1,9	N/A	0,4
<i>Trung bình</i>					-5,5	71,2	5,5	-3,7	-1,8	5,6	0,5
Lọc hóa dầu Bình Sơn	BSR VN	2.676	25.000	-47,4	-6,7	-55,7	3,2	15,9	10,5	7,9	1,2
Ngành phân phối xăng dầu											
PVOil	OIL VN	485	14.600	-72,1	-1,8	16,5	1,7	4,2	1,7	28,4	1,2
Pilipinas Shell Petroleum	SHLPH PM	210	N/A	193,1	N/A	N/A	N/A	0,4	0,1	109,2	0,4
PTT Oil & Retail	OR TB	4.230	N/A	-14,7	0,1	32,3	3,6	4,5	2,3	30,0	1,4
Petronas Dagangan Bhd	PETD MK	4.412	N/A	-23,2	1,4	-0,8	4,5	17,3	8,7	19,5	3,3
<i>Trung bình</i>					-0,1	16,0	3,3	6,6	3,2	46,8	1,6
Petrolimex	PLX VN	1.888	46.100	-36,9	-1,3	29,9	3,4	11,9	4,0	15,9	1,9

Điện

VNDIRECT

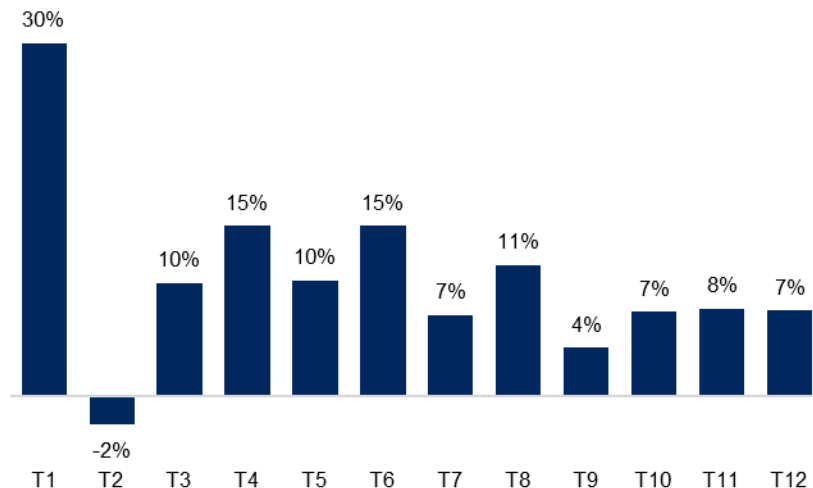
Xây nền cho giai đoạn phát triển mới

- Nhu cầu cấp bách đảm bảo nguồn cung điện trong những năm tới thúc đẩy cải cách ngành điện
- Sản xuất công nghiệp mở rộng giúp đẩy mạnh tiêu thụ điện năng
- Luật Điện lực sửa đổi thiết lập khung pháp lý vững chắc để tái khởi động triển khai mảng năng lượng tái tạo

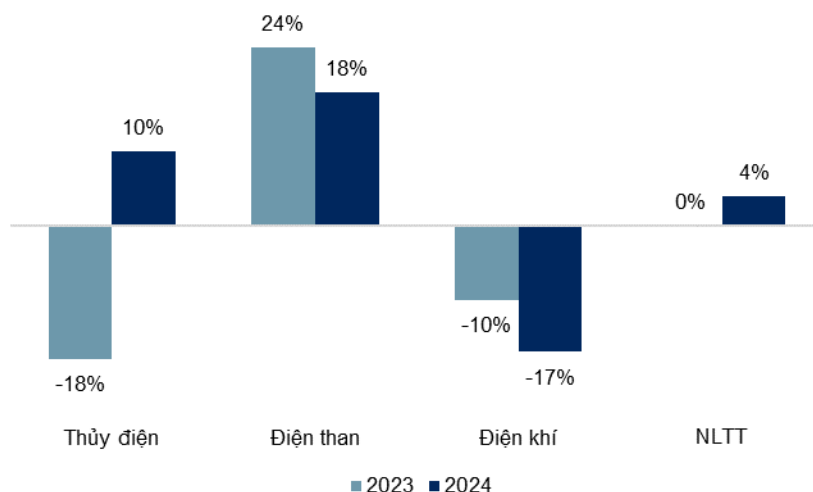


Năm 2024, EVN đã tránh được tình trạng thiếu điện dù nhu cầu tăng cao, nhờ tối ưu các nguồn phát nền đạt hiệu quả cao (điện than chạy tập trung đầu năm, thủy điện chạy tập trung giữa năm)

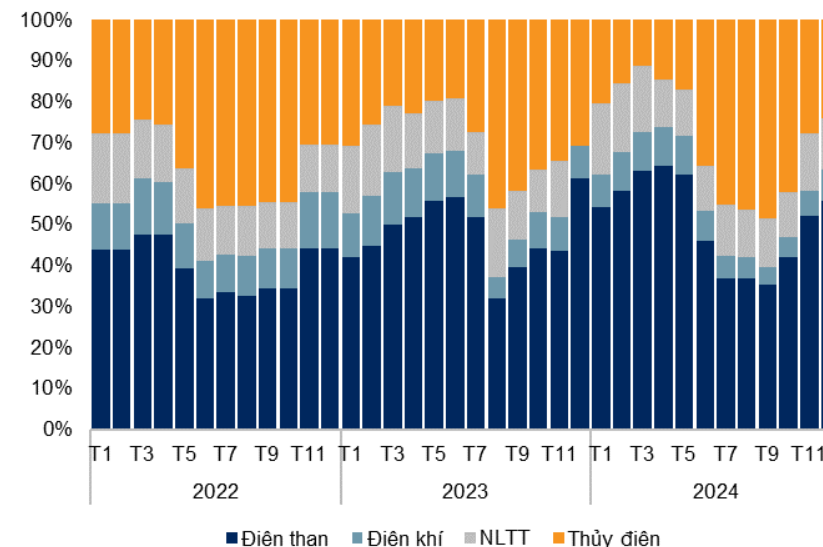
Tiêu thụ điện cả năm tăng 10%, chủ yếu nhờ tăng trưởng mạnh trong nửa đầu năm.



Sản lượng thủy điện phục hồi so với mức nền thấp năm 2023, trong khi sản lượng điện than tăng cao và điện khí giảm.

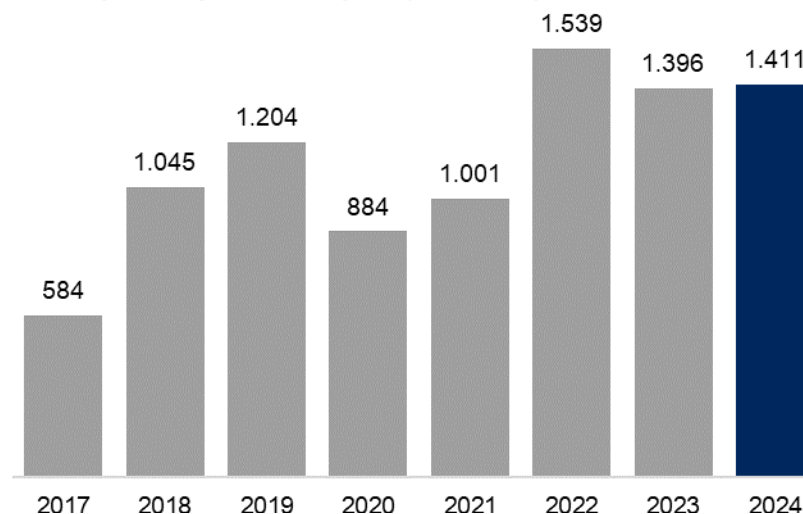


Sản lượng điện theo từng nguồn năm 2023 và 2024 cho thấy, thủy điện tăng mạnh trong Q3/24 nhờ mưa lớn ở miền Bắc.

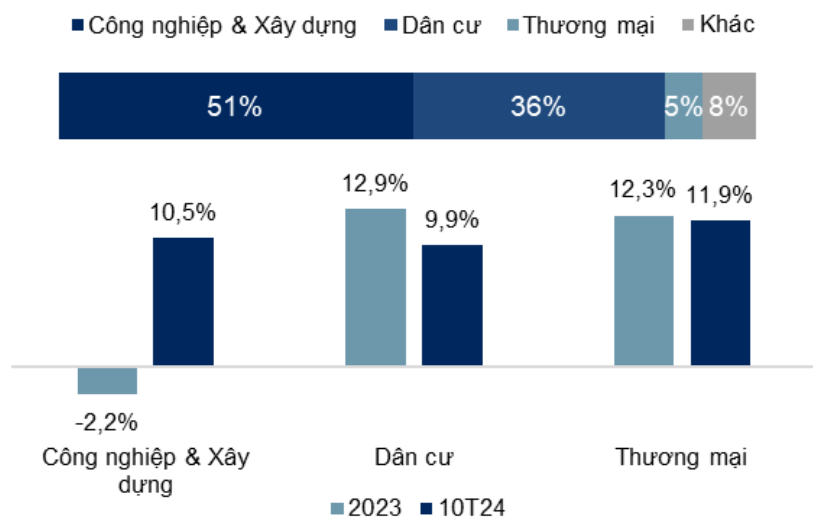


Chúng tôi nhận thấy sự ổn định của giá điện thị trường giao ngay năm 2024 là nhờ chiến lược huy động hiệu quả của EVN. Tuy nhiên, điều này cũng đồng nghĩa doanh thu nhà máy điện từ thị trường này ở mức thấp.

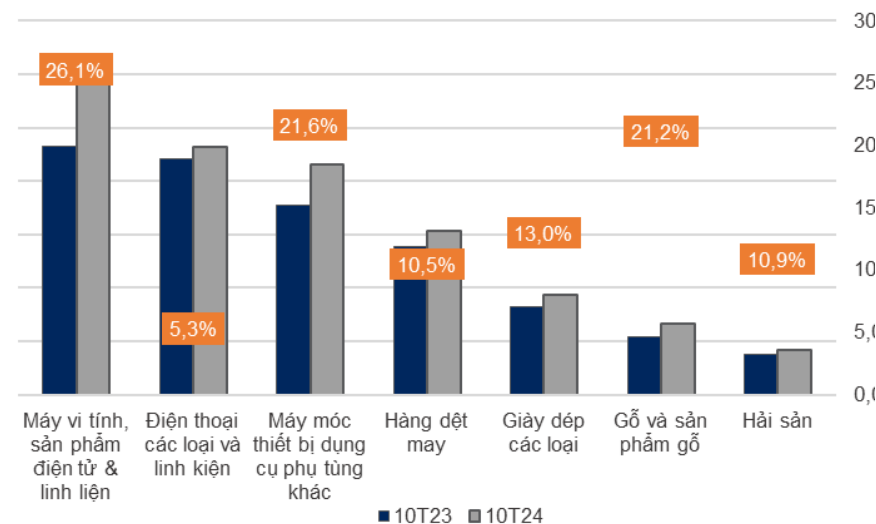
Giá điện toàn phần bình quân (VND/kWh)



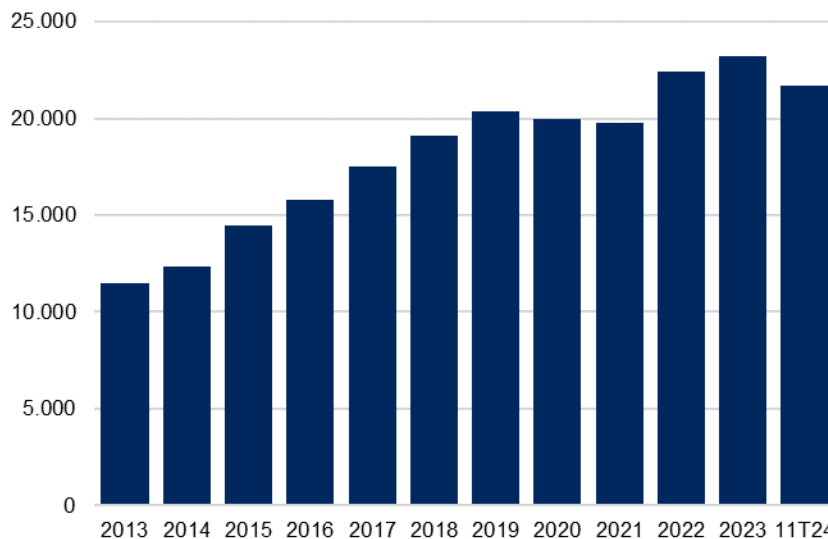
Phân tích tăng trưởng tiêu thụ điện theo nhóm ngành cho thấy, mảng công nghiệp (chiếm tỷ trọng lớn nhất) là động lực chính thúc đẩy nhu cầu điện tăng mạnh trong năm 2024.



