TRUNG TÂM PHÂN TÍCH
& TƯ VẤN ĐẦU TƯ SSI

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC NĂM 2025

KỶ NGUYÊN MỚI

www.ssi.com.vn

Tổng quan

Từ góc nhìn của chúng tôi, năm 2025 hứa hẹn sẽ mở ra các yếu tố hỗ trợ mạnh sau thời gian dài chờ đợi và kỳ vọng thay đổi. Trong một cuộc phỏng vấn vào ngày cuối năm 2024, Tổng Bí thư của Đảng Cộng sản Việt Nam cho biết đất nước đang bước vào một kỷ nguyên mới: kỷ nguyên vươn mình của dân tộc. Ưu tiên hàng đầu trong kỷ nguyên mới là thực hiện thắng lợi các mục tiêu chiến lược đến năm 2030, Việt Nam trở thành nước đang phát triển, có công nghiệp hiện đại, thu nhập trung bình cao.

Kỷ nguyên mới đồng nghĩa với việc chúng ta cần phải chuẩn bị cho những thay đổi chưa từng thấy từ trước tới nay. Những cải cách đang được thực thi bắt đầu từ cuối năm 2024, bao gồm thực hiện tinh gọn bộ máy Chính phủ, quyết tâm đẩy nhanh đầu tư công vào hạ tầng, và giải quyết những vấn đề tồn đọng trong lĩnh vực bất động sản, nếu thành công, đây sẽ là ba yếu tố trong nước có thể giúp thúc đẩy tăng trưởng 2025 theo quan điểm của chúng tôi. Đất nước đang cần vốn cho kế hoạch phát triển tổng thể trong 5 năm tới và chúng tôi tin rằng những yếu tố này đang định hình nền tảng cho thị trường chứng khoán đạt được mức tăng trong năm 2025.

- **Chúng tôi tin rằng các cải cách hiện tại đang hướng tới việc tạo ra một môi trường đầu tư tốt hơn ở Việt Nam,** với tầm nhìn rút ngắn thủ tục hành chính và nâng cao hiệu quả cơ sở hạ tầng. Mặc dù đầu tư công là một chủ đề đã quá quen thuộc với các nhà đầu tư, nhưng đã có những tiến triển gần đây có thể mang đến góc nhìn khác biệt so với trước đây. Một số dự án quy mô lớn đang được bổ sung vào danh sách đầu tư công (vui lòng tham khảo trang 8), và mô hình BT (Xây dựng & Chuyển giao) sẽ được tái triển khai vào năm 2025. Điều này rất quan trọng để thu hút sự tham gia của khu vực tư nhân vào các dự án cơ sở hạ tầng. Việc tinh gọn bộ máy sẽ giảm được chi tiêu thường xuyên của chính phủ và giúp gia tăng nguồn vốn đầu tư công. Tất cả những cải cách này nhằm tối ưu hóa môi trường đầu tư sẽ có lợi cho sản xuất và thu hút thêm dòng vốn FDI. Đối với nhà đầu tư tổ chức nước ngoài, việc triển khai NPS và việc tái khởi động KRX sẽ là những bước quan trọng để Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi (EM) và thu hút dòng vốn nước ngoài mới.
- **Ngoài ra, các chính sách hỗ trợ dự kiến sẽ giúp tăng cường nguồn cung bất động sản đáng kể trong năm 2025,** không chỉ tại Hà Nội và TP.HCM mà còn ở các tỉnh thành khác. Chính phủ đang nỗ lực giảm thời gian cấp phép cho các dự án mới và giải quyết những vướng mắc pháp lý của các dự án hiện tại. Tại Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh, lượng cung BĐS có thể tăng 44% năm 2025 theo ước tính của chúng tôi. Tuy nhiên, sự hồi phục tăng giá đáng kể của bất động sản tại Hà Nội và một số khu vực TP.HCM trong năm 2024 có thể tạm thời khiến thanh khoản bị giảm. Đây là yếu tố cần theo dõi vì cần phải đảm bảo các chủ đầu tư có khả năng thu hồi vốn sau khi tung ra nguồn cung lớn mà không tạo thêm gánh nặng cho hệ thống ngân hàng. Môi trường chính sách có khả năng duy trì thuận lợi cho ngành bất động sản: (1) chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ không tăng quá nhiều từ mức hiện tại (đây là một nhiệm vụ khá thách thức vì NHNN cũng cần kiểm soát bài toán tỷ giá), và tăng trưởng tín dụng sẽ được đẩy mạnh với mục tiêu tăng trưởng 16% cùng với việc dần gỡ bỏ mức trần tăng trưởng tín dụng hàng năm; (2) đẩy nhanh đầu tư công vào các dự án cơ sở hạ tầng sẽ giúp hỗ trợ tăng giá bất động sản.

Kỷ nguyên mới không đồng nghĩa mọi thứ sẽ tự động thuận lợi mà không gặp thách thức. Trong bối cảnh nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đang được thu hút mạnh mẽ để hỗ trợ cho kế hoạch phát triển đa dạng của đất nước, xuất khẩu cũng có thể phải đối mặt với rủi ro thuế quan cao hơn và áp lực về tỷ giá vẫn tiếp tục. Đồng thời, động lực tiêu dùng trong nước, vốn đã bị ảnh hưởng đáng kể bởi thị trường bất động sản trì trệ trong một thời gian dài, có thể cần thêm thời gian để người tiêu dùng hồi phục niềm tin và tiêu dùng trở lại. Vì vậy, tăng trưởng kinh tế năm 2025 của Việt Nam dự kiến sẽ chủ yếu đến từ đầu tư và sản xuất, thay vì từ tiêu dùng trong ngắn hạn.

Để có thể đạt mức tăng trưởng GDP hai con số như mục tiêu của Thủ tướng, việc đẩy nhanh đầu tư công, đặc biệt là nâng cấp cơ sở hạ tầng và sự phục hồi của ngành bất động sản, sẽ là hai chủ điểm đầu tư trong năm 2025. Đây là lý do tại sao chúng tôi lạc quan hơn về các ngành xây dựng, vật liệu xây dựng, bất động sản nhà ở và công nghệ thông tin trong năm nay, trong khi việc nâng hạng lên thị trường mới nổi (EM) sẽ tạo động lực cho các cổ phiếu vốn hóa lớn. Ngành bán lẻ tiếp tục là ngành mà chúng tôi ưu tiên lựa chọn trong năm 2025, với kỳ vọng tiêu dùng nội địa sẽ dần hồi phục và tăng trưởng về dài hạn.

Dựa trên 84 công ty chúng tôi nghiên cứu, tăng trưởng lợi nhuận ước đạt 16,4% trong năm 2025, cải thiện từ mức 13,2% của năm 2024. Trong 6 năm gần đây, chúng tôi quan sát thấy mức tăng của VNIndex thấp hơn so với mức tăng của NPATMI của doanh nghiệp niêm yết trong 2/6 năm, bằng mức tăng của của NPATMI trong 2/6 năm và cao hơn mức tăng của NPATMI trong 2/6 năm. Với việc khởi động các cải cách mạnh mẽ đã để

cập ở trên và kỳ vọng nâng hạng lên thị trường mới nổi, chúng tôi kỳ vọng định giá thị trường sẽ không bị điều chỉnh giảm trong năm đầu tiên của kỷ nguyên mới và dự báo VNIndex có thể chạm mức 1.450 điểm vào cuối năm 2025.

Dựa trên chủ điểm đầu tư của chúng tôi, danh sách 10 cổ phiếu chúng tôi khuyến nghị cho năm 2025 bao gồm **HPG, MWG, FPT, DPR, CTD, NT2, CTG, TCB, ACV và KDH.**

Bảng: VNIndex so với tăng trưởng NPATMI của các công ty niêm yết trên HOSE

	VNIndex	Tăng trưởng NPATMI
2019	7,67%	15,30%
2020	14,87%	-0,30%
2021	35,73%	37,72%
2022	-32,78%	3,05%
2023	12,20%	-2,82%
2024	12,11%	13,20%

Nguồn: FiinPro. SSI Research ước tính tăng trưởng NPATMI 2024.

Bảng cổ phiếu khuyến nghị

STT	Mã CP	% Tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá tại ngày (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	31/12/2024	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
1	MWG	26,2%	77.000	61.000	-95,9%	2260,9%	43,5%	372,2	22,5	15,7	0,7%	14,9%	18,0%	1,2%	0,8%	0,8%
2	HPG	25,7%	33.500	26.650	-19,4%	74,1%	28,4%	25,0	14,3	11,2	6,6%	10,4%	11,8%	0,0%	0,0%	0,0%
3	DPR	22,7%	47.600	38.800	-17,2%	39,8%	65,1%	7,6	18,4	11,8	8,3%	8,9%	13,3%	4,7%	5,2%	6,4%
4	ACV	22,7%	153.000	124.734	17,0%	37,0%	21,4%	37,6	26,1	19,4	18,0%	20,8%	20,7%	0,0%	0,0%	0,0%
5	FPT	22,2%	186.300	152.500	21,8%	22,4%	27,2%	20,6	31,1	24,5	28,2%	28,6%	29,2%	2,1%	1,3%	1,3%
6	NT2	17,9%	24.700	20.950	-46,4%	-88,9%	644,5%	15,8	120,3	16,2	10,6%	1,3%	9,5%	6,1%	0,0%	0,0%
7	CTG	16,9%	44.200	37.800	17,6%	16,2%	35,4%	9,1	10,9	8,1	15,9%	16,1%	18,6%	0,0%	0,0%	0,0%
8	TCB	16,4%	28.700	24.650	-10,9%	22,0%	15,4%	6,2	7,6	6,6	14,0%	15,1%	15,2%	4,7%	0,0%	0,0%
9	KDH	15,0%	41.500	36.100	-35,1%	35,7%	21,8%	35,1	35,3	31,5	5,3%	5,6%	9,7%	0,0%	0,0%	0,0%
10	CTD	12,2%	77.100	68.700	226,3%	443,3%	39,8%	22,8	10,0	13,8	0,8%	4,4%	5,8%	0,0%	1,5%	1,5%

Nguồn: SSI Research

Phân ngành theo SSI	Triển vọng	CP ưa tích	Ý tưởng đầu tư/ CP theo dõi
Ô tô/Xe máy	Trung lập	VEA	HAX
Dệt may	Tích cực	MSH	TNG
Bán lẻ	Tích cực	MWG, PNJ, FRT	
Thủy sản	Tích cực	VHC	
Thực phẩm & Đồ uống	Trung lập	MCH	SAB
Dầu khí	Trung lập	PVD	PLX, BSR
Chứng khoán	Trung lập		
Ngân hàng	Tích cực	CTG, TCB, ACB, VCB	HDB, VPB, MBB, BID
Dược phẩm	Tích cực	DBD	IMP
Xây dựng	Tích cực	CTD	
Cảng biển và Logistics	Tích cực	GMD, HAH	
Hàng không	Tích cực	ACV, SCS	
CNTT/Viễn thông	Tích cực	FPT	CTR
Thép	Tích cực	HPG	
Phân bón	Tích cực	DGC	DCM, DPM
Bất động sản nhà ở	Tích cực	KDH, NLG	DXG, TCH
Bất động sản KCN	Trung lập	DPR, KBC, BCM	
Điện	Tích cực	NT2, REE, HDG	

MỤC LỤC

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM NĂM 2025 5

Bức tranh Vĩ mô 2025 6

Từ Chính sách đến Hành động thực tế 7

TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2025 9

Hàng tiêu dùng không thiết yếu - Ô tô: Thị trường đã đạt đỉnh và khó tăng mạnh trong năm tới 10

Hàng tiêu dùng không thiết yếu - Bán lẻ: Duy trì đà tăng mạnh 14

Hàng tiêu dùng không thiết yếu - Dệt may: Nắm bắt cơ hội 21

Hàng tiêu dùng Thiết yếu - Thực phẩm & Đồ uống: Tăng trưởng ảnh hưởng bởi tâm lý tiêu dùng thận trọng 25

Hàng tiêu dùng Thiết yếu - Thủy sản: Sản lượng thúc đẩy tăng trưởng 29

Dầu khí: Tăng trưởng lợi nhuận tiếp tục phân hóa mặc dù giá dầu dự kiến giảm trong năm 2025 32

Tài chính - Ngân hàng: Khởi đầu một chu kỳ mới 36

Tài chính - Chứng khoán: Cơ hội thay đổi lớn 47

Y tế: Các thay đổi về Chính sách mở đường cho chu kỳ phát triển sắp tới 52

Công nghiệp - Hàng không: Tăng trưởng trở lại sau khi hồi phục hoàn toàn 56

Công nghiệp - Xây dựng: Động lực tăng trưởng GDP năm 2025 60

Công nghiệp - Cảng biển & Logistics: Vươn mình trong biến động 66

Công nghệ và Viễn thông: Bước vào chu kỳ tăng trưởng mới 69

Nguyên Vật liệu - Phân bón: Thay đổi cơ chế VAT hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận 81

Nguyên Vật liệu - Thép: Động lực tăng trưởng chính đến từ kênh nội địa 84

Bất động sản - Bất động sản Khu Công nghiệp: Nguồn cung cải thiện trong bối cảnh nhu cầu chậm lại trong năm 2025 88

Bất động sản - Bất động sản Nhà ở: Doanh số bán hàng tăng mạnh nhờ nhu cầu và nguồn cung tăng 94

Tiện ích - Điện: Thủy điện phục hồi giúp giảm nguy cơ thiếu điện 105

THÔNG TIN LIÊN HỆ 120

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM NĂM 2025

Bức tranh Vĩ mô 2025

Năm 2025 đánh dấu là một năm quan trọng khi là năm kết thúc của Kế hoạch phát triển kinh tế giai đoạn 2021-2025, cũng là năm chuẩn bị để khởi đầu cho giai đoạn tăng trưởng mới với các kế hoạch cải cách toàn diện nhằm tập trung vào chất lượng tăng trưởng để Việt Nam có thể trở thành nước thu nhập trung bình cao vào năm 2030 và nước thu nhập cao vào năm 2045. Từ chính sách tiền tệ đến tài khóa đều hướng đến duy trì ổn định vĩ mô và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế với các giải pháp mạnh mẽ hướng tới tất cả các động lực tăng trưởng. Rủi ro lớn nhất trong năm 2025 sẽ đến từ xu hướng bảo hộ thương mại, sự phân mảnh trong kinh tế toàn cầu và rủi ro suy thoái ở Mỹ trong khi vẫn còn cần thêm thời gian để giải quyết các vấn đề của ngành bất động sản cũng như nợ xấu trong hệ thống ngân hàng.

Chúng tôi đưa ra các giả định và dự báo biến số vĩ mô chính trong năm 2025 như sau:

- **Chính sách:** Kết hợp giữa chính sách tiền tệ linh hoạt (tăng trưởng tín dụng từ 16% trở lên) và chính sách tài khóa nới lỏng (tăng trưởng đầu tư công ước tính khoảng 17%) để thúc đẩy tăng trưởng.
- **Xuất nhập khẩu:** Xuất khẩu sẽ được đẩy mạnh trong nửa đầu năm 2025 trước khi các chính sách thuế quan được thông báo và có hiệu lực.
- **Tiêu dùng:** Tiêu dùng nội địa được kỳ vọng sẽ quay lại là động lực tăng trưởng cho năm 2025, với các chính sách hỗ trợ của Chính phủ trong bối cảnh môi trường lãi suất vẫn ở mức thấp và kinh tế phục hồi.
- **Đầu tư:** Các chính sách ưu đãi và thông thoáng hơn, để thu hút dòng vốn FDI chất lượng vào lĩnh vực công nghệ cao và đầu tư xanh, trong khi đó môi trường kinh doanh cởi mở sẽ giúp khu vực tư nhân có cơ hội bứt phá.
- **Rủi ro và thách thức:** Chính sách thuế quan của Tổng Thống Donald Trump, rủi ro địa chính trị và rủi ro nợ xấu tăng mạnh.

Bảng 1: Các biến số vĩ mô chính trong năm 2025

	2021	2022	2023	2024	2025F
Tăng trưởng GDP thực tế (%)	2,58	8,02	5,05	7,1	7,0-7,5
Lạm phát bình quân (%)	1,84	3,15	3,25	3,6	3,8
Xuất khẩu (Tỷ USD)	336,25	371,3	354,7	405	443
Nhập khẩu (Tỷ USD)	332,25	358,9	326,4	381	420
Doanh thu bán lẻ danh nghĩa (%)	-9,1%	21,7%	6,7%	9,0%	10,5%
Đầu tư công (%)	-6,3%	19,9%	9,2%	-8,5%	16,7%
Tỷ giá USDVND	22.930	23.780	24.270	25.485	26.000
Tăng trưởng tín dụng (%)	12,97	14,2	13,7	15,1	16
Lãi suất huy động 12 tháng (%)	5,5	10,5	4,8	5,5	5,8 - 6,0

Nguồn: GSO, Bloomberg, SSI Research

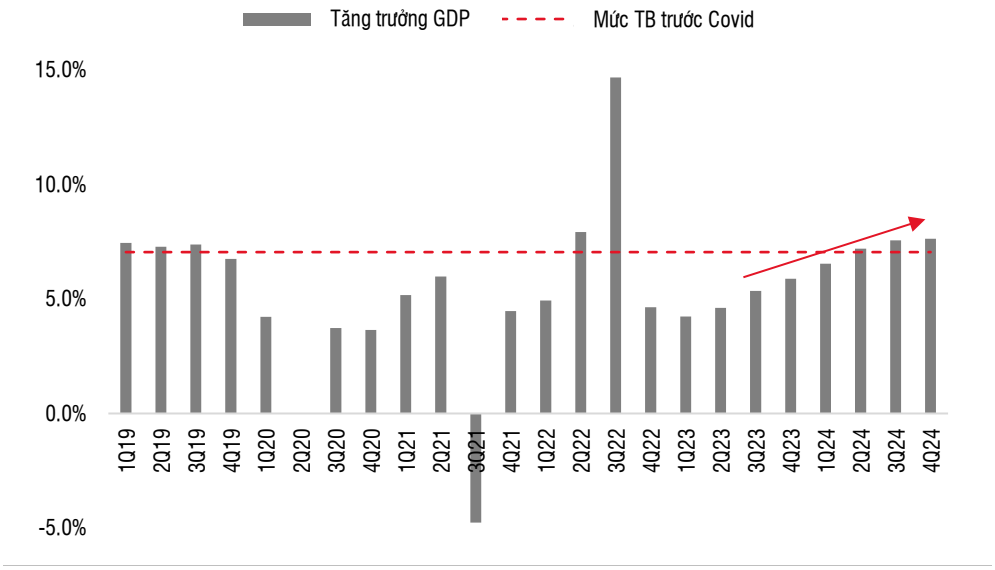
Trong bối cảnh các yếu tố bên ngoài khó lường và mức nền cao trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng xuất khẩu năm 2025 có thể chậm lại xuống còn 9,5%, từ 14,3% vào năm 2024. Do đó, để giảm thiểu các tác động tiêu cực trong ngắn hạn và trung hạn, các động lực tăng trưởng trong nước cần được thúc đẩy như tiêu dùng và đầu tư công, trong khi khu vực tư nhân trong nước có thể được hưởng lợi từ môi trường kinh doanh thân thiện hơn, ví dụ như việc cho phép các dự án xây dựng – chuyển giao (BT) được thực hiện trở lại.

Bên cạnh đó, để có thể đạt được mục tiêu tăng trưởng GDP lên tới 8% như Thủ tướng đề ra cần sự phối hợp nhịp nhàng giữa chính sách tiền tệ và tài khóa. Trong đó, chính sách tiền tệ duy trì tính linh hoạt nhằm thúc đẩy tăng trưởng và đảm bảo cân đối vĩ mô giữa tỷ giá và lãi suất. Chúng tôi dự báo tỷ giá USDVND vào cuối năm 2025 là 26.000 đồng, mặc dù mức biến động có thể sẽ mạnh hơn trong năm, đặc biệt là vào Quý 2 và Quý 3. Thanh khoản kiểm soát tốt sẽ giúp mặt bằng lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng duy trì ở mức thấp (5,8% -6,0%), trong khi tăng trưởng tín dụng là 16%.

Với cơ cấu nợ công nằm trong kiểm soát và các chính sách chuyển đổi số, tinh chỉnh bộ máy và cải cách hành chính nhằm tiết kiệm chi thường xuyên để tập trung hơn vào đầu tư cơ sở hạ tầng, chính sách tài khóa vẫn duy trì trạng thái nới lỏng trong năm 2025. Kế hoạch thâm hụt ngân sách

ở mức 3,8% GDP vào năm 2025 (so với ước tính 3,4% cho năm 2024), cho thấy Chính phủ sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bằng cách nới lỏng tài khóa và kích thích nhu cầu nội địa. Kế hoạch chi đầu tư phát triển được đặt ở mức tăng trưởng 17% so với cùng kỳ năm trước cho năm 2025, với việc hoàn thành 3.000 km đường cao tốc và Sân bay Long Thành. Một số dự án ưu tiên chính đến năm 2030 sẽ bao gồm đường cao tốc Bắc-Nam (phía Đông), đường sắt (bao gồm tuyến Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng và đường sắt cao tốc Bắc Nam), đường vành đai và tàu điện ngầm ở Hà Nội và TP.HCM, Cảng Cần Giờ (TP.HCM).

Biểu đồ 1: Tăng trưởng GDP theo quý (điều chỉnh mùa vụ)



Nguồn: SSI Research

Từ Chính sách đến Hành động thực tế

Với mục tiêu tăng trưởng GDP 8% trong năm 2025 và đạt tăng trưởng hai chữ số những năm tới, hướng đến trở thành nước thu nhập trung bình cao vào năm 2035 và thu nhập cao vào năm 2045 và tránh "bẫy thu nhập trung bình", các chính sách thay đổi mang tính nền tảng đang nhanh chóng triển khai nhằm giành được lợi thế trong giai đoạn dân số vàng. Các mục tiêu "đột phá chiến lược" về hoàn thiện thể chế (tinh gọn bộ máy), phát triển cơ sở hạ tầng chiến lược và phát triển nguồn nhân lực không chỉ là những định hướng lớn chung chung, mà đã được triển khai thực hiện ngay từ cuối năm 2024.

Tinh gọn tổ chức bộ máy: Kế hoạch sắp xếp, tinh gọn tổ chức bộ máy của các đơn vị, cơ quan của Đảng, Quốc Hội, Chính phủ đã được công bố với mục tiêu sẽ hoàn thành trong tháng 2 năm 2025 và giảm tối thiểu 20% công chức, viên chức hưởng lương từ Ngân sách Nhà nước. Đây không chỉ là câu chuyện cắt giảm biên chế, mà liên quan đến nâng cao hiệu quả của công tác quản lý điều hành trong thời kỳ mới, và định hướng hoàn thành trong Quý 1/2025 là hoàn toàn khả thi.

Nâng cấp cơ sở hạ tầng: Không chỉ tập trung phát triển về cơ sở hạ tầng giao thông, Chính phủ hướng đến mục tiêu sâu rộng hơn, bao gồm cơ sở hạ tầng kỹ thuật số và cơ sở hạ tầng thị trường tài chính với hàng loạt các chính sách mới đang được sửa đổi như Luật Công nghiệp Công nghệ số, Luật Dữ liệu, Luật Chứng khoán. Đối với cơ sở hạ tầng giao thông, điểm khác biệt trong giai đoạn 5 năm tiếp theo là bên cạnh việc phát triển hệ thống đường cao tốc (hướng tới mục tiêu 5.000km đường cao tốc trong năm 2030), hệ thống cảng (sân bay, cảng biển) và các dự án đường sắt cũng đã được xem xét bắt đầu xây dựng từ năm 2025.

Và cuối cùng, không thể quên một nguồn lực quan trọng của tăng trưởng chính là năng lượng, và các động thái như tái khởi động lại hai dự án điện hạt nhân (ở Ninh Thuận), sửa đổi Quy hoạch Phát triển Điện VIII hay việc đổi tên PetroVietnam thành Tập đoàn công nghiệp năng lượng quốc gia Việt Nam là những dấu hiệu rõ ràng cho thấy Chính phủ đánh giá đúng tầm quan trọng của năng lượng đối với tăng trưởng.

Bảng 2: Danh sách các dự án cơ sở hạ tầng giao thông lớn có thể được triển khai trong 2024-2025

	Tổng vốn đầu tư (Nghìn tỷ đồng)	Thời gian dự kiến hoàn thành
Cảng Cần Giờ	129	2030
Vành Đai 5 Tp, Hồ Chí Minh	122,8	2028
HCM - Mộc Bài	19,6	2029
Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải phòng	211,0	2030
Đường sắt đô thị số 2 Hà Nội	35	2031
Hữu Nghị - Chi Lăng	11,0	2026
Đồng Đăng - Trà Lĩnh	14,3	2026
Ninh Bình - Nam Định - Thái Bình - Hải Phòng	19,8	2027
Mộc Châu - Sơn La	10,0	2028
Tân Phú - Bảo Lộc	18,1	2026
Bảo Lộc - Liên Khương	19,7	2027
HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành	17,4	2026
Gia Nghĩa - Chơn Thành	25,5	2026

Nguồn: SSI Research

Để kết luận, đà tăng trưởng của nửa cuối 2024 được kỳ vọng sẽ kéo dài trong năm 2025 và các năm tiếp theo, với các động lực nội tại như đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng hay môi trường kinh doanh thông thoáng hơn. Công tác cải cách thể chế, không chỉ đến từ việc tinh gọn bộ máy, giảm khâu trung gian, trao quyền tự chủ cho các bộ ngành, địa phương mà còn đến từ việc chính thức triển khai trên thực tế của hàng loạt các văn bản pháp quy được sửa đổi trong cuối 2024, đầu năm 2025. Rủi ro trong một thế giới bất ổn là khó tránh khỏi, và Việt Nam đã có sự chuẩn bị hoàn hảo với tư duy "vừa chạy vừa xếp hàng" để đối diện với những thách thức này. Tăng trưởng hai con số là một ước mơ, nhưng cũng chẳng viển vông trong một năm Rắn Xanh với hai mùa xuân như năm Ất Tỵ. Hai mùa xuân có thể là việc Việt Nam sẽ có tăng trưởng kép đến từ cả động lực bên trong và bên ngoài, hay nâng hạng kép (vừa nâng hạng lên thị trường mới nổi và xếp hạng tín nhiệm quốc gia được nâng lên mức "có thể đầu tư").

TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2025

Hàng tiêu dùng không thiết yếu - Ô tô: Thị trường đã đạt đỉnh và khó tăng mạnh trong năm tới

Triển vọng 2025: Trung lập.

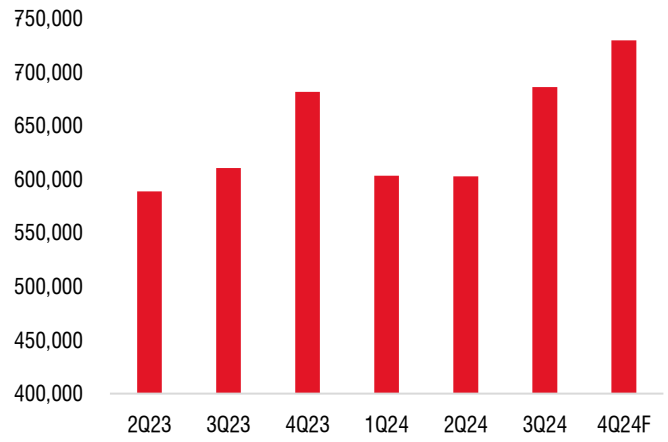
Cổ phiếu ưa thích: VEA/ Ý tưởng đầu tư: HAX.

Nhìn lại năm 2024

Nhóm cổ phiếu ngành ô tô đã ghi nhận mức tăng 20% trong năm 2024 chủ yếu nhờ VEA (+31,1%) và HAX (+2,8%), tuy nhiên cũng có 1 số cổ phiếu ghi nhận hiệu suất kém hơn VNIndex (như SVC, CTF và TMT). Sau nửa đầu năm đầy thách thức, sự phục hồi trong nửa cuối năm 2024 được thúc đẩy bởi chính sách giảm lệ phí trước bạ (có hiệu lực từ tháng 8/2024) và các chương trình khuyến mãi mạnh, mang lại tốc độ tăng trưởng sau 11 tháng là 12% đối với doanh số xe ô tô và 3% đối với doanh số xe máy, thể hiện sự phục hồi hình chữ V. Nhiều công ty ghi nhận LNST 9 tháng tăng từ mức thấp trong năm trước, như VEA (4% svck), HAX (289% svck), SVC (260% svck).

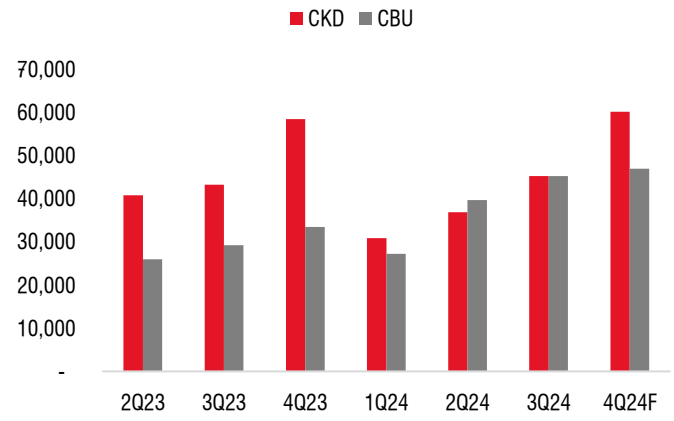
Thương hiệu VinFast đã vươn lên vị trí hàng đầu cả nước về số lượng xe bán ra trong năm nay, vượt qua các thương hiệu nổi tiếng như Toyota và Mitsubishi. Thành công của hãng có được nhờ sự phát triển mạnh mẽ của các mẫu xe có mức giá hấp dẫn như VF3 và VF5, đáp ứng nhu cầu của những người mua xe lần đầu và xe dịch vụ. Những mẫu xe này đã đóng vai trò quan trọng trong việc giúp VinFast tiến gần tới mốc 80.000 xe trong năm 2024, chiếm khoảng 20% thị phần xe ô tô (xem Biểu đồ 3).

Biểu đồ 1: Doanh số xe máy đã phục hồi trong Q3



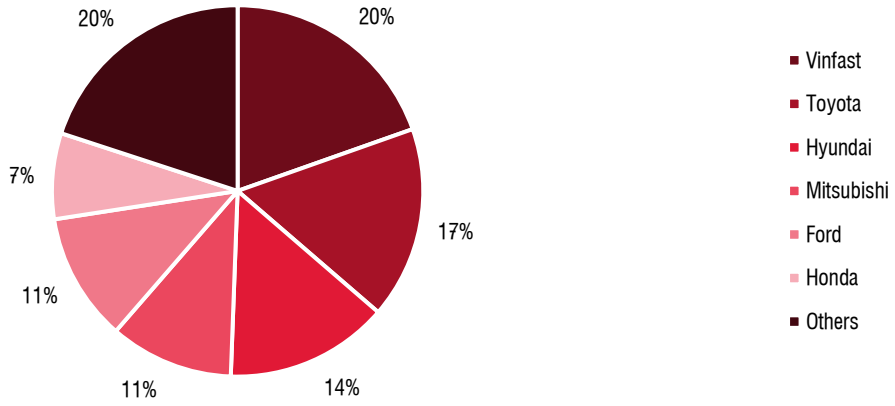
Nguồn: VAMM (Đơn vị: Chiếc)

Biểu đồ 2: Doanh số ô tô phục hồi theo hình chữ V



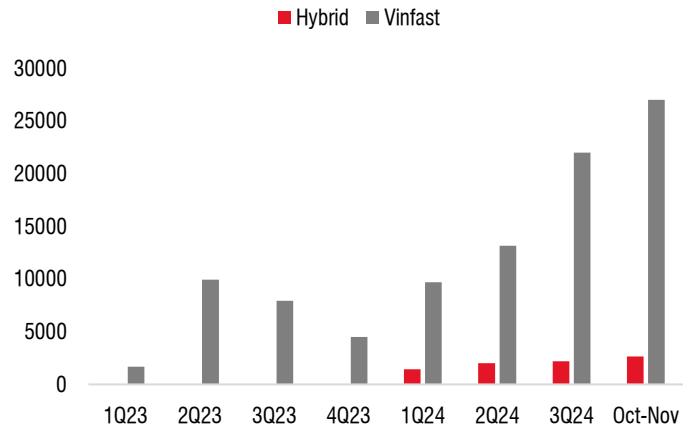
Nguồn: VAMM (Đơn vị: Chiếc)

Biểu đồ 3: Vinfast vươn lên vị trí dẫn đầu thị phần ô tô trong 11T2024



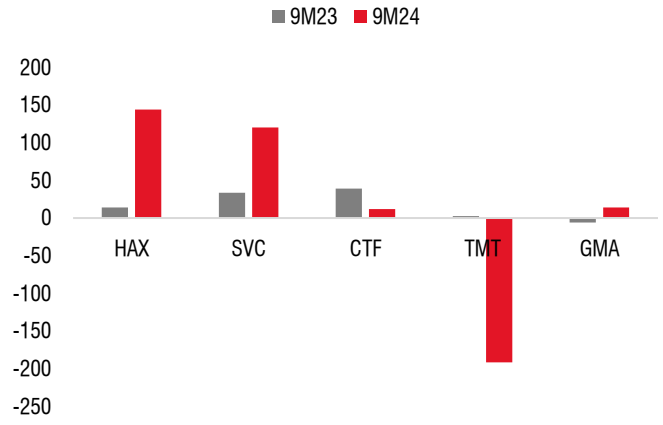
Nguồn: SSI tổng hợp

Biểu đồ 4: Doanh số bán xe năng lượng mới bùng nổ



Nguồn: VAMA, VinFast (Đơn vị: Chiếc)

Biểu đồ 5: LNST các công ty trên sàn ghi nhận kết quả trái chiều trong 9T2024



Nguồn: SSI Research (Đơn vị: Tỷ đồng)

Tác động của chính sách: Chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ không có thêm các biện pháp hỗ trợ để thúc đẩy ngành Ô tô trong năm 2025. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng sẽ có nhiều quy định hơn hướng tới mục tiêu của Chính phủ là tăng thị phần xe ô tô điện lên 30% và xe máy điện lên 22% trước năm 2030. Ngoài ra, nhu cầu mua xe máy mới có thể tăng lên, vì các phương tiện cơ giới trên 5 năm tuổi sẽ phải kiểm định khí thải (thời gian thực hiện cụ thể vẫn chưa được quyết định).

Trong trung hạn, chúng tôi nhận thấy thị trường xe ô tô điện cũng có nhiều cơ hội phát triển. Các nhà sản xuất như Honda và Toyota đã giới thiệu các mẫu xe hybrid và xe điện để đáp ứng nhu cầu của người tiêu dùng muốn trải nghiệm, trong khi các công ty như PV Power (POW) và Petrolimex (PLX) đang thử nghiệm mô hình kinh doanh trạm sạc. Hiện tại, cơ sở hạ tầng trạm sạc hạn chế và ít hỗ trợ từ Chính phủ đối với các phương tiện năng lượng mới vẫn là những trở ngại lớn.

Triển vọng 2025

Vì nhiều chính sách hỗ trợ đã kết thúc, chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh số ô tô sẽ đạt đỉnh vào Q4/2024 (xem Biểu đồ 1&2) và giảm tốc trong năm 2025. Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận cho mảng ô tô sẽ chỉ đạt khoảng 4%, khi các thương hiệu mới như Vinfast và MG gây thách thức cho các thương hiệu đã có tên tuổi với sản phẩm giá rẻ hơn và nhiều khuyến mãi hơn. Tổng công suất sản xuất trong nước dự kiến cũng sẽ tăng từ 750.000 xe/năm vào năm 2022 lên 1,1 triệu vào cuối năm 2025 (xem bảng dưới), điều này sẽ có lợi cho người tiêu dùng nhưng tăng áp lực lên mức tồn kho của nhà sản xuất và đại lý. Đối với doanh số xe máy, chúng tôi dự báo doanh số chỉ tăng 1-2% trong năm 2025 do mức nền cao trong năm 2024.

Bảng. Danh sách các nhà máy sản xuất/lắp ráp ô tô sắp tới tại Việt Nam

	Nhà máy sản xuất	Địa điểm	Tổng công suất	Trạng thái
1	Skoda Auto	Quảng Ninh	120.000	Dự kiến hoàn thành năm 2025
2	TASCO/Geely	Thái Bình	75.000	Dự kiến hoàn thành năm 2026
3	Omoda & Jaecoo	Thái Bình	200.000	Dự kiến hoàn thành năm 2026
4	VinFast	Hà Tĩnh	400.000	Dự kiến hoàn thành năm 2025

Khuyến nghị: Chúng tôi có quan điểm **TRUNG LẬP** đối với các công ty mà chúng tôi nghiên cứu khi tăng trưởng NPATMI năm 2025 dự kiến chỉ đạt 3,8%, thấp hơn nhiều so với thị trường chung (16%). Chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu VEA với mức cổ tức hấp dẫn. Mặc dù HAX dự kiến sẽ ghi nhận kết quả vượt trội trong năm 2025 (tăng trưởng NPATMI năm 2025 dự kiến đạt 45%), tuy nhiên, HAX đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng cao hơn so với mức trung bình lịch sử 5 năm. Do đó, chúng tôi chọn HAX là cổ phiếu có thể đầu tư ngắn hạn.

Cổ phiếu ưa thích: Tổng Công ty Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam – CTCP (VEA: UPCOM): Tỷ suất cổ tức hấp dẫn

- **Giá mục tiêu 1 năm: 48.000 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của VEA sẽ ổn định nhờ vào vị thế của Honda trong thị trường xe máy. Công ty đã có tiến triển đáng kể trong việc giải quyết các ý kiến kiểm toán ngoại trừ trong vài năm qua, mở đường cho việc chuyển niêm yết sang sàn HOSE trong 3-5 năm tới.
  - ✓ Sang năm 2025, phân khúc xe ô tô dự kiến sẽ tăng trưởng 7% svck, hưởng lợi từ tăng trưởng kinh tế và nhiều mẫu xe giá rẻ hơn được ra mắt. Doanh số xe máy dự kiến chỉ tăng 1% do sản lượng tiêu thụ cao được ghi nhận trong năm 2024.
  - ✓ Mặc dù tăng trưởng lợi nhuận dưới 5% svck, nhưng tỷ suất cổ tức cho năm 2025 và 2026 dự kiến sẽ đạt lần lượt 12,7% và 11,5%, là mức cổ tức cao trong số các công ty trên sàn chứng khoán.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Công ty có thể trích lập dự phòng nhiều hơn để xử lý các ý kiến kiểm toán ngoại trừ trên báo cáo tài chính, dẫn tới mức trả cổ tức thấp hơn.
  - ✓ Doanh số bán xe điện gây áp lực lên các công ty liên kết của VEA, vốn chủ yếu dựa vào doanh số xe truyền thống.

Ý tưởng đầu tư ngắn hạn: CTCP Dịch Vụ Ô Tô Hàng Xanh (HAX: HOSE): Sản phẩm giá cạnh tranh là động lực tăng trưởng

- **Giá mục tiêu 1 năm: 20.000 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Doanh số xe MG đang tăng trưởng nhanh hơn thị trường chung nhờ vào mức giá hấp dẫn so với đối thủ cùng phân khúc, và HAX là đại lý chiếm 38% tổng doanh số xe MG được bán ra. HAX cũng tham gia bán xe MG đã qua sử dụng, giúp giảm chi phí sở hữu một chiếc MG khi mua xe tại đại lý HAX.
  - ✓ Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ đạt được kế hoạch năm 2024 (NPATMI tăng 153% svck) và tăng trưởng NPATMI năm 2025 đạt 45% svck, cao hơn nhiều so với mức trung bình của ngành, nhờ vào sự phục hồi dần của phân khúc cao cấp (Mercedes) và tăng trưởng bùng nổ của phân khúc giá rẻ (MG).
- **Rủi ro:**
  - ✓ Tăng trưởng doanh số MG chậm hơn dự kiến.
  - ✓ Gần đây, HAX đã giảm tỷ lệ sở hữu tại công ty con PTM. PTM đang sở hữu 5 showroom MG.

CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức		
	1 năm	1 năm	31/12/2024	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
VEA	20,6%	48.000	39.800	-18,4%	4,4%	3,2%	7,4	8,1	7,9	24,6%	25,5%	26,0%	12,3%	12,7%	11,5%
HAX	11,4%	20.000	17.950	-85,6%	152,7%	45,2%	37,1	20,8	14,3	3,5%	13,4%	16,7%	3,6%	1,7%	6,7%

Nguồn: SSI Research

Hàng tiêu dùng không thiết yếu - Bán lẻ: Duy trì đà tăng mạnh

Triển vọng 2025: Tích cực.

Cổ phiếu ưa thích: MWG, PNJ, FRT.

Triển vọng năm 2025

Nhìn lại năm 2024: Trong năm 2024, cổ phiếu ngành Bán lẻ tăng 36%, vượt trội hơn chỉ số VNIndex với mức tăng 12,7%. Cổ phiếu có diễn biến giá tích cực nhất là FRT (74%), theo sau bởi MWG (43%) và PNJ (16%). Trong khi đó, DWG có hiệu suất kém tích cực hơn khi chỉ tăng 1%.

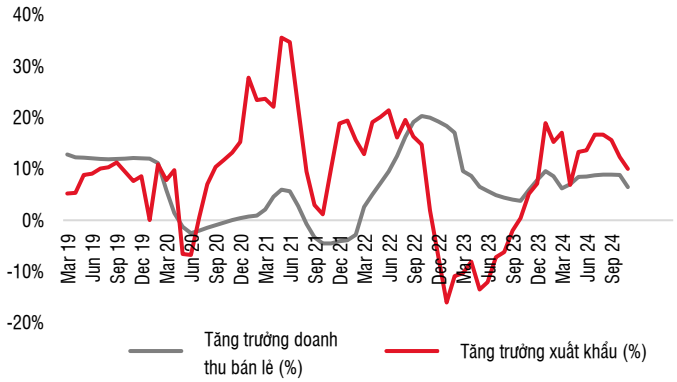
Bối cảnh kinh tế cải thiện trong năm 2024 đã giúp cải thiện tâm lý người tiêu dùng và thúc đẩy sự tiêu dùng. Tuy nhiên, trong bối cảnh lạm phát cao và thị trường bất động sản còn chưa phục hồi rõ ràng, tiêu dùng phục hồi còn khá chậm trong năm 2024. Bão Yagi cũng đã ảnh hưởng xấu đến các nhà bán lẻ khi phải chịu thêm chi phí phát sinh và mất doanh số (đối với điện thoại & điện máy và trang sức, nhưng bách hóa và dược phẩm không bị ảnh hưởng). Sang năm 2025, chúng tôi lưu ý một số yếu tố kinh tế vĩ mô vẫn có thể hỗ trợ tiêu dùng phục hồi, bao gồm (1) tăng trưởng xuất khẩu các ngành cần nhiều lao động, nhờ sự dịch chuyển chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang Việt Nam; (2) thị trường bất động sản phục hồi sẽ thúc đẩy hiệu ứng tài sản và (3) gia hạn giảm thuế VAT đến tháng 6/2025.

Tâm lý người tiêu dùng (% tích cực)



Nguồn: Cimigo

Tăng trưởng doanh thu bán lẻ và xuất khẩu (%)

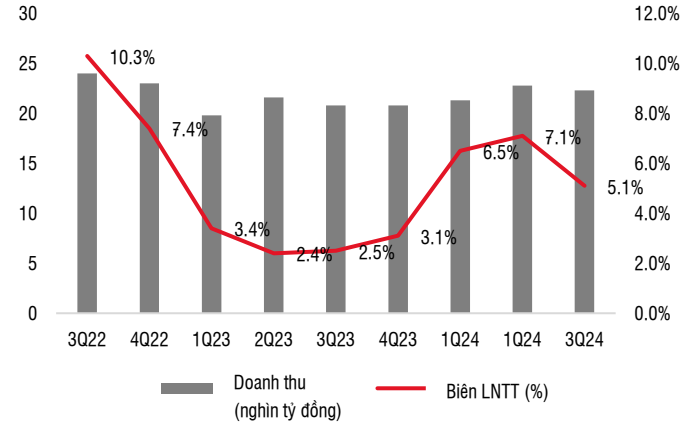


Nguồn: GSO

- **Bán lẻ điện thoại & điện máy (ICT & CE):**

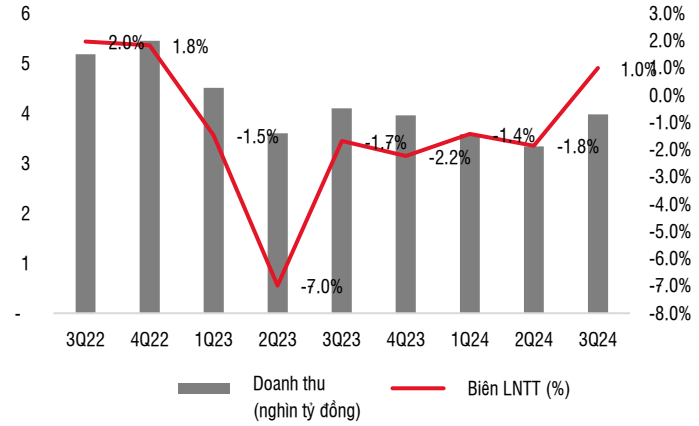
  Doanh thu ICT vẫn ở mức yếu, trong đó doanh thu điện thoại di động và máy tính xách tay lần lượt giảm 4% và 7% trong 9T2024 (theo GFK). Ngược lại, kết quả doanh thu điện máy tốt hơn, như điều hòa do thời tiết nóng kỷ lục, và TV nhờ các sự kiện thể thao. Do đó, chuỗi ĐMX/TGDĐ của MWG đã có KQKD tốt hơn chuỗi FPT Shop của FRT, nhờ tỷ trọng điện máy trong cơ cấu doanh thu cao hơn. Lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ điện thoại & điện máy được cải thiện nhờ chiến lược tối ưu hóa chi phí hiệu quả và cạnh tranh giá bớt gay gắt hơn. Trong 9T2024, FRT đã đóng cửa 118 cửa hàng FPT Shops (giảm 16% số cửa hàng so với cuối năm 2023), trong khi MWG đóng cửa 213 cửa hàng ĐMX/TGDĐ (giảm 7% số cửa hàng so với cuối năm 2023) để cắt giảm chi phí.

Tình hình tài chính của ĐMX & TGDĐ & Topzone



Nguồn: MWG, SSI Research

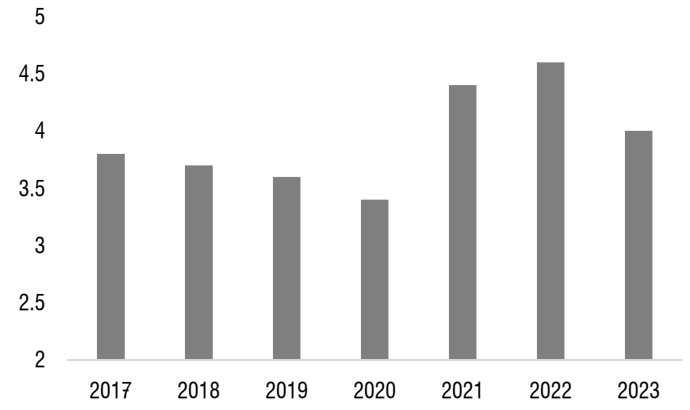
Tình hình tài chính của FPT Shop



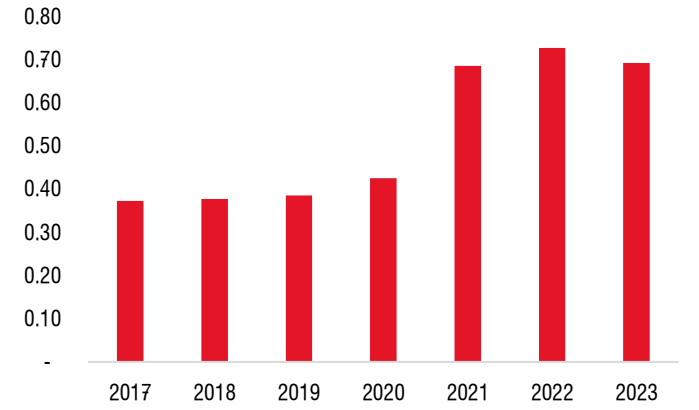
Nguồn: FRT, SSI Research

Sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng mảng ICT sẽ khả quan hơn (tăng trưởng doanh thu đạt từ 5-10%) so với điện máy (tăng trưởng đi ngang) nhờ mức thấp của năm trước, chu kỳ thay thế, và sự cải tiến công nghệ của iPhone 17 (dự kiến ra mắt trong tháng 9 – tháng 10). Doanh thu điện thoại di động và máy tính xách tay đã đạt đỉnh vào năm 2021 nhờ nhu cầu tăng đột biến do Covid-19. Với chu kỳ thay thế 4-5 năm, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thay thế sẽ bắt đầu từ năm 2025. Biên lợi nhuận dự kiến sẽ tăng nhờ các nỗ lực trong tối ưu hóa chi phí đã thực hiện trong năm trước và cầu tốt hơn.

Doanh thu điện thoại (tỷ USD)



Doanh thu máy tính (tỷ USD)

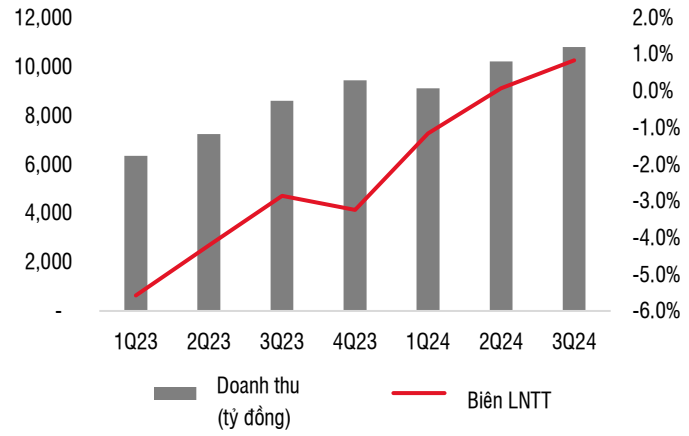


Nguồn: Euromonitor, GFK

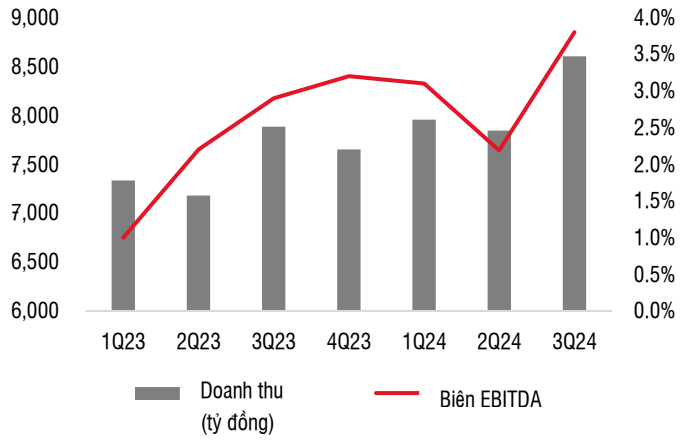
- **Bán lẻ bách hóa:**

Doanh thu của BHX ghi nhận mức tăng ấn tượng, với doanh thu tăng 36% svck trong 9T2024, tốt hơn nhiều so với mức tăng 9% của Winmart. BHX ghi nhận tăng trưởng doanh thu trên cửa hàng cũ (SSSG) đạt khoảng 34% trong 9T2024, trong khi SSSG của Winmart chỉ đạt 8%. BHX đã tái cấu trúc thành công cơ cấu sản phẩm (nhiều rau hơn ở các cửa hàng khu vực thành phố, nhiều trái cây nhập khẩu hơn ở các cửa hàng nông thôn, nhiều thịt/hải sản có thương hiệu hơn), nhờ đó đã thu hút được khách hàng mới và ghi nhận SSSG cải thiện mặc dù tiêu dùng giảm. Với SSSG tăng và tối ưu hóa chi phí, BHX đã hòa vốn trong Q2/2024, trong khi Winmart hòa vốn trong Q3/2024. Tuy nhiên, Winmart vượt trội hơn BHX về mở mới cửa hàng. Trong 9T2024, Winmart đã mở mới 100 cửa hàng, trong khi BHX chỉ mở mới 28 cửa hàng.

Tình hình tài chính của BHX



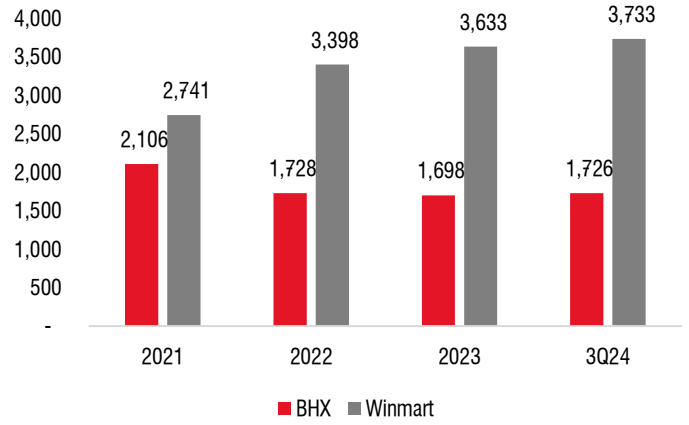
Tình hình tài chính của Winmart



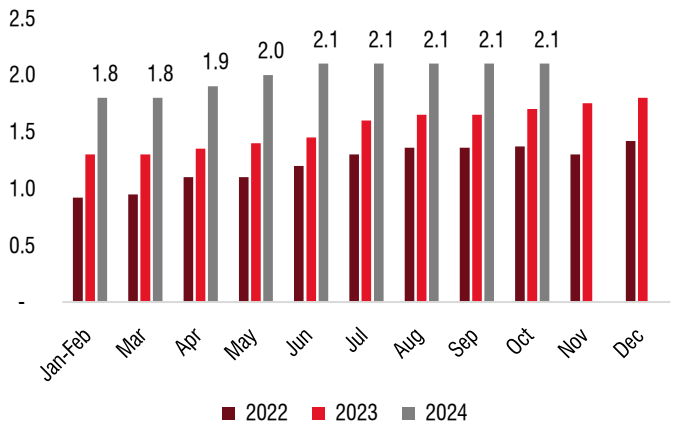
Nguồn: MWG, MSN, SSI Research

Sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng tối ưu hóa chi phí (chủ yếu số hóa các công việc có tính lặp lại tại cửa hàng để cắt giảm chi phí nhân công) và mở rộng mạng lưới cửa hàng sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận hơn là SSSG (SSSG năm 2025 dự kiến sẽ chậm lại sau mức tăng trưởng mạnh 30% trong năm 2024). Chúng tôi kỳ vọng BHX và Winmart sẽ mở mới lần lượt 200 và 150 cửa hàng (lần lượt mở rộng 12% và 4% mạng lưới cửa hàng), trong khi SSSG được dự báo sẽ tăng trưởng 1 chữ số thấp. Doanh thu năm 2025 của BHX và Winmart ước tính lần lượt đạt 46,4 nghìn tỷ đồng (13% svck) và 35,2 nghìn tỷ đồng (8% svck).

Số lượng cửa hàng bách hóa theo chuỗi



Doanh thu/tháng/cửa hàng của BHX (tỷ đồng)



Nguồn: MWG, SSI Research

- **Bán lẻ dược phẩm:**

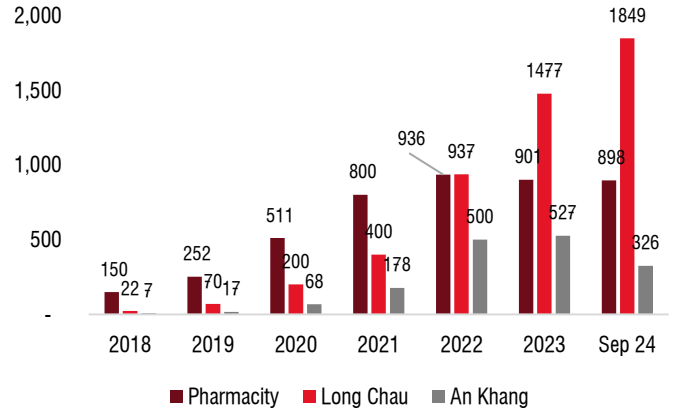
Bối cảnh bán lẻ dược phẩm phân hóa trong năm 2024, với Long Châu tiếp tục tích cực mở rộng số lượng cửa hàng, trong khi một số đối thủ cạnh tranh đã thu hẹp quy mô. Trong 9T2024, Long Châu đã mở 352 nhà thuốc mới. Trong khi đó, An Khang đã đóng khoảng 200 cửa hàng (giảm khoảng 40% mạng lưới cửa hàng) để giảm thiểu lỗ, trong khi vẫn đang hoàn thiện mô hình kinh doanh của mình. Chuỗi Pharmacity chỉ đóng cửa một vài cửa hàng trong 9T2024, nhưng so với quy mô đỉnh trong năm 2022 thì chuỗi này đã đóng khoảng 22% cửa hàng. Sau khi

nhận được vốn đầu tư từ nhà đầu tư Hàn Quốc, Trung Sơn đã tăng quy mô từ khoảng 150 cửa hàng lên khoảng 200 cửa hàng trong năm 2024. Với tốc độ mở rộng này, Trung Sơn có thể tạo ra sự cạnh tranh nhất định đối với Long Châu tại 14 tỉnh miền Nam.

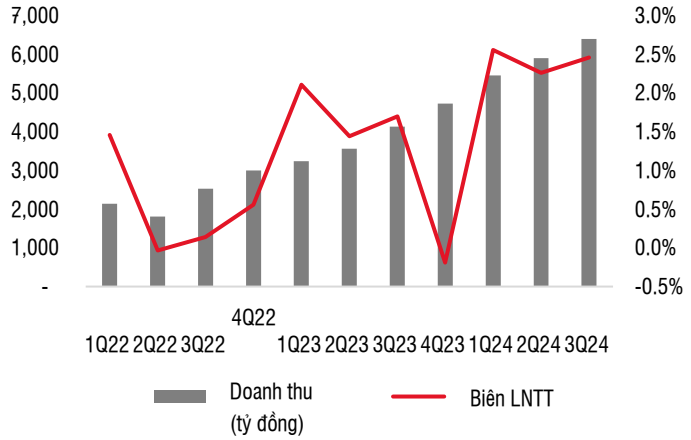
Ngoài việc bán thuốc, Long Châu bắt đầu mở rộng dịch vụ vắc-xin từ năm 2024, tận dụng tệp khách hàng hiện có của nhà thuốc. Chuỗi vắc-xin của Long Châu hiện nay đã trở thành chuỗi vắc-xin hiện đại lớn thứ 2 tại Việt Nam. Hoạt động kinh doanh vắc-xin của Long Châu được kỳ vọng sẽ tăng nhanh do (1) chi tiêu vắc-xin tăng nhờ tỷ lệ tiêm chủng hiện nay cho các bệnh không bao gồm trong Chương trình Tiêm chủng Mở rộng còn thấp (<5%, theo FRT) và (2) thị phần dịch vụ tiêm chủng tư nhân tăng do tình trạng quá tải tại các trung tâm tiêm chủng công lập.

Chúng tôi kỳ vọng việc mở rộng mạng lưới cửa hàng và biên lợi nhuận cải thiện sẽ đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận cho Long Châu trong tương lai gần. Doanh thu của Long Châu trong năm 2025 ước tính đạt 30 nghìn tỷ đồng (tăng 26% svck).

Số lượng cửa hàng dược phẩm theo chuỗi



Tình hình tài chính của Long Châu



Nguồn: SSI tổng hợp

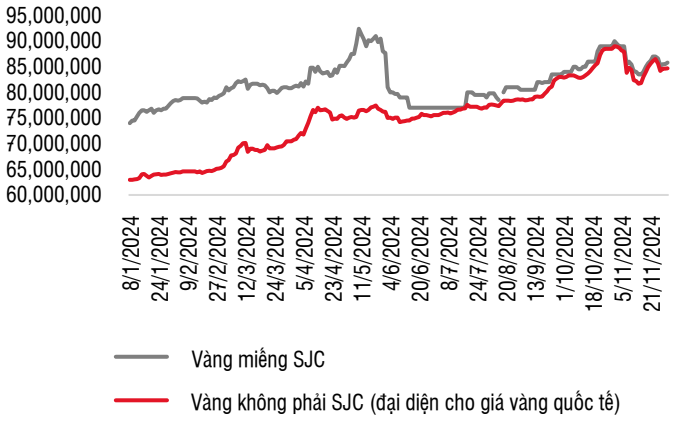
Các thay đổi quy định ảnh hưởng đến bán lẻ dược phẩm trong năm 2025:

1. **Hoàn tiền BHYT đối với các loại thuốc ngoài viện:** Bắt đầu từ 1/1/2025, bệnh nhân sẽ được hoàn tiền BHYT đối với các loại thuốc mua ngoài bệnh viện trong trường hợp thiếu thuốc. Điều này nhìn chung sẽ có lợi cho các nhà thuốc ngoài bệnh viện, và Long Châu sẽ được hưởng lợi chính. Chúng tôi lưu ý tình trạng thiếu thuốc hiện nay không còn nghiêm trọng như trong giai đoạn Covid-19, do đó sự thay đổi quy định này có thể sẽ không mang lại lợi ích nhiều cho các nhà thuốc ngoài bệnh viện. Tuy nhiên, trong trường hợp tình trạng thiếu thuốc trở nên nghiêm trọng hơn (do kiểm soát chặt chẽ việc đấu thầu thuốc tại bệnh viện), các nhà thuốc ngoài bệnh biện có thể tạm thời gia tăng khách hàng từ kênh bệnh viện. Chúng tôi sẽ theo dõi tác động và cập nhật sự thay đổi này đến doanh thu của Long Châu.
2. **Luật Dược 44/2024/QH15** đã được thông qua vào cuối tháng 11 (có hiệu lực từ tháng 7/2025) cho phép một số loại thuốc được bán trực tuyến. Mặc dù có khả năng gia tăng cạnh tranh từ các nhà thuốc thương mại điện tử, chúng tôi cho rằng giá trị của các loại thuốc được phê duyệt bán trực tuyến là nhỏ. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng khách hàng thường tham khảo ý kiến của dược sĩ trước khi mua hàng. Do đó, sự cạnh tranh với thương mại điện tử đối với nhà thuốc vật lý sẽ là không đáng kể.

- **Bán lẻ trang sức:**

Giá vàng đã tăng đáng kể 34% trong năm 2024. Trong bối cảnh giá vàng tăng mạnh, khách hàng thường có xu hướng tích trữ vàng để tận dụng xu hướng tăng giá. Điều này, cùng với lượng vàng miếng không đáng kể được cung cấp ra thị trường thông qua ngân hàng thương mại nhà nước đã giải thích cho tình trạng thiếu vàng trên thị trường. Chính phủ Việt Nam đã kiểm soát chặt chẽ nguồn gốc vàng để ngăn chặn các hoạt động "buôn lậu vàng", do chênh lệch giữa giá vàng quốc tế và trong nước. Các cửa hàng vàng nhỏ lẻ gặp khó khăn trong việc chứng minh nguồn gốc vàng, do đó đã hạn chế hoạt động, dẫn đến tình trạng thiếu hụt vàng trong nước nghiêm trọng hơn. Tuy nhiên, PNJ có nguồn gốc vàng hợp pháp, do đó đã giành được thị phần từ các cửa hàng vàng nhỏ lẻ, thể hiện qua tăng trưởng doanh thu bán lẻ của PNJ (16% svck trong 9T2024), tốt hơn nhiều so với tổng mức tiêu thụ trang sức tại Việt Nam (-12% svck trong 9T2024, theo Hội đồng Vàng Thế giới). Mạng lưới cửa hàng của PNJ cũng mở rộng rõ rệt hơn so với các nhà bán lẻ trang sức có thương hiệu khác trong 9 tháng đầu năm 2024, do đó đã giành được thị phần.