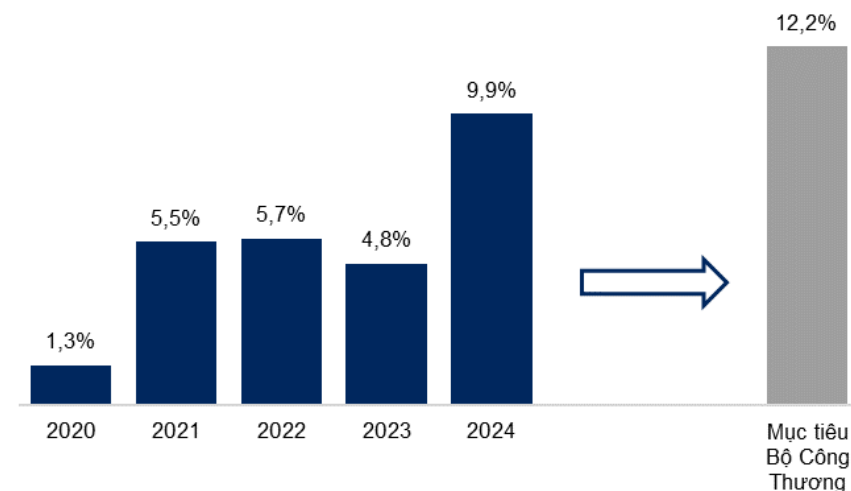
... được thể hiện qua giá trị xuất khẩu tăng trưởng mạnh svck trong 11T24.



Chúng tôi nhận thấy triển vọng tăng trưởng tiêu thụ điện cao cho năm 2025, xét đến dòng vốn FDI thực hiện giai đoạn 2023-2024 ở mức cao (Đơn vị: triệu USD).

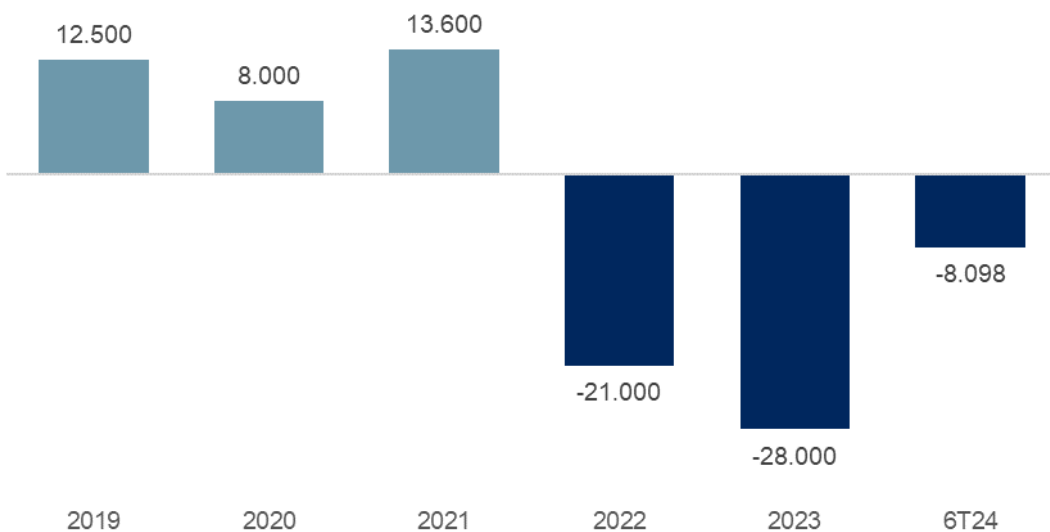


Bộ Công Thương ước tính mức tiêu thụ điện sẽ tăng 12,2% trong năm tới.

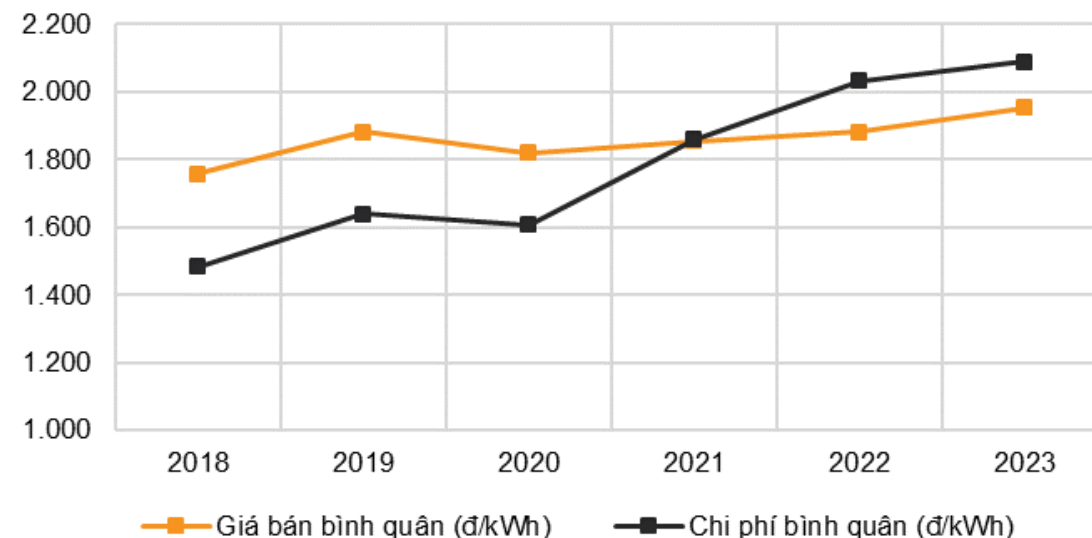


Chúng tôi tin rằng khó khăn tài chính của EVN là một yếu tố gián tiếp góp phần vào KQKD yếu kém của các DN điện những năm gần đây

EVN báo cáo lỗ ròng kể từ năm 2022, nhưng tình hình đã được cải thiện trong 6T24, với mức lỗ ròng giảm 72% svck (Đơn vị: tỷ đồng)



EVN đã phải vật lộn với vấn đề chi phí đầu vào tăng mạnh kể từ năm 2021, trong khi giá điện chỉ tăng nhẹ bắt đầu từ năm 2023. Do đó, giá bán bình quân của EVN liên tục thấp hơn chi phí sản xuất



- Việc tăng giá điện 4,5% được thực hiện vào cuối năm 2023 và cuối năm 2024 dự kiến sẽ dần phản ánh vào giá bán bình quân, giúp EVN tiến tới phục hồi lợi nhuận.
- Bộ Công Thương đã đề xuất các biện pháp để thị trường hóa giá điện, bao gồm rút ngắn chu kỳ điều chỉnh từ ba tháng xuống hai tháng và giới thiệu cơ chế giá điện hai thành phần.
- Với lạm phát hạ nhiệt, chúng tôi dự báo giá điện sẽ tăng khoảng 5%-7% vào năm 2025. Mức tăng này là quan trọng để củng cố bức tranh tài chính của EVN, giúp cấp vốn cho các dự án mới cũng như cho phép EVN huy động được nguồn điện LNG đắt đỏ.

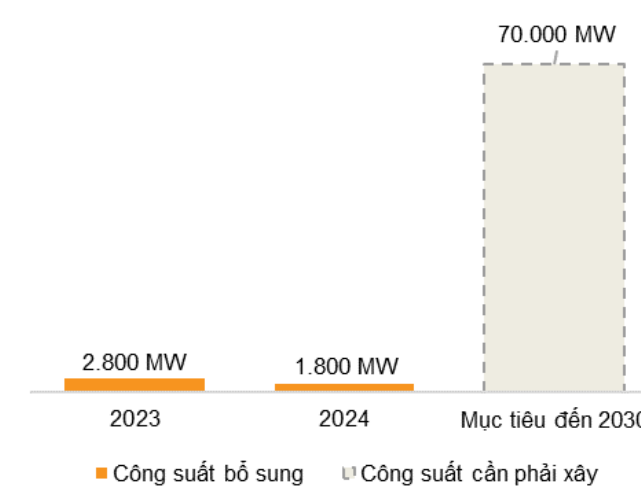
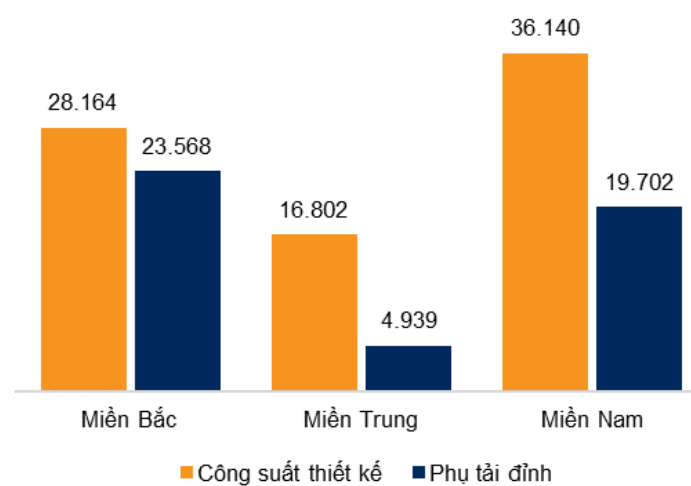
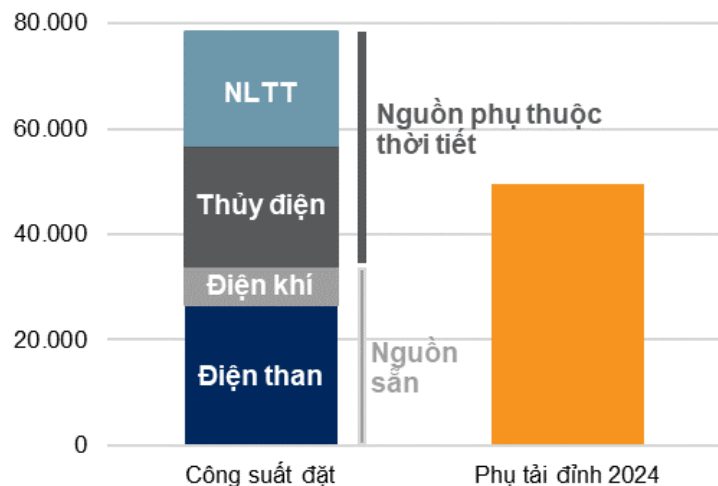
Chính phủ nỗ lực cải thiện môi trường pháp lý để tái khởi động xây nhà máy điện mới sau giai đoạn đình trệ

Việt Nam đang đối mặt với nhu cầu cấp bách trong việc phát triển hạ tầng điện lực để đảm bảo nguồn cung điện ổn định trong những năm tới

Mặc dù tổng công suất thiết kế cao hơn nhiều so với công suất đỉnh, phần lớn nguồn điện lại phụ thuộc vào thời tiết...