Giá vàng (triệu đồng/lạng)

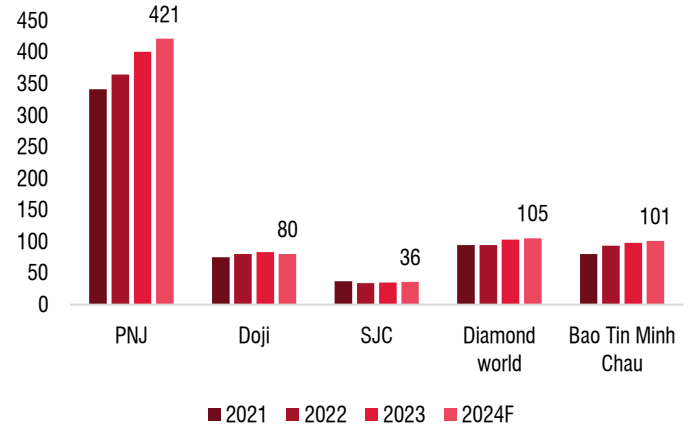


Nguồn: SJC, SSI tổng hợp

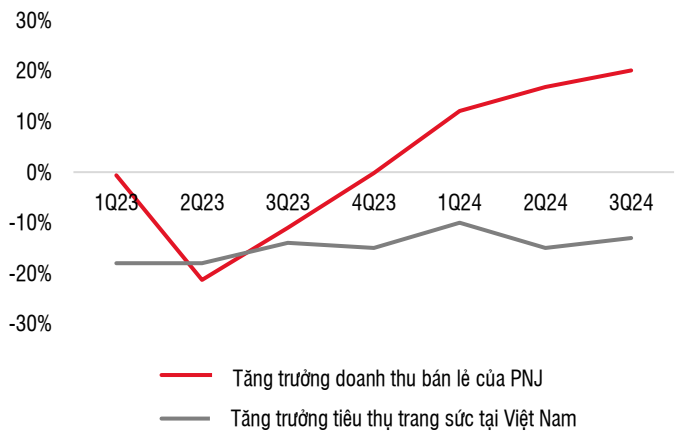
Do tình trạng thiếu hụt vàng, rất khó để có thể chuyển phần chi phí vàng nguyên liệu tăng vào giá bán. PNJ cũng đã quyết định nung chảy hàng tồn kho lâu năm thành vàng nguyên chất, sau đó tái sử dụng để đáp ứng nhu cầu tăng cao. Theo đó, công ty đã ghi giảm hàng tồn kho trong Q3/2024, do đó làm giảm biên lợi nhuận gộp trong năm 2024.

Sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ tiếp tục gia tăng thị phần từ các cửa hàng vàng nhỏ lẻ. Vấn đề thiếu hụt vàng có thể vẫn tiếp diễn, mặc dù có thể sẽ bớt nghiêm trọng so với năm 2024. Với tình trạng thiếu hụt vàng bớt nghiêm trọng và không còn ghi giảm hàng tồn kho, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của PNJ sẽ phục hồi trong năm 2025. Chúng tôi ước tính doanh thu bán lẻ năm 2025 sẽ tăng 14% svck, trong khi lợi nhuận ròng có thể tăng mạnh 18% svck.

Số lượng cửa hàng trang sức theo chuỗi



Tăng trưởng doanh thu trang sức PNJ và ngành



*Nguồn: SSI tổng hợp *dữ liệu tính đến 20/12/2024, Hội đồng Vàng Thế giới*

- **Triển vọng lợi nhuận**

  Chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng sẽ phục hồi đến năm 2025, được hỗ trợ bởi điều kiện kinh tế vĩ mô thuận lợi và thị trường bất động sản phục hồi. Chúng tôi ước tính lợi nhuận của các công ty sẽ tăng 34% svck trong năm 2025, vượt trội so với tăng trưởng lợi nhuận ròng của thị trường. Trong số các nhà bán lẻ, chúng tôi ước tính MWG và FRT sẽ ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận cao nhất, phục hồi dần sau áp lực giảm hàng tồn kho trong năm 2023, và những công ty này cũng sẽ hưởng lợi từ sự dịch chuyển từ thương mại truyền thống sang thương mại hiện đại (thương mại hiện đại hiện nay chiếm <15% tổng thị trường). PNJ cũng sẽ hưởng lợi từ sự dịch chuyển từ thương mại truyền thống sang thương mại hiện đại (gần 50% tổng thị trường), nhưng sẽ không nhiều như bách hóa và dược phẩm. Lợi nhuận của DGW dự kiến tăng mạnh trong năm 2025, mặc dù sẽ cần thêm thời gian để đạt mức đỉnh như năm 2022 do phụ thuộc nhiều vào điện thoại di động và máy tính xách tay (tổng chiếm 74% doanh thu).

  Rủi ro chính đối với dự báo của chúng tôi là thu nhập trong tương lai không chắc chắn trong trường hợp chính sách bảo hộ thương mại không thuận lợi dưới chính sách của Trump. Đối với FRT, đòn bẩy cao vẫn là mối lo ngại chính, đặc biệt khi xem xét khả năng môi trường lãi suất tăng. Tuy nhiên, việc Long Châu của FRT tăng vốn thành công có thể sẽ là yếu tố hỗ trợ cho cổ phiếu.

- **Định giá:** Chúng tôi nhận thấy các công ty vận hành chuỗi ICT & CE (như MWG và FRT) được định giá lại đáng kể do năm 2024-2025 là những năm đầu của chu kỳ lợi nhuận mới sau mức đáy năm 2023. Ngoài kinh doanh điện thoại & điện máy, MWG và FRT cũng vận hành chuỗi bách hóa và nhà thuốc, được hưởng lợi từ sự chuyển dịch dài hạn từ thương mại truyền thống sang thương mại hiện đại (hiện chiếm <15% tổng thị trường), do đó giải thích cho việc định giá lại của cổ phiếu. Tuy nhiên, PNJ đã bị giảm định giá đáng kể, do lo ngại về tình trạng thiếu hụt vàng.

Cổ phiếu ưa thích

1. CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG: HOSE)

- **Giá mục tiêu 1 năm: 77.000 đồng**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Dẫn đầu trong lĩnh vực bán lẻ điện thoại di động và điện tử tiêu dùng với thị phần 50-60%, hưởng lợi từ sự phục hồi hình chữ K.
  - ✓ Biên lợi nhuận của chuỗi điện thoại & điện máy cải thiện đáng kể sau giai đoạn giảm hàng tồn kho và những nỗ lực cắt giảm chi phí. Sự phục hồi theo chu kỳ cùng với việc tiêu dung phục hồi.
  - ✓ Chuỗi bách hóa đã có lãi từ Q2/2024, và việc đẩy nhanh mở rộng mạng lưới cửa hàng từ năm 2025 sẽ đảm bảo tăng trưởng trong dài hạn.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Chi tiêu không thiết yếu phục hồi chậm hơn dự kiến
  - ✓ Gia tăng cạnh tranh từ thương mại điện tử
  - ✓ Đồng USD tăng giá (Khoản nợ 250 triệu USD tính đến Q1/2024)

2. CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ: HOSE)

- **Giá mục tiêu 1 năm: 117.000 đồng**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ PNJ là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường (chiếm 57% thị phần trong số các nhà bán lẻ có thương hiệu), được hưởng lợi từ sự phục hồi hình chữ K của ngành.
  - ✓ Tăng trưởng doanh thu được thúc đẩy nhờ mở mới cửa hàng và mở rộng tệp khách hàng (nhóm khách hàng trẻ tuổi)
  - ✓ Vị thế tài chính vững chắc giúp công ty tài trợ cho việc mở rộng mạng lưới cửa hàng để gia tăng thị phần.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Chi tiêu không thiết yếu phục hồi chậm hơn dự kiến
  - ✓ Chi phí vàng nguyên liệu tăng mạnh do chính phủ kiểm soát chặt chẽ nguồn gốc vàng có thể tạm thời làm giảm lợi nhuận trang sức.

3. CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT: HOSE)

- **Giá mục tiêu 1 năm: 215.000 đồng**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ quá trình chuyển đổi từ nhà thuốc truyền thống (88%) sang nhà thuốc thương mại hiện đại (12%).
  - ✓ Dẫn đầu trong lĩnh vực bán lẻ thuốc kê đơn giúp Long Châu gia tăng khách hàng mới không chỉ từ các nhà thuốc nhỏ lẻ mà còn từ kênh bệnh viện.
  - ✓ FPT Shop có lãi trở lại từ nửa cuối năm 2024 sau khi chịu lỗ nặng trong năm 2023 do cạnh tranh giá gay gắt.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Đòn bẩy cao có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận trong trường hợp lãi suất tăng
  - ✓ Chi tiêu không thiết yếu chậm hơn dự kiến
  - ✓ Gia tăng cạnh tranh từ thương mại điện tử

Mã	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	Trong 1 năm	Trong 1 năm	31/12/2024	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
MWG	26,2%	77.000	61.000	-95,9%	2260,9%	43,5%	372,2	22,5	15,7	0,7%	14,9%	18,0%	1,2%	0,8%	0,8%
FRT	15,8%	215.000	185.600	n,a	n,a	37,4%	n,a	86,7	63,1	-19,1%	18,6%	20,1%	0,0%	0,0%	0,0%
PNJ	19,5%	117.000	97.900	8,9%	7,8%	17,5%	15,8	16,5	14,0	20,1%	19,1%	19,5%	2,3%	2,0%	2,0%
DGW	2,7%	41.300	40.200	-48,2%	28,8%	31,1%	24,2	19,3	14,7	13,8%	15,3%	17,2%	1,0%	1,2%	1,2%

Nguồn: SSI Research

Hàng tiêu dùng không thiết yếu - Dệt may: Nắm bắt cơ hội

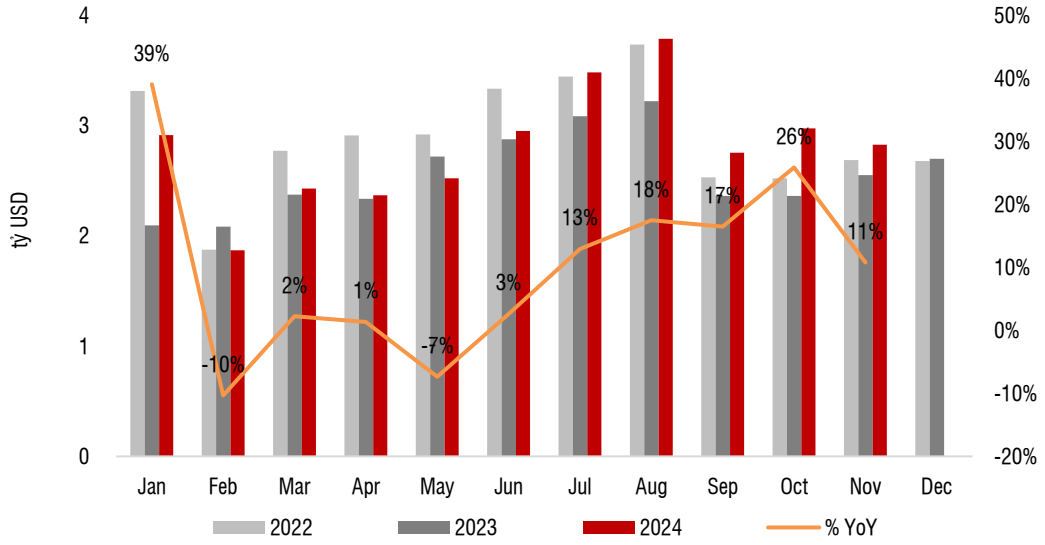
Triển vọng 2025: Tích cực.

Cổ phiếu ưa thích: MSH/ Ý tưởng đầu tư: TNG.

Triển vọng năm 2025

- **Nhìn lại năm 2024:** Ngành Dệt may tăng 24% trong năm 2024, vượt trội hơn so với mức tăng 12% của chỉ số VNIndex nhờ các doanh nghiệp dệt may trong nước ghi nhận kết quả tích cực, cụ thể MSH tăng 54%, TNG +43%, TCM +29%, và VGT +27%. Tuy nhiên, các doanh nghiệp sản xuất sợi lại có hiệu suất kém vượt trội hơn, như STK và ADS giảm lần lượt 5% và 28%. Nhiều công ty may mặc đã đạt mức tăng trưởng doanh thu Q3/2024 so với cùng kỳ cao kỷ lục, đứng đầu là MSH với +45%, TNG 12%, và TCM 20%. Theo quan điểm của chúng tôi, kết quả này khẳng định lại lợi thế cạnh tranh toàn cầu của Việt Nam. Trong khi các công ty Trung Quốc đã bán phá giá sợi trong năm, gây ảnh hưởng kém tích cực đến nhu cầu từ các doanh nghiệp sản xuất sợi trong nước (doanh thu STK và ADS giảm 19% svck).

Biểu đồ: Kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam



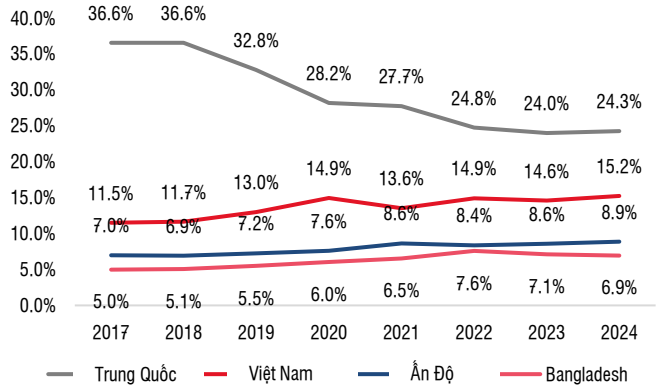
Nguồn: Hải quan, SSI Research

- **Triển vọng năm 2025:** Theo Mckinsey, các doanh nghiệp bán lẻ vẫn lo ngại về tâm lý và nhu cầu chi tiêu của người tiêu dùng, vì vậy tăng trưởng của ngành trên toàn cầu dự kiến đến từ mức tăng trưởng sản lượng khiêm tốn (chủ yếu ở mức một con số thấp), thay vì nhờ giá bán. Người tiêu dùng có thể sẽ tiếp tục thích mua sắm tại các cửa hàng hoặc cửa hàng bán lẻ giá rẻ trong năm 2025 khi họ vẫn thắt chặt chi tiêu. Khi thương mại toàn cầu đang thay đổi trước mối đe dọa áp thuế toàn cầu của Tổng thống Trump, các thương hiệu có khả năng tăng cường đa dạng hóa nguồn cung ứng ở châu Á, đặt nền tảng cho chuyển dịch đơn hàng (nearshoring).
- **Tác động của chính sách thương mại:** Dệt may là một trong những ngành nhạy cảm nhất trước các mức thuế tiềm ẩn của Tổng thống Trump, do Mỹ chiếm hơn 40% kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam. Theo OTEXA (biểu đồ bên dưới), Việt Nam đứng thứ hai về nhập khẩu quần áo vào Mỹ sau Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng có nhiều khả năng thuế thông minh sẽ được áp dụng để nhắm vào các mất cân đối thương mại cụ thể. Chúng tôi đánh giá **tích cực** đối với ngành dệt may sau xu hướng tái định vị chuỗi cung ứng tiếp diễn, và khả năng **Mỹ đưa sản xuất trở lại trong nước là khá khó khăn.** Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng mức thuế ngành dự kiến áp cho Việt Nam (khoảng từ 10-20%) sẽ thấp hơn mức áp cho Trung Quốc.

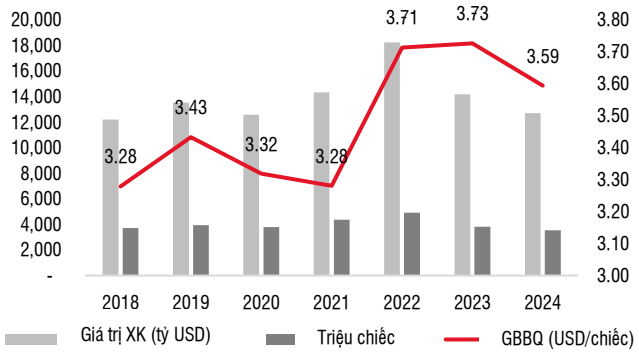
Nhập khẩu hàng may mặc và dệt may của Mỹ **đã chuyển dần khỏi Trung Quốc**, nhanh nhất kể từ năm 2010, giảm 13% thị phần trong năm 2023 so với năm 2019. Do đó, các thị trường như Ấn Độ, Bangladesh và Việt Nam dự kiến sẽ trở thành các nguồn cung cấp quan trọng, khi Trung Quốc liên tục mất đi lợi thế cạnh tranh về chi phí do chi phí lao động tăng (khoảng 40% trong giai đoạn 2019-2023). Chi phí lao động trung bình mỗi giờ của Việt Nam hiện ít hơn một nửa so với Trung Quốc. Chúng tôi lưu ý rằng Ấn Độ có tỷ lệ sản phẩm may mặc không đạt tiêu chuẩn chất lượng cao nhất trong năm 2023, còn Bangladesh đã phải chuyển gần 40% đơn đặt hàng sang các thị trường khác trong nửa cuối năm 2024 do gián đoạn chính trị. Do đó, chúng tôi cho rằng Việt Nam dự kiến sẽ dẫn đầu về xuất khẩu trong năm 2025 nhờ lợi thế chi phí, tốc độ ra thị trường và kỹ năng, dù gặp thách thức về thuế tiềm ẩn.

Theo đó, chúng tôi đánh giá tích cực đối với ngành, qua việc các công ty có đơn đặt hàng đến hết Q1/2025, cùng với **các đơn đặt hàng trước** từ các thương hiệu trước khi có điều chỉnh thuế. **Chỉ số Dollar có thể vẫn mạnh** có thể giúp hầu hết các công ty xuất khẩu ghi nhận thu nhập ngoại hối ròng, trừ những công ty có khoản vay bằng USD cao như STK.

Thị phần của các quốc gia xuất khẩu sang Mỹ



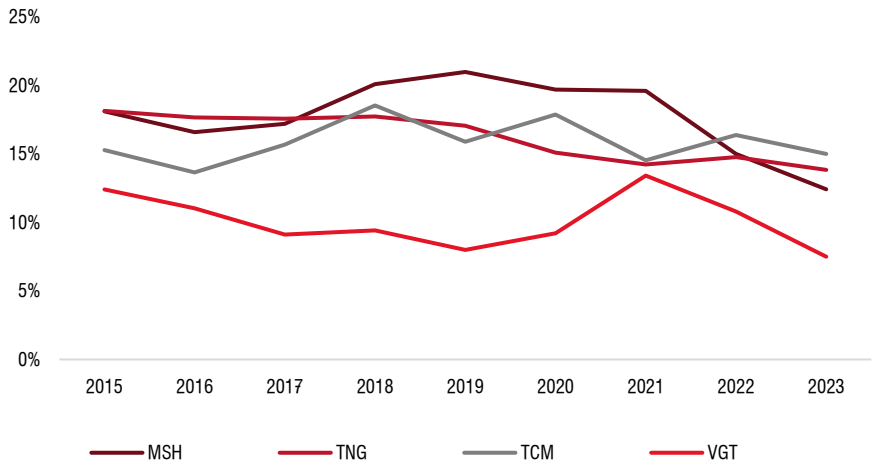
Kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam sang Mỹ



Nguồn: OTEXA, SSI Research

- **Dự báo doanh thu:** Trong năm 2025, chúng tôi dự kiến các công ty trong phạm vi nghiên cứu sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu dưới 15%, trở lại mức tăng trưởng CAGR trung bình từ 13-15% trong giai đoạn 2015-2019. Trong giai đoạn 2019-2023, ngành ghi nhận mức tăng trưởng âm đến đi ngang do nhu cầu toàn cầu sụt giảm đáng kể sau Covid. Tăng trưởng doanh thu dự kiến sẽ được thúc đẩy nhờ tăng trưởng sản lượng thay vì nhờ giá bán, khi người tiêu dùng vẫn chú trọng vào giá trị, trong khi Việt Nam ít có khả năng đàm phán để tăng giá. Các nhà bán lẻ chịu thuế, nên các nhà sản xuất có khả năng sẽ giảm giá để chia sẻ gánh nặng chi phí với các nhà bán lẻ.
- **Dự báo lợi nhuận:** Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của ngành dự kiến đi ngang trong năm 2025 so với năm 2024. Bất kỳ sự cải thiện nào của biên lợi nhuận gộp có thể đến từ tỷ lệ đơn đặt hàng FOB cao hơn trong tổng doanh thu. Chi phí vận chuyển vẫn biến động, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận ròng - đặc biệt là trong nửa đầu năm 2025 khi dự kiến sẽ có đơn đặt hàng trước. Chúng tôi giả định chi phí vận chuyển sẽ tăng trung bình từ 5-10% svck trong năm 2025 so với mức chi phí cao trong năm 2024. Tuy nhiên, thu nhập ngoại hối ròng có thể bù đắp cho mức tăng này do chỉ số DXY tăng mạnh, ít nhất là trong nửa đầu năm 2025. Chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ giảm khoảng -3% trong năm 2025, sau khi giảm khoảng -4% trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng MSH, TNG và TCM sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận lần lượt là 18%, 15%, và 15% svck, thấp hơn so với mức CAGR trung bình lịch sử là 24% trong giai đoạn 2015-2019, khi biên lợi nhuận gộp trung bình giảm 500 điểm cơ bản, khi biên lợi nhuận gộp của nhà bán lẻ giảm. Giá bán thấp hơn do tâm lý người tiêu dùng yếu làm giảm biên lợi nhuận của cả chuỗi cung ứng xuống mức thấp.

Biểu đồ: Biên lợi nhuận gộp



Nguồn: Công ty, SSI Research

- **Định giá**: Ngành Dệt may đang giao dịch gần với mức P/E trung bình lịch sử là 10x. Chúng tôi cho rằng mức này khá hợp lý do có biến động về thuế quan, đồng thời mức này cũng phản ánh phần nào kỳ vọng Việt Nam sẽ hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch đơn hàng theo kịch bản cơ sở của chúng tôi. Định giá đạt đỉnh vào năm 2021, P/E dao động từ 15-16x khi lợi nhuận của công ty ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng mạnh hơn 50% svck. Với mức tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng từ 15-18% svck, chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu khoảng 10-11x cho năm 2025 để đưa ra giá mục tiêu cho ngành.
- **Khuyến nghị: Chúng tôi ưa thích cổ phiếu MSH trong ngành, đồng thời lựa chọn TNG là cổ phiếu theo dõi.**

Cổ phiếu ưa thích: CTCP May Sông Hồng (MSH: HOSE)

- **Báo cáo ngành gần nhất tại đây.**
- **Giá mục tiêu 1 năm: 61.900 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Với tỷ trọng xuất khẩu lớn vào thị trường Mỹ (>70%) có thể được hưởng lợi từ việc chuyển dịch đơn hàng.
  - ✓ Công suất dự kiến mở rộng 25% trong năm 2025 để tận dụng nhu cầu cho các đơn đặt hàng FOB.
  - ✓ Tỷ suất cổ tức hấp dẫn và ổn định từ 7-8%.
  - ✓ Yếu tố cơ bản mạnh.
- **Rủi ro liên quan đến chênh lệch thuế thực tế giữa Việt Nam, Trung Quốc và các quốc gia cung ứng khác, có thể ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu và tâm lý đối với cổ phiếu.**
  - ✓ Chênh lệch thuế quan giữa Việt Nam và Trung Quốc có thể thấp hơn dự kiến.
  - ✓ Mỹ có thể áp thuế lên Việt Nam cao hơn so với Bangladesh và Ấn Độ.

Cổ phiếu theo dõi: CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG: HOSE)

- **Giá mục tiêu 1 năm: 29.400 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ TNG có tỷ trọng xuất khẩu cao vào thị trường Mỹ (46%) và Châu Âu (38%), đồng nghĩa với việc TNG có khả năng được hưởng lợi cao từ việc chuyển dịch đơn hàng từ Trung Quốc và Bangladesh.
  - ✓ CAGR doanh thu vượt trội là 15% trong giai đoạn 2018-2023, và vượt trội so với đối thủ khi họ chỉ đạt mức tăng trưởng một chữ số hoặc đi ngang.
  - ✓ Ban lãnh đạo tập trung phát triển quá trình chuyển đổi số nội bộ để cải thiện năng suất. Công ty hiện có hơn 30% hoạt động sản xuất đã được tự động hóa.
- **Rủi ro**
  - ✓ Đòn bẩy tài chính cao hơn so với các đối thủ nên lãi suất cao có thể ảnh hưởng kém tích cực đến biên lợi nhuận ròng.
  - ✓ Mức thuế thực tế giữa Việt Nam, Trung Quốc và các quốc gia cung ứng khác có thể ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu và tâm lý của nhà đầu tư đối với cổ phiếu.

STT	CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	31/12/2024	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
1	MSH	19,0%	61.900	52.000	-34,8%	47,6%	16,9%	9,1	10,6	9,0	13,9%	19,4%	21,2%	8,5%	6,7%	6,7%
2	TNG	16,8%	29.400	25.200	-23,0%	46,6%	14,8%	9,9	9,3	8,1	12,9%	16,4%	16,3%	4,1%	3,2%	3,2%
3	TCM	7,0%	51.400	47.850	-52,8%	99,5%	14,8%	28,6	16,9	14,7	6,7%	12,8%	13,5%	4,9%	2,4%	2,4%
4	STK	11,8%	27.500	24.550	-63,8%	-42,0%	174,5%	27,8	46,6	17,0	5,5%	3,1%	8,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: SSI Research

Hàng tiêu dùng Thiết yếu - Thực phẩm & Đồ uống: Tăng trưởng ảnh hưởng bởi tâm lý tiêu dùng thận trọng

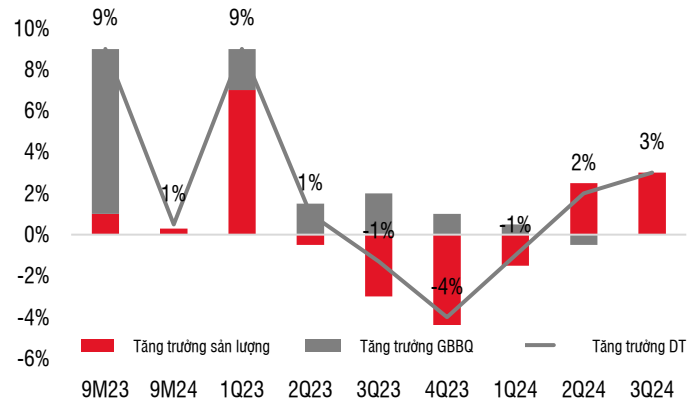
Triển vọng năm 2025: Trung lập.

Cổ phiếu ưa thích: MCH/ Ý tưởng đầu tư: SAB.

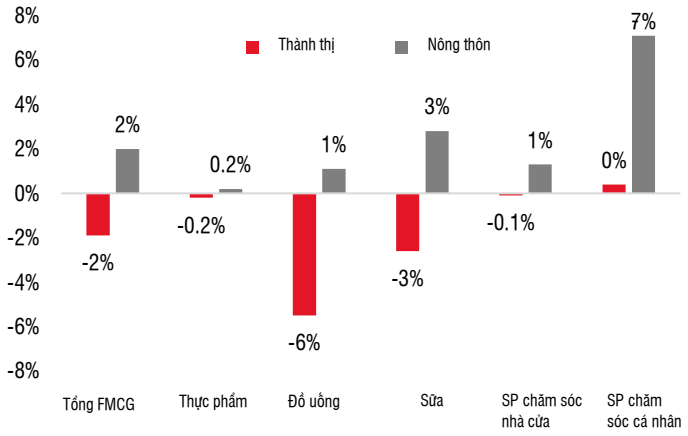
Triển vọng năm 2025

- **Nhìn lại năm 2024:** Ngành thực phẩm và đồ uống tăng 29% trong năm 2024 chủ yếu nhờ MCH (239%) và QNS (19%), trong khi VNM (-0,9%), SAB (-3,4%) và MSN (4,5%) có hiệu suất kém hơn so với VNIndex (+12,1%). Người tiêu dùng ngày càng thắt chặt chi tiêu, trì hoãn mua sắm và chỉ chi tiêu cho các nhu yếu phẩm. Tuy nhiên, người tiêu dùng dường như vẫn thoải mái với một số chi tiêu không thiết yếu cho du lịch và chăm sóc nhà cửa và cá nhân. Điều này được phản ánh rõ trong kết quả 9T2024 của các công ty niêm yết, trong đó VNM và SAB đã ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu lần lượt là 3,5% và 4,6% svck và tăng trưởng LNST lần lượt là 11% và 6% svck. VNM đạt được kết quả này nhờ chi phí nguyên vật liệu giảm, còn SAB cắt giảm chi phí tiếp thị. Trong khi đó, MCH ghi nhận kết quả vượt trội với mức tăng trưởng doanh thu và LNST lần lượt là 11% và 14% svck, phần lớn nhờ vào danh mục các nhu yếu phẩm, sản phẩm mới, sản phẩm tiện lợi và chăm sóc sức khỏe.

Tăng trưởng FMCG (svck)



FMCG MAT Q3/2024 (svck)



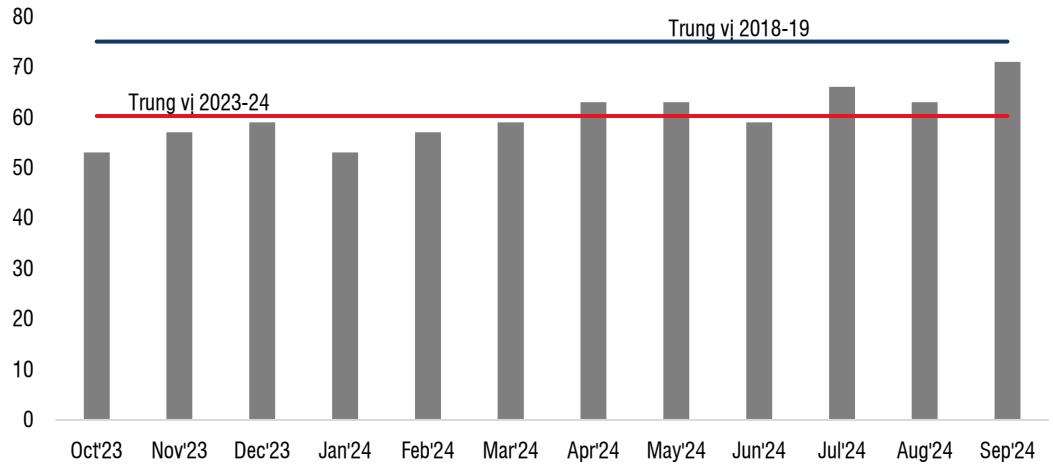
Nguồn: Kantar, Nielsen, SSI Research

- **Triển vọng năm 2025**

  - ✓ Chúng tôi nhận thấy sản lượng tiêu thụ FMCG đã tăng trưởng dương trở lại kể từ Q2/2024, cho thấy dấu hiệu phục hồi tiêu dùng đầu tiên. Trong khi hầu hết các ngành đều gặp khó khăn để ghi nhận tăng trưởng sản lượng, doanh thu từ sữa và đồ uống tại thành phố ghi nhận mức giảm mạnh nhất.
  - ✓ Các bất ổn xung quanh điều kiện bên ngoài khiến chúng tôi cho rằng người tiêu dùng sẽ tiếp tục chú trọng đến giá cả và ưu tiên các sản phẩm có giá trị tốt. Một vài cuộc khảo sát gần đây cho thấy sự tự tin của người tiêu dùng đang cải thiện, nhưng chỉ có chưa đến một nửa số hộ gia đình cho thấy tình hình tài chính sẽ tốt hơn trong vòng 12 tháng tới.
  - ✓ Khi người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu, nhu cầu về các mặt hàng thiết yếu sẽ phục hồi chậm. Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy thương mại điện tử tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ khi người tiêu dùng quen với các chương trình giảm giá và giao hàng tận nơi. Làn sóng hàng nhập khẩu giá rẻ từ thương mại điện tử cũng làm tăng áp lực cạnh tranh.

- ✓ Chúng tôi ưu thích các công ty có thương hiệu mạnh, những công ty này sẽ được hưởng lợi từ sự gia tăng giá trị khi đổi mới sản phẩm liên tục đáp ứng nhu cầu của người tiêu dùng (MCH) và sự chuyển đổi từ các sản phẩm cận cao cấp sang sản phẩm truyền thống (SAB). Cả hai công ty này đều bảo vệ (MCH) và giành được (SAB) thị phần trong năm 2023-2024.
- ✓ Trong ngành sữa, cả các công ty trong nước và quốc tế đang cạnh tranh quyết liệt để giành thị phần.

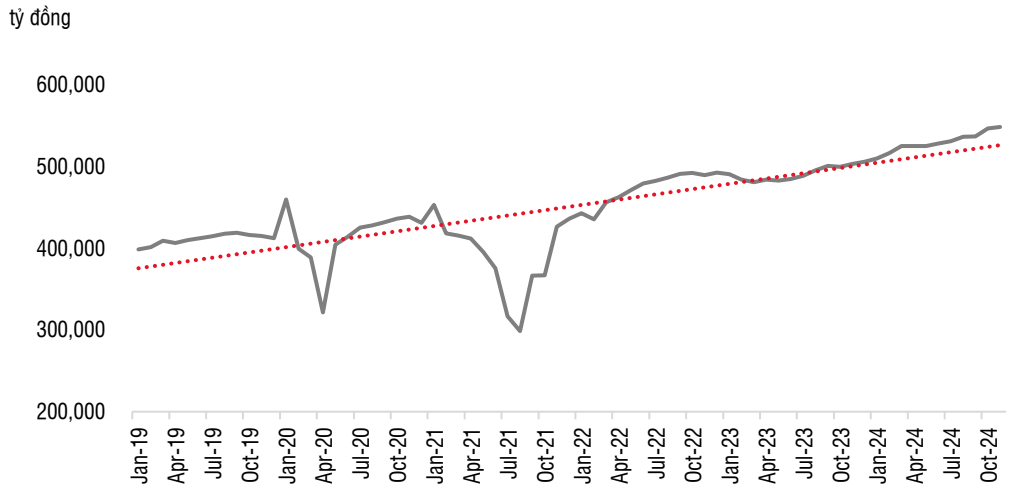
Tâm lý người tiêu dùng Việt Nam



Nguồn: Cimigo

- **Tác động của yếu tố vĩ mô/chính sách:** Chúng tôi nhận thấy một số yếu tố vĩ mô sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến thu nhập hộ gia đình, bao gồm (1) sự chuyển đổi chuỗi cung ứng nhanh hơn từ Trung Quốc sang Việt Nam do thuế quan sẽ mang lợi ích cho xuất khẩu và sản xuất, từ đó tăng cường sức mua; (2) sự phục hồi của thị trường bất động sản sẽ thúc đẩy hiệu ứng tài sản; và (3) việc kéo dài thời gian giảm thuế VAT và tăng lương cho khu vực công. Tuy nhiên, theo dữ liệu của TCTK, chúng tôi cũng quan sát thấy sự chuyển đổi từ cải thiện thu nhập sang phục hồi tiêu dùng thực tế vẫn còn yếu, và người tiêu dùng có xu hướng tiết kiệm nhiều hơn là chi tiêu thêm.

Doanh thu bán lẻ

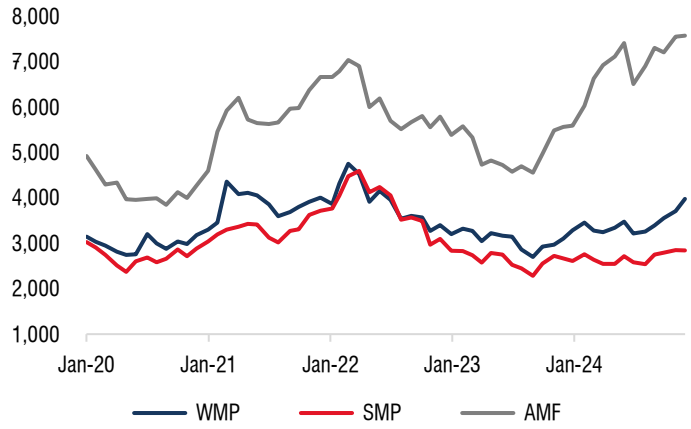


Nguồn: TCTK, SSI Research

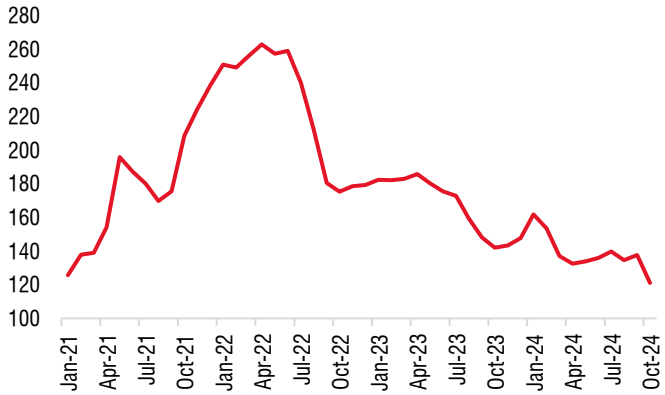
Đối với ngành bia, chúng tôi cho rằng các thay đổi đề xuất về mức phạt trong Nghị định 100 có thể chỉ tác động nhỏ đến tiêu thụ bia. Theo dự thảo sửa đổi mới nhất của nghị định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực giao thông đường bộ, có hai thay đổi chính: (1) thay thế hình phạt tước giấy phép lái xe bằng hệ thống điểm phạt; và (2) tăng tiền phạt đối với người điều khiển xe máy. Đối với nồng độ cồn trong máu (BAC) dưới 0,05% (tương đương với việc uống một lon bia vài giờ trước), dự thảo nghị định đề xuất trừ 6 điểm (trừ 12 điểm tương đương với việc tước giấy phép lái xe trong 1 năm) thay vì tước giấy phép lái xe trong 1 năm. Đối với BAC trên 0,05%, các hình phạt vẫn nghiêm khắc như trước. Do đó, chúng tôi cho rằng sẽ cần có thời gian để người tiêu dùng thích nghi với những thay đổi này.

- **Dự báo doanh thu:** Với các yếu tố đã đề cập ở trên, chúng tôi dự báo nhu cầu của ngành sẽ phục hồi khiêm tốn. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần sẽ tăng trưởng khoảng 4-5% svck trong năm 2025, riêng MCH chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần sẽ tăng 13% svck. Tất cả đều được thúc đẩy nhờ tăng trưởng sản lượng thay vì giá bán. Trong giai đoạn 2019-2023, các công ty thực phẩm và đồ uống ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu từ -5% đến +2%, so với tốc độ tăng trưởng CAGR là 11% trong giai đoạn 2014-2018.
- **Dự báo lợi nhuận:** Trong năm 2024, giá nguyên liệu đầu vào chính ổn định hoặc giảm, ngoại trừ bột sữa nhập khẩu (tăng khoảng 20% từ đầu năm đến nay) do nhu cầu tăng liên tục từ Trung Quốc và lo ngại thời tiết khô hạn ở New Zealand có thể hạn chế sản lượng. Các mặt hàng khác đều giảm giá, bao gồm mạch nha lúa mạch (-17% svck), bột đậu nành (-28% svck) và ngô (-11% svck). Vì các công ty F&B thường chốt giá từ 3-9 tháng trước, đây sẽ là lực đẩy cho việc mở rộng biên lợi nhuận gộp cho SAB và MCH trong năm tới (ít nhất là cho đến nửa đầu năm 2025) trước các biện pháp thuế quan của Trump và các biện pháp trả đũa có thể làm sai lệch thương mại. Chúng tôi cho rằng các công ty F&B sẽ không cắt giảm thêm chi phí SG&A do cạnh tranh gay gắt hơn. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng VNM, SAB, và MCH sẽ đạt tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 lần lượt là 3%, 10%, và 13% svck. Trong giai đoạn 2019-2023, các công ty F&B ghi nhận CAGR lợi nhuận ròng là -5%, so với tốc độ CAGR là 13% trong giai đoạn 2014-2018.

Giá bột sữa nguyên liệu (USD/MT)



Giá mạch nha thế giới (USD/MT)



Nguồn: GDT, Bloomberg, SSI Research

- **Định giá:** Định giá ngành giảm đáng kể trong những năm gần đây xuống còn khoảng 16-20x so với mức P/E lịch sử là khoảng 20-30x. Điều này phản ánh sự bão hòa về sản lượng tiêu thụ của một số công ty và triển vọng lợi nhuận yếu hơn, đồng thời phù hợp với sự giảm giá đáng kể của các mặt hàng tiêu dùng Trung Quốc trong giai đoạn 2021-2023. Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành khi chưa thấy có yếu tố hỗ trợ mạnh cho ngành. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn áp dụng P/E 16x cho EPS năm 2025 để đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu của VNM và SAB. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng MCH xứng đáng có mức P/E cao hơn là 20x do CAGR lợi nhuận ổn định 9% trong giai đoạn 2014-2023.
- **Khuyến nghị:** Chúng tôi ưa thích cổ phiếu **MCH** trong ngành, đồng thời lựa chọn **SAB** là ý tưởng giao dịch ngắn hạn. Mặc dù có **những yếu tố tích cực ngắn hạn**, nhưng chúng tôi đánh giá TRUNG LẬP đối với SAB do: (i) việc tuân thủ nghiêm ngặt Nghị định 100 vẫn là trở ngại đối với người tiêu dùng, mặc dù thu nhập có cải thiện; (ii) người tiêu dùng có thể quay trở lại các sản phẩm đại chúng cao cấp khi chi tiêu phục hồi; và (iii) lợi nhuận thấp hơn do đề xuất tăng thuế tiêu thụ đặc biệt dự kiến có hiệu lực vào năm 2026.

Cổ phiếu ưa thích: CTCP Hàng tiêu dùng MASAN (MCH: UPCOM)

- **Giá mục tiêu 1 năm: 260.000 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Khả năng nghiên cứu và phát triển (R&D) hàng đầu và rút ngắn thời gian ra mắt sản phẩm mới, đáp ứng nhanh nhu cầu thay đổi của người tiêu dùng, giúp công ty duy trì và thậm chí gia tăng thị phần.
  - ✓ Định hướng nâng cao chất lượng sản phẩm sẽ hỗ trợ mở rộng biên lợi nhuận và duy trì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số.
  - ✓ Việc chuyển niêm yết sang HOSE trong thời gian tới có thể giúp thanh khoản của cổ phiếu cải thiện.
  - ✓ MCH là doanh nghiệp tập trung vào mảng tiêu dùng, có thể hấp dẫn hơn so với cấu trúc phức tạp của MSN.
- **Rủi ro**
  - ✓ Tiêu dùng phục hồi chậm hơn dự kiến có thể gây áp lực lên tăng trưởng doanh thu
  - ✓ Khó xác định các giao dịch của các bên liên quan.

STT	CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	31/12/2024	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
1	MCH	1,00%	260.000	258.000	30,0%	14,0%	13,3%	8,8	23,2	20,4	29,5%	27,2%	24,1%	10,5%	3,9%	0,0%
2	SAB	18,1%	65.500	55.500	-21,2%	12,5%	10,0%	20,1	15,4	14,0	17,0%	18,8%	20,2%	5,7%	6,3%	6,3%
3	QNS	14,8%	57.400	50.000	69,7%	7,2%	5,8%	6,4	6,5	6,2	25,4%	22,2%	20,9%	8,7%	7,9%	7,9%
4	MSN	23,6%	86.500	70.000	-88,3%	352,7%	47,5%	227,9	53,1	36,0	4,9%	9,5%	12,0%	0,0%	N.a	N.a
5	VNM	16,2%	73.700	63.400	4,2%	7,7%	2,8%	17,8	15,4	15,0	26,6%	27,4%	27,6%	5,7%	6,1%	6,1%

Nguồn SSI Research

Hàng tiêu dùng Thiết yếu - Thủy sản: Sản lượng thúc đẩy tăng trưởng

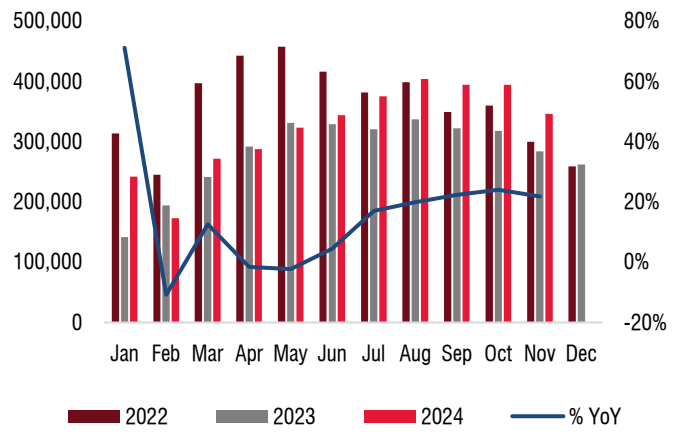
Triển vọng năm 2025: Tích cực.

Cổ phiếu ưa thích: VHC.

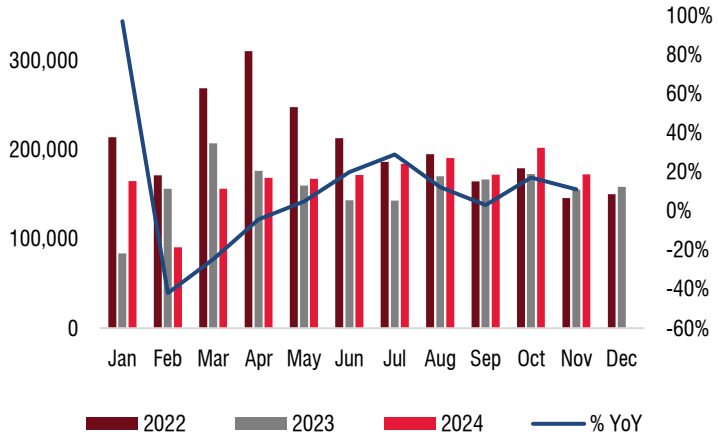
Triển vọng năm 2025

- **Nhìn lại năm 2024:** Ngành thủy sản tăng 10,3%, kém vượt trội so với mức tăng 12,1% của chỉ số VNIndex. Mặc dù sản lượng tiêu thụ đạt mức tăng trưởng đáng khích lệ, hầu hết các doanh nghiệp niêm yết ghi nhận tăng trưởng LNST thuộc cổ đông công ty mẹ (NPATMI) đi ngang hoặc giảm trong 3 quý đầu năm 2024 (VHC -5% svck, FMC -2% svck, ANV 0,3% svck) do biên lợi nhuận thu hẹp (giá bán bình quân thấp hơn hoặc đi ngang và chi phí vận chuyển cao hơn). Chúng tôi lưu ý rằng các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra có kết quả vượt trội hơn các doanh nghiệp xuất khẩu tôm, với VHC tăng 26%, ANV tăng 33% trong khi MPC giảm 9%, FMC tăng 11%. Trong năm nay, ngành tôm gặp khó khăn do Bộ Thương mại Mỹ áp thuế chống trợ cấp. Mặc dù giá bán chưa tăng mạnh, cả 2 ngành tôm và cá tra đều đạt tăng trưởng sản lượng đáng kể trong năm 2024, đặc biệt trong nửa cuối năm 2024 khi kim ngạch xuất khẩu hàng tháng đạt từ 70-80% mức đỉnh hàng tháng của nửa đầu năm 2022.

Xuất khẩu tôm



Xuất khẩu cá tra

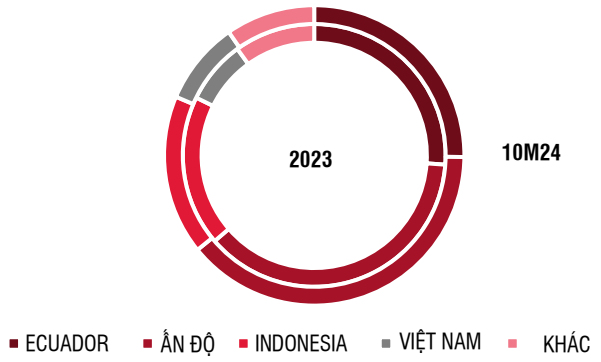


Nguồn: VASEP, SSI Research

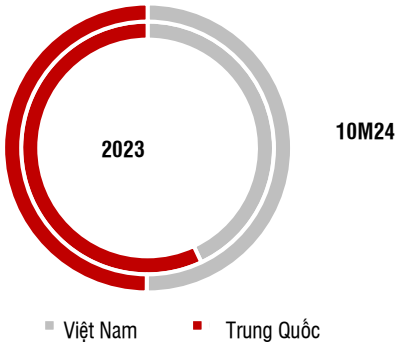
- **Triển vọng năm 2025:** Sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ cá tra tăng trưởng ổn định (mặc dù có yếu tố rủi ro về mặt thuế quan) do giá cả phù hợp với việc thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng. Trong 10 tháng đầu năm 2024, sản lượng nhập khẩu cá tra vào Mỹ đã lần đầu tiên vượt qua sản phẩm thay thế gần nhất là cá rô phi Trung Quốc, theo NOAA. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp diễn trong năm 2025 do cá rô phi dự kiến sẽ đối mặt với mức thuế quan cao hơn. Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ chịu mức thuế thấp hơn so với Trung Quốc. Đối với tôm, các loại thuế bổ sung sẽ có tác động tiêu cực đến sản lượng tiêu thụ, do giá bán bình quân tôm Việt Nam đã cao hơn 15-20% so với Ấn Độ và Ecuador.

  Vì lý do này, chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân sẽ duy trì ổn định và độ cạnh tranh, phòng trường hợp bị áp thêm các loại thuế bổ sung.

Sản lượng Mỹ nhập khẩu tôm



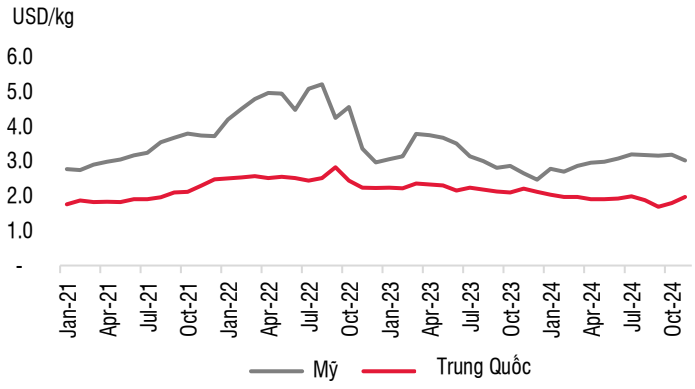
Sản lượng Mỹ nhập khẩu cá rô so với cá tra



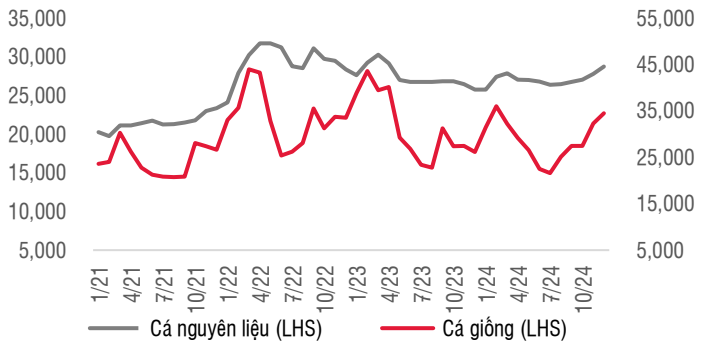
Nguồn: NOAA, SSI Research

- **Tác động của chính sách thương mại:** Ngành thủy sản Việt Nam sẽ là một trong những ngành nhạy cảm nhất đối với các mức thuế quan của Tổng thống Trump, do xuất khẩu tôm và cá tra sang Mỹ chiếm gần 20% tổng xuất khẩu. Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định mức thuế ngành dự kiến áp cho Việt Nam (10-20%) sẽ thấp hơn mức áp cho Trung Quốc. Trong chu kỳ trước khi cá rô phi phải chịu thuế 20% so với 0% đối với cá tra, nhu cầu đối với cá tra tăng vọt. Mặc dù thuế quan ảnh hưởng kém tích cực đến ngành tôm, chúng tôi lưu ý rằng FMC gần đây đã mở rộng công suất để tập trung hơn vào những sản phẩm giá trị gia tăng cho thị trường Nhật Bản. Chúng tôi khá tích cực về triển vọng của ngành, và kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng. Điều này cũng được hỗ trợ bởi các đơn hàng xuất khẩu tạm thời từ các nhà bán buôn trước khi có mức thuế quan mới. Tỷ giá đồng USD dự kiến sẽ duy trì mạnh, giúp hầu hết các doanh nghiệp xuất khẩu ghi nhận lãi tỷ giá (VHC và FMC), trừ các doanh nghiệp có những khoản vay lớn bằng đồng USD, như ANV.
- **Dự báo doanh thu:** Sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp chúng tôi nghiên cứu sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu từ 10-16% (VHC +14,2% svck, FMC +16,4% svck và ANV +13% svck) được thúc đẩy nhờ sản lượng tiêu thụ. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ cá tra sang Mỹ sẽ ổn định, phần lớn do mức giá cạnh tranh hơn so với cá rô phi Trung Quốc. Chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ của VHC sẽ tăng 10% svck. Doanh thu của ANV vẫn sẽ gặp khó khăn tại thị trường Trung Quốc do tiêu thụ phục hồi chậm. Trong khi đó, sản lượng xuất khẩu sang Mỹ vẫn chưa cải thiện kể từ khi công ty được miễn thuế chống bán phá giá 2 năm trước. Doanh thu sang Mỹ tiếp tục chiếm dưới 5% tổng doanh thu của ANV. Đối với FMC, mở rộng công suất dự kiến thúc đẩy tăng trưởng, do chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tập trung vào phát triển thị trường Nhật Bản.

Giá bán bình quân cá tra

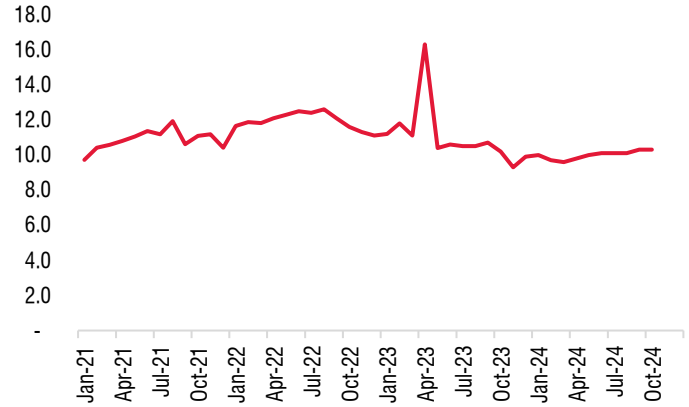


Giá cá nguyên liệu và cá giống (đồng/kg)

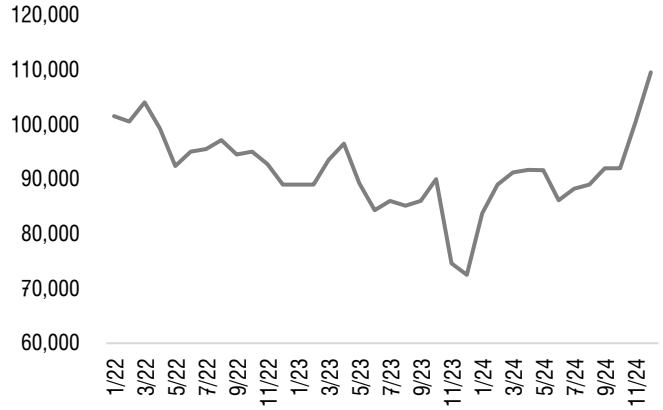


Nguồn: Agromonitor, VASEP, SSI Research

Giá xuất khẩu tôm thẻ chân trắng sang Mỹ (USD/kg)



Giá tôm nguyên liệu (đồng/kg)



Nguồn: VASEP, SSI Research

- **Dự báo lợi nhuận:** Chúng tôi dự báo NPATMI của VHC sẽ đạt 28% svck, do chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân sẽ dần cải thiện từ 3,15 USD/kg trong năm 2024 lên 3,30 USD/kg (+5% svck) trong năm 2025. Mặt khác, NPATMI của ANV dự kiến sẽ *phục hồi 104% svck* nhờ thị trường Trung Quốc phục hồi (từ mức thấp năm trước và chiếm 20% doanh thu) cũng như các thị trường khác (70% doanh thu). Đối với FMC, chúng tôi kỳ vọng NPATMI đạt 15% svck, do chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp và chi phí bán hàng và quản lý (SG&A)/doanh thu đi ngang, phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về chi phí vận chuyển sẽ duy trì ở mức cao và ghi nhận thuế chống trợ cấp từ Q3/2024.
- **Định giá:** Ngành thủy sản đang giao dịch tại P/E 2025 là 11x, cao hơn mức P/E trung bình lịch sử là 9x và thấp hơn mức đỉnh là 15x khi giá bán bình quân cá tra đạt 5,00 USD/kg (cao hơn 30% so với mức giá hiện tại). Chúng tôi nhận thấy định giá của ngành và giá cổ phiếu có mối tương quan cao đối với biến động giá bán bình quân, với kỳ vọng giá bán bình quân sẽ không tăng mạnh trong năm tới, chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu khoảng 10-11x cho EPS năm 2025 để đưa ra giá mục tiêu.
- **Khuyến nghị:** VHC là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi trong ngành.

Cổ phiếu ưa thích: CTCP Vĩnh Hoàn (VHC: HOSE)

- **Giá mục tiêu 1 năm: 81.300 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ VHC có vị thế dẫn đầu tại thị trường Mỹ, với hơn 40% thị phần cá tra
  - ✓ Lợi nhuận vượt trội so với các đối thủ
  - ✓ VHC tiếp tục đầu tư vào các mảng kinh doanh khác nhau (bán hàng nội địa, thức ăn, collagen và gelatin) để đa dạng hóa trong các giai đoạn xuất khẩu giảm.
- **Rủi ro**
  - ✓ Chênh lệch thuế quan giữa Việt Nam và Trung Quốc thấp hơn dự kiến.
  - ✓ Giá cá tra thấp hơn dự kiến.

Mã	% tăng giá	Giá mục tiêu (đồng)	Giá hiện tại (đồng)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	Trong 1 năm	Trong 1 năm	31/12/2024	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
VHC	15,2%	81.300	70.500	-53,5%	24,3%	28,3%	18,8	13,9	10,8	12,0%	14,6%	16,6%	2,6%	2,8%	2,8%
FMC	6,4%	50.000	47.000	-10,7%	1,6%	15,2%	10,7	11,0	9,5	13,9%	14,0%	14,9%	4,4%	4,3%	4,3%
ANV	-6,5%	18.500	19.800	-93,8%	82,3%	103,9%	98,9	69,1	33,9	1,5%	2,6%	5,4%	1,6%	3,0%	3,0%

Nguồn: SSI Research

Dầu khí: Tăng trưởng lợi nhuận tiếp tục phân hóa mặc dù giá dầu dự kiến giảm trong năm 2025

Triển vọng năm 2025: Trung lập.

Cổ phiếu ưa thích: PVD. Cổ phiếu Theo dõi: PLX, BSR.

Triển vọng năm 2025

Dầu khí

Theo dự báo mới nhất của OPEC, nhu cầu dầu toàn cầu dự kiến sẽ tăng 1,6 triệu thùng/ngày trong năm 2025, chậm lại từ mức tăng 1,61 triệu thùng/ngày trong năm 2024 (đã giảm từ dự báo ban đầu là 1,82 triệu thùng/ngày trong tháng trước).

IEA có quan điểm thận trọng hơn về nhu cầu dầu toàn cầu với mức tăng 1,1 triệu thùng/ngày lên 103,9 triệu thùng/ngày. Tuy nhiên, nguồn cung dự kiến sẽ tăng với tốc độ cao hơn là 1,9 triệu thùng/ngày trong năm 2025 lên 104,8 triệu thùng/ngày nhờ tăng 1,5 triệu thùng/ngày từ các quốc gia không thuộc OPEC+, đặc biệt tại Châu Mỹ, bao gồm Mỹ, Canada, Brazil, và Argentina. Điều này chưa bao gồm việc OPEC+ hoãn kế hoạch cắt giảm sản lượng 2,2 triệu thùng/ngày, gần đây đã trì hoãn thêm 3 tháng và kéo dài tiến độ 9 tháng đến tháng 9/2026.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá dầu trung bình sẽ dao động từ 70-75 USD/thùng trong năm 2025. Yếu tố hỗ trợ cho giá dầu bao gồm việc OPEC trì hoãn cắt giảm sản lượng dầu, thị trường Trung Quốc phục hồi tốt hơn dự kiến, và/hoặc việc cắt giảm lãi suất nhanh hơn dự kiến.

Giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg

Cập nhật về các dự án đầu tư chính

Kho cảng LNG: Nghiên cứu khả thi cho giai đoạn mở rộng của kho cảng Thị Vải đã được phê duyệt, dự kiến sẽ giúp công suất kho cảng Thị Vải tăng gấp 3 lần và sẽ hoàn thành trong năm 2026.

Nghiên cứu khả thi dự án LNG Sơn Mỹ tại tỉnh Bình Thuận đã được phê duyệt. Giai đoạn đầu tiên của dự án dự kiến có công suất đạt 3,6 triệu tấn và sẽ hoàn thành trong Q4/2027. Giai đoạn 2 dự kiến sẽ có công suất lớn hơn, đạt 6 triệu tấn và có thể đi vào hoạt động trước năm 2030.

Sư Tử Trắng, giai đoạn 2B: GAS vẫn đang làm việc với PVN và các chủ mỏ để phát triển dự án nhằm hoàn thiện báo cáo tài chính/nghiên cứu khả thi dự án.

Giai đoạn mở rộng Dung Quất: BSR đã hoàn thành quá trình bồi thường đất và dự kiến sẽ hoàn thiện thiết kế kỹ thuật – FEED, và lựa chọn tổng thầu EPC trong năm 2025. Dự án này sẽ giúp BSR tăng 15,5% công suất từ 148.000 thùng/ngày lên 171.000 thùng/ngày để đáp ứng tiêu chuẩn Euro B.

Đại dự án Lô B – Ô Môn: PQOC (công ty sở hữu phần thượng nguồn của dự án) đã trao nhiều hợp đồng EPC của hầu hết các phần thượng nguồn và trung nguồn (bao gồm giàn đầu giếng, khu sinh hoạt và CPP, đường ống và bọc ống) cho PVS VN (cùng với các đối tác) và PVB VN. Tại thời điểm báo cáo, EPCI #1 và EPCI #2 đã lần lượt đạt 12,8% và 24,4% tiến độ xây dựng. Công việc khoan cũng dự kiến sẽ bắt đầu từ Q1/2026, do đó

việc đấu thầu và ký hợp đồng khoan sẽ cần phải hoàn thiện trong năm 2025. Phần hạ nguồn (các nhà máy điện Ô Môn II, III, IV) chưa bắt đầu xây dựng, và quyết định đầu tư cuối cùng (FID) cho dự án chưa được PVN quyết định mặc dù MOECO (một trong những nhà đầu tư phần thượng nguồn cùng với PVN và PTTEP) đã thông báo FID trong năm 2024. Trong trường hợp phần hạ nguồn bị trì hoãn mặc dù dự kiến khai thác dòng khí đầu tiên vào năm 2027, toàn bộ dự án sẽ phải đợi đến sau năm 2027 mới có thể bắt đầu cung cấp điện cho hệ thống lưới điện quốc gia.

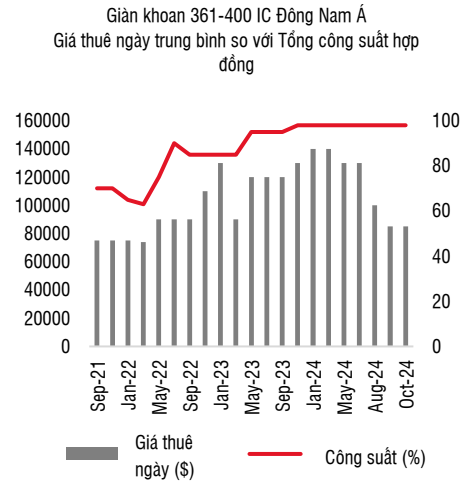
Sự phân hóa về tăng trưởng lợi nhuận năm 2023 tiếp diễn trong năm 2024, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi, do 2024 tiếp tục là năm phân hóa cho các cổ phiếu dầu khí. Các cổ phiếu trung nguồn như GAS và BSR ghi nhận lợi nhuận yếu hơn/lỗ do: (1) sản lượng tiêu thụ giảm liên quan đến sự cạn kiệt của các mỏ hiện có (đối với GAS), và việc tạm dừng một nhà máy để bảo trì (đối với BSR); và (2) giá bán thấp hơn. PVS cũng ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận đi ngang do biên lợi nhuận các hợp đồng EPC quốc tế cho cả dầu khí truyền thống và các trang trại gió ngoài khơi thấp hơn so với các hợp đồng dầu khí trong nước. Ngược lại, PVD ghi nhận tăng trưởng do công suất hoạt động và giá cho thuê ngày cải thiện mạnh từ việc gia hạn các hợp đồng khoan trong điều kiện thị trường thuận lợi hơn. Trong khi đó, PLX tăng nhờ sản lượng tăng từ kênh bán lẻ.

Hiệu suất của các cổ phiếu trung nguồn theo sát diễn biến lợi nhuận. PLX vượt trội hơn so với thị trường với mức tăng 18%, trong khi GAS có hiệu suất thấp hơn thị trường với giá cổ phiếu đi ngang trong năm 2024. Tuy nhiên, các cổ phiếu thượng nguồn như PVS và PVD giảm 10-15% trong năm 2024 sau khi tăng mạnh 60-80% trong năm 2023, do tiến độ dự án Lô B chậm hơn dự kiến.

Sang năm 2025, mặc dù giá dầu dự kiến giảm, chúng tôi kỳ vọng triển vọng lợi nhuận sẽ tốt hơn năm 2024 nhờ hoạt động E&P cải thiện. Lợi nhuận của BSR được kỳ vọng sẽ tăng 73% svck lên 3,1 nghìn tỷ đồng nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi 15% svck sau khi bảo trì trong năm 2024, và crack spread ổn định sau khi một lượng công suất lọc dầu trên thị trường toàn cầu đóng cửa. PLX dự kiến sẽ đạt tăng trưởng lợi nhuận 1 chữ số nhờ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ tự nhiên đạt 4%. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của GAS sẽ đi ngang, do sản lượng LNG tăng sẽ bù đắp cho các mỏ truyền thống cạn kiệt.

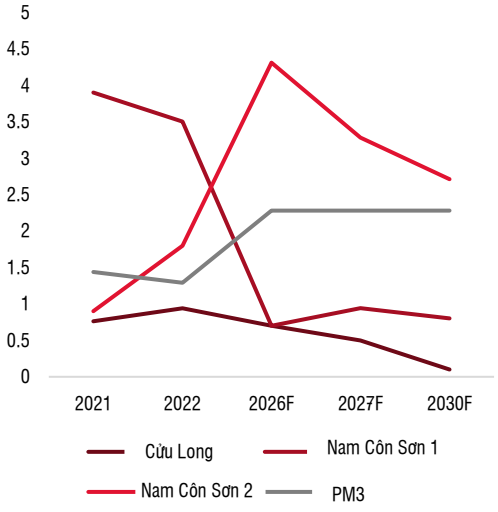
Mặt khác, những công ty thượng nguồn như PVD và PVS dự kiến sẽ duy trì đà tăng trưởng nhờ hoạt động E&P sôi nổi. Những công ty này cũng được hưởng lợi chính từ dự án Lô B. Chúng tôi dự báo PVD sẽ duy trì đà tăng mạnh ở mức khoảng 50% svck nhờ công suất hoạt động cao và giá thuê ngày của giàn khoan dầu cao hơn 10% svck. PVS được kỳ vọng sẽ tăng 20% svck trong năm 2025 nhờ thu nhập tăng từ các hợp đồng EPC cho phần thượng nguồn dự án Lô B với tổng giá trị hợp đồng ước tính khoảng 1 tỷ đồng.

Giá thuê ngày khu vực Đông Nam Á

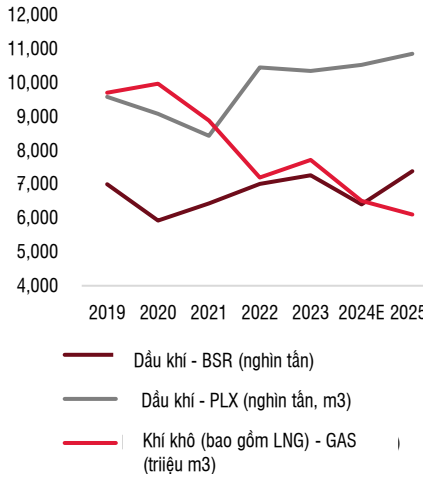


Nguồn: SSI Research

Sản lượng từ các lưu vực khí chính (tỷ m3/năm)



Sản lượng tiêu thụ



Nguồn: PVN, GAS, SSI Research

Định giá: P/E dự phóng hiện nay của ngành dầu khí là 12,5x, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 13,5x, do sản lượng và tăng trưởng lợi nhuận của ngành có phần chậm lại, và sự giảm tốc của lợi nhuận/lỗ của các cổ phiếu vốn hóa lớn như GAS và BSR. Năm 2025 dự kiến sẽ có nhiều yếu tố kết hợp, với giá dầu giảm và kỳ vọng về dự án Lô B và tăng trưởng sản lượng tiêu thụ. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sẽ có một số cơ hội giao dịch trong trường hợp giá cổ phiếu giảm xuống mức hấp dẫn hơn.

Khuyến nghị: Chúng tôi lựa chọn PVD là cổ phiếu ưa thích, trong khi theo dõi cổ phiếu PLX, BSR.

CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (đồng)	Giá hiện tại (đồng)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	Trong 1 năm	Trong 1 năm	31/12/2024	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
GAS	15,8%	79.000	68.100	-21,7%	-4,8%	-4,5%	17,5	14,8	15,5	18,6%	16,7%	14,7%	3,4%	4,4%	4,4%
PVS	17,6%	40.000	33.960	3,7%	-6,6%	22,8%	27,0	24,2	17,3	8,0%	7,6%	8,8%	2,4%	2,4%	2,4%
PVD	21,1%	28.700	23.700	n,m,	24,5%	50,1%	23,2	19,6	13,1	3,8%	5,1%	7,3%	0%	0%	4,4%
PLX	17,3%	44.000	37.500	61,8%	16,2%	9,7%	15,8	15,0	13,7	10,8%	12,0%	12,7%	4,3%	5,2%	5,2%
BSR	5,3%	24.000	22.800	-42,4%	-79,0%	85,4%	6,8	38,9	21,0	15,6%	3,1%	5,7%	3,8%	3,3%	2,4%

Nguồn: SSI Research

Cổ phiếu ưa thích: Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD: HOSE)

- **Giá mục tiêu 1 năm: 28.700 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ PVD là công ty khoan nhà nước, hiện sở hữu 4 giàn khoan tự nâng, 1 giàn bán ngầm và 1 giàn khoan đất liền. Công ty đang lên kế hoạch đầu tư thêm 1-2 giàn khoan tự nâng trong năm 2025-2026, đây sẽ là yếu tố tiềm năng hỗ trợ tăng trưởng trong dài hạn.
  - ✓ Khu vực Đông Nam Á dự kiến sẽ đạt đỉnh vào nửa cuối năm 2026, tạo cơ hội cho PVD ký kết các hợp đồng với mức giá thuê ngày tốt trong giai đoạn 2028-2030.
  - ✓ Dự báo NPATMI năm 2025 và 2026 lần lượt tăng 50% và 23% svck.
- **Rủi ro**
  - ✓ Giá dầu dưới 60 USD/thùng có thể dẫn đến việc hủy/trì hoãn chiến dịch khoan hiện nay tại Đông Nam Á
  - ✓ Đồng USD tăng giá

Cổ phiếu theo dõi

1. Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (Petrolimex, PLX: HOSE)

- **Giá mục tiêu 1 năm: 44.000 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Lợi nhuận có thể tăng gần 10% trong năm 2025 nhờ sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng 4% từ kênh bán lẻ trong năm 2025. Việc hoàn thiện nghị định mới trong hoạt động kinh doanh xăng dầu trong năm 2025 sẽ hỗ trợ cho giá cổ phiếu PLX.
  - ✓ Định giá hấp dẫn so với thị trường chung và diễn biến lịch sử của cổ phiếu.
- **Rủi ro**
  - ✓ Giá dầu giảm đáng kể ảnh hưởng kém tích cực đến biên lợi nhuận của công ty trong ngắn hạn, như trong Q3/2024.

2. CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR: UPCOM)

- **Giá mục tiêu 1 năm: 24.000 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Sản lượng tiêu thụ năm 2025 phục hồi 15% svck so với mức thấp trong năm 2024 do công ty đã thực hiện bảo trì định kì trong Q2/2024.
  - ✓ Lợi nhuận có thể phục hồi 85% trong năm 2025 nhờ crack spread ổn định.
  - ✓ Việc chuyển niêm yết sang sàn HOSE trong tháng 1 có thể hỗ trợ giá cổ phiếu
- **Rủi ro**
  - ✓ Sự biến động của giá dầu và crack spread có thể dẫn đến lợi nhuận của công ty biến động cao.

Tài chính - Ngân hàng: Khởi đầu một chu kỳ mới

Triển vọng năm 2025: Trung lập.

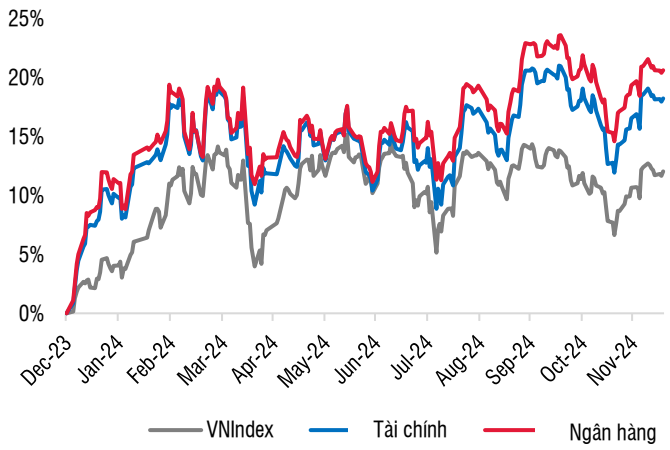
Cổ phiếu ưa thích: CTG, TCB, VCB, ACB.

Ngành Ngân hàng có hiệu suất đầu tư vượt trội trong năm 2024 nhờ lợi nhuận phục hồi.

Cổ phiếu ngân hàng đã tăng 22% trong năm 2024, vượt trội hơn so với chỉ số VNIndex (12,1%). Chúng tôi tin rằng lợi nhuận phục hồi là động lực chính hỗ trợ giá cổ phiếu, đặc biệt trong nửa đầu năm 2024 khi NIM được cải thiện. Những cổ phiếu có hiệu suất đầu tư cao bao gồm LPB (+132%), TCB (+60%), HDB (+57%), CTG (+39%) và MBB (+38%).

Các cổ phiếu ưa thích của chúng tôi trong năm 2024 cũng ghi nhận mức lợi nhuận tốt với CTG (+39%), ACB (+29%), cũng như VCB (+14%).

Diễn biến ngành trong năm 2024



Nguồn: SSI Research

Triển vọng năm 2025

Mặc dù kinh tế vĩ mô vẫn gặp nhiều thách thức, chúng tôi kỳ vọng năm 2025 sẽ mang lại nhiều cơ hội cho nền kinh tế hơn so với năm 2024, đặc biệt là về hoạt động đầu tư công và sự phục hồi của thị trường bất động sản. Hơn nữa, sự hỗ trợ của các cấp lãnh đạo đã và đang giúp các ngân hàng có thêm công cụ để hỗ trợ người đi vay và có phương án dự phòng linh hoạt hơn. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng việc cạnh tranh gay gắt giữa các ngân hàng, đặc biệt là giữa các ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP), vẫn sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2025. Với việc lãi suất huy động đang tăng dần sau khi giảm xuống mức thấp kỷ lục, chúng tôi dự báo chi phí vốn sẽ tăng nhưng NIM tại các NHTMCP sẽ chịu áp lực nhiều hơn trong khi NIM ở các ngân hàng thương mại nhà nước (NHTMNN) sẽ tăng nhẹ. Tuy nhiên, chất lượng tài sản tốt dần lên sẽ là bức tranh chung trong năm 2025. **Nhìn chung, chúng tôi giữ quan điểm tích cực về ngành ngân hàng với dự báo tăng trưởng lợi nhuận trước thuế (LNTT) là 17,4% svck trong năm 2025 cho các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu.**

Làn gió mới thúc đẩy tăng trưởng tín dụng: Trong 4 năm qua, thị trường Việt Nam đã đối mặt với nhiều trở ngại, bao gồm những biến động liên quan đến đại dịch gây khó khăn cho hoạt động sản xuất và dịch vụ cùng với các vấn đề liên quan tới trái phiếu doanh nghiệp và thị trường bất động sản. Điều này làm cho nhu cầu tín dụng thấp hơn kỳ vọng và tiêu dùng suy giảm. Các khoản vay vốn lưu động đến từ các ngành nghề thương mại, sản xuất và các công ty FDI là động lực chính cho tăng trưởng tín dụng trong 3 quý đầu năm 2024. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy dòng vốn tín dụng đang chảy vào các công ty chứng khoán tại một số ngân hàng tư nhân, bao gồm MBB, TCB, VPB, HDB, MSB, TPB, và VIB, với tổng giải ngân ít nhất là 27,6 nghìn tỷ đồng. Ngoài ra, chúng tôi cũng thấy nhu cầu tín dụng hồi phục từ cuối Q2/2024, tập trung nhiều hơn vào ngành xây dựng và bất động sản, đặc biệt là ở thị trường phía Bắc. Cụ thể, số lượng căn hộ mới được mở bán tại Hà Nội đạt 18.800 căn (+292% svck) và giá tăng 26% svck trong Q3/2024. Chúng tôi cho rằng việc giữ lãi suất cho vay mua nhà ở mức thấp (Bảng 1) là yếu tố quan trọng để người mua nhà có thể tiếp cận nguồn vốn, và cả thiện số lượng giao dịch mua nhà lên hơn 20.000 tại Hà Nội trong 3 quý đầu năm 2024. Các khoản cho vay mua nhà cũng tăng 7,2% so với đầu năm tại các ngân hàng mà chúng tôi đang nghiên cứu, chủ yếu tập trung ở BID (36,7 nghìn tỷ đồng YTD), TCB (22,5

nghìn tỷ đồng YTD), MBB (13,8 nghìn tỷ đồng YTD), và ACB (10,1 nghìn tỷ đồng YTD). Thị trường bất động sản ấm dần lên dự kiến giúp dòng vốn chảy sang TP. HCM từ Q4/2024. **Với những điều kiện như vậy, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ hồi phục và đạt 15,3% YTD trong năm 2024.**

Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, tăng trưởng GDP trong năm 2025 dự kiến sẽ tương đương với năm 2024 (khoảng 7,0%) và có thể cao hơn. Đối với tín dụng toàn hệ thống, cho vay các chủ đầu tư bất động sản tăng 16% so với đầu năm, trong khi các khoản cho vay mua nhà chỉ tăng 4,6% so với đầu năm. Vì thế, với nguồn cung lớn hơn trong năm 2025 (Bảng 2) và lãi suất cho vay mua nhà được kỳ vọng sẽ giữ ở mức thấp, chúng tôi cho rằng phân khúc khách hàng cá nhân sẽ phục hồi, đặc biệt là các khoản nợ cho vay mua nhà vào thời điểm mà Chính phủ đang thể hiện quyết tâm giải quyết các vấn đề pháp lý liên quan đến các dự án bất động sản. **Do đó, tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ đạt 16% so với đầu năm trong năm 2025**.

Bảng 1: Lãi suất cho vay mua nhà tính đến tháng 11/2024

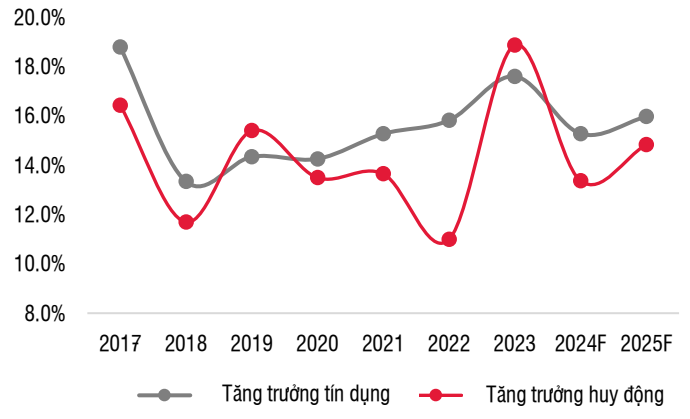
		Lãi suất ưu đãi cho kỳ hạn 12 tháng	Lãi suất cho vay mua nhà sau thời gian ưu đãi
NHTMNN	VCB	5,7%	9,0%
	BID	5,8%-6%	8,7%
	CTG	6,0%	9,0%
NHTMCP	ACB	7,0%	11%-11,7%
	SIB	7,0%	10,5%
	TCB	6,7%	10% -11%
	MBB	7,9%	10%-10,5%
	VPB	7,2%	11,0%
	VIB	6,5%	11,0%
	TPB	6,6%	11,4%
	MSB	6,2%	10,5%
NH nước ngoài	Shinhan	7,0%	8,8%-9%
	Woori	5,3%	9%
	Standard Charter	6,3%	8,8%

Bảng 2: Dự án dự kiến mở bán mới trong Q4/2024 và 2025

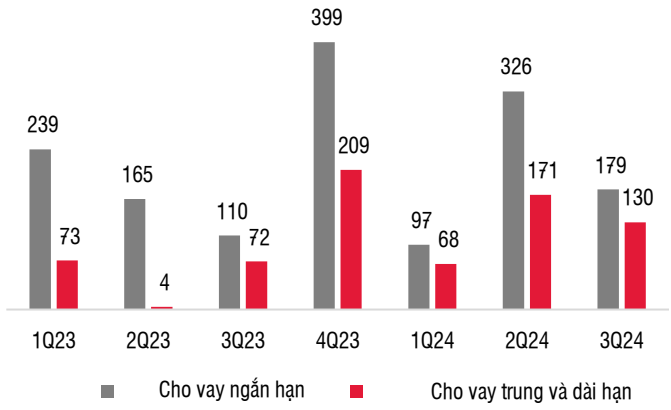
Tên dự án	Địa điểm	Chủ đầu tư
Hà Nội & TP. HCM		
Vinhomes Global Gate	Hà Nội	VEFAC
Vinhomes Wonder Park	Hà Nội	Vinhomes
Central Residence Gamuda	Hà Nội	Gamuda Land
A3/CT2, Long Biên, Hà Nội	Hà Nội	Taseco Land (TAL)
The Matrix Premium	Hà Nội	MIK Group
Kepler Land - Hà Đông	Hà Nội	TSQ
Tháp Vàng	Hà Nội	PC1
Emeria & Claria	TP. HCM	KDH
Gem Riverside	TP. HCM	DXG
Eaton Park	TP. HCM	Gamuda Land
Khu vực khác		
Vinhomes Dương Kinh - 240 ha	Hải Phòng	Vinhomes
Vinhomes Green Hạ Long - 4.110 ha	Quảng Ninh	Vinhomes
Vinhomes Phước Vĩnh Tây - 1.089 ha	Long An	Vinhomes
Izumi City - 170 ha	Đồng Nai	NLG
Gem Skyworld - 92 ha	Đồng Nai	DXG
Nam Long 2 - 43,8 ha	Cần Thơ	NLG
Đỗ Mười Hoàng Huy - 49 ha	Hải Phòng	TCH
Khu đô thị Cái Giá - 176 ha	Hải Phòng	VCR
Thuận An 1 & 2	Bình Dương	PDR
Olalani Riverside Towers	Đà Nẵng	Sungroup

Nguồn: SSI Research

Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng và huy động



Biểu đồ 2: Giải ngân theo kỳ hạn (nghìn tỷ đồng)

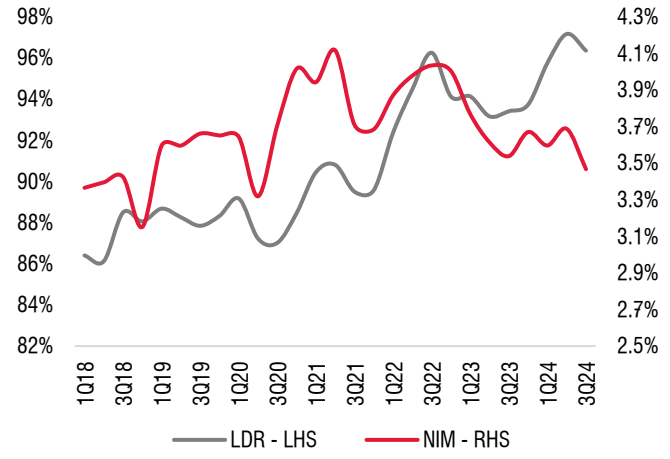


Nguồn: SSI Research

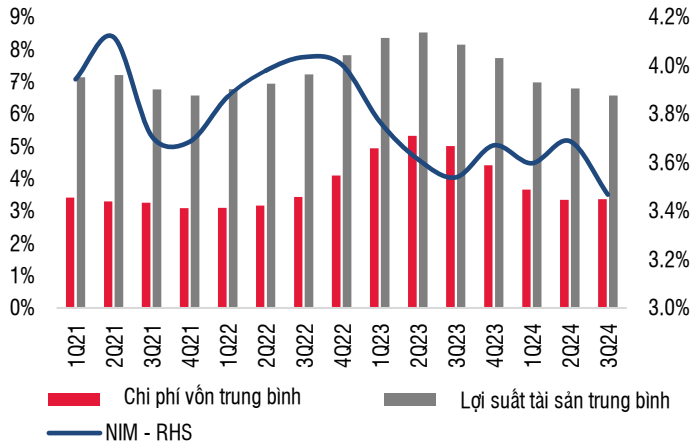
NIM – Niềm vui ngắn ngủi: NIM phục hồi tốt trong 6 tháng đầu năm 2024 (+7bps YTD đạt 3,62%) khi lãi suất huy động giảm (-117 bps svck). Ngoài ra, tối ưu hóa cơ cấu tài sản cũng là yếu tố then chốt hỗ trợ NIM trong nửa đầu năm 2024. Tại cuối Q2/2024, LDR lập kỷ lục ở mức 97,2% (Biểu đồ 3) trước khi giảm xuống 96,4% vào Q3/2024. **NIM giảm -22 bps QoQ xuống còn 3,47% trong Q3/2024 do lãi suất huy động tăng dần và cạnh tranh giữa các ngân hàng trở nên gay gắt, làm cho lợi suất sinh lời trên tài sản giảm -21 bps so với quý trước**. Với nhu cầu tín dụng thường tăng cao vào quý 4, chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ phải tăng cường huy động để đảm bảo các chỉ số về thanh khoản, điều này sẽ làm giảm tỷ lệ LDR. **Dưới sự cạnh tranh gay gắt, chúng tôi cho rằng NIM sẽ tiếp tục chịu áp lực trong Q4/2024, và chỉ đạt 3,48% (-7bps svck) cho cả năm 2024.**

Sang năm 2025, chúng tôi tin rằng chính sách tiền tệ vẫn sẽ duy trì linh hoạt cùng với việc theo dõi chặt chẽ áp lực tỷ giá hối đoái. Do đó, chúng tôi dự báo lãi suất huy động 12 tháng sẽ tăng nhẹ trong năm 2025, làm tăng chi phí vốn lên +17 bps svck. Với lợi thế cạnh tranh về chi phí vốn, chúng tôi cho rằng các NHTMNN ít gặp áp lực hơn so với các NHTMCP. **Do đó, chúng tôi ước tính NIM sẽ duy trì ổn định svck ở mức 3,48% nhưng sẽ có sự khác biệt giữa NHTMNN (+5 bps svck đạt 2,77%) và các NHTMCP (-7 bps svck đạt 4,24%) trong năm 2025.**

Biểu đồ 3: Dư địa mở rộng LDR bị hạn chế

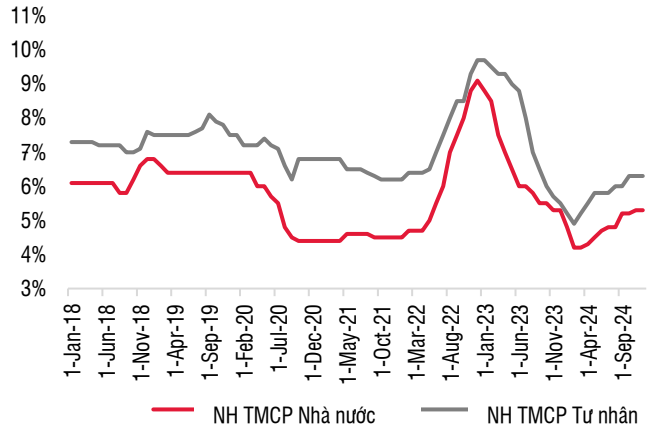


Biểu đồ 4: NIM sẽ chịu áp lực trong ngắn hạn

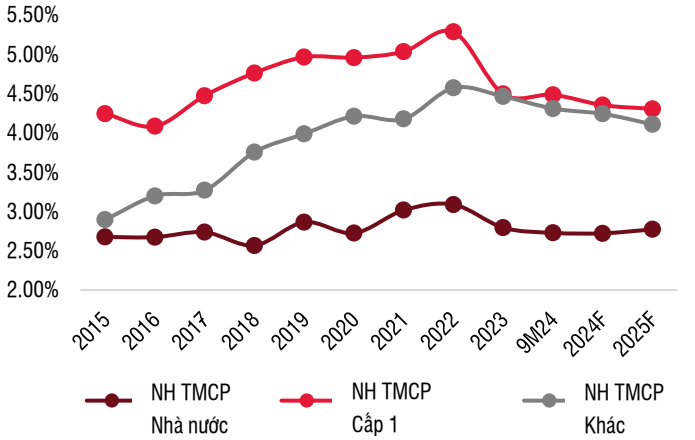


Nguồn: SSI Research

Biểu đồ 5: Lãi suất tiền gửi 12 tháng tăng kể từ Q2/2024 từ mức thấp lịch sử



Biểu đồ 6: NIM cải thiện bắt đầu từ các NHTMNN trong khi NIM của các NHTMCP vẫn chịu áp lực



Nguồn: SSI Research

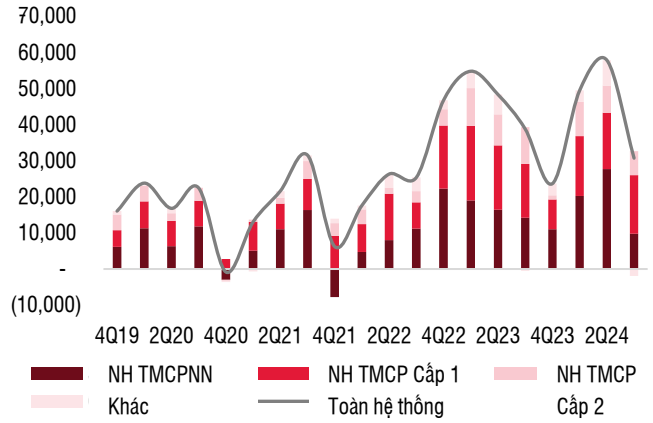
NHTMNN: VCB, BID, và CTG

NHTMCP cấp 1: ACB, STB, VPB, MBB, và TCB

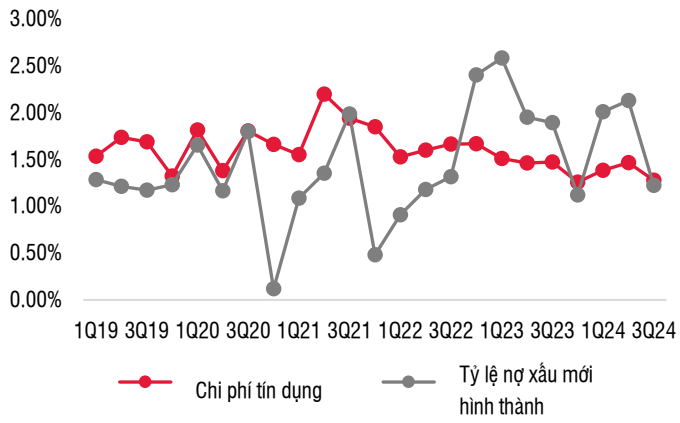
Các NH khác: HDB, TPB, VIB, MSB, và OCB

Chất lượng tài sản – có chuyển biến tích cực nhưng vẫn cần thận trọng: Sau khi tăng vọt lên 2,12% vào Q2/2024, tỷ lệ hình thành nợ xấu đã giảm đáng kể ở các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu xuống còn 1,22% trong Q3/2024, ngoại trừ OCB, MBB, TPB và VIB. **Trong 3 quý đầu năm 2024, các ngân hàng đã xử lý 73,3 nghìn tỷ đồng nợ xấu, chủ yếu từ VPB (19,4 nghìn tỷ đồng), CTG (17,4 nghìn tỷ đồng), BID (15,9 nghìn tỷ đồng) và MBB (7,1 nghìn tỷ đồng), chiếm 0,84% tổng dư nợ khách hàng, đây là mức cao nhất từng được ghi nhận.** Mặc dù đã tích cực xử lý nợ xấu nhưng tỷ lệ nợ xấu vẫn còn cao, dao động ở mức 2% tại Q3/2024, chủ yếu ở các ngành như vật liệu xây dựng, các công ty xây dựng, bất động sản (chủ đầu tư và cho vay mua nhà), thương mại và sản xuất. Chúng tôi cho rằng khả năng thanh toán nợ vẫn còn yếu, điều này ảnh hưởng đến việc thu hồi nợ của các ngân hàng. **Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ đẩy mạnh xử lý nợ xấu trong Q4/2024 và giúp tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 1,9% vào cuối năm 2024**. Điều đáng chú ý là chi phí tín dụng nhỏ hơn nhiều so với tỷ lệ hình thành nợ xấu kể từ Q3/2022 (Biểu đồ 8), điều này thường sẽ ám chỉ dự phòng sẽ tăng trong thời gian tới. Tuy nhiên, với sự hỗ trợ của NHNN và Chính phủ, các ngân hàng giờ đây có thêm thời gian để giãn việc trích lập dự phòng và ghi nhận nợ xấu. **Vì thế, chúng tôi dự báo chi phí tín dụng sẽ giảm -9 bps svck xuống còn 1,28% trong năm 2024.**

Biểu đồ 7: Tỷ lệ hình thành nợ xấu khác nhau giữa các ngân hàng

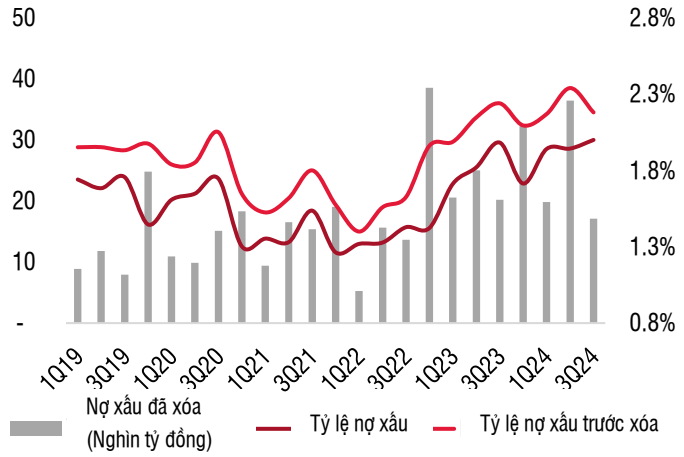


Biểu đồ 8: Chi phí tín dụng thấp hơn tỷ lệ hình thành nợ xấu từ Q3/2022

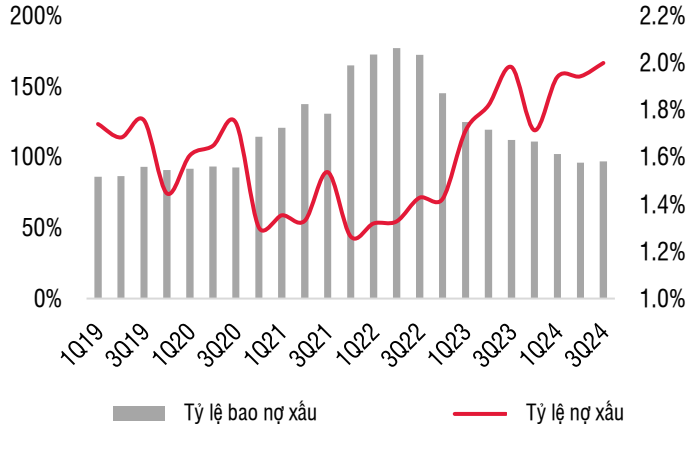


Nguồn: SSI Research

Biểu đồ 9: Nợ xấu đã xử lý cao kỷ lục trong 9T2024



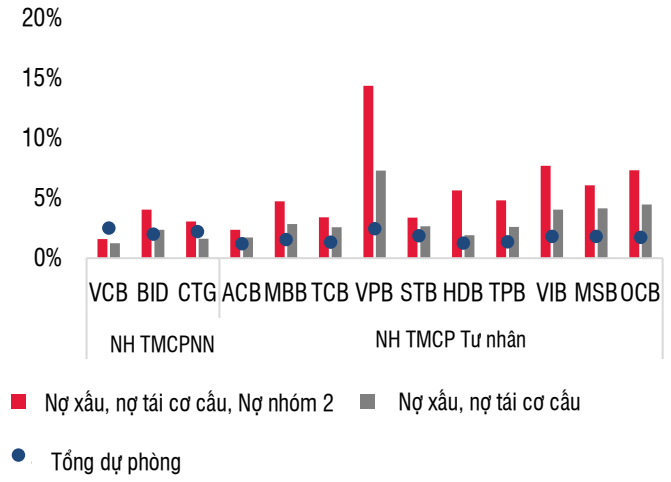
Biểu đồ 10: Tỷ lệ bao nợ xấu giảm xuống mức trước dịch Covid



Nguồn: SSI Research

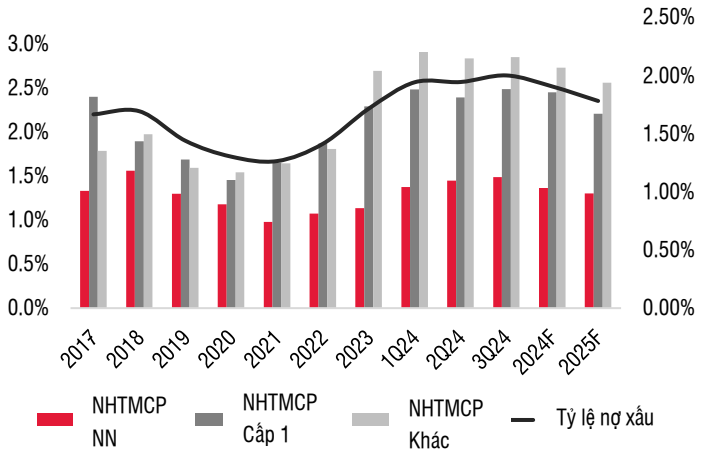
Với sự quyết tâm của Chính phủ để giải quyết các nút thắt trong lĩnh vực bất động sản, chúng tôi kỳ vọng một số dự án pháp lý chưa hoàn thiện sẽ được giải quyết và tái xây dựng vào năm 2025. Từ đó sẽ hỗ trợ ngân hàng trong việc thuyết phục người mua nhà trả nợ. Tuy nhiên, điều quan trọng cần nhấn mạnh ở đây là vấn đề về dòng tiền của chủ đầu tư bất động sản và niềm tin của người mua nhà và nhà đầu tư. Nếu chủ đầu tư tiếp tục không hoàn thiện được hợp đồng mua bán và/hoặc không bàn giao nhà đúng tiến độ, chúng tôi cho rằng nợ xấu nhóm khách hàng cá nhân có thể sẽ tăng. **Tuy nhiên, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi vẫn tin rằng sự phục hồi của thị trường bất động sản miền Bắc và việc mở bán nhiều dự án mới (Bảng 2) trong năm 2025 sẽ cải thiện tâm lý thị trường và thu hút dòng vốn đầu tư mới – đặc biệt là ở miền Nam. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu sẽ biến động trong nửa đầu năm 2025, trước khi dần cải thiện xuống còn 1,78% trong nửa cuối năm 2025.**

Biểu đồ 11: Bộ đệm dự phòng vẫn còn mỏng so với các khoản vay có vấn đề



Nguồn: SSI Research

Biểu đồ 2: Tỷ lệ nợ xấu theo nhóm

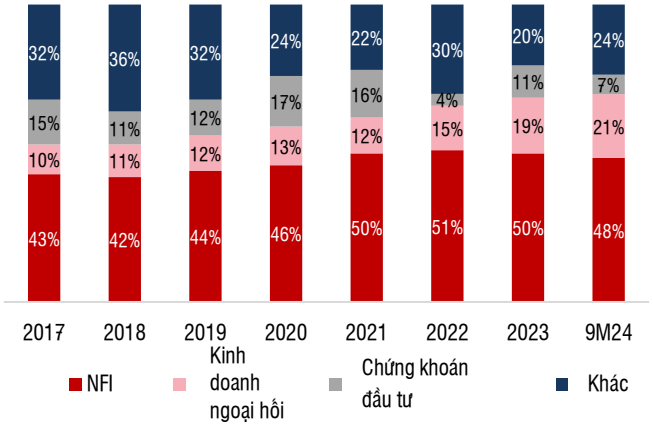


NHTMNN: VCB, BID, và CTG
NHTMCP cấp 1: ACB, STB, VPB, MBB, vàTCB
Các NH khác: HDB, TPB, VIB, MSB, và OCB

Thu nhập ngoài lãi phục hồi 11,8% svck trong 3 quý đầu năm 2024 nhờ nỗ lực thu hồi nợ xấu đã xử lý (+65,7% svck) và lãi từ kinh doanh ngoại hối (+12,6% svck). Trong 3 quý đầu năm 2024, các ngân hàng đã nỗ lực thu hồi nợ xấu trong bối cảnh thị trường bất động sản dần phục hồi. Đặc biệt, chúng tôi nhận thấy các ngân hàng hoạt động chủ yếu ở miền Bắc ghi nhận mức thu nhập này cao hơn, bao gồm các NHTMNN nói chung, MBB, TCB, VPB, MSB và TPB. Chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ nợ xấu đã xử lý sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2025. Việc đồng USD/VND liên tục tăng trong nửa đầu năm 2024 đã giúp các ngân hàng tăng thu nhập từ giao dịch ngoại hối 50,6% svck. Mặc dù thu nhập này giảm 39,5% svck trong Q3/2024 do đồng USD suy yếu khi nhà đầu tư dự đoán Fed sẽ cắt giảm lãi suất nhưng chúng tôi dự báo thu nhập này sẽ tăng trở lại trong Q4/2024, khi mà tỷ giá hối đoái bật tăng.

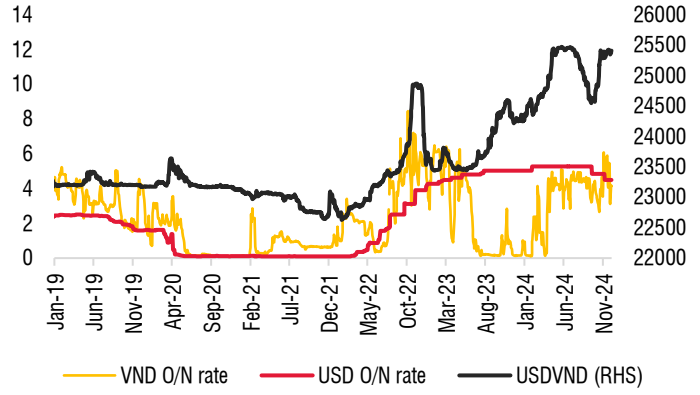
Ở khía cạnh khác, các ngân hàng đã ghi nhận lợi nhuận lớn từ giao dịch trái phiếu chính phủ trong năm 2023 (12,1 nghìn tỷ đồng hoặc 2,4% TOI) và điều này khó có thể lặp lại trong năm 2024. Cụ thể, thu nhập từ giao dịch trái phiếu chính phủ giảm khoảng 20% svck trong 9T2024. Mặc khác, thu nhập từ phí tăng nhẹ +4,7% svck trong nửa đầu năm 2024 chủ yếu do tài trợ thương mại và sự phục hồi của dịch vụ thẻ, trong khi thu nhập từ bảo hiểm nhân thọ vẫn ở mức thấp. Tuy nhiên, luật tổ chức tín dụng mới có hiệu lực từ tháng 7/2024 quy định hoạt động thư tín dụng được xem là hoạt động tín dụng và điều đó làm cho các ngân hàng phải phân loại lại phí tài trợ thương mại thành thu nhập lãi. Do đó, thu nhập từ phí giảm nhẹ 0,4% svck trong 9T2024 và có thể tiếp tục giảm trong Q4/2024.

Biểu đồ 13: Cơ cấu thu nhập ròng ngoài lãi



Nguồn: SSI Research

Biểu đồ 14: Biến động tỷ giá



Nguồn: SSI Research

Luận điểm đầu tư

Các ngân hàng mà chúng tôi nghiên cứu đang giao dịch với P/B năm 2025 là 1,1x so với P/B trung bình là 1,59x kể từ năm 2017. Chúng tôi cho rằng mức định giá này đã phần lớn phản ánh các rủi ro tiềm ẩn của thị trường nói chung và ngành ngân hàng nói riêng. Mặc dù rủi ro tín dụng từ những khoản cho vay mua nhà dự án chưa thật sự phản ánh hết, nhưng chúng tôi kỳ vọng sự hỗ trợ của Chính phủ sẽ góp phần làm dịu đi các tác động xấu.

Bảng 3: Tóm tắt ước tính

Ngân hàng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu 1 năm (VND)	Tiềm năng tăng giá	Ước tính 2024		Ước tính 2025		2024			2025		
				LNTT	Svck %	LNTT	Svck %	PE	PB	ROE	PE	PB	ROE
ACB	MUA	31.000	20%	21.101	5,1%	24.327	15,3%	6,83	1,37	21,8%	5,92	1,16	21,3%
BID	KHẢ QUAN	49.300	31%	30.746	11,2%	35.527	15,5%	12,29	1,87	18,8%	11,64	1,60	18,5%
CTG	MUA	44.200	17%	28.823	14,8%	39.003	35,3%	10,91	1,40	17,0%	8,06	1,20	19,9%
HDB	TRUNG LẬP	28.200	11%	16.861	29,5%	20.301	20,4%	6,27	1,63	26,2%	5,72	1,27	24,9%
MBB	KHẢ QUAN	25.200	16%	28.032	6,6%	31.775	13,4%	6,31	1,22	22,1%	5,59	1,03	21,4%
MSB	KHẢ QUAN	14.500	24%	6.208	6,5%	7.014	13,0%	6,10	0,84	14,7%	5,40	0,72	14,4%
OCB	TRUNG LẬP	12.300	8%	3.258	-21,3%	3.263	0,2%	9,01	0,91	8,7%	10,79	0,84	8,1%
TCB	MUA	28.700	16%	27.819	21,5%	32.061	15,2%	7,90	1,18	15,9%	6,85	1,03	16,1%
TPB	KHẢ QUAN	19.800	19%	7.050	26,2%	8.006	13,5%	2,95	1,18	16,1%	2,60	1,01	15,8%
STB	TRUNG LẬP	36.500	-1%	10.708	11,6%	12.428	16,1%	10,15	1,32	17,4%	8,75	1,14	17,5%
VCB	MUA	120.000	32%	44.119	7,0%	50.675	14,9%	16,74	2,56	19,2%	14,59	2,05	17,2%
VIB	TRUNG LẬP	20.900	6%	8.856	-17,3%	9.848	11,2%	8,45	1,40	17,8%	7,59	1,18	17,3%
VPB	KHẢ QUAN	23.400	22%	19.041	76,2%	22.339	17,3%	9,87	1,10	12,0%	8,55	0,98	12,9%
				252.622	**13,3%**	**296.567**	**17,4%**	**8,75**	**1,38**	**18,2%**	**7,85**	**1,17**	**17,5%**

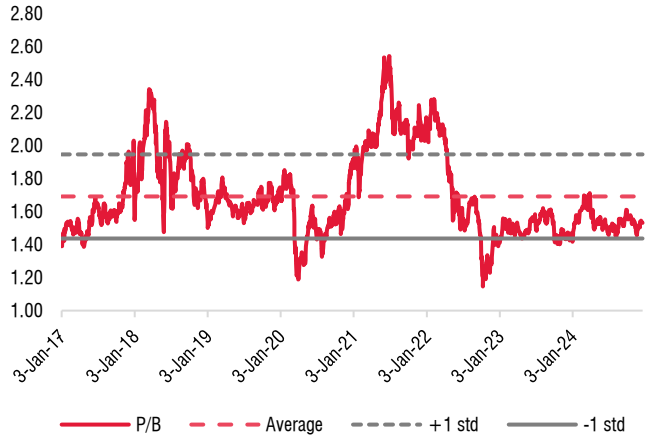
Nguồn: SSI Research. MBB đã bao gồm sự kiện Trả cổ tức bằng cổ phiếu năm 2023.

Trong giai đoạn đầu của sự phục hồi kinh tế, chúng tôi ưa thích các ngân hàng có lợi thế cạnh tranh về chi phí vốn. Điều này sẽ giúp bảo toàn NIM và có thể giành thêm thị phần khi nhu cầu tín dụng tiếp đà hồi phục. Hơn nữa, chúng tôi cho rằng các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt cùng với sự hỗ trợ kịp thời từ Chính phủ sẽ giúp giảm áp lực dự phòng, như VCB, CTG và ACB. Ngoài ra, sự phục hồi của thị trường bất động sản, tập trung vào các dự án có tình trạng pháp lý lành mạnh, sẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực cho TCB.

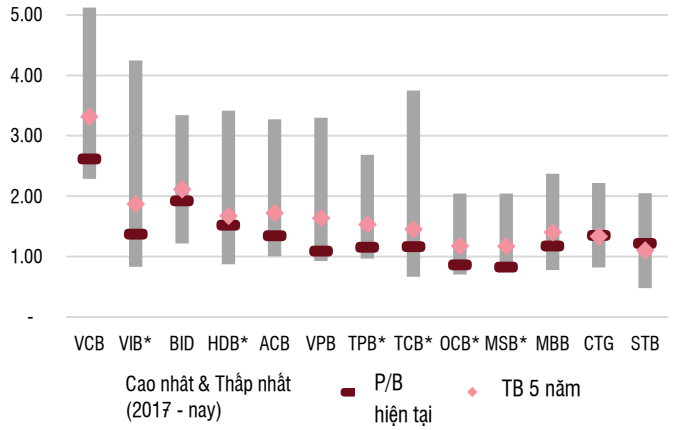
Mặt khác, với những quyết tâm của Chính phủ trong việc giải quyết các vấn đề pháp lý và tái triển khai các dự án chưa hoàn thành sẽ cải thiện tâm lý nhà đầu tư và niềm tin của người dân vào thị trường bất động sản, điều mà chúng tôi kỳ vọng sẽ dần dần lan tỏa đến thị trường bất động sản miền

Nam. Do đó, chúng tôi đề xuất HDB, VPB và MBB vào danh sách đầu tư ngắn hạn. Ngoài ra, BID cũng là một ý tưởng đầu tư khác vì chúng tôi kỳ vọng kế hoạch phát hành riêng lẻ sẽ sớm được thực hiện trong năm 2025.

Biểu đồ 16: P/B lịch sử của các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu



Biểu đồ 17: Định giá của các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu



Nguồn: SSI Research

Cổ phiếu ưa thích: CTG, TCB, VCB, ACB

1. Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (CTG: HOSE)

Giá ngày 31/12/2024: 37.800 đồng/cp. Giá mục tiêu 1 năm: 44.200 đồng/cp

- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ **Chi phí tín dụng giảm mạnh:** Với 85 nghìn tỷ đồng nợ xấu đã được xử lý kể từ năm 2019, chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản của CTG sẽ cải thiện đáng kể từ năm 2025 và giúp CTG giảm chi phí tín dụng xuống còn 1,27% trong năm 2025.
  - ✓ **Các yếu tố cơ bản khác được cải thiện:** Chúng tôi ước tính lợi nhuận của CTG sẽ tăng mạnh +35.3% svck trong năm 2025, được hỗ trợ chính bởi chi phí tín dụng thấp hơn (-50 bps svck) và NIM tốt hơn (+4 bps svck). ROE tăng lên 20% trong năm 2025, khiến P/B dự phóng 1,15x trở nên hấp dẫn hơn.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Thời gian trích lập dự phòng kéo dài hơn dự kiến.
  - ✓ NIM yếu hơn dự kiến.
- **Bảng chỉ tiêu tài chính**

	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	53.157	64.117	70.548	80.081	88.318
Tăng trưởng (%)	17,3%	20,6%	10,0%	13,5%	10,3%
LNTT (tỷ đồng)	17.589	21.132	24.990	28.823	39.003
Tăng trưởng (%)	3,0%	20,1%	18,3%	15,3%	35,3%
Tăng trưởng tín dụng (%)	11,1%	12,1%	15,5%	13,9%	13,9%
Tăng trưởng huy động (%)	16,8%	9,3%	13,9%	13,2%	14,8%
LDR thuần (%)	93,1%	95,5%	96,9%	97,5%	96,8%
NIM (%)	3,01%	2,98%	2,86%	2,90%	2,94%
CIR (%)	32,3%	29,9%	29,0%	29,0%	30,0%
NPL (%)	1,26%	1,24%	1,1%	1,50%	1,40%
LLCR (%)	180,4%	186,1%	167,2%	131,4%	142,3%
ROA (%)	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	1,0%
ROE (%)	12,67%	16,82%	17,1%	17,2%	20,0%
BVPS (VND)	19.487	22.539	23.440	26.905	31.597
EPS (VND)	2.360	2.835	2.984	3.466	4.691
P/E	13,67	9,61	9,42	10,91	8,06
P/B	1,65	1,21	1,20	1,40	1,20

Nguồn: SSI Research

2. Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam (TCB: HOSE)

Giá ngày 31/12/2024: 24.650 đồng/cp. Giá mục tiêu 1 năm: 28.700 đồng/cp

- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Trải qua những vấn đề ở thị trường bất động sản trong những năm vừa qua, người mua nhà ưa chuộng hơn các dự án có pháp lý lành mạnh và điều này sẽ là lợi thế cho TCB. **Với tỷ lệ nợ xấu ổn định (1,2%) và chi phí tín dụng cải thiện (0,73%), lợi nhuận trước thuế dự kiến sẽ đạt 32 nghìn tỷ đồng (+15,2% svck) trong năm 2025. ROE sẽ được duy trì ở mức khoảng 16% với mức CAR cao là 15%.** Tuy nhiên, sự phục hồi này sẽ rõ ràng hơn vào năm 2026 với mức tăng trưởng lợi nhuận trước thuế ước đạt 24,8% svck nhờ NIM phục hồi (+10 bps svck) và chi phí tín dụng thấp hơn (-24 bps svck).
  - ✓ Tiềm năng niêm yết của TCBS.
- **Rủi ro:**
  - ✓ NIM thấp hơn dự kiến.
  - ✓ Thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn dự kiến.
- **Bảng chỉ tiêu tài chính**

	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	37.076	40.902	40.061	48.703	54.709
Tăng trưởng (%)	37,1%	10,3%	-2,1%	21,6%	12,3%
LNTT (tỷ đồng)	23.238	25.568	22.888	27.819	32.061
Tăng trưởng (%)	47,1%	10,0%	-10,5%	21,5%	15,2%
Tăng trưởng tín dụng (%)	26,5%	12,5%	21,6%	18,5%	18,4%
Tăng trưởng huy động (%)	14,1%	12,6%	37,4%	19,0%	19,3%
LDR thuần (%)	117,7%	117,6%	104,0%	103,6%	102,8%
NIM (%)	5,71%	5,29%	4,02%	4,18%	4,15%
CIR (%)	30,1%	32,8%	33,1%	32,5%	32,3%
NPL (%)	0,66%	0,72%	1,16%	1,20%	1,20%
LLCR (%)	162,9%	157,3%	102,1%	106,7%	106,5%
ROA (%)	3,58%	3,18%	2,33%	2,42%	2,44%
ROE (%)	21,5%	19,5%	14,7%	15,7%	15,9%
BVPS (VND)	26.264	31.927	36.994	20.850	23.906
EPS (VND)	5.146	5.739	5.111	3.119	3.598
P/E	10,34	4,50	6,22	7,90	6,85
P/B	2,03	0,81	0,86	1,18	1,03

Nguồn: SSI Research

3. Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB: HOSE)

Giá ngày 31/12/2024: 91.200 đồng/cp. Giá mục tiêu 1 năm: 120.000 đồng/cp

- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ **Tăng trưởng được kỳ vọng sẽ bắt đầu từ cuối năm 2024 và đầu 2025, với tăng trưởng lợi nhuận trước thuế năm 2025 dự kiến là 14,9% svck.** Trong thời gian qua, chúng tôi tin rằng việc VCB thận trọng trong các quyết định cho vay đã làm giảm khả năng sinh lời của ngân hàng này. Tuy nhiên, cách tiếp cận này về trung và dài hạn sẽ giúp VCB có một bảng cân đối kế toán lành mạnh với tài sản chất lượng cao cùng NIM sinh lời ổn định. Vì thế, chúng tôi tin rằng ngân hàng sẽ hưởng lợi một khi nhu cầu tín dụng thực sự quay trở lại.
  - ✓ Việc phát hành riêng lẻ với tỷ lệ 6,5% vốn điều lệ sẽ hỗ trợ tăng trưởng trong trung hạn cho VCB. Nếu thành công, chúng tôi ước tính rằng tỷ lệ CAR sẽ cải thiện khoảng 200 bps.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Tăng trưởng tín dụng phục hồi chậm hơn dự kiến
- **Bảng chỉ tiêu tài chính**

	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	56.711	68.083	67.723	69.249	78.019
Tăng trưởng (%)	15,6%	20,1%	-0,5%	2,3%	12,7%
LNTT (tỷ đồng)	27.376	37.368	41.244	44.119	50.675
Tăng trưởng (%)	18,8%	36,5%	10,4%	7,0%	14,9%
Tăng trưởng tín dụng (%)	15,1%	18,9%	10,8%	13,0%	14,0%
Tăng trưởng huy động (%)	9,4%	10,1%	11,6%	7,4%	11,3%
LDR thuần (%)	84,4%	91,2%	90,5%	95,2%	97,5%
NIM (%)	3,16%	3,40%	3,01%	2,94%	2,98%
CIR (%)	31,0%	31,2%	32,4%	30,4%	30,0%
NPL (%)	0,64%	0,68%	1,0%	1,15%	1,05%
LLCR (%)	424,4%	317,4%	230,3%	181,2%	183,8%
ROA (%)	1,6%	1,9%	1,8%	1,8%	1,9%
ROE (%)	21,3%	24,2%	21,7%	19,2%	17,2%
BVPS (VND)	30.943	29.422	30.156	35.603	44.438
EPS (VND)	3.522	4.761	5.097	5.449	6.253
P/E	22,38	16,80	15,76	16,74	14,59
P/B	2,55	2,72	2,66	2,56	2,05

Nguồn: SSI Research

4. Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB: HOSE)

Giá ngày 31/12/2024: 25.800 đồng/cp. Giá mục tiêu 1 năm: 31.000 đồng/cp

- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Chất lượng tài sản ổn định, với tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức 1,4% trong năm 2025. Bảng cân đối kế toán tiếp tục được củng cố bởi các chính sách cho vay thận trọng và tệp khách hàng có chất lượng cao.
  - ✓ ACB có thể sử dụng lợi thế chi phí vốn thấp và vị thế ở khu vực phía Nam để cạnh tranh với các ngân hàng khác nhằm thu hút thêm khách hàng trong năm 2025. Mặc dù NIM khó cải thiện trong năm 2025 nhưng chúng tôi tin rằng việc giành được thị phần ở thời điểm hiện tại quan trọng hơn cho ACB để tăng trưởng trong trung và dài hạn.
  - ✓ Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế dự kiến sẽ đạt 15,3% svck cho năm 2025, trong khi tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) thuộc trong nhóm cao nhất mà chúng tôi nghiên cứu và tiếp tục duy trì trên 20% trong trung hạn.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Tăng trưởng kinh tế chậm hơn dự kiến.
  - ✓ Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành cao hơn dự kiến.
- **Bảng chỉ tiêu tài chính**

	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	23.564	28.790	32.747	34.274	39.163
Tăng trưởng (%)	29,7%	22,2%	13,7%	4,7%	14,3%
LNTT (tỷ đồng)	11.998	17.114	20.068	21.101	24.327
Tăng trưởng (%)	25,0%	42,6%	17,3%	5,1%	15,3%
Tăng trưởng tín dụng (%)	16,2%	14,3%	17,9%	18,0%	19,0%
Tăng trưởng huy động (%)	9,4%	11,6%	16,8%	16,9%	17,7%
LDR thuần (%)	88,2%	90,3%	91,1%	92,0%	93,0%
NIM (%)	4,06%	4,30%	3,91%	3,80%	3,73%
CIR (%)	34,9%	40,3%	33,2%	33,1%	33,4%
NPL (%)	0,77%	0,74%	1,2%	1,50%	1,40%
LLCR (%)	209,4%	159,3%	91,2%	77,9%	79,9%
ROA (%)	23,9%	26,5%	24,8%	21,8%	21,3%
ROE (%)	1,98%	2,41%	2,4%	2,2%	2,1%
BVPS (VND)	16.618	17.303	18.269	18.795	22.152
EPS (VND)	3.554	4.053	4.131	3.779	4.357
P/E	2,08	1,27	1,31	1,37	1,16
P/B	9,71	5,40	5,79	6,83	5,92

Nguồn: SSI Research

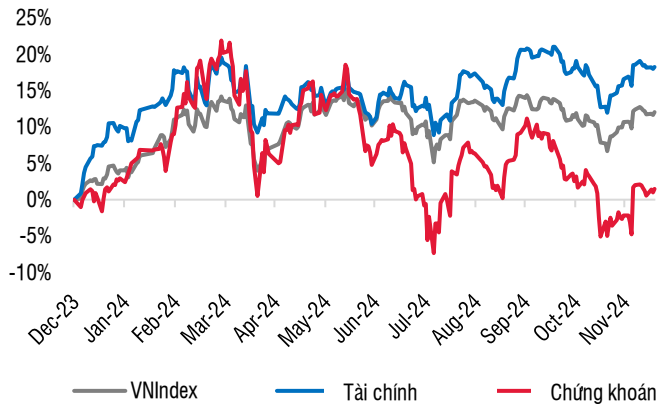
Tài chính - Chứng khoán: Cơ hội thay đổi lớn

Triển vọng 2025: Trung lập.

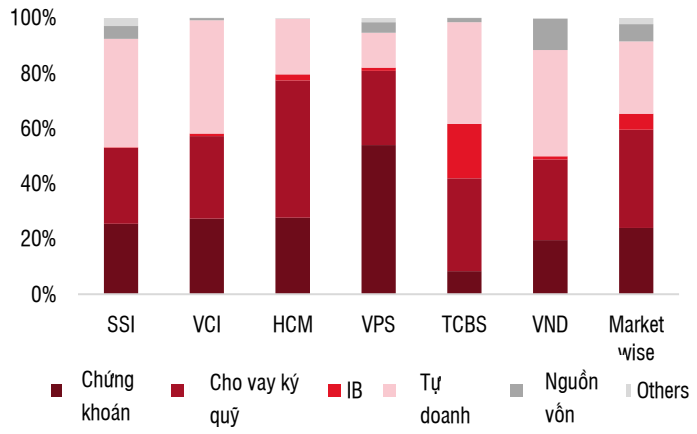
Triển vọng năm 2025

- **Nhìn lại năm 2024:** Nhóm cổ phiếu ngành Chứng khoán có kết quả tăng trưởng vượt trội so với thị trường trong Q1/2024, sau đó hiệu suất giảm dần trong bối cảnh lãi suất huy động bắt đầu nhích tăng do áp lực tỷ giá tăng. Bên cạnh đó, giao dịch khối ngoại bán ròng mạnh trong năm và khiến cho hiệu suất nhóm Chứng khoán giảm 0,8% về giá trị trong năm 2024. Các cổ phiếu ghi nhận mức tăng giá tích cực là các công ty đã thực hiện tăng vốn sớm trong năm 2024, bao gồm MBS (51%), BVS (48,5%), FTS (33,4%), và HCM (29,2%) và ngược lại cổ phiếu giảm giá là các công ty gặp nhiều khó khăn về quản trị doanh nghiệp, bao gồm APG (-45,1%) và VND (-33,3%).
- Về kết quả kinh doanh, doanh thu hoạt động trong 9 tháng đầu năm 2024 chủ yếu đến từ hoạt động cho vay ký quỹ (đóng góp 36% doanh thu, nhờ dư nợ cho vay ký quỹ tăng 33% svck) và doanh thu từ hoạt động tự doanh (đóng góp 26%, chủ yếu nhờ thu nhập từ chứng chỉ tiền gửi/giấy tờ có giá). Thu nhập từ hoạt động môi giới chứng khoán giảm dần theo quý, do cạnh tranh về phí dịch vụ và giá trị giao dịch toàn thị trường giảm trong nửa cuối năm. Doanh thu từ hoạt động ngân hàng đầu tư ở mức thấp, do thiếu vắng các thương vụ IPO và M&A lớn trong năm 2024.