Khu vực miền Bắc có nguy cơ thiếu điện cao nhất, đặc biệt trong những giai đoạn mưa thấp (Đơn vị: MW)

Việc phát triển các nhà máy điện mới bị đình trệ trong những năm gần đây, mục tiêu bổ sung 70 GW công suất đến năm 2030 theo QHĐ 8 gặp nhiều thách thức



- Sự chậm trễ trong việc xây dựng nhà máy điện mới và việc hệ thống phụ thuộc nhiều vào thủy điện, vốn không phải lúc nào cũng sẵn sàng phát, khiến cho Việt Nam luôn đối mặt với rủi ro thiếu điện.
- Bên cạnh đó, việc chưa áp dụng cơ chế giá điện theo thị trường tiếp tục là rào cản lớn đối với việc thu hút đầu tư vào ngành điện. Cơ chế giá điện thiếu cạnh tranh khiến đàm phán hợp đồng mua bán điện (PPA) gặp khó khăn, làm chậm tiến độ huy động vốn và triển khai xây dựng các nhà máy điện mới.
- Trong bối cảnh nhu cầu điện tăng mạnh, việc cải thiện môi trường pháp lý trở nên cấp thiết hơn bao giờ hết nhằm thúc đẩy phát triển công suất mới và đảm bảo cung cấp đủ điện cho nền kinh tế trong những tiếp theo.

Chính phủ nỗ lực cải thiện môi trường pháp lý để tái khởi động xây nhà máy điện mới sau giai đoạn đình trệ

Luật Điện lực sửa đổi được kỳ vọng sẽ đặt nền tảng cho giai đoạn tiến tới “điện xanh” của Việt Nam, nhưng thay đổi lớn còn phụ thuộc vào các thông tư cụ thể theo sau.

Nhiều nghị định quan trọng đã được ban hành trong năm 2024 nhằm giải quyết những thách thức về phát triển công suất, đặc biệt trong mảng năng lượng tái tạo



Ngành điện Việt Nam đang trải qua giai đoạn cải cách quan trọng:

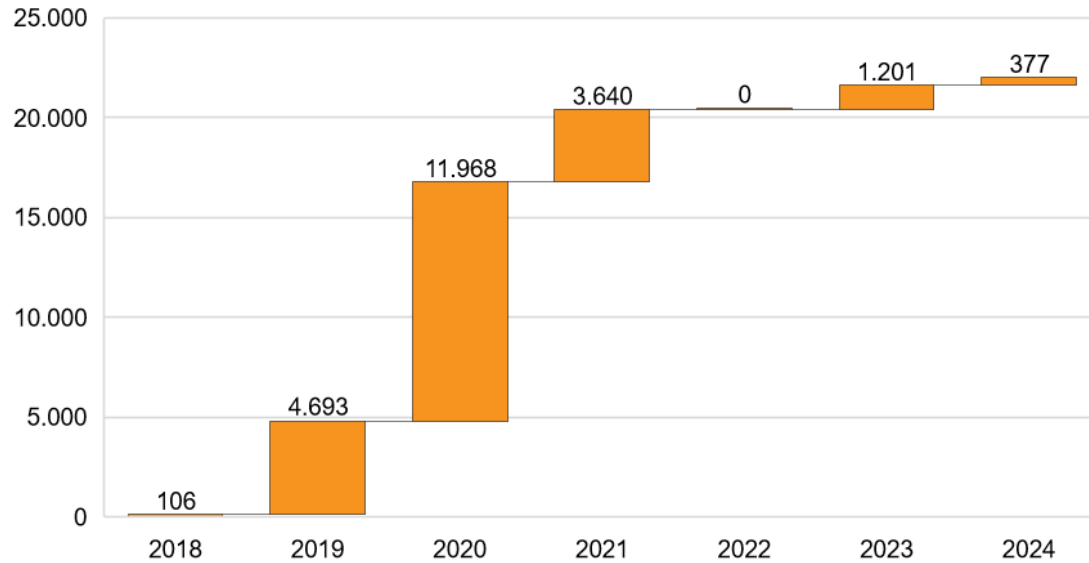
- **Luật Điện lực sửa đổi** sẽ có hiệu lực từ T2/25, thay thế văn bản luật tuổi đời 20 năm, nhằm tháo gỡ các điểm nghẽn dai dẳng như khung pháp lý NLTT chưa đầy đủ. Việc làm rõ cơ chế sản lượng điện tối thiểu trong luật mới được kỳ vọng sẽ hỗ trợ các cơ chế bao tiêu trong các hợp đồng PPA cho các dự án LNG trong tương lai. Ngoài ra, Luật mới cũng thể chế hóa giá điện theo hướng thị trường và bổ sung cơ sở pháp lý cho cơ chế giá điện nhiều thành phần.
- **Cơ chế DPPA (mua bán điện trực tiếp)** cho phép các doanh nghiệp lớn mua điện tái tạo trực tiếp từ nhà phát điện, tăng tính minh bạch và cạnh tranh trên thị trường điện, đồng thời hỗ trợ tăng trưởng xanh.
- **Nghị định về điện mặt trời mái nhà** tạo khung pháp lý nhằm khai thác 140 GW tiềm năng điện mặt trời mái nhà của Việt Nam, với các ưu đãi thuế và đơn giản hóa thủ tục hành chính.

Các chính sách này nhằm thúc đẩy đầu tư và đẩy nhanh quá trình chuyển đổi năng lượng xanh.

Phát triển NLTT vẫn đang bế tắc sau khi cơ chế giá FIT kết thúc, nhưng triển vọng dần hứa hẹn hơn khi các cải cách lớn được triển khai

Phát triển NLTT vẫn chưa có bước đột phá do thiếu cơ chế giá rõ ràng. Trong năm 2024, chỉ có 374 MW công suất năng lượng tái tạo thành công đạt COD.

Sự thiếu vắng cơ chế giá mới sau cơ chế giá FIT đã khiến ngành NLTT gần như đình trệ, với rất ít công suất mới được xây dựng sau năm 2021 (đơn vị: MW)



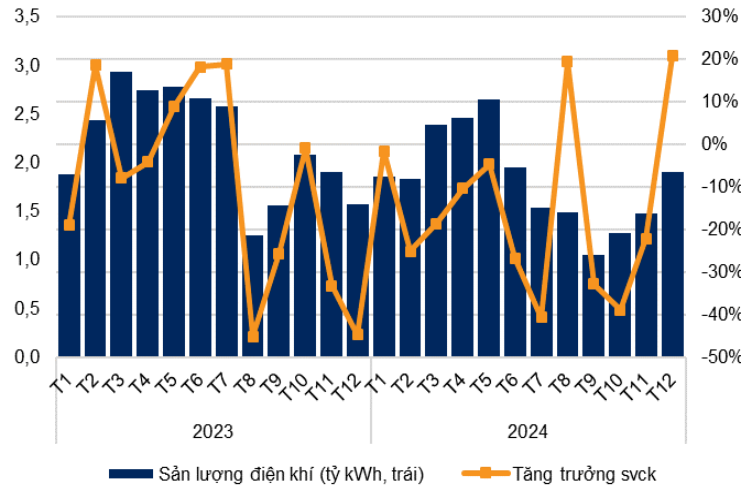
Bộ Công Thương đã ban hành mức trần tạm thời theo Quyết định số 21/QĐ-BCT (Đơn vị: VND/kWh), thấp đáng kể so với mức giá FIT trước đây. Sau khi thống nhất giá cuối cùng, việc thanh toán sẽ được thực hiện theo mức giá chính thức.

	Khung giá chuyển tiếp	Giá FIT quy đổi ra VND	% thay đổi so với giá FIT
Điện mặt trời mặt đất	1.185	1.680	-29,5%
Điện mặt trời nổi	1.508	1.823	-17,3%
Điện gió trên bờ	1.587	2.015	-21,2%
Điện gió ngoài khơi	1.816	2.323	-21,8%

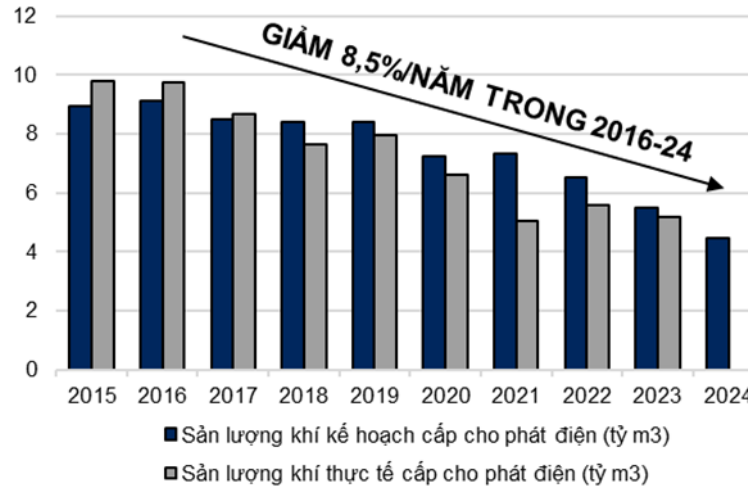
- **Sự bùng nổ quá mức của năng lượng tái tạo nhờ chương trình FIT đã khiến các dự án hiện hữu bị đình trệ**, chờ đợi hệ thống giá mới. Khung giá tạm cho các dự án chuyển tiếp được ban hành vào T1/23, tuy nhiên các nhà đầu tư chỉ trích khung giá tạm đề xuất là quá thấp và thiếu khuyến khích.
- Bộ Công Thương đã ban hành Thông tư 19 vào tháng 11/2023, chi tiết phương pháp tính giá điện cho các dự án điện mặt trời và điện gió. Sau đó, EVN giao cho công ty con EPTC xây dựng khung giá điện năng lượng tái tạo. Gần một năm sau, EPTC đã trình EVN khung giá, đề xuất mức giá khoảng 1.900 VND/kWh cho các nhà máy điện gió gần bờ và 1.600 VND/kWh cho các nhà máy điện gió trên đất liền, **cao hơn mức trần giá tạm trước đó**.
- Chúng tôi kỳ vọng quá trình phát triển năng lượng tái tạo sẽ chỉ thực sự khởi động lại sau khi cơ chế giá mới được ban hành, dự kiến vào nửa cuối năm 2025.

Dù cả ngành gặp nhiều khó khăn, NT2 dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2025 nhờ nguồn cung khí tăng lên và nhu cầu điện mạnh mẽ.

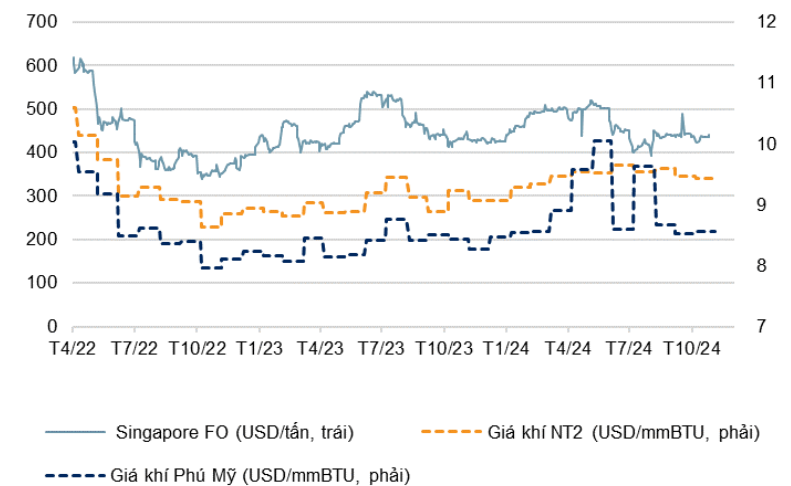
Điện khí đã sụt giảm kể từ nửa cuối 2023 khi EVN ưu tiên điện than làm nguồn phát nền, khiến điện khí ít có cơ hội huy động



Sản lượng khí quy hoạch cho phát điện đã giảm liên tục từ năm 2015, phản ánh tình trạng cạn kiệt nguồn cung khí