Diễn biến ngành Chứng khoán (%)



Cơ cấu doanh thu trong 9T2024 (%)



Nguồn: Bloomberg, Báo cáo các công ty, SSI Research

- **Triển vọng năm 2025**

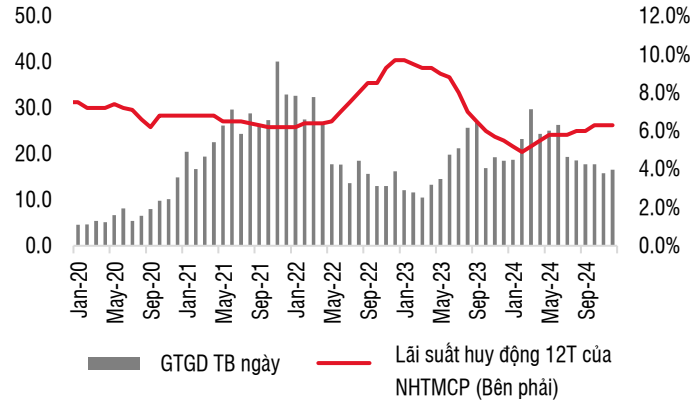
Chúng tôi đưa ra giả định chung về thị trường như dưới đây, với ước tính giá trị giao dịch tăng nhẹ (3% svck), khi thị trường vẫn gặp nhiều khó khăn trong nửa đầu năm 2025 do các yếu tố khó lường bên ngoài và kỳ vọng thanh khoản sẽ hồi phục từ nửa cuối năm 2025 nhờ những thông tin về việc nâng hạng và điều kiện vĩ mô cải thiện:

	2021	2022	2023	2024	2025F
Lãi suất huy động 12 tháng tại thời điểm cuối năm (%)	5,5%	10,5%	4,8%	5,5%	6,0%
GTGD trung bình ngày (nghìn tỷ đồng)	26,0	20,4	17,5	21,1	21,7

Nguồn: SSI Research. GTGD bao gồm HSX, HNX và Upcom.

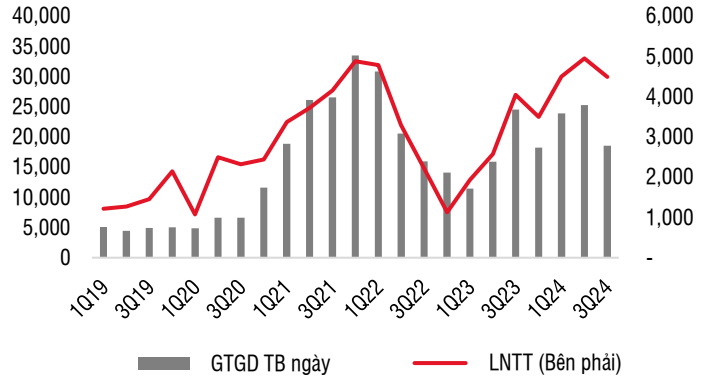
Dựa trên quan điểm thận trọng về thanh khoản thị trường, chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu của các CTCK sẽ có phần nào hạn chế trong năm 2025 nhưng tăng trưởng lợi nhuận có thể cải thiện nhờ việc cắt giảm chi phí hoạt động. Cụ thể, thu nhập từ phí/hoa hồng mảng môi giới chứng khoán ước tính gần như không đổi trong 2025 trong bối cạnh giá trị giao dịch tăng nhẹ có thể bù đắp một phần cho xu hướng giảm phí giao dịch do cạnh tranh gay gắt giữa các CTCK. Việc tăng vốn đáng kể trong năm 2024 và kế hoạch 2025 tiếp tục sẽ hỗ trợ doanh thu mảng cho vay ký quỹ, mặc dù chúng tôi ước tính tăng trưởng sẽ khó có sự bứt phá trong bối cạnh điều kiện thị trường nhiều biến động. Bên cạnh đó, NIM có thể giảm do cạnh tranh và môi trường lãi suất tăng. Chúng tôi ước tính mảng ngân hàng đầu tư sẽ dần hồi phục nhờ một số đợt IPO đang triển khai và mảng bảo lãnh phát hành trái phiếu có thể tăng khi thị trường TPDN hồi phục. Đối với mảng tự doanh, doanh thu từ chứng chỉ tiền gửi/ giấy tờ có giá kỳ vọng vẫn duy trì tỷ trọng lớn.

GTGD trung bình ngày và lãi suất huy động 12 tháng (Nghìn tỷ đồng, % mỗi năm)



Nguồn: HSX, HNX, SSI Research

GTGD trung bình ngày và lợi nhuận trước thuế của các CTCK đầu ngành (Tỷ đồng)

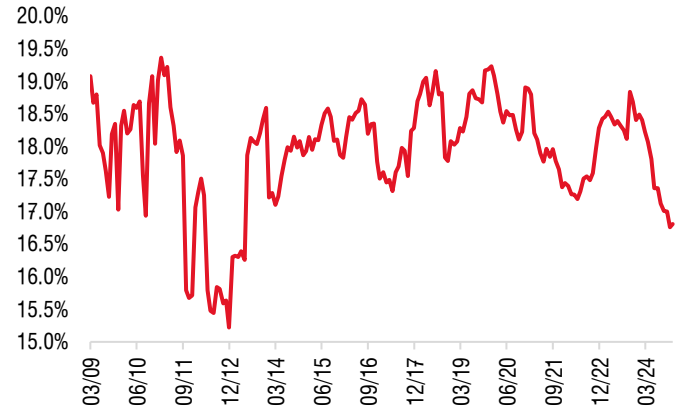


Nguồn: HSX, HNX, SSI Research. Lợi nhuận từ SSI, HCM, VCI, VND,

Kỳ vọng dòng tiền khối ngoại sẽ quay trở lại và động lực về nâng hạng lên thị trường mới nổi

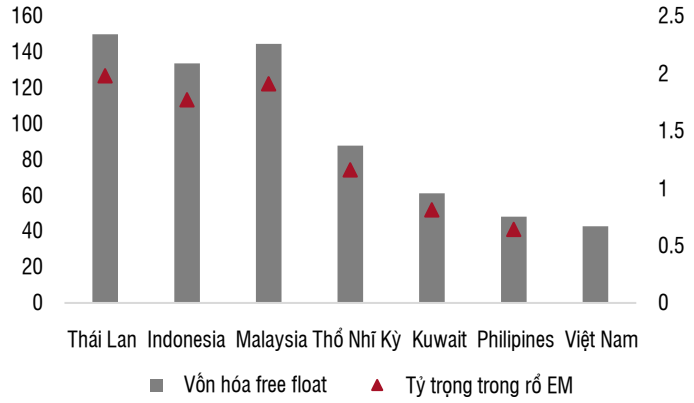
Khối ngoại bán ròng mạnh trong năm 2024 đã vượt ngoài dự báo của chúng tôi trong báo cáo trước đó. Giá trị bán ròng của NĐTNN lên tới gần 4 tỷ USD, khi dòng tiền dịch chuyển vào các tài sản khác như chứng khoán Mỹ hay vàng. Câu chuyện về lãi suất ở mức cao duy trì ở thời gian dài trở thành chủ đề chính của năm, bất chấp Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) đã hạ lãi suất tổng cộng 100 điểm cơ bản trong năm 2024. Điều này gây bất lợi cho các thị trường mới nổi nói chung và Việt Nam nói riêng. Năm 2025, mặc dù triển vọng dòng vốn vào ròng không mấy lạc quan với kỳ vọng tốc độ hạ lãi suất chậm của Fed, chính sách khó đoán định dưới nhiệm kỳ Tổng thống Trump hoặc tiềm ẩn suy thoái kinh tế, tỷ lệ sở hữu của NĐTNN tại thị trường Việt Nam đã giảm xuống mức thấp nhất kể từ năm 2015 giúp cho triển vọng dòng vốn rút ròng có thể được hạn chế.

Ước tính tỷ lệ sở hữu nước ngoài của VNIndex (% tổng khối lượng)



Nguồn: SSI Research

Giá trị vốn hóa điều chỉnh free-float và tỷ trọng tại chỉ số FTSE EM



Nguồn: EPFR, SSI Research

Về mặt tích cực, kỳ vọng việc NĐT nước ngoài quay lại thị trường Việt Nam trong năm 2025 sẽ đến từ câu chuyện nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE Russel. Chúng tôi cần lưu ý rằng các chính sách bước đệm như triển khai hệ thống giao dịch KRX, việc áp dụng Luật Chứng khoán sửa đổi và Nghị định 155/2020 sửa đổi sẽ tạo tiền đề cho sự phát triển thị trường vốn trong trung và dài hạn.

Đối với câu chuyện nâng hạng, như đã đề cấp trước đó, kịch bản cơ sở của chúng tôi kỳ vọng FTSE có khả năng công bố nâng hạng thị trường Việt Nam trong kỳ đánh giá tháng 9/2025, và việc triển khai thực tế có thể diễn ra từ tháng 3/2026. Dựa trên giá trị vốn hóa thị trường ròng của Việt Nam ở mức 43 tỷ USD từ FTSE Russell, tổng vốn vào ròng có thể đạt mức cao 1,6 tỷ USD sau khi FTSE Russell nâng hạng tại kỳ tái cơ cấu và điều này chưa tính đến dòng tiền từ các quỹ chủ động. Bên cạnh việc cải thiện về hoạt động kinh doanh đón sóng nâng hạng, một số mã chứng khoán có thể được xem xét vào rổ FTSE EM là SSI, VND, VCI và HCM.

Các CTCK tích cực huy động tăng vốn trong năm 2024 và 2025

Với mức độ cạnh tranh gia tăng với sự tham gia mạnh mẽ của các CTCK trực thuộc ngân hàng, các CTCK đã đẩy mạnh tăng vốn hoặc phát hành trái phiếu nhằm chuẩn bị vốn cho hoạt động kinh doanh và thực hiện giải pháp hỗ trợ thanh toán (Non-Prefunding Solution) cho nhóm khách hàng tổ chức nước ngoài. Chúng tôi tổng hợp ước tính giá trị thu được từ các việc tăng vốn và phát hành trái phiếu của các CTCK lớn ở mức 77,8 nghìn tỷ đồng cho 2 năm 2024 và 2025, tương ứng 55% dư nợ cho vay ký quỹ tại thời điểm Q3/2024, trong đó gần 37 nghìn tỷ đồng đã được hoàn thành. Ngoài ra, dư nợ cho vay ký quỹ tại thời điểm Q3/2024 đạt 224 nghìn tỷ đồng. Đây là mức cao kỷ lục về số tuyệt đối, xét về tương đối thì dư nợ ký quỹ chiếm 81% vốn chủ sở hữu và tỷ lệ này được giữ tương đối ổn định từ 2023 và thấp hơn nhiều so với mức đỉnh 120% trong năm 2021. Dư nợ cho vay ký quỹ tăng không tương đồng với thanh khoản thị trường, cho thấy mức tăng này có thể không đến từ đòn bẩy của NĐT cá nhân, mà từ cho vay ký quỹ theo thỏa thuận. Năm 2025, chúng tôi ước tính dư nợ cho vay ký quỹ có thể tiếp tục tăng dựa trên giải pháp mới hỗ trợ thanh toán cho NĐT nước ngoài hay nhà đầu tư cá nhân trong nước quay lại thị trường.

Bảng: Các thương vụ tăng vốn của CTCK lớn

	Phát hành riêng lẻ (triệu cp)	Phát hành quyền mua cổ phiếu (triệu cp)	ESOP (triệu cp)	IPO (triệu cp)	Phát hành TPDN (tỷ đồng)	Tổng nguồn vốn ước tính (tỷ đồng)	Hoàn thành
SSI	104	151	10			3.925	2.365
VND	287	244	30		2.000	8.175	2.436
HCM		589	16			6.046	1.942
VCI	144		4			4.085	4.085
VPS		19			12.000	12.188	188
TCBS		119			7.862	9.241	2.864
SHS		813	5			8.182	-
KAFI		250				2.500	2.500
VIX		636	20			6.560	6.560
MBS	27	109			656	2.372	2.372
VDS	81				3.089	3.980	3.089
DSE				30		900	900
ACBS		300				3.000	3.000
LPBS		364				3.638	3.638
ORS		302				3.016	1.000
Tổng						**77.808**	**36.939**

Nguồn: SSI Research

Các chính sách được đưa ra nhằm hỗ trợ phát triển thị trường vốn

Chính Phủ đang từng bước đưa ra những chính sách mới hỗ trợ ngành chứng khoán với mục tiêu phát triển thị trường vốn trong trung và dài hạn, bên cạnh những nỗ lực để Việt Nam được FTSE và MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi và chúng tôi cho rằng các chính sách này sẽ là động lực thúc đẩy ngành chứng khoán tiếp tục phát triển.

Trong đó, việc sửa đổi luật Luật Chứng khoán và Nghị định 155/2020 sẽ tạo tiền đề cho quy định về cơ chế đối tác bù trừ trung tâm (CCP) được áp dụng. Bên cạnh đó, dự thảo Nghị định 155 sửa đổi có thể sẽ loại bỏ điều khoản cho phép công ty đại chúng tự quyết định tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa (FOL) thấp hơn tỷ lệ quy định, trừ khi có phê duyệt của Thủ tướng Chính phủ. Điều này sẽ giúp thu hút dòng vốn đầu tư hấp dẫn cho các cổ phiếu có tỷ lệ FOL thấp và giải quyết tiêu chí chưa đạt để nâng hạng thị trường từ MSCI. Về thủ tục niêm yết, Bộ Tài chính cho phép tích hợp quy trình IPO và niêm yết, nếu công ty thỏa mãn điều kiện về vốn điều lệ và tình hình tài chính. Do đó, hoạt động IPO có thể sẽ bắt đầu sôi động trở lại vào năm 2025.

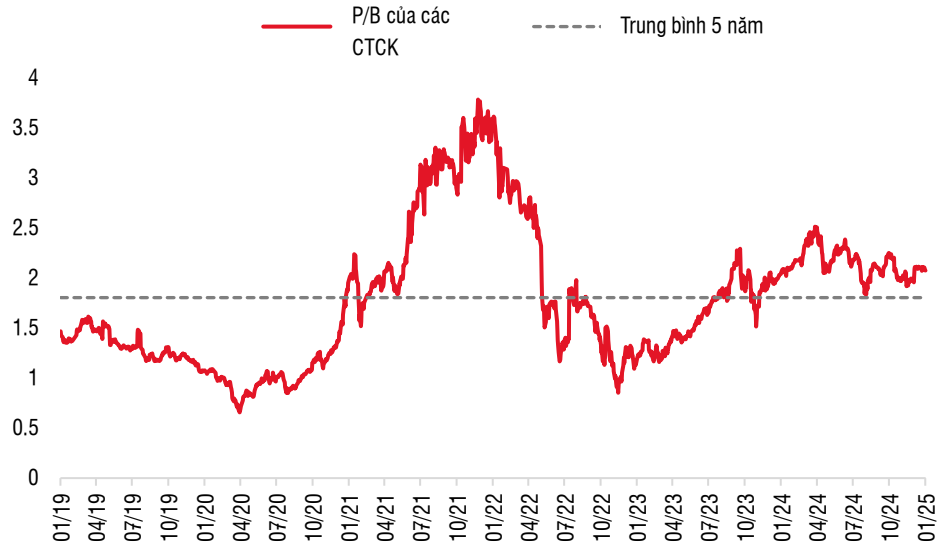
Đối với thị trường trái phiếu, Chính phủ đặt mục tiêu xây dựng thị trường minh bạch hơn bằng việc triển khai hoạt động xếp hạng tín nhiệm. Đối với việc phát hành trái phiếu ra công chúng, thiết lập hành lang pháp lý mới yêu cầu tất cả tổ chức phát hành/trái phiếu chào bán ra công chúng đều có xếp hạng tín nhiệm. Đối với trái phiếu phát hành riêng lẻ, NĐT cá nhân chuyên nghiệp được phép mua/bán/chuyển nhượng trái phiếu phát hành riêng lẻ nếu: i) Tổ chức phát hành có xếp hạng tín nhiệm; và ii) Trái phiếu có tài sản đảm bảo hoặc bảo lãnh thanh toán của tổ chức tín dụng. Trong khi đó, cá nhân (không yêu cầu là NĐT chuyên nghiệp) có thể được phép mua trái phiếu chào bán ra công chúng mà không bị hạn chế.

Về trung và dài hạn, việc triển khai hệ thống KRX (khả năng trong 2025) có thể tạo cơ chế cho việc triển khai các sản phẩm mới và thu hút sự quan tâm của các bên tham gia thị trường như bán khống, giao dịch trong ngày và hợp đồng quyền chọn hay mở rộng ra nhiều sản phẩm giao dịch khác như giao dịch hàng hóa, tiền điện tử, hoặc đầu tư vào thị trường nước ngoài. Bên cạnh đó, hệ thống KRX hiện đang được vận hành bên Hàn Quốc có tính năng giám sát thị trường tự động sẽ giúp bảo vệ nhà đầu tư khỏi các hành vi thao túng, sai phạm, vi phạm quy định và các hành vi gian lận khác. Từ đó, hệ thống được kỳ vọng đem lại nhiều chức năng giao dịch đa dạng hơn phù hợp với khẩu vị rủi ro khách hàng.

Định giá

Định giá các CTCK niêm yết đã cải thiện đáng kể từ mức thấp vào cuối năm 2022, với hầu hết các cổ phiếu đang giao dịch quanh hoặc cao hơn nhẹ so với trung bình 5 năm trong suốt năm 2024 phản ánh những lo ngại về hoạt động kinh doanh của CTCK trong môi trường biến động. Biến động cổ phiếu chứng khoán công ty chứng khoán có tính chu kỳ và có hệ số beta cao và thường tương đồng với thanh khoản thị trường. Do đó, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên xem xét giải ngân vào các cổ phiếu ngành chứng khoán khi: 1) xu hướng rõ ràng về thanh khoản thị trường (giá trị giao dịch trung bình ngày); 2) hoạt động tăng vốn bắt đầu được triển khai; 3) Tâm lý thị trường cải thiện nhờ công bố chính sách tác động tích cực.

P/B của một số công ty chứng khoán niêm yết



Nguồn: SSI Research

Y tế: Các thay đổi về Chính sách mở đường cho chu kỳ phát triển sắp tới

Triển vọng 2025: Tích cực.

Cổ phiếu ưa thích: DBD. Ý tưởng đầu tư khác: IMP.

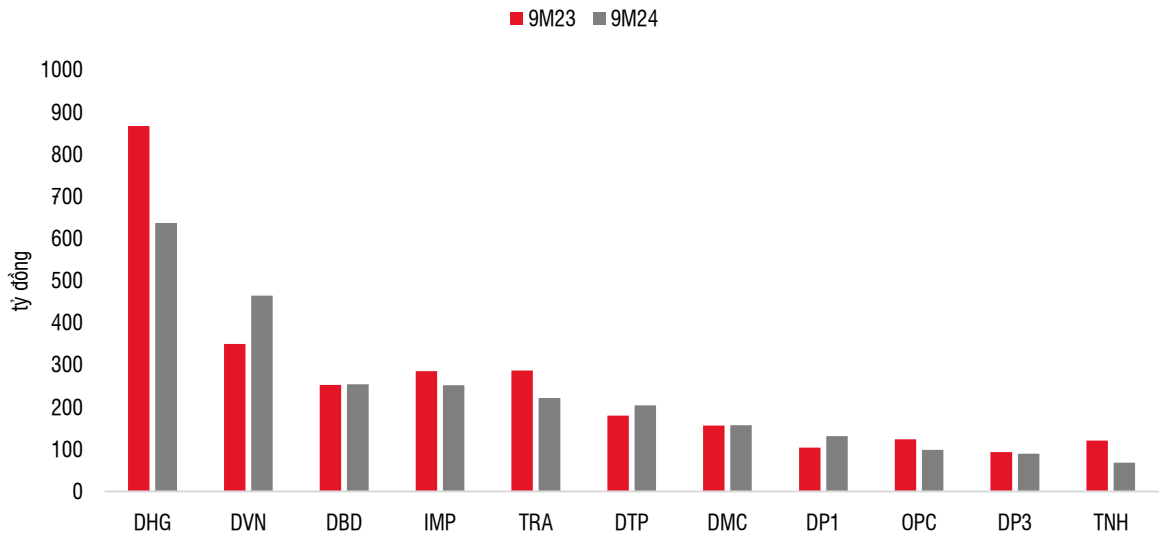
Nhìn lại năm 2024

Các cổ phiếu ngành Y tế đã đạt mức tăng trung bình 30% trong năm 2024, được thúc đẩy chủ yếu nhờ IMP (85%) và DBD (32,8%). Ngược lại, các doanh nghiệp lớn khác ghi nhận hiệu suất kém vượt trội so với VNIndex, với DHG tăng 11% trong khi TRA giảm 7%.

Dược phẩm: Sau năm 2023 đầy ấn tượng, tốc độ tăng trưởng đã chậm lại trong 10 tháng đầu năm 2024, đặc biệt là trong Q1 và Q2. Hầu hết các công ty dược phẩm ghi nhận kết quả kém tích cực ở cả doanh thu và lợi nhuận sau thuế (xem Biểu đồ 1), do sức mua yếu của thị trường OTC và chi phí API tăng cao. Tuy nhiên, IMP và DBD đã đi ngược xu hướng khi vẫn duy trì đà tăng trưởng đối với doanh số bán hàng. Q4/2024 đánh dấu sự phục hồi so với quý liền trước trong kênh OTC, cho thấy tín hiệu tâm lý thị trường được cải thiện trong thời gian tới.

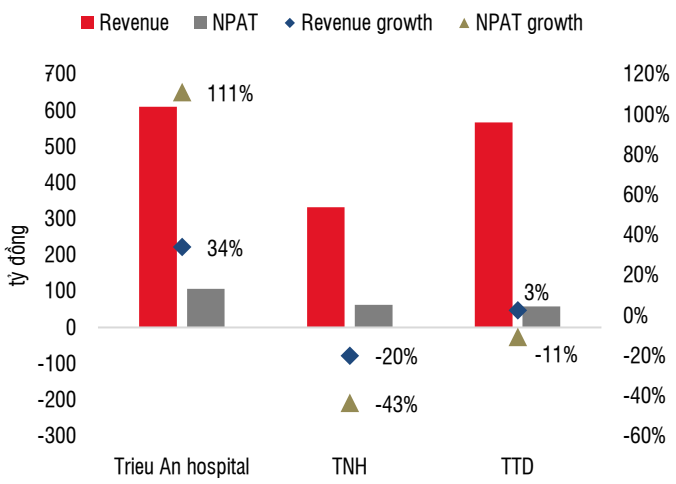
Bệnh viện: TNH (bệnh viện tư nhân duy nhất niêm yết) công bố lợi nhuận sau thuế giảm 38% svck trong 9T2024, do người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu và ảnh hưởng từ cơn bão Yagi (xem Biểu đồ 2). Tuy nhiên, giá cổ phiếu của TNH cũng đã tăng 21%, nhờ sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài sau khi giới hạn sở hữu của nước ngoài tăng từ 40% lên 70%.

Biểu đồ 1: Nhiều công ty ghi nhận LNST sụt giảm trong 9T2024



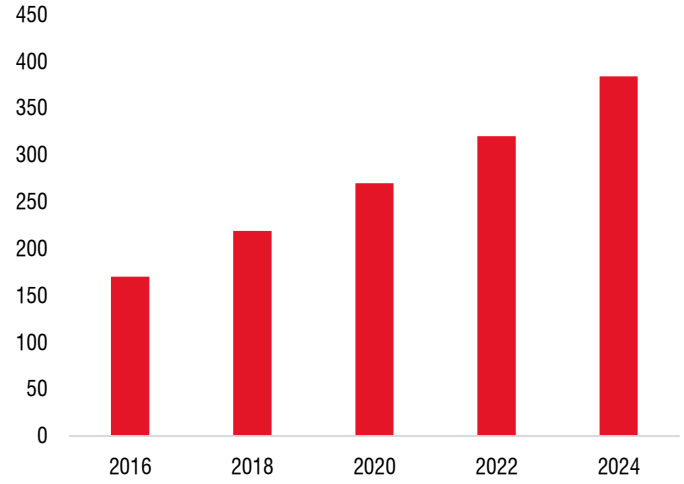
Nguồn: SSI Research

Biểu đồ 2: Các bệnh viện ghi nhận KQKD trái chiều trong 9T2024



Nguồn: SSI Research

Biểu đồ 3: nhưng số lượng bệnh viện tư nhân vẫn tăng trưởng



Nguồn: SSI Research tổng hợp

Tác động chính sách trong năm 2025

Bộ Y tế đã ban hành Thông tư 03 và 07/2024 (có hiệu lực từ tháng 5/2024), không cho phép các công ty nước ngoài tham gia đấu thầu thuốc Nhóm 1 và 2 đối với các loại thuốc mà có ít nhất 3 công ty trong nước có thể sản xuất đạt tiêu chuẩn chất lượng EU GMP (danh sách thuốc được đưa ra tại TT03). Sự thay đổi chính sách này dự kiến sẽ tăng cường đáng kể thị phần của các công ty dược phẩm Việt Nam (như DHG, IMP, DBD, DHT, DHD) trong Nhóm 1 & 2, thị trường vốn bị chi phối bởi thuốc nhập khẩu.

Thêm vào đó, Chính phủ đã thông qua Kế hoạch Triển khai Chiến lược Dược Quốc gia (có hiệu lực từ tháng 2/2024), cùng với Luật Dược sửa đổi (có hiệu lực từ tháng 7/2025), và Luật Bảo hiểm Y tế sửa đổi (có hiệu lực từ tháng 1/2025), và các Nghị định và Thông tư liên quan, sẽ có ảnh hưởng chuyển đổi ngành theo hướng:

- Ưu tiên phát triển ngành công nghiệp dược trong nước.
- Tạo hành lang pháp lý, bổ sung quyền và trách nhiệm cho các chuỗi nhà thuốc và thuốc được bán qua các nền tảng thương mại điện tử.
- Đơn giản hóa thủ tục đăng ký thuốc để giảm chi phí cho nhà sản xuất.
- Khuyến khích các bệnh viện đầu tư thêm vào các dịch vụ chất lượng cao cho bệnh nhân.

Những cải cách này mang tới động lực mạnh mẽ cho các công ty dược phẩm đầu tư vào phát triển thuốc mới và năng lực sản xuất, tăng cường cạnh tranh với thuốc nhập khẩu nhằm chiếm lĩnh thị phần. Chúng tôi kỳ vọng những cải cách này sẽ giúp các công ty dược phẩm hướng tới phân khúc thuốc chất lượng cao hơn.

Triển vọng năm 2025

Triển vọng năm 2025 tươi sáng hơn, với kỳ vọng các kênh chính đều tăng trưởng. Kênh bệnh viện/thuốc kê đơn dự kiến sẽ duy trì đà tăng nhờ các chính sách thuận lợi. Kênh bán lẻ dự kiến đã chạm đáy và sẽ phục hồi một phần nhờ kinh tế tăng trưởng. Tăng trưởng doanh thu của các công ty chúng tôi nghiên cứu dự kiến đạt 12%, vượt mức trung bình của ngành trong 2 năm qua. Tăng trưởng lợi nhuận dự kiến đạt 22%, phục hồi sau năm 2024 đầy thách thức. Chúng tôi lưu ý rủi ro về tỷ giá có thể làm tăng giá nhập khẩu nguyên liệu trong năm 2025.

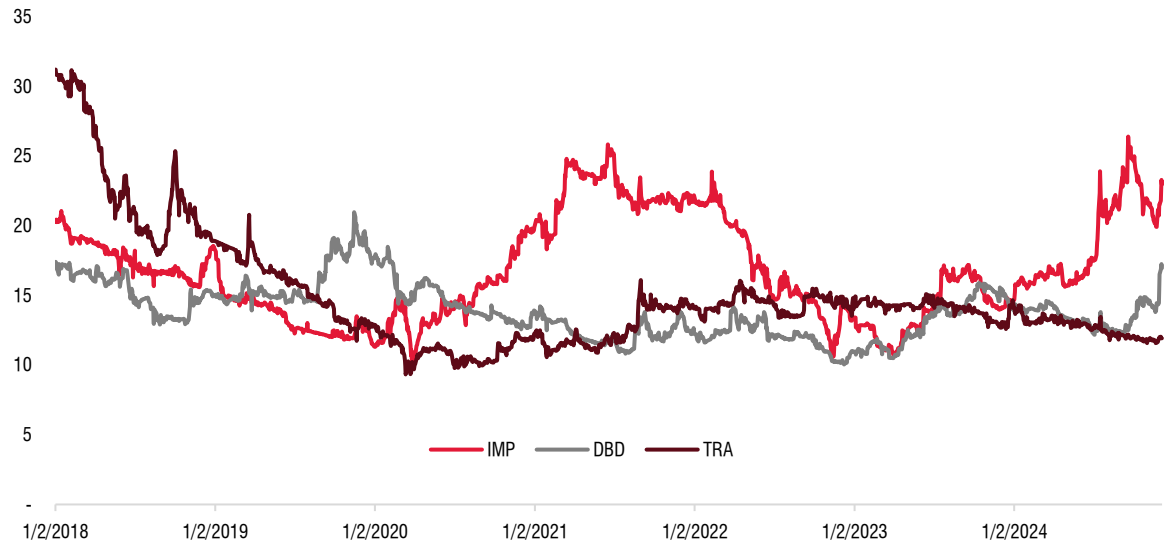
Ngoài ra, tác động của các khoản đầu tư theo xu hướng của Chính sách có thể mất từ 1-2 năm để giúp tăng doanh thu và lợi nhuận của các công ty. Trong ngắn hạn, Thông tư 07 vẫn là động lực chính đối với tăng trưởng doanh thu (vd: DBD, DHG, IMP), do các công ty thuốc nhập khẩu sẽ bị bất lợi so với các công ty sản xuất thuốc trong nước.

Chúng tôi kỳ vọng mảng bệnh viện tư nhân sẽ tiếp tục phát triển, đặc biệt là các bệnh viện đa khoa tư nhân nhiều hơn 50 giường tại các tỉnh trên cả nước. Những bệnh viện này cung cấp cho bệnh nhân các dịch vụ tiên tiến và chăm sóc tốt hơn mà không cần phải đến Hà Nội hoặc TP. HCM. Tỷ lệ giường bệnh tư nhân hiện tại khoảng 5,8% của tổng giường bệnh cả nước, thấp hơn nhiều so với mục tiêu của Chính phủ là 10% trước năm 2025.

Định giá/Khuyến nghị: chúng tôi dự kiến IMP và DBD sẽ giữ vững vị trí hàng đầu về tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận nhờ đã đầu tư vào cơ sở sản xuất đạt tiêu chuẩn EU GMP. DBD là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi, nhờ danh mục sản phẩm có tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ và vẫn còn tiềm năng tăng giá. Trong khi IMP cũng có mức tăng trưởng tốt hơn mức trung bình, nhưng chúng tôi chọn IMP là ý tưởng đầu tư ngắn hạn vì cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/E 12 tháng cao so với các công ty cùng ngành (IMP ở mức P/E 25x so với 17x của các công ty chúng tôi nghiên cứu).

Đối với TNH, chúng tôi kỳ vọng công ty có tăng trưởng lợi nhuận trở lại (+41% svck), sau khi giảm mạnh trong năm 2024, nhờ bệnh viện thứ ba mới mở (Bệnh viện TNH Việt Yên). Tuy nhiên, công ty đang trải qua giai đoạn đầu tư mới mạnh mẽ, có thể làm tăng chi phí trong ngắn hạn đến trung hạn.

Biểu đồ 4: Hệ số P/E dự phóng của các công ty Dược phẩm



Nguồn: SSI Research

Cổ phiếu ưa thích: DBD: Động lực tăng trưởng đến từ các sản phẩm thuốc đặc trị

- **Giá mục tiêu: 65.000 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Chúng tôi kỳ vọng DBD sẽ đạt mức CAGR 2024-2027 của lợi nhuận là 18%, với doanh thu các loại thuốc ung thư dự kiến đạt mức CAGR 2024-2027 là 35% (nhờ vào việc nâng cấp đáp ứng tiêu chuẩn EU GMP và dây chuyền sản xuất thuốc viên mới). Trong mảng thuốc ung thư thì DBD đang đứng số 1 theo số lượng, và đứng thứ 6 về mặt giá trị (đứng đầu về giá trị trong các công ty trong nước).
  - ✓ Ba dây chuyền sản xuất mới trong trung hạn sẽ giúp làm tăng công suất cho các sản phẩm thuốc bán chạy.
  - ✓ Việc Nhà nước thoái vốn trước cuối năm 2025 mở ra tiềm năng M&A.
- **Rủi ro**
  - ✓ Danh mục thuốc của DBD chưa có các loại thuốc điều trị trúng đích hoặc thuốc ung thư công nghệ sinh học. Những loại thuốc này, phần lớn là nhập khẩu, có thể đe dọa thị phần hiện tại của DBD.
  - ✓ Việc chậm mở dây chuyền mới và/hoặc chậm đạt được chứng nhận EU-GMP có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty.

Ý tưởng đầu tư khác: IMP: Triển vọng tiếp tục tích cực trong năm 2025

- **Giá mục tiêu: 49.000 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Chúng tôi kỳ vọng IMP sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ chính sách nhờ số lượng dây chuyền EU GMP nhiều nhất cả nước. Mức tăng trưởng NPATMI dự kiến năm 2025 là 31% svck.
  - ✓ Việc tiếp tục đầu tư vào nghiên cứu & phát triển và thị trường bán lẻ phục hồi sẽ mở ra tăng trưởng trong trung hạn.
- **Rủi ro**
  - ✓ Nhu cầu từ thị trường OTC chậm hơn dự kiến cũng như sự cạnh tranh gay gắt hơn từ các công ty nội địa có dây chuyền sản xuất đạt chứng nhận EU GMP (ví dụ như DHG, DHT).

CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	1 năm	1 năm	31/12/2024	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
DBD	12,8%	65.000	57.600	10,5%	5,7%	17,9%	15,1	21,1	17,9	18,8%	16,8%	16,8%	0,0%	0,0%	0,0%
IMP	4,3%	49.000	47.000	34,0%	6,8%	31,1%	15,6	22,6	17,3	14,4%	14,2%	15,7%	1,8%	2,1%	0,0%
TNH	25,3%	23.000	18.350	-0,9%	-37,2%	41,0%	15	23,7	18,7	8,1%	4,4%	5,9%	0,0%	0,0%	0,0%
TRA	8,3%	85.000	78.500	-2,2%	-4,5%	8,3%	16,1	13,6	12,6	19,2%	17,4%	17,4%	4,5%	5,1%	5,1%

Nguồn: SSI Research

Công nghiệp - Hàng không: Tăng trưởng trở lại sau khi hồi phục hoàn toàn

Triển vọng 2025: Tích cực.

Cổ phiếu ưa thích: ACV, SCS.

Triển vọng năm 2025

Ngành hàng không Việt Nam đã phục hồi hoàn toàn về tổng lượng hành khách trong năm 2024. Theo ACV, lượng hành khách qua các sân bay của ACV năm 2024 đạt 109 triệu lượt (tăng 4% svck, gần tương đương với năm 2019 là 116 triệu lượt). Con số này phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi về năm 2024 và sự phục hồi của khu vực Đông Nam Á. Lượng khách quốc tế là động lực chính cho sự tăng trưởng về số lượng hành khách năm 2024 với 41 triệu lượt khách, tăng 26% svck và bằng với năm 2019. Trong khi đó, lượng khách nội địa giảm 15% svck xuống còn 68 triệu lượt do thiếu máy bay cho các hãng hàng không nội địa và việc thu hẹp quy mô của Bamboo Airways.

Lợi nhuận của ngành hàng không đã trở lại mức trước COVID nhờ sự phục hồi của lượng khách quốc tế và giá vé nội địa cao hơn. Với sự phục hồi hoàn toàn của lượng khách quốc tế, lợi nhuận của các công ty hàng không và dịch vụ sân bay đã tăng vọt so với cùng kỳ năm trước và chính thức tăng trở lại hoặc thậm chí vượt mức trước dịch, bao gồm ACV: (Lợi nhuận trước thuế 9T2024 tăng 43% svck trong năm 2019), AST (Lợi nhuận trước thuế 9T2024 tăng 90% svck trng năm 2019), và SCS (Lợi nhuận trước thuế 9T2024 tăng 51% svck trong năm 2019). Lượng khách quốc tế chiếm gần như toàn bộ lợi nhuận của các công ty dịch vụ sân bay. Đối với các hãng hàng không, chúng tôi cũng thấy sự hồi phục mạnh mẽ trong lợi nhuận năm nay do giá vé máy bay nội địa tăng (~ 20% cao hơn so với năm 2023) và giá dầu giảm so với cùng kỳ năm trước. Ví dụ, lợi nhuận trước thuế của HVN trong 9 tháng đầu năm 2024 đạt 1,9 ngàn tỷ đồng (so với mức lỗ 2,9 nghìn tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2023, gần bằng với lợi nhuận trước thuế 9 tháng đầu năm 2019 là 2,7 ngàn tỷ đồng). Giá vé máy bay năm 2024 tăng là do số lượng máy bay của đội bay Việt Nam giảm 30% svck (từ hơn 200 máy bay xuống còn 140 máy bay), do Bamboo Airways thu hẹp đội bay từ 36 xuống chỉ còn 8 máy bay, trong khi việc thu hồi động cơ Pratt&Whitney (P&W) đã dẫn đến việc khoảng 40-45 máy bay phải dừng hoạt động. Theo các doanh nghiệp trong ngành, tác động của việc thu hồi động cơ P&W có thể kéo dài đến nửa cuối năm 2025, gây ra tình trạng thiếu cung và tạo điều kiện thuận lợi cho các hãng hàng không nội địa hoạt động.

Nâng cấp cơ sở hạ tầng giúp giảm tình trạng tắc nghẽn công suất tại các sân bay chính: Nút thắt đối với tăng trưởng của ngành nằm ở công suất hoạt động của một số ga chính tại các sân bay thương mại (Tân Sơn Nhất, Nội Bài), điều này hạn chế các suất bay mới nhằm tăng hiệu suất và tuyến bay của các hãng hàng không. Gần đây, chúng tôi nhận thấy Chính phủ và ACV đang triệt để giải quyết vấn đề này bằng cách khởi động nhiều dự án sân bay quan trọng (Sân bay quốc tế Long Thành - 25 triệu hành khách, Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất - 20 triệu, mở rộng Nhà ga T2 Nội Bài - 5 triệu, Nhà ga quốc tế Phú Bài - 5 triệu), cũng như một số dự án mở rộng sân bay nhỏ hơn. Khi các dự án này hoàn thành trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi kỳ vọng công suất sẽ nâng lên 55 triệu hành khách (tăng 60% so với năm 2019), từ đó ngành hàng không Việt Nam có thể duy trì lộ trình tăng trưởng hành khách hàng năm từ 10-12% mỗi năm trong năm năm tới, tạo cơ hội cho tất cả các bên bao gồm sân bay, dịch vụ sân bay, hãng hàng không và đơn vị xử lý hàng hóa.

Nâng cấp cơ sở hạ tầng giảm bớt tắc nghẽn công suất tại các sân bay quan trọng:

Công suất của 5 sân bay nội địa lớn nhất vào năm 2019 (triệu hành khách)

Sân bay	*Công suất thiết kế*	*Công suất thực tế*	*% Công suất thiết kế*
Cảng hàng không Quốc tế Nội Bài (NIA)	**25**	**29.5**	**118%**
-Ga quốc nội	*15*	*18*	*120%*
-Ga quốc tế	*10*	*11.5*	*115%*
Cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA)	**28**	**45**	**161%**
-Ga quốc nội	*15*	*29.5*	*197%*
-Ga quốc tế	*13*	*15.5*	*119%*
Cảng hàng không quốc tế Đà Nẵng (DIA)	**10**	**10.8**	**108%**

Sân bay	*Công suất thiết kế*	*Công suất thực tế*	*% Công suất thiết kế*
-Ga quốc nội	*6*	*8.3*	*138%*
-Ga quốc tế	*4*	*7.1*	*178%*
Cảng hàng không quốc tế Cam Ranh (CRIA)	**2.5**	**6.5**	**260%**
Cảng hàng không quốc tế Phú Quốc (PQIA)	**4**	**3.7**	**93%**
Tổng 21 sân bay	**91**	**116**	**127%**

Nguồn: SSI Research, ACV

Chính sách thị thực cần nới lỏng hơn, tương tự các đối thủ cạnh tranh trong khu vực: Trước đây, một trong những bất lợi chính của Việt Nam với tư cách một điểm du lịch so với các nước trong khu vực là chính sách thị thực chặt chẽ. Tuy nhiên, trong tháng 8 năm 2023, Việt Nam đã phần nào cân bằng cuộc chơi bằng cách triển khai chính sách thị thực đơn giản hơn, bao gồm:

- Miễn thị thực (visa) nhập cảnh lên đến 45 ngày (trước đây là 15 ngày) cho 25 quốc gia. Quy định mới này tương tự chính sách miễn thị thực hiện tại của Thái Lan (mặc dù áp dụng ít quốc gia hơn: Thái Lan miễn thị thực 45 ngày cho 93 quốc gia bao gồm Trung Quốc).
- Đơn xin thị thực điện tử (E-visa) hiện có sẵn cho tất cả các quốc gia (trước đây giới hạn ở 80 quốc gia) và thời hạn thị thực được kéo dài tối đa ba tháng (trước đây tối đa một tháng).

Cạnh tranh ít gay gắt hơn và tàu bay có sẵn làm tăng giá vé trung bình và cải thiện biên lợi nhuận trong ngắn hạn: Trong năm 2019, chúng tôi chứng kiến Bamboo Airways tăng vốn (tăng đội tàu bay từ 3 máy bay trong năm 2018 lên 30 máy bay vào năm 2019), điều này khiến cho biên lợi nhuận gộp cốt lõi của các hãng hàng không hiện nay giảm 300 điểm cơ bản. Bamboo đã lấp đầy khoảng trống thị trường bằng mô hình hybrid (kết hợp giữa hàng không truyền thống và hàng không cước phí thấp), giành được thị phần từ HVN (mô hình hãng hàng không dịch vụ đầy đủ) và VJC (mô hình hãng hàng không giá rẻ). Thời điểm tăng trưởng đạt mức đỉnh, Bamboo chiếm 16% thị phần vào năm 2022 trước khi thu hẹp quy mô do khó khăn tài chính và Chủ tịch bị bắt. Bamboo hiện chỉ khai thác 7 tàu bay và đã chấm dứt các chuyến bay quốc tế để tái cấu trúc. Mặt khác, Viettravel Airlines tham gia thị trường trong năm 2020 chỉ khai thác 3 tàu bay. Kể từ tháng 1 năm 2024, khoảng 44 máy bay **(~20% tổng số tàu bay của tất cả các hãng hàng không Việt Nam)** đang sử dụng động cơ Pratt & Whitney đã được gắn cờ kiểm tra trên toàn cầu và cần phải nằm đất từ 100-200 ngày để thực hiện kiểm tra và sửa chữa bắt buộc. Trong số 44 máy bay đó, VietJet và Vietnam Airlines lần lượt có 24 (chiếm 28% đội bay) và 20 chiếc (chiếm 19% đội bay). Nguồn cung tàu bay dự kiến sẽ giảm 35% svck, đẩy giá vé máy bay lên cao hơn nữa.

Trong năm 2025, chúng tôi xác định ba động lực chính cho các công ty hàng không Việt Nam gồm: giá dầu thấp hơn, tăng trưởng lượng hành khách ổn định và thiếu nguồn cung máy bay. Trở ngại đối với ngành là sự cạnh tranh gay gắt, các vấn đề liên quan đến chuỗi cung ứng tàu bay và đồng USD tăng. Do chi phí nhiên liệu chiếm khoảng 30% chi phí cơ bản của các hãng hàng không, chúng tôi dự báo giá dầu giảm 4% trong năm 2025 (giá dầu Brent trung bình là 72,50 USD/thùng so với mức trung bình năm 2024 là 75,40 USD/thùng) có thể dẫn đến chi phí giảm -1,3% hoặc biên lợi nhuận gộp của toàn bộ các hãng hàng không cải thiện khoảng 1%. Về phía cầu, chúng tôi tiếp tục nhận thấy nhu cầu cao hơn đối với du lịch quốc tế đến và đi từ Trung Quốc, cùng với tăng trưởng tự nhiên từ các thị trường khác. Chúng tôi kỳ vọng lượng khách Việt Nam bay quốc tế tăng 18% svck. Thị trường nội địa có thể ghi nhận tăng trưởng chậm hơn nhiều do thiếu tàu bay và chỉ dự báo mức tăng 5% svck đối với hành khách trong nước – theo đó mức tăng trưởng lượng hành khách Việt Nam đạt 10% svck. Với sự tăng trưởng liên tục của lượng khách quốc tế, chúng tôi kỳ vọng các sân bay và công ty cung cấp dịch vụ sân bay (ACV VN, AST VN) sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số trong năm 2025 (lần lượt là 20% và 17% svck). Đối với công ty kho vận, chúng tôi tin rằng lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không tại Việt Nam sẽ tăng 8% svck và SCS VN sẽ hưởng lợi với mức tăng trưởng lợi nhuận đạt 10% svck. Sân bay quốc tế Long Thành dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2026, do đó có rất nhiều cơ hội mở rộng công suất.

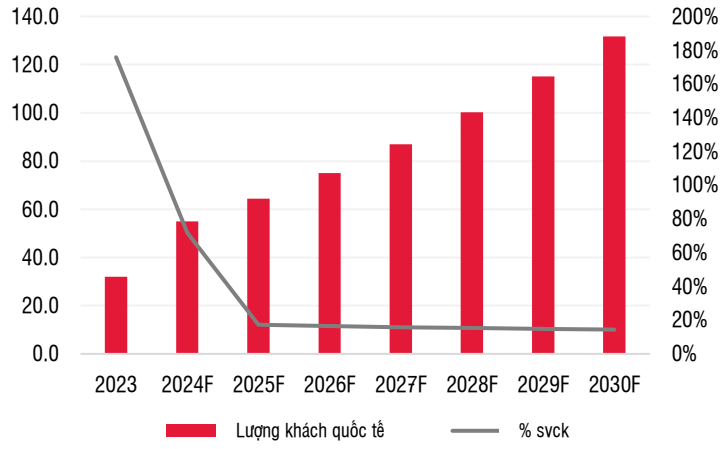
Đối với các hãng hàng không, chúng tôi nhận thấy động lực đến từ giá dầu thấp hơn và tình trạng thiếu hụt máy bay, giúp hỗ trợ triển vọng thu nhập của ngành. Tuy nhiên, so với phân khúc sân bay, các hãng hàng không cũng phải đối mặt với một số trở ngại lớn, như Bamboo Airways có kế hoạch tăng quy mô đội tàu bay từ 8 chiếc hiện tại lên 18 chiếc vào cuối năm 2025, trong khi Viettravel Airlines nhận được khoản đầu tư chiến lược từ Tập đoàn T&T. Một trở ngại khác là việc bàn giao máy bay chậm (tốc độ bàn giao năm 2024 chỉ bằng một nửa năm 2019), dẫn đến tình trạng khan hiếm máy bay và chi phí mua lại/chi phí thuê cao hơn để mở rộng đội tàu bay. Đồng USD tăng trong năm 2025 có thể gây áp lực lên việc trả nợ bằng USD và thanh toán tiền thuê của hãng hàng không. Về lợi nhuận, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2024 sẽ đạt mức đỉnh và bình

thường trở lại trong giai đoạn 2025-2026, khi tình trạng thiếu hụt máy bay và giá vé nội địa cao dần giảm bớt. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của công ty mẹ HVN sẽ giảm 14% svck nhưng vẫn cao hơn 37% so với mức năm 2019, trong khi chưa có ước tính cụ thể cho VJC.

Dự báo lượng hành khách hàng không Việt Nam (triệu người/năm)



Dự báo lượng hành khách quốc tế Việt Nam (triệu người/năm)



Nguồn: SSI Research

Định giá hiện tại khá hợp lý đối với các công ty hàng không do triển vọng tăng trưởng thu nhập yếu, trong khi đó định giá các doanh nghiệp vận hành sân bay và dịch vụ sân bay hiện không cao khi so với triển vọng tăng trưởng thu nhập trung hạn mạnh. Chúng tôi ưa thích các doanh nghiệp vận hành sân bay, chủ yếu do khả năng phục hồi tăng trưởng hành khách và mở rộng công suất mạnh mẽ trong vài năm tới. Không giống như các hãng hàng không, doanh nghiệp vận hành sân bay không bị ảnh hưởng bởi sự biến động giá cả và chi phí, có bảng cân đối kế toán lành mạnh hơn so với các hãng hàng không thời kỳ hậu Covid-19. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu ACV (Giá mục tiêu: 153.000 đồng/cp), cùng khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu AST (Giá mục tiêu: 64.500 đồng/cp) và SCS (Giá mục tiêu: 91.900 đồng/cp). Chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu HVN (Giá mục tiêu: 27.400 đồng/cp).

Khuyến nghị: Cổ phiếu ưa thích của chúng tôi trong ngành là ACV, chúng tôi đang quan sát tiến độ của SCS tại sân bay quốc tế Long Thành (LTIA) và quá trình tái cơ cấu cũng như tăng vốn của HVN.

Cổ phiếu ưa thích: Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam - CTCP (ACV: UPCOM)

- **Giá mục tiêu: 153.000 Đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Doanh nghiệp sở hữu và điều hành 23 sân bay tại Việt Nam, cùng các dự án mở rộng quan trọng sớm đi vào hoạt động: Sân bay quốc tế Long Thành, Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất và mở rộng Nhà ga T2 Nội Bài, cũng như có tiềm năng hưởng lợi từ việc nâng cấp sân bay trong tương lai.
  - ✓ Trả cổ tức bằng cổ phiếu sau Nghị định 167/2024/NĐ-CP được ban hành cho phép trả cổ tức bằng cổ phiếu đối với doanh nghiệp nhà nước để đầu tư vào các dự án quan trọng cấp quốc gia, dự kiến số vốn này sẽ được ACV sử dụng để đầu tư cho LTIA.
  - ✓ Có thể có tiềm năng chuyển sàn HOSE trong trường hợp vấn đề về khu bay có thể được xử lí trong năm 2025.
- **Rủi ro**
  - ✓ Tăng trưởng lượng hành khách thấp hơn dự kiến do kinh tế suy yếu tại các thị trường trọng điểm, đặc biệt là thị trường Trung Quốc.
  - ✓ Một đợt bùng phát đại dịch hoặc sự kiện khủng hoảng địa chính trị khác có thể dẫn đến sự gián đoạn và hạn chế vận chuyển hành khách trên diện rộng.

Công ty Cổ phần Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS: HOSE)

- **Giá mục tiêu 1 năm: 91.900 Đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Nhu cầu vận chuyển hàng hóa tăng và sự thay đổi liên tục trong chuỗi cung ứng dự kiến sẽ duy trì xu hướng dịch chuyển từ vận tải đường biển sang vận tải hàng không và sẽ gián tiếp mang lại lợi ích cho SCS.
  - ✓ Mở rộng công suất tại sân bay Tân Sơn Nhất và sân bay quốc tế Long Thành sẽ dẫn dắt tăng tưởng trong tương lai. Chúng tôi tin rằng SCS sẽ trở thành đối tác duy nhất của ACV cung cấp dịch vụ xử lý hàng hóa trong giai đoạn 1 của LTIA. Tuy nhiên, do mô hình kinh doanh của LTIA chưa được quyết định, chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào dự báo và đánh giá cổ phiếu.
- **Rủi ro**
  - ✓ Mô hình kinh doanh dịch vụ hàng hóa tại LTIA không phù hợp.

CP	% Tăng giá	Giá mục tiêu (Đồng)	Giá hiện tại (Đồng)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	Trong 1 năm	Trong 1 năm	31/12/2024	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
ACV	23,3%	153.000	124.734	17%	37%	21,4%	37,6	26,1	19,4	18%	20,8%	20,7%	0%	0%	0%
AST	18,3%	64.500	54.500	550,6%	26,9%	15,7%	19,9	15,7	13,6	28,9%	34,7%	35,3%	0,0%	5,3%	5,3%
SCS	14,9%	91.900	80.000	-22,8%	44,8%	7,7%	13,8	12,5	11,6	34,2%	45,3%	42,4%	6,5%	7,2%	7,2%
HVN	-4,4%	27.400	28.650	n,m,	n,m,	-14,2%	n,m,	16,9	18,8	n,m,	n,m,	n,m	0%	0%	0%

Nguồn: SSI Research

Công nghiệp - Xây dựng: Động lực tăng trưởng GDP năm 2025

Triển vọng 2025: Tích cực.

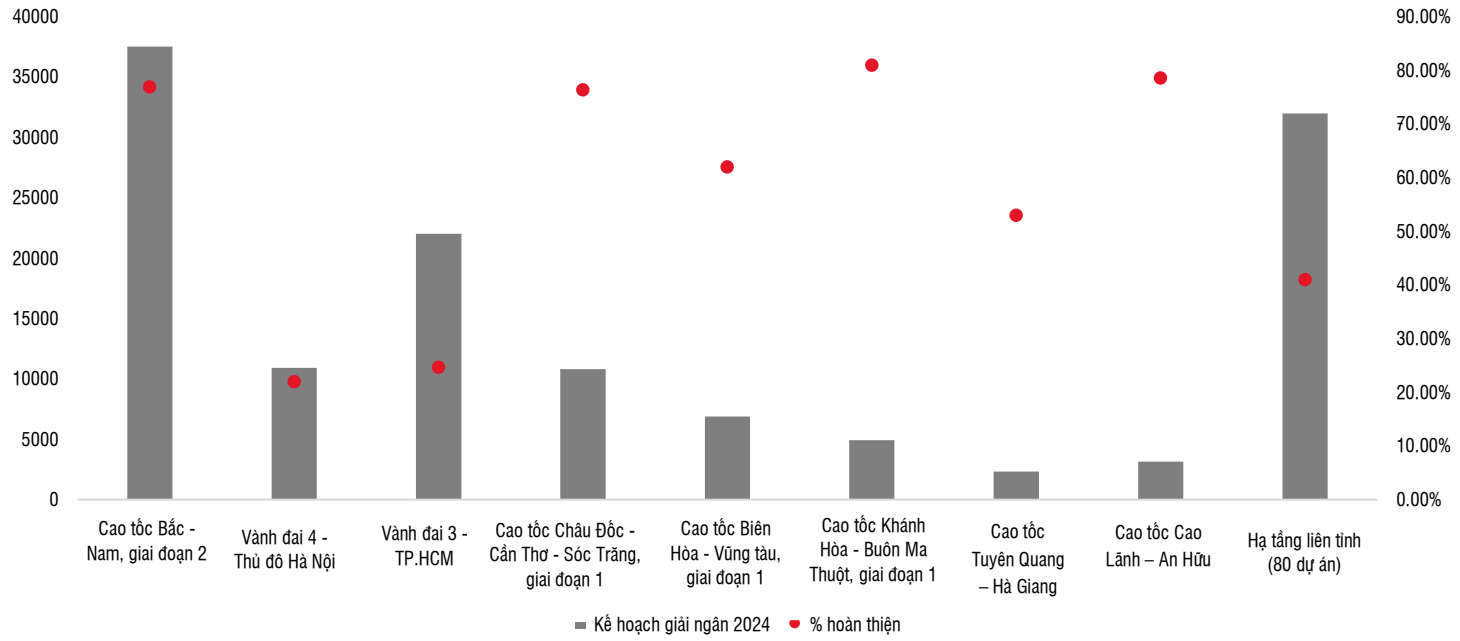
Cổ phiếu ưa thích: CTD.

Nhìn lại năm 2024

Theo Tổng cục Thống kê, tăng trưởng toàn ngành xây dựng ước tính đạt 7,8% - 8,2% trong năm 2024, đánh dấu mức tăng trưởng cao nhất kể từ năm 2020, nhờ một số dự án hạ tầng quốc gia lớn như đường cao tốc Bắc – Nam, 2 đường vành đai quanh Hà Nội và TP.HCM, và Sân bay Quốc tế Long Thành.

Trong năm 2024, Bộ Giao thông Vận tải đã được giao 75,48 nghìn tỷ đồng tổng vốn cho việc phát triển hạ tầng, mặc dù thấp hơn so với năm 2023, đây vẫn là một con số đáng kể. Tính đến cuối tháng 12/2024, 77,6% số vốn này đã được giải ngân, thấp hơn so với mức 81,9% trong tháng 12/2023. Để đạt kế hoạch giải ngân đề ra của chính phủ là ít nhất 95% trong 2 tháng tới, Bộ Giao thông Vận tải sẽ cần giải ngân thêm gần 23 nghìn tỷ đồng.

Các dự án cao tốc nổi bật: Kế hoạch giải ngân năm 2024, % hoàn thành tính đến ngày 30/11/2024



Nguồn: Bộ Tài chính

Cụ thể, số lượng và quy mô giải ngân các dự án hạ tầng mới có phần hạn chế hơn so với năm 2023. Điều này có thể giải thích cho việc giá các "cổ phiếu hạ tầng" có hiệu suất vượt trội hơn trong năm 2023, khi giá cổ phiếu giảm khoảng 15% trong năm 2024:

- **2023:** Đây là năm đánh dấu sự bùng nổ đáng kể trong việc phát triển hạ tầng. Bộ Giao thông Vận tải đã khởi công thành công 26 dự án, bao gồm 18 tuyến cao tốc trên khắp cả nước. Các dự án chính bao gồm Giai đoạn 2 của Đường cao tốc Bắc – Nam, với tổng vốn đầu tư là 119 nghìn tỷ đồng (khoảng 5 tỷ USD vào thời điểm phê duyệt), dự kiến sẽ được giải ngân từ năm 2021 đến năm 2025. Tại miền Bắc, Đường vành đai 4 vùng thủ đô Hà Nội (3 tỷ USD) đã được khởi công. Tại miền Nam, Đường vành đai 3 TP.HCM (tổng vốn đầu tư là 3 tỷ USD), Cao tốc Biên

Hòa – Vũng Tàu (710 triệu USD), và Sân bay Quốc tế Long Thành Giai đoạn 1 (5,04 tỷ USD) cũng bắt đầu được khởi công. Tại miền Trung, Cao tốc Khánh Hòa – Buôn Mê Thuột cũng đã được khởi công trong năm 2023.

- **2024:** Bộ Giao thông Vận tải có kế hoạch khởi công 15 dự án trọng điểm trong năm so với 26 dự án đã khởi công năm 2023, với tổng vốn đầu tư là 51 nghìn tỷ đồng (2 tỷ USD), thấp hơn đáng kể so với năm 2023. Ngoài ra, một số dự án có thể sẽ chưa được khởi công trong năm theo kế hoạch. Chi tiết ở bảng dưới đây:

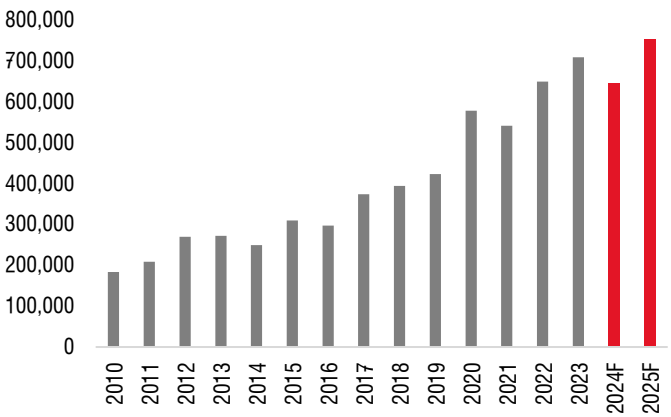
Dự án	Địa điểm	Tổng vốn (tỷ đồng)	Thời gian
Cao tốc Chợ Mới – Bắc Kạn	Thái Nguyên – Bắc Kạn	5.750	**2024/25** -2027
Đường Hồ Chí Minh, Chợ Chu – Ngã ba Trung Sơn	Thái Nguyên – Tuyên Quang	1.665	2024-2025
Cao tốc Dầu Giây – Tân Phú, giai đoạn 1	Đồng Nai	8.776	2024-2027
Cao tốc Cao Lãnh – An Hữu, giai đoạn 1	Đồng Tháp	5.886	2024-2025
Cao tốc Mỹ An – Cao Lãnh, giai đoạn 1	Đồng Tháp	6.210	**2024/25**-2027
Đường Hồ Chí Minh, Rạch Sỏi – Bến Nhất và Gò Quao – Vĩnh Thuận	Kiên Giang	3.904	2024-2026
Nâng cấp Quốc lộ 4B qua Lạng Sơn, đoạn Km18 – Km80	Lạng Sơn	2.300	2024
Quốc lộ 2, đoạn Vĩnh Yên – Việt Trì	Vĩnh Phúc	1.258	2024-2026
Cầu Ninh Cường (dọc Quốc lộ 37)	Nam Định	582	2024-2025
Nâng cấp Quốc lộ 46, Vinh – Nam Đàn	Nghệ An	500	**2024/25**-2025
Đường sắt Hà Nội – TP.HCM: Cải tạo đèo Khe Nét	Quảng Bình	2.011	2024-2026
Nâng cấp Quốc lộ 28B	Bình Thuận – Lâm Đồng	1.435	2024-2026
Nâng cấp Quốc lộ 53, 62, Nam Sông Hậu 91B	Đồng bằng sông Cửu Long	9.329	2024-2027
Nâng cấp đường Lộ Tẻ - Rạch Sỏi	Cần Thơ – Kiên Giang	750	2024-2025
Nâng cấp cảng Quy Nhơn	Bình Định	694	**2024/25**-2025

Nguồn: SSI tổng hợp

Triển vọng năm 2025

Chúng tôi kỳ vọng năm 2025 sẽ là một năm **TÍCH CỰC** đối với ngành xây dựng. Như đã đề cập trong báo cáo Triển vọng Vĩ mô năm 2025, đầu tư hạ tầng tăng mạnh được kỳ vọng sẽ đóng vai trò quan trọng trong thúc đẩy tăng trưởng kinh tế năm 2025. Ngân sách quốc gia năm 2025 phân bổ 87 nghìn tỷ đồng cho Bộ Giao thông Vận tải, tăng so với ngân sách năm 2024, với 12 dự án hạ tầng dự kiến sẽ khởi công. Ngoài ra, năm 2025 đánh dấu là năm cuối cùng trong chu kỳ đầu tư công, trong đó các dự án quan trọng dự kiến sẽ được đẩy nhanh để đạt kế hoạch 3.000 km đường cao tốc vào cuối năm. Mặc dù Bộ Giao thông Vận tải chưa công bố chi tiết ngân sách, chúng tôi dự báo kế hoạch giải ngân cao và sẽ hoàn thành nhiều dự án quan trọng trong năm 2025. Với xây dựng dân dụng, nhu cầu và nguồn cung mới trong thị trường nhà ở phục hồi sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng. Do đó, ngành xây dựng dự kiến sẽ là một trong những ngành được hưởng lợi từ các xu hướng này.

Giải ngân đầu tư công giai đoạn 2010 – 2025 (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Công thương, SSI tổng hợp

Dưới đây là kế hoạch phát triển hạ tầng trong những năm tới:

- **Đường cao tốc:** Trong số các dự án quốc gia tiềm năng, chúng tôi cho rằng 2 dự án cao tốc chính sẽ được khởi công trong năm 2025: Cao tốc Dầu Giây – Liên Khương và Cao tốc Ninh Bình – Hải Phòng.
    - **Cao tốc Dầu Giây – Liên Khương**, kết nối TP.HCM và Đà Lạt (vùng Tây Nguyên), có vốn đầu tư đáng kể là 46 nghìn tỷ đồng (1,8 tỷ USD). Dự án bao gồm 3 dự án thành phần dự kiến sẽ được triển khai theo phương thức đối tác công tư (PPP). Dự án thành phần 2 dự kiến sẽ được khởi công đầu tiên trong năm 2025.

Dự án thành phần	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Nhà đầu tư cá nhân tiềm năng
1. Dầu Giây – Tân Phú	8.776	(1) Công ty TNHH Kỹ thuật Cảng Trung Quốc, hoặc (2) Công ty TNHH Đại Quang Minh và Công ty TNHH Phương Thành, hoặc (3) DIC Urbiz
2. Tân Phú – Bảo Lộc	18.120	Liên doanh Tập đoàn Đèo Cả, Tập đoàn Hưng Thịnh, Tập đoàn Nam Miền Trung
3. Bảo Lộc – Liên Khương	19.521	TẬP ĐOÀN FUTA

Nguồn: SSI tổng hợp



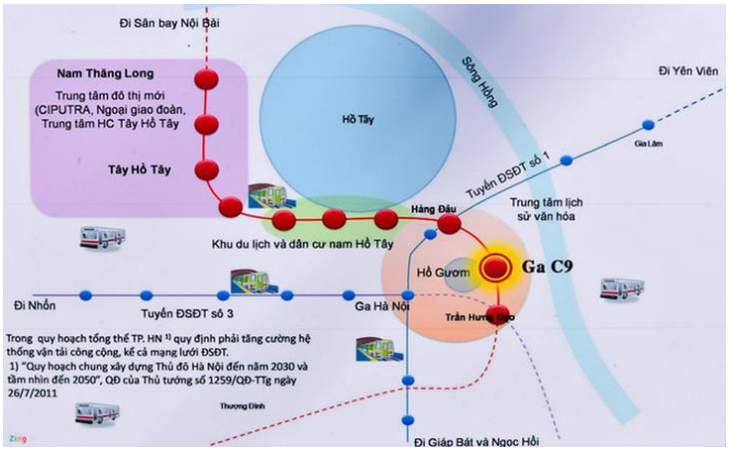
Nguồn: Bộ Giao thông Vận tải

    - **Cao tốc Ninh Bình – Nam Định – Thái Bình – Hải Phòng:** Dự án này nhằm nối trực tiếp với Cao tốc Bắc – Nam, đi qua các tỉnh miền trung, đến Cảng nước sâu Lạch Huyện (cảng nước sâu duy nhất tại miền Bắc, nằm tại thành phố Hải Phòng). Dự án này sẽ được khởi công theo nhiều giai đoạn. Giai đoạn 2, nối từ Nam Định đến Thái Bình, dự kiến sẽ được thực hiện từ năm 2025 đến năm 2027, với vốn đầu tư là 19,8 nghìn tỷ đồng. Dự án thành phần này sẽ được triển khai theo mô hình PPP, với GELEXIMCO là nhà đầu tư tiềm năng duy nhất.

- **Đường sắt:** Trong khi giai đoạn 2020-2025 đánh dấu sự phát triển đáng kể của các tuyến hạ tầng đường bộ cao tốc, giai đoạn từ 2025 trở đi được kỳ vọng sẽ có những thay đổi lớn trong hệ thống đường sắt quốc gia. Hiện nay, có 3 tuyến đường sắt đô thị đang được vận hành, 2 tại Hà Nội (metro Cát Linh – Hà Đông và metro Nhổn – Cầu Giấy) và 1 tại TP.HCM (metro Bến Thành – Suối Tiên). Những dự án phát triển trong thời gian tới sẽ bao gồm các tuyến đường sắt đô thị, đường sắt liên tỉnh, và đường sắt Bắc – Nam. Thông thường, các dự án đường sắt thường có sự tham gia của các nhà thầu nước ngoài làm chủ đầu tư chính. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo sẽ có cơ chế đặc thù để tạo điều kiện cho những nhà thầu trong nước có cơ hội tham gia vào dự án như những nhà thầu phụ hoặc nhà cung cấp vật liệu. Dưới đây là các dự án nổi bật:
    - **Metro số 2 TP.Hà Nội:** Dự án này bao gồm 3 dự án thành phần và sẽ chạy quanh Hà Nội, trực tiếp đến Sân bay Quốc tế Nội Bài. Dự án thành phần 2, kéo dài từ đường Trần Hưng Đạo đến ga Nam Thăng Long, có tổng chiều dài 11,5 km, bao gồm 2,6km đường ngầm. Tổng vốn đầu tư cho dự án này đã tăng 80% sau 17 năm bị chậm trễ, đưa tổng vốn đầu tư lên khoảng 35,6 nghìn tỷ đồng (tương đương 1,5 tỷ USD). Dự án dự kiến sẽ khởi công vào năm 2025, và đi vào hoạt động vào năm 2030.

Dự án thành phần	Điểm Đầu – Cuối
2.1	Nam Thăng Long – Trần Hưng Đạo
2.2	Trần Hưng Đạo – Thượng Đình
2.3	Nội Bài – Nam Thăng Long

Bản đồ tuyến Metro số 2 TP.Hà Nội (Dự án thành phần 2 được tô màu đỏ)

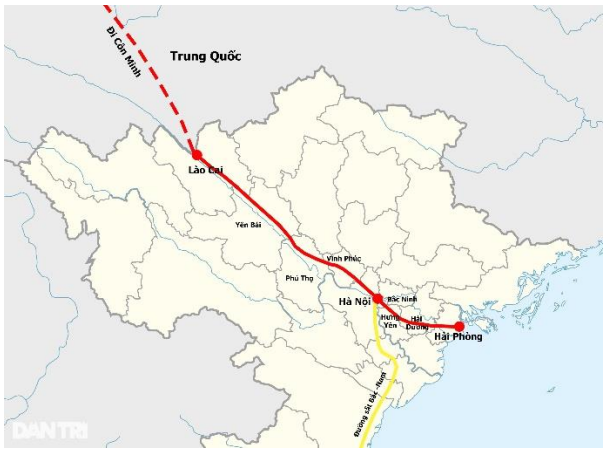


Nguồn: Tuoitre.vn

- **Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng:** Đây là một dự án hạ tầng quan trọng trong giai đoạn 2025-2030, với tổng vốn đầu tư khoảng 11 tỷ USD. Tuyến đường sắt này kéo dài 415km, đi qua 10 tỉnh, và sẽ nối trung tâm cảng với cửa khẩu biên giới Trung Quốc đến điểm cuối tại Vân Nam (Trung Quốc). Thông thường, giai đoạn chuẩn bị cho một dự án như vậy mất khoảng 3-4 năm. Do đó, việc khởi công dự án vào năm 2025 sẽ là một thách thức lớn đối với Bộ Giao thông Vận tải, yêu cầu tiến độ nhanh chóng để hoàn thành kế hoạch này.

Thời gian	Tiến độ dự kiến
T12/2024	Ban Quản lý Dự án Đường sắt trình báo cáo nghiên cứu tiền khả thi lên Bộ Giao thông Vận tải
T2/2025	Thành lập Hội đồng Thẩm định Nhà nước, hoàn thành thẩm định báo cáo nghiên cứu tiền khả thi
T3/2025	Chính phủ đề xuất dự án và trình Quốc hội để xin phê duyệt đầu tư
T5/2025	Đạt được phê duyệt đầu tư trong kỳ họp Quốc hội

Bản đồ đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng:

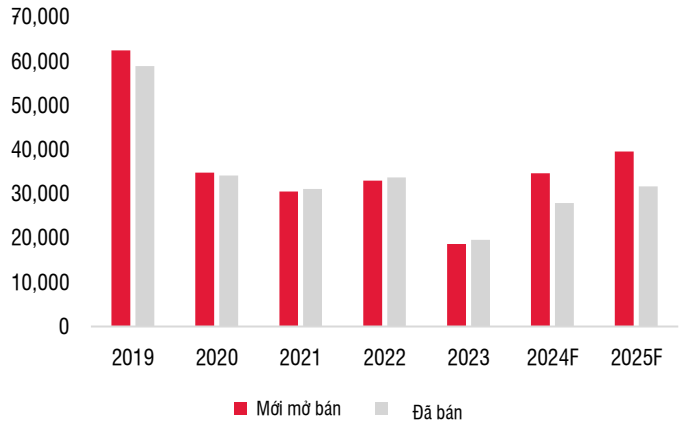


Nguồn: Dantri.com.vn

- **Đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam:** Nghiên cứu khả thi cho dự án dự kiến sẽ bắt đầu vào năm 2025, với việc xây dựng dự kiến sẽ bắt đầu vào năm 2027 và hoàn thiện vào năm 2035.

Cuối cùng, triển vọng cho xây dựng nhà ở phụ thuộc nhiều vào sự phục hồi của ngành bất động sản, đã được đề cập trong triển vọng ngành. Chúng tôi cho rằng tác động trực tiếp đến các công ty xây dựng sẽ đến từ nguồn cung mới, dự kiến sẽ tăng đáng kể tại cả các thành phố loại 1 và loại 2 trong năm 2025. Điều này sẽ đảm bảo backlog cho các chủ thầu. Hà Nội và TP.HCM dự kiến sẽ có khoảng 40.000 căn hộ mới mở bán trong năm 2025.

Nguồn cung căn hộ sơ cấp và giao dịch trong giai đoạn 2019-2025 tại Hà Nội & TP.HCM (căn hộ)



Nguồn: CBRE, SSI Research

Định giá và khuyến nghị đầu tư

KQKD 9T2024: Trong số 12 công ty chúng tôi nghiên cứu, phần lớn các công ty ghi nhận tăng trưởng ở cả doanh thu và lợi nhuận trong 3 quý đầu năm 2024 so với cùng kỳ năm trước. Các công ty như CTD (LNTT 9T2024 +110% svck), CC1 (LNTT 9T2024 +40% svck), và LCG (LNTT 9T2024 +60% svck) đều ghi nhận lợi nhuận tăng đáng kể từ mảng xây dựng, trong khi những công ty khác như VCG (LNTT 9T2024 +160% svck) hưởng lợi từ mảng bất động sản. Ngoài ra, HHV (LNTT 9T2024 +20% svck) và LGC (LNTT 9T2024 +60% svck) tìm được cơ hội sinh lợi thông qua việc sở hữu đường cao tốc BOT.

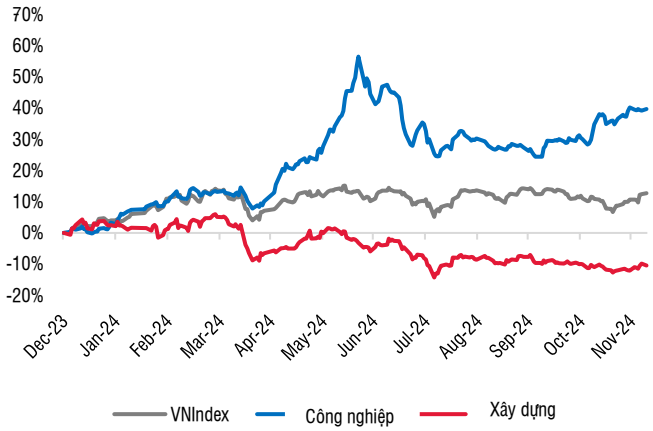
Triển vọng lợi nhuận: Do năm 2025 dự kiến thị trường bất động sản nhà ở sẽ phục hồi và đầu tư công tăng mạnh, đánh dấu năm cuối cùng trong chu kỳ đầu tư công 2021-2025, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận xây dựng sẽ tăng mạnh, đặc biệt với các công ty có backlog cao và những công ty tham gia vào các dự án đầu tư công lớn, bao gồm CTD, HHV, và VCG trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi. Tuy nhiên, biên lợi nhuận mỏng vẫn sẽ là một thách thức đối với ngành xây dựng.

Định giá: Trong năm 2024, các cổ phiếu ngành xây dựng có hiệu suất kém hơn so với VNIndex. Chúng tôi cho rằng sự điều chỉnh này là do định giá cao trước đó của các cổ phiếu ngành xây dựng. Tính đến ngày báo cáo, định giá P/E đã giảm đáng kể, với P/E ngành giảm từ 45x xuống 20x, nhờ sự điều chỉnh giá và lợi nhuận cải thiện.

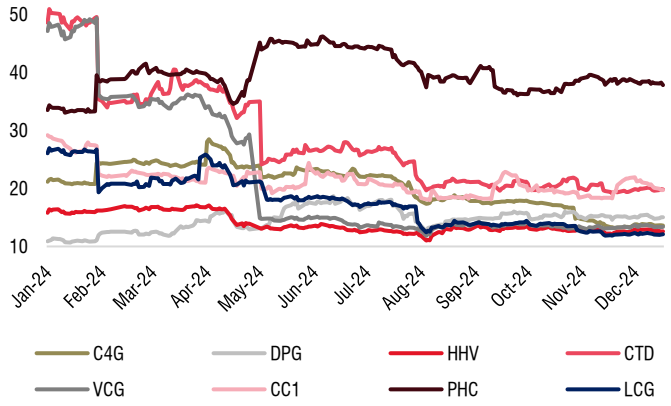
Khuyến nghị: Đối với các cơ hội đầu tư, chúng tôi lựa chọn CTD là cổ phiếu ưa thích. Ngành xây dựng cải thiện sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và giảm thiểu rủi ro tiềm ẩn từ các khoản dự phòng, do các chủ đầu tư bất động sản được kỳ vọng sẽ có thanh khoản tốt hơn. Ngoài ra, các khoản đầu tư liên kết vào tòa Emerald 68 (tỉnh Bình Dương) dự kiến sẽ bắt đầu tạo lợi nhuận cho CTD trong năm 2026. Chi tiết xem thêm ở báo cáo công ty của chúng tôi.

Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ một lần nữa là động lực tăng trưởng chính của nền kinh tế, và với định giá được điều chỉnh thấp hơn, tâm lý thị trường đối với các cổ phiếu ngành xây dựng, cụ thể cổ phiếu xây dựng hạ tầng, dự kiến sẽ cải thiện trong năm 2025, báo hiệu cơ hội giao dịch cho các cổ phiếu có đủ thanh khoản, như VCG và HHV.

Diễn biến ngành trong năm 2024



Hệ số P/E 2024 một số cổ phiếu Xây dựng



Nguồn: SSI Research

Cổ phiếu ưa thích: CTCP Xây dựng Coteccons (CTD: HOSE) (Khả quan, 77.100 Đồng)

CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (Đồng)	Tăng trưởng doanh thu			Tăng trưởng LNST			P/E		
	Trong 1 năm	Trong 1 năm	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
CTD	12,2%	77.100	*10,7%*	*30,8%*	*20,0%*	*224,9%*	*443,5%*	*39,9%*	10,0	1,3	11,6

- **Giá cổ phiếu (31/12/2024): 68.700 đồng; Giá mục tiêu 1 năm: 77.100 đồng**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Với backlog cao ước tính đạt 25.000 tỷ đồng, hoạt động kinh doanh cốt lõi như xây dựng nhà ở và công nghiệp dự kiến sẽ hỗ trợ ổn định doanh nghiệp
  - ✓ Đầu tư vào mảng bất động sản dự kiến sẽ bắt đầu tạo lợi nhuận đáng kể từ năm 2026.
- **Rủi ro**
  - ✓ Tác động pha loãng từ việc phát hành 1,5 triệu cổ phiếu ESOP tại mức giá 10.000 đồng/cổ phiếu trong năm 2025.
  - ✓ Các khoản phải thu bị ghi giảm ngoài dự kiến

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	14.537	16.088	21.045	25.254	27.275
Tăng trưởng doanh thu thuần	*60,0%*	*10,7%*	*30,8%*	*20,0%*	*8,0%*
Lợi nhuận gộp	487	361	713	958	911
Biên lợi nhuận gộp	*3,3%*	*2,2%*	*3,4%*	*3,8%*	*3,3%*
Thu nhập tài chính	381	332	280	329	320
Chi phí tài chính	-163	-170	-105	-109	-119
SG&A	-735	-479	-581	-631	-682
Thu nhập ròng khác	88	68	80	96	304
LNTT	35	92	387	642	734
Lợi nhuận ròng	21	68	367	514	587
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	*-14,4%*	*224,9%*	*443,5%*	*39,9%*	*14,3%*
Biên lợi nhuận ròng	*0,1%*	*0,4%*	*1,7%*	*2,0%*	*2,2%*
EPS (VND)	1.158	3.016	6.697	4.953	5.661

Nguồn: SSI Research

Công nghiệp - Cảng biển & Logistics: Vươn mình trong biến động

Triển vọng 2025: Tích cực.

Cổ phiếu ưa thích: HAH, GMD.

Triển vọng 2025

Lũy kế 11 tháng năm 2024, tổng trị giá xuất nhập khẩu của Việt Nam tăng 15,4% svck, đạt 715 tỷ đô. Động lực tăng trưởng chính trong năm nay bao gồm: một năm thành công rực rỡ đối với các công ty vận tải biển, bổ sung hàng tồn kho tại thị trường Hoa Kỳ/EU và việc đẩy mạnh tích lũy hàng hóa để tránh một số rủi ro gián đoạn như các vụ tấn công ở Biển Đỏ, tắc nghẽn cảng do đình công tại Cảng Bờ Đông Hoa Kỳ và mức thuế mới được chính quyền Trump áp dụng. Xuất khẩu trong giai đoạn này đạt mức tăng trưởng 14,4% svck và nhập khẩu tăng 16,3% svck. Tháng 11/2024, xuất khẩu sang Hoa Kỳ tăng vọt 17,4% svck (so với tổng mức tăng trưởng xuất khẩu là 8,2% svck), cho thấy các hoạt động đẩy mạnh vận chuyển hàng hóa đang diễn ra.

Tăng trưởng sản lượng tại cảng từ tháng 1 đến tháng 11 năm 2024 nhỉnh hơn so với tăng trưởng giá trị xuất nhập khẩu cho thấy giá hàng hóa xuất nhập khẩu đã giảm svck. Theo Hiệp hội Cảng biển Việt Nam (VPA), tổng sản lượng hàng hóa qua cảng tại Việt Nam đạt 22 triệu TEU, tăng 16,8% svck. Trong đó, cụm cảng Hải Phòng chứng kiến mức tăng trưởng 16,8% svck, đạt 6,6 triệu TEU, trong khi cụm cảng phía Nam (TP.HCM & Cái Mép) đạt 14,6 triệu TEU, tăng 16,8% svck.

Tăng trưởng công suất và rủi ro từ thuế quan Trump 2.0 là hai chủ đề chính của ngành cảng biển trong năm 2025. Về nguồn cung, chúng tôi thấy nhiều cảng mới sẽ đi vào hoạt động trong năm 2025, đặc biệt ở miền Bắc Việt Nam. Cụ thể, tại Hải Phòng, hai dự án cảng nước sâu Lạch Huyện 3+4 (PHP VN) và Lạch Huyện 5+6 (HATECO) sẽ đồng thời bắt đầu hoạt động trong năm 2025. Giai đoạn 3 của Nam Đình Vũ dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động từ cuối năm 2025. Tổng cộng 3 dự án sẽ bổ sung thêm 3,5 triệu TEU công suất (~50% sản lượng năm 2024 của Hải Phòng). Tại miền Nam Việt Nam, chúng tôi cũng kỳ vọng giai đoạn 2 của Gemalink sẽ bắt đầu xây dựng trong nửa đầu năm 2025. Trong khi đó, hai dự án dự án cảng nước sâu Cần Giờ và Cái Mép Hạ cũng đang được thảo luận. Về phía cầu, chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng năm 2025 sẽ không chắc chắn do rủi ro từ chính sách thuế quan mới của chính quyền Trump sắp tới. Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, tăng trưởng sản lượng của Việt Nam trong năm tới đạt khoảng 9% svck, phù hợp với tốc độ tăng trưởng trước COVID, nhưng tăng trưởng có thể tập trung trong nửa đầu năm 2025 khi các mức thuế suất mới có khả năng được công bố.

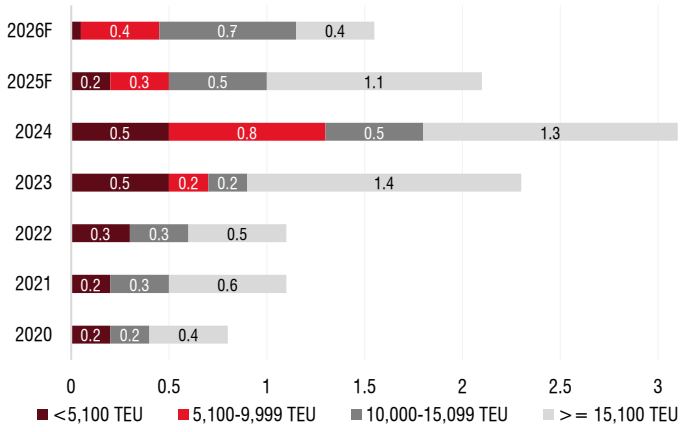
Vận tải container: Trái với dự đoán đầu năm của chúng tôi, năm 2024 là một năm rất tích cực của ngành với nhiều sự kiện có ảnh hưởng tích cực lên ngành xảy ra trong cả năm, bao gồm các cuộc tấn công ở Biển Đỏ (chiếm khoảng 9% công suất toàn cầu), tái tích lũy hàng tồn kho và việc đẩy mạnh vận chuyển hàng hóa trước để tránh luật thuế mới như đã đề cập ở trên. Sang năm 2025, chúng tôi dự đoán rằng một số yếu tố tích cực nêu trên vẫn sẽ tiếp diễn dù khiến triển vọng của ngành trở nên khó dự đoán chắc chắn. Các yếu tố tác động chính trong năm 2025 bao gồm:

1. **Lo ngại đối với chính sách thuế quan của chính quyền Mỹ mới:** Mặc dù mức thuế mới chưa được công bố, lo ngại về mức thuế nhập khẩu cao hơn có thể dẫn đến tăng nhu cầu tích lũy hàng hóa, thúc đẩy nhu cầu vận chuyển trong ngắn hạn. Dẫn chứng về nhiệm kỳ đầu tiên của ông Trump, việc đẩy mạnh nhập khẩu bắt đầu ngay sau khi Mỹ công bố các cuộc điều tra thuế quan ở một số mặt hàng. Với kỳ vọng việc đẩy mạnh tích lũy hàng hóa trước sẽ lặp lại trong năm 2025, chúng tôi cho rằng sự kiện này sẽ tác động tích cực đến giá cước container, đặc biệt đối với các chuyến đến Mỹ. Trong dài hạn, sự thay đổi cảng đón và trả hàng trong chuỗi cung ứng có thể khiến chuỗi cung ứng trở nên phức tạp hơn giúp tăng nhu cầu vận chuyển hàng hóa.
2. **Gián đoạn tại một số điểm nghẽn của ngành vận tải:** Kịch bản cơ sở của chúng tôi về việc giảm bớt gián đoạn ở Biển Đỏ dự kiến sẽ khiến giá cước bình thường trở lại trong năm 2025 sau khi đã tăng mạnh trong năm 2024.
3. **Khả năng xảy ra đình công và tắc nghẽn tại cảng:** Đầu năm 2025, có thể sẽ có một cuộc đình công tại các cảng thuộc bờ Đông nước Mỹ, mặc dù đã được tạm hoãn đến ngày 15 tháng 1 năm 2025 để các bên đàm phán. Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định rằng sẽ có một thỏa

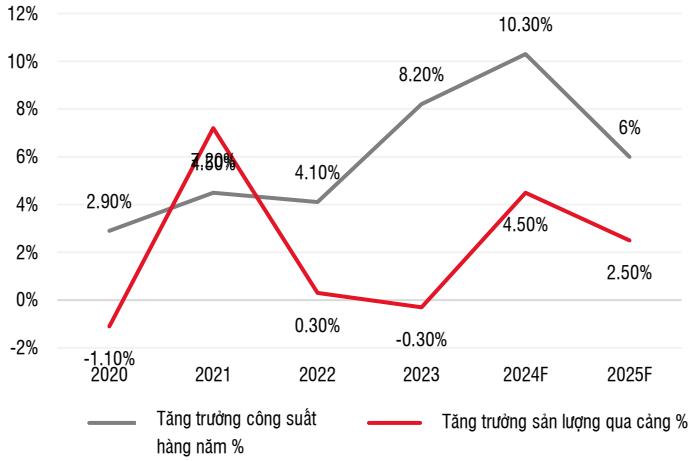
thuận được ghi nhận và sự kiện này sẽ không ảnh hưởng nhiều đến giá cước vận chuyển. Trong kịch bản kém khả quan nhất (dù khó xảy ra), cuộc đình công kéo dài có thể làm gián đoạn chuỗi cung ứng, bắt nguồn từ những thay đổi trong các chuyến hải trình đến Mỹ và dẫn đến tình trạng thiếu hụt container khi phải vận chuyển qua Bờ Tây và làm kéo dài thời gian quay vòng container.

4. **Dư thừa công suất:** Đây tiếp tục là một mối lo ngại trong năm 2025. Trong năm 2024, tổng công suất tàu container toàn cầu ghi nhận tăng thêm 10% svck, và dự kiến sẽ tiếp tục tăng thêm 7% trong năm 2025. Trong khi nhu cầu được dự báo tăng trưởng thấp hơn 3,5% so với tăng trưởng nguồn cung, nhu cầu chiều dài vận chuyển không tăng mạnh khiến nhu cầu TEUxDặm không hấp thụ được lượng cung mới sẽ tạo áp lực lên giá cước vận tải container. Về mặt tích cực, tình trạng thừa cung không đồng nhất giữa các loại size tàu, cụ thể thị trường ở các tàu kích cỡ lớn có thể sẽ gặp nhiều thách thức hơn, so với tàu dưới 5,000 TEU có khả năng đối mặt với tình trạng ít nghiêm trọng hơn.

Lượng cung tàu mới theo kích cỡ (đơn vị: triệu TEU)



Tăng trưởng đội tàu và tăng trưởng sản lượng qua cảng toàn cầu



Nguồn: Alphaliner

Vận tải hàng lỏng là một phân khúc cũng được hỗ trợ bởi gián đoạn chuỗi cung ứng, đặc biệt là xung đột Nga-Ukraine. Do đó, chúng tôi nhận thấy giá cước và tỷ lệ thuê tàu chở hàng lỏng đang dần giảm mặc dù vẫn duy trì ở mức cao. Theo quan điểm của chúng tôi, dựa vào các sự kiện gần đây, chúng tôi tin rằng mảng tàu chở hàng lỏng có khả năng đã đạt đến đỉnh chu kỳ, do hy vọng xung đột ở Ukraine sẽ kết thúc vào năm 2025 với chiến thắng của Trump nếu chúng ta nhìn vào lời hứa của ông về việc sẽ nhanh chóng kết thúc chiến tranh.

Dịch vụ chuyển phát nhanh tiếp tục tăng trưởng trong năm 2024, với số lượng bưu kiện tăng 30% svck và doanh thu tăng 20% svck. Xu hướng tăng trưởng này dự kiến sẽ tiếp tục trong năm 2025. Điều này cho thấy dù nhu cầu tăng trưởng mạnh, giá cả và biên lợi nhuận đang chịu áp lực giảm do cạnh tranh khốc liệt. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng số lượng lượng bưu kiện sẽ tiếp tục duy trì khoảng 20-25% svck trong năm 2025 cùng với xu hướng tăng trưởng thương mại điện tử. Tuy nhiên, các hình thức thương mại điện tử mới (ví dụ, thương mại điện tử xuyên biên giới...) đòi hỏi các công ty hiện tại cần thay đổi linh hoạt hoạt động và đầu tư để có thể để đáp ứng.

Định giá: Định giá cho GMD VN và HAH VN hiện ở mức cao lịch sử, nhưng được hỗ trợ bởi các yếu tố tiềm năng trong năm 2025. Theo quan điểm của chúng tôi, PVT VN hiện đang ở mức hợp lý (P/E năm 2024: 9x), trong khi định giá VTP có vẻ đang khá cao (P/E năm 2025: 40x)

Khuyến nghị: Cổ phiếu ưa thích của chúng tôi cho năm 2025 là GMD và HAH.

Cổ phiếu ưa thích

1. Công ty Cổ phần Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH: HOSE)

- **Giá mục tiêu 1 năm: 56.600 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Khả năng áp dụng mức thuế nhập khẩu mới của Tổng thống Trump có thể dẫn đến việc đẩy mạnh nhu cầu nhập khẩu trước khi mức thuế mới có hiệu lực.
  - ✓ Với việc 3 tàu 1,780 TEU mới và 1 tàu 3,500 TEU mới bắt đầu hoạt động, phân khúc cho thuê tàu container dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận nhiều hơn trong Q4/2024 và 2025.
  - ✓ Hầu hết các hợp đồng thuê tàu cho năm 2025 đã được đảm bảo. Sự biến động thêm về giá thuê tàu theo thời gian có thể tác động tích cực đến hiệu suất của các tàu cho thuê dự kiến được gia hạn trong nửa đầu năm 2025.
  - ✓ NPATMI dự kiến tăng 17% svck, đạt khoảng 650 tỷ đồng vào năm 2025, với EPS năm 2025 là 5.132 đồng.
- **Rủi ro**
  - ✓ Biến động về nhu cầu vận chuyển không tích cực như kì vọng.
  - ✓ Giá cước đảo chiều sớm hơn dự kiến.

2. Công ty Cổ phần Gemadept (GMD: HOSE)

- **Giá mục tiêu 1 năm: 71.200 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Là công ty có quy mô lớn thứ hai về công suất cảng biển tại Việt Nam và vận hành toàn bộ hệ sinh thái cảng biển & logistics trên toàn quốc, đồng thời sở hữu dự án cảng biển lớn tại Hải Phòng (Nam Đình Vũ) ở miền Bắc Việt Nam và Cái Mép ở miền Nam Việt Nam (Gemalink).
  - ✓ Hưởng lợi từ giá cước vận tải container cao hơn trong năm 2025 nếu chính quyền tổng thống Trump ban hành mức thuế mới. Điều này cho phép công ty đàm phán để tăng mức thuế xử lý tại các cảng. Chúng tôi giả định Gemadept sẽ tăng giá bình quân khoảng 8% svck trong năm 2025, chủ yếu tập trung ở miền Nam vì miền Bắc phải đối mặt với nguồn cung mới mạnh mẽ trong năm nay.
  - ✓ Lợi nhuận trước thuế cốt lõi được dự đoán tăng 26% svck trong năm 2025, nhờ giá bình quân cao hơn và tăng trưởng sản lượng.
  - ✓ Lợi nhuận bất thường từ việc thoái vốn khỏi các mảng kinh doanh không cốt lõi (trồng cây cao su hoặc bất động sản) sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu.
- **Rủi ro**
  - ✓ Việt Nam có khả năng là đối tượng bị áp thuế, dẫn đến mức thuế áp dụng cao hơn các nước khác và giảm khối lượng xuất khẩu.

CP	% Tăng giá	Giá mục tiêu (Đồng)	Giá hiện tại (Đồng)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	Trong 1 năm	Trong 1 năm	12/31/2024	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
HAH	14,3%	56.600	49.500	-53,2%	43,9%	17,1%	11,3	11,3	9,6	11,3%	16,3%	16,2%	0,0%	0,0%	0,0%
GMD	9,6%	71.500	65.200	126,4%	-37,4%	8,9%	9,8	28,1	20,0	26,0%	12,6%	12,6%	3,1%	1,5%	1,5%
PVT	8,3%	30.000	27.700	13,4%	6,7%	17,0%	9,3	9,4	7,4	13,5%	13,2%	14,1%	1,1%	3,6%	5,4%
VTP	n.a	n.a	136.900	48,5%	7,9%	23,2%	21,5	47,2	38,4	24,0%	21,2%	22,5%	2,6%	0,0%	0,7%

Nguồn: SSI Research

Công nghệ và Viễn thông: Bước vào chu kỳ tăng trưởng mới

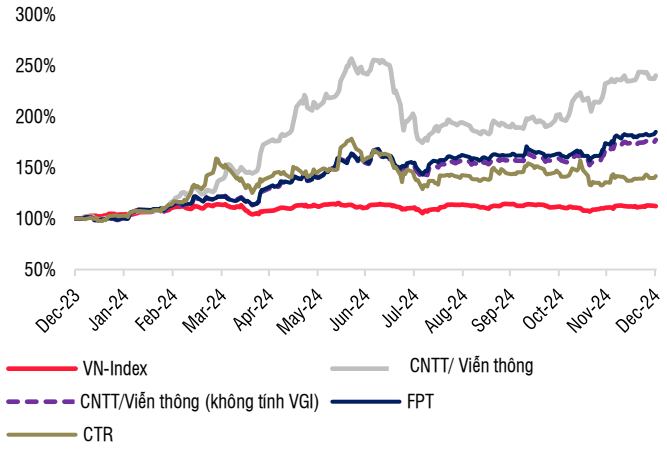
Triển vọng 2025: Tích cực.

Cổ phiếu ưa thích: FPT. Cổ phiếu theo dõi: CTR.

Triển vọng năm 2025

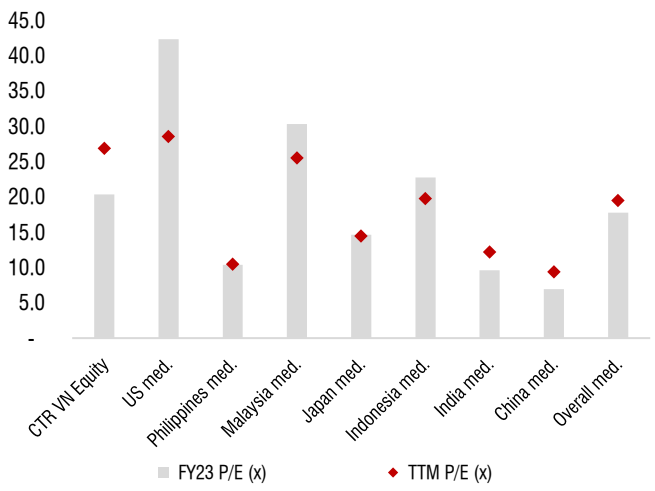
Các cổ phiếu ngành CNTT và viễn thông *tăng 140% trong năm 2024*, vượt trội hơn so với chỉ số VNIndex (+12%), hưởng lợi từ xu hướng nâng định giá hệ số P/E, tương đồng với các công ty công nghệ trên thế giới. Xu hướng này đã bắt đầu từ năm 2023, nhờ tâm lý tích cực về triển vọng trí tuệ nhân tạo (AI) (đặc biệt là AI tạo sinh hoặc generative AI). Năm 2024 cũng đánh dấu một cột mốc quan trọng cho Việt Nam khi các nhà mạng di động chính thức ngừng cung cấp dịch vụ cho thuê bao 2G Only, và nhà mạng thị phần di động số một Tập đoàn Viettel (Viettel) đã tiên phong trong việc thương mại hóa 5G. Điều này có thể là lý do chủ yếu cho P/E của TowerCo tăng 32% (trong khi P/E trung bình toàn cầu gần như đi ngang). Chúng tôi lưu ý CTR hiện là TowerCo niêm yết duy nhất tại Việt Nam.

Diễn biến ngành trong năm 2024



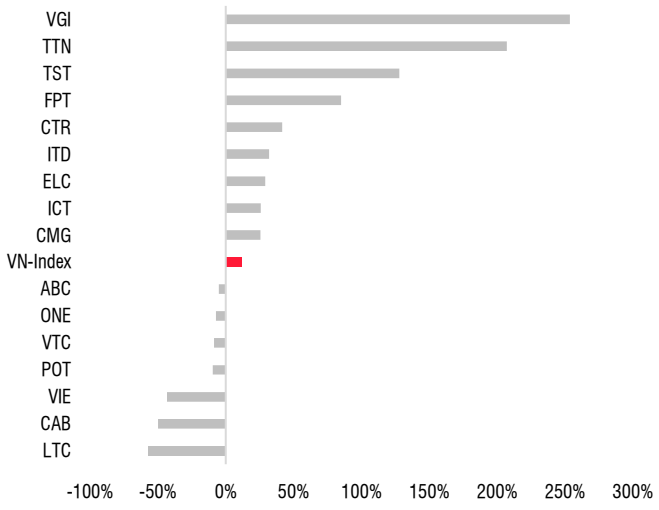
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

P/E của TowerCo toàn cầu gần như đi ngang, trong khi của Việt Nam cải thiện trong năm 2024



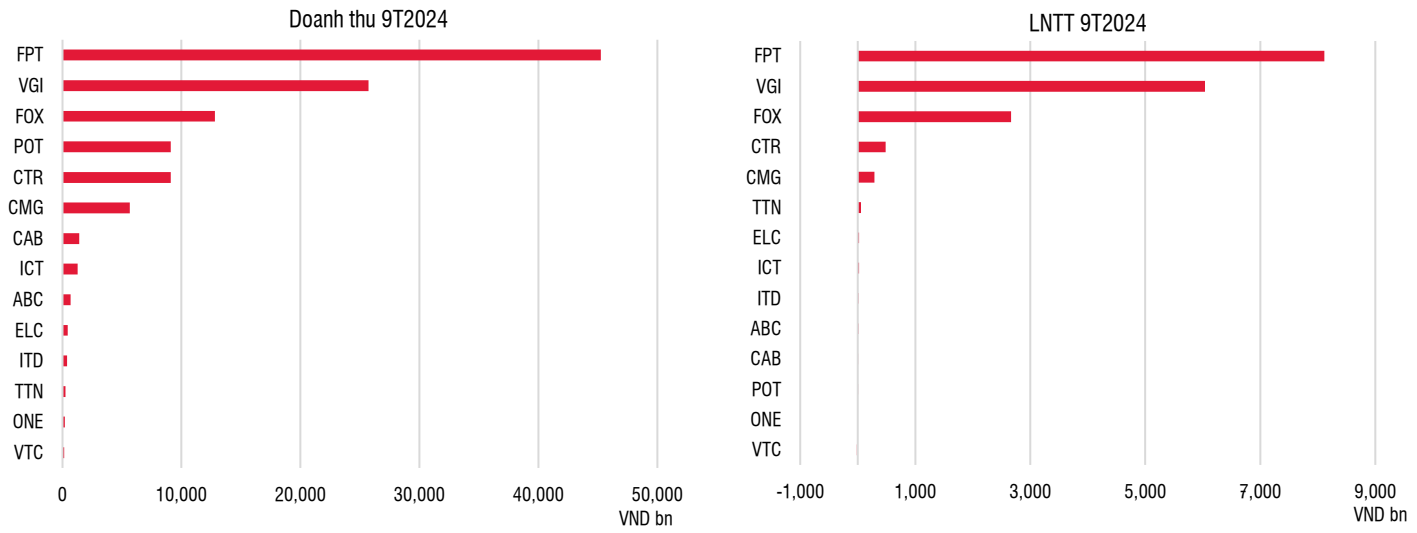
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Các cổ phiếu CNTT và viễn thông có diễn biến vượt trội và kém khả quan so với chỉ số VNIndex trong năm 2024



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

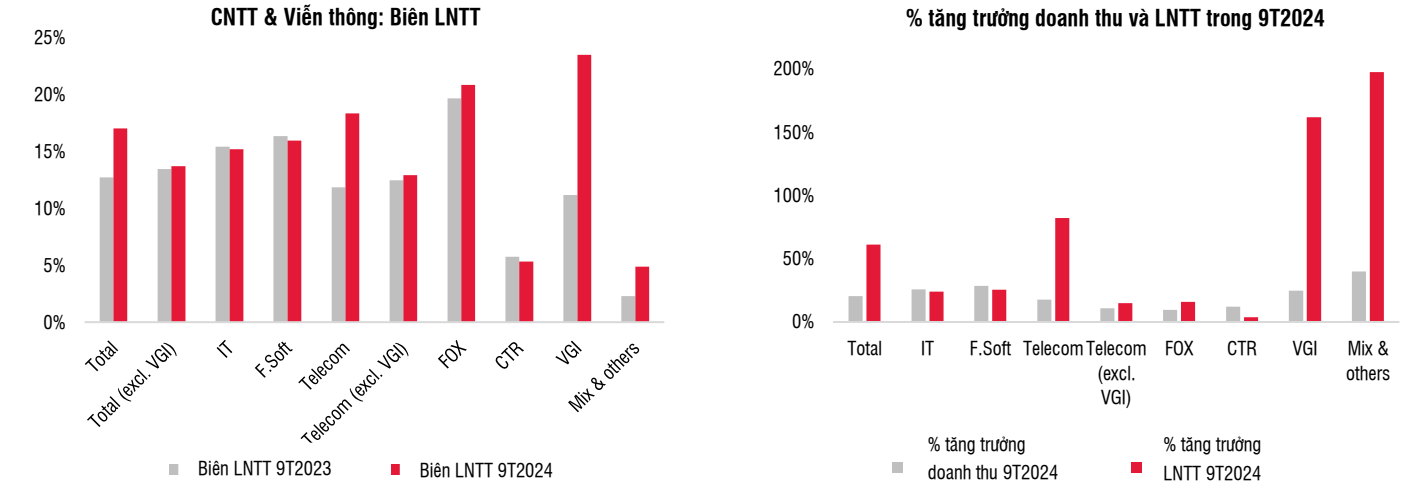
Biểu đồ 1: Trong số các cổ phiếu niêm yết, FPT duy trì vị thế dẫn đầu về doanh thu và LNTT trong 9T2024



Nguồn: SSI tổng hợp

FPT tiếp tục dẫn đầu về kết quả doanh thu và lợi nhuận, chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng này sẽ được tiếp diễn trong năm 2025. Do sự bão hòa của thị trường viễn thông, một số công ty đã áp dụng thành công các biện pháp cắt giảm chi phí trong năm 2024, hỗ trợ cải thiện biên LNTT. Đối với VGI (công ty con của Viettel), công ty tiếp tục có sự tăng trưởng từ thị trường nước ngoài (bao gồm Mozambique, Haiti, Timor-Leste, Campuchia, Burundi và Tanzania), đây là động lực tăng trưởng chính cho doanh thu và biên LNTT. Đối với CTR, mặc dù doanh thu tăng trưởng hai chữ số, biên LNTT thu hẹp (chủ yếu từ mảng hạ tầng cho thuê và xây dựng).

Biểu đồ 2: Biên LNTT cải thiện, đặc biệt đối với ngành viễn thông



Nguồn: SSI tổng hợp

*Mảng CNTT bao gồm F.Soft (FPT Software), ONE, ELC và ABC

*Mảng Viễn thông bao gồm CTR, FOX (FPT Telecom), POT, VTC, CAB và VGI

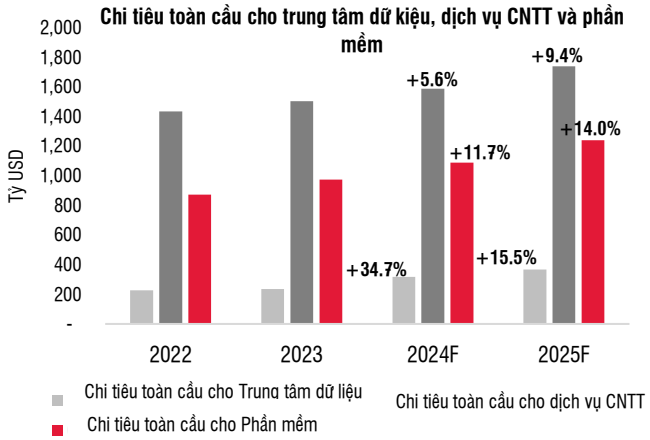
*CNTT & Viễn thông và khác bao gồm ICT, TTN và ITD

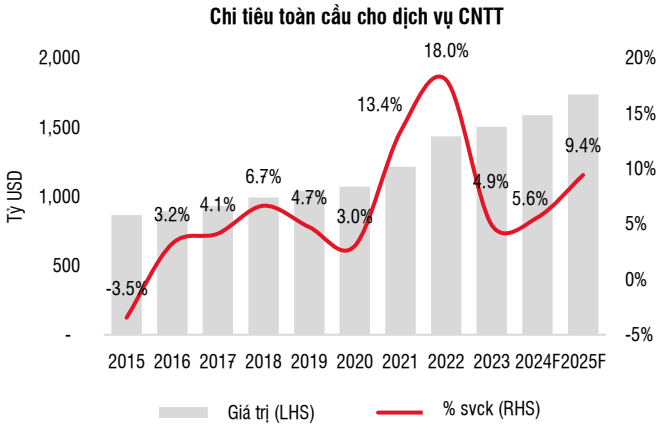
*Chúng tôi loại từ TST, LTC và VIE do không có báo cáo tài chính Q3/2024.

Mảng CNTT

Các dự án liên quan đến AI đang giúp thúc đẩy chi tiêu CNTT toàn cầu. Theo công ty nghiên cứu và tư vấn công nghệ Mỹ Gartner, chi tiêu CNTT toàn cầu được kỳ vọng sẽ tăng thêm 9,3% svck trong năm 2025 (so với 7,2% svck trong năm 2024), trong đó generative AI sẽ là một trong những động lực tăng trưởng chính. Là một thành phần quan trọng cho phát triển hạ tầng AI, chi tiêu trung tâm dữ liệu dự kiến sẽ cao hơn trong năm 2025 (+15,5% svck). Chúng tôi nhận thấy xu hướng tương tự đối với phần mềm và dịch vụ CNTT. Đặc biệt đối với dịch vụ CNTT, sau giai đoạn dè dặt trong việc chi tiêu trong năm 2023 và đầu năm 2024, chúng tôi kỳ vọng chi tiêu sẽ phục hồi trong năm 2025. Với lợi thế chi phí thấp, chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ hỗ trợ cho FPT. Cụ thể, đối với mảng CNTT nước ngoài của FPT, chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu năm 2025 sẽ lần lượt đạt: Nhật Bản (35% svck), APAC (không bao gồm Nhật Bản, 30% svck), Châu Mỹ (17% svck) và Châu Âu (35% svck).

Biểu đồ 3: Các dự án liên quan đến AI là động lực tăng trưởng chính của chi tiêu CNTT toàn cầu

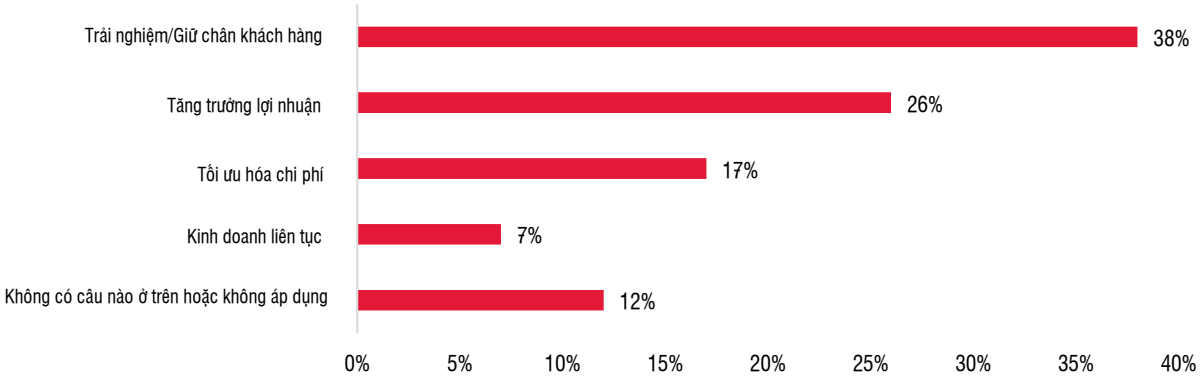




Nguồn: "Gartner dự báo chi tiêu CNTT toàn cầu sẽ tăng 9,3% trong năm 2025", vào ngày 23/10/2024, bởi Matt LoDolce & Catherine Howly

Nguồn: Gartner, SSI Research

Biểu đồ 4: Trọng tâm chính của các sáng kiến Generative AI (tỷ lệ phần trăm mục đích của việc ứng dụng Generative AI của các công ty toàn cầu)

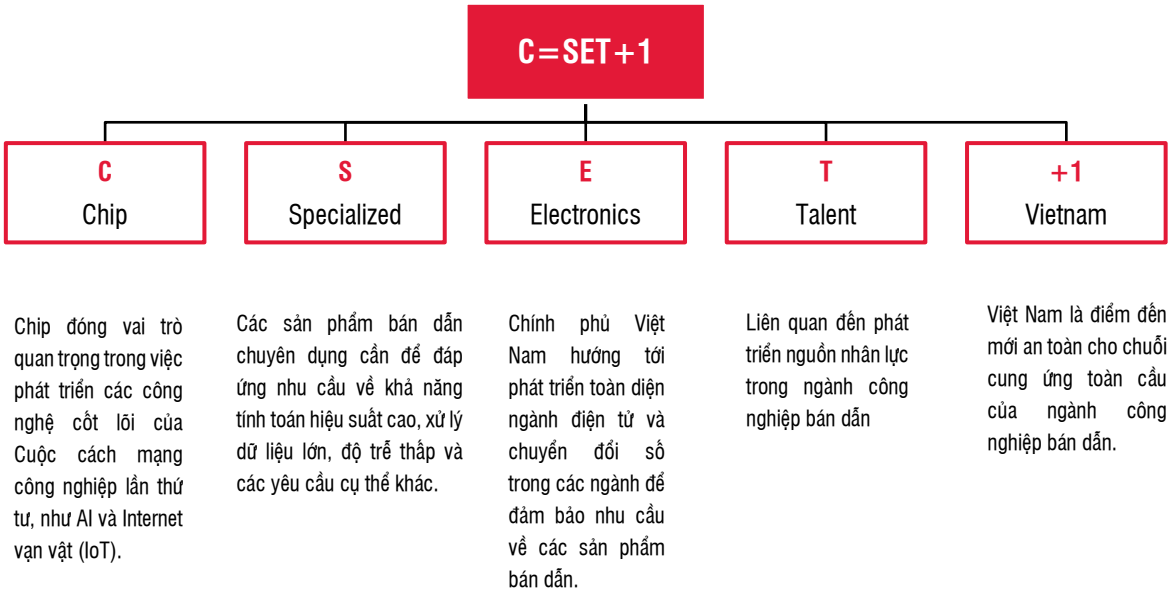


*Nguồn: Gartner, SSI Research. *Gartner thực hiện cuộc khảo sát với hơn 2.500 giám đốc điều hành*

Sự hợp tác với NVIDIA sẽ mở đường cho Việt Nam để đạt những đột phá về AI trong tương lai. Thực tế, nhà sản xuất chip AI hàng đầu trên thế giới coi Việt Nam như "ngôi nhà thứ 2" và đã ký kết hợp tác với chính phủ Việt Nam vào ngày 5/12/2024 để thành lập trung tâm nghiên cứu và phát triển (R&D) đầu tiên tại Việt Nam (gọi là Trung tâm Nghiên cứu và Phát triển Việt Nam hay VRDC) và Trung tâm Dữ liệu AI của Viettel, sử dụng công nghệ của NVIDIA. Thông qua VRDC, NVIDIA đặt mục tiêu thúc đẩy phát triển phần mềm, tận dụng lực lượng lao động có thành tích tốt trong các lĩnh vực STEM (Khoa học, công nghệ, kỹ thuật, và toán học) cũng như hợp tác với các công ty đầu ngành, cơ quan chính phủ, các công ty khởi nghiệp, trường đại học và sinh viên để thúc đẩy việc ứng dụng AI. VRDC cũng được kỳ vọng trở thành trung tâm nghiên cứu AI toàn cầu thứ 3 của NVIDIA (bên cạnh Mỹ và Đài Loan). Ngoài ra, vào cùng ngày, NVIDIA đã công bố việc mua lại VinBrain (giá trị cuộc giao dịch không được tiết lộ), đây là một trong những bước đầu tiên để phát triển AI tại Việt Nam. Chúng tôi lưu ý rằng VinBrain, trước đây được biết đến như một công ty liên kết của Vingroup (VIC: HOSE) (nắm giữ 49,7% cổ phần tính đến tháng 9/2024), là một trong những công ty tiên phong tại Việt Nam về AI, thị giác máy tính và machine learning để cung cấp các giải pháp tùy chỉnh trong lĩnh vực chăm sóc sức khỏe, phục vụ hơn 180 bệnh viện trên thế giới (dữ liệu được cung cấp bởi công ty). Mặt khác, NVIDIA cũng đang hợp tác với các công ty công nghệ/viễn thông hàng đầu của Việt Nam, như FPT (FPT AI Factory, xem thêm chi tiết tại báo cáo cập nhật FPT, ngày 30/11/2024), Viettel, CTCP Tập đoàn Công nghệ CMC (CMG:HOSE) và Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam (VNPT).

Liên quan đến ngành công nghiệp bán dẫn, chúng tôi nhận thấy cả cơ hội lẫn thách thức để thực hiện chiến lược của lĩnh vực này. Cụ thể, trong tháng 9/2024, chính phủ Việt Nam đã ban hành chiến lược (Quyết định 1018/QĐ-TTg) để phát triển ngành bán dẫn, nêu rõ công thức "C=SET+1" (**Biểu đồ 5**) và lộ trình gồm 3 giai đoạn đến năm 2050 (**Bảng 6**). Đáng chú ý, chiến lược này nhấn mạnh một số mục tiêu quan trọng cần đạt được vào năm 2030, bao gồm việc có 100 công ty thiết kế chip, 1 nhà máy sản xuất chip, 10 nhà máy đóng gói & kiểm thử và 50.000 kỹ sư bán dẫn. Trong khi đó, theo Bộ thông tin và Truyền thông (MIC), tính đến tháng 11/2024, Việt Nam đang có khoảng 50 công ty thiết kế chip và 7 nhà máy đóng gói và kiểm thử (một số doanh nghiệp tiêu biểu xem thêm tại **bảng 8**). Số lượng kỹ sư bán dẫn hiện nay trên toàn quốc đạt khoảng 26.000 người (bao gồm khoảng 6.000 kỹ sư thiết kế chip và khoảng 6.000 kỹ sư về đóng gói và kiểm thử). Đối với tính khả thi của chiến lược, khoảng 40 trường đại học tại Việt nam đã cung cấp các chương trình giáo dục liên quan đến lĩnh vực bán dẫn. Trong đó, chỉ riêng FPT, công ty hiện có khoảng 200 kỹ sư thiết kế chip và các cơ sở giáo dục của FPT đã chào đón 1.500 sinh viên ngành bán dẫn trong năm 2024. Ngoài ra, trong những năm gần đây, các cơ quan chức năng ở nhiều địa phương đã chủ động trong việc phát triển hệ sinh thái/lực lượng lao động bán dẫn, thu hút đầu tư và thúc đẩy hợp tác quốc tế để phát triển ngành, như TP.HCM và Đà Nẵng, và các tỉnh như Bình Dương, Vĩnh Phúc, Bắc Giang và Bắc Ninh. Bộ Kế hoạch và Đầu tư cũng đã cho biết rằng họ đã làm việc, tiếp xúc với nhiều tập đoàn công nghệ toàn cầu (như Google, Meta, AIChip, Lam Research, Qorvo và Qualcomm) để chuyển dịch chuỗi cung ứng sang Việt Nam. Theo đó, Việt Nam hiện có 174 dự án FDI liên quan đến lĩnh vực bán dẫn, với tổng vốn đăng ký đạt gần 11,6 tỷ USD. Ngoài ra, NVIDIA đã ký kết các thỏa thuận với một số đối tác để chuyển chuỗi sản xuất từ các nước khác sang Việt Nam, với cam kết đầu tư từ 4 tỷ USD đến 4,5 tỷ USD trong bốn năm tới. Chúng tôi cho rằng đây là những yếu tố hỗ trợ quan trọng để phát triển ngành công nghiệp bán dẫn. Tuy nhiên, khoảng cách giữa tình hình thực hiện thực tế hiện tại và mục tiêu của chiến lược vẫn còn khá lớn. Đặc biệt, Việt Nam chưa tham gia vào công đoạn sản xuất chip (chính phủ đã giao nhiệm vụ cho Viettel về phát triển kế hoạch thực hiện dự án sản xuất quy mô nhỏ), và số lượng kỹ sư bán dẫn hiện tại chỉ đạt hơn một nửa mục tiêu 50.000 người. Do đó, chúng tôi lo ngại rằng việc đào tạo nhân tài bán dẫn và công đoạn sản xuất chip (đòi hỏi mức độ đầu tư vốn cao và lực lượng lao động chất lượng cao) có thể là những thách thức chính trong trung hạn.

Biểu đồ 5: Tóm tắt công thức "C=SET+1"



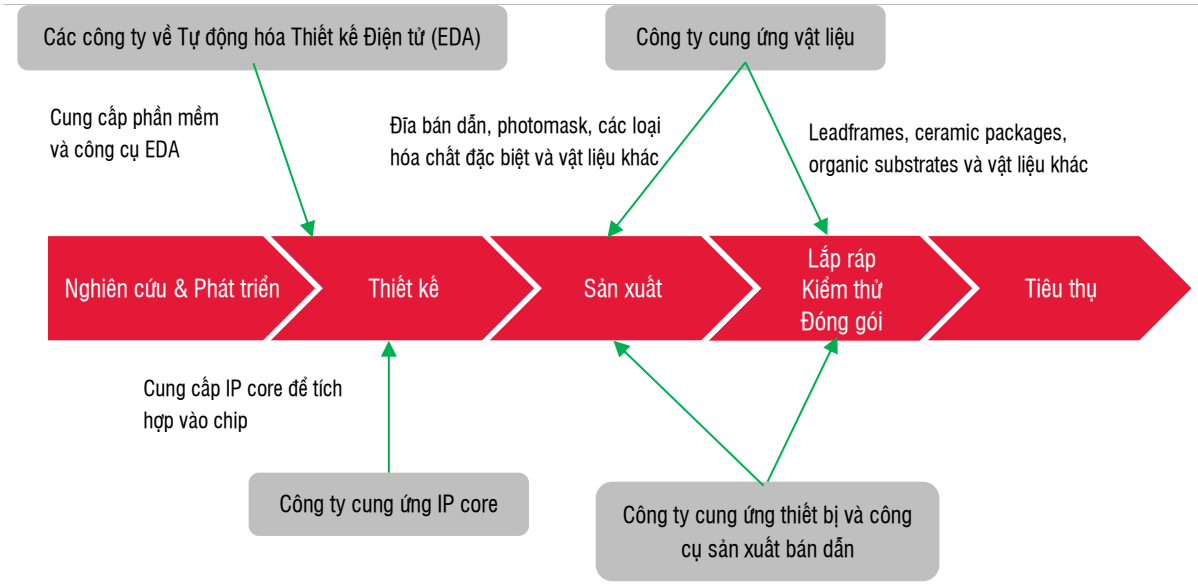
Nguồn: Chính phủ Việt Nam

Bảng 6: Lộ trình 3 giai đoạn của Quyết định 1018/QĐ-TTg

	Giai đoạn 1 (2024-2030)	Giai đoạn 2 (2030-2040)	Giai đoạn 3 (2040-2050)
Mục tiêu	Thu hút đầu tư FDI có chọn lọc	Kết hợp giữa tự cường và thu hút FDI	- Hoàn thiện Nghiên cứu và Phát triển - Hoàn thiện hệ sinh thái ngành công nghiệp bán dẫn tự chủ và có năng lực dẫn đầu trong một số công đoạn và phân khúc nhất định trong chuỗi sản xuất
Số lượng công ty thiết kế chip	100	200	300
Số lượng nhà máy sản xuất chip	1 (quy mô nhỏ)	2	3
Số lượng nhà máy đóng gói và kiểm thử	10	15	20
Doanh thu ngành công nghiệp bán dẫn (tỷ USD/năm)	>25	>50	>100
Doanh thu ngành điện tử (tỷ USD/năm)	>225	>485	>1.045
Giá trị gia tăng (%)	10-15	15-20	20-25
Quy mô nhân lực ngành công nghiệp bán dẫn	>50.000	>100.000	Có cơ cấu, số lượng phù hợp và đáp ứng nhu cầu phát triển

Nguồn: Chính phủ Việt Nam

Biểu đồ 7: Chuỗi giá trị bán dẫn



Nguồn: Semiconductor Industry Association (SIA), Boston Consulting Group (BCG), SSI Research

Bảng 8: Về lắp ráp, kiểm thử và đóng gói, Việt Nam đã thu hút nhiều nhà đầu tư nước ngoài

Công ty	Trụ sở	Mô tả
Amkor Technology	Mỹ	Trong tháng 10/2023, Amkor Technology khánh thành **nhà máy OSAT (cung cấp dịch vụ thuê ngoài lắp ráp và kiểm thử bán dẫn) lớn nhất** thế giới: Địa điểm: Tỉnh Bắc Ninh Tổng diện tích: 23 ha Vốn đầu tư: 1,6 tỷ VND (bao gồm ba giai đoạn, với 520 triệu VND cho giai đoạn đầu tiên).
Foxconn Group	Đài Loan	Trong năm 2024, Ủy ban Nhân dân tỉnh Bắc Ninh đã cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư cho **dự án FCPV Foxconn Bắc Ninh**, chuyên sản xuất và lắp ráp bảng mạch in: Địa điểm: Tỉnh Bắc Ninh Tổng diện tích: 14,3 ha. Vốn đầu tư: 383 triệu USD. Tập đoàn Foxconn đã vào thị trường Việt Nam từ năm 2007.
Intel	Mỹ	Intel đã có mặt tại Việt Nam từ năm 2006, với **một cơ sở lắp ráp và thử nghiệm chip** trị giá 1 tỷ USD (tổng vốn đầu tư đã được điều chỉnh lên 1,5 tỷ USD vào năm 2021).
HANA Micron	Hàn Quốc	HANA Micron sở hữu 2 công ty/nhà máy bán dẫn tại Việt Nam: **HANA Micron Vietnam**: Năm bắt đầu hoạt động: 2016 Địa điểm: Tỉnh Bắc Ninh Lĩnh vực: Đóng gói và kiểm thử bán dẫn **HANA Micron Vina**: Năm bắt đầu hoạt động: 2019 Địa điểm: Tỉnh Bắc Giang Lĩnh vực: Đóng gói và kiểm thử bán dẫn và lắp ráp & kiểm thử mô-đun Giai đoạn 1 và giai đoạn 2 đã hoàn thành và lần lượt bắt đầu hoạt động vào tháng 11/2020 và tháng 9/2023. Tổng vốn đầu tư đăng ký hiện tại gần 600 triệu USD. Đến năm 2025, HANA Micron đặt mục tiêu đầu tư thêm vào Việt Nam, nâng số vốn này lên hơn 1 tỷ USD.

Công ty	Trụ sở	Mô tả
Victory Giant Technology	Trung Quốc	Vào tháng 3 năm 2024, Victory Giant Technology đã ký hợp đồng thuê đất với Khu công nghiệp VSIP Bắc Ninh để đầu tư vào **một nhà máy sản xuất bảng mạch in** tại Việt Nam: Địa điểm: Tỉnh Bắc Ninh Vốn đầu tư: hơn 800 triệu USD Victory Giant Technology đặt mục tiêu dự án đi vào hoạt động vào giữa năm 2025.
Samsung	Hàn Quốc	Từ cuối năm 2023, Samsung Electro-Mechanics (SEMV) đã bắt đầu **sản xuất hàng loạt các sản phẩm lưới bóng chip bán dẫn** tại nhà máy của mình ở Việt Nam. Samsung Display dự kiến **đầu tư vào một dự án sản xuất màn hình và linh kiện điện tử** tại tỉnh Bắc Ninh (vốn đầu tư 1,8 tỷ USD).
Signetics	Hàn Quốc	Vào tháng 8/2024, Signetics đã ký kết thỏa thuận hợp tác với nhà cung cấp dịch vụ sản xuất tích hợp và hạ tầng công nghiệp CNCTech của Việt Nam để phát triển **một nhà máy bán dẫn** (vốn đầu tư hơn 100 triệu USD) tại tỉnh Vĩnh Phúc.