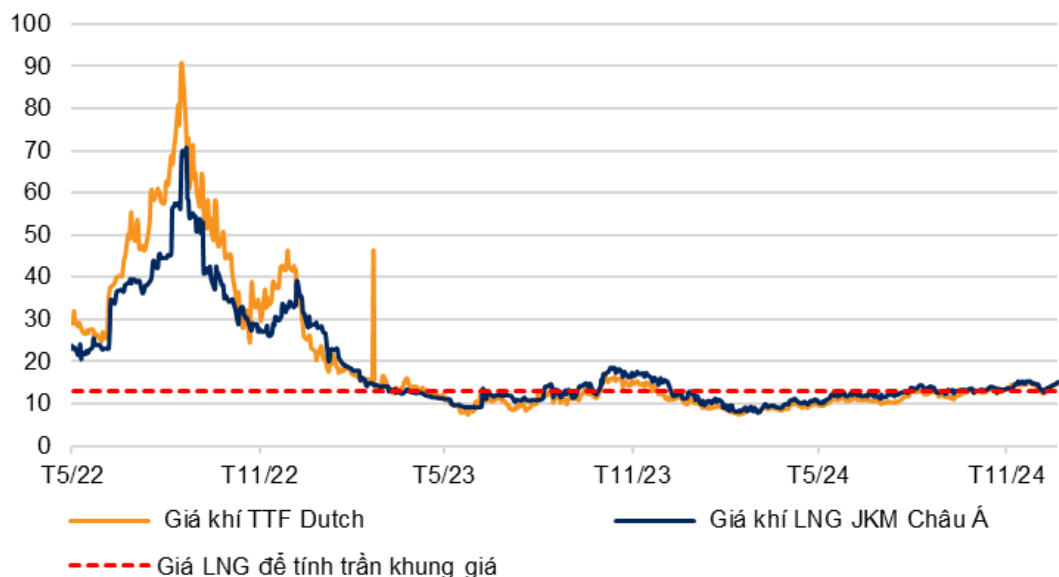
Giá khí nội địa duy trì ở mức cao do giá FO neo cao và chi phí khai thác ngày càng đắt đỏ



- **Vai trò của điện khí đang bị giảm, chỉ được huy động mạnh vào các giai đoạn cao điểm.** Điều này bắt nguồn từ chiến lược của EVN huy động các nhà máy điện than ở công suất tối đa để tối ưu sản lượng đồng thời bù đắp cho nhược điểm khó tăng giảm tải của loại hình nhà máy này. Tuy nhiên, việc này lại đẩy điện khí thành nguồn phát đỉnh, giảm cơ hội huy động điện khí.
- **Nguồn cung khí nội địa từ các mỏ khí Đông Nam Bộ đang dần cạn kiệt,** dẫn đến chi phí khai thác ngày càng cao, khiến điện khí ngày càng kém cạnh tranh so với các nguồn năng lượng khác.
- **Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng NT2, với công nghệ tiên tiến, sẽ phục hồi trong năm 2025** nhờ hai yếu tố chính: nhu cầu điện tăng mạnh và nguồn cung khí cải thiện khi các hợp đồng bao tiêu khí của hai nhà máy điện khí BOT Phú Mỹ hết hạn.

LNG cho phát điện được dự báo sẽ trở thành nguồn phát nền trong tương lai, thay thế vai trò hiện tại của điện than. Loại hình năng lượng này được ưu tiên phát triển theo Quy hoạch Điện 8.

Giá LNG/khí quốc tế tham chiếu đang duy trì ở mức thấp, hỗ trợ quá trình đàm phán các hợp đồng PPA và GSA của các dự án LNG sắp tới (Đơn vị: USD/mmBTU)



Nhiều dự án điện khí LNG lớn nằm trong Kế hoạch triển khai Quy hoạch Điện 8.

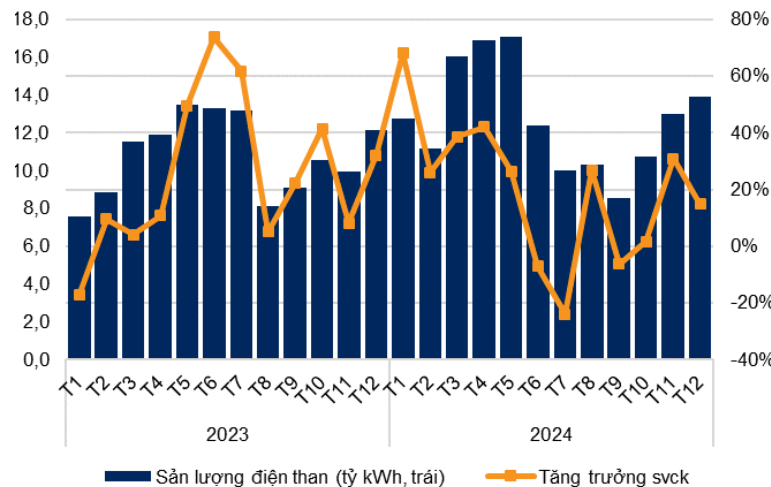
Nhà máy	Công suất (MW)	Tiến độ dự kiến	Chủ đầu tư
Điện khí LNG			
Nhơn Trạch 3&4	1.600	2021-30	PVPower
LNG Hiệp Phước 1	1.200	2021-30	Công ty TNHH Hải Linh
LNG Bạc Liêu	2.400	2021-30	Delta Offshore Energy
LNG Quảng Ninh	1.500	2021-30	PVPower - Colavi - Tokyo Gas - Marubeni
LNG Thái Bình	1.500	2021-30	TTVN Group - Tokyo Gas - Kyuden
LNG Nghi Sơn	1.500	2021-30	Milennium (USA)
LNG Quỳnh Lập	1.500	2021-30	
LNG Quảng Trạch	1.500	2021-30	EVN
LNG Hải Lăng	1.500	2021-30	Tập đoàn T&T - Hanwha - Kospo - Kogas
LNG Cà Ná	1.500	2021-30	
LNG Sơn Mỹ 2	2.250	2021-30	Tập đoàn AES
LNG BOT Sơn Mỹ 1	2.250	2021-30	EDF - Sojitz - Kyushu - Pacific Group
LNG Long An 1	1.500	2021-30	VinaCapital - GE

- **Nguồn khí nội địa ngày càng cạn kiệt có thể khiến Chính phủ ưu tiên nhập khẩu LNG để cung cấp nhiên liệu cho các nhà máy điện.** Luật Điện lực sửa đổi đưa ra quy định về sản lượng bao tiêu tối thiểu nhằm đảm bảo mức huy động ổn định và tài chính cho các dự án điện khí LNG quy mô lớn. Tuy nhiên, yếu tố quan trọng cần theo dõi là tỷ lệ sản lượng bao tiêu là bao nhiêu. Bộ Công Thương đã đề xuất tỷ lệ Qc tối thiểu 70% cho các dự án điện khí LNG, áp dụng trong tối đa 7 năm. Với các điều kiện ngặt nghèo này, chúng tôi kỳ vọng chỉ có các doanh nghiệp nhà nước như POW có thể đảm nhận các dự án điện khí LNG, do thời gian 7 năm không đủ để trả nợ vay.
- T5/24, Bộ Công Thương ban hành khung giá chính thức cho điện khí LNG. Mặc dù mức trần giá LNG được thiết lập ở mức 2.591 VND/kWh là hợp lý, nhưng điều này chắc chắn sẽ làm tăng chi phí sản xuất điện bình quân của EVN. Chi phí gia tăng này có khả năng tạo áp lực lên việc điều chỉnh giá điện cho người tiêu dùng trong tương lai. Trong ngắn hạn, **Các nhà máy điện được huy động chạy bằng LNG nếu không có bao tiêu sẽ chỉ có sản lượng hạn chế, dẫn đến LN thấp.**
- Về dài hạn, chúng tôi vẫn tin rằng điện khí LNG là một phân khúc đầy tiềm năng nhờ vai trò quan trọng trong quá trình chuyển đổi năng lượng của Việt Nam

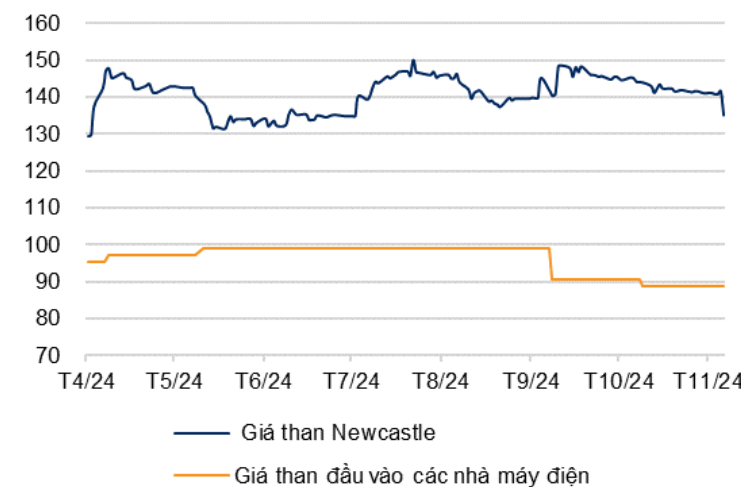
Điện than duy trì vai trò trọng yếu trong hệ thống, mặc dù sẽ không còn được xây mới sau năm 2030

Không có nhiều dự án phát triển sau năm 2030, chúng tôi kỳ vọng điện than sẽ duy trì tỷ lệ huy động cao vào năm 2025 và những năm tới. Điện than truyền thống vẫn sẽ là nguồn chiếm tỷ trọng lớn nhất nhờ chi phí thấp, độ sẵn sàng và tin cậy cao.

Sản lượng điện than tăng mạnh trong nửa đầu năm 2024 nhưng giảm trong nửa cuối năm do lượng mưa gia tăng



Giá than đầu vào cho các nhà máy điện đang giảm (Đơn vị: USD/tấn), và chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ cải thiện biên LN gộp.



Theo danh mục dự án hiện tại, công suất điện than dự kiến sẽ tăng thêm 14% vào năm 2030 khi các dự án được hoàn thành

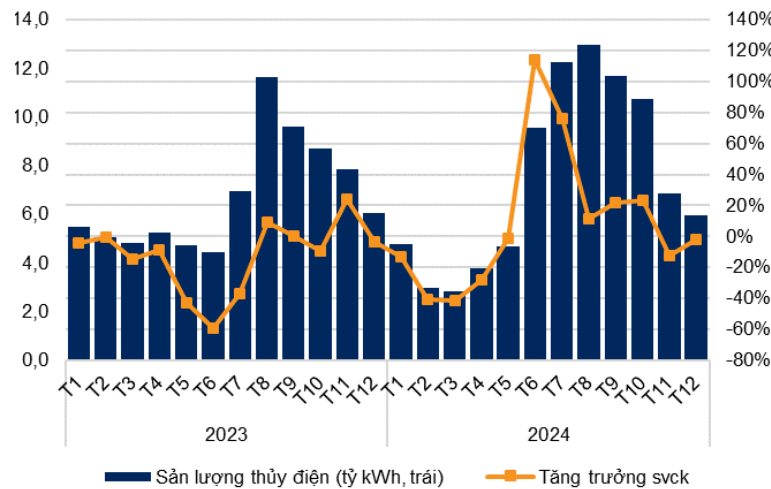
Nhà máy	Công suất (MW)	Tiến độ	Vị trí	Chủ đầu tư
Vũng Áng 2	665	Hoàn thành	Trung	Kepco - Mitsubishi
Quảng Trạch 1	1.200	Đang xây dựng	Trung	GENCO2
Na Dương 2	110	Hoàn thành	Bắc	TKV
An Khánh - Bắc Giang	650	2026	Bắc	N/A
Long Phú 1	1.200	2029	Nam	PVN

- **Sản lượng điện than nửa đầu năm 2025 dự kiến ở mức cao khi EVN tập trung tích nước tại các hồ thủy điện để chuẩn bị cho mùa khô.** Ngoài ra, điện than vẫn là nguồn năng lượng ổn định và chi phí hiệu quả, đóng vai trò thiết yếu trong việc cấp điện cho mảng sản xuất công nghiệp có đặc tính thâm dụng năng lượng ở nước ta, đặc biệt trong bối cảnh nguồn khí rẻ đang giảm dần. Tính ổn định của điện than cũng giúp cân bằng lại nguồn năng lượng tái tạo vốn phụ thuộc nhiều vào thời tiết, đảm bảo hệ thống không bị rã lưới.
- **Trong những năm gần đây, hầu hết các nhà máy điện than đã chuyển sang sử dụng than hỗn hợp** (kết hợp than nhập khẩu và than nội địa) thay vì chỉ dựa vào than nội địa để đảm bảo đủ nhiên liệu vận hành. Thay đổi này giúp các nhà máy đủ nhiên liệu để vận hành, nhưng đồng thời làm giảm hiệu suất, do mỗi nhà máy được thiết kế để hoạt động tối ưu với một loại than cụ thể. Mặc dù việc được chạy liên tục đã hỗ trợ biên lợi nhuận gộp, nhưng hiệu quả tổng thể vẫn không đạt kỳ vọng, với biên lợi nhuận gộp các nhà máy điện đều kém ấn tượng trong các quý gần đây.