Nguồn: Công ty, Bộ TT&TT, VCCI, SSI Research

Mảng Viễn thông

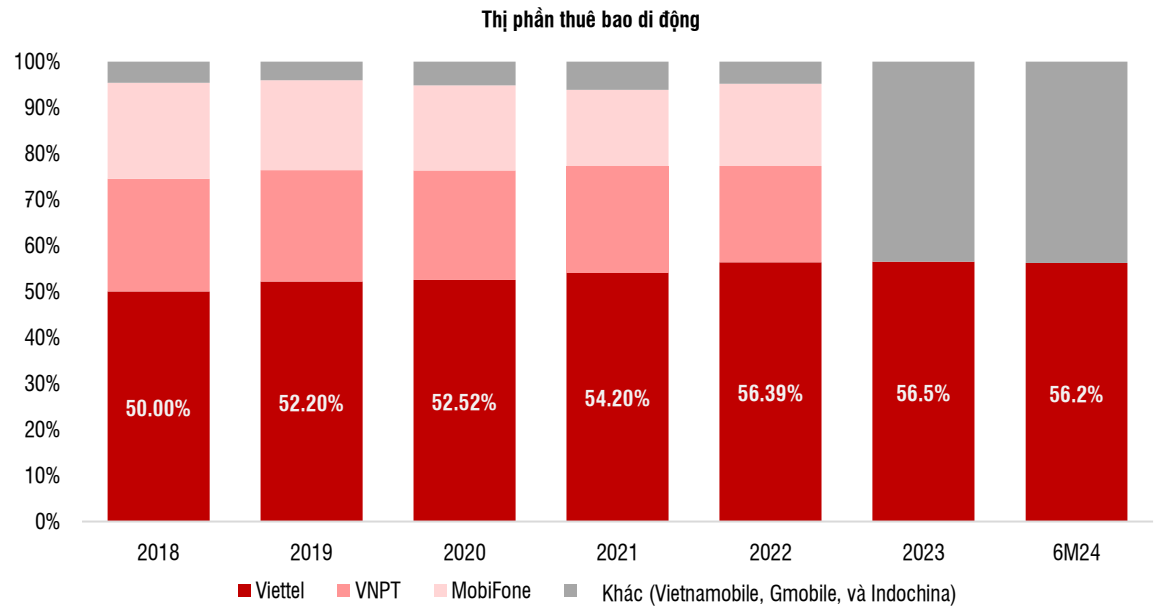
Thị trường viễn thông Việt Nam đã đánh dấu một cột mốc quan trọng trong năm 2024 bằng việc chính thức thương mại hóa mạng 5G. Vào ngày 15/10/2024, cùng với việc Việt Nam ngừng hỗ trợ dịch vụ thuê bao 2G Only, Viettel, nhà cung cấp mạng di động hàng đầu đã trở thành nhà tiên phong trong việc thương mại hóa 5G. Mạng 5G ban đầu được hỗ trợ bởi hơn 6.500 trạm BTS (trạm thu phát sóng di động) trên khắp các tỉnh và thành phố. Theo đó, VNPT cũng nối gót thương mại hóa 5G ngày 20/12/2024. Chúng tôi kỳ vọng MobiFone cũng sẽ thương mại hóa công nghệ di động tiên tiến này, theo sau Viettel và VNPT. Cụ thể, MobiFone đã cung cấp chương trình trải nghiệm 5G miễn phí từ tháng 11.

Bảng 9: Viettel, VNPT và MobiFone là 3 nhà mạng duy nhất có quyền sử dụng băng tần 5G

Khối băng tần 5G	B1	C2	C3
Dải tần số	2.500-2.600 MHz	3.700-3.800 MHz	3.800-3.800 MHz
Ngày đấu giá	8/3/2024	19/3/2024	9/7/2024
Thế hệ mạng di động	4G/5G	5G	5G
Nhà mạng	Viettel	VNPT	MobiFone
Thời gian sử dụng (năm)	15	15	15
Giá (nghìn tỷ đồng)	7,5	2,6	2,6

Nguồn: Bộ TT&TT, Cơ quan quản lý tần số vô tuyến điện (ARFM), SSI Research

Biểu đồ 10: Viettel duy trì vị trí đứng đầu về thị phần thuê bao di động



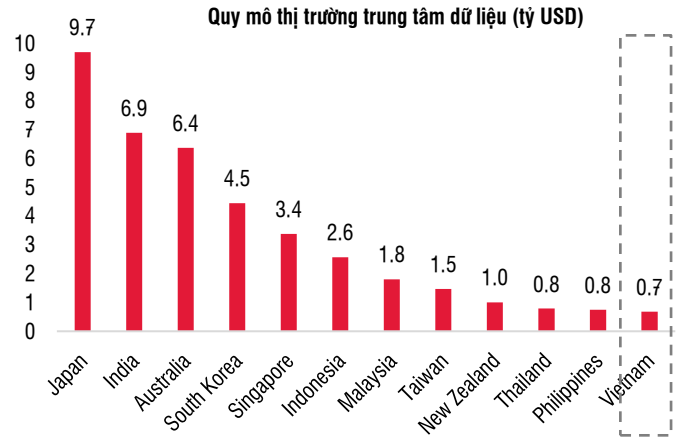
Nguồn: Bộ TT&TT, SSI Research

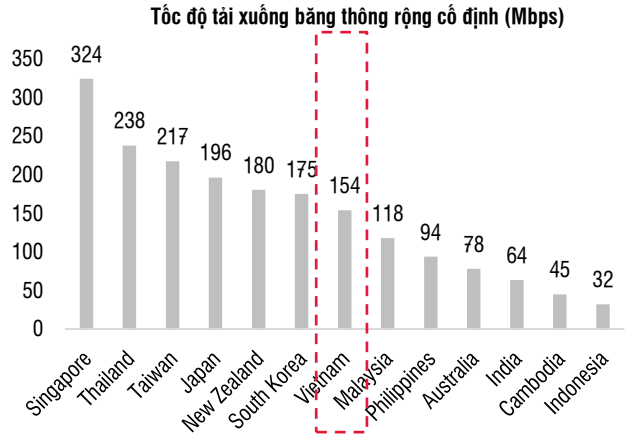
**Số liệu thị phần của VNPT, MobiFone chưa có sẵn đối với năm 2023-2024.*

Thương mại hóa 5G đóng vai trò quan trọng trong việc xây dựng hạ tầng và kinh tế số. Trên thực tế, công nghệ 5G đã được coi là một phần quan trọng trong chương trình chuyển đổi số quốc gia (Quyết định số 749/QĐ-TTg, ngày 3/6/2020). Với tốc độ tải xuống/tải lên cao hơn và độ trễ thấp hơn so với 4G, đây là những yếu tố quan trọng của 5G để thúc đẩy sự phát triển của các công nghệ tiên tiến như AI, IoT, dữ liệu lớn và blockchain. Cùng với điện toán đám mây, AI, IoT, dữ liệu lớn và blockchain cũng là những công nghệ quan trọng trong chuyển đổi số. Theo đó, chính phủ Việt Nam đặt mục tiêu mạng 5G sẽ phủ sóng hơn 99% dân số vào năm 2030. Với triển vọng này, chúng tôi kỳ vọng mật độ trạm BTS cao hơn trong thời gian tới để đáp ứng công nghệ 5G, điều này sẽ có lợi cho Towerco và đặc biệt là CTR với vị thế công ty dẫn đầu ngành.

Trung tâm dữ liệu cũng sẽ là động lực tăng trưởng của mảng viễn thông. Cụ thể, mặc dù có tốc độ internet trung bình, thị trường trung tâm dữ liệu Việt Nam vẫn còn tương đối nhỏ so với các quốc gia khác trong khu vực APAC. Hơn nữa, nguồn cung chưa đủ để đáp ứng nhu cầu quốc gia (theo KPMG), điều này cho thấy thị trường vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Theo Research and Markets, thị trường trung tâm dữ liệu Việt Nam trong giai đoạn 2024-2029 dự kiến sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 13%. Chúng tôi cho rằng chủ quyền dữ liệu, các quy định về quyền riêng tư và tham vọng chuyển đổi số quốc gia sẽ là những động lực thúc đẩy nhu cầu chính. Một số công ty về trung tâm dữ liệu đáng chú ý bao gồm Viettel IDC (dẫn đầu thị trường), VNPT, FPT Telecom (FOX: UpCOM) và CTCP Tập đoàn Công nghệ CMC.

Biểu đồ 11: Thị trường trung tâm dữ liệu và tốc độ internet của Việt Nam so với các nước trong APAC

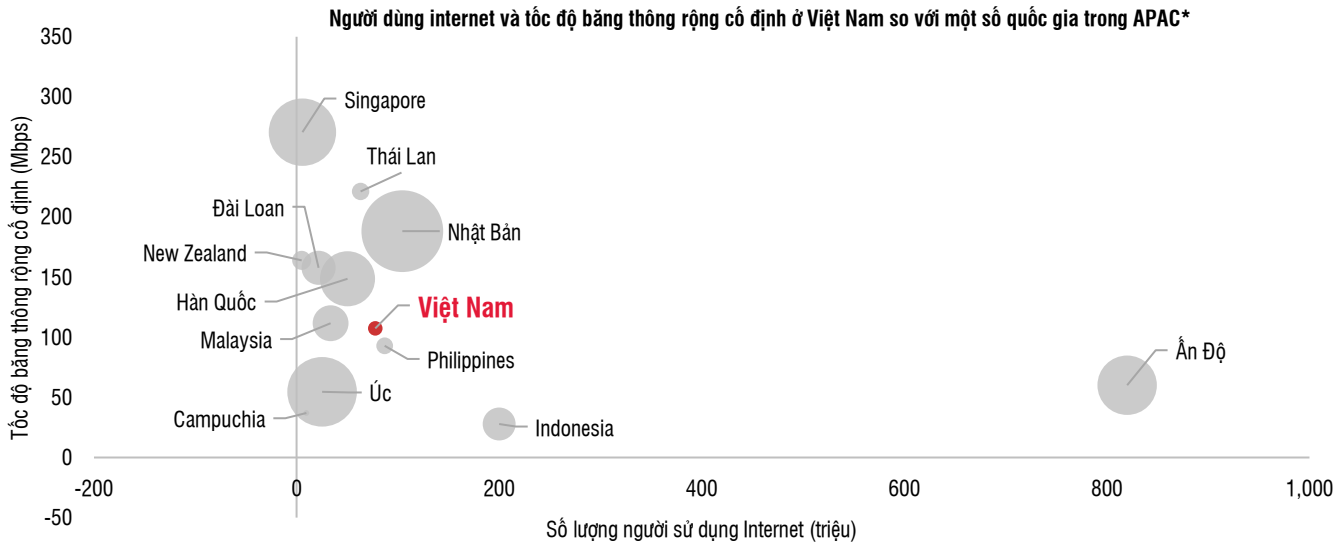




Nguồn: Research and Markets, SSI Research (dữ liệu ước tính tính đến năm 2023)

Nguồn: Ookla, SSI Research (dữ liệu tính đến tháng 11/2024)

Biểu đồ 12: Việt Nam có hạ tầng trung tâm dữ liệu tương đối thua thớt so với nhiều quốc gia trong APAC



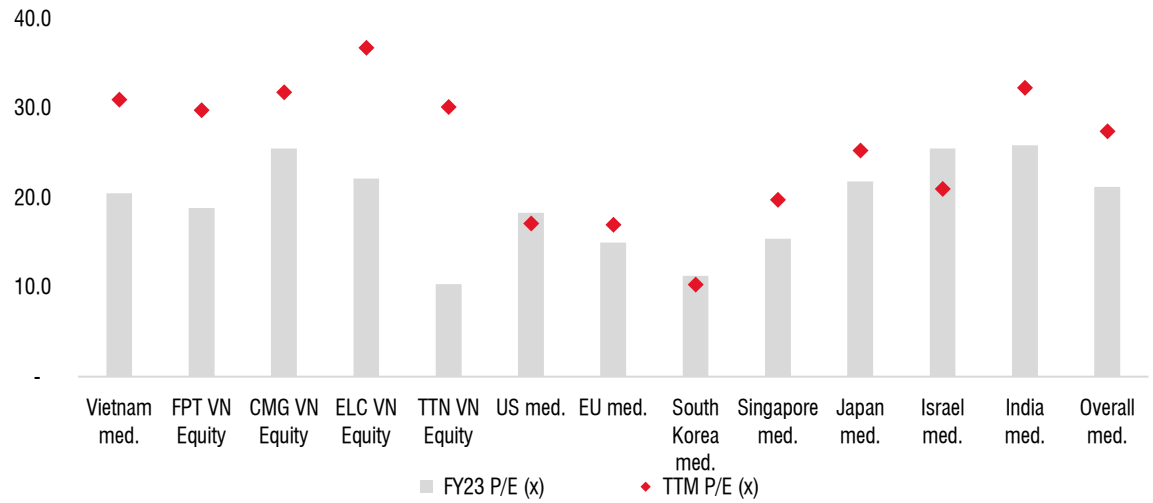
*Nguồn: DataReportal, Ookla, DC Byte, SSI Research (dữ liệu tính đến cuối năm 2023). *Diện tích hình tròn tương đương với công suất CNTT (MW)*

Ước tính lợi nhuận năm 2025

Mảng CNTT

Như đã đề cập ở trên, P/E 2024 của mảng CNTT toàn cầu (bao gồm Việt Nam) cải thiện nhờ tâm lý tích cực về triển vọng AI. Đối với FPT, công ty đang giao dịch tại P/E 2025 là 24,5x, dựa trên dự báo tăng trưởng EPS đạt 27% svck (được hỗ trợ bởi LNTT tăng 24% svck) (so với P/E của các công ty công nghệ nước ngoài là 21x, với tăng trưởng EPS đạt 11% svck), chúng tôi cho rằng FPT vẫn khá hấp dẫn. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LNTT mạnh mẽ sẽ chủ yếu thúc đẩy bởi mảng CNTT, trong đó việc ra mắt FPT AI Factory sẽ đóng góp khoảng 5% doanh thu vào mảng này.

Biểu đồ 13: P/E CNTT tăng tại hầu hết các thị trường trong số các công ty chúng tôi theo dõi



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Mảng TowerCo

CTR giao dịch P/E 2025 ở mức 29,9x, phản ánh tăng trưởng EPS đạt 18% svck (so với các công ty TowerCo toàn cầu giao dịch P/E tại 13,4x và tăng trưởng EPS đạt 11% svck), chúng tôi cho rằng đây là mức hợp lý. Với tiến độ xây dựng trạm BTS nhanh hơn dự kiến trong tháng 11/2024, chúng tôi điều chỉnh tăng ước tính số lượng trạm BTS của CTR lên 3.500 (từ 3.000 trạm). Ngoài ra, sau khi thương mại hóa 5G, chúng tôi cho rằng nhu cầu về các trạm BTS mới của Viettel đối với 5G có thể sẽ thấp hơn dự kiến. Trên thực tế, chúng tôi nhận thấy Viettel đã triển khai thương mại hóa 5G chủ yếu trên những trạm sẵn có thay vì xây mới. Để thận trọng, chúng tôi giảm ước tính trạm BTS xây mới của CTR trong năm 2025 xuống 2.500 trạm (từ 4.500 trạm). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những điều chỉnh này sẽ chỉ có tác động nhỏ đến dự báo (chúng tôi chỉ giảm NPATMI 2025-2026 xuống 3% - 4%).

Cổ phiếu ưa thích: CTCP FPT (FPT: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (31/12/2024): 152.500 đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 186.300 đồng/cp (tiềm năng tăng giá là 22%)/Mua**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Việc ra mắt FPT AI Factory dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng mới.
  - ✓ Tình hình tài chính khỏe mạnh với lượng tiền mặt dồi dào và tỷ lệ thanh toán lãi vay cao.
  - ✓ Lợi thế chi phí thấp giúp FPT tiếp tục mở rộng sang thị trường nước ngoài. Chúng tôi ước tính chi phí lương kỹ sư CNTT của Việt Nam thấp hơn khoảng 15%-30% so với các công ty đối thủ đến từ Trung Quốc và Ấn Độ.
  - ✓ Nợ bằng ngoại tệ chủ yếu được phòng ngừa rủi ro bằng cách phòng ngừa rủi ro trực tiếp và nguồn doanh thu bằng ngoại tệ.
- **Rủi ro**
  - ✓ Giá trị hợp đồng ký mới thấp hơn dự kiến có thể ảnh hưởng đến hiệu quả mảng CNTT nước ngoài.
  - ✓ Việc đồng JPY mất giá so với VND có thể sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của FPT tại thị trường Nhật Bản.

Bảng 14: Chỉ tiêu tài chính của FPT

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	35.657	44.010	52.618	62.799	77.038	91.238
Lợi nhuận gộp	13.632	17.167	20.320	24.301	29.718	35.382
LNTT	6.337	7.662	9.203	11.071	13.691	16.474
Lợi nhuận ròng	5.349	6.491	7.788	9.455	11.692	14.069
EPS (VND)	3.614	4.420	4.652	4.907	6.227	7.640
BVPS (VND)	19.767	19.183	19.663	20.155	24.398	30.056
DPS (VND)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
ROA	11,2%	12,3%	13,9%	14,3%	14,8%	14,8%
ROE	26,7%	27,8%	28,2%	28,6%	29,2%	28,7%
Tỷ suất cổ tức	2,2%	2,6%	2,1%	1,3%	1,3%	1,3%
Tiền mặt ròng/VCHS (x)	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5
P/E (x)	25,7	17,4	20,7	31,1	24,5	20,0
P/B (x)	4,7	4,0	4,9	7,6	6,3	5,1

Nguồn: FPT, SSI Research

Cổ phiếu theo dõi: Tổng CTCP Công trình Viettel (CTR: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (31/12/2024): 124.500 đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 135.000 đồng/cp (tiềm năng tăng giá là 8%)/Trung lập**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ CTR là công ty có thị phần số một cũng như là duy nhất hoạt động niêm yết mảng TowerCo tại Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng việc thương mại hóa 5G sẽ là yếu tố hỗ trợ dài hạn cho mảng hạ tầng cho thuê.
  - ✓ Công ty mẹ Viettel có thế mạnh về công nghệ 5G hơn so với các nhà mạng di động khác
  - ✓ CTR là nhà thầu xây dựng và nhà cung cấp giải pháp năng lượng mặt trời uy tín tại Việt nam.
- **Rủi ro**
  - ✓ Giá trị hợp đồng ký mới mảng xây dựng thấp hơn dự kiến.
  - ✓ Các khoản thanh toán từ khách hàng chậm (đặc biệt là xây dựng B2B) có thể ảnh hưởng kém tích cực đến kết quả kinh doanh và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của CTR.
  - ✓ Kế hoạch tăng vốn chậm hơn dự kiến.

Bảng 15: Chỉ tiêu tài chính của CTR

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	7.447	9.370	11.299	12.550	14.306	15.341
Lợi nhuận gộp	628	741	892	896	1.077	1.185
EBITDA	633	786	988	1.150	1.379	1.499
Lợi nhuận ròng	375	443	516	531	628	706
EPS (VND)	3.426	3.288	3.417	3.517	4.158	4.678
BVPS (VND)	14.116	14.204	17.380	16.258	18.916	22.094
DPS (VND)	1.000	2.919	2.720	1.500	1.500	1.500
ROA	9,6%	8,9%	8,0%	7,5%	8,1%	8,1%
ROE	31,6%	30,2%	28,6%	27,6%	31,2%	30,1%
Tỷ suất cổ tức	1,1%	5,8%	3,0%	1,2%	1,2%	1,2%
Tiền mặt ròng/VCSH (x)	0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	0,3
P/E (x)	25,6	15,3	26,9	35,4	29,9	26,6
EV/EBITDA (x)	11,9	7,1	10,4	12,4	10,3	9,5

Nguồn: CTR, SSI Research

Bảng 16: Chỉ tiêu chính của các cổ phiếu CNTT trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi

CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI (%)			P/E (x)			ROE (%)			Tỷ suất cổ tức (%)		
	Trong 1 năm	Trong 1 năm	31/12/2024	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
FPT	22%	186.300	152.500	21,8%	22,4%	27,2%	20,7	31,1	24,5	28,2%	28,6%	29,2%	2,1%	1,3%	1,3%
CTR	8%	135.000	124.500	16,5%	2,9%	18,2%	26,9	35,4	29,9	28,6%	27,6%	31,2%	3,0%	1,2%	1,2%

Nguồn: SSI Research

Nguyên Vật liệu - Phân bón: Thay đổi cơ chế VAT hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

Triển vọng 2025: Tích cực.

Cổ phiếu ưa thích: DGC. Cổ phiếu theo dõi: DPM, DCM.

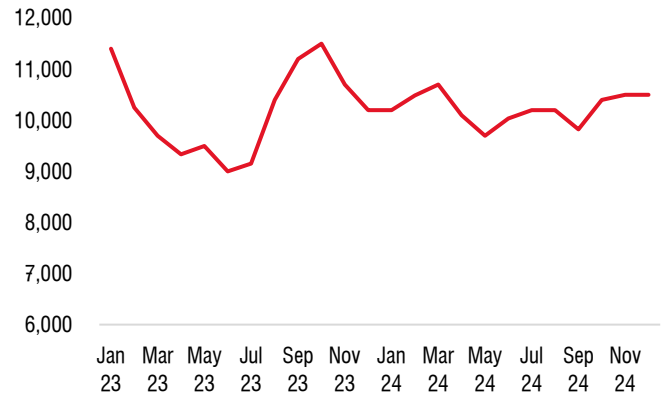
Nhìn lại năm 2024

Cổ phiếu ngành phân bón đã ghi nhận hiệu suất vượt trội so với VNIndex khi tăng 27% trong năm 2024. Giá cổ phiếu của DPM và DCM lần lượt tăng 11% và 16%. Trong khi đó, giá cổ phiếu DGC tăng 27% mặc dù lợi nhuận yếu. Điều này có thể là do kỳ vọng vào việc FTSE Russell nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam khiến các quỹ thụ động tích lũy dần cổ phiếu.

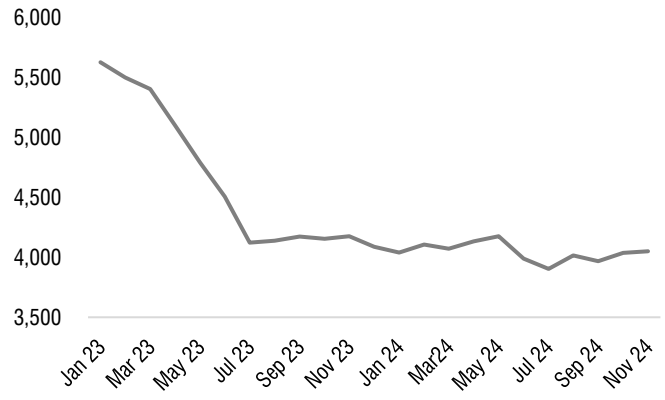
Trong 9 tháng đầu năm 2024, giá ure trong nước tăng nhẹ 3% svck. Với sự phục hồi của giá ure và lợi nhuận phân bón thương mại quay về mức bình thường, lợi nhuận của DPM và DCM phục hồi so với năm trước. Lợi nhuận trước thuế của DCM đã phục hồi 64% svck trong 9 tháng đầu năm 2024, tăng nhanh hơn nhiều so với mức tăng 17% svck của DPM. Điều này một phần là nhờ vào (1) việc giảm chi phí khấu hao và (2) lợi nhuận bất thường từ các hoạt động M&A (DCM mua lại công ty phân bón Hàn Việt với giá thấp hơn giá trị hợp lý). Trong khi lợi nhuận M&A bất thường giúp DCM có mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ hơn trong năm 2024, điều này tạo mức nền cao cho năm 2025. Trong khi đó, lợi nhuận trước thuế của DGC trong 9 tháng đầu năm 2024 giảm 7% svck, do giá photpho vàng vẫn yếu (-16% svck).

Triển vọng năm 2025

Giá ure nội địa (Đồng/kg)



Giá Phốt pho (USD/tấn)



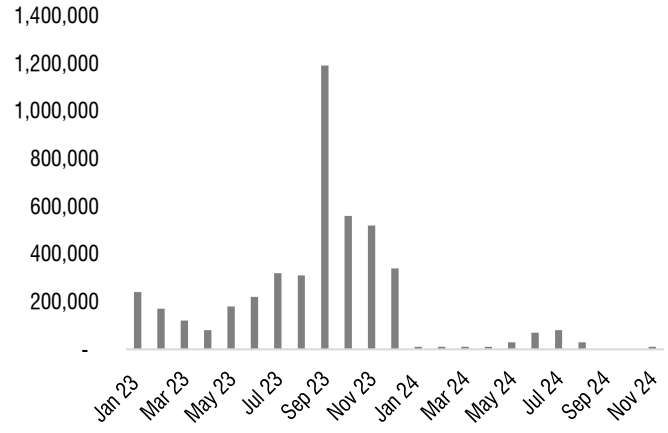
Nguồn: SSI tổng hợp dữ liệu

- **Xu hướng giá ure năm 2025** được đánh giá dựa trên các yếu tố sau:

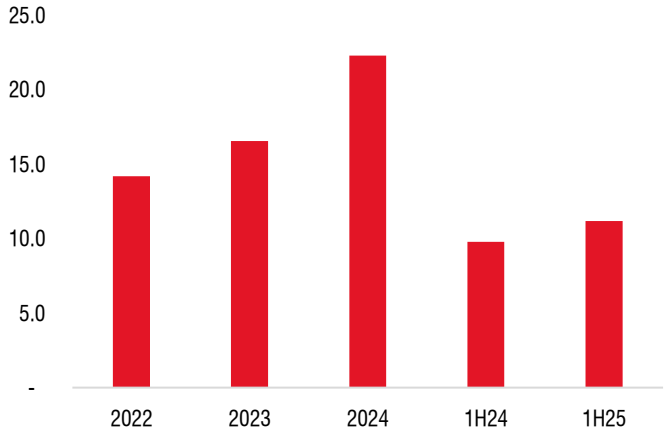
1. **Nhu cầu trồng trọt ổn định:** Để duy trì sự ổn định lương thực trước khả năng chính sách thương mại bảo hộ của chính quyền Trump đối với Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu trồng trọt sẽ tăng nhẹ vào năm 2025, do đó hỗ trợ nhu cầu phân bón. Lượng mưa cao hơn trong chu kỳ La Nina cũng có thể hỗ trợ việc trồng trọt và làm tăng nhu cầu phân bón.
2. **Chính sách xuất khẩu của Trung Quốc và Nga có sự trái chiều trong năm 2025:** Trung Quốc và Nga là các quốc gia sản xuất ure giá rẻ chính trên thế giới, do đó chính sách xuất khẩu của họ sẽ ảnh hưởng đến giá bán cho các quốc gia khác. Trung Quốc đã hạn chế xuất khẩu ure trong nửa đầu năm 2024, do đó giúp giá ure tại Việt Nam tăng lên. Mặc dù Trung Quốc đã nới lỏng kiểm soát xuất khẩu ure từ nửa cuối năm 2024, nhưng khối lượng xuất khẩu tăng không đáng kể. Đồng thời, hạn ngạch xuất khẩu phân đạm của Nga (chủ yếu là ure)

được gia hạn lên 11,2 triệu tấn cho giai đoạn tháng 12/2024 - tháng 5/2025 (so với 9,8 triệu tấn cho giai đoạn tháng 12/2023 - tháng 5/2024). Tuy nhiên, Việt Nam chủ yếu nhập khẩu ure từ các nước lân cận (Trung Quốc, Indonesia, Brunei). Do đó, việc gia tăng hạn ngạch xuất khẩu của Nga có thể không ảnh hưởng nhiều đến giá ure tại Việt Nam.

Sản lượng xuất khẩu ure của Trung Quốc (tấn)



Hạn ngạch xuất khẩu phân đạm của Nga (triệu tấn)



Nguồn: China Customs, SSI tổng hợp

3. **Phần tăng chi phí vận chuyển được cộng thêm vào giá phân bón nội địa:** Trước thực tế các nhà nhập khẩu Mỹ có thể nhập khẩu trước hàng hóa trước khi Trump có thể áp thuế mới trong thời gian tới, chi phí vận chuyển dự kiến sẽ tăng khoảng 5% svck cho tuyến vùng Đông Nam Á vào năm 2025, do đó làm tăng giá ure nhập khẩu. Chúng tôi ước tính chi phí vận chuyển sẽ cộng thêm 5-7% vào giá FOB của ure nhập khẩu. Trong bối cảnh này, chúng tôi cho rằng các nhà sản xuất ure trong nước có thể có cơ hội tăng giá trên thị trường nội địa để cải thiện lợi nhuận trong năm 2025, ngay cả khi giá ure toàn cầu không thay đổi. Tuy nhiên, các nhà xuất khẩu ure vẫn sẽ phải bán theo giá ure toàn cầu (chúng tôi dự báo sẽ đi ngang trong năm 2025) và chịu việc gia tăng từ chi phí vận chuyển, do đó ảnh hưởng đến biên lợi nhuận. Lưu ý rằng xuất khẩu chiếm 5% và 25% tổng doanh thu của DPM và DCM.

   Với việc chi phí vận chuyển tăng lên, nhu cầu trồng trọt ổn định và các quy định xuất khẩu chặt chẽ từ Trung Quốc, chúng tôi kỳ vọng giá ure trên thị trường nội địa sẽ tăng nhẹ trong năm 2025.

- **Thay đổi quy định thuế VAT:** Vào cuối tháng 11, Quốc hội đã phê duyệt thay đổi thuế VAT từ "không chịu thuế" sang "chịu thuế 5%", có hiệu lực từ tháng 7/2025.

Từ năm 2014 đến nay: Không chịu thuế VAT	Từ tháng 7/2025 trở đi: Chịu 5% VAT
Đầu ra: Khách hàng sử dụng cuối không phải chịu thuế VAT	Đầu ra: Khách hàng là người dùng cuối chịu 5% VAT
Đầu vào: Nhà sản xuất phân **bón không được khấu trừ thuế VAT vào chi phí sản xuất** (ví dụ: 10% đối với khí đốt tự nhiên)	Đầu vào: nhà sản xuất phân bón **được hoàn lại 10% chi phí sản xuất** (ví dụ: 10% đối với khí đốt tự nhiên)

Tác động đến người tiêu dùng cuối: Theo lý thuyết, việc chuyển từ "không chịu thuế" sang "chịu thuế 5%" sẽ làm tăng giá cuối cùng mà người tiêu dùng (ví dụ như nông dân) phải trả. Tuy nhiên, DPM và DCM cho biết rằng trong trường hợp cạnh tranh khốc liệt giữa phân bón nội địa và nhập khẩu, các công ty nội địa có thể chọn giảm giá bán trước khi cộng thêm 5% VAT, từ đó có thể hỗ trợ nông dân. Vì vậy, mức tăng giá của phân bón sản xuất trong nước sẽ ít hơn so với phân bón nhập khẩu, và khuyến khích nông dân sử dụng phân bón sản xuất trong nước.

Tác động đến doanh nghiệp sản xuất phân bón: Chúng tôi cho rằng phân bón nội địa sẽ cạnh tranh hơn về giá (như đã đề cập ở trên) so với phân bón nhập khẩu, từ đó hỗ trợ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ. Phân bón nhập khẩu hiện rẻ hơn 3-5% so với phân bón nội địa. Trong trường hợp cạnh tranh gay gắt với phân bón nhập khẩu như năm 2015-2019, các doanh nghiệp sản xuất phân bón nội địa được hoàn lại VAT trên chi

phí sản xuất có thể chọn giảm giá bán trước khi cộng thêm 5% VAT vào giá bán giúp thu hẹp chênh lệch giá 3-5% và khuyến khích nông dân sử dụng phân bón sản xuất trong nước. Các doanh nghiệp sản xuất phân bón cũng có thể yêu cầu hoàn lại VAT vào chi phí sản xuất. Điều này chủ yếu đem lại lợi ích cho các doanh nghiệp sản xuất urê và DAP, những doanh nghiệp sản xuất phân bón từ nguyên liệu thô (khí tự nhiên, than đá, đá phốt phát). Trong khi tác động đến các doanh nghiệp sản xuất NPK là rất ít. Các nguyên liệu đầu vào dùng cho các sản phẩm NPK chủ yếu là phân bón đơn (urê, phốt phát đơn và kali), thì dù áp dụng cơ chế không chịu thuế hay chịu thuế đều không ảnh hưởng đến chi phí nguyên liệu.

- **Ước tính lợi nhuận:** Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng giá ure sẽ tăng ở mức một con số thấp, trong khi biên lợi nhuận ở mảng phân bón thương mại vẫn tiếp tục phục hồi, mặc dù không nhiều như năm 2024. Tuy nhiên, việc thay đổi từ "không chịu thuế" sang "chịu thuế 5%" sẽ giúp các doanh nghiệp sản xuất urê là DPM và DCM duy trì tăng trưởng lợi nhuận lần lượt 50% và 29% svck. Chúng tôi cũng lưu ý rằng tăng trưởng lợi nhuận của DPM và DCM sẽ chủ yếu rơi vào nửa cuối năm 2025, khi thay đổi thuế VAT có hiệu lực. Đối với DGC, chúng tôi ước tính doanh thu sẽ tăng 18% với giả định giá phốt pho vàng tăng 4%, và công ty vẫn có khả năng tăng sản lượng tiêu thụ ở tất cả các danh mục sản phẩm. Chúng tôi cũng kỳ vọng biên lợi nhuận của DGC sẽ tăng trong năm 2025 nhờ vào việc sử dụng nguyên liệu tự khai thác cao hơn, giải thích cho mức tăng trưởng lợi nhuận ròng dự kiến đạt 32% svck.
- **Yếu tố hỗ trợ và Rủi ro:** Rủi ro trong dự báo của chúng tôi là các mỏ dầu rẻ hơn đang dần cạn kiện, có thể khiến DPM và DCM phải tìm nguồn cung cấp khí tự nhiên từ các nguồn đắt hơn. Tuy nhiên, chu kỳ La Nina có thể khiến các doanh nghiệp sản xuất điện khai thác thủy điện thay vì nhiệt điện khí, giúp giảm bớt vấn đề thiếu hụt khí tự nhiên và tạo điều kiện thuận lợi cho các công ty phân bón trong ngắn hạn. Một yếu tố thuận lợi khác có thể là căng thẳng địa chính trị có thể làm gián đoạn nguồn cung ở Ai Cập và Châu Âu, từ đó tạo cơ hội xuất khẩu cho các công ty phân bón Việt Nam. Đối với DGC, việc thay đổi tỷ trọng sử dụng nguyên liệu tự khai thác có thể khiến lợi nhuận của DGC biến động.
- **Định giá:** Các công ty phân bón đang giao dịch ở mức P/E cao hơn mức trung bình lịch sử, điều này có thể là do việc thay đổi cơ chế VAT cho phân bón trong thời gian tới, giúp các công ty phân bón nội địa cạnh tranh hơn với các sản phẩm nhập khẩu. Cả năm 2024 và 2025 đều là giai đoạn phục hồi từ đáy năm 2023, giải thích cho mức tăng trưởng và định giá cao. Riêng đối với DGC, các quỹ thụ động có thể tích lũy cổ phiếu trong trường hợp FTSE Russell nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam (dự kiến vào năm 2025), lý giải cho định giá cao hơn.

CP	% Tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	1 năm	1 năm	31/12/2024	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
DCM	19,9%	42.700	35.600	-74,3%	39,1%	28,9%	18,0	12,2	9,5	11,1%	14,7%	17,4%	6,2%	5,6%	5,6%
DGC	14,1%	133.000	116.600	-44,3%	-0,1%	32,0%	12,3	15,1	11,4	27,0%	23,2%	25,0%	3,2%	2,6%	2,1%
DPM	9,7%	38.400	35.000	-90,7%	36,0%	50,1%	32,3	22,0	14,7	4,6%	6,3%	9,2%	3,0%	5,7%	4,3%

Nguồn: SSI Research

Cổ phiếu ưa thích: DGC

- **Giá mục tiêu: 133.000 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Công ty sở hữu chuỗi giá trị tích hợp dọc đối với các hóa chất gốc phốt phát, điều này tạo nên sự khác biệt so với các doanh nghiệp xuất khẩu phốt pho vàng khác.
  - ✓ Lợi nhuận sẽ phục hồi vào năm 2025, chủ yếu nhờ vào tăng trưởng sản lượng tiêu thụ và biên lợi nhuận mở rộng nhờ vào việc tăng sử dụng nguồn nguyên liệu tự khai thác từ 80% vào năm 2024 lên 90% vào năm 2025.
  - ✓ Doanh nghiệp hưởng lợi chính trong trường hợp được FTSE Russell chấp thuận nâng hạng.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Sản lượng tiêu thụ tăng chậm hơn dự kiến.

Nguyên Vật liệu - Thép: Động lực tăng trưởng chính đến từ kênh nội địa

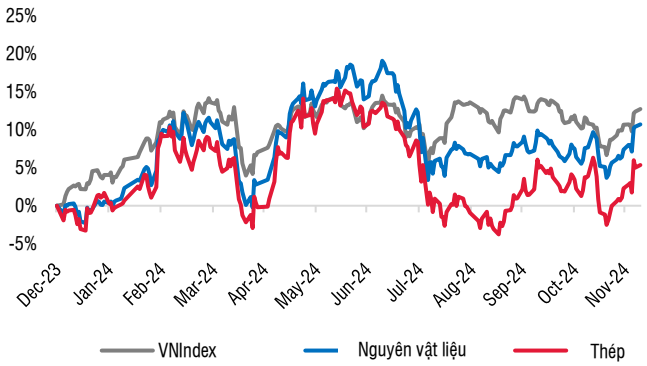
Triển vọng 2025: Tích cực.

Cổ phiếu ưa thích: HPG.

Triển vọng năm 2025

Cổ phiếu ngành thép đã ghi nhận hiệu suất vượt trội hơn so với VNIndex trong nửa đầu năm 2024, chủ yếu nhờ lợi nhuận tăng trưởng mạnh. Tuy nhiên, đà tăng đã giảm dần trong nửa cuối năm, do tăng trưởng lợi nhuận chậm lại và một số công ty bắt đầu ghi nhận sự sụt giảm đáng kể so với quý trước hoặc thậm chí ghi nhận lỗ trong quý 3. Trước đó, cổ phiếu ngành thép cũng đã chứng kiến sự phục hồi rất mạnh trong năm 2023. Do đó, mặc dù hầu hết các công ty thép đều đạt được tăng trưởng mạnh trong năm 2024 so với năm 2023 nhưng giá cổ phiếu nhìn chung trong tháng 12 vẫn thấp hơn so với thị trường chung, chỉ tăng hơn 5%.

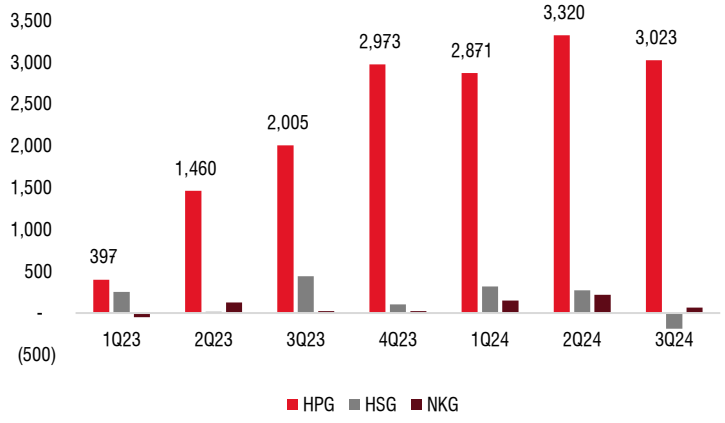
Diễn biến ngành trong năm 2024



Nguồn: SSI Research

Tiêu thụ thép đã có sự hồi phục tích cực trong năm 2024: Nhu cầu thép xây dựng của các thành viên Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA) tăng khoảng 12% svck đạt 10,9 triệu tấn trong 11T2024, trong khi nhu cầu thép mạ kẽm tăng với tốc độ cao hơn, đạt 5,05 triệu tấn (+32,8% svck), nhờ kênh xuất khẩu tăng vọt 43% svck. Mảng thép ống khá ổn định ở các công ty chúng tôi nghiên cứu, với mức tăng trung bình là 4,8%. Trong khi đó, sản lượng HRC duy trì ổn định, khi doanh số nội địa phục hồi 28% đã bù đắp cho mức giảm 31% trong kênh xuất khẩu.

Lợi nhuận ròng theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: SSI tổng hợp

Nhu cầu nội địa có thể duy trì tăng trưởng ổn định trong thời gian tới: Chúng tôi dự kiến nhu cầu thép nội địa sẽ tăng 10% trong năm 2025, khi thị trường bất động sản đã có sự phục hồi mạnh trong năm 2024 (số lượng căn mở bán mới đã tăng gấp đôi so với năm 2023). Ngoài ra, việc đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong năm cuối của nhiệm kỳ 2021-2025 cũng sẽ giúp thúc đẩy sản lượng tiêu thụ thép. Các dự án hạ tầng lớn trong dài hạn bao gồm các tuyến cao tốc (cả Bắc Nam, và cả Đông-Tây để kết nối tốt hơn), các sân bay và cảng biển (như Cần Giờ ở TP.HCM và cảng Nam Đồ Sơn ở Hải Phòng), và đường sắt.

Sản lượng xuất khẩu có thể chậm lại do sự gia tăng các rào cản thuế trên toàn cầu: Theo Hiệp hội Thép Thế giới, nhu cầu thép toàn cầu dự kiến sẽ phục hồi 1,2% trong năm 2025 sau khi giảm 0,9% trong năm 2024. Nhu cầu từ các thị trường xuất khẩu chính, như Châu Âu, Hoa Kỳ và ASEAN, dự kiến sẽ tăng từ 2% đến 3,5% svck do kỳ vọng về việc nới lỏng chính sách tiền tệ toàn cầu.

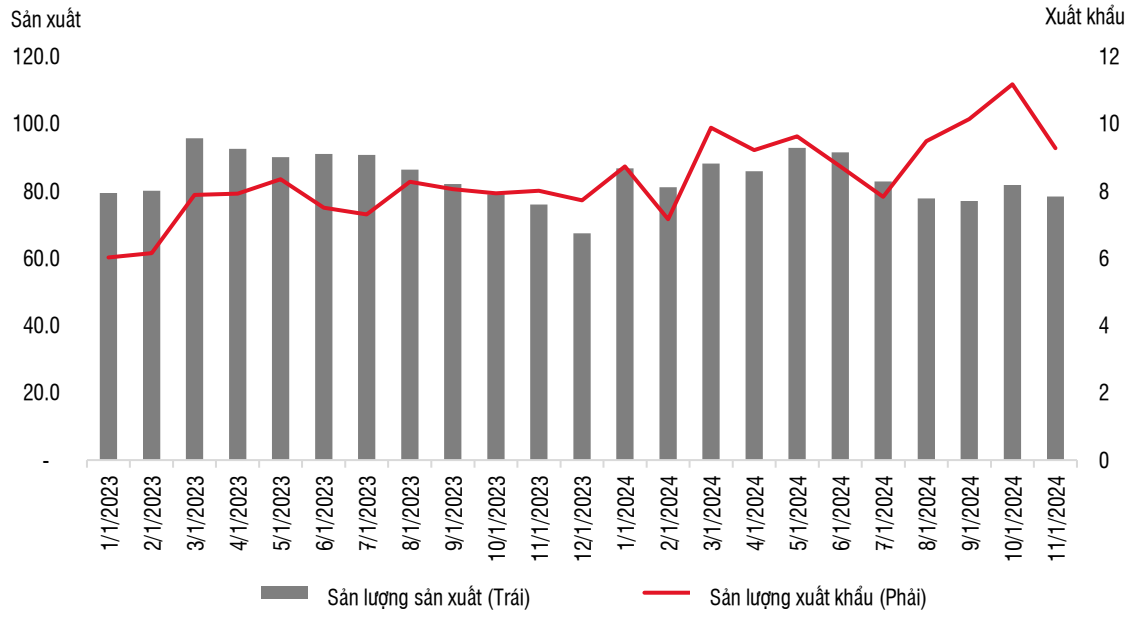
Tuy nhiên, xuất khẩu thép có thể đối mặt với nhiều áp lực hơn từ chính sách bảo hộ trên toàn cầu. Một trong những vụ việc đáng chú ý là cuộc điều tra chống bán phá giá của Bộ Thương mại Hoa Kỳ đối với thép chống ăn mòn (CORE) nhập khẩu từ Việt Nam, cùng với 9 quốc gia khác. Hoa Kỳ chiếm 14,4% xuất khẩu thép của Việt Nam trong 9T2024, đứng sau Châu Âu (22,4%) và ASEAN (25,2%).

Cạnh tranh từ Trung Quốc cần được theo dõi sát: Xuất khẩu thép của Trung Quốc đạt mức cao nhất 9 năm là 11,2 triệu tấn trong tháng 10, tăng 40,8% svck và 10,1% so với tháng trước trước khi điều chỉnh giảm xuống còn 9,3 triệu tấn trong tháng 11. Sản lượng xuất khẩu tăng 22,6% svck lên 101,15 triệu tấn trong 11T2024 sau khi tăng 36% trong năm 2023. Mặc dù các doanh nghiệp sản xuất thép Việt Nam vẫn có thể tăng xuất khẩu trong 2 năm qua, nhưng việc xuất khẩu thép Trung Quốc liên tục gia tăng vẫn gây áp lực giảm giá thép và kích hoạt một làn sóng các biện pháp bảo hộ toàn cầu.

Theo Hiệp hội Thép Thế giới, nhu cầu thép của Trung Quốc dự kiến sẽ giảm thêm 1% trong năm 2025, sau khi giảm 3% trong năm 2024. Ngành xây dựng Trung Quốc dự báo tiếp tục gặp nhiều thách thức trong bối cảnh doanh số bất động sản và công trình xây dựng mới lần lượt giảm 14,3% và 23% svck trong 11T2024.

Tuy nhiên, giá nhà đã tăng và ổn định ở một số thành phố tại Trung Quốc. Ngoài ra, sản lượng sản xuất tại Trung Quốc trong 11T2024 đã giảm 2,7% svck xuống còn 929 triệu tấn và dự kiến sẽ giảm thêm 1,3% svck trong năm 2025. Điều này có thể làm giảm 9% sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc so với năm 2024, theo Mysteel. Sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc giảm có thể làm giảm áp lực cạnh tranh đối với thép Việt Nam trên toàn cầu, hỗ trợ giá thép và giúp giảm giá nguyên liệu đầu vào. Tuy nhiên, do nhu cầu yếu, chúng tôi cho rằng giá thép khó có thể tăng nhiều trong năm 2025, trừ khi Chính phủ Trung Quốc thực hiện nhiều biện pháp kích thích mạnh mẽ hơn để mang lại tác động thực tế đối với thị trường bất động sản trong nước.

Sản lượng sản xuất và xuất khẩu của Trung Quốc (triệu tấn)



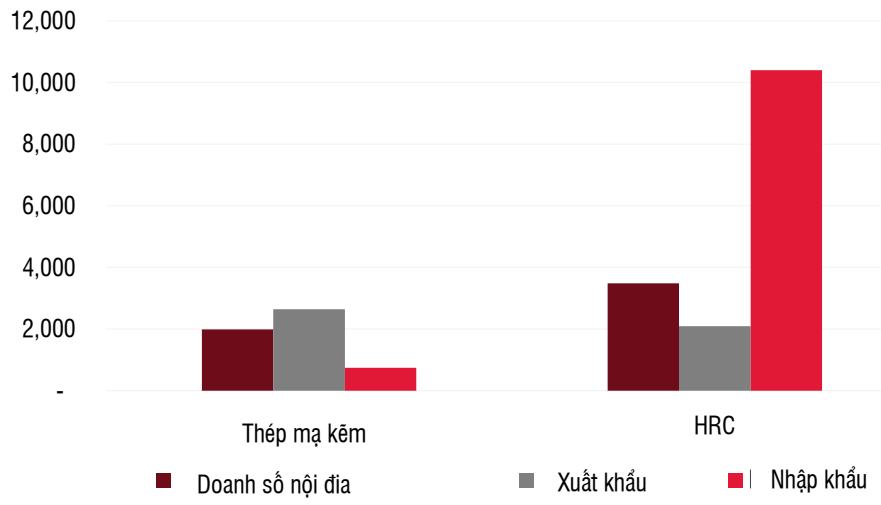
Nguồn: SSI Research

Áp lực từ thép nhập khẩu có thể giảm bớt nhờ các biện pháp bảo hộ: Sản lượng thép nhập khẩu vào Việt Nam trong 11T2024 tăng mạnh 33% svck lên 16,17 triệu tấn, trong đó sản lượng nhập khẩu từ Trung Quốc tăng vọt 48,4% svck và chiếm 68% tổng sản lượng nhập khẩu.

Sản lượng nhập khẩu thép mạ kẽm chiếm 26,7% sản lượng nội địa và tương đương 15% sản lượng sản xuất toàn ngành trong 10T2024. Sản lượng HRC nhập khẩu chiếm 75% sản lượng nội địa và tương đương 182% sản lượng sản xuất toàn ngành trong cùng kỳ.

Sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng áp lực cạnh tranh sẽ dịu bớt nếu Việt Nam có thể áp dụng nhiều biện pháp bảo hộ hơn. Bộ Công Thương đã khởi động cuộc điều tra áp dụng thuế chống bán phá giá đối với thép mạ kẽm nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc vào tháng 6, và HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ vào tháng 7. Chúng tôi cho rằng kết quả cuối cùng của cuộc điều tra này sẽ được công bố vào giữa năm 2025, nhưng có thể có những biện pháp tạm thời được đưa ra trước đó.

Sản lượng nhập khẩu so với doanh số thép nội địa của thép mạ kẽm và HRC (nghìn tấn) trong 10 tháng đầu năm 2024



Nguồn: VSA, SSI Research

Lợi nhuận có thể tiếp tục đạt mức tăng trưởng tích cực nhưng với tốc độ chậm hơn so với năm 2024. Chúng tôi cho rằng các công ty thép sẽ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong năm 2025. HPG có khả năng được hưởng lợi nhiều nhất từ sự phục hồi của thị trường bất động sản, đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và các chính sách bảo hộ. Ngoài ra, thép xây dựng và HRC ít phụ thuộc vào xuất khẩu khi tỷ trọng xuất khẩu lần lượt là 20% và 35% tổng sản lượng trong 11T2024, so với mức 56% đối với thép mạ kẽm.

Lợi nhuận của HSG dự kiến sẽ tăng 37% lên 700 tỷ đồng trong năm 2025, chủ yếu nhờ biên lợi nhuận gộp ổn định sau khi lỗ lớn trong Q4/NĐTC 2024 (Q4/NĐTC của HSG từ tháng 7 đến tháng 9). Động lực tăng trưởng dự kiến đến từ từ sự phục hồi của giá thép và sản lượng tiêu thụ nội địa cao hơn (mang lại biên lợi nhuận cao hơn so với xuất khẩu). Ngược lại, lợi nhuận của NKG dự kiến sẽ đi ngang do phụ thuộc nhiều hơn vào kênh xuất khẩu và mức nền lợi nhuận cao trong năm 2024.

Định giá: Cổ phiếu thép đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 1 năm từ 11-16x, cao hơn mức trung bình lịch sử 5 năm từ 8-10x. HPG là cổ phiếu chúng tôi lựa chọn cho năm 2025 do P/E dự phóng thấp hơn, tỷ trọng đóng góp từ kênh nội địa cao hơn, lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ và là doanh nghiệp hưởng lợi chính từ các chính sách bảo hộ trong tương lai.

CP	% Tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	1 năm	1 năm	31/12/2024	2023	2024F	2025F	2023	2024F	1 năm	1 năm	12/30/2024	2023	2024F	2025F	2023
HPG	25,7%	33.500	26.650	-19,5%	75,0%	28,0%	23,8	14,8	11,6	6,8%	11,0%	12,5%	0,0%	0,0%	0,0%
HSG	8,4%	20.000	18.450	-88,7%	1697,9%	37,1%	435,0	33,2	16,3	0,3%	4,7%	6,2%	2,5%	1,8%	1,8%
NKG	11%	16.000	14.450	-194,2%	357,4%	2,2%	55,3	12,7	12,5	2,2%	8,3%	7,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: SSI Research

Cổ phiếu ưa thích: CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG: HOSE)

- **MUA - Giá mục tiêu 1 năm: 33.500 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
  - ✓ Lợi nhuận dự kiến sẽ tăng 28% đạt 15,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 nhờ sự phục hồi của thị trường bất động sản, việc đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, và khả năng tăng cường các biện pháp bảo hộ cho thép nhập khẩu.
  - ✓ Thị phần thép xây dựng của HPG tiếp tục cải thiện từ 35% trong năm 2023 lên 38% trong năm 2024 nhờ kênh xuất khẩu phục hồi và việc một số công ty thép nội địa giảm sản lượng sản xuất sau khi bị lỗ lớn.
  - ✓ Lò cao đầu tiên của Dung Quất đã chạy thử nghiệm và có thể chính thức đi vào hoạt động từ Q1/2025, giúp tăng sản lượng HRC nói riêng và sản lượng thép thô nói chung lần lượt lên 93% và 33%. Lò thứ hai với cùng công suất, dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ cuối năm 2025 hoặc đầu năm năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của HPG sẽ tăng đáng kể từ 3 triệu tấn trong năm 2024 lên 7,5 triệu tấn trong năm 2026.
- **Rủi ro:**
  - ✓ Nhu cầu phục hồi chậm hơn dự kiến.
  - ✓ Công ty có thể giảm giá HRC mạnh hơn để đạt công suất hoạt động tối ưu cho dây chuyền sản xuất mới.
  - ✓ Biến động của giá thép và nguyên liệu đầu vào có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của công ty.
  - ✓ Lợi nhuận trong quý 4 có thể chịu ảnh hưởng bởi tăng trưởng sản lượng chững lại trong các tháng cuối năm và sự tăng giá của đồng USD.

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	149.680	141.409	118.953	133.805	160.917
Tăng trưởng svck (%)	*66,09%*	*-5,53%*	*-15,88%*	*12,49%*	*20,26%*
Lợi nhuận gộp	41.108	16.763	12.938	18.847	24.463
Biên lợi nhuận gộp	*27,46%*	*11,85%*	*10,88%*	*14,09%*	*15,20%*
Thu nhập tài chính	3.071	3.744	3.173	2.420	2.629
Chi phí tài chính	-3.732	-7.027	-5.192	-4.196	-5.491
SG&A	-3.444	-3.685	-3.269	-4.014	-4.586
Lợi nhuận trước thuế	37.057	9.923	7.793	13.525	17.175
Lợi nhuận ròng	34.521	8.444	6.800	11.902	15.286
Tăng trưởng svck (%)	*156,34%*	*-75,39%*	*-19,44%*	*74,14%*	*28,43%*

Nguồn: HPG, SSI Research

Bất động sản - Bất động sản Khu Công nghiệp: Nguồn cung cải thiện trong bối cảnh nhu cầu chậm lại trong năm 2025

Triển vọng 2025: Trung lập.

Cổ phiếu ưa thích: DPR, KBC, BCM.

Triển vọng năm 2025

- Ngành BĐS KCN đã tăng 17,7% trong năm 2024, vượt trội so với mức tăng của chỉ số VNIndex (12,1%). Hiệu suất này phù hợp với nhận định trong báo cáo trước của chúng tôi, với một số cổ phiếu nổi bật trong ngành như sau:
  - ✓ Giá cổ phiếu GVR đã tăng 44,5% từ đầu năm đến nay, nhờ giá cao su tăng 38% và thu nhập từ việc chuyển đổi đất trồng cao su sang đất KCN. LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ (NPATMI) tăng 38% svck trong 9 tháng đầu năm 2024.
  - ✓ Giá cổ phiếu SZC đã tăng 18,8% từ đầu năm đến nay, nhờ lợi nhuận tăng 39% svck trong 3 quý đầu năm 2024, cùng với diện tích MOU cao kỷ lục.
- **Nguồn cung các khu công nghiệp mới dự kiến sẽ mở rộng vào cuối năm 2025.** Trong năm 2024, đã có 8 khu công nghiệp mới bắt đầu hoạt động, với tổng diện tích 3.029 ha, tăng 3,3% so với tổng diện tích các khu công nghiệp đang hoạt động, theo báo cáo của Bộ Kế hoạch và Đầu tư.

  Hơn nữa, đã có 27 dự án đầu tư cho các KCN trên toàn quốc được Thủ tướng chính phủ chấp thuận chủ trương đầu tư với tổng diện tích là 8.886 ha, nâng tổng diện tích các KCN cả nước lên 18.800 ha (tăng 9% svck). Các KCN mới dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động vào cuối năm 2025. Tuy nhiên, có sự chuyển dịch đáng kể từ các KCN ở các vùng trọng điểm 1 sang các KCN ở các vùng trọng điểm 2, khi phần lớn các dự án mới đều nằm ở các tỉnh như Bắc Giang, Hà Nam, Bình Phước, Bà Rịa Vũng Tàu và Tây Ninh.

Khu công nghiệp mới được phê duyệt đầu tư trong năm 2024

KCN	Tổng diện tích (ha)	Tổng chi phí đầu tư (tỷ đồng)	Chủ đầu tư KCN	Địa điểm
Thịnh Phát	113	1443	CTCP Đầu Tư Thịnh Phát	Long An
Việt Hàn mở rộng	147	1237	Fuji Phúc Long	Bắc Giang
Đông Anh	299	6338	Vinaconex	Hà Nội
Hiệp Thành - giai đoạn 1	495	2350	Tập đoàn Cao su Việt Nam	Tây Ninh
Dốc Đá Trắng	300	1807	Viglacera Yên Mỹ	Khánh Hòa
Sông Công II	296	3985	Viglacera Thái Nguyên	Thái Nguyên
Phúc Sơn	124	1836	Le Delta	Bắc Giang
Tân Phước 1	470	5937	Idico Tiền Giang	Tiền Giang
Hiệp Phụng	175	2938	Công ty đầu tư Hòa Phú	Hà Nội
Phúc Long mở rộng	329	5642	Công ty đầu tư Phúc Long	Long An
Thổ Hoàng	250	3095	Công ty An Thị Group	Hưng Yên
Đồng Văn V giai đoạn 1	237	2911	CTCP Hạ tầng Hà Nam	Hà Nam
Châu Minh - Bắc Lý - Hương Lâm	106	1256	CTCP Hạ Tầng Công Nghệ Cao	Bắc Giang
Nam Tân Lập	245	2590	Saigontel Long An	Long An
Vinhome Vũng Áng	965	13276	CTCP Đầu tư KCN Vinhome	Hà Tĩnh
Hòa Yên	269	3745	CTCP Fecon Hoa Yên	Bắc Giang
KCN thông minh WHA	179	1320	WHA	Thanh Hóa
Gia Lách	257	3745	Công ty Đầu tư XNK Thăng Long	Hà Tĩnh
Yên Lư	120	1543	CTCP Tây Thái Bình Dương	Bắc Giang
Đồng Văn VI	250	3000	CTCP Cảng Quốc tế Hà Nam	Hà Nam
Xuân Quế - Sông Nhạn	1000		KCN Xuân Quế	Đồng Nai

KCN	Tổng diện tích (ha)	Tổng chi phí đầu tư (tỷ đồng)	Chủ đầu tư KCN	Địa điểm
Bàu Cạn - Tân Hiệp	1000	9252	KCN Tân Hiệp	Đồng Nai
Mỹ Xuân B1 mở rộng	110	1989	Idico Conac	BR-VT
Trung Thành	200	1657	CTCP Đầu tư Phát triển Hạ tầng Nam Định	Nam Định
Cam Liên	450	1840	Công ty TNHH Campella Quảng Bình	Quảng Bình
Hưng Phú	350	1939	Geleximco Hưng Phú	Thái Bình
Trấn Yên	255	2184	Viglacera	Yên Bái

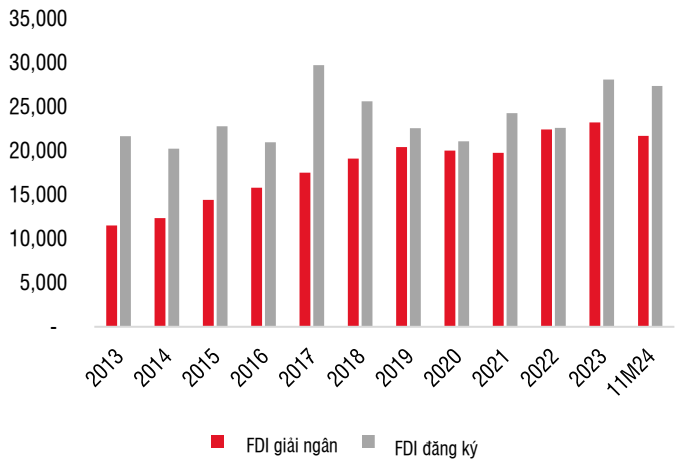
Nguồn: SSI RS

- **Quá trình cấp phép thành lập các KCN mới dự kiến sẽ tăng tốc vào năm 2025.** Vào tháng 11/2024, Quốc hội đã thông qua luật sửa đổi và bổ sung 4 luật khác nhau (quy hoạch, đầu tư, PPP, đấu thầu). Đáng chú ý, luật sửa đổi Luật Đầu tư quy định chuyển quyền phê duyệt dự án đầu tư KCN cho Ủy ban Nhân dân Tỉnh thay vì Thủ tướng, giúp đẩy nhanh việc thành lập các KCN mới, đặc biệt có lợi cho các công ty có sở hữu diện tích đất lớn như các doanh nghiệp trồng cây cao su.

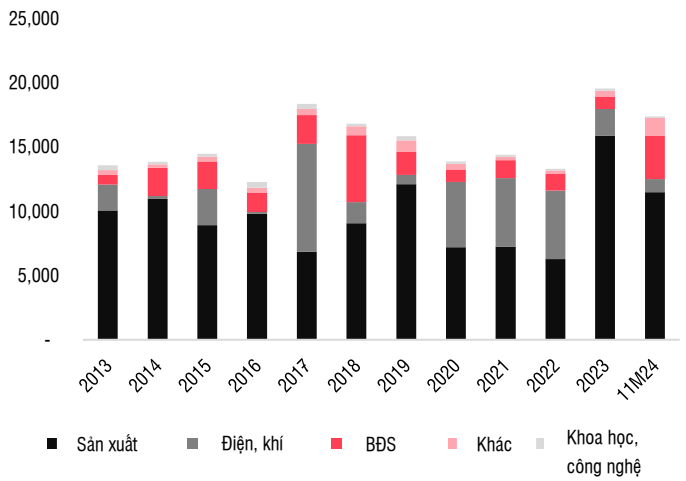
  Việc chuyển đổi đất trồng cây cao su thành các KCN đã bước đầu có tín hiệu tích cực. Trong năm 2024, 3 KCN mới – Hiệp Thành ở tỉnh Tây Ninh, Xuân Quế Sông Nhạn và Bầu Cạn Tân Hiệp ở tỉnh Đồng Nai – đã nhận được chấp thuận đầu tư để chuyển đổi từ đất trồng cây cao su, với tổng diện tích là 2.495 ha. Dự báo các doanh nghiệp trồng cây cao su như GVR, TRC và DPR (với KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và KCN Nam Đồng Phú mở rộng) sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu từ việc chuyển nhượng đất trồng cây cao su thành các KCN bắt đầu từ năm 2025.

- **Dự báo diện tích đất công nghiệp cho thuê dự kiến sẽ giảm vào năm 2025.** Dòng vốn FDI vào Việt Nam đã chậm lại trong năm 2024. Tổng vốn FDI đăng ký đạt mức 31,4 tỷ USD, chỉ tăng 1% svck trong 11 tháng qua.

FDI giải ngân và đăng ký (triệu USD)



FDI mới đăng ký (triệu USD) từ năm 2013 – 11T2024

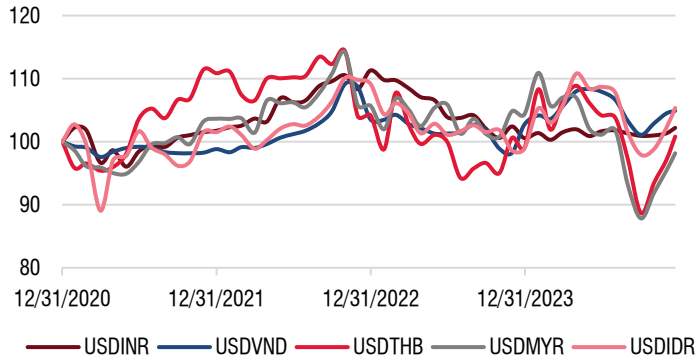


Nguồn: MPI

Những lý do chính dẫn đến sự chậm lại trong việc mở rộng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào các khu công nghiệp trong năm 2024 và dự báo có thể kéo dài trong năm 2025 bao gồm:

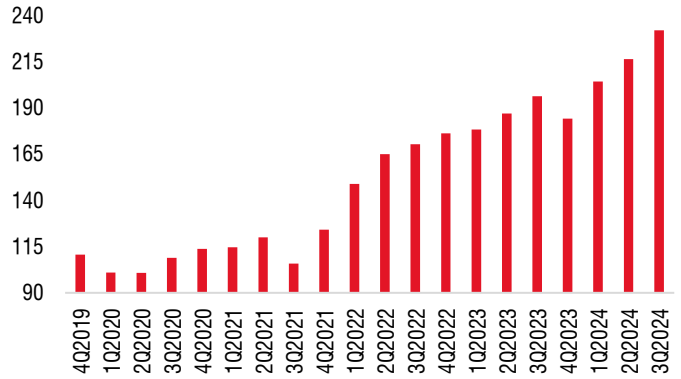
(1) Biến động tỷ giá: Sự biến động của tỷ giá hối đoái có thể ảnh hưởng đáng kể đến hiệu suất tổng thể của các dự án, tạo ra sự không chắc chắn cho các doanh nghiệp có vốn FDI. Cải cách chính sách FDI là cần thiết để thu hút vốn nước ngoài vào các ngành mục tiêu. Hiện tại, Việt Nam phải đối mặt với sự cạnh tranh về dòng vốn FDI từ các nước láng giềng như Indonesia, nước đã thực hiện Luật Omnibus, và Thái Lan cũng đã thành lập quỹ tăng cường năng lực cạnh tranh và áp dụng mức thuế thu nhập doanh nghiệp 10%. Trong khi việc thực hiện các quy tắc thuế tối thiểu toàn cầu (GMT) tại Việt Nam đã bắt đầu vào năm 2024. Nghị định về quỹ hỗ trợ đầu tư, được biết đến với việc cung cấp các giải pháp để giải quyết các vấn đề của GMT, cũng dự kiến sẽ được ban hành trong tháng Mười Hai này.

Tỷ giá ngoại tệ



Nguồn: Bloomberg

FDI vào Indonesia (nghìn tỷ IDR) Q4/2019 – Q3/2024



Nguồn: Tradingeconomics, SSI Research

(1) **Cơ ở hạ tầng hạn chế ở miền Nam:** Việc phát triển cơ sở hạ tầng diễn ra khá chậm, dẫn đến chi phí logistics tăng cao, ảnh hưởng đến sức hấp dẫn của các khoản đầu tư. Tuy nhiên, Việt Nam đang nỗ lực nâng cao cơ sở hạ tầng để kết nối tốt hơn các trung tâm công nghiệp, thông qua việc xây dựng đường cao tốc Bắc-Nam và đường sắt nối Trung Quốc và Việt Nam.

(2) **Diện tích đất có sẵn trong các trung tâm KCN hạn chế** gây khó khăn trong việc lựa chọn địa điểm đầu tư tối ưu: Diện tích đất sẵn sàng cho thuê trong các khu vực KCN trọng điểm đã giảm, với tỷ lệ lấp đầy trung bình đạt 81% ở miền Bắc và 92% ở miền Nam tính đến Q3/2024 (CBRE).

Do đó, chúng tôi dự báo nhu cầu thuê đất KCN sẽ chưa phục hồi trở lại trong năm 2025 do nhiều yếu tố ảnh hưởng đến các khách thuê chính từ Hoa Kỳ và Trung Quốc.

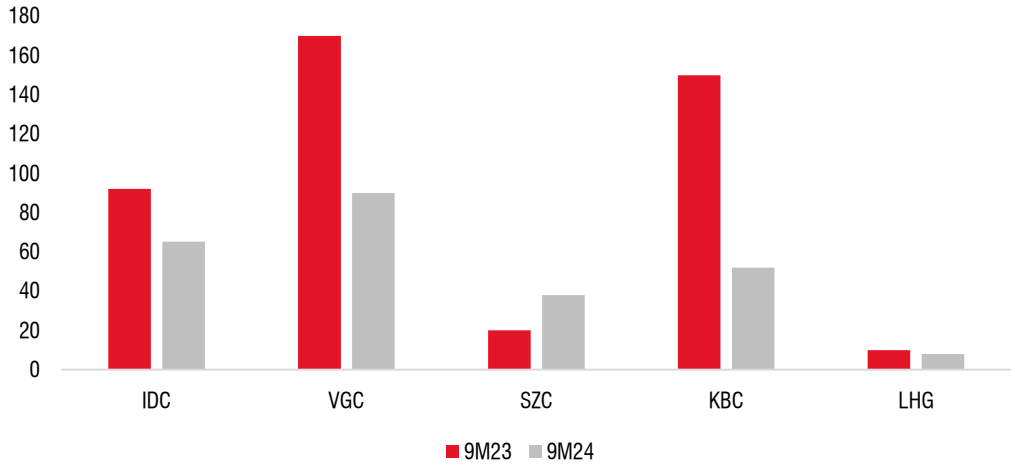
Các khách thuê nước ngoài lớn trong các KCN Việt Nam năm 2024

Công ty	Quốc gia	Ngành hoạt động	Tổng giá trị đầu tư (triệu USD)	Địa điểm	KCN	Chủ đầu tư KCN	Quy mô (ha)
Trina Solar Cell	Trung Quốc	Năng lượng mặt trời	454	Bắc Giang	Vân Trung	FuGiang	25
Kokin Solar	Hồng Kông	Năng lượng mặt trời	275	Quảng Ninh	Texhong Hải Hà	Texhong Việt Nam	
Hyosung	Hàn Quốc	Bio BDO	730	Bà Rịa - Vũng Tàu	Phú Mỹ II	IDICO	50
Hyosung	Hàn Quốc	PP và LPG	49	Bà Rịa - Vũng Tàu	Phú Mỹ II	IDICO	
Electronic Tripod	Đài Loan	Chất bán dẫn	250	Bà Rịa - Vũng Tàu	Châu Đức	Sonadezi Châu Đức	18
TVP	Nhật Bản	Chất bán dẫn	176	Bà Rịa - Vũng Tàu	Phú Mỹ III	Thanh Bình Phú Mỹ	12
BOE	Trung Quốc	Chất bán dẫn	277.5	Bà Rịa - Vũng Tàu	Phú Mỹ III	Thanh Bình Phú Mỹ	20
Advanced Optics	Hoa Kỳ	Chất bán dẫn	83	Đồng Nai	Nhơn trạch I	IDICO	
Regza	Trung Quốc	Điện tử	40	Đồng Nai	Long Thành	Sonadezi Long Thành	6
Jeil E&C	Hàn Quốc	Logistics	35.4	Đồng Nai	Công nghệ cao Long Thành	Amata	4.1
ZQ Vietnam	Trung Quốc	Sản xuất linh kiện nhựa	12	Đồng Nai	Công nghệ cao Long Thành	Amata	1.3
Kiswire Vietnam	Hàn Quốc	Thép	22.7	Bình Dương	Bàu Bàng	Becamex IDC	8.9
Pahong Vietnam	Đài Loan	Dệt may	65	Bình Dương	Bàu Bàng	Becamex IDC	16
Giant Manufacturing	Đài Loan	Sản xuất xe đạp	23	Bình Dương	VSIP II	VSIP	
Amkor	Hàn Quốc	Chất bán dẫn	1070	Bắc Ninh	Yên Phong 2C	Viglacera	23
IKO Thompson	Nhật Bản	Vòng bi tuyến tính và thanh ray	57	Quảng Ninh	Amata Sông Khoai	Amata	3

Nguồn: SSI

Trong các KCN chúng tôi nghiên cứu cho thấy diện tích MOU và các hợp đồng thuê mới của các chủ đầu tư KCN niêm yết đã giảm 30% xuống mức 65% svck trong 9T2024. Mức sụt giảm này dự kiến sẽ ảnh hưởng kém tích cực đến doanh thu và lợi nhuận trong năm 2025.

Diện tích MOU (ha) của một số chủ đầu tư KCN niêm yết



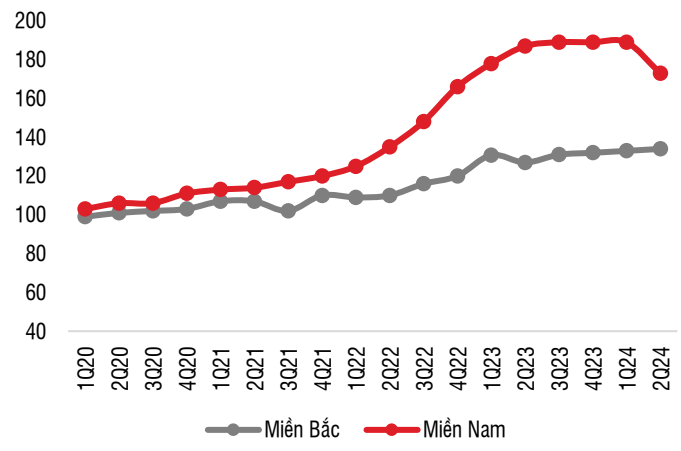
Nguồn: SSI

- **Giá thuê dự kiến sẽ tăng nhẹ từ 3% đến 5% trong năm 2025.** Theo CBRE, giá thuê dự kiến sẽ tăng từ 3% đến 9% mỗi năm trong 3 năm tới tại các khu công nghiệp phía Bắc, và từ 3% đến 7% cho khu vực phía Nam trong cùng giai đoạn. Giá thuê trung bình tại các KCN phía Bắc được dự báo sẽ đạt 145 USD/m2/chu kỳ thuê, với tỷ lệ lấp đầy dự kiến là 82% cho năm 2025. Trong khi giá thuê trung bình tại các KCN phía Nam dự kiến sẽ đạt 178 USD/m2/chu kỳ thuê, với tỷ lệ lấp đầy là 89% cho năm 2025.

  Theo Colliers, giá thuê trung bình tại các khu vực công nghiệp chính của Indonesia (bao gồm Karawang, Bekasi và Tangerang) là 176 USD/m2/chu kỳ thuê trong Q3/2024. Mức giá này cao hơn 14% so với mức giá trung bình tại các KCN phía Bắc, và gần như tương đương so với các KCN phía Nam.

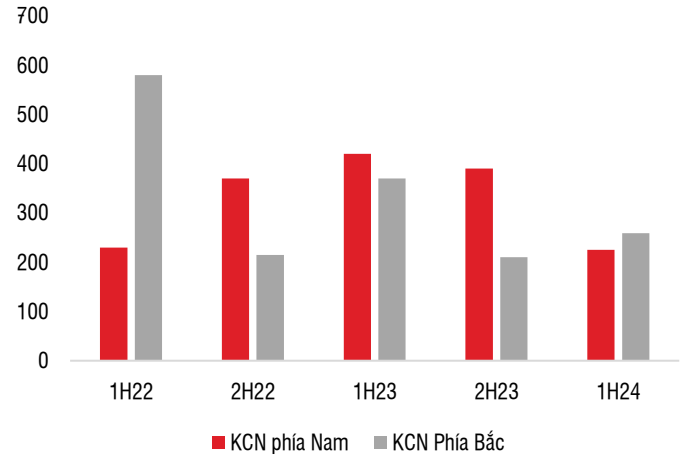
  Do đó, dự kiến tốc độ tăng giá thuê cho các KCN sẽ chậm lại để nâng cao khả năng cạnh tranh với các thị trường khác như Indonesia, Ấn Độ và Malaysia.

Giá thuê (USD/m2/chu kỳ thuê) tại các KCN trong nước



Nguồn: CBRE

Diện tích đất công nghiệp cho thuê (ha) tại các KCN trong nước

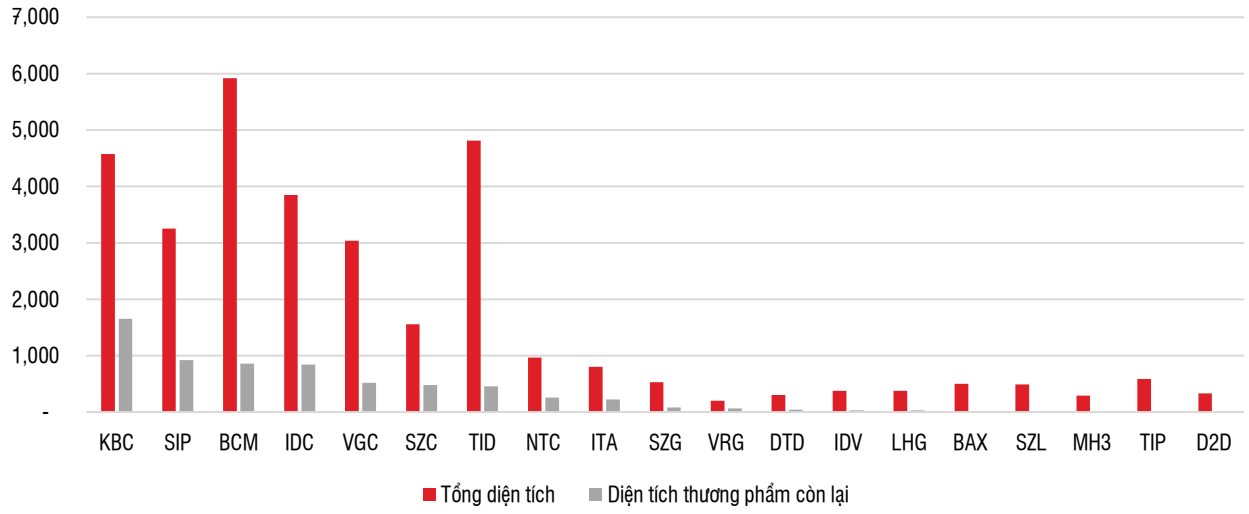


Nguồn: CBRE

Chúng tôi nhận thấy ngành BĐS KCN đang đối mặt với một số thách thức như: (i) lợi thế cạnh tranh về giá thuê trong các KCN ở Việt Nam đang dần giảm đi khi chênh lệch giá thuê trung bình ở các khu vực khác gần như rất nhỏ; và (ii) chi phí đầu tư cho các KCN mới đang tăng lên do chi phí đền bù đất để giải phóng mặt bằng tăng. Việc triển khai các biểu giá đất cập nhật tại nhiều địa điểm từ cuối năm 2024 đã dẫn đến chi phí đền bù đất cho các KCN mới tăng đáng kể. Sự tăng giá này được dự kiến sẽ làm giảm biên lợi nhuận của các dự án mới xuống còn khoảng 30-35%, so với mức trên 50% đối với các KCN hiện hữu.

Do đó, chúng tôi tiếp tục ưa thích các chủ đầu tư KCN sở hữu lượng lớn đất sẵn có để cho thuê, như minh họa trong biểu đồ dưới đây.

Tổng diện tích và diện tích thương phẩm còn lại (GLA, ha) của các chủ đầu tư KCN niêm yết



Nguồn: SSI

- **Lợi nhuận của các chủ đầu tư KCN niêm yết sẽ có sự phân hóa trong năm 2025.** Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế (LNST) của các doanh nghiệp BĐS KCN niêm yết trong năm 2025 sẽ tăng 21% svck. Tuy nhiên, một số công ty dự báo sẽ ghi nhận LNST vượt trội so với mức tăng trưởng trung bình của ngành, như: (1) NTC, với LNST dự kiến đạt 479 tỷ đồng (tăng 77% svck) do KCN Nam Tân Uyên giai đoạn 2 mở rộng bắt đầu đi vào hoạt động vào năm 2025 với diện tích cho thuê dự kiến là 30 ha; và (2) SZC, chúng tôi dự báo LNST đạt 416 tỷ đồng (tăng 26,8% svck) trong năm 2025. Các giả định chính bao gồm diện tích cho thuê dự kiến là 45 ha (đi ngang so với năm 2024), với 25 ha dành cho các công ty liên quan đến Tripod và Hòa Phát Container; và BOT Đường 768 hoạt động trở lại sẽ đóng góp doanh thu và lợi nhuận gộp dự kiến lần lượt là 58 tỷ đồng và 27 tỷ đồng; (3) LNST của GVR dự kiến tăng 33,2% svck, chủ yếu do ghi nhận 1,7 tỷ đồng (+112% svck) tiền đền bù đất trồng cao su chuyển đổi sang đất công nghiệp.

Cổ phiếu ưa thích

1. DPR (KHẢ QUAN – Giá mục tiêu: 46.100 đồng/cp)

Quỹ đất lớn của DPR tại các vị trí khác nhau mang lại cơ hội đáng kể để chuyển đổi thành các KCN. Nhu cầu về KCN tại tỉnh Bình Phước dự kiến sẽ tăng lên do tỷ lệ lấp đầy cao tại Bình Dương (94%) và Đồng Nai (92%). Thêm vào đó, cơ sở hạ tầng cải thiện, như Đường cao tốc Bắc-Nam từ Gia Nghĩa đến Chơn Thành và tuyến đường từ TP. HCM đến Chơn Thành tỉnh Bình Phước (chạy qua Thủ Dầu Một), càng củng cố triển vọng của DPR. Hơn nữa, mảng cao su tự nhiên truyền thống của DPR dự kiến sẽ tích cực từ dự báo giá cao su tăng 8% svck trong năm 2025. Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) chậm cấp phép cho các dự án mở rộng Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú; và (2) giá cao su tự nhiên có khả năng điều chỉnh.

2. BCM (KHẢ QUAN – Giá mục tiêu: 83.400 đồng/cp)

BCM củng cố vị thế là một trong những chủ đầu tư KCN hàng đầu cả nước. BCM sở hữu tổng cộng 357 ha đất có sẵn cho thuê, và có thêm 128 ha đất ở và thương mại tại Thành phố Mới Bình Dương, thuộc sở hữu 100% của BCM. Hơn nữa, liên doanh VSIP, do BCM nắm giữ 49% cổ phần, dự kiến sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận khi VSIP Cần Thơ, VSIP Bắc Ninh 2, VSIP Nghệ An 2 và VSIP 3 tiếp tục thu hút khách hàng lớn thuê, và khi VSIP Lạng Sơn và KCN Sơn Mỹ 2 bắt đầu hoạt động vào năm 2026. Chúng tôi dự báo LNST của BCM sẽ tăng 35% svck trong năm 2025, chủ yếu do chuyển nhượng đất tại Thành phố Mới Bình Dương và lợi nhuận từ liên doanh VSIP. Các rủi ro bao gồm: (1) giao dịch thấp tại Thành phố Mới Bình Dương; và (2) chậm triển khai các KCN mới do vấn đề pháp lý và chi phí đền bù cao.

3. KBC (KHẢ QUAN – Giá mục tiêu: 33.600 đồng/cp)

Mặc dù kết quả kinh doanh chậm lại trong 3 quý đầu năm 2024 do thiếu đất công nghiệp cho thuê, chúng tôi dự báo KBC sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận đáng kể khi các dự án bất động sản trọng điểm nhận được phê duyệt pháp lý, dự kiến từ nay đến nửa đầu năm 2025. Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng KBC sẽ cho thuê tổng cộng 21 hecta đất công nghiệp tại các KCN như Nam Sơn Hạp Lĩnh, Quang Châu và Tân Phú Trung, ghi nhận doanh thu đạt 916,5 tỷ đồng (+8% svck) và LNST đạt 301 tỷ đồng (+129% svck). Trong dài hạn, chúng tôi dự báo KCN Tràng Duệ 3 tại Hải Phòng (687 hecta) và Khu đô thị Phúc Ninh tại tỉnh Bắc Ninh (114 hecta) sẽ hoàn tất thủ tục pháp lý trong năm 2025 và bắt đầu cho thuê, giúp LNST đạt 1,77 nghìn tỷ đồng (+154% svck).

STT	CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng LNST			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức		
		1 năm	1 năm	2023	2024	2025	2023	2024	2025	1 năm	1 năm	2023	2024	2025	2023
1	IDC	12,3%	63.000	-19,4%	25,7%	-10,3%	10,2	11,3	12,4	22,8%	26,0%	25,3%	10,3%	6,7%	6,7%
2	BCM	23,2%	83.400	26,1%	-25,5%	37,8%	29,8	41,9	29,2	14,5%	11,1%	14,4%	1,3%	1,2%	1,2%
3	SZC	0,9%	43.100	10,9%	50,0%	26,8%	38,1	21,1	16,8	12,6%	10,1%	11,5%	3,7%	3,1%	3,1%
4	KBC	21,7%	33.600	33,0%	-70,1%	154,2%	12,0	35,0	13,8	11,8%	3,4%	8,1%	0,0%	0,0%	0,0%
5	DPR	21,3%	46.100	-13,3%	16,4%	67,7%	40,2	18	12,1	8,3%	9,2%	13,9%	5,7%	6,8%	6,8%
6	GVR	16,8%	36.100	-12,1%	20,2%	33,2%	54	33,5	24,7	3,4%	3,7%	5,8%	1,1%	1,1%	1,1%
7	VGC	23,8%	54.100	-22,1%	-17,7%	14,3%	17,3	21,9	19,4	14,5%	10,7%	10,5%	3,6%	3,6%	3,6%

Nguồn: SSI Research

Bất động sản - Bất động sản Nhà ở: Doanh số bán hàng tăng mạnh nhờ nhu cầu và nguồn cung tăng

Triển vọng 2025: Tích cực.

Cổ phiếu ưa thích: KDH, NLG (nửa cuối năm 2025). Cổ phiếu theo dõi: DXG, TCH.

1. Thị trường BĐS tiếp tục tăng trưởng mạnh tại Hà Nội, trong khi có dấu hiệu phục hồi tại TP. HCM trong năm 2024

Theo CBRE, thị trường căn hộ chung cư tại Hà Nội tiếp tục tăng trưởng mạnh trong Q3/2024, với tổng số giao dịch sơ cấp đạt 8.009 căn (+120% svck). Trong cùng giai đoạn này, số lượng căn mới được mở bán đạt 8.227 đơn vị tăng 174% svck, dẫn đến tỷ lệ hấp thụ đạt 97%. Trong 3 quý đầu năm 2024, Hà Nội đã có 19.068 căn hộ mới được mở bán (+175% svck) và 20.217 giao dịch căn hộ sơ cấp (+155% svck) nhiều hơn số lượng mở bán. Điều này cho thấy lượng hàng tồn kho từ các năm trước đã được bán trong giai đoạn này.

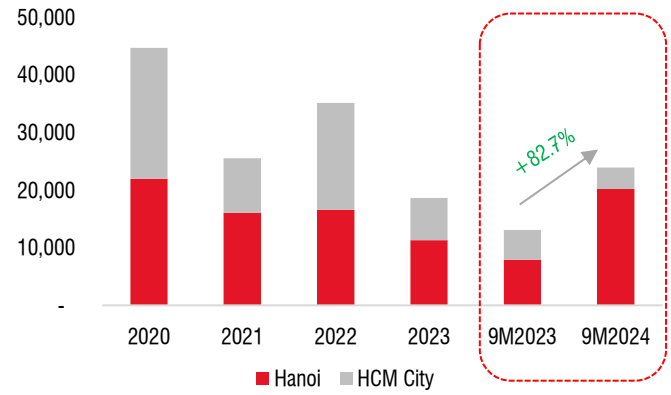
Tại TP.HCM, thị trường chung cư cho thấy dấu hiệu phục hồi, khi giao dịch sơ cấp cao hơn nguồn cung mới, chủ yếu do nguồn cung mới rất hạn chế, tương tự như thị trường Hà Nội năm 2023. Trong Q3/2024, CBRE công bố có 1.953 giao dịch sơ cấp (-26% svck) và chỉ có 127 căn hộ mới được mở bán (-96% svck). Trong năm 2023, thị trường chung cư Hà Nội ghi nhận 11.283 giao dịch sơ cấp, cao hơn nguồn cung mới là 10.278 căn.

Tổng khối lượng giao dịch căn chung cư tại Hà Nội và TP.HCM tăng 82,7% svck, đạt gần 24.000 căn trong 3 quý đầu năm 2024, chủ yếu nhờ thị trường tại Hà Nội.

Đối với phân khúc bất động sản thấp tầng, theo CBRE, TP. Hà Nội bùng nổ với dự án Vinhomes Global Gate tại huyện Đông Anh, với 2.510 căn được bán (+124% svck) trong số 3.217 đơn vị được mở bán. Ngược lại, thị trường TP. HCM vẫn trầm lắng khi chỉ có 167 căn được bán (+542% svck) trong quý này.

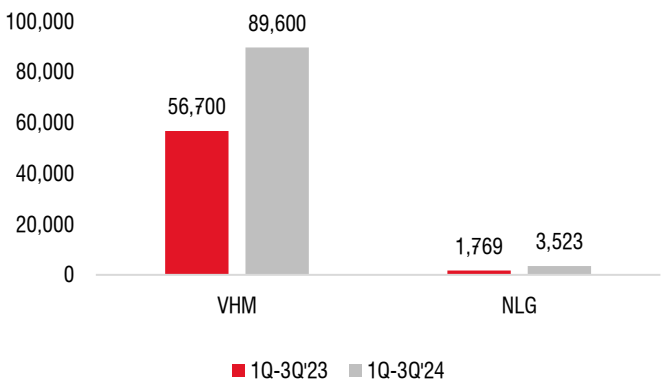
Mức tăng trưởng vượt bậc tại TP. Hà Nội và việc thị trường bất động sản bắt đầu phục hồi tại TP. HCM đã hỗ trợ doanh số bán hàng của các chủ đầu tư niêm yết như VHM, NLG. VHM đã cho ra mắt dự án Vinhomes Royal Island tại Hải Phòng trong Q1/2024, cùng với các dự án đang triển khai tại tỉnh Hưng Yên, mang lại 89,6 nghìn tỷ đồng doanh số bán hàng trong 3 quý đầu năm 2024, cao hơn tổng doanh số bán hàng trong năm 2023. Tương tự, NLG đạt 3,5 nghìn tỷ đồng doanh số bán hàng (+99% svck) từ các dự án hiện hữu.

Biểu đồ 1: Số lượng giao dịch sơ cấp trên thị trường chung cư tại TP. HN & HCM



Nguồn: CBRE, SSI Research

Biểu đồ 2: Doanh số bán hàng của các chủ đầu tư trong 9T2024 (tỷ đồng)

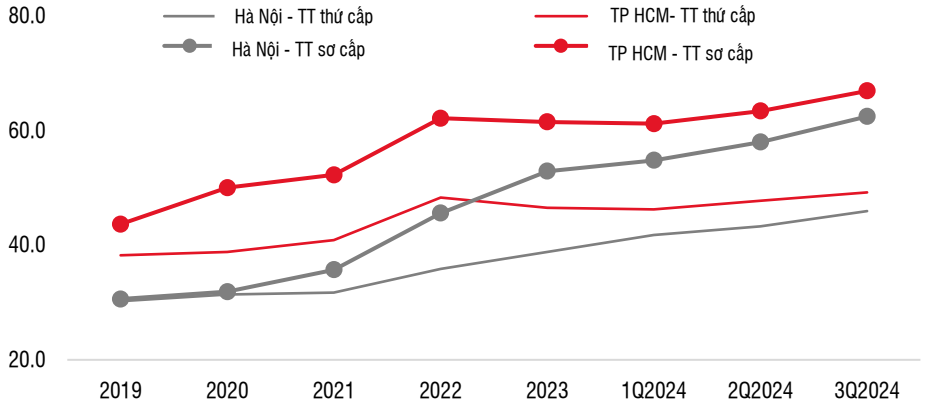


Nguồn: VHM, NLG, SSI Research

2. Nhu cầu tăng cùng với những thay đổi trong quy định mới sẽ giữ giá bất động sản tiếp tục xu hướng tăng

Trong Q3/2024, giá bán trên thị trường căn hộ sơ cấp và thứ cấp đều tăng ở cả TP. HN & HCM, phản ánh nhu cầu tăng mạnh từ người mua nhà và nhà đầu tư. Theo CBRE, giá căn hộ bình quân trên thị trường sơ cấp và thứ cấp tại Hà Nội đã tăng 26% svck, và tăng lần lượt 8% & 5% svck tại TP.HCM.

Biểu đồ 3: Giá bình quân trên thị trường chung cư tại TP. HN & HCM (triệu đồng/m2)



Nguồn: CBRE

Luật Đất đai mới, có hiệu lực từ ngày 1/8/2024, cũng là một yếu tố góp phần làm tăng giá. Luật này thay thế khung giá đất cũ, với bảng giá mới được cập nhật hàng năm theo giá thị trường. Một số tỉnh thành như TP. HCM, TP. Hà Nội, Hải Dương, Bắc Giang và Lâm Đồng đã ban hành bảng giá đất mới, với bảng giá đất tăng đáng kể từ 20% đến 50 lần. Dự kiến đến năm 2025, tất cả các tỉnh còn lại sẽ ban hành bảng giá đất mới và được áp dụng từ năm 2026.

Vào cuối tháng 9/2024, Bộ Xây dựng đã ghi nhận sự gia tăng đáng kể về giá bất động sản. Bộ Xây dựng cũng lo ngại bảng giá đất mới có thể làm tăng giá nhà ở khoảng 15-20%. Trên thực tế, tiền sử dụng đất dao động đáng kể và chiếm một phần lớn trong chi phí đầu tư dự án nhà ở, dao động từ 7-20% đối với dự án đầu tư căn hộ cao tầng và từ 25-50% đối với dự án đầu tư biệt thự và nhà phố.

Trong năm 2025, CBRE dự kiến giá căn hộ mới tại cả TP. Hà Nội và TP. HCM sẽ tiếp tục tăng khoảng 5%. Với ước tính khoảng 30.100 căn hộ mới được mở bán tại thị trường tại Hà Nội của CBRE, tăng nhẹ so với ước tính cung căn hộ của năm 2024, chúng tôi kỳ vọng giá căn hộ mới sẽ ổn định sau khi tăng 26% svck trong Q3/2024. Giá căn hộ sơ cấp được kỳ vọng ổn định tại mặt bằng hiện tại đến từ một số yếu tố:

- Mức giá căn hộ sơ cấp cao hơn đáng kể so với trung bình năm 2024, có thể làm hạn chế nhu cầu ở và đầu tư của người dân.
- Lãi suất cho vay mua nhà dự kiến sẽ ổn định và duy trì ở mức thấp hơn mức trước COVID, do đó, tiếp tục hỗ trợ nhu cầu của người mua nhà.
- Các chủ đầu tư sẽ cần triển khai các chiến lược bán hàng và tiếp thị rộng rãi và mạnh mẽ hơn để thúc đẩy nhu cầu mà không ảnh hưởng đến giá chào bán căn hộ mới.

Trên thị trường căn hộ thứ cấp ở Hà Nội, xu hướng bình ổn được dự kiến sẽ diễn ra với lượng giao dịch ít hơn và giá thấp hơn so với cuối năm 2024. Do người bán không có hỗ trợ người mua về dòng tiền và giá trị trung bình của căn hộ đang ở mức cao (khoảng 150 nghìn USD cho căn hộ 75m2).

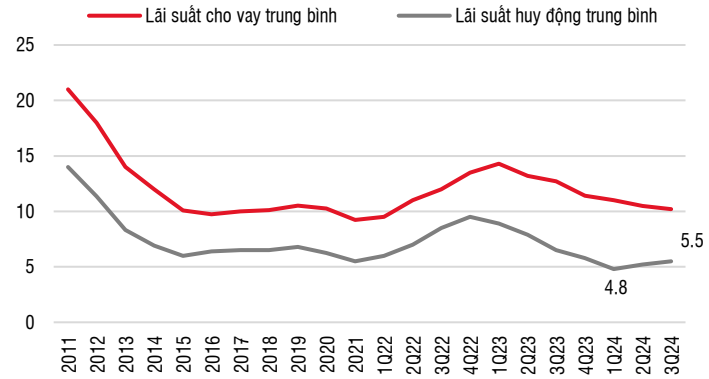
Ngược lại, TP.HCM có thể sẽ có giá cao hơn do nguồn cung mới thấp hơn so với chu kỳ trước.

3. Lãi suất cho vay mua nhà dự kiến sẽ nhích lên nhưng vẫn ở mức thấp

Lãi suất cho vay mua nhà ưu đãi đã ở mức thấp nhất từ trước đến nay, dao động từ 5,3% đến 7,2%/năm trong năm 2024, do cạnh tranh gay gắt giữa các ngân hàng trong nước nhằm thu hút người mua nhà và chi phí vốn ở mức hợp lý.

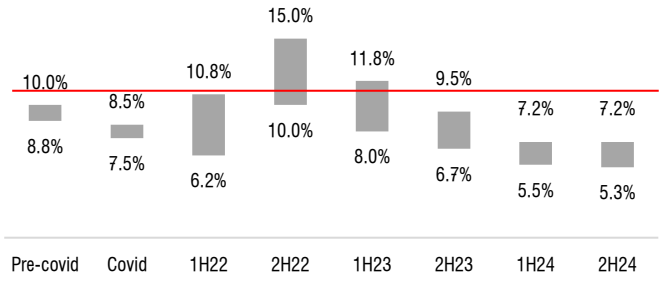
- Từ đầu tháng 11/2024, một số ngân hàng trong nước (Agribank, Techcombank, VIB và MBB) đã tăng nhẹ lãi suất huy động. Lãi suất huy động trung bình đã tăng từ mức thấp 4,8%/năm lên 5,5%/năm trong nửa cuối năm 2024. Do: i) tăng trưởng tín dụng cao hơn svck (10% trong 10T2024 so với 7,39% trong 10T2023) khiến tiền mặt có khả năng thiếu hụt trong mùa tín dụng cao (Q4/2024-Q1/2025); và ii) tỷ suất lợi nhuận cao hơn từ các kênh đầu tư khác, như vàng và bất động sản làm giảm nhu cầu gửi tiền của người dân.
- Với chi phí vốn cao hơn một chút, lãi suất cho vay mua nhà trung bình có thể tăng nhẹ từ đầu năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động ổn định và lạm phát thấp trong năm 2025 sẽ giữ lãi suất cho vay mua nhà ưu đãi thấp hơn mức trước COVID, hỗ trợ tăng trưởng cho thị trường bất động sản. Nếu lãi suất cho vay mua nhà ưu đãi tăng đáng kể trong năm 2025, lên mức 9-10%/năm, thị trường bất động sản có thể chững lại do giá trị vay cao, gây áp lực cho người mua nhà trong việc thanh toán nợ và tiền lãi.

Biểu đồ 4: Lãi suất huy động và cho vay bình quân 12 tháng (%)



Nguồn: SSI Research

Biểu đồ 5: Lãi suất cho vay mua nhà ưu đãi trong 12 tháng đầu

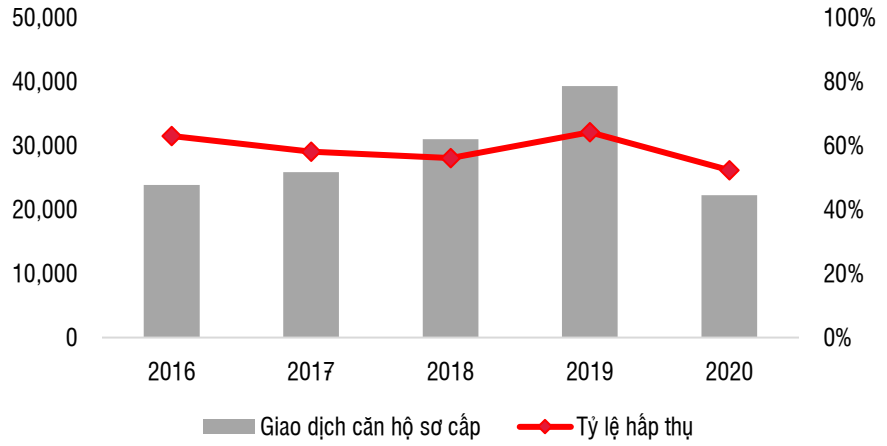


Nguồn: SSI Research

4. Các chủ đầu tư tận dụng điều kiện thị trường tốt hơn đều tiến hành mở bán giúp tăng cung trên cả nước trong năm 2025.

- Với môi trường lãi suất cho vay ổn định và thấp, các luật đất đai mới có hiệu lực, Chính phủ hỗ trợ tăng nguồn cung (như hỗ trợ thúc đẩy tính tiền sử dụng đất hoặc ban hành nghị quyết thí điểm chuyển đổi đất không phải đất ở thành dự án thương mại), và nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng tốt, thị trường bất động sản được dự báo sẽ phục hồi mạnh mẽ với nguồn cung tăng trong năm 2025.
- Thị trường Hà Nội dự kiến sẽ diễn biến tốt với sự gia tăng nguồn cung mới. Theo CBRE, nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội có thể đạt 30.100 căn, cao hơn một chút so với năm 2024. Tuy nhiên, với nguồn cung mạnh hơn kỳ vọng trong năm 2024 (29.700 căn so với dự báo đầu năm của CBRE là 16.000) và sự hỗ trợ của Chính phủ, nguồn cung dự kiến tăng mạnh hơn vào năm 2025, có thể đạt 40.000-45.000 căn mới. Tuy nhiên theo ước tính của CBRE với giá sơ cấp đã tăng 28% svck trong năm 2024, thì chúng tôi dự báo giá sơ cấp sẽ ổn định với tỷ lệ hấp thụ thấp hơn trong hai năm tới, tương tự như giai đoạn năm 2016-2020.

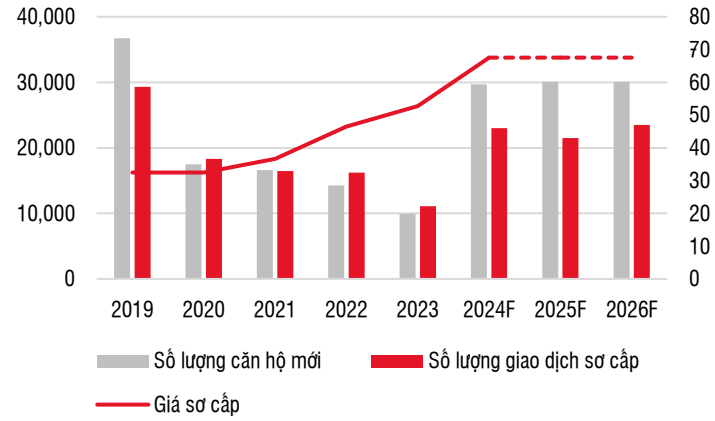
Biểu đồ 6: Số lượng căn chung cư mới tại Hà Nội và tỷ lệ hấp thụ trong giai đoạn 2016-2020 (số căn hộ và % số căn hộ đã bán)



Nguồn: Savills

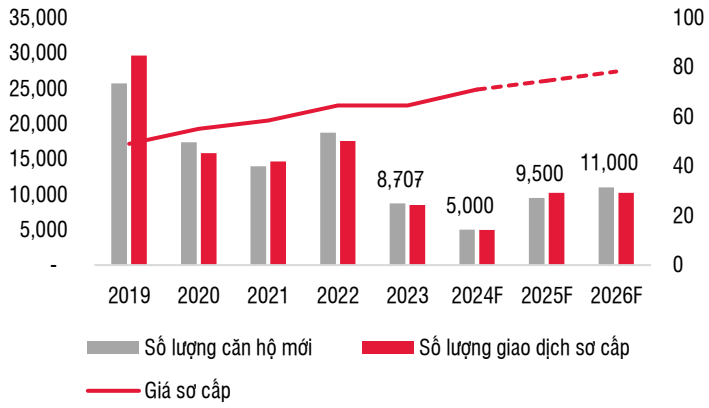
- Với nguồn cung căn hộ mới cải thiện ở TP. HCM nhưng vẫn ở mức thấp, tỷ lệ hấp thụ và giá bán dự kiến sẽ cao hơn so với năm 2024.

Biểu đồ 7: Thị trường căn hộ sơ cấp tại Hà Nội (căn & triệu đồng/m2)



Nguồn: CBRE & SSI Research ước tính

Biểu đồ 8: Thị trường căn hộ sơ cấp tại TP. HCM (căn & triệu đồng/m2)



Nguồn: CBRE & SSI Research ước tính

- Ngoài ra, thị trường bất động sản ở các thành phố cấp 2 cũng được dự báo sẽ có nguồn cung tăng, làm tăng thêm nhiều lựa chọn đầu tư bất động sản trên cả nước.

Bảng: Dự báo nguồn cung mới tại TP HN & HCM và các tỉnh thành khác trong năm 2025

Tên dự án	Địa điểm	Chủ đầu tư	Nguồn cung dự kiến (Căn)	Thời gian mở bán dự kiến
TP HN & HCM				
Vinhomes Global Gate	Hà Nội	VEFAC	4.100 căn thấp tầng & 12.600 căn cao tầng	Q4/2024
Vinhomes Wonder Park	Hà Nội	VIC	2.300 căn hộ thấp tầng & 600 căn cao tầng	2025
Central Residence Gamuda	Hà Nội	Gamuda Land	~2.605 căn cao tầng	2025
A3/CT2, Long Biên, Hà Nội	Hà Nội	TAL	~480 căn cao tầng	2025
The Matrix Premium	Hà Nội	MIK Group	~990 căn cao tầng	2025
Kepler Land - Hà Đông	Hà Nội	TSQ	~1.280 căn cao tầng	Q4/2024
Tháp Vàng	Hà Nội	PC1	182 căn thấp tầng	2025
Foresta	TP.HCM	KDH	226 căn thấp tầng & 600 căn cao tầng	2025
Gems Riverside	TP.HCM	DXG	~3.175 căn cao tầng	2025
Eaton Park	TP.HCM	Gamuda Land	~700 căn cao tầng	Q4/2024
Các tỉnh thành khác				
Vinhomes Dương Kinh - 240 ha	Hải Phòng	VHM	~6.300 căn thấp tầng	2025
Vinhomes Green Hạ Long - 4,110 ha	Quảng Ninh	VHM	N/A	2025
Vinhomes Phước Vĩnh Tây -1,089 ha	Long An	VHM	N/A	2025
Izumi City -170 ha	Đồng Nai	NLG	~2.600 căn thấp tầng	2025
Gems Skyworld - 92 ha	Đồng Nai	DXG	1.700 căn thấp tầng	2025
Nam Long 2 - 43.8 ha	Cần Thơ	NLG	881 căn thấp tầng	Q4/2024
Đỗ Mười Hoàng Huy - 49 ha	Hải Phòng	TCH	1.185 căn thấp tầng & 2.494 căn cao tầng	2025
Khu đô thị Cái Giá - 176 ha	Hải Phòng	VCR	1.547 căn thấp tầng	2025
Thuận An 1 & 2	Bình Dương	PDR	5.954 căn chung cư	2025
Olalani Riverside Towers	Đà Nẵng	Sungroup	1.425 căn chung cư	2025

Nguồn: SSI Research tổng hợp

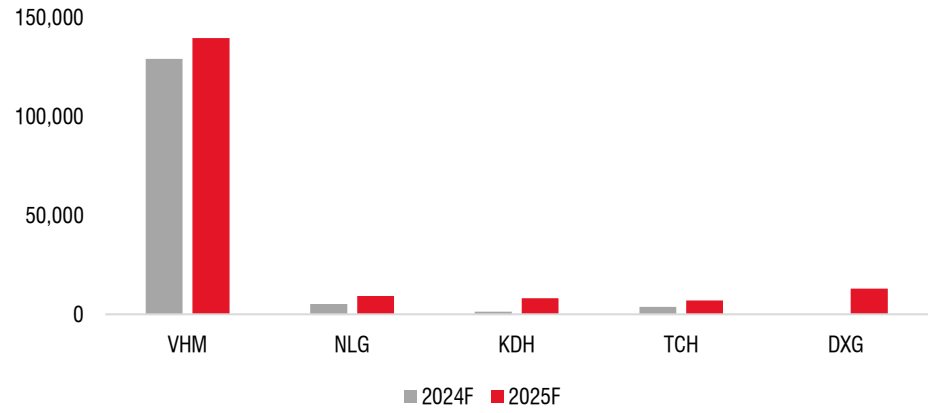
5. Doanh số bán hàng của các chủ đầu tư niêm yết dự kiến tăng trưởng 2 chữ số, mặc dù tăng trưởng lợi nhuận có phần chậm hơn.

Trong năm 2024, thị trường bất động sản đã nhận được nhiều sự hỗ từ Chính phủ, giúp cho nhiều dự án bị chậm pháp lý đã được phê duyệt. Một số dự án đạt tiến độ pháp lý tốt hơn, như Wonder Park tại Hà Nội và Gems Riverside tại TP.HCM, dự kiến sẽ sẵn sàng mở bán trong năm 2025. Ngoài ra, các dự án mới như Phước Vĩnh Tây tại tỉnh Long An, căn hộ A3/CT2 và dự án Tháp Vàng tại Hà Nội, được cấp phép đầu tư vào giai đoạn 2023-2024 cũng sẽ được mở bán năm 2025.

Chúng tôi dự báo hoạt động bán hàng trên toàn quốc sẽ tăng mạnh trong năm 2025 từ các dự án mới và đang triển khai. VHM dự kiến sẽ mở bán một số dự án trong năm, bao gồm Phước Vĩnh Tây tại tỉnh Long An, và Dương Kinh tại thành phố Hải Phòng – cùng với các hoạt động bán hàng hiện tại từ các dự án như Royal Island và Ocean Park 2 & 3. KDH dự kiến sẽ mở bán một dự án mới tại thành phố Thủ Đức, dự án Foresta, với 226 căn thấp tầng và 600 căn cao tầng, được kết hợp từ 2 dự án Clarita và Emeria. Sau khi nhận được giấy phép xây dựng trong Q3/2024, DXG cũng dự kiến sẽ bán Gems Riverside tại TP.HCM vào đầu năm 2025.

Trong khi VHM đã đạt được tăng trưởng doanh số bán hàng mạnh mẽ trong năm 2024 với ước tính 48% svck, khiến doanh số bán hàng dự kiến sẽ thấp hơn trong năm 2025 (đạt 8,1%) thì các chủ đầu tư niêm yết khác như KDH, NLG, TCH và DXG được kỳ vọng sẽ ghi nhận mức tăng trưởng doanh số bán hàng với 2 chữ số trong năm 2025. Tăng trưởng doanh số bán hàng dự kiến sẽ giúp cho lợi nhuận tăng mạnh từ năm 2025 khi các dự án được bàn giao.

Biểu đồ 8: Doanh số bán hàng của các chủ đầu tư niêm yết trong giai đoạn 2024 – 2025 (tỷ đồng)



Nguồn: SSI ước tính

Triển vọng lợi nhuận năm 2025 của các công ty chúng tôi nghiên cứu dự kiến cao hơn năm 2024, ngoại trừ VHM, do lợi nhuận của VHM giai đoạn 2023-2024 tăng mạnh nhờ bàn giao các căn hộ tại dự án Ocean Park 2 & 3 và Royal Island. Cụ thể, sang năm 2025, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế thuộc công ty mẹ (NPATMI) của VHM sẽ lần lượt đạt 102,5 nghìn tỷ đồng (+3,8% svck) và 34,2 nghìn tỷ đồng (-0,4% svck). Chúng tôi dự báo các dự án mở bán năm 2025 sẽ chưa ghi nhận doanh thu, do đó dự báo NPATMI dự kiến sẽ đi ngang svck.

Do KDH không mở bán các dự án mới trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng dự án Foresta sẽ mở bán vào đầu năm 2025, với doanh thu các căn thấp tầng sẽ được ghi nhận trong năm, cùng với các căn còn lại của dự án The Privia. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu và NPATMI của KDH năm 2025 sẽ lần lượt đạt 6,28 nghìn tỷ đồng (+72% svck) và 1,18 nghìn tỷ đồng (+22% svck).

Đối với NLG, chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2025 sẽ được thúc đẩy nhờ tăng cường hoạt động bán hàng tại Long An và thành phố Cần Thơ. Với tiến độ pháp lý đang tiến triển tốt tại thành phố Biên Hòa (với dự án Izumi City), chúng tôi kỳ vọng NLG sẽ tái mở bán Izumi City trong nửa cuối năm 2025. Dựa trên những giả định này, chúng tôi đưa ra dự báo doanh thu và NPATMI của NLG lần lượt là 5,5 nghìn tỷ đồng (-4,4% svck) và 627 tỷ đồng (+35,0% svck).

Dự án Gems Riverside đã nhận được giấy phép xây dựng trong Q3/2024, giúp cho DXG có thể mở bán dự án trong nửa đầu năm 2025. Với nguồn cung căn hộ mới thấp tại TP.HCM trong những năm qua, chúng tôi kỳ vọng DXG sẽ mở bán thành công dự án này. Tuy nhiên, sang năm 2025, DXG vẫn sẽ phụ thuộc vào doanh thu và lợi nhuận từ dự án Gems Skyworld, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được tái mở bán trong nửa cuối năm 2025. Cùng với sự phục hồi của dịch vụ môi giới bất động sản, DXG được kỳ vọng sẽ đạt doanh thu và NPATMI lần lượt là 2,8 nghìn tỷ đồng (-29,2% svck) và 180 tỷ đồng (+13,7% svck).

CP	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)			Doanh thu (tỷ đồng)			NPATMI (tỷ đồng)			Dự kiến mở bán các dự án mới
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2023	2024F	2025F	2023	
VHM	87.000	129.100	139.633	103.557	98.738	102.522	33.371	34.363	34.241	Phước Vĩnh Tây – Long An
NLG	3.920	5.205	9.283	3.181	5.760	5.508	484	464	627	Izumi city – Tỉnh Đồng Nai
KDH	3.716	1.320	8.145	2.088	3.657	6.285	716	971	1.183	Foresta – TP.HCM
TCH	2.285	3.810	7.021	3.803	3.873	5.448	744	849	1.173	Đỗ Mười - Hải Phòng
DXG	150	0	13.043	3.725	3.973	2.814	172	158	180	Gems Riverside – TP.HCM
Tổng	**97.071**	**139.434**	**177.125**	**116.354**	**116.001**	**122.577**	**35.487**	**36.805**	**37.404**	

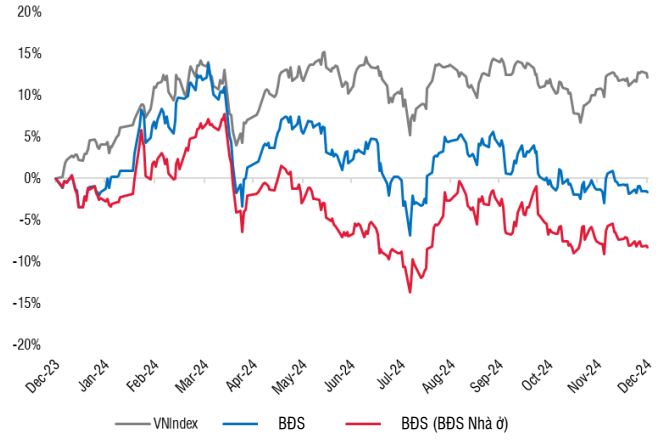
Nguồn: SSI Research

6. Định giá ngành

Tính đến ngày 9/12/2024, các cổ phiếu bất động sản nhà ở giảm 8,3%, mặc dù chỉ số VN-Index tăng 12,1%.

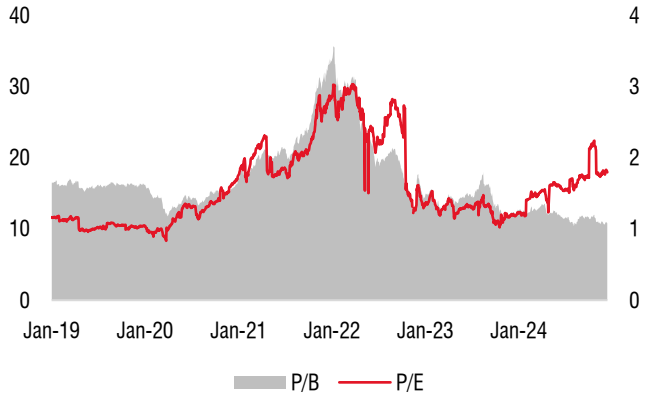
Hệ số P/B của ngành tiếp tục giảm từ 1,27x vào đầu năm xuống còn 1,08x vào cuối năm 2024 sau khi giảm trong suốt cả năm 2023. Chúng tôi cho rằng mức này khá hấp dẫn cho việc nắm giữ dài hạn, vì thị trường bất động sản dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025.

Biểu đồ 8: Diễn biến Cổ phiếu Ngành bất động sản nhà ở



Nguồn: SSI Research

Biểu đồ 9: P/E & P/B lịch sử - Ngành bất động sản nhà ở



Nguồn: Fiinpro, SSI Research

7. Khuyến nghị

Xét đến triển vọng kinh tế vĩ mô lạc quan hơn và nguồn cung mới dự kiến tăng cao hơn sau khi hoàn tất các thủ tục pháp lý, chúng tôi kỳ vọng ngành bất động sản nhà ở sẽ tăng trưởng tốt hơn trong năm 2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với ngành.

CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (đồng)	Giá hiện tại (đồng)	Tăng trưởng doanh thu			Tăng trưởng NPATMI		
	Trong 1 năm	Trong 1 năm	31/12/2024	2023	2024	2025	2023	2024	2025
VHM	18,5%	47.400	40.000	66,0%	-4,7%	3,8%	15,7%	3,0%	-0,4%
NLG	17,6%	43.000	36.550	-26,7%	81,1%	-4,4%	-13,0%	-4,0%	35,0%
KDH	15,0%	41.500	36.100	-28,3%	75,2%	71,9%	-35,1%	35,6%	21,9%

Nguồn: SSI Research

Yếu tố hỗ trợ

- Mở bán các dự án mới với tỷ lệ hấp thụ của các dự án mới tốt.
- Chính phủ tiếp tục có các biện pháp hỗ trợ nhằm tăng cường tính thanh khoản của thị trường
- Có nhiều dự án được chấp thuận sau quá trình đấu giá đất và đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư.

Rủi ro

- Lãi suất cao hơn
- Quy định luật pháp thắt chặt hơn làm hạn chế cung và cầu.
- Quy định thuế thu nhập cá nhân đối với các giao dịch bất động sản.

8. Cổ phiếu ưa thích

Với triển vọng **TÍCH CỰC** đối với ngành, chúng tôi lựa chọn KDH và NLG là 2 cổ phiếu ưa thích do có những dự án sắp mở bán tại miền Nam trong năm 2025, cùng với quỹ đất rộng hỗ trợ tăng trưởng trong tương lai. Ngoài ra, chúng tôi đưa DXG và TCH vào danh sách theo dõi, do các dự án mới của các công ty này sẽ mở bán trong năm 2025 cũng có thể hỗ trợ tăng giá cổ phiếu.

8.1. CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH: HOSE) - MUA

- **Giá mục tiêu 1 năm: 41.500 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Chúng tôi ưa thích KDH do có quỹ đất rộng tại TP.HCM và có nhiều kinh nghiệm đầu tư bất động sản. KDH nổi tiếng với các dự án tại cả phía Đông và phía Tây TP.HCM, với tổng diện tích đất đang phát triển khoảng 524 ha, giúp KDH trở thành chủ đầu tư lớn thứ 2 trong thành phố.
  - ✓ Với sự phục hồi của thị trường bất động sản TP.HCM, KDH có vị thế tốt để hưởng lợi từ một số dự án chính đang gần hoàn thiện thủ tục pháp lý, dự kiến sẽ sẵn sàng để bán trong năm 2025, bao gồm Foresta (11,8 ha tại thành phố Thủ Đức) và the Solina Giai đoạn 1 (16,4 ha tại quận Bình Tân).
  - ✓ Trong thời gian dài hơn, KDH có kế hoạch cho thuê KCN Lê Minh Xuân mở rộng (110 ha) và mở bán Khu đô thị Tân Tạo ở quận Bình Tân (330 ha). Dự án này đã nhận được những phê duyệt quan trọng, bao gồm giấy phép đầu tư và quy hoạch 1/500. KDH đang tiếp tục làm việc với chính quyền địa phương để hoàn thiện việc bồi thường giải phóng mặt bằng, hiện đã hoàn thành 85%. Dự án này dự kiến sẽ sẵn sàng bán trong năm 2026 sau khi đạt 90% tiến độ giải phóng mặt bằng.
  - ✓ Sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và NPATMI của KDH sẽ lần lượt đạt 6,28 nghìn tỷ đồng (+71,9% svck) và 1,18 nghìn tỷ đồng (+21,9% svck), được thúc đẩy nhờ doanh số bán hàng và ghi nhận doanh thu từ các căn thấp tầng của dự án Foresta, và doanh thu từ dự án The Privia.
- **Rủi ro**
  - ✓ Khó khăn gặp phải trong quá trình bồi thường đất và chi phí cao hơn liên quan đến các dự án lớn.
  - ✓ Chậm cấp phép dự án có thể ảnh hưởng đến doanh số bán hàng của công ty.

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	4.532	3.738	2.912	2.088	3.657	6.285
Tăng trưởng doanh thu thuần	61,1%	-17,5%	-22,1%	-28,3%	75,2%	71,9%
Lợi nhuận gộp	1.964	1.794	1.460	1.587	1.804	3.351
Biên lợi nhuận gộp	43,3%	48,0%	50,1%	76,0%	49,3%	53,3%
Thu nhập tài chính	35	21	18	50	65	107
Chi phí tài chính	-85	-73	-91	-148	-75	-92
SG&A	-416	-387	-394	-367	-468	-600
Thu nhập ròng khác	-39	185	419	-53	-55	-63
LNTT	1.458	1.540	1.411	1.069	1.271	2.703
NPATMI	1.153	1.202	1.103	716	971	1.183
Tăng trưởng NPATMI	26,0%	4,3%	-8,3%	-35,1%	35,6%	21,9%
Biên lợi nhuận ròng	25,4%	32,2%	37,9%	34,3%	26,5%	18,8%
EPS (VND)	1.992	1.870	1.539	895	1.022	1.147

Nguồn: SSI Research

8.2. CTCP Đầu tư Nam Long (NLG: HOSE) – Khả quan (Nửa cuối năm 2025)

- **Giá mục tiêu 1 năm: 43.000 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ NLG dự kiến sẽ được hưởng lợi trong dài hạn từ việc tăng giá đất khi **các dự án có tổng quỹ đất rộng 681 ha (thuộc tỉnh Long An và Đồng Nai) đã hoàn thành các nghĩa vụ tài chính.** Điều này góp phần nâng cao hiệu quả kinh doanh trong tương lai do chi phí đầu tư sẽ được duy trì ở mức thấp.
  - ✓ Năm 2025 kỳ vọng sẽ là năm đánh dấu sự phục hồi cho NLG, với các dự án mới bắt đầu mở bán trở lại, bao gồm dự án Izumi City tại tỉnh Đồng Nai. Chúng tôi dự báo **NPATMI năm 2025 đạt 626,7 tỷ đồng, tăng 35% svck**, nhờ ghi nhận doanh thu từ dự án Southgate tại tỉnh Long An và dự án Nam Long 2 tại thành phố Cần Thơ.
  - ✓ Trong dài hạn, NLG có kế hoạch sẽ mở bán giai đoạn tiếp theo của dự án Waterpoint tại tỉnh Long An, với tổng diện tích 190 ha, và dự án Paragon Đại Phước tại tỉnh Đồng Nai, với diện tích 45 ha.
  - ✓ NLG có **bảng cân đối kế toán mạnh và quản trị rủi ro vững chắc**, với tỷ lệ nợ/VCSH thấp. Điều này sẽ giúp công ty phát triển thêm các dự án và duy trì uy tín tín dụng nhờ bàn giao các căn hộ đúng hạn.
- **Rủi ro**
  - ✓ Tỷ lệ hấp thụ thấp hơn tại nhiều dự án ở các thành phố cấp 2, như dự án Southgate ở tỉnh Long An, dự án Izumi ở tỉnh Đồng Nai và Nam Long 2 ở thành phố Cần Thơ.
    - ✓ Quá trình phê duyệt dự án kéo dài (như các quy hoạch tổng thể sửa đổi ở dự án Izumi City và Paragon Đại Phước) có thể ảnh hưởng đến doanh số bán hàng.

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	5.206	4.339	3.181	5.760	5.508
Tăng trưởng doanh thu thuần	134,8%	-16,6%	-26,7%	81,1%	-4,4%
Lợi nhuận gộp	1.778	1.984	1.562	2.246	2.657
Biên lợi nhuận gộp	34,16%	45,73%	49,10%	38,99%	48,23%
Thu nhập tài chính	445	386	238	321	111
Chi phí tài chính	-112	-199	-296	-398	-374
SG&A	-997	-1155	-980	-1322	-1264
Thu nhập ròng khác	435	29	27	21	28
LNTT	1.640	1.070	968	931	1.217
Lợi nhuận ròng	1.478	866	800	745	974
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	73,8%	-41,4%	-7,5%	-7,0%	30,8%
Biên lợi nhuận ròng	28,4%	19,9%	25,2%	12,9%	17,7%
EPS (VND)	2.871	1.448	1.257	1.122	1.515

Nguồn: SSI Research

8.3. CTCP Đầu tư Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy (TCH: HOSE)

- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ TCH sở hữu **các lô đất ở khu dân cư có vị trí đắc địa với tổng diện tích hơn 94 ha**, nằm gần khu trung tâm của Hải Phòng, thành phố cảng hàng đầu của miền Bắc. Các dự án của công ty đã được thông qua các phê duyệt pháp lý quan trọng, bao gồm quy hoạch tổng thể và phê duyệt đầu tư. Hầu hết các dự án dự kiến sẽ sẵn sàng bán trong vòng 6 tháng đến 1 năm kể từ khi phát triển.
  - ✓ Với **bảng cân đối kế toán thận trọng và vị thế tiền mặt ròng dồi dào tính đến cuối Q3/2024**, TCH có vị thế tốt để mua thêm các dự án khác.
  - ✓ Sang năm 2025, TCH dự kiến sẽ mở bán các căn thấp tầng của dự án trên đường Đỗ Mười, với diện tích 49,4 ha, cùng với việc tiếp tục bán các căn hộ tại Hoàng Huy Commerce (một tòa chung cư tại Hải Phòng) và Hoàng Huy New City (các căn thấp tầng tại Hải Phòng với diện tích 8ha). Do đó, TCH dự kiến sẽ đạt doanh thu năm 2025 là 7,46 nghìn tỷ đồng (+107,1% svck) và NPATMI là 1,6 nghìn tỷ đồng (+110,5% svck).
- **Rủi ro**
  - ✓ Tỷ lệ hấp thụ thấp hơn tại Hải Phòng do giá bán cao
    - ✓ Chậm cấp phép dự án sẽ ảnh hưởng đến doanh số bán hàng của công ty.