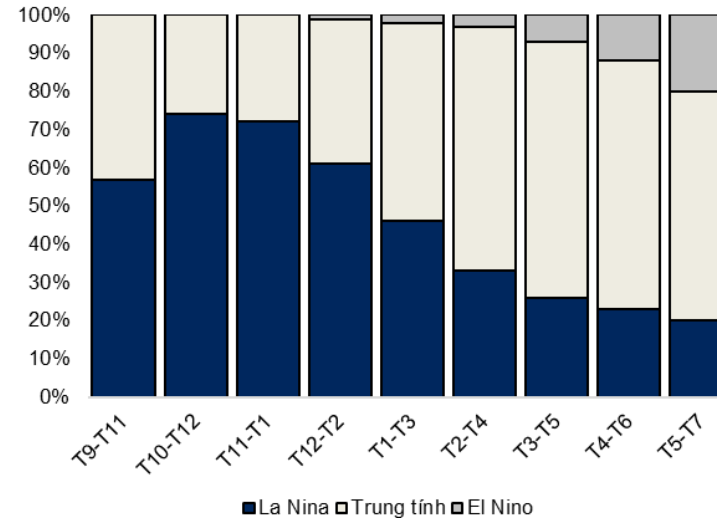
Sản lượng thủy điện dự kiến ở mức trung bình với điều kiện thời tiết trung tính trong năm 2025

Chúng tôi dự báo điều kiện thời tiết trung tính sẽ chiếm ưu thế trong suốt năm 2025, dẫn đến lượng mưa ở mức vừa phải

Sản lượng thủy điện trong năm 2024 khởi đầu thấp nhưng tăng mạnh trong Q2 và Q3, với sản lượng T6/24 tăng hơn gấp đôi svck.



Kỳ vọng về La Nina đã không thành hiện thực. Các dự báo ENSO hiện tại cho thấy xác suất xảy ra La Nina ngày càng thấp



Việt Nam gần như đã khai thác hết tiềm năng thủy điện. Tăng trưởng trong tương lai tập trung vào việc mở rộng các nhà máy hiện có

Nhà máy	Công suất (MW)	Dự kiến thời gian hoàn thành	Vị trí
Hòa Bình mở rộng	665	2025	Bắc
laly mở rộng	1.200	2025	Trung
Trị An mở rộng	110	2025-26	Nam

- Trong các báo cáo gần đây, chúng tôi dự báo La Nina sẽ xuất hiện vào cuối năm 2024 và đầu năm 2025. Tuy nhiên, kỳ vọng này đã giảm dần, khi pha thời tiết trung tính vẫn đang kéo dài đến giữa tháng 11, đồng thời các dự báo ENSO gần đây chỉ ra khả năng xảy ra La Nina đang giảm nhanh. Chúng tôi hiện dự đoán điều kiện trung tính sẽ chi phối suốt năm 2025, trừ khi El Nino bất ngờ phát triển mạnh mẽ. Do đó, các nhà máy thủy điện có khả năng hoạt động ở mức sản lượng trung bình nhiều năm.
- Trong năm 2024, EVN đã đặt tỷ lệ Qc ở mức 98%, khiến giá bán bình quân (ASP) của các nhà máy thủy điện giảm. Đối với năm 2025, chúng tôi kỳ vọng EVN sẽ duy trì tỷ lệ Qc ở mức 98% do khó khăn về tài chính. Những yếu tố này cho thấy các nhà máy thủy điện sẽ có sản lượng ổn định nhưng lợi nhuận sẽ không quá nổi bật trong năm tới.

So sánh cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Vốn hóa Triệu USD	D/E ròng %	Tăng trưởng DT (%)		Tăng trưởng LN (%)		P/E (lần)		P/BV (lần)		ROE (%)		EV/EBITDA (lần)
				2024	2025	2024	2025	Trượt 12T	2025	Hiện tại	2025	Trượt 12T	2025	Trượt 12T
Điện khí														
PVPower	POW VN	1.065,3	5,4	23,7	40,2	53,1	(2,6)	19,9	18,6	0,8	0,7	4,3	4,0	8,1
GENCO 3	PGV VN	854,0	206,5	(12,7)	(0,5)	119,4	10,3	N/A	8,4	1,5	1,2	-4,1	14,1	7,9
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 NT2 VN		234,1	(20,8)	(8,4)	24,1	(87,8)	509,2	27,0	20,0	1,4	1,4	5,3	7,6	5,9
<i>Trung bình</i>		717,8	63,7	0,9	21,3	28,2	172,3	23,4	15,6	1,3	1,1	1,9	8,5	7,3
Điện than														
Tổng Công ty Điện lực TKV	DTK VN	357,7	48,3	N/A	N/A	N/A	N/A	14,7	N/A	1,1	N/A	7,5	N/A	5,5
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	248,1	6,1	0,8	(0,7)	37,5	(1,3)	14,3	10,4	1,0	N/A	7,2	10,7	4,6
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	241,0	3,0	(0,2)	0,3	24,1	23,2	10,0	7,4	1,2	1,0	10,7	14,9	4,0
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	138,3	(2,5)	19,4	9,7	(15,0)	102,5	10,3	5,6	0,8	N/A	7,0	16,1	39,2
<i>Trung bình</i>		246,3	13,7	6,7	3,1	15,5	41,4	12,3	7,8	1,0	NA	8,1	13,9	13,3
Thủy điện														
Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	460,1	77,7	N/A	N/A	N/A	N/A	31,0	N/A	2,5	N/A	7,7	N/A	10,9
CTCP Thủy điện Hòa Na	HNA VN	236,3	2,7	N/A	N/A	N/A	N/A	23,5	N/A	1,9	N/A	8,0	N/A	10,1
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC VN	104,3	(2,5)	N/A	N/A	N/A	N/A	16,0	N/A	2,5	N/A	15,3	N/A	8,5
<i>Trung bình</i>		266,9	26,0	N/A	N/A	N/A	N/A	23,5	14,5	2,3	NA	10,3	NA	NA
Năng lượng tái tạo														
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	162,3	167,0	12,7	4,0	30,4	35,3	44,3	16,8	1,1	1,0	2,5	5,2	8,5
Doanh nghiệp đa ngành														
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	1.187,3	31,7	4,5	11,6	1,9	16,8	16,5	12,5	1,7	1,4	10,4	17,9	10,9
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	366,3	66,2	(4,8)	18,1	(3,5)	35,3	14,0	9,5	1,5	N/A	11,2	16,1	7,6
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN	309,9	110,2	35,3	10,9	235,1	60,8	18,5	12,6	1,4	N/A	8,1	10,1	7,8
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN	212,5	62,2	N/A	N/A	N/A	N/A	25,4	N/A	0,5	N/A	2,4	N/A	22,2
<i>Trung bình</i>		519	68	12	14	78	38	18,6	11,5	1,3	1,4	8,0	14,7	12,1

POW | (Báo cáo KQKD Q3/24)

Thông tin cổ phiếu:		2023	2024	2025	2026
Thay đổi giá sv tháng trước (%)	-3,2%	Tăng trưởng DT	0,4%	15,3%	19,4%
Thay đổi giá svck (%)	6,7%	Tăng trưởng LN	(49,6%)	5,1%	26,2%
Giá mục tiêu (đ/cp)	14.900	Biên LN gộp	9,5%	7,3%	8,9%
Tiềm năng tăng giá (%)	24,2%	Biên LN ròng	3,7%	3,9%	3,8%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	P/E	25,6	24,4	19,3
Thị giá vốn (tr USD)	1.102,4	P/B	0,8	0,9	
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	5,1	ROE	3,5%	3,5%	4,2%
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	498,4	Nợ ròng/VCSH	5,4%	40,6%	44,5%
					27,5%

Luận điểm đầu tư:
Tiêu thụ điện liên tục ở mức cao, thúc đẩy triển vọng của các nhà máy điện

Bộ Công Thương dự báo tiêu thụ điện năm 2025 sẽ tăng vọt 11,3% svck, với tiềm năng tăng lên 14-15%. Về mặt dài hạn, với cam kết mạnh mẽ của Chính phủ vào việc phát triển ngành bán dẫn sử dụng nhiều điện, chúng tôi tin rằng tiêu thụ điện sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức hai chữ số. Với hai nhà máy Nhơn Trạch 3&4 dự kiến lần lượt đi vào hoạt động trong 2025-26, POW có nhiều điều kiện thuận lợi để tận dụng xu hướng không thể đảo ngược này.

Nhơn Trạch 3&4 sẽ là động lực tăng trưởng trung và dài hạn sau khi thống nhất được hợp đồng mua bán điện (PPA)

Theo ban quản trị của POW, NT3 sẽ chạy thử vào tháng 12, sau đó là vận hành thương mại vào T6/25. NT4 dự kiến vận hành thương mại sáu tháng sau đó, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Ngoài ra, NT3 và 4 đã đảm bảo được tỷ lệ bao tiêu Qc tối thiểu là 35%. Chúng tôi coi NT3 và 4 là động lực tăng trưởng trung và dài hạn của POW do tiềm năng nâng tổng công suất của POW lên 36% và đóng góp 16%/44% tổng doanh thu trong giai đoạn 2025-26.

Sản lượng NT2 phục hồi đáng kể nhờ nguồn cung khí cải thiện

Năm 2024, EVN ưu tiên phát điện than ở mức tải cao để tăng hiệu suất, giảm tỷ lệ sự cố cũng như tận dụng được nguồn NLTT. Sự thay đổi này biến điện khí thành nguồn chạy phủ đỉnh, dẫn đến sản lượng phát điện của NT2 giảm mạnh svck. Tuy nhiên, khi các nhà máy điện than đạt công suất tối đa và nguồn khí cho NT2 được cải thiện, nhà máy sẽ phục hồi đáng kể trong 2025. Theo ước tính của chúng tôi, nguồn khí dồi dào cộng với nhu cầu điện khí cao hơn từ EVN sẽ giúp sản lượng của NT2 tăng 23% svck.

Mưa không quá lớn và nhu cầu điện cao giúp Vũng Áng 1 hưởng lợi

Các báo cáo ENSO gần đây cho thấy khả năng xảy ra La Nina vào đầu năm 2025 đang ở xu hướng giảm, đồng nghĩa với lượng mưa được dự đoán ở mức vừa phải. Điều này, kết hợp với nhu cầu điện tăng ở miền Bắc, tạo điều kiện thuận lợi cho nhà máy điện than Vũng Áng 1. Do không có lịch bảo dưỡng vào năm 2025, sản lượng của VA1 dự kiến sẽ tăng 14% svck. Triển vọng dài hạn của nhà máy cũng rất khả quan, đặc biệt là sau khi hoàn thành đường dây 500kV mạch 3, giúp tăng cường khả năng truyền tải điện đến các trung tâm tiêu thụ điện chính ở khu vực phía Bắc.