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	2.756	2.093	3.803	3.605	7.466
Tăng trưởng doanh thu thuần	-37,6%	-24,0%	81,7%	-5,2%	107,1%
Lợi nhuận gộp	647	561	1.529	1.379	3.477
Biên lợi nhuận gộp	23,5%	26,8%	40,2%	38,3%	46,6%
Thu nhập tài chính	327	442	366	146	112
Chi phí tài chính	-18	-94	-38	55	-168
SG&A	-131	-153	-339	-316	-540
Thu nhập ròng khác	-9	-6	16	-7	-75
LNTT	816	751	1.534	1.257	2.806
NPATMI	401	246	744	759	1.598
Tăng trưởng NPATMI	-55,8%	-38,6%	202,4%	2,1%	110,5%
Biên lợi nhuận ròng	14,5%	11,8%	19,6%	21,1%	21,4%
EPS (VND)	599	368	1.113	1.114	2.344

Nguồn: SSI Research

8.4. CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG: HOSE)

- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ **Mở bán dự án Gems Riverside, Quận 2, TP.HCM:** Trong Q3/2024, DXG đã nhận được giấy phép xây dựng để tái khởi động dự án Gems Riverside, bao gồm 3.175 căn hộ trên 6,71 ha tại Quận 2, TP.HCM. Với vị trí đắc địa và nguồn cung căn hộ mới hạn chế, chúng tôi kỳ vọng giá bán cao và tỷ lệ hấp thụ mạnh sẽ giúp DXG ghi nhận mức lợi nhuận cao.
  - ✓ **Dịch vụ môi giới bất động sản phục hồi:** Với thị trường bất động sản miền Nam dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2025, chúng tôi dự báo phân khúc dịch vụ môi giới của DXG sẽ tăng 60% svck, sau mức tăng trưởng doanh thu đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (100%) trong năm 2024.
  - ✓ **Khả năng tái mở bán dự án Gems Skyworld trong năm 2025:** Do Opal Skyline và một số căn hộ của Gems Skyworld đã bán trong giai đoạn 2021-2022 được kỳ vọng bàn giao hết trong năm 2024, doanh thu năm 2025 sẽ phụ thuộc vào doanh số bán hàng và ghi nhận doanh thu của dự án Gems Skyworld và dịch vụ môi giới. Doanh số bán hàng của Gems Riverside sẽ không được ghi nhận cho đến năm 2026 khi các căn hộ được bàn giao.
- **Rủi ro**
  - ✓ Việc tái mở bán và mở bán dự án Gems Sky World và Gems Riverside không đúng tiến độ.
  - ✓ Thị trường bất động sản không phục hồi như dự kiến.

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	2.891	10.089	5.512	3.725	3.973	2.814
Tăng trưởng doanh thu thuần	-50,28%	249,03%	-45,37%	-32,42%	6,67%	-29,18%
Lợi nhuận gộp	1.875	5.598	2.970	1.710	1.931	1.687
Biên lợi nhuận gộp	64,85%	55,48%	53.89%	45,92%	48,60%	59,96%
Thu nhập tài chính	72,6	352,7	464,4	409,2	33,1	(269,1)
Chi phí tài chính	(858,3)	(543,6)	(521,1)	(593,3)	(400,3)	(318,7)
SG&A	(1.082,6)	(2.885,1)	(2.139,8)	(976,5)	(993,3)	(619,0)
Thu nhập ròng khác	31,1	(6,1)	(7,3)	15,8	0,5	0,3
LNTT	27	2.516	768	453	571	481
NPATMI	-496	1.157	215	172	158	180
Tăng trưởng NPATMI	-140,8%	-333,4%	-81,4%	-20,0%	-8,1%	13,7%
Biên NPATMI	-17,1%	11,5%	3,9%	4,6%	4,0%	6,4%
EPS (VND)	-957	1.942	352	282	219	250

Nguồn: SSI Research

Tiện ích - Điện: Thủy điện phục hồi giúp giảm nguy cơ thiếu điện

Triển vọng 2025: Tích cực.

Cổ phiếu ưa thích: NT2, REE, HDG.

Triển vọng năm 2025

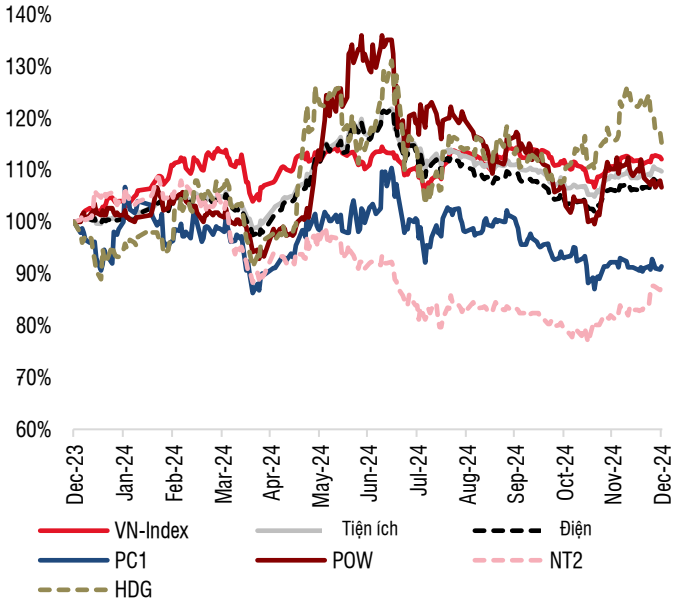
Ngành điện Việt Nam *tăng 7%* trong năm 2024, hiệu suất kém hơn một chút so với VNIndex (+12%).

Hầu hết các công ty liên quan đến thủy điện có hiệu suất cao nhất: REE (+40%), CHP (+40%), SBA (+23%), SHP (+21%), HDG (+15%), S4A (+15%) và VSH (+13%). Chúng tôi cho rằng kết quả này chủ yếu do kỳ vọng của thị trường về sự chuyển dần hình thái thời tiết từ El Nino sang La Nina, dự kiến sẽ hỗ trợ thủy điện. Chúng tôi nhận thấy rằng quá trình chuyển đổi này bắt đầu từ quý 3 năm 2024 và có thể tiếp diễn trong năm 2025.

POW (+7%) tăng khá sát với ngành điện. Chúng tôi lưu ý rằng danh mục đầu tư của POW khá đa dạng, bao gồm điện khí, điện than và năng lượng tái tạo.

Ngược lại, các công ty liên quan đến nhiệt điện có hiệu suất kém hơn: HND (-1%), PPC (-8%), NBP (-4%), BTP (-12%), PGV (-13%) và NT2 (-12%). Điều này chủ yếu do giá đầu vào cao hơn và tình trạng thiếu hụt khí đốt. Chúng tôi tin rằng giá đầu vào sẽ tiếp tục tăng trong năm 2025 do tình trạng thiếu hụt nguồn cung.

Diễn biến ngành trong năm 2024

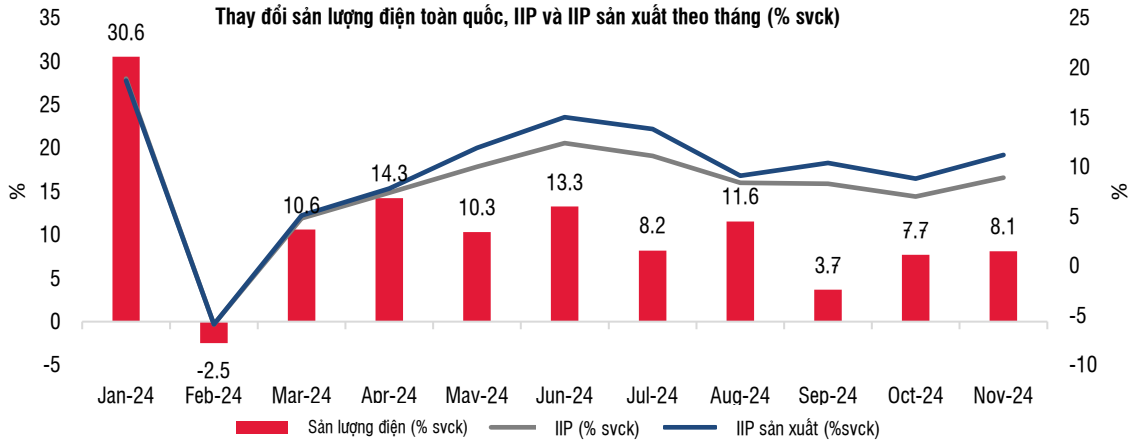


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Năm 2024 không ghi nhận tình trạng thiếu điện do sự phụ thuộc vào điện than tăng lên

Cung đã bắt kịp cầu. Sản lượng tiêu thụ điện trong năm 2024 ghi nhận mức tăng trưởng 9% svck (theo ước tính của Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN)). Chúng tôi cho rằng kết quả này chủ yếu nhờ vào 1) Mức nền thấp trong nửa đầu năm 2023 do tình trạng thiếu điện; và 2) nền kinh tế dần phục hồi. Mặc dù nhu cầu tăng, Việt Nam không còn phải đối mặt với tình trạng thiếu điện như năm 2023 (sản lượng điện sản xuất 11T2024 tăng 10% svck). Đúng như dự đoán, EVN đã huy động điện than nhiều hơn (loại điện rẻ hơn và có đầu vào ổn định hơn so với điện khí). Trên thực tế, trong 11 tháng đầu năm 2024, sản lượng điện than chiếm gần 50% tổng sản lượng điện sản xuất (so với 46% trong 11T2023), trong khi con số tương ứng đối với điện khí giảm xuống còn 7% (so với 10% trong 11T2023). Ngoài ra, để bù đắp một phần sự cạn kiệt nguồn khí hiện tại, PV GAS (GAS: HOSE) đã nhập khẩu ~0,4 tỷ m3 khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) (từ giữa tháng 4 năm 2024) nhằm phục vụ cho mùa cao điểm nhu cầu điện cũng như chạy thử nghiệm nhà máy Nhơn Trạch 3&4. Đây là dự án điện khí LNG đầu tiên tại Việt Nam.

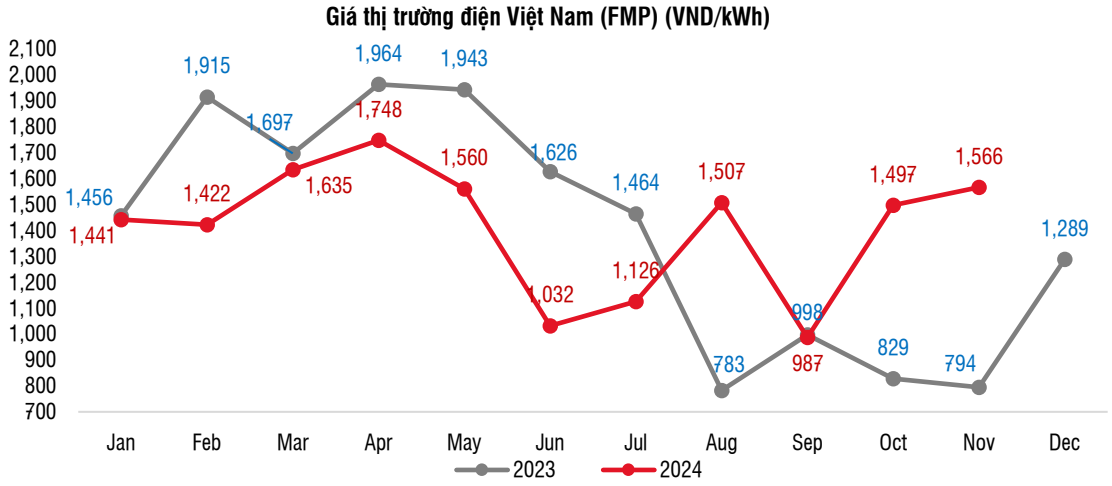
Biểu đồ 1: Sự phục hồi dần của nền kinh tế hỗ trợ sản lượng điện năm 2024



Nguồn: EVN, Tổng cục Thống kê (GSO), Bộ Công Thương (MoIT) , SSI Research

Mặc dù giá thị trường điện (FMP) nửa đầu năm giảm svck nhưng vẫn phục hồi trong nửa cuối năm 2024, chủ yếu do nhu cầu tiêu thụ điện tăng cao. Chúng tôi ước tính giá FMP trung bình 11T2024 đạt 1.411 VND/kWh (gần như đi ngang svck).

Biểu đồ 2: Giá FMP tại Việt Nam (VND/kWh) giảm trong nửa đầu năm nhưng phục hồi trong nửa cuối năm 2024

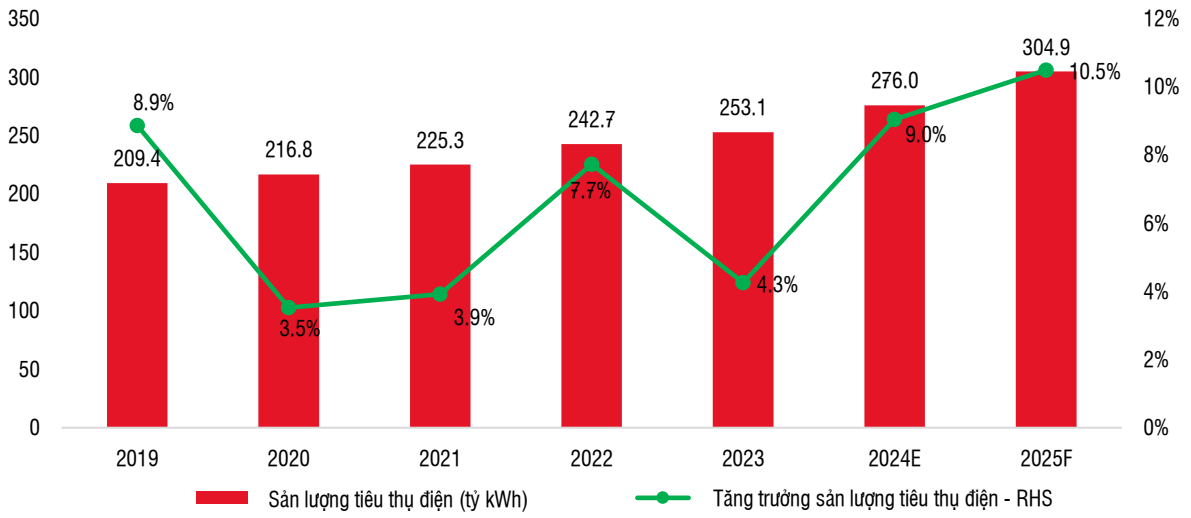


Nguồn: EVN, Công ty TNHH MTV Vận hành hệ thống điện và thị trường điện Quốc gia (NSMO), Cục Điều tiết Điện lực (ERAV), SSI Research (dữ liệu tính đến tháng 11/2024)

Năm 2025: Đủ nguồn cung điện trong bối cảnh nhu cầu dự kiến tăng cao

Chúng tôi dự báo mức tiêu thụ điện quốc gia tăng trưởng 10,5% svck vào năm 2025, dựa trên giả định hệ số đàn hồi điện/GDP là 1,5 và ước tính tăng trưởng GDP tương ứng là 7% svck. Dự báo của chúng tôi cũng gần với kịch bản cơ sở theo kế hoạch của chính phủ (11%-12% svck).

Biểu đồ 3: Dự báo sản lượng tiêu thụ điện quốc gia

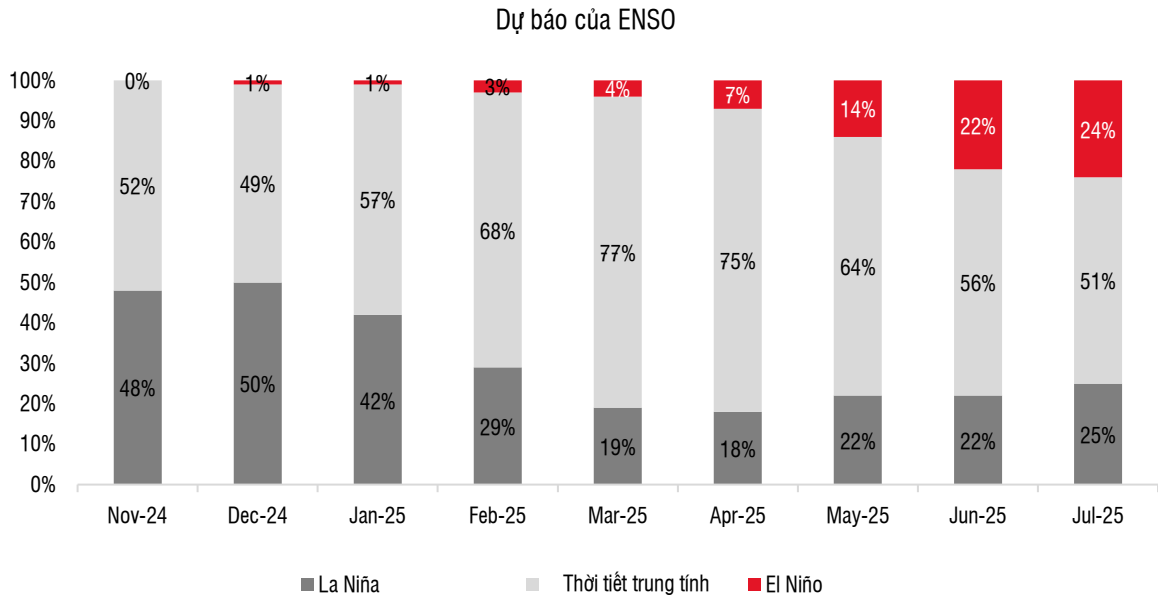


Nguồn: EVN, NSMO, GSO, SSI Research

Mặc dù nhu cầu tăng cao hơn, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung sẽ tiếp tục đáp ứng, chủ yếu nhờ việc chuyển đổi sang thủy điện, hoàn thành đường dây 500 kV Mạch 3 và tiếp tục cung cấp đủ than cho sản xuất điện. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rủi ro thiếu điện vẫn tồn tại, do tình trạng cạn kiệt các mỏ khí tiếp diễn, phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn cung than quốc tế (sản lượng than trong nước có thể không đáp ứng được hết nhu cầu tiêu thụ điện). Theo Bộ Công Thương, trong năm 2024, các nhà máy nhiệt điện than của Việt Nam đã tiêu thụ ~47,2 triệu tấn than trong nước/than trộn và ~24,1 triệu tấn than nhập khẩu.

Sự phổ biến của hiệu ứng La Nina hoặc hiện tượng thời tiết trung tính sẽ có lợi cho các nhà máy thủy điện. El Nino đã kết thúc vào tháng 5 năm 2024 và dần chuyển sang hiện tượng thời tiết trung tính. Điều này kết hợp với mùa mưa (bắt đầu từ cuối nửa đầu năm 2024) đã hỗ trợ thủy điện với điều kiện thời tiết thuận lợi hơn. Trên thực tế, EVN đã huy động sản lượng thủy điện nhiều hơn kể từ tháng 6. Chúng tôi dự đoán hiện tượng thời tiết này sẽ tiếp diễn hoặc dần chuyển sang La Nina trong năm 2025, qua đó tiếp tục hỗ trợ quá trình phục hồi thủy điện.

Biểu đồ 4: Xác suất cao xảy ra hiện tượng thời tiết trung tính và La Nina cho thấy đây là kiểu thời tiết chủ đạo năm 2025



Nguồn: Cơ quan Quản lý Khí quyển và Đại dương Quốc gia (NOAA), Viện nghiên cứu quốc tế về khí hậu và xã hội (IRI), SSI Research (dữ liệu tính đến tháng 11/2024)

Ngày 29/08/2024, Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia (EVNNPT) đã tổ chức lễ khánh thành đường dây truyền tải điện 500 kV mạch 3. Cụ thể, đường dây dài 519 km, trải dài qua 9 tỉnh (Quảng Bình, Hà Tĩnh, Nghệ An, Thanh Hóa, Ninh Bình, Nam Định, Thái Bình, Hải Dương và Hưng Yên). Theo Chính phủ Việt Nam, dự án này dự kiến sẽ tăng công suất truyền tải điện từ miền Trung đến miền Bắc từ 2.500 MW lên 5.000 MW. Chúng tôi kỳ vọng đường dây truyền tải này sẽ phần nào giảm thiểu nguy cơ thiếu điện tại miền Bắc.

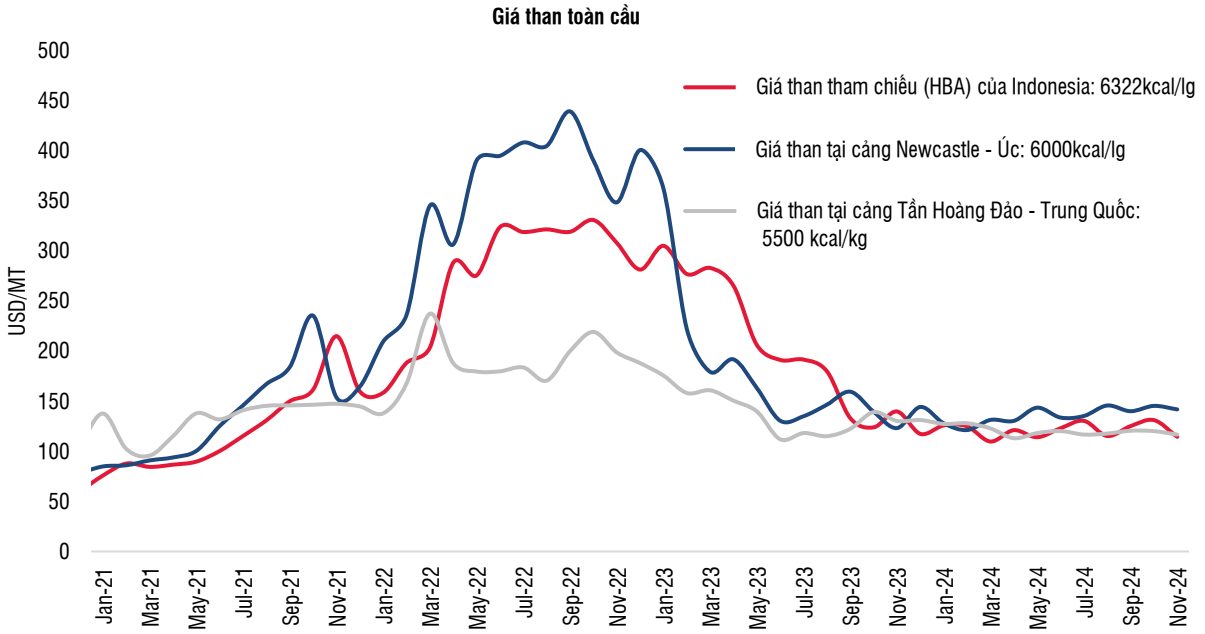
Bảng 5: Một số thông tin về dự án đường dây truyền tải điện 500 kV mạch 3

	Chi tiết
Ngày khánh thành	29/08/2024
Tổng chiều dài	519 km, từ tỉnh Quảng Bình tới tỉnh Hưng Yên
Vốn đầu tư	Hơn 22.3 nghìn tỷ (897 triệu đô)
4 phần của dự án	**Nam Định I – Thanh Hóa:** 74 km (hoàn thành đóng điện ngày 30/06/2024) **Nhà máy nhiệt điện Nam Định I – Phố Nối:** 127 km (hoàn thành đóng điện ngày 19/08/2024) **Quỳnh Lưu – Thanh Hóa:** 92 km (hoàn thành đóng điện ngày 19/08/2024) **Quảng Trạch – Quỳnh Lưu:** 226 km (hoàn thành đóng điện ngày 27/08/2024)

Nguồn: EVN, SSI Research

Điện than sẽ tiếp tục là nguồn điện quan trọng, vì năng lượng tái tạo phụ thuộc rất nhiều vào điều kiện thời tiết và các mỏ khí vẫn đang trong tình trạng cạn kiệt. Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại rằng giá than trộn sẽ tiếp tục tăng ở Việt Nam, với giá than quốc tế tương đối cao so với giá than trong nước và tỷ trọng than quốc tế trong than trộn kỳ vọng sẽ tăng. Chúng tôi tin rằng triển vọng như trên sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các nhà máy điện than.

Biểu đồ 6: Giá than toàn cầu giảm từ mức cao của 2022 – 2023 nhưng vẫn cao hơn 20%-30% so với giá than trong nước (theo ước tính của chúng tôi)



Nguồn: Bloomberg, SSI Rsearch

Chúng tôi lo ngại tình trạng thiếu hụt nguồn cung khí đốt tự nhiên sẽ trầm trọng hơn trong năm 2025. Cụ thể, chúng tôi ước tính khả năng cung cấp khí đốt ở Đông Nam Bộ đạt 2,8 - 3 tỷ m3/năm trong năm 2024 (so với 4,3 tỷ m3/năm trong năm 2023). Con số này có thể tiếp tục giảm xuống còn 2,06 tỷ m3 vào năm 2025 (theo Bộ Công Thương), thể hiện tình trạng thiếu hụt khí đốt tự nhiên nghiêm trọng hơn. Đối với vùng Tây Nam Bộ, chúng tôi nhận thấy tình hình có thể ít nghiêm trọng hơn, với khả năng cấp khoảng 1,2-1,4 tỷ m3/năm vào năm 2024 (tương tự như năm 2023). Bộ Công Thương cũng kỳ vọng khả năng cấp khí ổn định cho khu vực này với gần 1,35 tỷ m3/năm trong năm 2025. Tuy nhiên, các mỏ khí đốt tự nhiên của Việt Nam đang cạn kiệt, ảnh hưởng hiệu suất của các nhà máy điện khí cũng như tính ổn định của nguồn điện khí. Để bù đắp một phần cho tình trạng này, LNG đã được nhập khẩu vào năm 2024 (như đã đề cập ở trên). Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục vào năm 2025, do chúng tôi dự đoán các nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3 và 4 (1.624 MW) sẽ đi vào hoạt động. POW, chủ đầu tư của các nhà máy này, đặt mục tiêu vận hành thương mại nhà máy Nhơn Trạch 3 vào tháng 6 và nhà máy Nhơn Trạch 4 vào tháng 9. Chúng tôi kỳ vọng rằng việc đưa vào hoạt động các dự án này sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc giảm thiểu rủi ro thiếu điện.

Bảng 7: Giả định giá khí đốt và than

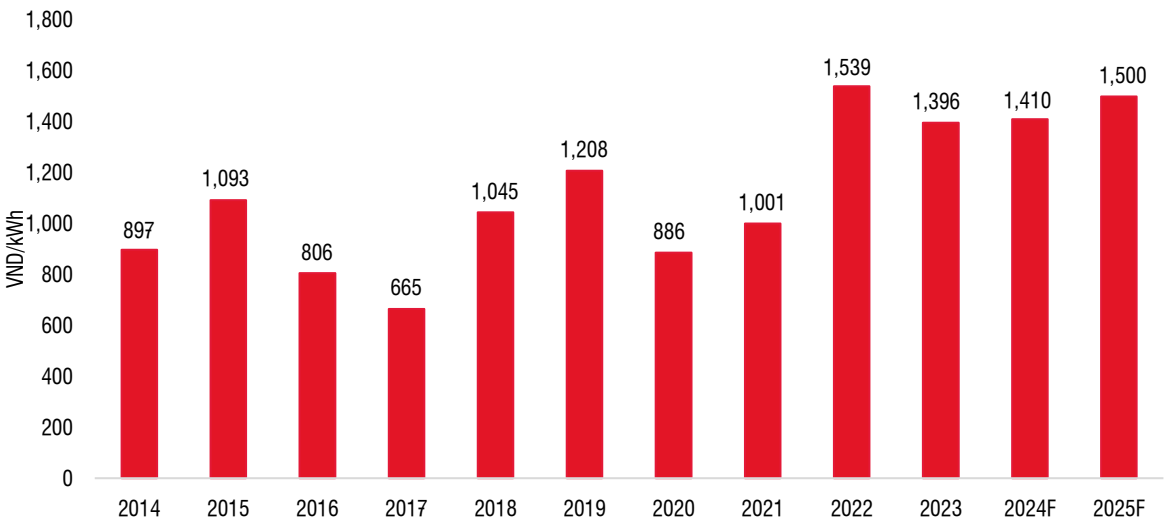
Năm	Dầu FO	Dầu Brent	Giá khí đốt tại Nhơn Trạch 1 và NT2	Giá khí đốt tại Cà Mau 1&2	Giá than tại Vũng Áng 1
Đơn vị	USD/tấn	USD/bbl	USD/MMBTU	USD/MMBTU	VND/kg
2023E	445	82	9,06	8,98	2.303
2024F	455-465	78-82	9,46	8,95	2.702
2025F	426-434	74-77	9,40	8,49	2.759

Nguồn: Bloomberg, POW, NT2, SSI Research

Mặt khác, chúng tôi dự báo giá FMP sẽ tăng cao hơn svck, từ đó có thể phần nào đó hỗ trợ hiệu suất hoạt động của các nhà máy nhiệt điện. Giả định của chúng tôi dựa trên các dự báo sau:

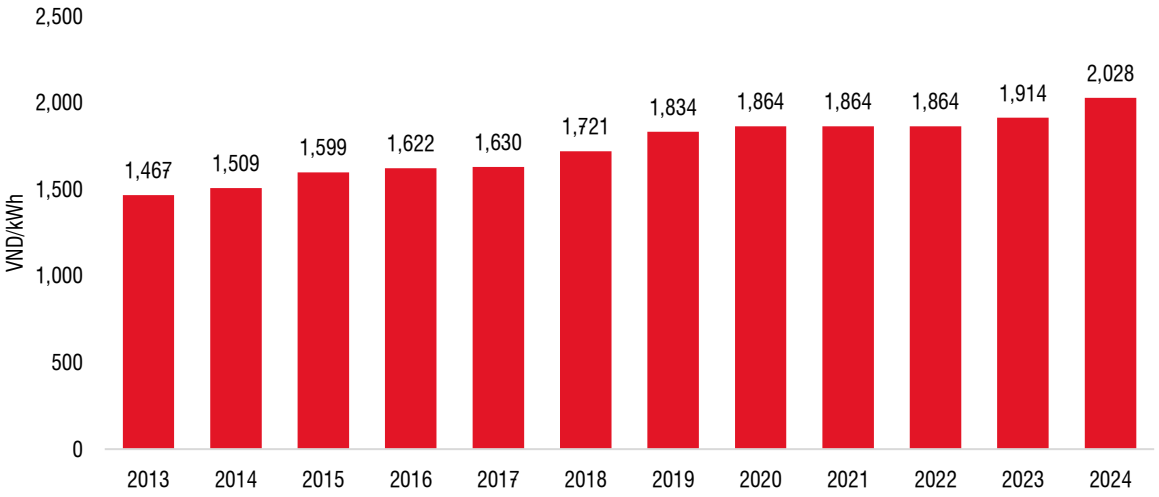
- **Giá điện từ thủy điện hiện đang rẻ hơn các nguồn nhiệt điện (bao gồm điện than và điện khí)**. Chúng tôi kỳ vọng việc EVN huy động nhiều hơn từ nguồn này sẽ cho phép công ty huy động nhiều hơn từ các nguồn nhiệt điện, có thể giúp giá FMP tăng. Trên thực tế, chúng tôi tin rằng đây là giải pháp khả thi nhất để tối đa hóa nguồn cung điện và giảm rủi ro thiếu điện.
- **Vào tháng 10/2024, EVN đã nâng giá bán lẻ điện bình quân lên 2.103 đồng/kWh (+4,8%).** Chúng tôi ước tính rằng mức giá này đủ để EVN hòa vốn trong năm 2025 và có thể khuyến khích công ty huy động nhiệt điện nhiều hơn. Chúng tôi lưu ý rằng EVN đã lỗ gần 27 nghìn tỷ đồng vào năm 2023. Trong năm đó, giá bán lẻ điện bình quân đã được điều chỉnh hai lần lên 1.920 đồng/kWh (04/05) và 2.007 đồng/kWh (09/11).

Biểu đồ 8: Dự báo giá FMP tại Việt Nam



Nguồn: EVN, NSMO, ERAV, SSI Research

Biểu đồ 9: Giá bán lẻ điện trung bình của EVN*

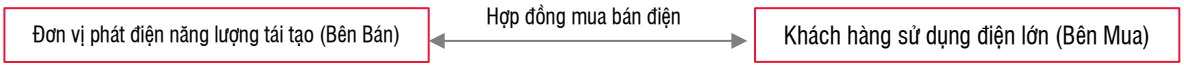


*Nguồn: EVN, SSI Research. *Dữ liệu được điều chỉnh, có tính đến tác động của ngày giá bán lẻ có hiệu lực. Vào ngày 11/10/2024, EVN đã tăng giá bán lẻ điện bình quân lên 2.103 đồng/kWh (từ 2.007 đồng/kWh).*

Việt Nam đã có thêm một số diễn biến mới về chính sách liên quan mảng năng lượng tái tạo. Trong năm 2024, chỉ có chưa đến 380 MW công suất năng lượng tái tạo chuyển tiếp (theo ước tính của chúng tôi) được bổ sung vào hệ thống điện quốc gia (vẫn khá nhỏ khi so sánh với hơn 80.000 MW công suất điện quốc gia). Chúng tôi cho rằng điều này chủ yếu do thiếu các quy định mới khuyến khích phát triển các dự án năng lượng tái tạo. Tuy nhiên, một số quy định quan trọng liên quan đến ngành điện đã được ban hành, và chúng tôi dự đoán sẽ là động lực quan trọng cho dài hạn:

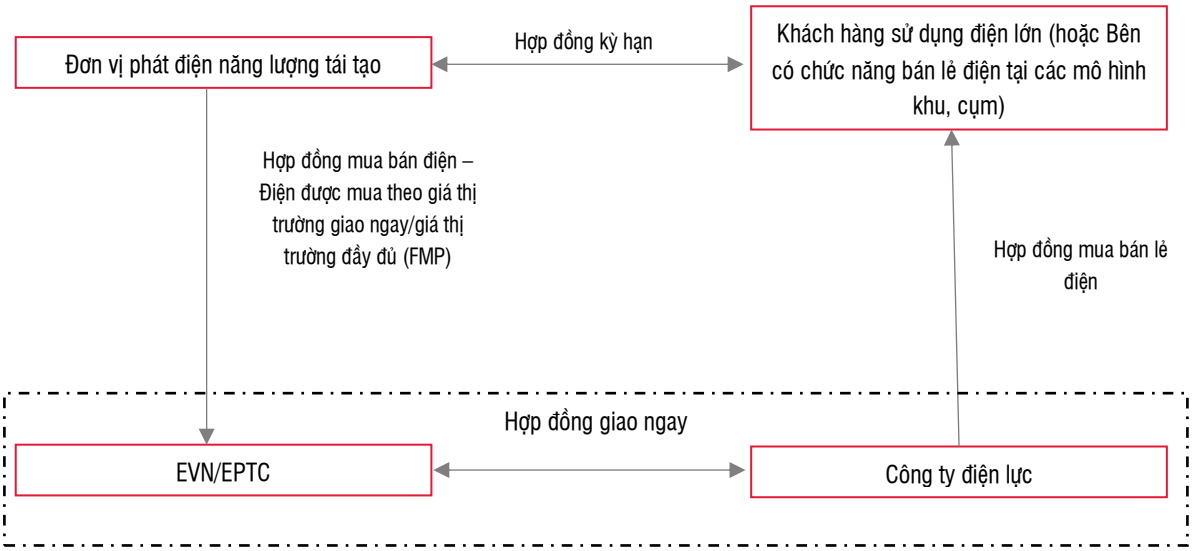
- **Cơ chế DPPA (cơ chế mua bán điện trực tiếp):** Với hai hình thức mua bán trực tiếp chính (Hình 10 và Hình 11), cơ chế này sẽ giúp giảm sự phụ thuộc vào EVN và lưới điện quốc gia, khuyến khích đầu tư nhiều hơn vào năng lượng tái tạo và hỗ trợ tính khả thi của Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia (PDP) III (xem thêm chi tiết trong Báo cáo cập nhật ngành Điện ngày 12/07/2024). Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ Việt Nam sẽ ban hành thêm các quy định để thực hiện cơ chế này.

Biểu đồ 10: Minh họa mua bán điện trực tiếp qua Đường dây kết nối riêng



Nguồn:SSI Research

Biểu đồ 11: Minh họa mua bán điện trực tiếp qua Lưới điện quốc gia



Nguồn: SSI Research

- **Luật Điện lực sửa đổi:** Luật này tháo gỡ một số điểm nghẽn về cơ chế trong ngành điện, đề xuất áp dụng cơ cấu giá điện nhiều thành phần và nhấn mạnh tầm quan trọng của việc cam kết sản lượng điện hợp đồng tối thiểu dài hạn đối với các nhà máy điện cũng như tầm quan trọng của phát triển năng lượng tái tạo và các nguồn năng lượng mới (như hydrogen và amoniac). Chúng tôi kỳ vọng rằng Luật sửa đổi có thể giúp đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia, thúc đẩy các quy định tiếp theo cho từng nguồn năng lượng, chẳng hạn như cơ chế giá mới cho năng lượng tái tạo. Trên thực tế, cơ chế giá mới nhất đã được ban hành cách đây gần hai năm, chỉ áp dụng đối với các nhà máy điện mặt trời và điện gió chuyển tiếp (Quyết định số 21/QĐ-BCT, ban hành ngày 07/01/2023). Thêm vào đó, để đa dạng hóa các nguồn năng lượng, thông qua Luật này, Quốc hội đã nhất trí tái khởi động kế hoạch phát triển điện hạt nhân (xem thêm chi tiết trong Báo cáo cập nhật ngành Điện ngày 05/12/2024 của chúng tôi).

- **Nghị định về điện mặt trời áp mái tự sản tự tiêu:** Ban hành vào tháng 10 (Nghị định số 135/2024/NĐ-CP). Nghị định này sẽ được áp dụng cho nhiều loại công trình xây dựng, bao gồm hộ gia đình/nhà ở, cơ quan công sở, khu công nghiệp, cụm công nghiệp, khu chế xuất, khu công nghệ cao, khu kinh tế và các cơ sở sản xuất/kinh doanh. Theo quan điểm của chúng tôi, tương tự như hai quy định trên, Nghị định này khuyến khích đầu tư nhiều hơn vào năng lượng tái tạo (cụ thể là điện mặt trời mái nhà) để giảm bớt/giải quyết tình trạng thiếu điện. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng nghị định này có thể không mang lại sự hấp dẫn đầu tư đáng kể cho các công ty đầu tư về điện đang niêm yết vì hai lý do chính sau đây (có thể dẫn đến tính lợi nhuận không cao):
  - ✓ Theo nghị định này, các dự án đủ điều kiện bán điện không sử dụng cho EVN chỉ được phép bán tối đa 20% công suất lắp đặt.
  - ✓ Giá điện năng thị trường/giá biên hệ thống (SMP) trung bình của năm trước (ví dụ: ~1.100 đồng/kWh vào năm 2023, theo ước tính của chúng tôi) sẽ là giá điện áp dụng cho việc bán điện đó (mức giá này không hấp dẫn). Chúng tôi lưu ý rằng SMP là một trong những thành phần quan trọng (cùng với Giá công suất hoặc CAN) trong giá FMP của thị trường bán buôn điện cạnh tranh Việt Nam (VWEM).

Bảng 12: Những nội dung chính của Nghị định số 135/2024/NĐ-CP về phát triển điện mặt trời mái nhà tự sản xuất, tự tiêu thụ

Trạng thái kết nối vào lưới điện quốc gia	Bán điện dư/không sử dụng	Thiết bị chống phát ngược điện	Công suất lắp đặt (MW)	Quy mô công suất theo PDP VIII	Hệ thống SCADA	Giấy phép hoạt động điện lực	Lưu ý
Không đấu nối vào lưới điện quốc gia	Không bán	Không yêu cầu lắp đặt	Không giới hạn	Không giới hạn	Không yêu cầu	Được miễn	Phát triển điện mặt trời áp mái phải thông báo cho Sở Công Thương tỉnh, đơn vị điện lực địa phương và các cơ quan liên quan đến xây dựng và phòng cháy chữa cháy. Công trình triển khai phát triển loại năng lượng này phải tuân thủ các quy định về đầu tư, xây dựng, đất đai, môi trường, an toàn và phòng cháy chữa cháy Việc phát triển loại năng lượng này phải tuân thủ các quy định về an toàn điện, đầu tư, xây dựng, đất đai, môi trường và phòng cháy chữa cháy Không được phép sử dụng các tấm pin quang điện (PV) và thiết bị chuyển đổi điện một chiều (DC) sang điện xoay chiều (AC) nhập khẩu đã qua sử dụng. Việc lắp đặt thiết bị chống phát ngược
Đấu nối vào lưới điện quốc gia	Không bán	Yêu cầu lắp đặt	< 0,1	Không giới hạn	Không yêu cầu	Được miễn	
			≥ 0,1	Không giới hạn	Có yêu cầu, phê duyệt bởi EVN	Được miễn	
	Có bán, không quá 20% công suất lắp đặt thực tế	Không lắp đặt	< 0,1	Không giới hạn	Không yêu cầu	Chỉ miễn cho hộ gia đình và nhà ở cá nhân	
			≥ 0,1 và < 1	Giới hạn, phải phù hợp với quy hoạch	Có yêu cầu, phê duyệt bởi EVN	Có yêu cầu	
			≥ 1	Giới hạn, phải phù hợp với quy hoạch	Có yêu cầu, phê duyệt bởi EVN	Có yêu cầu	

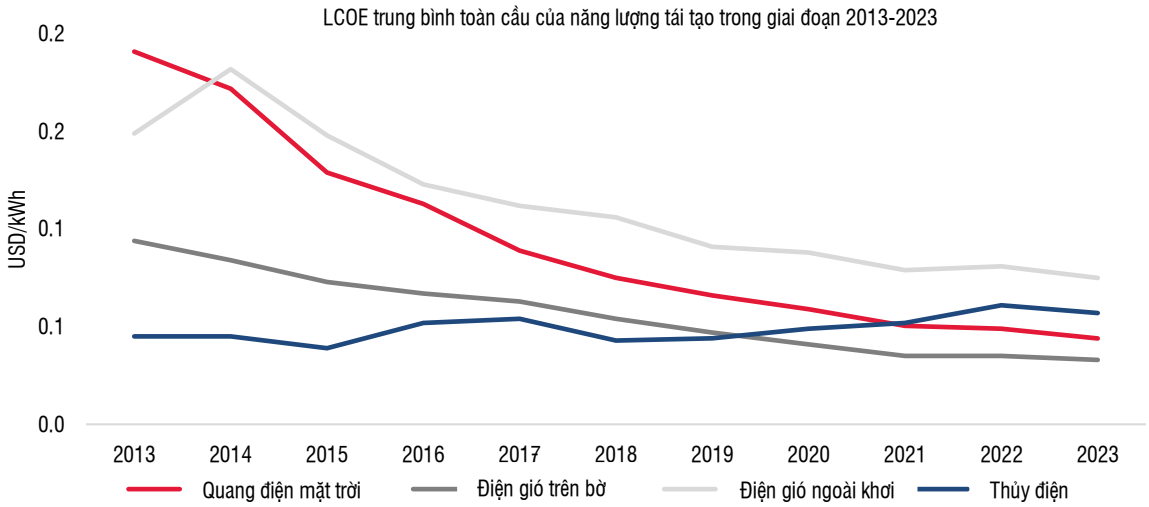
							điện giúp ngăn chặn dòng điện chảy vào hệ thống điện quốc gia. Hệ thống điện mặt trời tự sản tự tiêu áp mái của các văn phòng hoặc cơ sở được xác định là tài sản công không được phép bán điện dư thừa/không sử dụng. Để bán điện dư thừa/không sử dụng, nhà phát triển phải thực hiện kiểm tra kỹ thuật và lắp đặt công tơ điện tử (đo lường sản lượng) và hệ thống SCADA. Khuyến khích lắp đặt các hệ thống lưu trữ điện Người mua duy nhất đủ điều kiện mua điện dư thừa/không sử dụng là Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) hoặc các đơn vị thành viên được EVN ủy quyền Nghị định quy định giá điện áp dụng là Giá điện năng thị trường điện (SMP) trung bình của năm trước.

Nguồn: Chính phủ Việt Nam, SSI Research

**SCADA: Kiểm soát giám sát và thu thập dữ liệu*

Chi phí trung bình để xây dựng và vận hành các nhà máy năng lượng tái tạo (trừ thủy điện) đang giảm, đây là điều kiện thuận lợi để mở rộng phát triển nguồn năng lượng này. Chi phí thường được đo bằng chỉ tiêu levelized cost of energy (LCOE), bằng cách chia giá trị hiện tại của tổng chi phí phát sinh trong suốt vòng đời dự án (vốn đầu tư ban đầu và chi phí vận hành) cho giá trị hiện tại của toàn bộ sản lượng điện thực tế được sản xuất trong cùng kỳ.

Biểu đồ 13: Chi phí trung bình để xây dựng & vận hành nhà máy điện năng lượng tái tạo (trừ thủy điện) đã giảm trong vòng 10 năm qua



Nguồn: IRENA, SSI Research (số liệu cuối năm 2023)

Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng Quy hoạch điện VIII (PDP VIII) sẽ được cập nhật

Vào ngày 15 tháng 5 năm 2023, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt PDP VIII (thông qua Quyết định số 500/QĐ-TTg), vạch ra lộ trình phát triển điện lực quốc gia và theo đuổi mục tiêu phát thải carbon ròng bằng 0 vào năm 2050. Sau đó, vào đầu tháng 4 năm 2024, Kế hoạch thực hiện của PDP VIII đã được ban hành (theo sau bởi Quyết định số 1682/QĐ-TTg ngày 28 tháng 12 năm 2024, nhằm them vào một số cập nhật mới), làm rõ thêm các chi tiết cho việc thực hiện, bao gồm cả việc chỉ ra các dự án chi tiết cần phát triển cho từng nguồn năng lượng tại từng địa phương/khu vực cũng như các dự án truyền tải điện. Tuy nhiên, hầu hết các nguồn này đều đang gặp khó khăn trong triển khai, đòi hỏi phải điều chỉnh PDP VIII:

- **Điện khí:** Trong số mười dự án (7.900 MW) cần phát triển đến năm 2030, Ô Môn I là nhà máy duy nhất đang hoạt động (với đầu vào là FO, dự kiến chuyển sang khí như một phần của dự án điện khí Lô B - Ô Môn). Cùng với Lô B, việc triển khai cả hai mỏ khí Cá Voi Xanh và Báo Vàng cũng cần thiết để để đạt mục tiêu này, và chúng tôi dự kiến việc thực hiện này sẽ mất nhiều thời gian.

Bảng 14: 10 dự án điện khí phát triển đến năm 2030

Dự án	Công suất (MW)	Địa điểm	Thời gian dự kiến bắt đầu hoạt động	Lưu ý
Ô Môn I	660	Cần Thơ	Nhà máy hiện đang sử dụng FO làm nhiên liệu đầu vào	Các nhà máy dự kiến sẽ sử dụng khí từ mỏ khí Lô B làm nhiên liệu đầu vào
Ô Môn II	1.050	Cần Thơ	2027	
Ô Môn IV	1.050	Cần Thơ	2028	
Ô Môn III	1.050	Cần Thơ	2030	
Dung Quất I	750	Quảng Ngãi	2028	Các nhà máy dự kiến sẽ sử dụng khí từ mỏ khí Cá Voi Xanh làm nhiên liệu đầu vào
Dung Quất II	750	Quảng Ngãi	2028	
Dung Quất III	750	Quảng Ngãi	2028	
Miền Trung I	750	Quảng Nam	2030	
Miền Trung II	750	Quảng Nam	2030	
Quảng Trị	340	Quảng Trị	2030	Các nhà máy dự kiến sẽ sử dụng khí từ mỏ khí Báo Vàng làm nhiên liệu đầu vào
Tổng	**7.900**			

Nguồn: PDP VIII, Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII, SSI Research

- **Điện khí LNG**: Với 13 dự án (22.524 MW) phát triển đến năm 2030, chúng tôi lo ngại rằng Nhơn Trạch 3&4 có thể là dự án khả thi duy nhất, chiếm 7% nhu cầu phát triển công suất điện khí LNG, trong khi các dự án khác vẫn đang bị chậm tiến độ. Chúng tôi cho rằng điều này chủ yếu do thiếu các ưu đãi đầu tư và cơ chế liên quan đến LNG, đặc biệt là cam kết sản lượng hợp đồng tối thiểu dài hạn.

Bảng 15: 13 dự án điện khí LNG phát triển đến năm 2030

Dự án	Công suất (MW)	Địa điểm	Thời gian dự kiến bắt đầu hoạt động	Lưu ý
Nhơn Trạch 3&4	1.624	Đồng Nai	T6/2025 (Nhơn Trạch 3) và T9/2025 (Nhơn Trạch 4)	Chủ đầu tư: POW (chi tiết xem tại Báo cáo cập nhật POW ngày 21/11/2024)
Hiệp Phước giai đoạn 1	1.200	TP HCM	2025	Đang xây dựng
Lạc Liêu	3.200	Bạc Liêu	2027-2029	Chủ đầu tư: Delta Offshore Energy (DOE)
Sơn Mỹ II	2.250	Bình Thuận	2027-2029	Chủ đầu tư: AES Corporation
BOT Sơn Mỹ I	2.250	Bình Thuận	2027-2029	Chủ đầu lư: liên doanh giữa EDF, Sojitz, Kyushu và Tập đoàn Pacific
Quảng Ninh	1.500	Quảng Ninh	2028-2029	Chủ đầu tư: liên doanh giữa POW, Công ty CP Cơ khí và Lắp máy Việt Nam (Colavi), Tokyo Gas và Tập đoàn Marubeni.
Hải Lăng giai đoạn 1	1.500	Quảng Trị	2028-2029	Chủ đầu tư: liên doanh giữa Tập đoàn T&T, Tập đoàn Năng lượng Hanwha, Tập đoàn Khí đốt Hàn Quốc (KOGAS) và Điện lực miền Nam Hàn Quốc (KOSPO)
Thái Bình	1.500	Thái Bình	2029	Chủ đầu tư: liên doanh giữa Tokyo Gas, Tập đoàn Kyuden và Tập đoàn Trường Thành Việt Nam
Nghi Sơn	1.500	Thanh Hóa	2029-2030	Đang lựa chọn chủ đầu tư
Cà Ná	1.500	Ninh Thuận	2029-2030	Đang lựa chọn chủ đầu tư
Quảng Trạch II	1.500	Quảng Bình	2029-2030	Chủ đầu tư: EVN Chủ trương đầu tư được phê duyệt vào tháng 9 năm 2024. Dự án ban đầu được quy hoạch thành nhà máy điện than (1.200 MW)
Quỳnh Lập	1.500	Nghệ An	2029-2030	Đang lựa chọn chủ đầu tư
Long An I	1.500	Long An	2029-2030	Chủ đầu tư: VinaCapital và GS Energy
Tổng	**22.524**			

Nguồn: PDP VIII, Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII, ERAV, EVN SSI Research

- **Điện than**: nguồn năng lượng này đang phải đối mặt với các yêu cầu khắt khe hơn về môi trường, khó khăn trong việc thu xếp vốn và thiếu sự hỗ trợ từ chính quyền địa phương.
- **Thủy điện**: Số lượng hồ thủy điện còn lại ở Việt Nam không còn nhiều, tạo gánh nặng cho việc phát triển.
- **Năng lượng tái tạo:** Tính đến cuối năm 2023, mảng này đạt công suất 21.664 MW, vẫn còn cách rất xa so với mục tiêu 50.741 MW của năm 2030. Đặc biệt, tính đến cuối năm 2024, chúng tôi chưa ghi nhận bất kỳ dự án điện gió ngoài khơi nào đi vào hoạt động, trong khi mục tiêu công suất năm 2030 tương ứng là 6.000 MW.

Bảng 16: Công suất điện mục tiêu đến năm 2030, dựa trên PDP VIII và Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện PDP VIII

Đơn vị: MW	2020	2023	2030
Thủy điện	20.789	22.872	29.346
Điện than	19.825	26.576	30.127
Điện khí	7.076	7.152	14.930
Điện khí LNG	0	0	22.524
Năng lượng tái tạo	17.430	21.664	50.741
Điện mặt trời	*16.491*	*NA*	*20.591*
Điện gió	*539*	*N/A*	*27.880*
Các loại năng lượng tái tạo khác	*400*	*N/A*	*2.270*
Khác	4.218	N/A	10.700
Tổng công suất lắp đặt	**69.338**	**80.555**	**158.368**

Nguồn: EVN, PDP VIII, Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII, SSI Research

Cổ phiếu ưa thích: NT2, REE, HDG

Chúng tôi ưa thích NT2 vì khả năng phục hồi sản lượng điện (+13% svck) và lợi nhuận (trên 7x svck) trong năm 2025 (từ mức thấp năm 2024). Trên thực tế, NT2 có thể được ưu tiên huy động điện từ EVN, được hỗ trợ bởi việc tiếp tục sử dụng khí đốt tự nhiên làm nhiên liệu đầu vào chính, thay vì khí LNG giá cao. Ngoài ra, chúng tôi dự báo máy móc và thiết bị của NT2 sẽ khấu hao hoàn toàn vào cuối năm 2025. Đối với REE, chúng tôi dự báo tăng trưởng NPATMI (LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ) năm 2025 đạt 35% svck cho mảng điện, chủ yếu nhờ sản lượng thủy điện phục hồi (+16% svck). Đây cũng có thể là triển vọng tương tự cho HDG. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng động lực tăng trưởng chính của HDG trong năm 2025 có thể đến từ các giai đoạn mở bán mới của dự án Hado Charm Villas. Mặt khác, mặc dù có triển vọng tăng trưởng từ NT2 – công ty con của POW (như đã đề cập ở trên), chúng tôi dự báo rằng tổng lợi nhuận của POW có thể bị sụt giảm vào năm 2025 do hiệu suất chưa cao của dự án Nhơn Trạch 3&4 trong những năm đầu hoạt động.

1. Công ty Cổ phần Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (31/12/2024): 20.950 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 24.700 Đồng/cp (Tiềm năng tăng giá: +18%)/Khả quan**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Mặc dù các mỏ khí ở khu vực Đông Nam Bộ đang cạn kiệt, NT2 là một trong số ít các nhà máy điện khí vẫn có cam kết cấp khí tự nhiên với PV GAS.
  - ✓ Chúng tôi kỳ vọng việc chuyển giao nhà máy BOT (Xây dựng - Vận hành - Chuyển giao) Phú Mỹ 2.2 vào tháng 2 năm 2025 sẽ phần nào giải quyết tình trạng thiếu khí.
  - ✓ Chúng tôi kỳ vọng máy móc và thiết bị của NT2 sẽ hết khấu hao vào cuối năm 2025 và hỗ trợ lợi nhuận từ năm 2026 trở đi.
- **Rủi ro**
  - ✓ Nhu cầu điện yếu hơn dự kiến có thể dẫn đến sản lượng điện hợp đồng thấp hơn (Qc).
  - ✓ Giá khí biến động bất thường
  - ✓ Nguồn cung khí thiếu hụt trầm trọng hơn dự kiến.
  - ✓ Khó khăn tài chính của EVN kéo dài hơn dự kiến.

Bảng 17: Các chỉ tiêu tài chính quan trọng của NT2

Đơn vị: Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	6.150	8.788	6.386	5.974	7.085	6.957
Lợi nhuận gộp	676	1.082	510	14	465	581
EBITDA	1.284	1.647	1.235	781	1.029	756
LNTT	566	943	514	58	435	575
LN ròng	534	883	473	53	391	460
EPS (VND)	1.756	2.960	1.546	174	1.296	1.524
BVPS (VND)	14.706	16.027	15.062	13.736	15.032	16.556
DPS (VND)	1.650	2.500	1.500	0	0	1.500
ROE	12,5%	20,0%	10,6%	1,3%	9,5%	10,1%
Tỷ suất cổ tức	6,3%	10,8%	6,1%	0,0%	0,0%	7,2%
Nợ ròng/VCSH	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,5
P/E	15,0	9,7	15,9	120,3	16,2	13,7
EV/EBITDA	6,1	4,6	5,0	6,2	4,7	6,5

Nguồn: NT2, SSI Research

2. Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh (REE: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (31/12/2024): 67.900 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 76.900 Đồng/cp (Tiềm năng tăng giá: +13%)/Khả quan**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Điều kiện thời tiết thuận lợi hơn sẽ có lợi cho thủy điện trong giai đoạn 2025-2026. Nguồn điện này chiếm gần 50% tổng công suất phát điện của công ty và chiếm ~70% NPATMI của mảng điện (theo ước tính của chúng tôi). Chúng tôi cũng lưu ý rằng mảng điện chiếm hơn 50% NPATMI của REE.
  - ✓ Việc tiếp tục mở bán dự án The Light Square và tỷ lệ lấp đầy cao hơn của E.town 6 có thể thúc đẩy tăng trưởng cho mảng bất động sản.
  - ✓ Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi kinh tế sẽ hỗ trợ mảng dịch vụ M&E.
- **Rủi ro**
  - ✓ Điều kiện thời tiết đối với các nhà máy thủy điện không thuận lợi như dự kiến.
  - ✓ Tiến độ mở bán dự án The Light Square chậm hơn dự kiến.
  - ✓ Sự cố kỹ thuật bất ngờ tại các nhà máy điện.

Bảng 18: Các chỉ tiêu tài chính quan trọng của REE

Đơn vị: Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	5.810	9.372	8.570	8.117	9.701	9.506
Lợi nhuận gộp	2.310	4.330	3.710	2.902	3.823	3.656
EBITDA	3.956	5.987	5.259	4.065	4.873	5.053
LN ròng	2.135	3.515	2.787	1.764	2.473	2.650
EPS (VND)	6.003	7.576	5.354	3.259	4.367	4.553
ROA	8,2%	10,7%	8,1%	5,0%	6,8%	7,2%
ROE	14,9%	19,8%	13,9%	8,2%	10,7%	10,5%
Nợ/VCSH	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3
P/E	11,5	9,4	10,6	20,8	15,6	14,9
EV/EBITDA	8,5	6,3	6,3	9,8	8,2	7,9

Nguồn: REE, SSI Research

3. Công ty Cổ phần Tập đoàn Hà Đô (HDG: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (31/12/2024): 28.500 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 33.100 Đồng/cp (Tiềm năng tăng giá:+16%)/Khả quan**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Tương tự REE, chúng tôi kỳ vọng điều kiện thời tiết thuận lợi hơn sẽ có lợi cho danh mục thủy điện của HDG. Vì công ty chưa triển khai thêm dự án bất động sản mới nên mảng điện hiện chiếm hơn 60% tổng doanh thu, trong đó thủy điện chiếm hơn 70% sản lượng điện.
  - ✓ HDG có một danh mục năng lượng tái tạo với công suất khoảng 800 MW đang chờ triển khai. Chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào dự báo của mình.
  - ✓ Việc tiếp tục mở bán dự án Hado Charm Villas có thể hỗ trợ phục hồi lợi nhuận cho mảng bất động sản.
- **Rủi ro**
  - ✓ Thời tiết kém thuận lợi hơn dự kiến ảnh hưởng tới hiệu suất hoạt động của các nhà máy thủy điện.
  - ✓ Sự cố kỹ thuật bất ngờ tại các nhà máy điện.
  - ✓ Tiến độ triển khai mở bán giai đoạn tiếp theo của dự án Hado Charm Villas chậm hơn dự kiến
  - ✓ Tiến độ triển khai dự án Hado Green Lane và Hado Minh Long chậm hơn dự kiến.
  - ✓ Vấn đề pháp lý liên quan đến dự án điện mặt trời Hồng Phong 4 (chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% để phản ánh rủi ro này). Nhà máy hiện chiếm ~13% doanh thu hàng năm mảng điện của HDG.

Bảng 19: Các chỉ tiêu tài chính quan trọng của HDG

Đơn vị: Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3.777	3.581	2.889	2.765	3.314	3.563
Lợi nhuận gộp	2.320	2.212	1.723	1.617	2.129	2.281
EBITDA	2.346	2.634	1.970	1.964	2.434	2.574
LN ròng	1.344	1.362	866	992	1.383	1.535
EPS (VND)	5.614	4.507	2.175	2.327	3.243	3.600
ROA	9,0%	8,8%	5,9%	7,0%	9,6%	10,2%
ROE	28,7%	22,8%	12,6%	13,0%	16,0%	15,5%
Nợ/VCSH	1,4	0,9	0,8	0,6	0,4	0,3
P/E	11,8	7,0	12,7	12,2	8,8	7,9
EV/EBITDA	8,8	5,4	7,4	7,6	6,2	5,8

Nguồn: HDG, SSI Research

Bảng 20: Chỉ tiêu tài chính của một số công ty sản xuất điện chúng tôi nghiên cứu

CP	% Tăng giá	Giá mục tiêu (Đồng)	Giá hiện tại (Đồng)	Tăng trưởng NPATMI (%)			P/E (x)			ROE (%)			Tỷ suất cổ tức (%)		
	Trong 1 năm	Trong 1 năm	31/12/2024	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
NT2	18%	24.700	20.950	-46,4%	-88,9%	644,5%	15,9	120,3	16,2	10,6%	1,3%	9,5%	0,0%	0,0%	7,2%
REE	13%	76.900	67.900	-18,7%	-29,9%	34,0%	10,6	20,8	15,6	13,9%	8,2%	10,7%	1,8%	1,5%	1,5%
HDG	16%	33.100	28.500	-39,3%	19,4%	39,3%	12,7	12,2	8,8	12,6%	13,0%	16,0%	1,8%	1,8%	1,8%
POW	5%	12.600	12.000	-49,6%	81,0%	-7,6%	30,3	16,5	17,9	3,8%	5,6%	5,3%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: SSI Research

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lôi kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng
Kinh tế trưởng
hungpl@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh
Chuyên viên cao cấp phân tích Vĩ mô
trinhttv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Ngành Hàng tiêu dùng

Phạm Huyền Trang
Giám đốc
trangph@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8712

Trần Thùy Trang, ACA
Chuyên viên Phân tích cao cấp
trangtt2@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8705

Nguyễn Trần Phương Nga
Chuyên viên Phân tích cao cấp
ngantp@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6731

Đặng Trần Minh
Chuyên viên Phân tích
minhdt1@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8671

Ngành Tài chính

Nguyễn Thu Hà, CFA
Phó giám đốc
hant4@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8708

Trương Minh Phương Duy
Chuyên viên Phân tích
duytmp@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6733

Ngành Bất động sản

Trịnh Anh Tuấn
Trưởng phòng Phân tích
tuanta2@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Ngô Thị Kim Thanh
Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhntk@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6735

Ngành Nguyên Vật liệu

Đào Minh Châu, CFA
Phó giám đốc
chaudm@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6732

Đặng Trần Minh
Chuyên viên Phân tích
ngantp@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6731

Y tế/ Dược phẩm

Đặng Trần Minh
Chuyên viên Phân tích
minhdt1@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8671

Ngành Dầu khí

Phạm Huyền Trang
Giám đốc
trangph@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8712

Đào Minh Châu, CFA
Phó giám đốc
chaudm@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6732

Nguyễn Hoàng Giang, CFA
Trưởng phòng Phân tích
giangnh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8703

Ngành Công nghiệp

Nguyễn Hoàng Giang, CFA
Trưởng phòng Phân tích
giangnh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8703

Đào Minh Châu, CFA
Phó giám đốc
chaudm@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6732

Ngành Công nghệ Thông tin/ Điện

Bạch Chấn Mãn
Chuyên viên Phân tích
manbc@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6738

Ngành Dịch vụ Tiện ích

Ngô Thị Kim Thanh
Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhntk@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6735