PC1 | (Báo cáo KQKD Q3/24)

Thông tin cổ phiếu:

Thay đổi giá sv tháng trước (%)	-0,9%
Thay đổi giá svck (%)	-8,6%
Giá mục tiêu (đ/cp)	30.700
Tiềm năng tăng giá (%)	34,1%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%
Thị giá vốn (tr USD)	321,3
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	3,6
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	118,5

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT	(7,0%)	39,4%	(4,9%)	34,0%
Tăng trưởng EPS	(68,4%)	1461,0%	15,5%	85,2%
Biên LN gộp	20,3%	19,3%	20,9%	20,5%
Biên LN ròng	1,8%	5,2%	6,3%	8,7%
P/E (lần)	64,1	19,5	16,9	9,1
P/B (lần)	1,7	0,0	0,0	0,0
ROE	2,3%	8,2%	8,4%	13,2%
Nợ ròng trên VCSH	108,3%	89,7%	71,7%	55,4%

Luận điểm đầu tư:

PC1 đẩy mạnh mở rộng vào bất động sản công nghiệp, tạo động lực tăng trưởng trung hạn

PC1 đang tích cực mở rộng sang mảng bất động sản công nghiệp. Trong năm 2024, công ty liên kết Western Pacific (PC1 sở hữu 30%) đã được phê duyệt ba dự án khu công nghiệp lớn tại Hà Nam và Bắc Giang, với tổng vốn đầu tư lên đến 7,4 nghìn tỷ đồng. Gần đây, PC1 cũng được phê duyệt chủ trương đầu tư cho dự án KCN trọng điểm Nomura giai đoạn 2, do PC1 sở hữu 100%, với quy mô 197 ha và vốn đầu tư dự kiến 3,0 nghìn tỷ. Trong khi WP là đơn vị thực hiện chính các dự án bất động sản công nghiệp, dự án Nomura 2 đánh dấu sự tham gia trực tiếp của PC1 vào mảng BĐS KCN. Các dự án trong mảng KCN dự kiến sẽ đạt điểm rơi LN chủ yếu vào giai đoạn 2027–2030.

Sản lượng thủy điện năm 2025 sẽ trở lại mức bình quân nhiều năm khi La Nina suy yếu

Trong 9T24, mảng thủy điện của PC1 ghi nhận kết quả ấn tượng, với doanh thu tăng 43% svck, đạt 595 tỷ đồng, nhờ lượng mưa lớn tại khu vực phía Bắc – nơi đặt các nhà máy thủy điện của PC1. Tuy nhiên, khi La Nina dần suy yếu, lượng mưa được dự báo sẽ trở lại mức trung bình trong năm 2025. Chúng tôi dự phóng sản lượng thủy điện năm 2025 của PC1 sẽ giảm nhẹ 2% svck, xuống còn 575 triệu kWh.

Mảng khai thác niken duy trì kết quả tốt dù giá niken ở vùng thấp

Mảng khai thác niken tiếp tục đạt kết quả tích cực, với sản lượng năm 2024 ước tính đạt 67.000 tấn, tăng 131% svck, nhờ điều kiện khai thác mỏ ban đầu thuận lợi. Kết quả này dự kiến sẽ duy trì trong năm 2025, với sản lượng ổn định. Tuy nhiên, giá niken được dự báo sẽ chịu áp lực giảm trong năm 2025 do nguồn cung dư thừa và nền kinh tế Trung Quốc suy yếu, ảnh hưởng đến nhu cầu nhóm kim loại này. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng từ mảng này trong năm 2025 đạt 126 tỷ đồng, đóng góp khoảng 23% tổng LN của PC1.

Dự án điện gió quốc tế và cáp ngầm Côn Đảo tạo bổ sung backlog năm 2025 cho mảng xây lắp điện

Mảng xây lắp điện của PC1 đang tận dụng cơ hội từ hợp đồng EPC quốc tế đầu tiên – dự án điện gió Camarines Sur công suất 59 MW tại Philippines, cùng với dự án cáp ngầm Côn Đảo. Chúng tôi kỳ vọng hai dự án này sẽ mang lại giá trị backlog khoảng 3,000 tỷ đồng. Biên LN gộp của mảng này được dự kiến sẽ cải thiện nhẹ từ mức thấp, tuy nhiên, cạnh tranh giá gay gắt và khó khăn tài chính của EVN vẫn sẽ kìm biên LN của mảng xây lắp.

Top pick

Phân bón

VNDIRECT

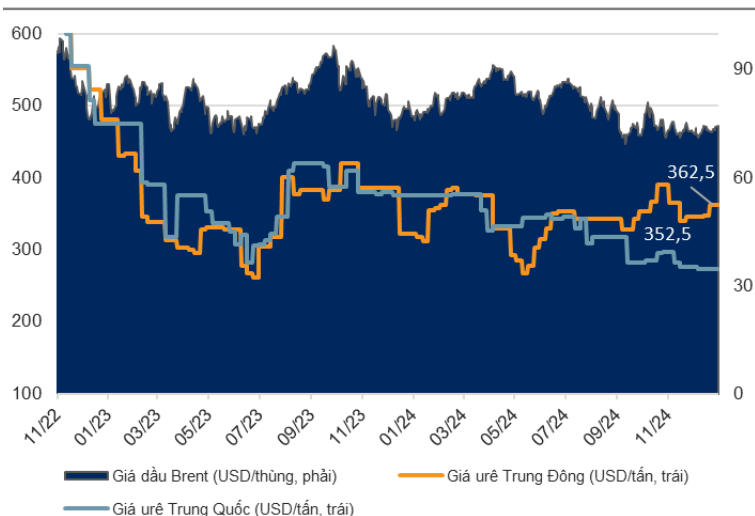
Giá dầu giảm hỗ trợ biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất urê

- Giá urê toàn cầu dự báo ổn định trong năm 2025 sau khi sụt giảm đáng kể trong giai đoạn 2023-24
- Áp lực từ việc giảm xuất khẩu gạo có thể làm giảm nhẹ nhu cầu tiêu thụ urê trong nước
- Luật VAT sửa đổi cải thiện biên LN gộp cho các nhà sản xuất urê trong nước từ năm 2025
- Triển vọng giá dầu thấp hơn giúp giảm áp lực chi phí khí đầu vào vào năm 2025

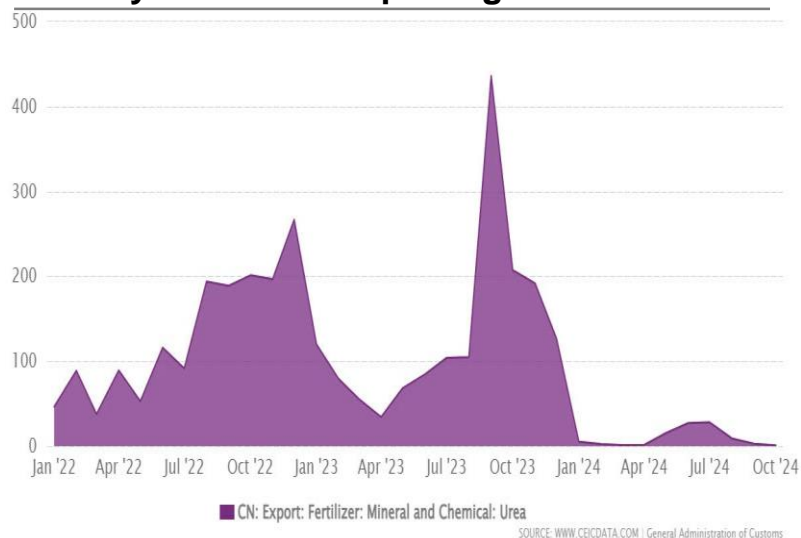


Sau khi giảm một nửa vào năm 2023 và giảm khoảng 7,8% vào năm 2024, giá urê thế giới dự kiến sẽ ổn định vào năm 2025.

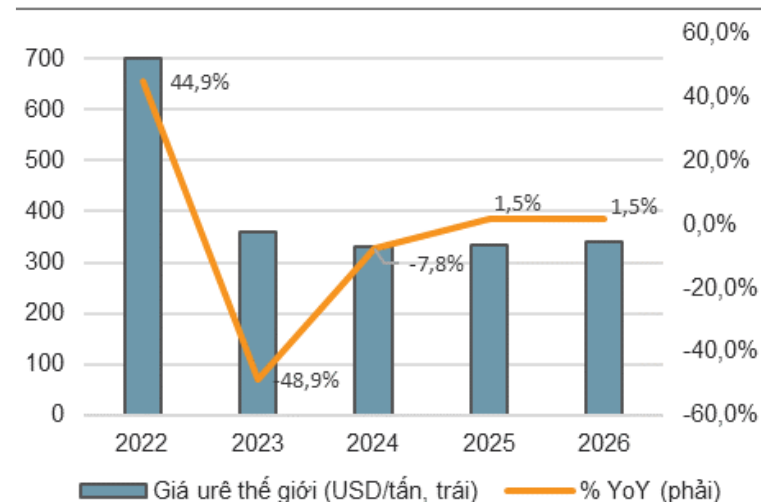
Giá urê toàn cầu giảm một nửa trong năm 2023 và tiếp tục giảm trong năm 2024



Sản lượng xuất khẩu urê của Trung Quốc đã giảm mạnh trong 10T24 và có khả năng sẽ duy trì ở mức thấp trong 6T25



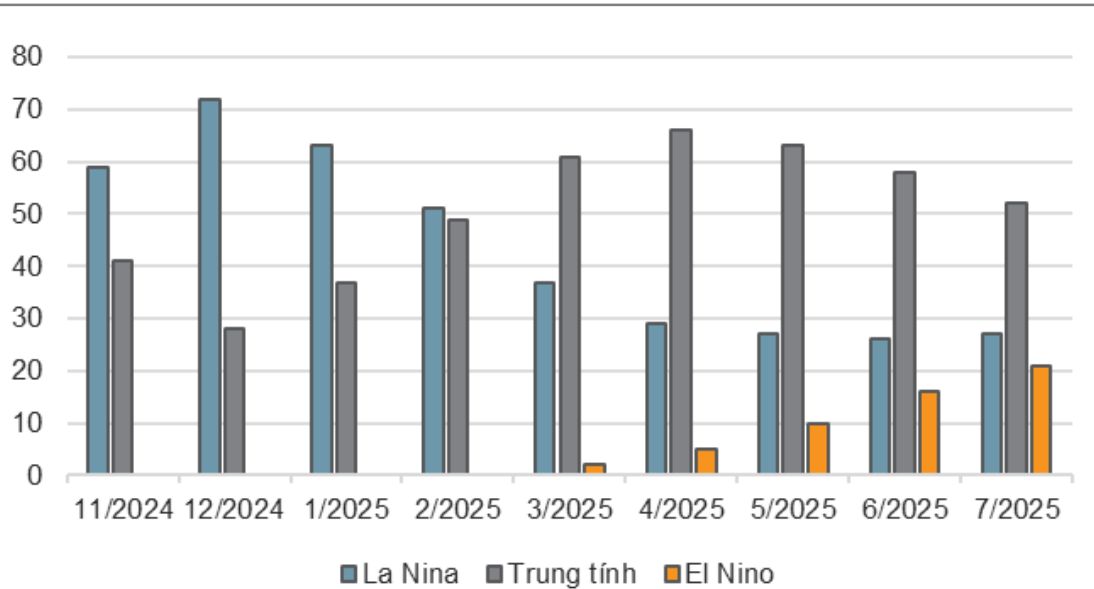
Ngân hàng Thế giới ước tính giá urê thế giới sẽ giảm 7,8% vào năm 2024 trước khi ổn định vào năm 2025



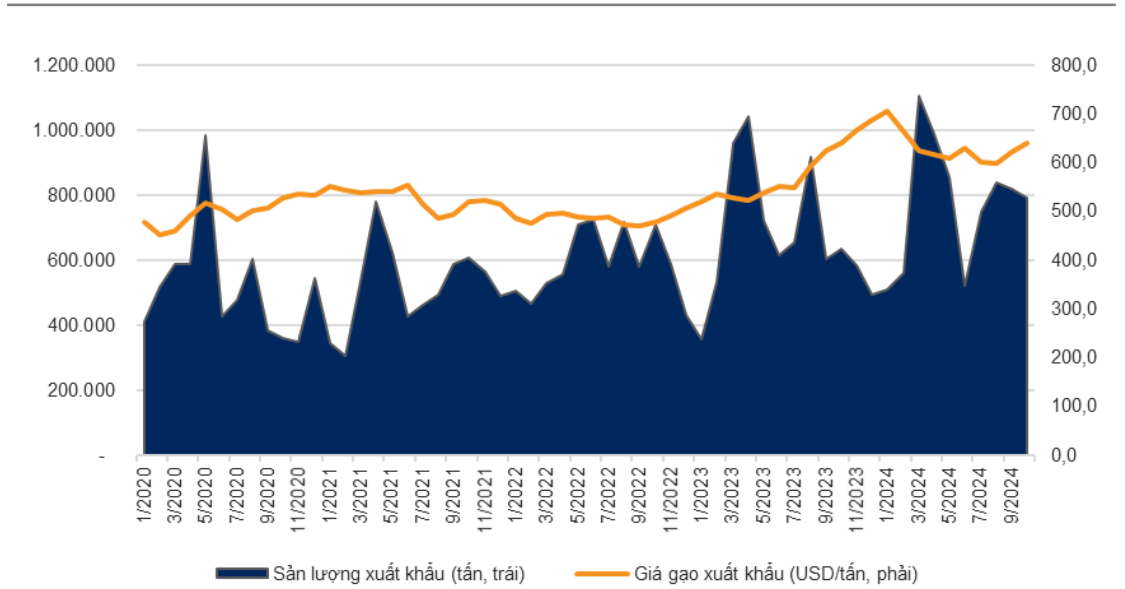
- Giá urê ở Trung Đông/Trung Quốc trong năm 2024 đã giảm 3,6%/13,7% theo xu hướng giảm của giá dầu thế giới. Tuy nhiên, giá urê thế giới (ngoại trừ urê Trung Quốc) đã tăng trở lại kể từ tháng 10 chủ yếu do việc đấu thầu urê của Ấn Độ và Trung Quốc tiếp tục đứng ngoài thị trường xuất khẩu urê trong những tháng cuối năm.
- Theo các nguồn tin trong ngành, Trung Quốc có khả năng sẽ quay trở lại thị trường xuất khẩu urê từ đầu năm 2025. Tuy nhiên, sản lượng xuất khẩu được đánh giá là thấp và khó gây ra những biến động mạnh lên giá urê thế giới.
- Ngân hàng Thế giới (WB) dự báo giá urê thế giới sẽ cải thiện vào năm 2025 (giá urê châu Âu kỳ vọng tăng khoảng 1,5% svck) từ mức thấp trong năm 2024. Dự báo này dựa trên giả định Trung Quốc sẽ không trở lại thị trường xuất khẩu urê với sản lượng lớn vào năm 2025 để đảm bảo nguồn cung trong nước, từ đó hỗ trợ giá urê toàn cầu.

Chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ urê trong nước sẽ giảm nhẹ trong 2025.

ENSO được dự báo quay lại trung tính từ Q2/25 (%)



Sản lượng xuất khẩu gạo Việt Nam dự kiến sẽ giảm vào năm 2025, gây áp lực lên tiêu thụ urê trong nước



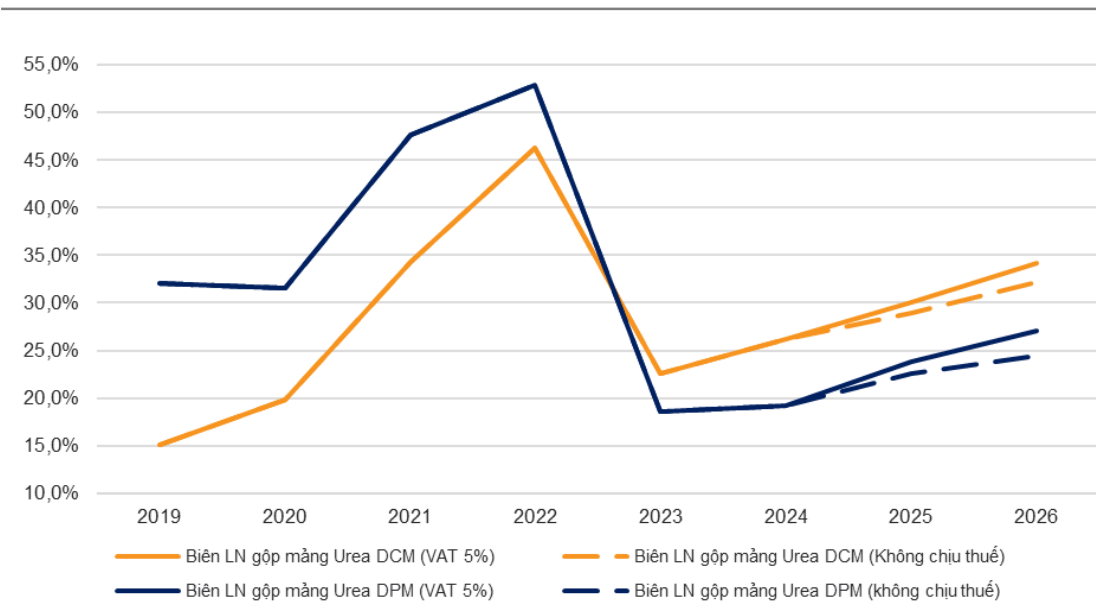
- Chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ urê trong nước có thể sẽ giảm trong 2025 do những áp lực từ ngành gạo. Việc Ấn Độ tạm dừng lệnh cấm xuất khẩu gạo phi Basmati từ cuối T9/24 có thể sẽ ảnh hưởng đến sản lượng xuất khẩu (XK) gạo của Việt Nam (VN) trong năm 2025. Tuy nhiên, tác động này dự kiến sẽ không quá lớn, bởi gạo VN ít cạnh tranh trực tiếp với gạo phi Basmati của Ấn Độ. Phần lớn gạo XK của VN có chất lượng cao hơn và phục vụ phân khúc khách hàng khác. Mặc dù vậy, Indonesia, quốc gia chiếm 14% sản lượng XK gạo của VN, đã thông báo sẽ không nhập khẩu gạo vào năm 2025. Điều này có thể làm giảm từ 10-15% sản lượng XK gạo của VN, đồng thời tạo ra áp lực trong việc tìm kiếm thị trường xuất khẩu mới. Hệ quả là, điều này có thể làm giảm quy mô vụ mùa và gây áp lực lên nhu cầu tiêu thụ urê trong nước vào năm 2025.
- Tuy nhiên, ENSO dự kiến sẽ chuyển dần sang trung tính từ Q2/25, giúp tình hình thời tiết trong nước thuận lợi hơn. Do đó, chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ urê trong nước vào năm 2025 có thể giảm, nhưng không đáng kể, do áp lực từ nhu cầu thấp hơn cho việc trồng lúa sẽ được bù đắp bởi điều kiện thời tiết cải thiện, thúc đẩy hoạt động chăm sóc cây công nghiệp và cây nông nghiệp khác.

Chúng tôi dự báo, luật thuế VAT sửa đổi sẽ cải thiện biên LN gộp các nhà sản xuất urê trong nước

Những thay đổi trong luật VAT sửa đổi và tác động đến các doanh nghiệp phân bón trong nước

Luật thuế GTGT số	Luật thuế VAT sửa đổi	Tác động đến các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh phân bón				
71/2014/QH13						
Thuế suất	Không chịu thuế	Thuế suất 5%				
Thời gian hiệu lực	Có hiệu lực từ 01/01/2015 đến 30/06/2025	Có hiệu lực từ 01/07/2025	Urê, Lân	DAP	NPK	
Nội dung chính	Doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh phân bón tại Việt Nam không được kê khai, khấu trừ thuế GTGT đầu vào đối với hàng hóa, dịch vụ mà phải tính vào giá thành sản phẩm.	Doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh phân bón tại Việt Nam được kê khai, khấu trừ thuế GTGT đầu vào đối với hàng hóa, dịch vụ được tính vào giá thành sản phẩm	Giảm chi phí sản xuất urê của doanh nghiệp trong nước từ 8 - 9%, trong khi giá bán (chưa bao gồm thuế VAT) dự kiến giảm 5 - 5,5%. Như vậy, giá bán urê (đã bao gồm thuế VAT) dự kiến giảm nhẹ từ 0,3 - 0,5%.	Giảm chi phí sản xuất DAP trong nước từ 7 - 8%, trong khi giá bán (chưa bao gồm thuế VAT) dự kiến giảm khoảng 5,3%. Như vậy, giá bán DAP (đã bao gồm thuế VAT) dự kiến giảm nhẹ 0,5%.	Giảm chi phí sản xuất NPK khoảng 6,4% và giá bán (chưa bao gồm thuế VAT) dự kiến giảm 5%. Như vậy, giá bán NPK (đã bao gồm thuế VAT) dự kiến không đổi.	Tăng giá bán của sản phẩm phân bón nhập khẩu lên 5% và không được khấu trừ hoặc hoàn lại thuế GTGT đầu vào.

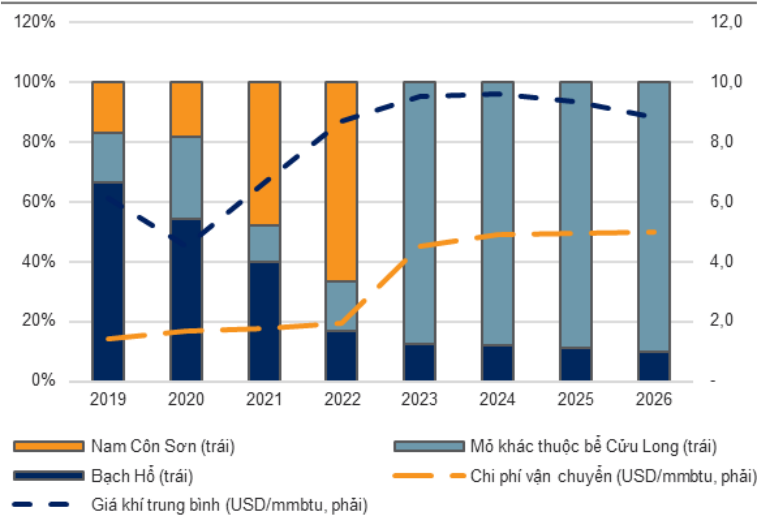
Tác động của luật VAT sửa đổi tới biên LN gộp của một số nhà sản xuất urê trong nước



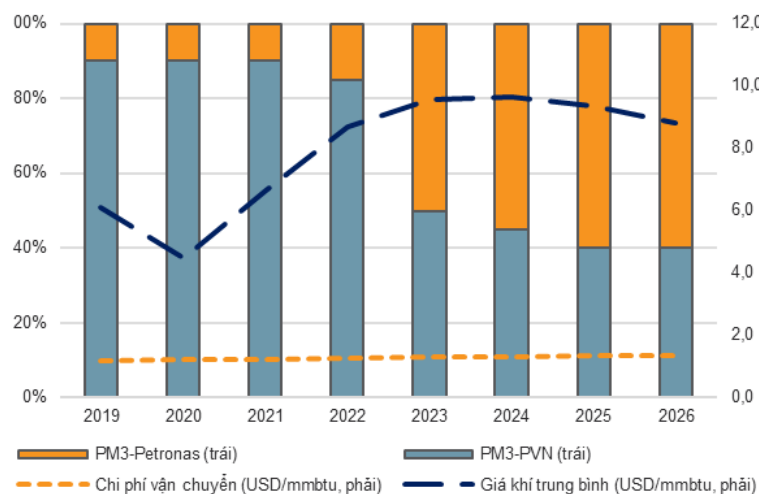
- Vào ngày 26/11, luật VAT sửa đổi đã được thông qua, chuyển phân bón từ đối tượng không chịu thuế sang chịu thuế với mức thuế 5%. Luật này sẽ có hiệu lực từ T7/25. Chúng tôi ước tính luật VAT sửa đổi sẽ giảm chi phí sản xuất urê trong nước khoảng 8-9%. Đồng thời, các doanh nghiệp phân bón trong nước sẽ chia sẻ lợi ích từ việc hoàn thuế VAT đầu vào với khách hàng bằng cách giảm giá bán urê từ 5 – 5.5%.
- Chúng tôi ước tính rằng luật VAT mới sẽ giúp biên LN gộp của DPM/DCM cải thiện lần lượt 1.3/1.2 điểm % vào năm 2025 so với luật VAT hiện tại. Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng luật VAT sửa đổi sẽ giúp biên LN gộp của DPM/DCM tiếp tục mở rộng 2.5/2.1 điểm % so với luật thuế hiện tại do luật thuế mới được áp dụng trong suốt năm 2026 thay vì chỉ từ tháng 7 như năm 2025.
- Chúng tôi tin rằng tác động của luật VAT sửa đổi đối với biên LN gộp của các nhà sản xuất urê trong nước không quá lớn. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng luật VAT sửa đổi sẽ tạo ra một sân chơi công bằng hơn cho các doanh nghiệp trong nước bằng cách hạ giá bán của phần lớn các sản phẩm phân bón nội địa và tăng giá bán phân bón nhập khẩu.

Tỷ trọng nguồn khí chi phí cao tăng tiếp tục gây áp lực lên chi phí vận chuyển khí của các nhà sản xuất urê trong nước

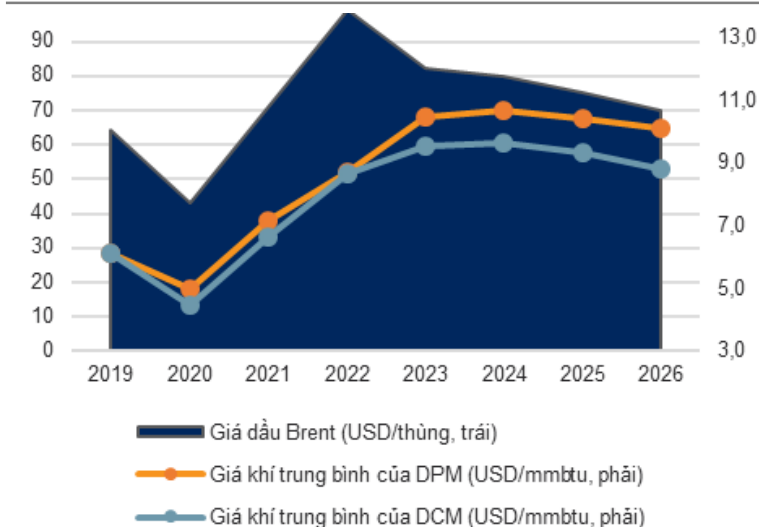
Tỷ lệ nguồn khí có chi phí vận chuyển thấp giảm, gây áp lực lên chi phí khí đầu vào của DPM



Tỷ trọng nguồn cung khí mua ngoài với chi phí cao tăng (PM3 - Petronas) gây áp lực lên chi phí khí đầu vào của DCM



Giá dầu kỳ vọng giảm trong 2025-26 giúp giảm chi phí khí đầu vào cho các nhà sản xuất urê



- Giá khí đầu vào trung bình của các nhà sản xuất urê trong nước đã tăng vọt từ năm 2020 đến năm 2022, chủ yếu do: 1) giá dầu tăng cao do căng thẳng địa chính trị toàn cầu; và 2) sự suy giảm nguồn cung khí giá rẻ, bị thay thế bởi các nguồn khí có giá cao hơn. Tuy nhiên, mặc dù giá dầu toàn cầu đã giảm từ đỉnh năm 2022, giá khí trung bình của một số nhà sản xuất urê trong nước trong 2023 vẫn tiếp tục tăng do: 1) tỷ trọng nguồn khí có chi phí vận chuyển cao tăng đối với DPM; và 2) tỷ trọng nguồn khí đầu vào từ Petronas (có giá cao hơn) tăng đối với DCM. Chúng tôi tin rằng nguồn khí giá rẻ trong nước cho các nhà sản xuất urê sẽ tiếp tục giảm, tiếp tục gây áp lực lên chi phí vận chuyển trong những năm tới.
- Tuy nhiên, chúng tôi ước tính giá dầu Brent trung bình vào năm 2025 sẽ giảm 6,3% so với năm 2024, xuống còn 75 USD/thùng, phù hợp với dự báo của Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA). Triển vọng giá dầu thấp hơn có thể giúp hạ nhiệt chi phí khí đầu vào cho sản xuất urê trong năm 2025.
- Trong khi giá urê trong nước (không tính đến tác động của luật VAT sửa đổi) được dự báo gần như đi ngang so với năm 2024 theo xu hướng giá urê thế giới, chúng tôi kỳ vọng giá khí đầu vào giảm cũng sẽ hỗ trợ các nhà sản xuất urê trong nước mở rộng biên lợi nhuận vào năm 2025.

DCM | (Báo cáo KQKD Q3/24)
Thông tin cổ phiếu:

		2023	2024	2025	2026	
Thay đổi giá sv tháng trước (%)	-3.5%	Tăng trưởng doanh thu	-21,1%	2,0%	1,2%	3,5%
Thay đổi giá svck (%)	15.8%	Tăng trưởng EPS	-74,3%	28,0%	20,0%	14,3%
Giá mục tiêu (đ/cp)	42,700	Biên LN gộp	16,2%	19,4%	22,8%	24,2%
Tiềm năng tăng giá (%)	19.9%	Biên LN ròng	8,8%	11,1%	13,1%	14,5%
Tỷ suất cổ tức (%)	5.6%	P/E (x)	19,3	15,1	12,6	11,0
Thị giá vốn (tr USD)	739.3	Rolling P/B (x)	2,1			
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	7.0	ROAE	10,8%	14,1%	16,8%	18,9%
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	318.5					

Luận điểm đầu tư:
KVF tiếp tục là động lực tăng trưởng của mảng NPK

Chúng tôi tin rằng sau khi ổn định việc sáp nhập vào năm 2024, DCM sẽ tập trung đẩy mạnh sản xuất và phân phối NPK của KVF từ 2025, qua đó làm tăng sản lượng tiêu thụ NPK của công ty 32,7% svck. Đồng thời, DCM có thể tận dụng hệ thống của KVF để bán các sản phẩm khác của công ty mẹ như urê Cà Mau và NPK Cà Mau.

Luật VAT sửa đổi kỳ vọng sẽ cải thiện biên LN gộp DCM ở mức khiêm tốn

Chúng tôi kỳ vọng việc áp dụng luật VAT sửa đổi sẽ giúp giảm giá thành sản xuất urê nội địa xuống 9,3%. Đồng thời, các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước sẽ chia sẻ lợi ích từ việc hoàn thuế VAT đầu vào bằng cách giảm giá bán urê (không bao gồm 5% VAT đầu ra) xuống 5%. Chúng tôi ước tính luật VAT mới sẽ giúp biên LN gộp mảng urê tăng 2,7 điểm % vào năm 2025 so với luật hiện hành. Biên LN gộp của DCM cũng sẽ cải thiện 1,7% sau khi áp dụng luật VAT mới trong năm tới.

Môi trường giá dầu thấp hơn hỗ trợ mở rộng biên LN gộp mảng urê

Triển vọng giá dầu giảm, cùng với dự phóng của chúng tôi rằng tỷ giá USD/VND sẽ giảm vào năm 2025 giúp giá khí đầu vào cho sản xuất urê hạ nhiệt. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng giá urê trong nước (không bao gồm tác động của luật VAT sửa đổi) sẽ đi ngang svck, theo xu hướng giá urê toàn cầu, qua đó hỗ trợ mở rộng biên LN gộp urê trong năm 2025.

Định giá vẫn hấp dẫn với triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp

P/E trượt là 14,1x cao hơn mức P/E trung bình 5 năm là 10,3x, nhưng chưa phản ánh hết triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và vị thế dẫn đầu của doanh nghiệp trên thị trường.

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hoá	Mã CP	Tăng trưởng doanh thu 2025F	Tăng trưởng EPS 2025F	Tỷ suất cổ tức	Nợ/VCSH ròng	ROE	ROA	P/E trượt 12T	P/B hiện tại
		tr USD		%	%	%	%	%	%	x	x
Tổng công ty phân bón và hóa chất dầu khí	Việt Nam	537	DPM VN	-12	35	4,3	-64,8	12,7	5,6	21,0	1,2
CTCP phân bón dầu khí Cà Mau	Việt Nam	739	DCM VN	3,2	13,4	2,8	-70,6	14,3	10,3	13,6	1,9
CTCP phân bón Miền Nam	Việt Nam	19	SFG VN	N/A	N/A	N/A	-149,0	5,0	2,5	15,0	0,7
CTCP supe phốt phát và hóa chất Lâm Thao	Việt Nam	95	LAS VN	N/A	N/A	N/A	-35,3	14,7	9,6	12,4	1,7
CTCP phân bón Bình Điền	Việt Nam	90	BFC VN	N/A	N/A	N/A	-16,3	25,5	8,7	8,0	1,9
<i>Trung bình</i>				<i>-4,4</i>	<i>24,2</i>	<i>3,6</i>	<i>-67,2</i>	<i>14,4</i>	<i>7,3</i>	<i>14,0</i>	<i>1,5</i>

Khối Phân tích

Barry Weisblatt – Giám đốc Khối Phân tích

barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Vĩ mô và Chiến lược thị trường

Đình Quang Hình – Kinh tế trưởng

hinh.dinh@vndirect.com.vn

Phạm Việt Duy – Trưởng nhóm

duy.phamviet@vndirect.com.vn

Nguyễn Bá Khương – Chuyên viên Phân tích

khuong.nguyenba@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hiếu – Chuyên viên Phân tích

hieu.nguyenngoc@vndirect.com.vn

Lê Trần Thu Hằng – Chuyên viên Phân tích

hang.lethu3@vndirect.com.vn

Ngân hàng – Dịch vụ tài chính

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

chien.vominh@vndirect.com.vn

Vũ Mạnh Hùng – Chuyên viên Phân tích

hung.vumanh3@vndirect.com.vn

Trần Kim Phượng – Chuyên viên Phân tích

phuong.trankim@vndirect.com.vn

Nguyễn Thảo Linh – Chuyên viên Phân tích

linh.nguyenthao@vndirect.com.vn

Bất động sản – Xây dựng – Vật liệu xây dựng

Cần Thư Lễ – Trưởng phòng

le.canthu@vndirect.com.vn

Nguyễn Quỳnh Phương – Chuyên viên Phân tích

phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn

Phan Thị Thanh Huyền – Chuyên viên Phân tích

huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

Trần Trung Kiên – Chuyên viên Phân tích

kien.trantrung@vndirect.com.vn

Năng lượng – Hóa chất

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng

hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thanh Hằng – Chuyên viên Phân tích

hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

Nguyễn Việt Minh Tú – Chuyên viên Phân tích

tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn

Dương Thị Thu Huế – Chuyên viên Phân tích

hue.duongthu@vndirect.com.vn

Công nghiệp – Vận tải

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Đặng Huy Hoàng – Chuyên viên Phân tích

hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thúy Nga – Chuyên viên Phân tích

nga.nguyenthuy2@vndirect.com.vn

Nguyễn Thùy Dương – Chuyên viên Phân tích

duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn

Bán lẻ - Tiêu dùng

Phạm Thị Bích Ngọc – Trưởng phòng

ngoc.phambich@vndirect.com.vn

Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

hien.hathu@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Quyên – Chuyên viên Phân tích

quyen.nguyen2@vndirect.com.vn

Nguyễn Phương Anh – Chuyên viên Phân tích

anh.nguyenphuong9@vndirect.com.vn

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Khuyến cáo


Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

VNDIRECT RESEARCH

VNDIRECT Securities Corporation

 1 Nguyễn Thượng Hiền – Hai Bà Trưng – Hà Nội

 Tel: +84 2439724568

 Email: research@vndirect.com.vn

 Website: <https://vndirect.com.vn>

